

中国中药 (0570 HK)

聚焦中药领域优质赛道，疫情后将率先复苏

核心业务中药配方颗粒业务疫情后率先复苏，未来将维持高增长

中国中药是国内中药配方颗粒行业绝对龙头，中药配方颗粒也是公司核心业务，预计 2020 年下半年重拾增长，2021-22E 收入将分别同比增长 22.4% 与 20.0%，主要原因包括：1) 中药配方颗粒疗效良好，无需煎煮使用方便，符合现代生活需求。2) 公司拥有 110 个 GAP 中药材种植基地能从源头把握品质。3) 公司近年销售网络扩张方面非常成功，2020 年上半年销售网络在疫情中新增 9,000 多家医疗机构。4) 未来更多省份将公司产品纳入医保：包括公司“肺炎 1 号”在内许多颗粒产品被很多地区纳入新冠诊疗指南，近期很多地区将中药配方颗粒纳入医保，这种态势将持续，公司产品有望被率先考虑。

中期看中药配方颗粒牌照的放开利大于弊

市场预期中国可能在 2021 年发布国家版中药配方颗粒质标准，随后可能放开生产许可。短期看牌照放开可能会导致竞争加剧，但是中期看对中国中药利大于弊，主要原因包括：1) 放开牌照将导致更多医疗机构使用配方颗粒：目前很多地区中药配方颗粒只能在二级以上中医院使用，还有很多地区无法或者限制医保报销，牌照放开后将有更多医疗机构使用。2) 龙头企业将受益行业集中度提升：目前国内没有统一标准，部分小企业质量很低，如统一标准这些企业可能淘汰。政府 2019 年底第一批公示的 160 个质量标准中有 55% 来自中国中药，表明公司产品质量很高。公司中药配方颗粒涵盖品种、种植基地数量与产能等方面均绝对领先，短期小企业很难竞争，中期看优胜劣汰中公司将受益。

中成药业务将止跌回升

公司中成药业务 2020 年上半年受疫情影响较大，下半年起情况逐步好转，2021 年起将恢复增长，原因包括：1) 中成药板块中有玉屏风颗粒、颈舒颗粒等多个著名产品，疫情后将率先回暖。2) 2020 年上半年疫情影响较大的鼻炎康等呼吸系统药物需求将恢复。

重新覆盖并给予“买入”评级与 4.82 港元目标价

公司 2020 年上半年业绩受疫情影响，但主营业务中药配方颗粒下半年销售情况显著好转，估计下半年股东净利润恢复增长。剔除新冠疫情造成的 2020 年上半年暂时性影响，2020E-22E EPS CAGR 为 19.1%，而公司目前股价对应 9.2 倍 2021E PER，估值有提升空间。重新覆盖并给予“买入”评级，目标价 4.82 港元，对应 11.5 倍 2021E PER。

风险提示：(一) 疫反复可能影响公司业绩；(二) 药品集采降价幅度超预期；(三) 中药配方颗粒标准放开导致行业竞争加剧；(四) 政府对中药配方颗粒实施超预期调控

主要财务数据 (百万元人民币, 估值更新至 2021 年 1 月 15 日)

12 月 31 日年结	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	11,259	14,321	14,603	17,358	20,537
增长率	35.0	27.2	2.0	18.9	18.3
股东净利润	1,439	1,588	1,544	1,763	2,189
增长率	22.9	10.4	(2.8)	14.2	24.2
每股基本盈利 (人民币)	0.30	0.32	0.31	0.35	0.43
市盈率	10.8	10.2	10.5	9.2	7.4
每股股息 (人民币)	0.10	0.10	0.09	0.11	0.13
股息率	3.2	3.1	2.9	3.3	4.1
每股净资产 (人民币)	3.5	3.8	4.1	4.4	4.9
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

香港股市 | 医药

重新覆盖：买入

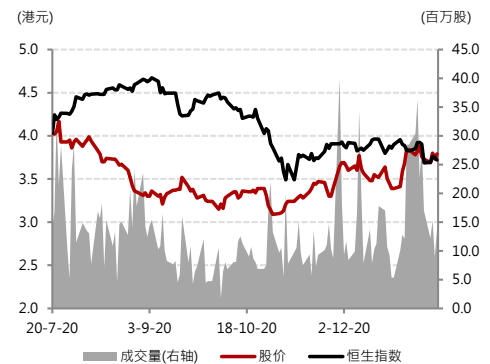
目标价：4.82 港元

股票资料 (更新至 1 月 15 日)

现价	3.85 港元
总市值	19,085.69 百万港元
流通股比例	62.18%
已发行总股本	5,035.80 百万股
52 周价格区间	3.06-4.89 港元
3 个月日均成交额	48.02 百万港元
主要股东	国药集团 (32.46%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

scarlett.shi@ztsc.com.hk

内容目录

国药集团旗下唯一中药平台	4
公司拥有强大央企背景	4
中药中的高增长产品中药配方颗粒占利润主导地位	5
中药配方颗粒业务将维持较快增长.....	6
中药配方颗粒市场需求还有很大拓展空间	6
中药配方颗粒市场绝对龙头将受益于需求增长及行业集中度提升.....	8
公司配方颗粒业务 2020 年下半年估计重拾增长，2021-22E 收入增速加快	9
中成药业务 2020 年下半年起估计逐步回暖	13
预计 2020 年下半年起业绩将重拾增长.....	14
给予“买入”评级与 4.82 港元目标价	16
风险提示	17
历史建议和目标价	18
公司及行业评级定义	19
重要声明	20

图表目录

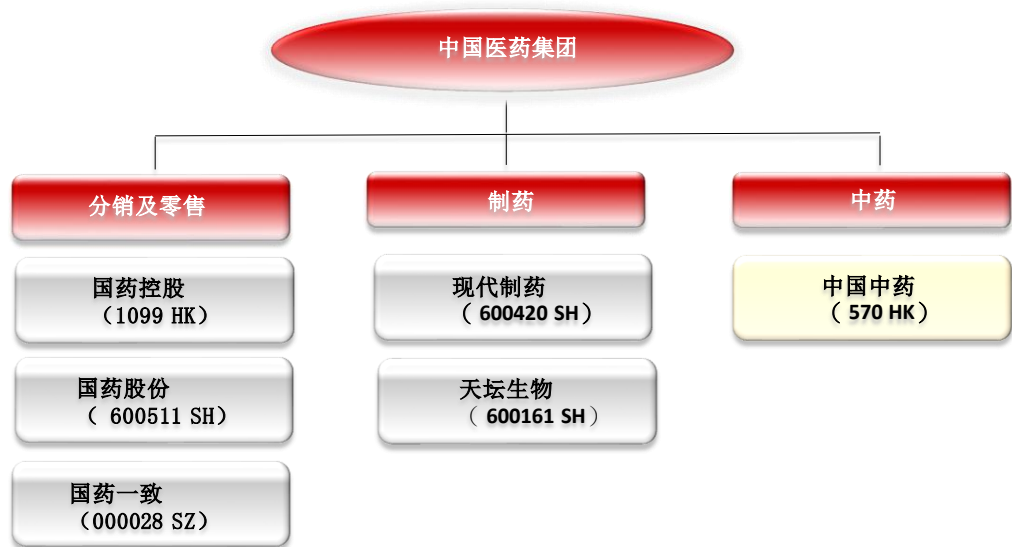
图表 1：中国医药集团旗下公司	4
图表 2：中国医药集团旗下公司	4
图表 3：中国中药各板块收入（单位：百万人民币）	5
图表 4：中国中药 2020 年上半年收入构成	5
图表 5：中国中药各板块毛利润（单位：百万人民币）	5
图表 6：中国中药各板块毛利率（单位：%）	5
图表 7：中国中药各板块净利润（单位：百万人民币）	5
图表 8：中国中药各板块净利率	5
图表 9：中药饮片、中药配方颗粒与中成药制作工艺及差异性介绍	6
图表 10：中药配方颗粒常用技术及功效	7
图表 11：国内中药饮片销售额与中药配方颗粒占比	7
图表 12：国内市场中药配方颗粒市场规模（单位：亿元）	7
图表 13：中药配方颗粒政策梳理	8
图表 14：中成药降价对公司 EPS 敏感性分析	9
图表 15：中药配方颗粒销售收入地域分布（单位：百万人民币）	10
图表 16：中药配方颗粒业务各地区收入占比	10
图表 17：公司中药材种植基地分布	10
图表 18：公司生产基地分布	11
图表 19：中国配方颗粒获批主要企业	11
图表 20：中药配方颗粒国家级试点企业竞争力对比	12
图表 21：中药配方颗粒收入预测（单位：百万人民币）	12
图表 22：中成药板块收入预测	13
图表 23：公司收入预测（单位：百万人民币）	14
图表 24：公司主要业务收入预测（单位：百万人民币）	14
图表 25：利润率预测（单位：%）	14
图表 26：股东净利润预测（单位：百万人民币）	14
图表 27：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）	15
图表 28：中成药行业同业估值比较	16
图表 29：中国中药（0570 HK）过去 5 年预测市盈率平均值（单位：倍）	16

