

配方颗粒龙头企业，先发优势有望持续

2018年7月3日

投资要点

- 公司概况：中药配方颗粒龙头企业，股东背景实力强大。**公司是国药集团的中药板块上市平台，业务覆盖中药饮片，配方颗粒，中成药和中医诊疗全产业链，其中配方颗粒业务为国内市场龙头，2017年市场份额达到49%。中国平安2018年5月完成股份认购成为公司第二大股东。中国平安是日本配方颗粒龙头进村制药的第一大股东，未来公司有望在药材种植、仓储、经典名方的研发和保健产品的销售等方面与平安及津村展开深度合作，想象空间较大。
- 行业分析：竞争格局良好，市场空间广阔。**配方颗粒是中药饮片的现代化剂型，2016年市场规模107亿，5年复合增长率达37%，根据渗透率推算2020年行业市场空间有望达500-700亿。目前有全国销售资格的企业仅有6家，市场竞争格局良好。配方颗粒在日本、台湾的销售额占中药总销售额已分别达90%、71%，已成为中药在海外市场的的主流剂型，大陆目前中药饮片销售额的5%左右。我们认为配方颗粒增长动力充分，未来3-5年有望保持20-30%的行业增速。
- 看点一：国内配方颗粒先驱者，技术、产能、市场、盈利能力全方位领先。**公司是国内最早开展配方颗粒研发的企业，能够生产700余个单方品种，67个复方品种，研发实力行业领先。公司现有配方颗粒产能14300吨，新建产业园投产后将产能将达25000吨，预计能满足400亿以上的销售额。凭借国药集团的渠道优势，公司产品已覆盖除西藏外所有省市的5000余家医院，其中2017年新增覆盖基层医疗机构4000余家，处于快速市场拓展期。公司配方颗粒业务净利率达18.8%，较其它试点企业高5%左右，盈利能力较强。
- 看点二：护城河较高，市场份额有望持续巩固。**我们预计国家出台300种配方颗粒质量标准还需3-5年时间，短期内全国配方颗粒生产企业仍将维持垄断经营局面。一方面公司利用这一窗口期加速配药机的投放占领市场；截止2017年底公司配药机覆盖2668家医疗机构，其中2017年新增覆盖医疗机构1007家，增长十分迅速；另一方面公司在国家质量标准的制定中处于主导地位，生产企业放开后也有望维持优势地位。我们预计未来三年配药机带来的销售额复合增长率有望达39%，2020年配方颗粒销售额有望达到100亿左右。
- 看点三：成药业务压力释放完毕，有望向上反转。**公司成药品种优质，具有4个中国驰名商标，3个中华老字号品种和3个非物质文化遗产，独家基药品种数量国内领先。目前两票制和招标降价对公司影响已结束，2017年公司成药业务收入增长16%，已触底反弹。未来公司将进一步加强循证医学推广和OTC潜力品种培育，成药业务有望持续复苏。
- 风险因素：中药材价格波动风险；并购不达预期；市场竞争加剧。**
- 盈利预测、估值及投资评级：**公司是配方颗粒龙头企业，先发优势有望持续，预测公司2018-2020年EPS为0.33/0.41/0.52港元（约合0.27/0.34/0.43元）。考虑到配方颗粒市场空间广阔，公司盈利增长具有较强可持续性，综合可比公司估值并给予一定溢价，给予2019年20倍PE，目标价8.18港元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,534	8,343	10,942	13,755	16,486
营业收入增长率	76.10%	27.69%	31.15%	25.70%	19.86%
净利润(百万元)	967	1,170	1,384	1,736	2,189
净利润增长率	51.18%	21.05%	18.25%	25.39%	26.12%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	0.26	0.27	0.34	0.43
毛利率%	57.98%	55.82%	52.44%	50.69%	50.21%
净资产收益率 ROE%	8.34%	9.41%	8.92%	10.40%	12.02%
每股净资产	2.3	2.5	3.1	3.3	3.6
PE	30	22	21	17	13
PB	2	2	2	2	2
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.23	0.31	0.33	0.41	0.52
每股净资产(港元)	2.73	2.93	3.66	3.94	4.29

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年6月29日收盘价



买入 (首次)

当前价：6.79 港元

目标价：8.18 港元

中信证券研究部

田加强

电话：021-20262115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002

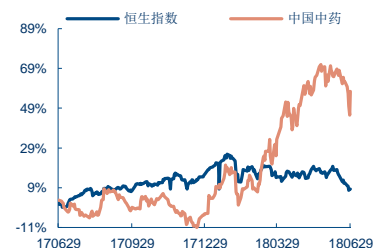
刘泽序

电话：021-20262116

邮件：liuzexu@citics.com

执业证书编号：S1010518060001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	28497.32 点
总股本/港股流通股本	5,035.8/5,035.8 百万股
近12月最高/最低价	7.43 港元/3.86 港元
近1月绝对涨幅	-7.34%
近6月绝对涨幅	65.57%
今年以来绝对涨幅	64.38%
12个月日均成交额	88.01 百万港元

目录

估值及投资评级	1
公司概况：配方颗粒龙头企业，国药集团唯一中药平台	1
中药配方颗粒龙头企业	1
控股股东国药集团协同效应明显，引入平安集团打开想象空间	3
行业分析：竞争格局良好，潜在市场规模超 700 亿	4
快速增长的中药细分行业，六企业垄断经营	4
患者、医院、政府多方受益、配方颗粒高增长有望持续	6
预计 2020 年配方颗粒市场空间可达 700 亿	11
海外取经：配方颗粒已成中药主流，先发企业垄断经营	12
配方颗粒：先发优势明显，高增长有望持续	15
先发优势明显，技术、产能、市场、盈利能力全方位领先	15
护城河牢固，先发优势有望持续	17
共建种植基地提质降本，盈利能力有望提升	19
中成药：业绩触底反弹，积极挖掘新增长点	20
品种优质，政策压力释放完毕恢复增长	20
积极挖掘新增长点，业绩有望持续复苏	21
潜力业务：布局中药饮片、国医馆覆盖中药全产业链	22
中药饮片：加速全国布局，智能配送中心延伸产业链	22
国医馆：布局养生医疗产业，有望受益老龄化加速	23
风险因素	24
盈利预测	24

插图目录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 营业收入保持较快增长（亿元）.....	2
图 3: 净利润保持较快增长（百万元）.....	2
图 4: 公司营业收入结构（2017）.....	2
图 5: 公司毛利润结构（2017）.....	2
图 6: 毛利率从 2014 年开始有所下滑.....	3
图 7: 优化管理能力费用率持续降低.....	3
图 8: 股权结构示意图.....	4
图 9: 中药配方颗粒产业链示意图.....	4
图 10: 中药配方颗粒和传统中药饮片及中成药对比.....	5
图 11: 配方颗粒市场规模保持较快增长（亿元）.....	5
图 12: 配方颗粒销售额占中药饮片比例不断提升.....	5
图 13: 配方颗粒市场格局（2016 年）.....	6
图 14: 配方颗粒地方试点情况.....	6
图 15: 配方颗粒与中药饮片成分相似度>95%.....	7
图 16: 32 个临床试验的 Meta 分析结果证明配方颗粒有效性和治愈率.....	7
图 17: 全国试点企业毛利率在 60%-80%.....	7
图 18: 配方颗粒毛利率处于行业较高水平.....	7
图 19: 80%人群可以接受配方颗粒（108 样本）.....	8
图 20: 配方颗粒使用者年轻化明显.....	8
图 21: 取消药品加成后中药饮片使用量上升.....	8
图 22: 配方颗粒较中药饮片价格高 30%以上.....	8
图 23: 自动配药机医院优势明显.....	9
图 24: 卫计委规定配方颗粒由生产企业直接配送.....	9
图 25: 配方颗粒医保纳入情况.....	10
图 26: 厦门中山医院中药饮片销售额（万元）.....	10
图 27: 中药饮片市场规模.....	11
图 28: 中药饮片销售渠道占比.....	12
图 29: 各医疗机构中医诊疗人次占比.....	12
图 30: 中国台湾中药制剂市场规模（亿新台币）.....	13
图 31: 中国台湾中药制剂剂型格局.....	13
图 32: 中国台湾中医医生对配方颗粒接受度高.....	14
图 33: 中国台湾居民对配方颗粒接受度高.....	14
图 34: 日本配方颗粒市场格局.....	14
图 35: 中国台湾配方颗粒市场竞争格局.....	14
图 36: 中国台湾企业的复方配方颗粒医保品种（种）.....	15
图 37: 中国台湾企业的单方配方颗粒医保品种（种）.....	15
图 38: 天江药业收入规模（亿元）.....	15
图 39: 天江药业净利润（亿元）.....	15

图 40: 中药饮片是药品质量重灾区	17
图 41: 中药饮片不合格率达 22%.....	17
图 42: 智能配药机是对中药房的现代化升级	18
图 43: 智能配药机安装投放数量（台）	19
图 44: 智能配药机覆盖医疗机构（个）	19
图 45: 2017 年药材采购加速	20
图 46: 中药材种植基地规划（个）	20
图 47: 公司药材种植基地布局	20
图 48: 中成药营业收入（百万元）	21
图 49: 2017H1 中成药收入占比	21
图 50: 2017 年中成药业务恢复增长（百万元）	21
图 51: 中成药业务近两年盈利能力基本稳定	21
图 52: 中药饮片业务增长迅速（百万元）	23
图 53: 中药饮片板块通过收购提升盈利能力	23
图 54: 公司药材种植基地布局	23
图 55: 医疗服务业务增长迅速（万元）	24
图 56: 2017 年医疗服务业务收入占比.....	24

表格目录

表 1: A 股可比公司相对估值情况	1
表 2: 中药配方颗粒发展历程	5
表 3: 部分省份开展省内试点	6
表 4: 中成药和配方颗粒价格测算	10
表 5: 各地医保政策文件	11
表 6: 配方颗粒目前主要销售渠道在二级以上医院	12
表 7: 海外配方颗粒渗透率高	13
表 8: 中国台湾中药配方颗粒发展历程	13
表 9: 天江药业发展历程	15
表 10: 公司在全国试点企业中处于领先地位	16
表 11: 省级配方颗粒质量标准	17
表 12: 公司多次承担国家级科研任务	18
表 13: 配药机贡献收入测算表	19
表 14: 公司通过收购地方子公司打开市场	19
表 15: 公司优质品种较多	21
表 16: 公司中成药核心临床品种询证研究情况	22
表 17: 公司部分中成药价格处于行业较低水平	22
表 18: 中国中药盈利预测及假设	25

