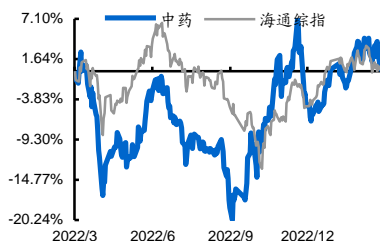


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《中药行业报告：乘政策东风，传统与创新联结硕果》2023.01.12

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婧

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

中药行业焕然一新，估值体系亟待重建——“中特估值”探究系列 5

投资要点:

- 中药在医药板块具有特殊性，符合国家战略方向。** 中药是具备中国特色的医药板块，中药国企更加具备代表性。我们认为当前政策高度重视中医药产业链发展，中药国企作为中药发展重要力量，近年在国企改革与业务与众多支持性政策扶持下，盈利能力显著提升。但我们目前诸多中药企业，特别是国企的价值没有得到充分体现，估值体系亟需重建。
- 中药行业具备明显中国特色，引入“中特估值”有望带动行业走向合理估值。** 2023 年 3 月 3 日国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，会议提出“以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑”；2022 年 11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出“中国特色估值体系”，指出要“深入研究成熟市场估值理论的适用场景，结合中国特色做创新，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，促进市场资源配置功能更好发挥”。我们认为国内医药行业的中药板块具有明显中国特色，在国际上也无法找到对标市场。近年来国企改革、股权激励等系列举措出台后，中药行业不断释放增长潜力，我们认为中药临床应用价值更加明确、内部机制理顺后成长路径更加清晰、品牌价值高，引入“中特估值”的估值体系后有望引领中药行业的估值走向更加合理的水平。
- 行业走向规范化，中药临床应用价值的置信度不断提升。** 中药具有上千年历史底蕴，拥有众多经典名方，在多病种治疗方面有显著效果。但我们认为过去中药注射剂等相关事件的负面影响，使得市场对中药行业的长期成长性存在疑问。近年来部分临床疗效好，成分品种相对单一，被验证安全有效的中药注射剂品种被逐步取消相关限制，相关负面影响逐步消除。此外，近年来国家药监局加大对中药注册审查力度，加强对于中药质量管理，2015 年“722 事件”之后，药品临床试验与相关注册逐步更加规范，2023 年 2 月 10 日，国家发布《中药注册管理专门规定》，对规定实施之日起满 3 年后申请药品再注册时禁忌、不良反应、注意事项中仍为“尚不明确”的药品不予再注册。我们认为中药行业走向规范，产品的应用价值逐步得到验证，置信度有望逐步提升。
- 政策支持叠加企业改善，行业发展趋势明朗，成长性逐步凸显。** 近年来国家出台多项政策支持中药行业发展，在审评端给予中药创新药支持，在支付端推进中药纳入医保以及进入国家基药目录，同时中药集采的降幅也较为温和。而企业自身方面，中药国企积极推进落实国企改革方案，部分中药国企实现股权变更梳理，落实混合所有制改革，董监高等管理层通过更加市场化制选举，同时多个中药企业陆续发布股权激励计划，激发员工积极性，系列高效改革方案为中药上市企业注入增长新动能，我们认为机制理顺后的中药企业成长性更好。
- 中药品牌历史源远流长，品牌价值高，存续久期长，应当给予比普通消费品更高的估值。** 中药国企品牌价值巨大，拥有历史深厚积淀。2021 年中医药品牌价值前 5 名企业中有 4 家企业均为中药国企，分别为广药集团、云南白药、华润三九与同仁堂，其中广药集团品牌力估值高达 14.6 亿美金。同时部分中药企业拥有高品牌价值产品，如片仔癀与云南白药拥有国家绝密级保密配方。我们认为中药企业品牌影响力源远流长，具有较强的生命力与持续增长潜能，在估值体系中应将这部分企业的品牌价值予以体现。
- 风险提示：** 改革推进不及预期，集采降价不及预期，中药材原材料持续涨价的风险。

目 录

1. 中国特色医药子板块，引入“中特估值”有望合理重估	5
2. 行业走向规范化，置信度不断提升	7
2.1 中药注射剂监管力度加大，临床使用走向规范化	7
2.2 “历史最严”临床试验数据审查促进中药审批流程更加规范	7
3. 政策支持叠加企业改善，行业发展趋势明朗	7
3.1 自上而下：国家出台多项政策，支持中药传承创新	7
3.1.1 审评端：中药研发指导意见明确，创新产品不断涌现	8
3.1.2 支付端：中成药纳入医保比例攀升，集采降幅温和	9
3.2 自上而下：国企混改引入市场化机制，加大激励调动员工积极性	11
4. 中药品牌历史源远流长，品牌价值高	14
5. 风险提示	15