国药集团旗下唯一中药平台

公司拥有强大央企背景

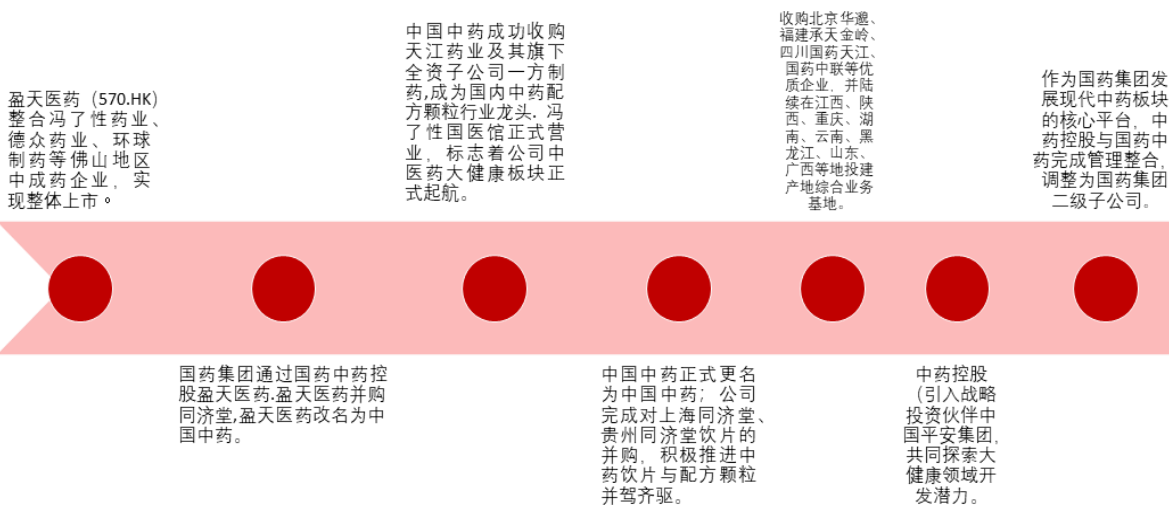
中国中药是中国医药集团有限公司（简称“国药集团”）旗下唯一的中药平台，母公司国药集团直属中国国资委，拥有集科技研发、工业制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术、专业会展、国际经营、金融投资等为一体的大健康全产业链，因此公司拥有强大的股东背景。公司总部位于广东佛山，截止 2020 年 6 月总共拥有约 1.8 万人和 100 家子公司，旗下拥有目前拥有中国驰名商标“德众”、中华老字号“冯了性”、广东省著名商标“圣通平”、“高德”等著名品牌。公司 2015 年收购江苏天江药业后成为国内中药配方颗粒行业龙头，同时涵盖中成药、中药饮片、中医大健康、产地综合服务等业务。公司总共拥有 1300 多个成药品规（其中 350 多个品规入选 2018 版《国家基本药物目录》），700 多个单味中药配方颗粒品种，400 多个专供出口的经典复方浓缩颗粒。

图表 1：中国医药集团旗下公司



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：中国医药集团旗下公司

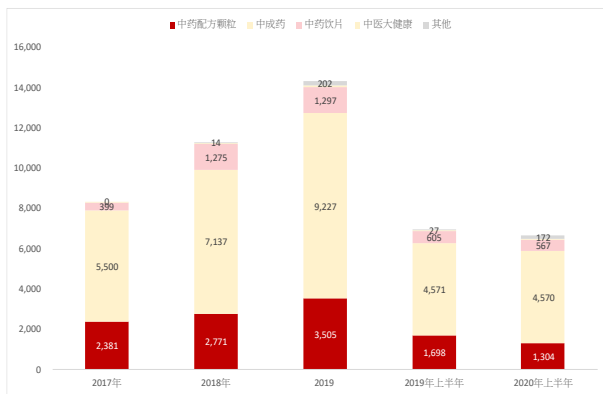


来源：公司资料，中泰国际研究部

中药中的高增长产品中药配方颗粒占利润主导地位

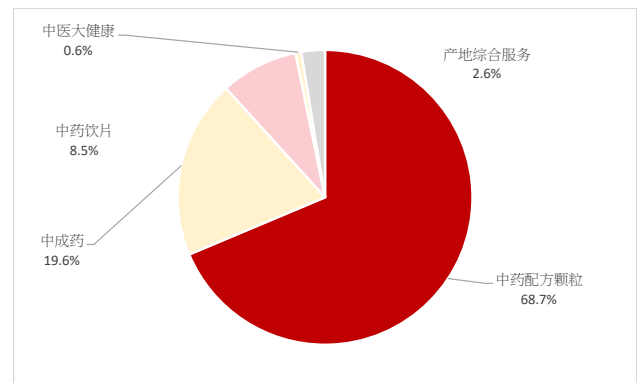
公司 2015 年收购天江药业后中药配方颗粒板块收入维持快速增长, 2017-19 年 CAGR 达 21.3%。由于中药配方颗粒的毛利率与净利率均显著高于其他板块, 因此中药配方颗粒是公司业务中最为重要的板块。中药配方颗粒分别占 2020 年收入与净利润(包含非控股权益)的 68.7%与 91.6%, 在公司盈利中占据绝对主导地位。相较于我们常用的复方中成药而言, 中药配方颗粒由中药材经现代技术直接提炼萃取制成, 没有添加剂, 因此安全性较高, 也更符合中医“辨证论治, 随证加减”的理论, 因此能因患者的需求提供个性化治疗。相较于普通中药材与中药饮片而言, 中药配方颗粒无需煎煮方便使用携带, 因此符合现代人快节奏需求。从新冠疫情影响来说, 中药企业中配方颗粒业务受的影响明显小于传统中成药, 表明配方颗粒是中药行业的优质赛道, 刚性需求好于传统中成药。配方颗粒三大龙头中, 中国中药中药配方颗粒收入同比持平。华润三九 (000999 CH) 中药配方颗粒仅小幅下滑。红日药业 (300026 CH) 中药配方颗粒收入也仅同比下降 7.1%。

图表 3: 中国中药各板块收入 (单位: 百万人民币)



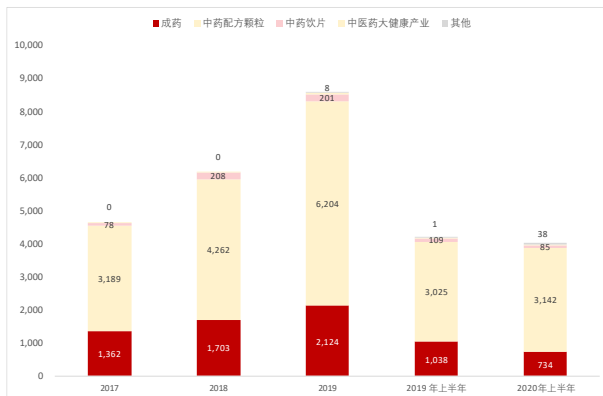
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 中国中药 2020 年上半年收入构成



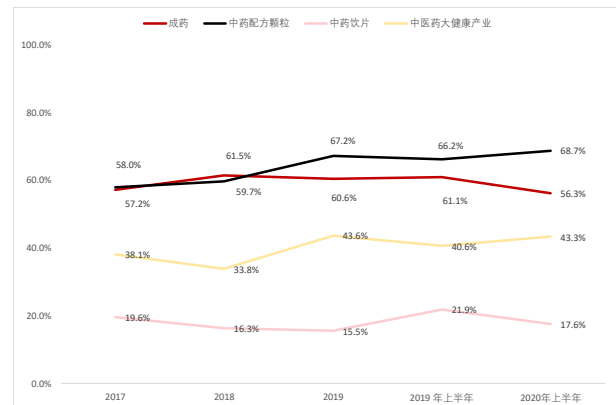
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 中国中药各板块毛利润 (单位: 百万人民币)



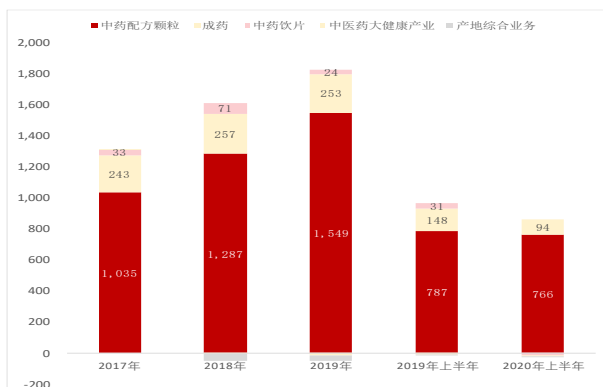
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 中国中药各板块毛利率 (单位: %)