估值及投资评级

公司以中药配方颗粒业务为主，覆盖中药全产业链，选取配方颗粒、饮片及中成药生产企业红日药业、华润三九、康美药业、同仁堂科技和神威药业作为可比公司，2019 年上述可比公司 PE 算数平均值 18 倍。

国内配方颗粒行业处于高速成长期，公司的配方颗粒业务处于国内领先地位，市场份额 49%且未来有望持续巩固，预计未来三年 EPS 复合增长率达 19%。公司目前 2019 年 PE17 倍，考虑到配方颗粒市场空间广阔，公司盈利增长具有较强可持续性，综合可比公司估值并给予一定龙头溢价，给予 2019 年 20 倍 PE 估值，预计 2018-2020 年摊薄后 EPS 0.33/0.41/0.52 港元（约合 0.27/0.34/0.43 元），对应估值目标价 8.18 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1：A 股可比公司相对估值情况

公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR	PEG
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E			
红日药业	3.54	106.59	0.15	0.17	0.19	0.19	24	21	18	19	0.0	8%	3.1
华润三九	26.98	264.11	1.33	1.51	1.72	1.95	20	18	16	14	2.7	14%	1.5
康美药业	22.53	1120.70	0.82	1.00	1.22	1.47	27	23	19	15	0.0	21%	1.3
同仁堂科技	12.06	129.82	0.52	0.59	0.66	0.71	23	21	18		2.7		
神威药业	14.38	99.95	0.55	0.76	0.89	1.03	26	19	16	14	1.7	24%	1.1
平均							26	21	18	15			1.2
中国中药	5.72	265.79	0.26	0.27	0.34	0.43	22	21	17	13	2.1	19%	1.2

资料来源：Wind, 中信证券研究部测算

注：股价为 2018 年 6 月 28 日收盘价；可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期。

公司概况：配方颗粒龙头企业，国药集团唯一中药平台

中药配方颗粒龙头企业

中国中药（00570.HK）是国内领先的中药制造企业，产品涵盖中药配方颗粒，中成药、传统中药饮片和健康产品。目前公司可生产 700 多种中药配方颗粒和 979 种中成药产品，包括 282 个国家医保目录品种及 26 个独家品种，其中 7 个独家品种被列入国家基药目录，冯了性风湿跌打药酒、少林跌打止痛膏和源吉林甘和茶是非物质文化遗产产品。

公司前身是 1993 年于香港上市的荣山国际，在 2006 年收购佛山德众药业和佛山冯了性药业后公司改名“盈天医药”，正式转型医药产业。2013 年 2 月国药集团完成对公司的收购，公司成为国药集团唯一的中药板块上市平台，同年 10 月公司收购同济堂，实现了产品结构、销售区域和销售渠道上的优势互补。2015 年公司收购中药配方颗粒市场份额领先的天江药业，成为中药配方颗粒龙头企业。

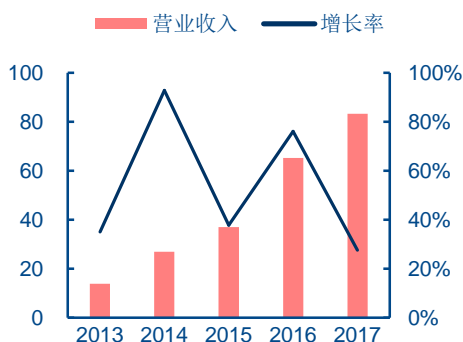
图 1：公司历史沿革

时间	重大事项
1993 年	荣山国际通过重组的方式在香港联交所红筹上市
2006 年 10 月	荣山国际有限公司收购佛山德众药业有限公司及佛山冯了性药业有限公司，进军医药行业，同年 12 月，荣山国际将电厂出售，将主营业务转向医药产业。
2009 年 9 月	荣山国际有限公司正式更名为盈天医药集团有限公司
2013 年 2 月	国药集团完成对公司的收购，公司更名中国中药
2013 年 10 月	收购同济堂
2015 年	收购天江药业，核心业务转为中药配方颗粒

资料来源：公司官网，中信证券研究部

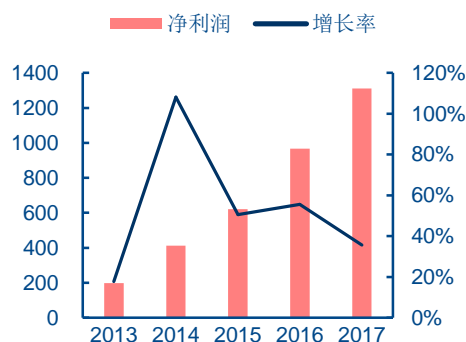
公司通过外延并购实现了业绩的较快增长。2017 年公司分别实现收入、净利润 83.38、13.11 亿元，2013-2017 年公司收入、净利润复合增长率分别达到 56.4%、60.3%。2014、2016 年公司收购的同济堂、天江药业并表，收入增幅较大。

图 2：营业收入保持较快增长（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

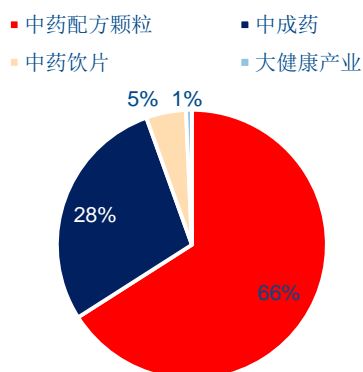
图 3：净利润保持较快增长（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

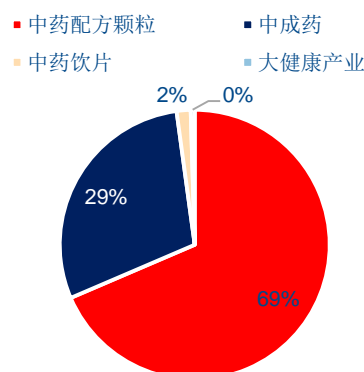
在 2015 年收购天江药业后，配方颗粒已成为公司最核心的业务，是公司主要的收入和利润来源。2017 年配方颗粒业务分别占公司收入和毛利的 66%、69%。中成药业务是公司的传统核心业务，目前分别占收入、毛利的 28%、29%。

图 4：公司营业收入结构（2017）



资料来源：Wind，中信证券研究部

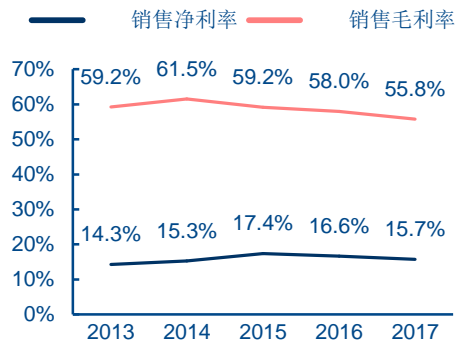
图 5：公司毛利润结构（2017）



资料来源：Wind，中信证券研究部

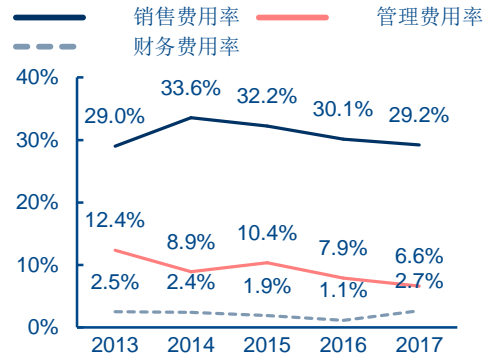
盈利能力基本保持稳定。2015 年公司收购毛利率较低的配方颗粒业务，整体毛利率有所降低。2016 年开始中成药业务承压明显，中药材涨价使配方颗粒毛利率小幅下降，对整体毛利率造成一定影响。公司在纳入国药体系后不断优化管理机制，管理费用率持续下降。费用端的优化使公司在毛利率下降的情况下维持较稳定的盈利能力。

图 6：毛利率从 2014 年开始有所下滑



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：优化管理能力费用率持续降低



资料来源：Wind，中信证券研究部

控股股东国药集团协同效应明显，引入平安集团打开想象空间

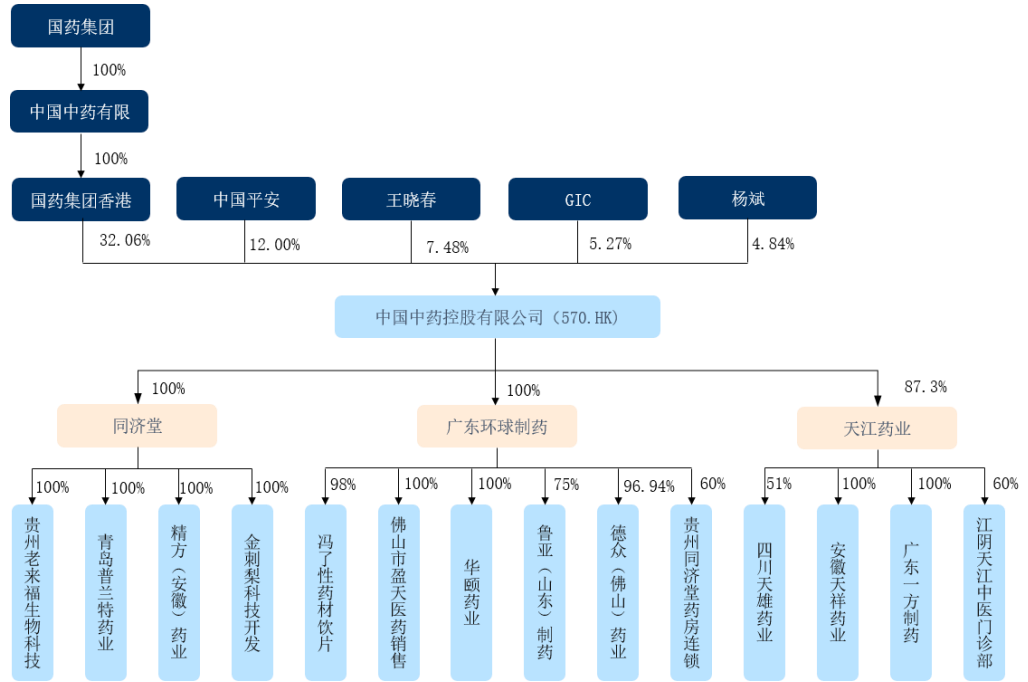
控股股东国药集团资金实力雄厚，渠道优势显著，协同效应强。中国医药集团目前持有公司股份 32.06%，是公司的控股股东。国药集团是国内规模最大，产业链最全的医疗健康产业集团，股东强大的资金实力有望支持公司持续整合行业优质资源。经过并购，国药集团中药板块基本形成了中药全产业链同步发展的整体态势：