图目录

图 1	过去十年 SW 消费指数与 SW 中药指数市盈率变化情况（倍）	5
图 2	中药板块国企利润占比较高	6
图 3	中药国企 PE 估值显著偏低	6
图 4	2017-2022 年中药新药获批数量情况（个）	9
图 5	2017-2020 年医保谈判药品类别分布格局	10
图 6	2018-2021 年部分中药企业研发费用（亿元）	11
图 7	2018-2021 年部分中药企业研发费用占营业收入比重	11
图 8	2021 年中医药药品牌力价值排行榜前 5 名	14

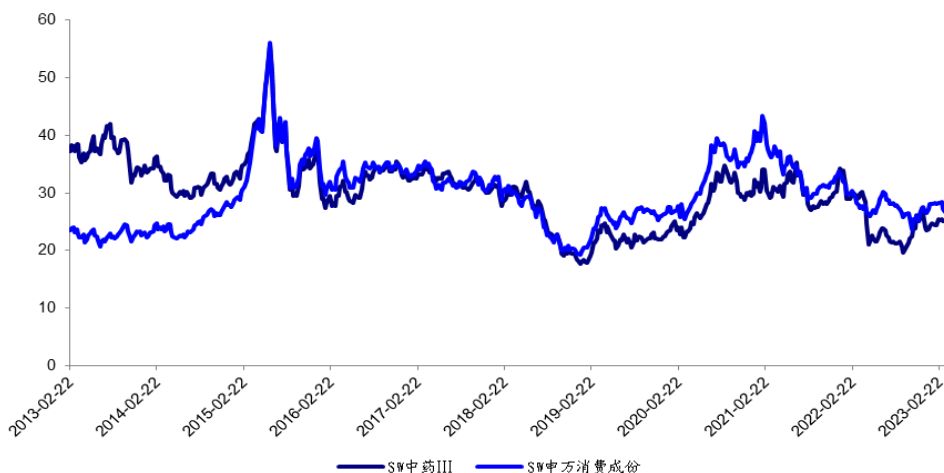
表目录

表 1	中药上市公司市值 TOP20	6
表 2	近年中医药行业发展支持政策	8
表 3	2022 年获批中药创新药	9
表 4	2021 年以来中成药集采试点情况	11
表 5	中药部分国企混改及股权激励落地时间表	12
表 6	部分中药企业股权激励考核指标	13
表 7	代表性中药国企市值及主营产品	14

1. 中国特色医药子板块，引入“中特估值”有望合理重估

中药是中华千年瑰宝，拥有悠久的发展历史，是具有中国特色的医药子板块。我们认为中药行业看重产品、渠道和品牌，具有明显的消费属性，估值体系可以与消费行业进行类比。从过去十年市盈率变化情况看，中药指数与消费指数具有较高相关度，消费指数市盈率相较于十年前有所提升，但中药指数市盈率出现明显下滑。目前两者估值水平差异相较于十年前有较大变化，我们认为中药指数相比之下估值水平明显偏低。

图1 过去十年 SW 消费指数与 SW 中药指数市盈率变化情况（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所

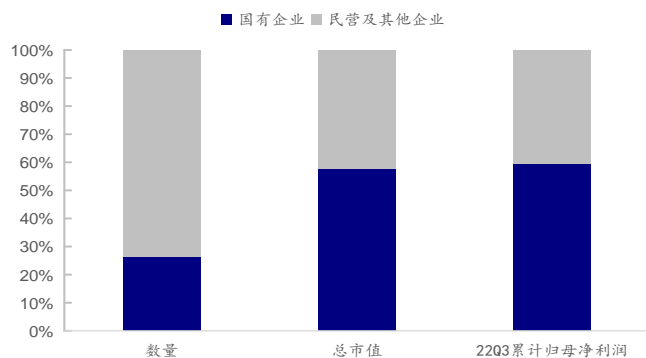
中药企业普遍采用相对估值法，国内中药上市公司市值前五名均为国有企业，排名前 20 名中有 12 家为中药国企。国有企业的利润在中药板块中占比超过 50%，占据了重要战略地位，但与中药民营企业相比 PE 水平明显偏低。近年来国企改革、股权激励等系列举措出台后，中药行业不断释放增长潜力，我们认为中药临床应用价值更加明确、内部机制理顺后成长路径更加清晰、品牌价值高，引入“中特估值”的估值体系后有望引领中药行业的估值走向更加合理的水平。