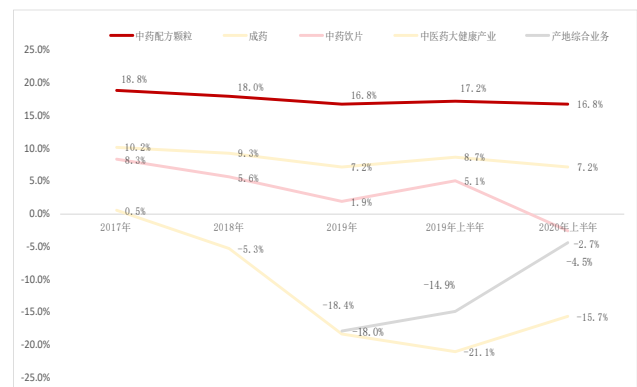
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: 中国中药各板块净利润 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部~以上为包含非控股权益的净利润

图表 8: 中国中药各板块净利率



来源: 公司资料, 中泰国际研究部~以上为包含非控股权益的净利率

中药配方颗粒业务将维持较快增长

中药配方颗粒市场需求还有很大拓展空间

中药配方颗粒在安全性与疗效方面优势显著。中药配方颗粒是传统中药饮片的升级版。中药配方颗粒在中医理论指导下，以优质、地道的药材经规范炮制加工成的饮片为原料，使用先进工艺经过科学提取、低温浓缩、喷雾干燥等工序，加工制成的一种新型配方颗粒。商品名及民间称呼还有免煎中药饮片、新饮片、精制饮片、饮料型饮片、科学中药等。由于是单方，没有加入任何辅料和加味剂等，其有效成分、性味、归经、主治、功效和传统中药饮片完全一致，保持了传统中药饮片的全部特征，既能保证中医传统的君、臣、佐、使和辨证论治、灵活加减的特点，优于中成药，又免去了病人传统煎煮的麻烦，同时还可灵活地单味颗粒冲服，卫生有效。

根据前瞻产业研究院统计，国内中药饮片销售额由 2015 年的 1,602 亿人民币增加到 2019 年的约 1,602 亿人民币增加到 2,732 亿人民币，CAGR 为 14.3%，2016-19 年同比增速均超过 10%。中药配方颗粒销售额由 2006 年的约 2.3 亿人民币提升至 2018 年的约 119 亿人民币。2015-18 年中药配方颗粒占中药饮片销售额的比例稳定在 5%~7%左右。由于政府还没有完全放开许可，目前在很多地区中药配方颗粒还只能在二级及以上中医院使用，占中药饮片的比例还较低。

我们估计中国的中药饮片市场在 2020 年遭受疫情打击严重录得下滑，但是随着药房与医疗机构经营的恢复，2021 年以后中药饮片市场规模将恢复到双位数增长，而中药配方颗粒增速将快于中药饮片行业平均增速，主要原因如下。

- 1) **生产工艺先进，疗效较好。**中药配方颗粒采用水提取、水提取结合乙醇提取、超临界二氧化碳萃取、酶解技术、超微粉碎、低温浓缩、喷雾干燥、干法造粒等先进的中药制药技术，通过这些先进技术，使中药材疗效得到提升。
- 2) **适用范围广：**中药配方颗粒疗效较好，被广泛应用于慢性病治疗与恢复领域，主要包括妇科、儿科、骨科、外科、五官科等。
- 3) **适用于个性化治疗：**中医讲究辨证施治，即对每个患者制定个性化诊疗方案，能针对早中晚期的患者予以个性化、针对性地诊疗，有助于推进治愈率稳步提升。中药配方颗粒为单方，由于要根据患者需求诊断配置，在中国必须由医疗机构配置，因此能按照患者需求实施个性化治疗，达到药房零售的中成药无法达到的效果。
- 4) **无添加制造安全性强：**由于中药配方颗粒制造过程中没有掺入添加剂，因此安全性很强。
- 5) **方便患者使用：**中药配方颗粒不需要煎煮、携带方便，因此相对于传统中药来说，患者使用方便。

图表 9：中药饮片、中药配方颗粒与中成药制作工艺及差异性介绍



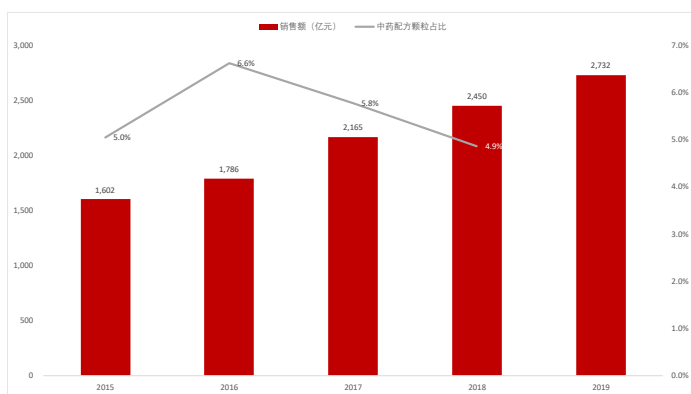
来源：日本津村制药（4540 JP），中泰国际研究部

图表 10: 中药配方颗粒常用技术及功效

技术名称	效果
中药超微粉碎	<p>中药的超微粉碎, 主要指细胞级粉碎, 使中药粉碎至几个微米甚至更小, 通常用于金沙牛、羚羊角、三七、西洋参、血竭、浙贝母、紫河车、川贝母、炮山甲、琥珀等名贵中药, 功效如下。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 通过提高药物破壁率促进人体吸收: 采用现代中药细胞超微粉碎技术, 制成新一代微米中药。微米中药的粉末粒径约 5-15um, 在该细度下, 药材细胞的破壁率≥95%, 且粉末粒径小, 分布均匀, 球性及均质度明显改善, 松密度及比表面积显著提高, 由此物理状态的变化明显使人体吸收的成分更全面, 吸收强度提高, 吸收量增加。 2) 通过提高药物溶出速率提高治疗效果: 药物有效成分的溶出速率与药物粉体的比表面积成正比, 粒径越小, 表面积越大, 与肠胃体液的有效接触面积也就越大, 也就越有利于药物的溶出和吸收, 即药物有效成分的溶出度和吸收率随药物颗粒的粒径的减小而增加。中药材经超微粉碎后, 由于其粒度细微均匀, 比表现积增大, 孔隙率增加, 吸附性、溶解性增强, 溶出速率、化学反应速率增加, 能使药物较好地分散, 溶解在胃液里, 有利于药物的吸收, 从而提高治疗效果。 3) 增加药效活性, 提升治疗效果: 经超微粉碎后的药物粉体的溶解度和释放出来的有效成分种类增加, 单位时间内生物机体对有效成分的吸收效率提高, 药物起效时间缩短, 作用时间延长, 所以对机体的作用效果更全、强度更大。超微三七细粉电子显微镜观察已无完整组织细胞, 淡黄色, 棕黄色、棕色不规则小颗粒充满视野, 直径 7-14um, 草酸钙簇晶已不易分辨, 已无大颗粒团块, 无细胞形态状物存在, 表明三七组织中各类细胞均已破壁, 细胞内的各类成分已呈释放状态。
超临界二氧化碳萃取	<p>超临界二氧化碳萃取是以超临界二氧化碳流体代替常规有机溶剂对中药有效成分进行萃取和分离的一种新型技术。中药配方颗粒生产采用超临界萃取的品种有: 白芷、白术、葶苈、炒苍耳子、苍术、草果、柴胡、川芎、当归、当归尾、独活、莪术、防风、佛手、干姜、藁本、厚朴、花椒、化橘红、红景天、菊花、麻黄、玫瑰花、木香、佩兰、前胡、肉桂、乌药、醋香附、野菊花、益智仁、月季花、麸炒枳壳、枳实、穿心莲、蛇床子、银杏叶、紫草等, 功效如下。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 提高萃取效率与药物安全性: 超临界二氧化碳萃取 (SFE-CO2) 具有选择性好、操作温度低、能较好保存中药有效成分不被破坏、不发生次生化、萃取能力强、提取效率高、具有抗氧化和灭菌作用、有利于保证和提高产品质量, 经药理和临床证明, 其药效和临床疗效均能够很好的保证。 2) 提升配方颗粒品质、临床疗效、质量稳定性、统一质量标准。 超临界二氧化碳萃取物中挥发性、脂溶性、热敏性的有效成分, 具有非常大的优越性。我们对 28 个含亲脂性、热敏性成分的品种进行 SFE-CO2 萃取, 提高了配方颗粒的品质、临床疗效, 质量稳定、标准容易控制。
低温真空浓缩	<p>有效避免高温煎煮中药影响药效: 煎煮中药时, 为了减少服用量, 汤药煎好后会再加热蒸发掉一部分水份, 要加热到 100℃ 以上才会沸腾, 温度高会对药物的质量产生影响。采用低温真空浓缩, 在密闭的不锈钢罐中, 通过抽真空以降低其内部的压力, 使药液在较低温度 (40℃-60℃) 下, 水分就沸腾蒸发。具有温度低, 速度快, 可防止某些易于因热分解的有效成分被破坏。</p>
喷雾干燥法	<p>中药企业将喷雾干燥所得的中药浸膏粉制成颗粒剂, 有利于保证分装时物料的流动性、装量的准确性, 提高产品的抗湿性。 传统真空干燥法因干燥时间长, 干浸膏都是深黑色, 对浸膏品质影响大。喷雾干燥技术最早用于奶粉及速溶咖啡的生产, 喷雾干燥器最适宜处理的物料是流体, 原药液被高速喷射空气流撕裂成无数小液滴, 当液滴和热的气体接触时, 表面上的液体迅速蒸发, 喷雾干燥粉大部分呈球体, 在热水中较易溶解。小液滴有很大的表面积, 在和干燥空气密切接触时, 数秒钟内即被干燥, 由于包围在粒子表面上的液体的蒸发, 产品处于冷却状态, 并且由于产品迅速离开干燥区, 避免了产品过热, 故适用于热敏性物料的干燥。因此, 中药浸膏的干燥选择了喷雾干燥法。</p>