在上下游关系上，中国药材公司专注于中药材的种植、流通，中药饮片加工及销售，扩大中药材种植面积，为集团内部中成药企业提供稳定、充足的中药材原料，降低成本；

在产品互补方面，广东环球主打的全科用药与同济堂的专科用药以及天江药业的配方颗粒用药互为补充，在中成药市场上确立了独家基药品种数量最多、配方颗粒销售规模及市场份额最大的地位；

在药品营销方面，在 OTC 端，中国中药与国药控股分销网络和零售网络衔接，提高终端宣传力度及铺货率，提高 OTC 产品的终端销量，在医院端，除了在各地招标、借力国控网络优势外，充分利用同济堂带来的医院资源以及强大的医疗机构和医院的营销团队，慢慢将其他品牌药品渗透营销，预计营销网络覆盖中国 100 余大中城市。

图 8：股权结构示意图



资料来源：wind，中信证券研究部

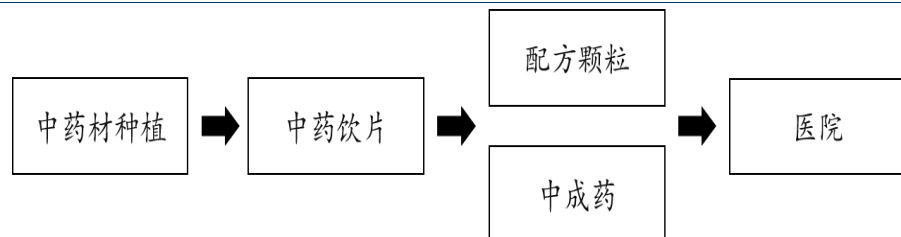
中国平安是日本配方颗粒龙头津村制药第一大股东，入股后有望开展深度合作。2018年5月公司与中国平安人寿完成股权认购，中国平安目前持有公司12%的股份，成为公司第二大股东。2017年中国平安与日本最大配方颗粒药企业津村株式会社达成战略合作协议，中国平安持有津村10%的股份，成为津村第一大股东。我们认为公司与平安及津村的业务具有较强互补性，未来公司有望在药材种植、仓储、经典名方的研发和保健产品的销售等方面与平安及津村展开深度合作，想象空间较大。

行业分析：竞争格局良好，潜在市场规模超 700 亿

快速增长的中药细分行业，六企业垄断经营

中药配方颗粒是现代化的新型中药，较中药饮片汤剂和中成药优势显著。中药配方颗粒是由单味中药饮片经水提、浓缩、干燥、制粒而成，供患者冲服使用。中药配方颗粒克服了传统中药汤剂服用量大、携带不方便的缺点，又满足现代社会人们快节奏生活的需要，相比中成药，中药配方颗粒能随证加减用药，符合中医药传统临床应用习惯，有利于增强临床治疗效果。

图 9：中药配方颗粒产业链示意图



资料来源：中信证券研究部

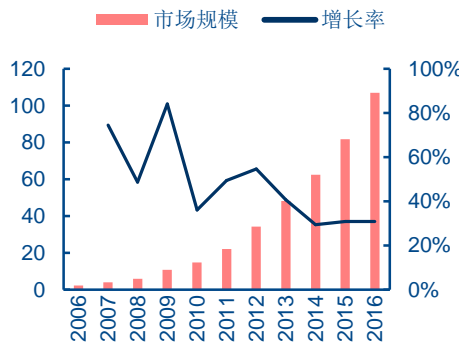
图 10：中药配方颗粒和传统中药饮片及中成药对比

	中药饮片	配方颗粒	中成药
使用方式	种类繁多，处方搭配灵活，“一人一方”，即根据每一位患者的不同体质及病理特点，有针对性地开具处方	具备传统中药饮片的灵活性，中医临床配方后，供患者冲服使用	配方固定，且不可随意更改，在确定的配方下以成药方式生产，无法针对不同患者做出调整
医生使用	根据患者不同体质开具个性化处方	根据患者不同体质开具个性化处方	配方固定，无法根据患者情况调整
患者服用	需要煎煮，过程复杂	冲服使用，过程简单	服用方便
携带存储	体积大，易变质	体积小，易携带保存	体积小，易携带保存
药品加成	保留 25%	保留 25%	取消药品加成
药占比	不计入	不计入	计入
质量控制	有质量标准，较难控制	尚未出台统一质量标准	标准统一，质量控制较好
价格	低	中	高

资料来源：公司官网，中信证券研究部

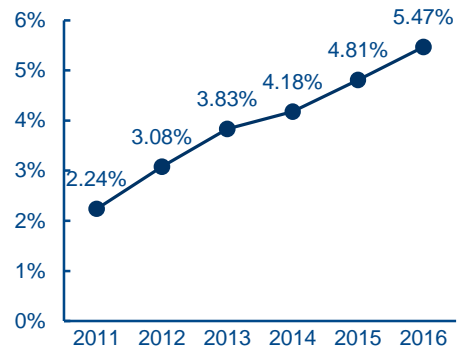
配方颗粒是中药行业增速最快的细分板块。根据前瞻产业研究院统计，2016 年中药配方颗粒的市场规模达到 107 亿元。国内配方颗粒在 2001 年前后开始试点，目前占中药饮片市场 5%-6%，仍处于市场导入阶段。2011-2016 年复合增速达 37%，远超中药饮片同期 15% 的增长率。

图 11：配方颗粒市场规模保持较快增长（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

图 12：配方颗粒销售额占中药饮片比例不断提升



资料来源：前瞻产业研究院，米内网，中信证券研究部

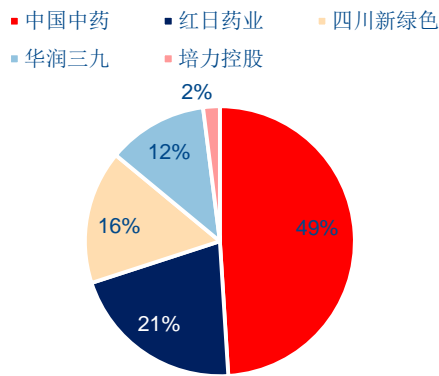
表 2：中药配方颗粒发展历程

阶段	日期	事项
学术探讨阶段	20 世纪 50 年代	广州星群制药厂的邱晨波教授主持单味中药水剂的研究，其研究的“汤剂的浓缩物”广泛应用于当时的广东省及东南亚等地医疗机构。
	20 世纪 70 年代	江西中医学院附属中医院的周异群教授率领团队研究了 101 种中药饮片单煎与合煎的工艺研究，并取得了重大突破。
	1984 年	上海中药厂张伟伟工程师提出了从中药汤剂到配方颗粒改革的设想。
产业化探索阶段	20 世纪 90 年代	江苏江阴中医院的周嘉琳教授开始中药配方颗粒的研制以及产业化探索，并于 1991 年创立江阴天江药业。
	1993 年	国家中医药管理局提出单味中药饮片浓缩颗粒项目立项，同时着手制定饮片浓缩颗粒研究计划和规划，期间主要由天江药业从工艺、质量标准、药效、临床、等效性等方面围绕 300 味常用中药饮片配方颗粒开展科研攻关。
	1996 年 8 月	出台《单味中药精制颗粒科研规范（讨论稿）》，国家鼓励政策的相继出台推动了中药配方颗粒的产业化进程。
产业化试点阶段	2001 年 6 月	CFDA 将以前的“单味中药配方颗粒”、“免煎饮片”、“中药免煎颗粒”等统一命名为“中药配方颗粒”，并正式发布相关规定与技术要求，首次将中药配方颗粒纳入饮片管理范畴，实施批准文号管理。先后有 6 家企业获 CFDA 认可作为中药饮片改革试点单位，目前已有超过一半的商品中药材品种（1200 种）实现了配方颗粒工业化大生产。
	2015 年 12 月	CFDA 发布《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》，正式向社会公开征求意见，中药配方颗粒生产试点生产的限制可能即将放开。

资料来源：中药配方颗粒关键技术与中医药国际化思考（涂瑶生），中信证券研究部

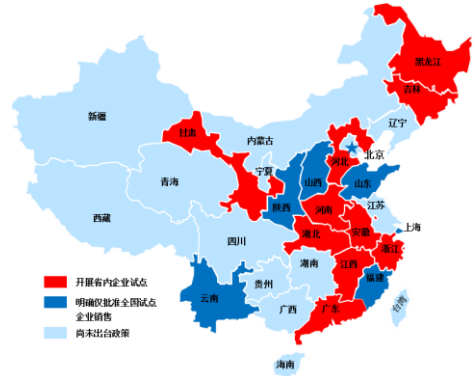
6家试点企业垄断配方颗粒市场。根据CFDA 2003年发布的《中药配方颗粒注册管理办法》，国内目前仅有6家企业具有配方颗粒全国试点资格，分别为天江药业、广东一方、康仁堂、华润三九、四川新绿色和培力药业。天江药业是国内最早开展配方颗粒研发并且首家开展试点的企业，在2008年与市场份额第二的广东一方合并后龙头地位进一步巩固。2016年天江药业市场份额达到49%，处于行业领先地位。随着2015年《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》的出台，部分省份以科研名义批准省内企业开展配方颗粒的省内销售，我们预计《管理办法》正式稿出台后省级科研试点很可能取消，严格按照药典标准汤剂要求生产配方颗粒的企业未来有望在全国范围销售。

图 13：配方颗粒市场格局（2016 年）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14：配方颗粒地方试点情况