表 1 中药上市公司市值 TOP20

排序	证券代码	证券简称	总市值 (亿元) [2023.03.17 收盘价]	是否国企
1	600436.SH	片仔癀	1716	是
2	000538.SZ	云南白药	971	是
3	600085.SH	同仁堂	698	是
4	000999.SZ	华润三九	569	是
5	600332.SH	白云山	515	是
6	002603.SZ	以岭药业	488	否
7	000423.SZ	东阿阿胶	296	是
8	600518.SH	ST 康美	290	否
9	600566.SH	济川药业	280	否
10	600329.SH	达仁堂	227	是
11	600535.SH	天士力	223	否
12	603858.SH	步长制药	220	否
13	600129.SH	太极集团	211	是
14	300026.SZ	红日药业	195	是
15	000623.SZ	吉林敖东	181	否
16	600771.SH	广誉远	178	是
17	002317.SZ	众生药业	171	否
18	600557.SH	康缘药业	171	否
19	600422.SH	昆药集团	161	是
20	600572.SH	康恩贝	153	是

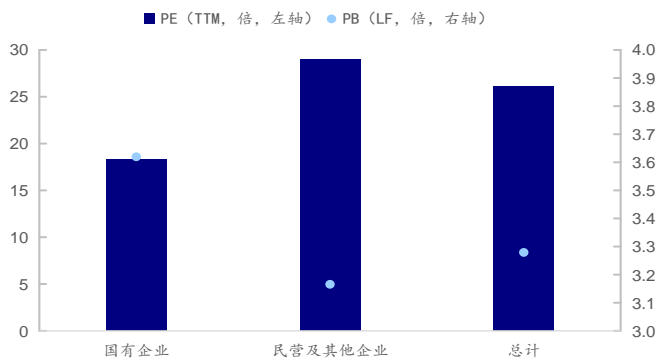
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 中药板块国企利润占比较高



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 中药国企 PE 估值显著偏低



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 行业走向规范化，置信度不断提升

2.1 中药注射剂监管力度加大，临床使用走向规范化

中药注射剂由于安全性问题曾在临床使用中造成严重不良后果。中国第一款中药注射剂柴胡注射液诞生于上世纪 40 年代，此后中药注射剂的发展历经波折。根据时代财经百家号，2006 年出现使用鱼腥草注射液致死事件，当年 6 月，国家药品不良反应监测中心共接到鱼腥草注射液不良反应报告 5488 例，严重药品不良反应 258 例，死亡 44 人，鱼腥草注射液当即停售。此后刺五加注射液、茵栀黄注射液、生脉注射液、红花注射剂、喜炎平注射液也都因为一系列使用安全问题引发过风波。

近年国家开始不断加强对于中药注射剂的监管。2017 年 10 月，国家《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中要求严格药品注射剂审评审批，开展药品注射剂再评价，一些知名大品种的销量出现明显萎缩。据界面新闻百家号援引中康 CMH 的数据显示，在 2017 年-2020 年之间，参麦注射液的销售量由 4500 万盒下降至 2500 万盒；柴胡注射液的销售量由 183 万盒下降至 81 万盒；生脉注射液由 1200 万盒下降至 507 万盒；喜炎平注射液由 7000 万盒下降至 3300 万盒；注射用血栓通（冻干）由 1.32 亿盒下降至 6500 万盒。

使用规范化加速中药注射剂负面影响出清。根据界面新闻百家号，2017 版医保目录开始对中药注射剂严格限制使用规范，26 个中药注射剂品种限二级以上医院使用，部分附加病症限制。2019 版医保目录中，继续针对中药注射剂做调整，剔除了部分品种，如生脉注射液、三七皂苷注射剂、银杏叶注射剂等，扩大受限品种至 33 个。2021 版医保目录中，受限品种继续增加。我们认为中药注射剂因为历史原因，在临床试验等注册审批环节存在不完善之处，导致产品安全性监管出现问题，由此对整个中药行业声誉以及产品可靠性造成负面影响。从 2017 年之后，针对中药注射剂审批、使用规范等系列严格政策的出台保证了中药产品使用的安全性，根据步长制药 2021 年年度报告，步长制药大单品丹红液在进入 2021 年医保目录后，二级及以上医院使用限制被解除。我们认为随着临床注册监管力度加大，在临床应用价值高的注射剂品类将逐步被取消相关限制。

2.2 “历史最严”临床试验数据审查促进中药审批流程更加规范

2023 年 2 月 10 日国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，对中药说明书修改进行了明确规定。其中规定中药说明书禁忌、不良反应、注意事项中任何一项在本规定施行之日起满 3 年后申请药品再注册时仍为“尚不明确”的，依法不予再注册。我们认为该规定对中药再注册提出更高要求，加速了行业的优胜劣汰。同时该管理规定对于中药注册分类、上市审批以及中药创新药上市等方面进行了更加详细规范的规定，将有效促进中药行业良性稳健发展。