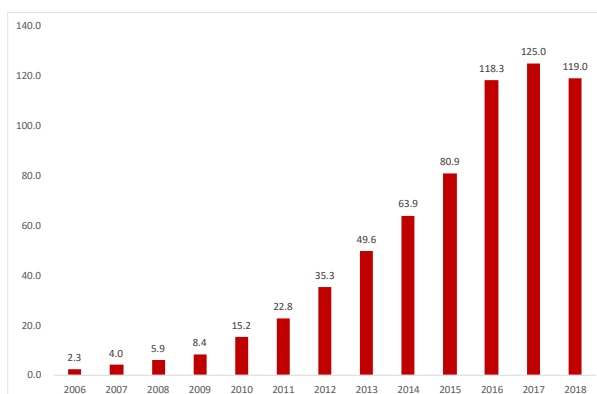
来源: 广东一方制药, 四川省中药行业协会, 中泰国际研究部

图表 11: 国内中药饮片销售额与中药配方颗粒占比



来源: 前瞻产业研究院, 中泰国际研究部

图表 12: 国内市场中药配方颗粒市场规模 (单位: 亿元)



来源: 前瞻产业研究院, 中泰证券研究部

中药配方颗粒市场绝对龙头将受益于需求增长及行业集中度提升

中国中药是国内中药配方颗粒行业的绝对龙头。公司主要通过旗下天江药业与广东一方制药进行。天江药业与一方制药分别拥有 700 多种配方颗粒，总产能约 2 万吨，产能显著领先于主要竞争对手。按照前瞻产业研究院统计的国内配方颗粒约 119 亿的销售规模和公司 2018 年中药配方颗粒约 71.3 亿的销售额看，2018 年公司在中国配方颗粒市场份额达约 60%。公司积极参与国家中药配方颗粒的制定并处于绝对领导地位。政府 2019 年底公布的 160 个公示标准中，有 89 个来自中国中药，占比 55%，表明公司的中药配方颗粒品质在全国处于绝对领先地位。

中药配方颗粒效果较好广受政府重视。我们认为中国的中药配方颗粒需求将维持较快增长，主要原因包括：1) 短期看，中药配方颗粒对部分新型冠状病毒患者的治疗方面效果良好，纳入多版新冠治疗指南。国家中医药局的研究表明，中西医结合能有效缩短轻症患者的治疗时间，并降低患者转重症的比例。中国中药的肺炎一号与片仔癀（600436 CH）的清肺排毒汤等被广泛应用。2) 中期看中药配方颗粒适用范围很广，能对患者进行个性化治疗，起到调理身体等作用。3) 由于中药配方颗粒使用较为方便，未来将有更多偏好于中医药的患者选择配方颗粒。4) 中药配方颗粒属于中药饮片，目前不受药占比及药品零加成规则的限制，医疗机构比较一换一使用。5) 政府如放开配方颗粒牌照，实际上表明政府完全认同医疗机构使用配方颗粒，而且预计随后将纳入医保，长期看有利于带动配方颗粒需求。中药配方颗粒目前在中国属于试点生产，目前有数十家企业获得省级试点生产许可，但是仅有六家机构获得国家级试点生产的牌照。近年来政府对于中药配方颗粒的认可度在不断提升，一直在制定中药配方颗粒的国家级标准。我们预计标准出台后生产牌照将放开，参与的生产商会增加导致竞争将加剧并可能短期影响股价表现，但是放开也标志着政府完全认可中药配方颗粒，使用中药配方颗粒的人数将增加，中药配方颗粒需求将提升。

图表 13: 中药配方颗粒政策梳理

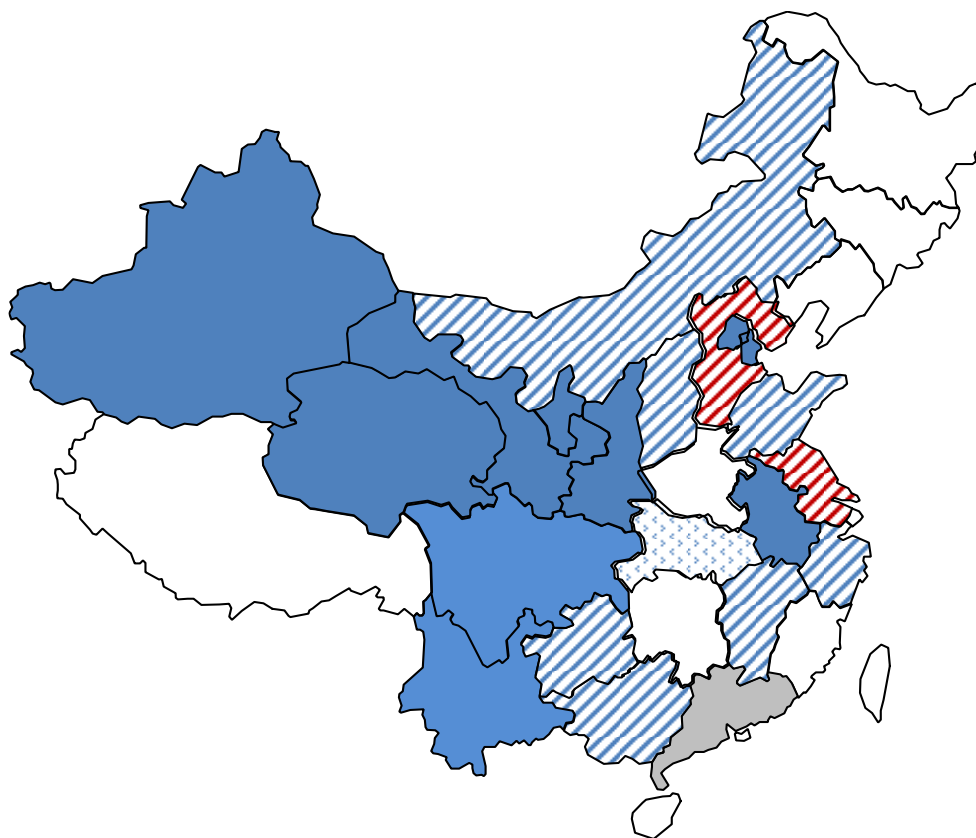
1987 年 3 月	《关于加强中药制剂研制工作的表现》：要求对常用中药饮片进行改革
1996 年 8 月	《中药配方颗粒研制指南》发布
2001 年 7 月	《中药配方颗粒研制指南》进行论证
2001-03 年	《中药配方颗粒管理暂行规定》：将中药配方颗粒纳入中药饮片范畴，实行饮片批准文件管理；试点企业研究生产、试点临床医院使用
2010 年 12 月	六家企业获得试点生产资格:广东一方、江苏天江、深圳三九、四川绿色、北京康仁堂、广西培力
2013 年 6 月	《国家食药监局办公厅关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关》
2015 年 12 月	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》显示配方颗粒的试点限制即将放开。中药生产商制药经过所在地的省级药监部门批准，并在企业的药品生产许可证生产范围内增加中药配方颗粒
2016 年 2 月	《中医药发展战略规划纲要 2016-30 年》：明确将中药配方颗粒纳入国家中医药发展战略规划
2016 年 3 月	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》结束向社会公开征求意见
2016 年 8 月	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》，对原料药、饮片、中间体、成品四者均做了严格规定
2019 年 12 月	中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）意见
2020 年 12 月	上海药监局上海药品审评核查中心和上海医药行业协会共同起草《中药配方颗粒生产通用规范》