资料来源：卫计委官网，中信证券研究部

表 3：部分省份开展省内试点

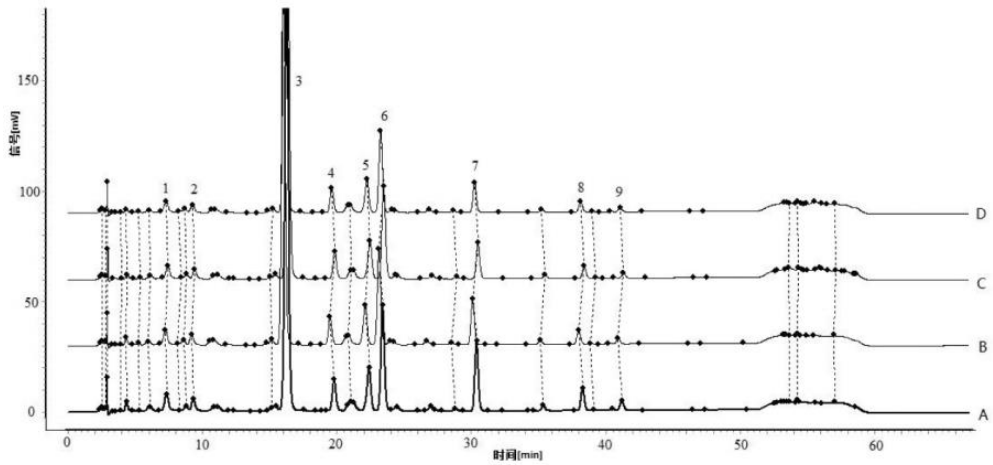
省份	日期	文件名	试点企业
安徽	2017.6	《关于确定安徽省中药配方颗粒试点研究单位的通知》	安徽华润金蟾药业、安徽济人药业、安徽九州方圆制药、华佗国药股份、安徽广印堂中药、安徽协和成制药
河南	2016.11	《关于申报河南省中药配方颗粒科研专项的通知》	仲景宛西制药股份、河南润弘本草制药、上海凯宝新谊（新乡）药业、河南辅仁堂制药、保和堂（焦作）制药、河南天鸿医药集团
浙江	2015.9	《关于申报浙江省中药配方颗粒科研专项的通知》	浙江惠松、浙江华通景岳堂、佐力药业、贝尼菲特药业
江西	2016.9	《关于申报江西省中药配方颗粒科研专项的通知》	天施康中药股份、百神药业、青春康源制药
广东	2017.7	《广东省中药配方颗粒试点生产申报指南》	康美药业、香雪制药、白云山
湖北	2017.9	《2017 年度湖北省中药配方颗粒研发生产和临床使用试点企业的公示名单》	李时珍医药集团、劲牌生物医药、湖北香连药业、湖北恒安美林药业、马应龙药业集团、国药集团中联药业
河北	2014.1	《关于同意神威药业集团有限公司中药配方颗粒临床研究使用的批复》《关于配合神威药业集团有限公司做好中药配方颗粒临床研究的通知》	神威药业（石家庄）
吉林	2011.8	《吉林省中药配方颗粒研究生产管理试点实施方案》	吉林敖东力源药业
甘肃	2018.2	《关于确定甘肃省首批中药配方颗粒科研项目单位的通知》	佛慈制药、中天金丹、扶正药业
黑龙江	2016.1	《关于申报黑龙江中药配方颗粒临床研究使用专项有关要求的通知》	珍宝岛药业

资料来源：各地卫计委官网，中信证券研究部

患者、医院、政府多方受益、配方颗粒高增长有望持续

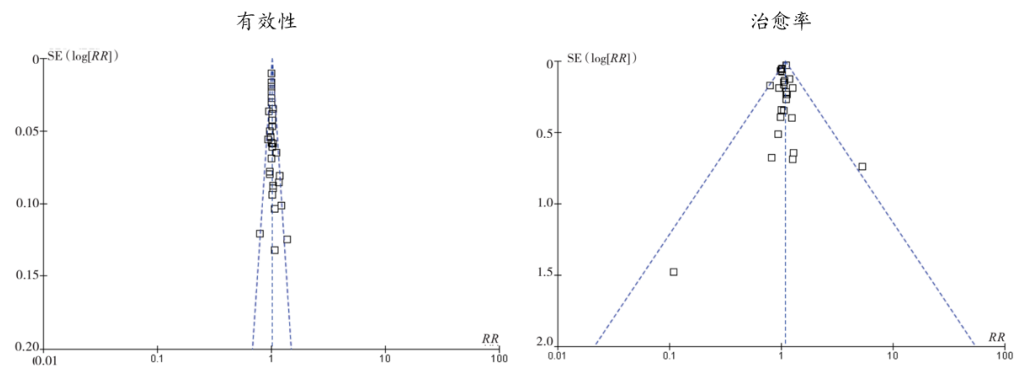
疗效与中药饮片汤剂无显著差异，具备替代中药饮片基础。从成分上看，通过高效液相色谱及红外光谱的分析，配方颗粒和中药饮片的成分相似度极高（>95%）。从疗效上看，根据盛风等发表在中华中医药杂志发表的对 32 个研究总计 5156 例患者的统计，配方颗粒剂的临床总有效率与传统汤剂相当，而临床治愈率优于传统汤剂，并且无明显不良反应，因此配方颗粒具备在临床替代中药饮片的基础。

图 15. 配方颗粒与中药饮片成分相似度>95%



资料来源：免煎颗粒剂与传统汤剂临床疗效的系统评价（盛凤、陈自雅、李艳霞、刘晓智、杨崔领），中信证券研究部 注：黄芩饮片(A)、标准汤剂(B)、中间体(C)及配方颗粒(D)，检测方法为高效液相色谱

图 16. 32 个临床试验的 Meta 分析结果证明配方颗粒有效性和治愈率

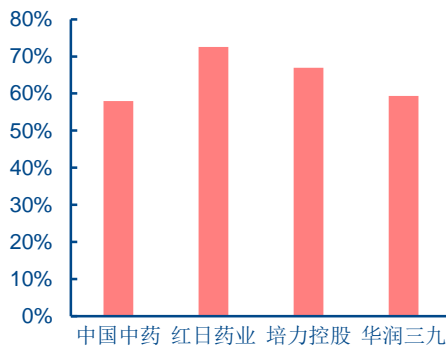


资料来源：免煎颗粒剂与传统汤剂临床疗效的系统评价（盛凤、陈自雅、李艳霞、刘晓智、杨崔领），中信证券研究部

生产企业：产业链延伸，提高盈利能力

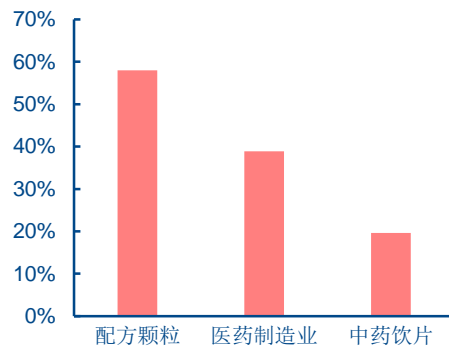
相比中药饮片，配方颗粒的盈利能力更强。配方颗粒是中药饮片下游，具有较高技术壁垒，因此毛利率较高。试点企业配方颗粒平均毛利率接近 60%，大幅高于中药饮片 20% 的毛利率。

图 17: 全国试点企业毛利率在 60%-80%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18: 配方颗粒毛利率处于行业较高水平

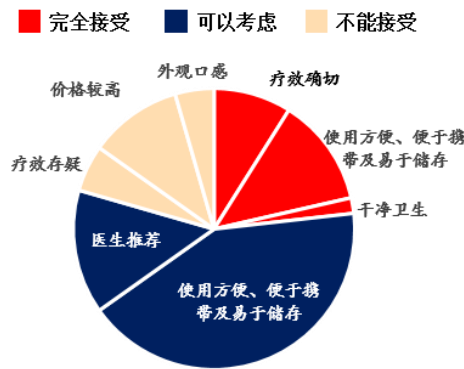


资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

患者：使用、携带方便，拓展年轻群体

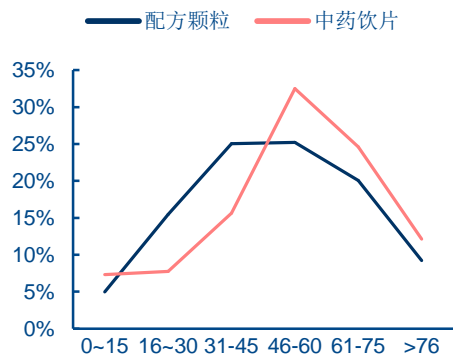
配方颗粒免除了饮片复杂煎煮过程，患者只需用开水溶解即可服用，避免了患者由于对煎药器具、用水量、煎煮时间、火候、特殊煎服方法等中药煎煮知识掌握不足或掌握不当而引起的诸多问题，也免除了煎药时的刺激性气味。同时配方颗粒携带方便，能更好满足上班、上学人群的需求。同时由于年轻人群消费能力更高、对价格敏感度更低，因此配方颗粒使用者中年轻群体比例高于中药饮片。我们调研发现大部分使用配方颗粒的年轻群体不会选择传统中药饮片，意味着配方颗粒不仅是对中药饮片的替代，而且通过适应人群的拓展为中药市场整体贡献增量。CNKI 的文献统计显示接近 80% 的人群可以接受配方颗粒，其中使用携带方便是主要原因。

图 19：80% 人群可以接受配方颗粒（108 样本）



资料来源：《我国中药配方颗粒产业存在问题及对策研究》（江世雄），中信证券研究部

图 20：配方颗粒使用者年轻化明显

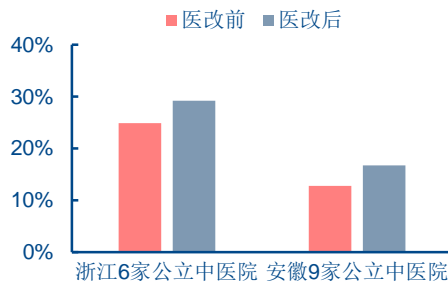


资料来源：《某院门诊中药处方用药调查》（王玉清），中信证券研究部

医院：盈利能力、工作效率提升，积极性较高

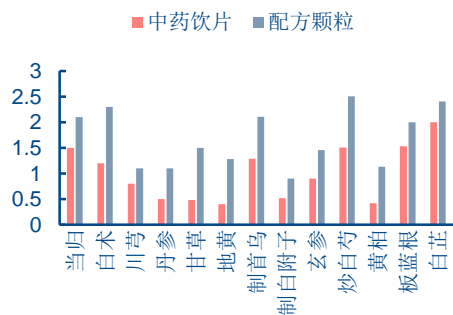
卫计委等七部委于 2017 年 4 月下发《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》，要求 2017 年 9 月底前所有公立医院取消 15% 的药品加成，2017 年底前试点城市医院药占比下降到 30% 以内，而中药饮片保留 25% 的加成且不计算药占比。由于药品加成收入是医院重要利润来源，通常占整体利润 10%-20% 左右，因此取消药品加成后医院收支压力大幅增加，医院提高盈利能力的动力较强。由于被纳入中药饮片管理，配方颗粒享受 25% 的药品加成且不计入药占比，而且相比于普通中药饮片，同规格配方颗粒价格是中药饮片 30% 以上，因此我们认为配方颗粒是医院补偿药品零加成的有效方式。假设中药饮片占比 20% 的中医院将普通中药饮片全部替换为配方颗粒，则在用药结构不发生变化的情况下即可补偿 62.5% 取消药品加成的损失。