3. 政策支持叠加企业改善，行业发展趋势明朗

3.1 自上而下：国家出台多项政策，支持中药传承创新

党的十八大以来，习近平总书记高度重视中医药工作，作出一系列重要指示批示，为新时代中医药发展指明了前进方向、提供了根本遵循。2019 年 10 月，国务院发布中医药传承创新顶层设计文件《关于促进中医药传承创新发展的意见》，为新时代中医药事业传承创新发展指明了方向。2021 年以来，中医药政策落地迎来爆发期，国家对中医药支持的政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段，具有较强的连贯性。我们认为，国家促进中医药领域发展的相关政策不断落地，中医药的重要性不断提升，在中西医并重的方针下，优质中药仍有广阔的发展空间。

表 2 近年中医药行业发展支持政策

发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
2019 年 10 月	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系，大力推动中药质量提升和产业高质量发展，加强中医药人才队伍建设，促进中医药传承与开放创新发展，改革完善中医药管理体制机制
2020 年 12 月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	结合药品监管工作实际，全面落实“四个最严”的要求，从深化改革、传承精华、坚守底线、创新发展四个方面，促进中医药创新发展。
2021 年 1 月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出 28 条举措，指出，要遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。
2021 年 6 月	国家卫生健康委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	综合医院是提供中医药服务的重要平台，是中医药传承创新的重要阵地，加强综合医院中医药工作对促进中西医协同发展具有重要意义。
2021 年 12 月	国家中医药管理局和国家医保局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	要求完善适合中医药特点的支付政策。
2022 年 3 月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	制定“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》的发展目标明确，到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

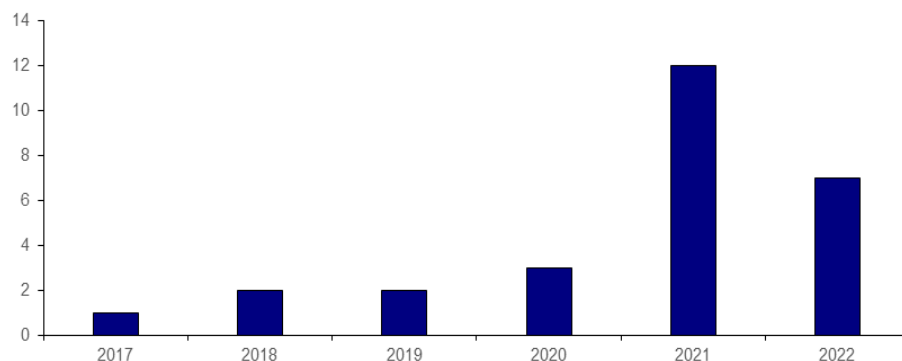
资料来源：中国政府网，国家医疗保障局网站，新华社，海通证券研究所

3.1.1 审评端：中药研发指导意见明确，创新产品不断涌现

“三结合”审评证据构建完善中药创新审批体系。2020 年 6 月 2 日，习近平总书记在专家学者座谈会上强调要改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。2020 年 9 月，国家药监局发布《中药注册分类及申报资料要求》，将中药注册分类化繁为简，并将中药创新药单列，拓宽了改良型新药范畴，鼓励中药二次开发。新注册分类充分体现了中药的研发规律及特色，淡化原注册分类管理中“有效成份”和“有效部位”含量要求，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性。2021 年 2 月，国务院印发的《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》通过调整中药注册分类，开辟具有中医药特色的注册申报路径，构建“三结合”的审评证据体系等创新举措，在保持中药传统优势的基础上，进一步加大对临床价值为导向的中药创新研制力度，激发创新要素向传统中医药领域聚集，我们认为这为中药产业优化结构、转换动能注入新的活力。

审批制度改革初显成效，2021 年中药新药获批创新高。近年来，国家药监局在中药创新药的注册分类及申报、审批流程等方面就已经给予了政策支持。包括对具有人用经验的中药复方制剂适当减免药效学试验；中药创新药处方来源于经典名方或国医大师、名老中医等具有丰富临床经验的中医临床专家经验方，且提取工艺仅为水提的，可简化工艺研究，豁免非临床有效性研究等。根据米内网数据显示，2021 年国家药监局累计批准 12 款中药新药上市，数量创近 5 年新高，其中 1.1 类新药有 7 个，包括康缘药业的银翘清热片、一力制药的虎贞清风胶囊、方盛制药的玄七健骨片、凤凰制药的芪莪益肾胶囊、天士力的坤心宁颗粒、以岭药业的苏夏解郁除烦胶囊、健民集团的七蕊胃舒胶囊。