来源：政府网站，全国团体标准信息平台，中泰国际研究部

中药配方颗粒的医保覆盖还有很大拓展空间。由于国家统一质量标准尚未出台等原因，中药配方颗粒目前尚未纳入国家医保目录，但是许多地方政府已将中药配方颗粒纳入地方医保，但是还有很多省份没有纳入。另外部分省份是只在部分地区适用或者部分品种有条件适用。

按地区决定的省份中，山东与江西能报销的城市还很少。山东省为省直属医院及部分地级市报销，江西省为南昌、九江、抚州、上饶、景德镇、宜春部分地区、吉安的二级以上医院可报销，其他都不能报销。按品种报销的省份中，经济大省广东省仅部分品种可按医保乙类报销，浙江省仅九个中医门诊常见病可以报销，因此中药配方颗粒的医保覆盖还有很大拓展空间。

图表 14：中成药降价对公司 EPS 敏感性分析



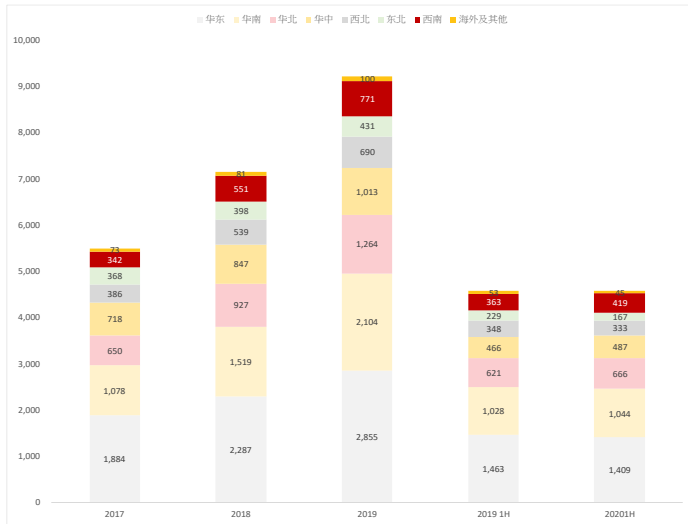
来源：公司，各地政府，中泰国际研究部。蓝色填充为全省报销，红色条纹为部分企业报销（江苏与河北为天江与一方已经入围地区，河北省为 2019 年底入围），蓝色条纹为部分城市纳入医保，广东省（灰色）为部分品种纳入医保，湖北省（蓝色点状）为省内试点企业纳入医保后可于二级以上定点医疗机构使用

公司配方颗粒业务 2020 年下半年估计重拾增长，2021-22E 收入增速加快

中国中药作为中药配方颗粒龙头将受益于行业需求的增加与集中度的提升。中国中药是国内中药配方颗粒行业的绝对龙头，产能与品质标准均处于绝对领先地位。我们认为中药配方颗粒的需求将稳定增长，而且政府制定品质标准的目的在于提升行业整体质量，行业标准出台后部分能力不足的中小企业将被淘汰，行业集中度将提升，长期看头部企业中国中药将受益。

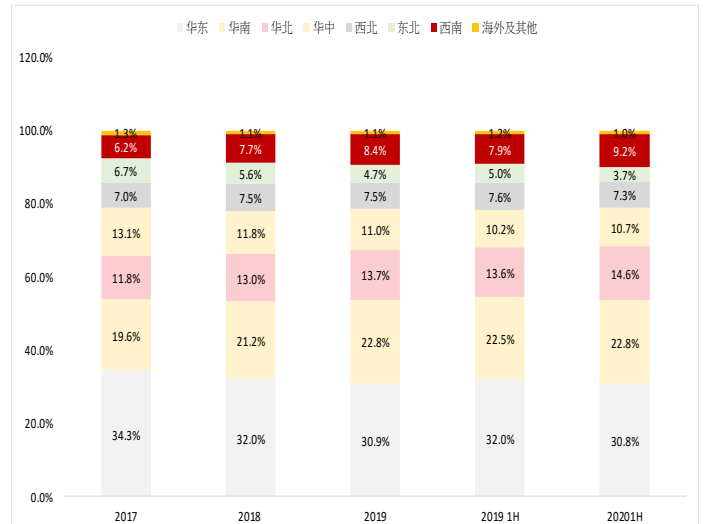
中国中药中药配方颗粒销售网络不断扩大。由于疫情影响医疗机构营运与交通运输等问题，2020 年上半年公司中药配方颗粒板块营运也受影响，但是仍然保持与去年同期持平。目前疫情已经舒缓，而且新冠疫情导致公司的配方颗粒在国内市场的认可度进一步提升，因此我们估计下半年中药配方颗粒业务收入显著好于上半年并恢复增长，2020 年全年中药配方颗粒业务收入估计同比增长 9.1%至约 10.1 亿人民币。从 2020 年上半年的情况看，公司作为中药配方颗粒行业龙头，率先研发出用于轻症治疗的肺炎一号并广受市场认可，根据各地提供的处方总共生产或调剂约 1,400 万剂配方颗粒。公司近几年在中药配方颗粒销售渠道下沉方面也非常成功，公司 2020 年上半年总共新增 9,000 多家医疗机构，其中约 8,200 家为基层医疗机构，预计在新进入的医疗机构销售收入将快速增长。公司旗下的天江药业与一方制药总部分别位于江苏与广东，因此原本华东与华南销售网络较强。公司近年来通过收购不同地区的分销商，导致华北、华中、西南等地区销售网络不断扩大。公司在这些地区的网络拓展非常成功，原本的优势地区华东与华南在疫情后也快速回暖，我们认为中药配方颗粒业务收入 2021 年收入将显著加快，预计 2021-22 年中药配方颗粒收入分别为约 123.1 亿与 147.8 亿人民币，2019-22E CAGR 为约 17.0%。

图表 15: 中药配方颗粒销售收入地域分布 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 16: 中药配方颗粒业务各地区收入占比



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

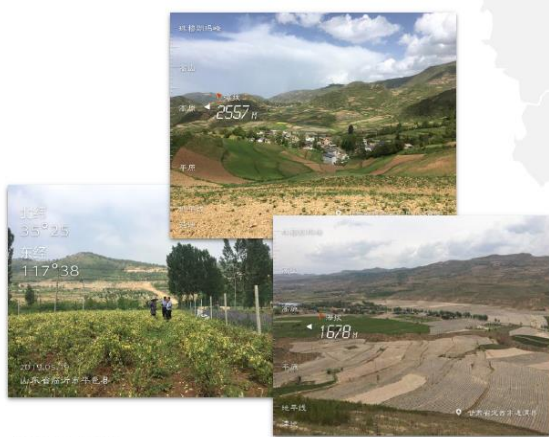
公司积极布局上游中药种植基地和下游中医药大健康企业, 在保证源头药材基础上打造全产业链服务。对于中成药企业来说, 源头中药材的质量非常重要。公司近年来积极布局中药材种植基地, 截止 2020 年 6 月底拥有 110 个符合 GACP 标准的中药材种植基地, 种植面积超过 7 万亩, 覆盖药材品种 44 个。公司总共拥有 39 个中药配方颗粒、中成药与中药饮片生产基地, 还拥有多个提取车间等, 中药配方颗粒年产能近 2 万吨, 为六大已经获准试点生产的企业中产能最大的公司。

除部署上游中药材种植基地及生产基地以外, 公司销售网络快速扩张, 近年来积极布局基层医疗机构网络, 并且通过国医馆等布局下游中医大健康产业, 打造全产业链一体化服务。

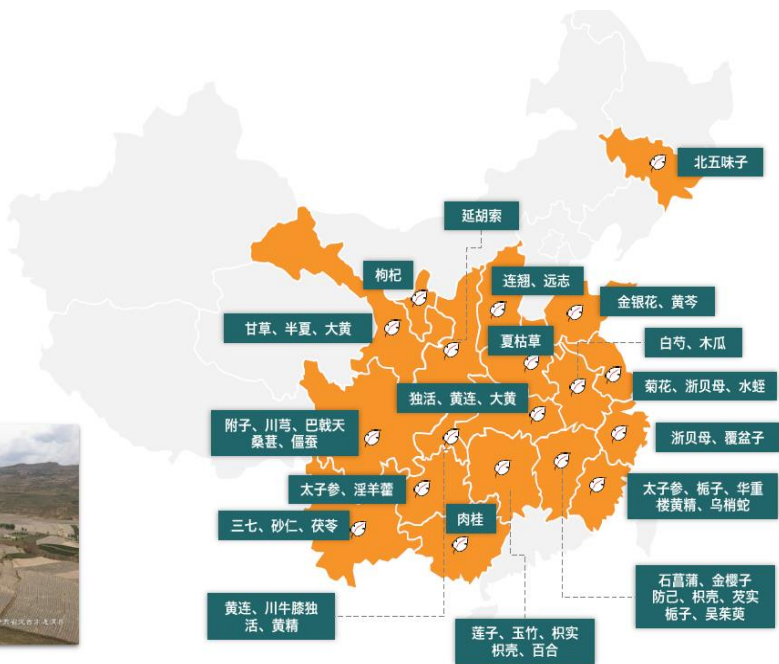
如下文图表所示, 公司在中药材种植基地数量、中药配方颗粒品种数量、产能等方面均优于主要竞争对手, 而且目前政府已公示的首批 160 个中药配方颗粒中, 由公司提供的占 89 个, 占比达 55%, 因此我们认为公司产品质量在国内处于绝对领先地位, 在品质方面优于主要竞争对手, 未来也有能力领导全国中药配方颗粒质量标准。