图 21：取消药品加成后中药饮片使用量上升



资料来源：《安徽省县级公立中医院经济运行分析》（金秋，王丽丹，汤质如，江启成），《浙江省中药饮片加成政策与中医院发展研究》（孙亚玲），中信证券研究部

图 22：配方颗粒较中药饮片价格高 30% 以上



资料来源：《多种中药配方颗粒调剂的药物经济学评价》（耿亚），中信证券研究部

配方颗粒在医院临床使用上的优势明显。使用自动配药机后，配方颗粒从开处方到封装只需 5min，较普通中药饮片 20~30min 的等待时间大幅缩短。人工操作的减少一方面节约了人力成本（现代中药房通常仅需 2 人，传统中药房需 10 人以上），另一方面也避免了称量带来的误差并降低配药过程污染的概率。同时普通中药饮片在配制中的损耗通常在 2%-8%，而配方颗粒则基本不存在损耗。

图 23. 自动配药机医院优势明显

自动配药机优势	
1.	无需改变中药饮片处方习惯，保持中医辨证施治特点。
2.	设备能与医院 HIS 系统连接，接收电子处方。
3.	采用 RFID 无线射频通讯技术，药品置于称重位，自动快速识别药品，省略扫码步骤。
4.	采用容积与称重结合的计量方法，保证调剂精度，提高效率。
5.	改进封装结构，实现一体化自动封装，免去手工封口步骤。
6.	采用盒装材质，药品调剂中无交叉污染、安全可靠。
7.	标准药房洁净卫生，操作环境优良；符合中药现代化、标准化的要求。

资料来源：公司官网，中信证券研究部

监管层：监管难度降低，标准现代化，质量可靠性高

配方颗粒生产壁垒高、监管难度低，药品质量更有保障。从生产企业数量上看，目前配方颗粒行业仅有 6 家全国试点企业，省内试点企业也仅有 30 家左右，且由于具有生产技术的壁垒，即使未来政策放开生产，配方颗粒企业的数量也将远少于传统饮片加工企业，监管相对方便。从进入壁垒上看，《中药配方颗粒管理办法》（征求意见稿）要求企业“上游可完全溯源”，“应当固定中药材产地，落实具体生产地点、种植/养殖企业或农户、采集户、收购者、初加工者、仓储物流企业等”，目前 6 家全国试点企业均有或正在布局上游种植基地；同时要求生产企业“下游直接配送医院”，不经过商业流通环节，药品质量进一步得到保障。从质量检测标准上看，由于配方颗粒是中药饮片的提取产物，未来国家统一标准出台后只需色谱或光谱方法与标准图谱进行比对即可鉴别是否合格，减少了中药饮片形状、颜色、气味等经验性的定性判断，检测方法更符合现代标准且能够定量。

图 24. 卫计委规定配方颗粒由生产企业直接配送

省份	发布时间	文件	物流配送规定
山西	2017.06	关于进一步加强中药配方颗粒监管的通知	试点生产企业直接配送到试点医疗机构确有困难的，可在省内委托药品批发企业代为储存配送。接受委托配送的药品批发企业经营范围应有中药材、中药饮片，具备覆盖全省的物流配送能力。
安徽	2012.07	进一步加强中药配方颗粒规范管理	试点生产企业直接配送到试点医疗机构存在困难的，原则上可委托 1 家批发企业帮助其配送。但配送企业必须具备覆盖全省的医药物流能力，试点生产企业与配送企业签订配送协议且须经省局批复同意后，方可投入配送。药品经营企业不得销售中药配方颗粒。经批准的中药配方颗粒配送企业之间，不得发生中药配方颗粒交易行为。
北京	2010.12	关于规范中药配方颗粒管理的通知	由具备现代医药物流能力的药品批发企业为临床试用提供第三方配送服务
陕西	2015.08	关于加强中药配方颗粒监管的通知	试点生产企业直接向试点医疗机构配送中药配方颗粒，如果试点生产企业配送存在困难的，可委托 1 家药品批发企业进行配送。但配送企业必须具有中药饮片经营范围且具备覆盖全省的药品配送能力，并经省局同意备案后，方可进行配送。
福建	2017.06	关于进一步加强中药配方颗粒监管的通知	中药配方颗粒原则上应由试点生产企业直接配送到试点医疗机构，直接配送确有困难的，可在我省委托具有中药饮片经营范围的药品批发企业代为储存配送。
河南	2011.08	关于规范中药配方颗粒管理的通知	具备现代医药物流能力的药品批发企业可以为临床试用提供第三方配送服务。
山东	2016.09	关于加强中药配方颗粒监管的通知	试点生产企业向试点医疗机构配送中药配方颗粒，应当严格遵守药品 GSP 相关要求。试点生产企业直接配送到试点医疗机构确有困难的，原则上可在省内委托 1-2 家药品批发企业代为储存配送。被委托企业必须符合《山东省药品现代物流企业实施标准（试行）》（鲁食药监市（2011）141 号），具备覆盖全省的物流配送能力。试点生产企业、接受委托的药品批发企业应当按照要求对委托、被委托储存配送业务进行确认备案。
广东	2017.06	广东省中药配方颗粒试点生产申报指南	由生产企业直接配送或委托具备药品现代物流资质的企业配送。

资料来源：各地卫计委官网，中信证券研究部

支付端：药物经济学价值高，医保放开可期

配方颗粒较中成药价格优势明显。2016年中成药制药企业收入6697亿元，远高于中药饮片的1956亿元。我们根据《中国药典》中规定的中成药组分，假设中成药和配方颗粒服用的剂量相同，我们发现配方颗粒日费用仅为中成药的1/2左右。以北京同仁堂的六味地黄丸为例，六味地黄丸网售单价15.5元/360粒，每天服60粒，则每日费用3.1元。根据药典规定，六味地黄丸配方为熟地160g，山药80g，泽泻60g，制山茱萸80g，茯苓60g，牡丹皮60g，各组分按每日服用剂量和配方颗粒单价相乘加总后可得六味地黄丸配方颗粒的日费用仅为1.2元。使用相同方法对比15种常用的中成药和配方颗粒价格的结果显示其中14种中成药价格高于配方颗粒，其中橘红咳痰液差距最大，是配方颗粒的近5倍，简单算术平均计算配方颗粒价格为中成药的49%。我们估算配方颗粒每替代1%的中成药可节约医保资金10亿左右。我们认为在医保支付压力持续存在的情况下，配方颗粒有望通过替代中成药加速市场扩容。

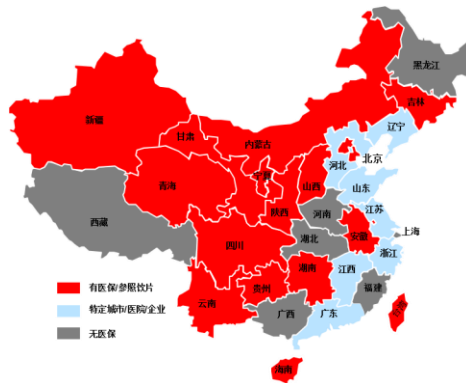
表4：中成药和配方颗粒价格测算

药名	生产厂家	单价(元)/规格	剂量/天	中成药价格(元/天)	配方颗粒价格(元/天)
六味地黄丸	北京同仁堂	15.5/90g	18g	3.1	1.2
鼻渊丸	太福	16.8/40g	7.2g	3	3.1
小柴胡颗粒	白云山	14.5/100g	30g	4.35	2.18
小柴胡片	德众	32/40g	6g	4.8	2.88
清热解毒口服液	北京同仁堂	21.8/10支	3支	6.54	4.4
感冒清热颗粒	北京同仁堂	13.5/120g	20g	2.25	1.6
橘红咳痰液	香雪制药	15.5/6支	3支	7.75	1.56
一清胶囊	康弘	18/10g	3g	5.4	4.06
消炎退热颗粒	云南白药	28/120g	40g	9.3	2.35
清火栀麦片	日田	2.5/24片	4片	0.42	0.34
附子理中丸	北京同仁堂	15.8/90g	9g	4.74	1.77
通窍鼻炎片	修正	38/36片	6片	6.33	2.27
通宣理肺胶囊	明仁	21.9/8.64g	1.44g	3.65	1.02
桑姜感冒片	好医生	12.8/36片	9片	3.2	0.8
温胃舒颗粒	双鹤	23/60g	20g	7.67	1.81

资料来源：《中国药典》，中信证券研究部测算

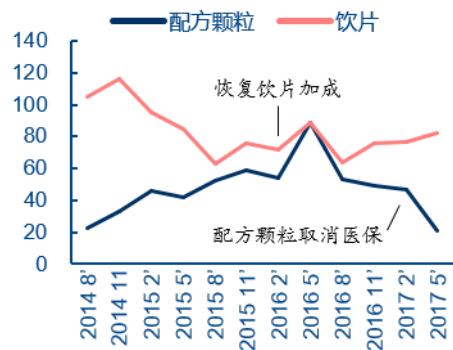
医保政策放开后配方颗粒市场有望大幅扩容。目前配方颗粒尚无国家层面的医保相关文件出台，各省若无特别说明则按饮片标准处理。目前有北京等3地确切表示报销，天津等17地按饮片处理，上海等10地暂不报销，福建、黑龙江明确禁止报销。从厦门中山医院等医院的配方颗粒使用情况我们发现配方颗粒的渗透率和是否被纳入当地医保相关性较大。我们认为配方颗粒的药物经济学价值明确，在管理标准正式稿出台后大概率会被纳入国家医保。我们假设配方颗粒在纳入和未纳入医保的地区渗透率分别为50%和10%，按2017年各省GDP推算各地销售占比，则若全部医保放开配方颗粒市场有望扩容70~160%。