图4 2017-2022 年中药新药获批数量情况（个）



资料来源：赛柏蓝微信公众号援引米内网，海通证券研究所

2022 年中药新药再有突破，经典名方实现破冰。2022 年共有 7 款中药创新药获批，其中 5 款为 1 类创新药，分别是参葛补肾胶囊（1.1 类）、芪胶调经颗粒（1.1 类）、淫羊藿素软胶囊（1.2 类）、广金钱草总黄酮胶囊（1.2 类）、黄蜀葵花总黄酮口腔贴片（1.2 类）。此外，2022 年中药经典名方有 2 个品种批准上市，分别为苓桂术甘颗粒与散寒化湿颗粒，其中苓桂术甘颗粒为首个按古代经典名方目录管理的中药复方制剂，实现中药 3.1 类新药“零的突破”。

表 3 2022 年获批中药创新药

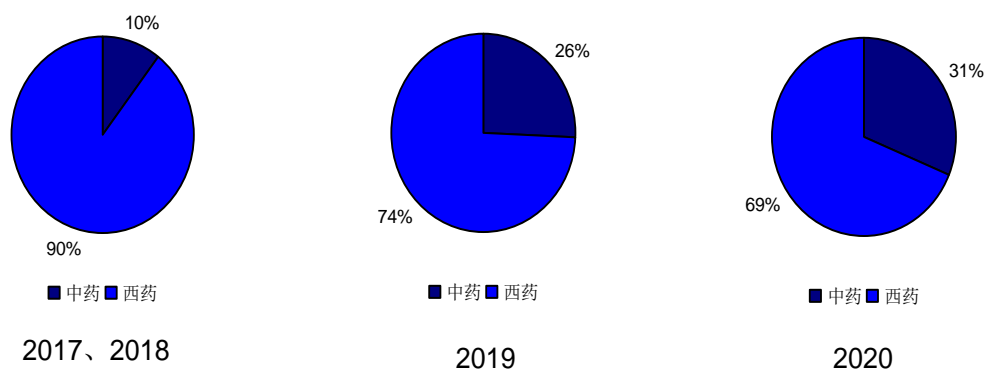
药品名称	企业名称	注册分类	批准文号	功能主治
参葛补肾胶囊(太子神悦胶囊)	华春药业	1.1	国药准字 Z20220008	用于治疗气阴不足、心脾两虚证的轻、中度抑郁症
芪胶调经颗粒	安邦制药	1.1	国药准字 Z20220007	益气补血、止血调经
淫羊藿素(阿可拉定)软胶囊	坤诺基	1.2	国药准字 Z20220002	适用于不适合或患者拒绝接受标准治疗、且既往未接受过全身系统性治疗的、不可切除的肝细胞癌
广金钱草总黄酮胶囊	光谷人福	1.2	国药准字 Z20220003	清热祛湿、利尿排石
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝	1.2	国药准字 Z20220006	治疗口腔溃疡
苓桂术甘颗粒	康缘药业	3.1	国药准字 C20220002	温阳化饮，健脾利湿
散寒化湿颗粒	康缘药业	3.2	国药准字 C20220001	用于寒湿郁肺所致疫病

资料来源：赛柏蓝微信公众号援引米内网，药智网微信公众号，安邦之爱百家号，新京报百家号，中国非处方药物协会，海通证券研究所

3.1.2 支付端：中成药纳入医保比例攀升，集采降幅温和

中药医保入围与中标率逐年提升。2021 年 12 月 31 日，国家医保局、中医药管理局发布关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见，将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，提高中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，并指出中医医疗机构可暂不实行 DRG 付费，在医保终端覆盖范围、医疗服务、产品价格和支付方式上都给予了较大的支持。回顾 2017-2020 年，医保谈判药品中中药占比从 10%提升至 31%，中药纳入医保的比例逐年攀升，2021 年中药医保入围后的中标率（84%）高于西药入围后的中标率（53%）。

图5 2017-2020 年医保谈判药品类别分布格局



资料来源：医药魔方，华经产业研究院，华经情报网百家号，海通证券研究所

中成药集采降幅温和，独家品种普遍降幅更低。根据健康界数据显示，2018 年以来的国家七批药物集采历史数据显示，药品平均降幅在 48%-59%之间，而 2021 年以来湖北、广东、北京与山东实施省际中成药集采或联采，平均价格降幅在 23%-44%，中药集采价格平均降幅相对较低。独家品种普遍比非独家品种降幅更低，我们认为中药原材料价格会传导影响中药材农业脱贫，独家品种众多难以分组，适应症多难以划分，诸多因素使得中药集采未来不会对行业产生类似于化药、生物制剂类似的较大降幅震动。