图表 17: 公司中药材种植基地分布

截止2020年6月底
 中国中药已建设GACP基地共 **110个**
 覆盖药材品种 **44个***
 种植面积超 **70,000亩**



来源: 公司资料



图表 18: 公司生产基地分布

截至2020年6月30日, 工业企业覆盖全国**23**个省市



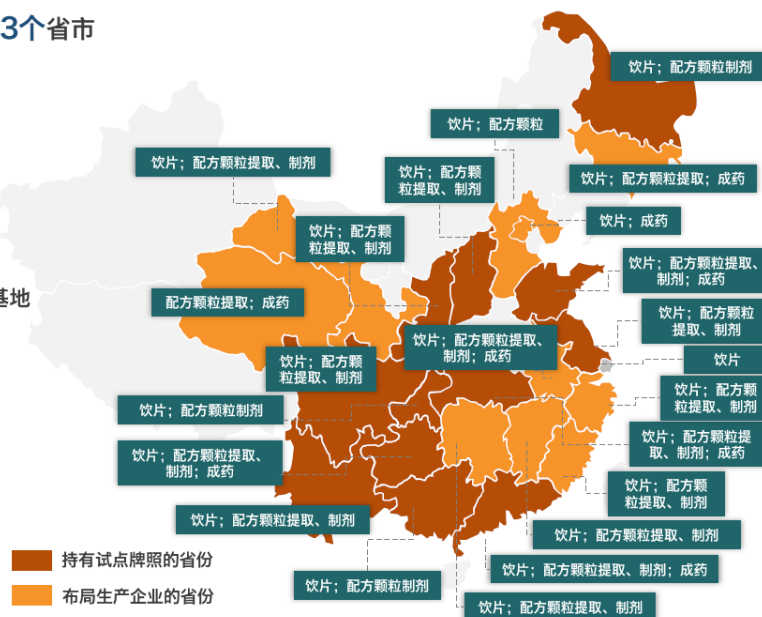
试点牌照
2张 全国试点牌照
10张 省级试点牌照



生产许可
9个 标准化中药配方颗粒制剂生产基地
12个 共享提取车间
19个 标准化中药饮片生产基地
11个 标准化中成药生产基地



生产能力
配方颗粒提取产能近 **7万吨**
配方颗粒制剂产能近 **2万吨**
中药饮片产能近 **7万吨**



来源: 公司资料

图表 19: 中国配方颗粒获批主要企业

企业名称	隶属上市公司	试点开始时间
国家级试点企业		
广东一方制药	中国中药 (0570 HK)	2001 年
江苏江阴天江药业	中国中药 (0570 HK)	2001 年
深圳三九	华润三九 (000999 CH)	2002 年
北京康仁堂药业	红日药业 (300026 CH)	2002 年
四川新绿色药业	不适用	2002 年
培力 (南宁) 药业	培力控股 (1498 HK)	2004 年
省级试点企业		
吉林敖东力源药业	吉林敖东 (000623 CH)	2011 年
安徽济人药业	不适用	2012 年
河北神威药业	神威药业 (2877 HK)	2015 年
以岭药业	以岭药业 (002603 CH)	2019 年
国药集团同济堂 (贵州) 制药有限公司	不适用	2019 年
省级试点研究		
浙江景岳堂	不适用	2015 年
广东康美药业	康美药业 (600518 CH)	2017 年
香雪制药	香雪制药 (300147 CH)	2017 年
白云山	白云山 (874 HK)	2017 年
仅限外销		
常州神马药业	不适用	不适用
宁波德康	不适用	不适用

来源: 各公司资料, 中泰国际研究部

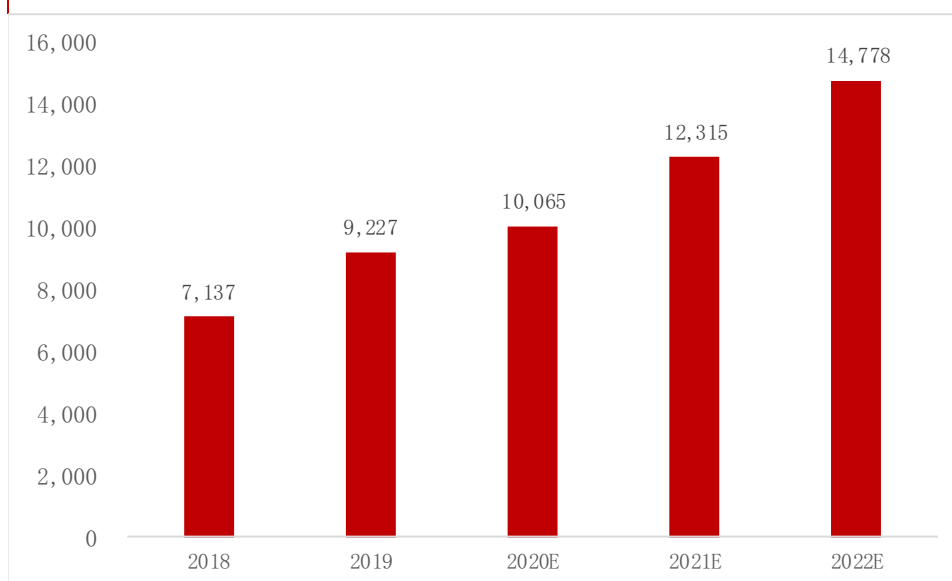
图表 20：中药配方颗粒国家级试点企业竞争力对比

中药配方颗粒种类	GAP 种植基地	现有产能	上市主体	2020 年上半年配方颗粒收入	
江苏天江与广东一方制药	分别各 700 多种	总共约 110 处	总共约 2 万吨	中国中药 (00570 HK)	45.7 亿人民币
深圳三九	650 种	不适用	不适用	华润三九 (000999CH)	不适用
北京康仁堂	不适用	110 处	约 6,000 吨	红日药业 (300026 CH)	11.5 亿人民币
四川新绿色药业	169 种	不适用	不适用	不适用	不适用
培力（南宁）药业	600 多种	不适用	不适用	培力控股 (1498 HK)	约 1.9 亿港元

来源：各公司资料，中泰国际研究部

预计中药配方颗粒收入 2019-22E CAGR 为 17.0%。随着疫情的舒缓，我们预计中药配方颗粒板块收入下半年将重拾增长，我们估计 2020 年中药配方颗粒收入同比增长 9.1% 至约 100.1 亿人民币，而 2021 与 22 年收入分别将同比增长 22.4% 与 20.0%，2021 年与 2022 年收入分别为约 123.2 亿与 147.8 亿人民币。主要原因包括：1) 中药配方颗粒被纳入多地中药新冠诊疗指南，而且中药配方颗粒疗效较好使用也方便，我们预计需求将继续增长。2) 公司在国内中药配方颗粒行业处于绝对领先地位，在产品数量与产能等方面均领先于主要竞争对手，而且拥有 110 个 GAP 种植基地，能从源头确保中药材质量。3) 中药配方颗粒在医保覆盖方面还有很大拓展空间，原先地方保护等现象也比较明显，河北等地仅将本省的产品纳入医保，目前来看这种情况在逐渐改善，天江与一方的产品均于最近进入河北省医保，预计其他地区也将改进。公司产品品质优良，预计未来将被更多城市纳入。4) 公司近年在销售网络上快速扩张，仅 2020 年上半年就新进入 9,000 多家医疗机构，产品在新进入的医疗机构将持续放量。