图25：配方颗粒医保纳入情况



资料来源：各地社保官网，中信证券研究部

图26：厦门中山医院中药饮片销售额（万元）



资料来源：《2014年8月—2017年7月厦门大学附属中山医院中药配方颗粒和传统中药饮片应用分析》（谢素治），中信证券研究部

表 5：各地医保政策文件

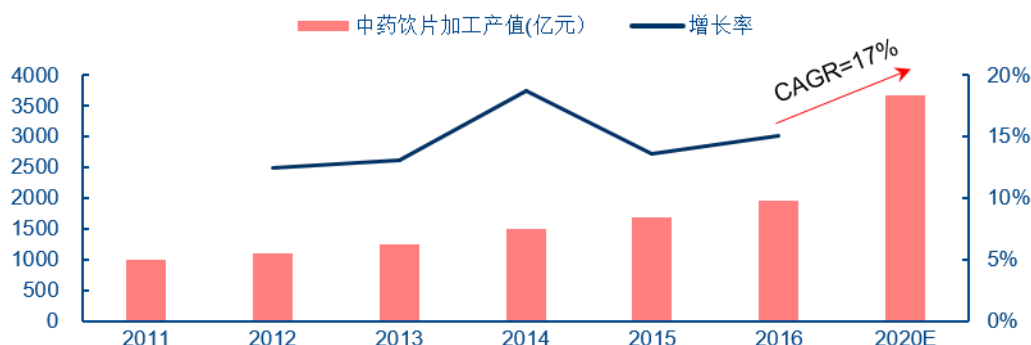
省份	发布时间	文件名
北京	2009.2	《关于将中药门诊煎药费等纳入基本医疗保险报销范围的通知》
宁波	2010	《宁波市人民政府关于扶持和促进中医药事业发展的意见》甬政发[2011]23 号
温州	2011	《温州市人民政府办公室关于扶持和促进中医药事业发展的实施意见》温政办[2011]66 号
湖州	2012	《关于扶持和促进中医药事业发展的意见》
福建	2013.6	《关于公布福建省基本医疗保险支付的部分中药配方颗粒编码（第一批）的通知（闽人社文（2013）220 号）》
	2014.5	《关于公布福建省基本医疗保险支付的部分中药配方颗粒编码（第二批）的通知（闽人社文（2014）108 号）》
河北	2015.12	《河北省人力资源和社会保障厅关于将部分中药配方颗粒纳入城镇基本医疗保险支付范围通知》，神威药业 503 种中药配方颗粒被明确纳入医保报销范围之内
	2016.12	《河北省医保目录 2016 版》
浙江	2016.9	《浙江省人社厅、省卫计委、省中医药管理局关于开展中药配方颗粒纳入浙江省基本医疗保险支付范围试点工作的通知》
	2016.11	关于浙江省基本医疗保险/工伤保险和生育保险/中药饮片试行分类管理的通知
安徽	2010.1	关于印发《安徽省基本医疗保险/工伤保险和生育保险药品目录》

资料来源：各地社保官网，中信证券研究部

预计 2020 年配方颗粒市场空间可达 700 亿

中药饮片保持较快增长，配方颗粒天花板持续提升。2016 年中药饮片市场规模达到 1956 亿元，2011-2016 年复合增长率为 15%，增长较快。我们认为 2017 年随着药品零加成全面推开，中药饮片凭借 25%药品加成及不占药占比的优势有望加速增长，2017-2020 年的复合增长率有望达 17%，预计 2020 年市场规模为 3665 亿元。

图 27. 中药饮片市场规模

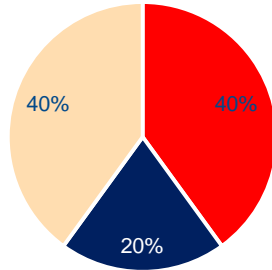


资料来源：南方所，中信证券研究部预测

按销售渠道不放开保守估计，配方颗粒潜在市场规模 515 亿元。中药饮片在医院、药店和工厂再加工的销售额占比分别为 40%、20%和 40%。目前地方文件大多要求配方颗粒只能在二级以上医疗机构销售，按诊疗人次推算，中药饮片在等级医院的收入占比为 74%，二级以上医院收入占等级医院 95%，假设配方颗粒在医院销售稳定后占中药饮片比例在 50%左右，推算配方颗粒在不放开销售渠道情况下 2020 年配方颗粒潜在市场为 $3665 \times 40\% \times 74\% \times 95\% \times 50\% = 515$ 亿元。

图 28：中药饮片销售渠道占比

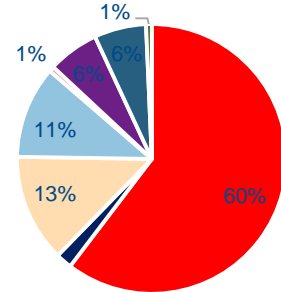
■ 医疗机构 ■ 零售药店 ■ 作为原材料进一步加工



资料来源：产业研究智库，中信证券研究部

图 29：各医疗机构中医诊疗人次占比

■ 中医类医院 ■ 中医类门诊部
■ 中医医院 ■ 社区卫生服务中心(站)
■ 专科医院



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴 2016，中信证券研究部

表 6：配方颗粒目前主要销售渠道在二级以上医院

省份	发布时间	文件	医疗机构
山西	2017.06	关于进一步加强中药配方颗粒监管的通知	试点临床使用中药配方颗粒的医疗机构应为二级以上医疗机构并经省局确认备案
安徽	2012.07	进一步加强中药配方颗粒规范管理	开展临床试点使用的医疗机构，为县级以上中医医院和县级以上含中医科的综合性医院
北京	2010.12	关于规范中药配方颗粒管理的通知	有意向参加试点使用工作，并经食药监局备案的本市二级及以上中医医院
浙江	2017		外省中药配方颗粒企业（华润三九、天江药业、广东一方制药）只允许在三级及二级甲等中医医院的医疗机构中进入采购环节；浙江省的景岳堂和浙江惠松制药两家企业备案的内容是“可在浙江省二级（含）以上医疗单位试用”。
陕西	2015.08	关于加强中药配方颗粒监管的通知	试点使用的医疗机构应是有意向参加试点工作、经省局同意并备案的二级及以上医疗机构。
福建	2017.06	关于进一步加强中药配方颗粒监管的通知	试点使用的医疗机构应是福建省食品药品监督管理局备案同意的医疗机构
河南	2011.08	关于规范中药配方颗粒管理的通知	备案的二级及以上中医医院
山东	2016.09	关于加强中药配方颗粒监管的通知	经备案的试点医疗机构

资料来源：各省卫计委，中信证券研究部

假设放开基层医疗销售，配方颗粒潜在市场规模 733 亿元。卫计委 2001 年印发的《中药配方颗粒管理暂行规定》明确未经相关省级药品监管部门备案的临床医院不能生产和使用中药配方颗粒，而 2015 年出台的《中药配方颗粒管理办法》（征求意见稿）并未对销售渠道做明确规定，实际上目前已有部分基层医疗机构在使用配方颗粒，我们认为在正式稿出台后有望全面放开配方颗粒基层医疗市场，则 2020 年配方颗粒潜在市场为 $3665 \times 40\% \times 50\% = 733$ 亿元。

目前中药配方颗粒市场规模在 107 亿元，在不考虑对中成药替代的情况下，配方颗粒潜在的市场就有 5-7 倍的成长空间。我们认为配方颗粒是中药现代化的发展方向，较传统中药优势明显，增长动力充分，预计未来 3-5 年维持 20-30% 左右的增长确定性较强。

海外取经：配方颗粒已成中药主流，先发企业垄断经营

海外市场配方颗粒渗透率高。配方颗粒是中药在海外的主要应用方式，占日本中药份额 90% 以上，在中国台湾的市场份额也超过 70%。虽然日本的中医药发展和大陆差异较大，没有成熟的理论体系和中医医生，渗透率不能直接对标。但我们认为台湾中药文化与大陆同根同源，从中医医生的培养体系到患者对中药的认知均与大陆接近，配方颗粒在台湾的使用情况具有一定借鉴价值。

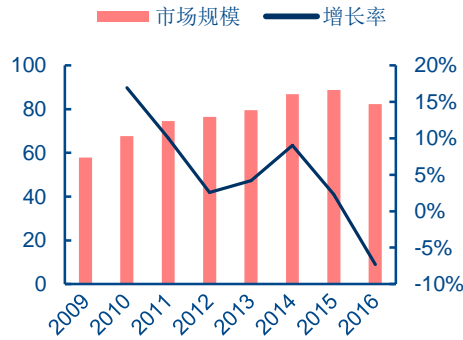
表 7：海外配方颗粒渗透率高

	大陆	日本	台湾
配方颗粒出现时间	1993 年	早于 1900 年	1950 年左右
纳入全国医保时间	尚未	1976	1995
中医理论基础	高	低	较高
2016 年市场规模（亿元）	107	81	18
配方颗粒收入占中药总收入比例	1.48%	90 左右%	71.50%

资料来源：《台湾中药科技发展史研究》（余依婷，），中信证券研究部

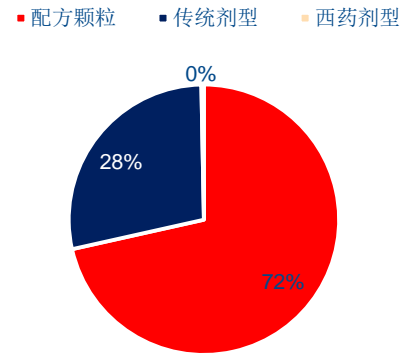
配方颗粒是中国台湾唯一纳入医保的饮片剂型，医生患者均已广泛接受。配方颗粒于 1955 年左右从日本引入中国台湾，经过近 50 年的发展，逐步成为台湾居民最常用的中药剂型。2016 年台湾中药制剂市场规模达到 82 亿新台币，其中配方颗粒占比 72%，而单味配方颗粒占比 54%。在制药企业 GMP 规范以及配方颗粒质量标准制定完善后，配方颗粒被纳入台湾医疗保障体系，成为唯一被纳入医保的饮片剂型，这也从侧面反映了配方颗粒出色的药物经济学价值。广州中医药大学在台湾的调研结果显示医生和患者对配方颗粒的接受度很高，是半数左右医生和患者的首选剂型。

图 30：中国台湾中药制剂市场规模（亿新台币）



资料来源：台湾生技中心 IT IS 计划调查，中信证券研究部

图 31：中国台湾中药制剂剂型格局



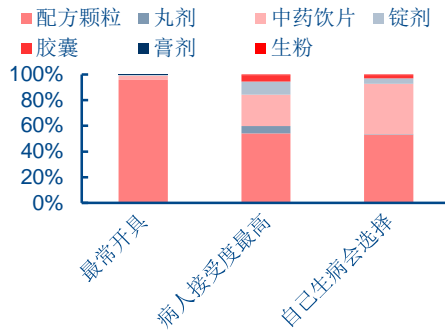
资料来源：台湾生技中心 IT IS 计划调查，中信证券研究部

表 8：中国台湾中药配方颗粒发展历程

日期	重要事件
1955 年	顺天堂药厂开始浓缩科学中药
1964 年	顺天堂引进日本先进制药技术，科学中药逐渐被中药界接受
1967 年	内政部修正公布“药商管理规则”与“药品管理规则”。及公布“固有成方调制丸、散、膏、丹管理办法”。并与经济部会同公布“中药制药工厂设厂标准”等法规。
1973 年	发布药物工厂设厂标准
1985 年	中医药委员会委托台北医学院药学研究所，以四年时间从事拟定“中药材质量标准管理草案”药制订最基本的中药材成分,保存期限等质量上的基准
1986 年	胜昌制药厂股份有限公司,获行政院卫生署第一家中药软件评鉴合格。
1988 年	188 家中西药厂通过第一批 GMP 评审，规定科学中药制造企业必须具有 GMP 资质 发布“中药制剂制订指针成分定量法及规格注意事项”药推行以“薄层层析法”鉴别制剂组成药材予以定性,取代以往所使用较不具专一性之“呈色法”色以行政院卫生署所订中药基准方之指标成分“高效液相层析定量法”予以中药制剂指标成分定量。
1995 年	实施全民健康保险,健保给付项目明定须为中药制造厂出品的中药浓缩制剂 第四版中华药典发布，收录药品 1049 个
1997 年	制定“加强生化技术产业推动方案”发展策略中,将中药科学化列为重点发展项目之一。
2000 年	规定所有中药制造企业在 2005 年前必须具有 GMP 资质
2004 年	第一部中华药典发布，收录 200 中药材