表 4 2021 年以来中成药集采试点情况

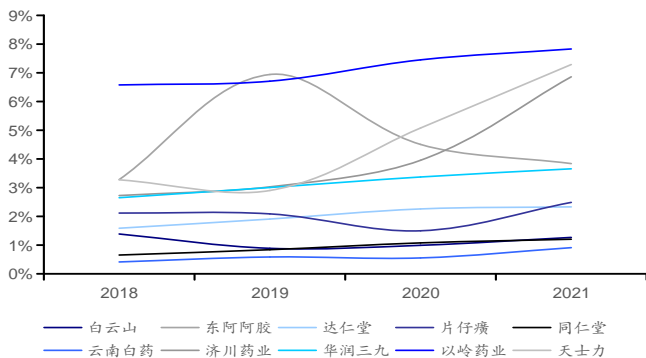
地区	中药集采试点情况汇总
湖北	2021 年下半年，按照国家医保局工作安排，湖北曾牵头 19 省份组成省际联盟开展中成药集中带量采购工作，开辟了药品集采新领域，有 157 家企业的 182 个产品参与竞价，采购规模近 100 亿元，最终 97 家企业、111 个产品中选，中选率达 62%，拟中选价格平均降幅 42.27%，最大降幅 82.63%。根据 19 省联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过 26 亿元。
广东	2021 年 12 月底，广东等 6 省开展中成药集采，涉及 132 种中成药，包括了 32 个中药独家品种，共涉及企业产品品规 257 个，药价降幅达到 40% 以上的 64 个。从最小制剂单位来看，有 122 个拟中选/备选品种价格不足 1 元，本次中成药集采中选品种平均降幅 32.5%，最高降幅 90.9%，独家产品拟中标平均降幅为 21.8%。
北京	2022 年 7 月，北京市医疗保障局日前发布《关于开展 2022 年北京市中成药带量采购有关工作的通知》，宣布启动本轮中成药带量采购，公布 84 个采购药品目录。本轮中成药带量采购药品主要分为两类：一类是包括银杏叶、双黄连等市场竞争较为充分的 64 个药品，以上 64 个药品被纳入带量联动药品范围；另一类是包括复方丹参等市场竞争相对不足的 20 个药品，以上 20 个药品则被纳入到带量谈判药品范围。平均降价幅度约为 23% 左右，除银杏胶囊等竞争激烈品种，总体降价幅度相对温和，尤其是独家品种降价幅度小，例如连花清瘟颗粒 10 包规格中标价 23.3 元（降价 1%），15 包中标价 34.95 元（降价 1%）。
山东	2022 年 11 月，山东省第三批（中成药专项）集中带量采购 67 个药品划分为 15 个品种组竞争，全部产生拟中选结果，平均降价 44.31%，最高降幅 87.97%，本次中成药集中带量采购周期为 2 年。

资料来源：健康界，广东省药品交易中心，北京医保局，赛柏蓝，海通证券研究所

3.2 自上而下：国企混改引入市场化机制，加大激励调动员工积极性

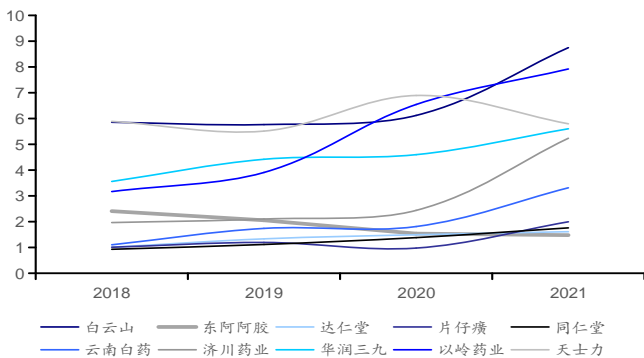
政策引领加强中医药人才培养，中药企业整体研发投入提升。2022 年 10 月，国家中医药管理局发布《“十四五”中医药人才发展规划》，要求完善人才培养体系，加强中医药高层次专业队伍队伍建设，促进中药传承创新与人才供给。2022 年前三季度，中药企业研发投入合计 64.13 亿元，相较于 2021 年同期的 56.44 亿元增长了 13.63%，其中 52 家中药企业研发投入实现正增长，占比为 69.33%。2018 至 2021 年，大部分中药企业的研发投入呈增长态势。

图 6 2018-2021 年部分中药企业研发费用（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 2018-2021 年部分中药企业研发费用占营业收入比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