图表 21：中药配方颗粒收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

中成药业务 2020 年下半年起估计逐步回暖

中成药业务 2020 年下半年起估计逐步回暖。公司中成药业务 2020 年上半年业绩受疫情冲击较大，营业收入同比下降 23.2% 至约 13 亿人民币，主要是用于风湿治疗的仙灵骨葆等部分非急需用药与鼻炎康等呼吸系统用药下降影响。疫情期间，由于在家隔离等原因，风湿等部分可治可不治的疾病的用药需求下降，疫情期间药品零售企业对于购买退热、止咳药物人员实施实名登记，而且居家隔离本身导致患病几率下降。随着疫情的舒缓，我们预计下半年销售将逐步复苏，未来将恢复平稳增长。主要原因包括：1) 公司中成药板块中有部分比较著名，其中玉屏风颗粒源于经典名方玉屏风散，由于能增强免疫力，被北京、上海、广东、江苏、湖北等许多地区列入新冠诊疗指南或指导建议，因此上半年疫情中销售收入基本未受多少影响。除此以外，颈舒颗粒、枣仁安神胶囊等由于疗效较好，也没有受疫情的影响，我们预计未来将维持稳定增长。2) 鼻炎康等呼吸系统药物在 2020 年受疫情影响很大，我们预计随着疫情的舒缓，这些药物的用药需求将回升。总体而言，公司中成药业务下半年估计有所恢复，但是全年仍录得同比下跌。随着疫情舒缓后用药需求的回暖医疗机构经营的恢复，我们预计 2021 年后将逐步复苏。我们预计 2021-22 年中成药业务收入将分别同比增长 9.0% 与 16.8%。

图表 22: 中成药板块收入预测

百万人民币	2020E	2021E	2022E
仙灵骨葆	470	579	637
同比	-30.1%	23.2%	10.0%
玉屏风颗粒	359	450	490
同比	10.1%	25.5%	9.0%
颈舒颗粒	223	245	257
同比	4.1%	10.0%	5.0%
润燥止痒胶囊	253	284	313
同比	-5.3%	12.3%	10.0%
鼻炎康片	308	339	369
同比	-4.2%	10.0%	8.6%
圣通平	103	118	133
同比	3.7%	14.5%	12.4%
风湿骨痛胶囊	104	114	121
同比	21.4%	9.0%	6.7%
枣仁安神胶囊	179	210	389
同比	31.1%	17.3%	85.3%
威脉宁胶囊	85	100	110
同比	6.0%	17.4%	10.0%
虫草清肺胶囊	66	76	87
同比	-48.9%	14.5%	14.8%
其他产品	707	810	891
同比	-49.0%	14.7%	10.0%
合计	2,857	3,116	3,639
YoY	-18.5%	9.0%	16.8%

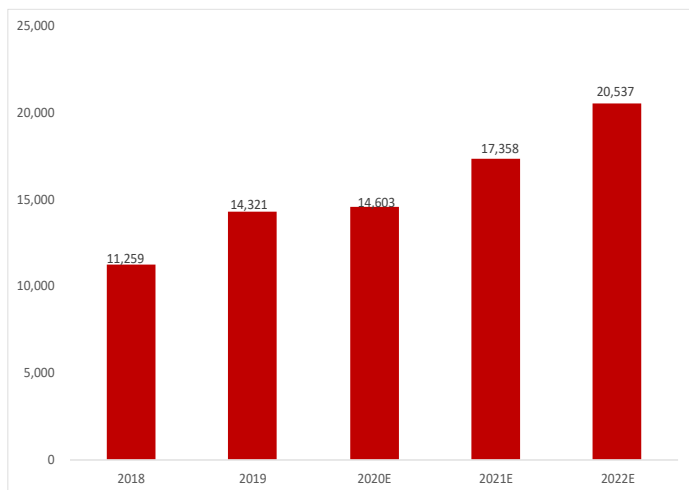
来源: 中泰国际研究部预测

中成药可能集采，但是对公司业绩影响可控。市场早前曾有传闻中成药可能集采，但是目前来看没有出现在第四批国家集采的申报目录中，因此短期内实施的可能性较低。我们承认未来中成药有纳入集采的可能性，但是由于中成药占公司收入比例已经不高，而且中成药板块的净利率也显著低于主营业务中药配方颗粒，中成药业务仅占公司 2019 年与 2020 年上半年净利润的 11.3%，而且我们估计中成药集采大概率从注射剂开始，公司并没有中药注射剂，因此我们认为中成药集采对公司业绩影响将可控。

预计 2020 年下半年起业绩将重拾增长

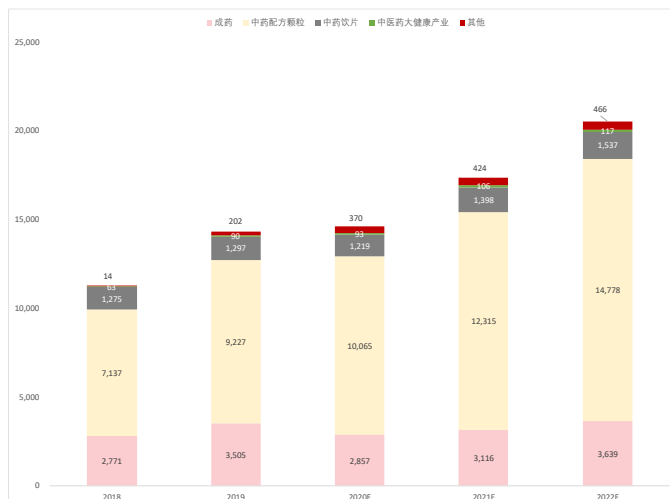
公司 2020 年上半年受疫情冲击导致收入同比下降 4.1% 至约 66.5 亿人民币，但是下半年主营业务中药配方颗粒收入估计引领公司业绩显著复苏，我们估计 2020 年下半年收入同比增长 7.6% 至约 79.5 亿人民币，而 2020 年全年收入则同比增长 2.0% 至约 146.0 亿人民币。2021 年后公司主要业务收入均将恢复增长。我们预计 2021 年与 2022 年收入将分别同比增长 18.9% 与 18.3%，2021E-22E 年收入分别为约 173.6 亿人民币与约 205.3 亿人民币。

图表 23：公司收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

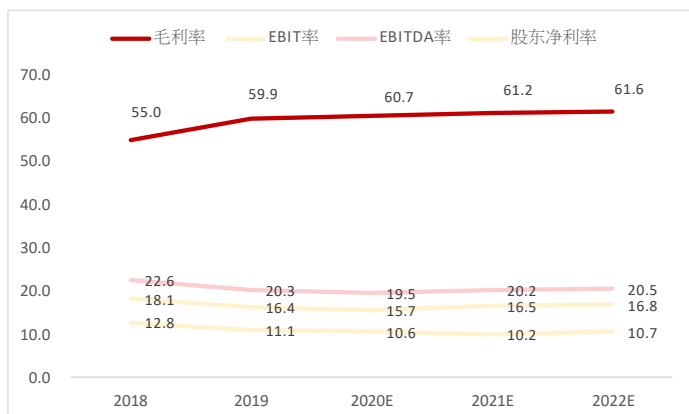
图表 24：公司主要业务收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰证券研究部预测

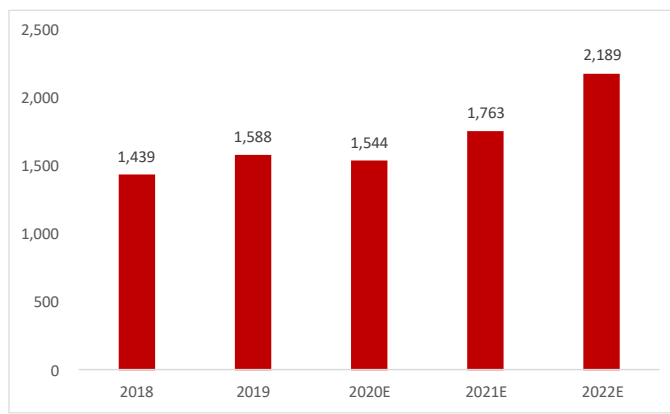
由于中药配方颗粒业务收入增长与毛利率均高于其他产品，我们预计未来未来 3 年毛利率将提升，我们预计 2020-22E 毛利率分别为 60.7%、61.2%、61.6%。公司近年来加大研发与基层医疗机构销售推广的力度，导致销售费用率与研发费用率略有提升。由于要但是总体来看基本平稳，我们预计净利率将维持在 10%~11% 的水平。由于上半年受疫情影响，我们估计 2020E 股东净利润将同比微跌 2.8% 至约 15.4 亿人民币，但是 2021 年与 2022 年股东净利润将分别同比增长 14.2% 与 24.2% 至约 17.6 亿人民币与约 21.9 亿人民币。

图表 25：利润率预测（单位：%）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 26：股东净利润预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰证券研究部预测