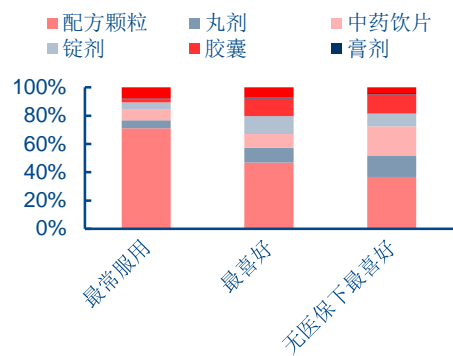
资料来源：《台湾中药制剂的沿革及对中医处方的影响》（郭祥筠），中信证券研究部

图 32：中国台湾中医医生对配方颗粒接受度高



资料来源：《台湾中药制剂的沿革及对中医处方的影响》(郭祥筠)，中信证券研究部

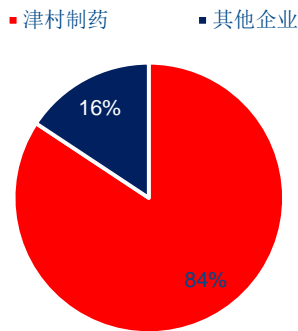
图 33：中国台湾居民对配方颗粒接受度高



资料来源：《台湾中药制剂的沿革及对中医处方的影响》(郭祥筠)，中信证券研究部

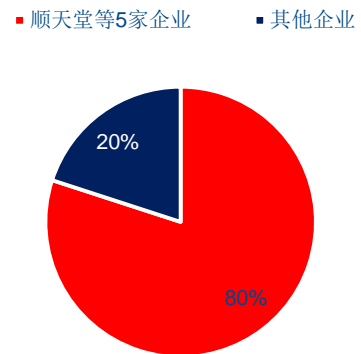
海外配方颗粒市场集中度高，先发企业优势较大。日本的配方颗粒企业在 17 家左右，龙头企业津村制药的市场占有率达到 84.3%，其余均为中小企业，中国台湾纳入医保的配方颗粒生产企业 38 家，而 80% 左右的市场由顺天堂、庄松荣、港香兰、胜昌和科达 5 家企业占据，海外配方颗粒市场的集中度很高。市场份额领先的津村制药、顺天堂、庄松荣均为当地最早开展配方颗粒研发和销售的企业。

图 34：日本配方颗粒市场格局



资料来源：津村制药年报，中信证券研究部

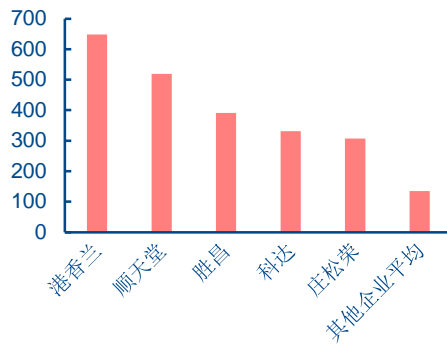
图 35：中国台湾配方颗粒市场竞争格局



资料来源：台湾生技中心 IT IS 计划调查，中信证券研究部

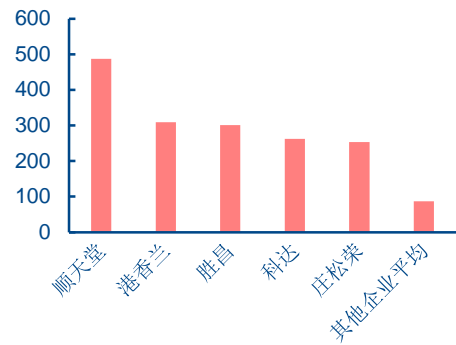
我们认为技术和渠道壁垒是先发企业市场份额领先的原因。从中国台湾医保纳入的配方颗粒目录可以看出市场份额领先的 5 家企业的品种数明显高于其他企业，技术优势明显。另一方面，先发企业凭借多年积累的疗效口碑在医院端建立了较高进入壁垒，而根据调研中国台湾中医诊所平均使用 2-3 家药厂生产的配方颗粒，因此后进入者很难和先发企业竞争。

图 36：中国台湾企业的复方配方颗粒医保品种（种）



资料来源：台湾健保局官网，中信证券研究部

图 37：中国台湾企业的单方配方颗粒医保品种（种）



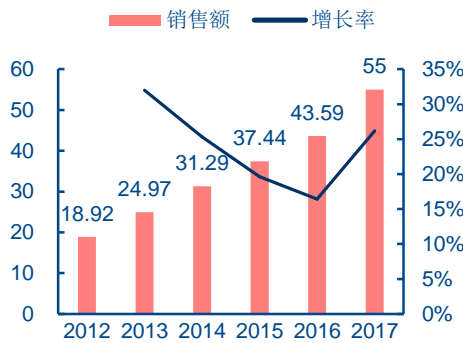
资料来源：台湾健保局官网，中信证券研究部

配方颗粒：先发优势明显，高增长有望持续

先发优势明显，技术、产能、市场、盈利能力全方位领先

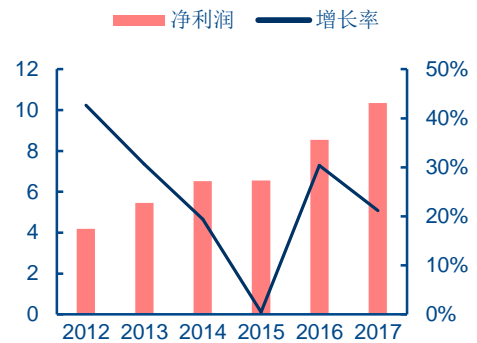
天江药业是公司的配方颗粒业务平台，2017 年实现收入 55 亿元，同比增长 26%，保持较快增长。天江药业 1992 年开始于国内率先开展配方颗粒研发工作，2001 年成为国内首家获得配方颗粒试点资质的企业，在 2008 年合并市场份额第二的广东一方后成为国内配方颗粒市场的绝对龙头。

图 38：天江药业收入规模（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 39：天江药业净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 9：天江药业发展历程

时间	重大事件
1992	在国内率先完成中药配方颗粒第一份科研总体设计方案 中药配方颗粒完成试剂、正式下线
1993	被国家中管局明确为“全国中药饮片改革试点单位” “国单位中药剂型改革”课题被国家科学技术委员会列入国家级星火计划，中药配方颗粒研究正式纳入顶层设计
1994	与江苏省中医院等多家医院共同启动中药配方颗粒大规模临床验证
1995	国务院发展研究中心授予“中华之最”称号
1996	国家中医药管理局在欧洲的 5 个医疗机构开始使用 中药配方颗粒
1998	被认定为国家重点高新技术企业
2000	“0 单味中药饮片速溶颗粒的制作工艺”获得专利认证
2002	通过中药配方颗粒类 GMP 现场认证

2003	非典期间，生产的成品组方被国家药监局确认为非典预防用药
2004	出版中药配方颗粒鉴别图谱《中药配方颗粒薄层色谱彩色图集》
2010	”中药配方颗粒的创制与产业化“课题获得”中华中医药学会科技进步奖“（一等奖）
2011	0 中药配方颗粒产业化关键技术研究与应用”课题荣获国家科技进步二等奖
2013	建成国家级博士后科研工作站
2014	与南京中医药大学合作，成立“中药配方颗粒产业技术研究院”
2016	携手国医大师陈可冀院士，成立院士工作站 建成“成“医大实验室”

资料来源：公司官网，中信证券研究部

品种数量领先：配方颗粒品种数量是企业研发能力的体现，目前天江药业拥有单方中药配方颗粒超 700 种，复方配方颗粒 67 种，均处行业领先地位。根据 2013 年福建省医保目录，公司有 998 个配方颗粒品种（含复方）被纳入医保，康仁堂、华润三九、培力药业被纳入品种数量分别有 523、503 和 483 种，和公司差距较大。目前医院临床实际使用的中药饮片品种数在 600 个以上，天江药业能够充分满足医院需求，在品种数量上有能力对中药饮片实现完全替代。

市场份额领先：公司 2016 年销售额占市场整体接近 50%，处于绝对领先地位。目前公司销售渠道已覆盖除西藏外全国 30 省市的 5000 家医院和 9000 家左右基层医疗机构。2017 年公司新增覆盖三级医院 130 家，新增覆盖基层医疗机构 4000 余家，仍处于快速扩张阶段。同时公司 2017 年获得香港医管局两年合约，将为香港 18 家中医中心供应中药配方颗粒，销售渠道不断扩张。

产能领先：目前公司在 8 个省市拥有配方颗粒生产基地，产能达 14300 吨（其他全国试点企业中产能最高的新绿色药业 4000 吨），我们估计公司现有产能能够支持 150-250 亿左右的销售额，能满足配方颗粒业务未来 3 年较快发展。同时公司正在陕西、江西、湖南、重庆和云南等地建设中药产业园提升产能，预计建成后产能将提升至 25000 吨，为公司长期发展奠定基础。

盈利能力领先：公司配方颗粒业务毛利率略低于其他全国试点企业，我们认为公司选用品质更高、成本较高的道地药材作为原材料的原因。然而公司凭借成熟的销售渠道和国药集团优秀的管理能力降低了销售和管理费用，使公司净利率领先其他全国试点企业。同时近三年公司低毛利的代理业务比例持续下降（28%、25%、20%），未来有望通过持续优化销售结构进一步提升毛利率。

表 10：公司在全国试点企业中处于领先位置

试点企业	试点开始时间	单味种类	复方种类	现有产能	医院覆盖数量	主要销售区域	销售收入（亿元）	毛利率	净利率
天江药业	2001								
广东一方	2001	>700	67	14300 吨	5000	华东、华南为主，覆盖全国 30 省市	55	58.00%	18.80%
康仁堂（红日药业）	2002	>500		2500 吨	800	京津	18	72.51%	13.25%
华润三九	2002	>600		600 吨（金蟾二期） 1100 吨，雅安 800 吨在建	2000	广东、山东	10-15	66.92%	0.32%
培力药业	2004	533	144	1500 吨	300	香港	3	59.36%	11.93%
新绿色药业	2002	>700		4000 吨		四川、重庆、云南	~10		10.63%