中药国企混改加速落地，传统老店焕发新生机。2020 年 6 月 30 日，习近平总书记主持召开中央深改委第十四次会议，审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，方案提出要完善国资监管体制，深化混合所有制改革；健全市场化经营机制，提高国企核心竞争力。广誉远、太极集团、达仁堂实际控制人发生变更，部分中药国企实现股权变更梳理，落实混合所有制改革，董监高等管理层通过更加市场化选举。2023 年政府工作报告指出，要“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。2023 年 1 月，国资委将央企考核体系的经营指标由“两利四率”调整为“一利五率”，进一步加强对国企盈利能力和创现能力的考核。我们认为随着国企改革的不断深化，中药企业执行力提升，盈利能力有望得到改善。

表 5 中药部分国企混改及股权激励落地时间表

企业名称	混改时间及过程
云南白药	2018 年，国企混改落地，云南省国资委与新华都成为并列第一大股东； 2019 年 10 月，公布第一期员工持股计划； 2020 年 6 月，公布首批股权激励方案； 2021 年 3 月，公布员工持股计划。
太极集团	2020 年 10 月，发布增资协议，引入中国医药有限公司，国务院国资委为实际控制人； 2021 年 5 月，完成董监高换届。
达仁堂（原中新药业）	2021 年 3 月，公司股权变化，天津国资委不再为公司实控人，津沪深公司间接控股； 2022 年 5 月，正式更名为津药达仁堂。
广誉远	2021 年 6 月，晋创投资转为控股股东，实际控制人由郭家学变更为山西省国资委。
同仁堂	2021 年 6 月，同仁堂集团召开国企改革三年行动推进会，成立改革工作领导小组、制定了行动方案 and 任务清单，完善体制机制； 2021 年 12 月，新任董事长上任。
华润三九	2021 年 12 月，公布限制性股票激励计划。
江中药业	2021 年 6 月，公布限制性股票激励计划。

资料来源：云南白药股东权益变动公告，云南白药员工持股计划，太极集团增资协议公告，太极集团管理层变更公告，中新药业关于变更证券简称公告，广誉远实控人变更公告，同仁堂官网，中国北京同仁堂官微，华润三九限制性股票激励计划，江中药业限制性股票激励计划，海通证券研究所

陆续推出股权激励，未来业绩增长指引清晰。近年来多个中药企业陆续推出股权激励方案，给出未来几年更加清晰的业绩增长指引。其中，部分中药企业还会结合自身的发展情况和业务特点制定额外的激励考核指标，例如济川药业设置了 BD 引进产品的指标，康缘药业设置了非注射剂产品营业收入增长的指标。我们认为股权激励方案出台将有效激发上市公司团队的能动性，有利于公司朝着既定目标快速前行。

表 6 部分中药企业股权激励考核指标

企业名称	激励考核指标
华润三九	1.以 2020 年业绩为基数, 2022-2024 每年归母扣非净利 CAGR 不低于 10%, 且不低于同行业平均或对标企业 75 分位水平; 2.2022-2024 年归母扣费净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%, 且不低于对标企业 75 分位水平; 3.2022-2024 总资产周转率分别不低于 0.69/0.70/0.72。
江中药业	1.2022-2024 年投入资本回报率分别不低于 12.74%/12.75%/12.76%, 且不低于对标企业 75 分为水平或同行业平均值; 2.较 2020 年, 2022-2024 年归母净利润 CAGR 不低于 6%, 且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 3.2022-2024 年研发投入强度分别不低于 2.96%/2.98%/3.00%。
羚锐制药	以 2020 年净利润为基数, 2021 年-2023 年净利润增长率分别不低于 20%/44%/65.6%。
达仁堂	1.以 2018 年业绩为基数, 2020-2022 年每股收益分别不低于 0.8/0.86/0.92 元且不低于同行业对标企业 75 分位水平; 2.2020-2022 年净利润增长率分别不低于 9.7%/17.9%/27.1%, 且不低于同行业对标企业 75 分位水平; 3.2020-2022 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 92%。
奇正藏药	分别以 2020/2021 年营业收入为基数, 2021/2022 年营业收入增长率低于 15%, 当期限售股份不予解锁; 大于等于 15%, 解锁比例 100%。
仁和药业	2021/2022 年净利润较 2020 年增长分别不低于 10%/20% (包含)。
桂林三金	1. 2021 年主营业务收入不低于 173970 万元; 2. 2022 年主营业务收入不低于 192495 万元; 或前两个解锁期累计主营业务收入达到 366465 万元, 视作两期全部完成; 3. 2023 年主营收入不低于 212472 万元, 或任意解锁期未完成, 累计主营业务收入达到 578937 万元, 视作全部完成;
济川药业	1.公司 2023 年度净利润不低于 22 亿元; 且 BD 引进产品不少于 4 个; 2.公司 2024 年度净利润不低于 25 亿元; 且 BD 引进产品不少于 4 个。
康缘药业	1.(1) 以公司 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 22%, 或以公司 2021 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 24%; (2) 以公司 2021 年非注射剂产品营业收入为基数, 2022 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%; 2.(1) 以公司 2022 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 20%, 或以公司 2022 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 22%; (2) 以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数, 2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23%; 3.(1) 以公司 2023 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 18%, 或以公司 2023 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 20%; (2) 以公司 2023 年非注射剂产品营业收入为基数, 2024 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。
新天药业	1.2021 年以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长 27%; 2.2022 年以 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长 61%; 或以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长 27%; 3.2023 年以 2020 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长 100%; 或以 2022 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长 27%。