图表 27: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万人民币)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
损益表						现金流量表					
营业额	11,259	14,321	14,603	17,358	20,537	税前利润	1,857	2,155	2,099	2,408	2,973
成药	2,771	3,505	2,857	3,116	3,639	折旧及摊销	501	560	550	642	747
中药配方颗粒	7,137	9,227	10,065	12,315	14,778	营运资金变动	(1,038)	(974)	(1,053)	(1,260)	(751)
中药饮片	1,275	1,297	1,219	1,398	1,537	已付利息	292	301	353	564	594
中医药大健康产业	63	90	93	106	117	已付税款	(296)	(487)	(339)	(389)	(481)
其他	14	202	370	424	466	其他	(125)	31	112	(370)	(426)
销售成本	(5,065)	(5,745)	(5,743)	(6,730)	(7,879)	经营业务现金净额	1,190	1,585	1,721	1,594	2,657
毛利	6,194	8,576	8,860	10,628	12,658	购入物业、厂房及设备	(961)	(928)	(972)	(1,261)	(1,498)
销售及分销开支	(3,417)	(5,109)	(5,360)	(6,371)	(7,538)	其他	(585)	(419)	81	124	130
行政开支	(552)	(686)	(732)	(901)	(1,066)	投资活动现金净额	(1,546)	(1,347)	(891)	(1,137)	(1,367)
研发开支	(347)	(464)	(538)	(640)	(757)	净新增借款	399	(854)	1,240	204	224
其他收入	144	225	274	325	340	股息分派	(480)	(502)	(471)	(496)	(593)
其他收益及亏损	43	(63)	24	0	0	发行股份所得款项	2,175	0	0	0	0
其他	91	(18)	(66)	(60)	(60)	其他	(322)	229	(87)	(564)	(594)
经营溢利	2,156	2,461	2,462	2,981	3,577	融资活动现金净额	1,772	(1,128)	683	(856)	(963)
联营企业收益	(7)	(5)	(10)	(10)	(10)	年初现金	4,530	5,976	5,046	6,559	6,160
财务费用	(292)	(301)	(353)	(564)	(594)	现金增加净额	1,417	(927)	1,513	(399)	327
税前溢利	1,857	2,155	2,099	2,408	2,973	汇率变动之影响净额	29	(3)	0	0	0
所得税	(290)	(381)	(339)	(389)	(481)	年末现金	5,976	5,046	6,559	6,160	6,487
年内溢利	1,567	1,773	1,759	2,019	2,492						
非控股权益	128	185	215	256	303	重要指标					
股东净利润	1,439	1,588	1,544	1,763	2,189	增长率 (%)					
EBIT	2,043	2,351	2,292	2,869	3,458	收入	35.0	27.2	2.0	18.9	18.3
EBITDA	2,544	2,911	2,842	3,511	4,205	毛利	33.1	38.5	3.3	20.0	19.1
						净利润	22.9	10.4	(2.8)	14.2	24.2
资产负债表						盈利能力 (%)					
存货	4,483	4,692	5,751	6,486	7,840	毛利率	55.0	59.9	60.7	61.2	61.6
应收账款	3,467	3,458	3,387	4,725	4,818	净利率率	12.8	11.1	10.6	10.2	10.7
现金	6,350	5,614	6,559	6,160	6,487	EBIT 利润率	18.1	16.4	15.7	16.5	16.8
其他	186	1,560	1,495	1,503	1,511	EBITDA 利润率	22.6	20.3	19.5	20.2	20.5
流动资产	14,486	15,324	17,192	18,873	20,656	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
物业、厂房及设备	4,298	5,370	6,521	7,867	9,441	其他					
无形资产及商誉	10,182	9,995	9,829	9,663	9,497	有效税率 (%)	15.6	17.7	16.2	16.2	16.2
其他非流动资产	1,321	1,785	1,896	1,896	1,896	派息比率 (%)	35.6	31.4	30.0	30.0	30.0
非流动资产	15,802	17,150	18,245	19,426	20,834	ROAE (%)	9.2	8.7	7.8	8.2	9.3
总资产	30,287	32,474	35,437	38,299	41,490	ROAA (%)	5.2	5.1	4.5	4.8	5.5
贸易应付款项	4,148	5,355	5,248	6,012	6,656	存货周转率 (天)	289.5	291.4	291.4	291.4	291.4
短期借款	1,412	638	1,815	1,997	2,197	应收帐周转率 (天)	71.4	70.5	73.0	73.0	73.0
其他流动负债	3,073	5,154	3,212	3,260	3,313	应付帐周转率 (天)	129.3	110.8	110.8	110.8	110.8
流动负债	8,633	11,147	10,275	11,269	12,166						
长期借款	232	160	223	246	270						
其他非流动负债	3,912	2,116	4,385	4,451	4,518						
非流动负债	4,144	2,276	4,608	4,697	4,788						
总负债	12,777	13,423	14,883	15,966	16,954						
股东权益	15,551	16,623	17,911	19,434	21,334						
非控股权益	1,959	2,427	2,643	2,899	3,202						
总权益	17,511	19,051	20,554	22,333	24,536						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

给予“买入”评级与 4.82 港元目标价

中成药板块在香港市场比较成熟，公司业务多年来也比较稳定，我们用相对估值法进行估值。我们选取香港市场中成药板块的龙头企业作为可比公司。公司股价目前对应 9.2 倍 2021E PER，略低于同业平均。考虑到香港上市的中药企业行业龙头中除公司以外以中成药为主。中药企业中配方颗粒的近年业绩通常好于中成药，未来的成长性也更高，属于中成药板块中的优质赛道，因此我们认为公司估值应较同业平均有溢价。由于香港上市公司中缺乏与公司对等的中药配方颗粒行业龙头，我们同时选取 A 股涵盖中药配方颗粒业务的大型药企作比较，公司估值显著低于这些企业。从公司的历史情况看，目前的预测市盈率较过去五年平均值也仍有明显折让，我们认为估值有提升空间，给予“买入”评级与 4.82 港元目标价，对应 11.5 倍 2021E PER。

图表 28：中成药行业同业估值比较

	股票代码	收市价 (当地货币)	市值 (百万港元)	年结	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息率 (%)			净负债率 (%)
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	
香港市场														
中国中药	570 HK	3.9	19,388	12/2019	10.2	10.5	9.2	0.8	0.8	0.7	3.1	2.9	3.3	净现金
白云山	874 HK	19.4	54,121	12/2019	8.3	9.0	7.7	1.0	1.0	0.9	3.6	3.0	3.5	净现金
同仁堂国药	3613 HK	8.2	6,856	12/2019	12.4	14.5	11.8	2.6	2.3	2.0	2.8	2.4	3.0	净现金
同仁堂科技	1666 HK	4.8	6,122	12/2019	12.1	11.8	10.8	0.9	0.9	0.8	8.0	4.1	4.1	净现金
平均					10.7	11.6	9.9	1.3	1.2	1.1	4.4	3.1	3.6	
中国A股														
华润三九	000999 CH	25.68	25,138	12/2019	9.9	11.8	10.6	1.5	1.5	1.4	2.0	2.0	2.2	净现金
红日药业	300026 CH	4.35	13,068	12/2019	25.9	N/A	N/A	1.5	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A	净现金
云南白药	000538 CH	133.02	169,920	12/2019	33.9	29.8	26.5	3.7	3.9	3.6	2.7	2.0	1.9	净现金
东阿阿胶	000423 CH	37.07	24,245	12/2019	N/A	43.5	20.5	2.1	2.0	1.8	0.6	1.3	2.0	净现金
天士力	600535 CH	14.15	21,404	12/2019	17.9	15.8	13.2	1.5	1.5	1.3	2.8	4.7	6.6	61.3
康缘药业	600557 CH	9.65	5,721	12/2019	9.4	7.8	6.7	1.2	1.0	0.9	1.0	1.2	1.5	6.8
平均					19.4	21.7	15.5	1.9	2.0	1.8	1.8	2.2	2.8	34.1

来源：彭博，中泰国际研究部。中国中药（0570 HK）为中泰国际研究部预测，其余为彭博预测

图表 29：中国中药（0570 HK）过去 5 年预测市盈率平均值（单位：倍）



来源：彭博，中泰国际研究部

风险提示

新冠疫情反复可能影响公司业绩

如新冠疫情反复，可能导致公司运输与销售等受影响。如大面积居家隔离，可能导致用药需求下降，也可能导致医疗机构营运受影响。

药品集采降价幅度超预期

如中成药与中药配方颗粒纳入集采，降价幅度超越市场预期，将影响投资情绪与公司业绩。

中药配方颗粒标准放开导致行业竞争加剧

如中药配方颗粒标准放开导致行业竞争加剧，而竞争对手又在研发销售等方面超预期发展，可能对公司中药配方颗粒业务造成较大影响。

政府对中药配方颗粒实施超预期调控

公司盈利的主要来源为中药配方颗粒业务。目前来看短期内政府对配方颗粒实施超预期调控的可能性较低，中药配方颗粒不受药品零加成政策的限制也没有实施带量采购并且没有进入国家医保因此大幅降价的可能性不高，但是如果政府未来取消中药配方颗粒加成或者实施带量集采，将对公司业绩与股价造成较大影响。

历史建议和目标价

中国中药（0570 HK）股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2021年1月18日	3.85	买入	HK\$4.82

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得（i）以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或（ii）再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：（852）3979 2886

传真：（852）3979 2805