资料来源: 华润三九、江中药业、羚锐药业、达仁堂、奇正藏药、仁和药业、桂林三金、济川药业、康缘药业、新天药业股票激励计划及草案, 海通证券研究所

4. 中药品牌历史源远流长，品牌价值高

中药企业价值被明显低估，估值体系有待改善。目前大部分中药上市国企相对估值指标市盈率水平较低，但相关企业均具备较高的盈利水平，同时中药国企品牌价值巨大，拥有历史深厚积淀。品牌为公司经营持续注入增长动能，未来拥有较大增长潜力。例如同仁堂起源于1669年，至今已有近350余年历史。2021年中医药品牌价值前5名企业中有4家企业均为中药国企，分别为广药集团、云南白药、华润三九与同仁堂。其中广药集团品牌价值高达14.6亿美元位居第一。同时部分中药企业拥有高品牌价值产品，如片仔癀与云南白药拥有国家绝密级保密配方。我们认为中药企业品牌影响力源远流长，具有较强的生命力与持续增长潜能，在估值体系中应将这部分企业的品牌价值予以体现。

图8 2021年中医药品牌价值排行榜前5名



资料来源：广药白云山公司官方微信公众号，海通证券研究所

表7 代表性中药国企市值及主营产品

成立时间	企业名称	总市值(亿元) [2023.03.17 收盘价]	主营产品
1956	片仔癀	1716.44	片仔癀系列及茵胆平肝胶囊、心舒宝片、增乳膏、安宫牛黄丸等
1971	云南白药	971.38	云南白药系列及普药、牙膏产品
1669	同仁堂	697.53	安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸等
1985	华润三九	569.48	999感冒灵、三九胃泰、999皮炎平（红）、澳诺钙、易善复等
1973	白云山	539.11	消渴丸、滋肾育胎丸、小柴胡颗粒等中药，枸橼酸西地那非片、头孢克肟系列、阿莫西林系列等西药
1952	东阿阿胶	296.47	阿胶系列（阿胶浆、阿胶糕、阿胶粉）、燕真卿真好燕窝
1914	达仁堂	279.60	速效救心丸、京万红软膏、舒脑欣滴丸、紫龙金片、清肺消炎丸、藿香正气软胶囊、通脉养心丸、胃肠安丸、清咽滴丸、海马补肾丸、安宫牛黄丸
1972	太极集团	211.06	藿香正气口服液、小金片、急支糖浆、复方板蓝根颗粒、通天口服液等中药，注射用头孢唑肟钠、洛芬待因缓释、盐酸吗啡缓释片等西药
1996	红日药业	195.27	血必净注射液、清肺散结丸、“全成分”中药配方颗粒等中药，盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液等西药
1541	广誉远	178.17	龟龄集、定坤丹大蜜丸、定坤丹水蜜丸、定坤丹口服液、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等
1951	昆药集团	160.57	参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等中药，草乌甲素软胶囊、玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊等西药

资料来源：Wind，各公司2021年年报，各公司官网，百度百科，海通证券研究所

5. 风险提示

改革推进不及预期，集采降价不及预期，中药材原材料持续涨价的风险。

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准:	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@haitong.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com
李 俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
联系人
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
王宇晴 wyq14704@haitong.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23219433 tjy13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
魏 玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
江 涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
舒子宸 szc14816@haitong.com
张 弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
藏 多(021)23212041 zd14683@haitong.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
高 上(021)23154132 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
杨 锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
刘 颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
联系人
纪 尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
联系人
周 航(021)23219671 zh13348@haitong.com
彭 婷(010)68067998 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com
张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

傅逸帆(021)23154398 fyf11758@haitong.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
联系人
余政翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com
阎 石 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lkh11523@haitong.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
联系人
张冰清 021-23154126 zbk14692@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢 盐(021)23219436 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123219748 hjs14155@haitong.com 张晓飞 zxf15282@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 顾慧菁 yhj12866@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王玮婕(021)23219768 wvj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com 联系人 吕科佳 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨伟昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王玮宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎 (010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金焱 (010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com