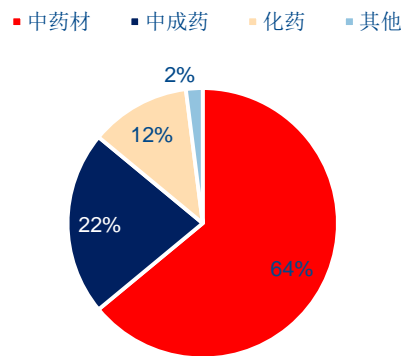
资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

护城河牢固，先发优势有望持续

生产企业短期预计难以全面放开

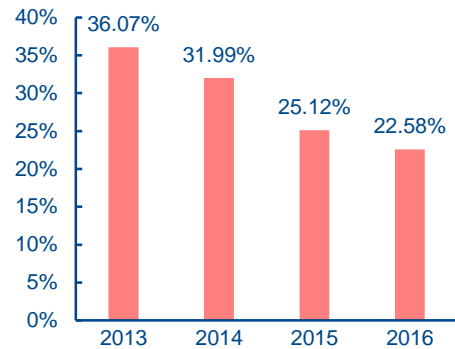
国家质量标准的出台是生产企业放开的前提。一方面中药饮片由于门槛低、流通环节多，历来是医药行业的质量重灾区，没有质量标准很难避免劣质中药材流入配方颗粒市场；另一方面配方颗粒由于没有了中药材的形貌，消费者无法辨别优劣，客观上使造假更容易。因此我们认为国家质量标准出台前全国性配方颗粒生产企业不会放开。

图 40：中药饮片是药品质量重灾区



资料来源：药智网，中信证券研究部 注：比例为 2017 年抽检不合格次数占比

图 41：中药饮片不合格率达 22%



资料来源：药智网，中信证券研究部

全国质量标准制定工作量大，预计短期难出台。近两年部分省份陆续出台了地方性的质量标准，但从品种数量上看仍存在不足，品种数最多天津市覆盖品种 303 个，仅能满足医院开处方的最低要求。同时配方颗粒标准制定的工作量较大，甘肃省 193 品种标准的制定花费 5 年时间。国家药典委员会于 2016 年 8 月发布《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》，但目前仍没有正式稿出台。我们预计国家标准将以类似广东省标准的形式分批次出台，从 2018 年开始每年出台 100 个左右品种的标准，3-5 年的时间能完成全部标准的制定。因此未来 3-5 年现有全国性生产企业仍有望维持垄断经营局面。

表 11：省级配方颗粒质量标准

省份	地方标准	发布时间	品种数
广西	2016.05	广西壮族自治区中药配方颗粒质量标准（第一卷）	120
广东	2012.10	广东省中药配方颗粒标准（第一册）	102
广东	2015.11	广东省中药配方颗粒标准（第二册）	101
天津	2017.06	天津市中药配方颗粒质量标准	303
甘肃	2017.9	《甘肃省中药配方颗粒标准（试行）》（第一册）	193

资料来源：各地卫计委官网，中信证券研究部

大概率主导国家标准制定，供给端放开后优势望持续

公司作为最早开展配方颗粒研发的企业，在制定国家标准中最具话语权，标准出台后公司优势有望扩大。公司研发配方颗粒已有 24 年，先后承担国家级配方颗粒专项课题 16 项，具有行业最丰富的研发经验。目前公司已建立 700 余品种的薄层层析鉴别图谱和重金属含量质谱图谱以及至少 200 品种的高效液相鉴定图谱，我们预计公司提交的标准有望占最终国家标准的一半以上，大概率主导国家标准制定。公司在生产中使用优质中药材和先进的工艺，我们估计根据公司的标准更换生产工艺的成本较大，因此国家标准出台后有望大幅提高生产企业的进入门槛，公司的先发优势有望持续。

表 12：公司多次承担国家级科研任务

日期	项目级别	项目名称
1993	国家科委星火计划单味中药剂型改革	单味中药剂型改革
1994	国家科委火炬计划	中药饮片浓缩颗粒
1995	国家中医药管理局重大重点课题	单位中药精制颗粒制备与临床应用研究
1996	国家经委双加工程	改造新颖饮片生产线项目
1999	国家经贸委	中药免煎饮片的生产和应用
2000	国家科技部科技型中小企业创新基金项目	单位中药饮片产业化阶段研究
2001	国家中医药管理局重大重点课题	100 种中药配方颗粒的专属性检测方法和质量标准示范研究
2001	国家经贸委项目	免检饮片的推广应用
2001	国家科技部“十五”重大科技专项	三拗汤/葛根芩连汤及水蛭等 7 味配方颗粒质量标准的示范性研究
2002	国家计划发展委员会项目	中药配方颗粒高技术产业化示范工程
2003	国家科技部科技型中小企业创新基金项目	300 吨中药配方颗粒标准化生产
2004	国家科技兴贸计划项目	中药配方颗粒国际市场开发研究
2006	国家科技部火炬计划项目	300 吨/年中药配方颗粒
2006	国家发改委项目	半夏的良种选育及其规范化种植
2006	国家科技部“十一五”科技支撑计划攻关课题	中药研发与上市前技术评价标准研究之中药配方颗粒质量标准研究

资料来源：天方药业官网，中信证券研究部

智能配药机提升进入壁垒，市场地位进一步巩固。天江药业的智能配药机集成了“处方下载、电子审查、最大用药提示、用量自动转换、颗粒识别、自动调剂和封装、医嘱和处方信息打印、库存管理、协定处方设定和自动调取”九大功能，实际上是对传统中药房整体的智能化升级改造。由于公司的智能配药机只能使用天江药业自产的配方颗粒，而医院更换配药机的转换成本较大，因此配药机的安装将极大提升客户的粘性。

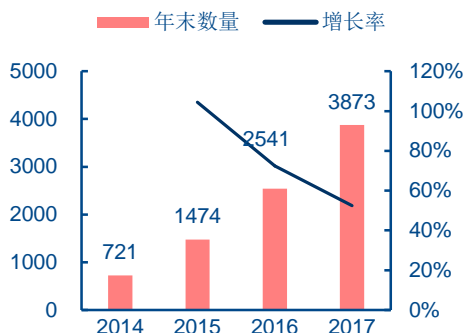
图 42. 智能配药机是对中药房的现代化升级



资料来源：天方药业官网，中信证券研究部

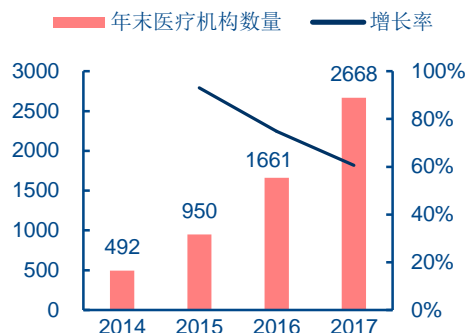
公司加快智能配药机投放速度，我们预计未来三年智能配药机带来的销售收入将成为主要增量来源。截止 2017 年底公司已投放智能配药机 3873 台，覆盖 2668 家医疗机构，其中 2017 年新增覆盖医疗机构 1007 家，增长十分迅速。我们认为公司未来数年将继续利用供给端未放开带来的黄金发展期快速增加配药机投放。我们根据公司往年配药机贡献的销售收入数据测算，2017-2020 年配药机带来的收入增速复合增长率接近 40%，2020 年有望贡献收入超 60 亿元，占配方颗粒收入超 60%。

图 43: 智能配药机安装投放数量 (台)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 44: 智能配药机覆盖医疗机构 (个)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 13: 配药机贡献收入测算表

医疗机构	配药机贡献配方颗粒销售收入 (百万元)						
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
2014 年新增 492	280	421	526	631	726	834	960
2015 年新增 458		261	392	489	587	675	777
2016 年新增 711			405	608	760	912	1049
2017 年新增 1007				574	861	1076	1291
2018 年新增 1000					570	855	1069
2019 新增 1000						570	855
2020 年新增 800							456
总计	280	682	1323	2302	3504	4923	6456

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算 注: 假设 2018, 2019, 2020 新增数量 1000、1000、800 台, 新覆盖机构增长率 50%、25%、20%、15%

公司通过收购地方子公司实现外省业务的本地化, 有望打破地方保护。公司 2018 年以来加速省外并购, 先后在江苏、黑龙江、四川和福建通过增资方式收购当地有省内配方颗粒试点资格的中药饮片生产企业。由于配方颗粒生产具有较高壁垒, 具有省内配方颗粒生产资格的企业也更倾向于和现有全国性生产企业合作。目前公司在每个省份都与 1-2 家当地批准的试点企业合作, 预计产品全国范围销售没有障碍。

表 14: 公司通过收购地方子公司打开市场

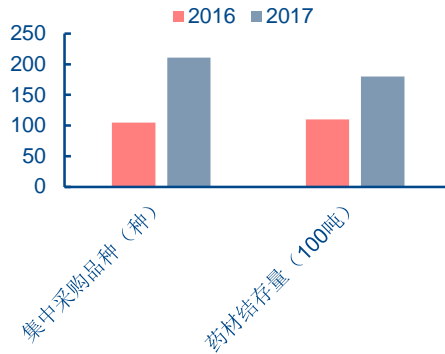
时间	省份	企业名称	交易金额 (万元)	公司股权比例	企业情况
2018.4	福建	承天金岭	6961.5	51%	中药饮片 10000 吨, 福建首家配方颗粒试点资格
2018.4	四川	四川三强	7806	51%	中药材提取 3000 吨, 配方颗粒 500 吨, 四川唯一配方颗粒试点资格
2018.3	黑龙江	双蓝星	4694	51%	黑龙江首批配方颗粒试点资格
2018.3	江苏	江康药业	3510	51%	5000 吨中药饮片
2018.6	安徽	宏大	5000	51%	3600 吨中药饮片

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

共建种植基地提质降本, 盈利能力有望提升

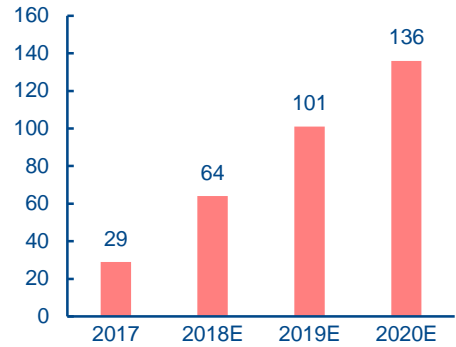
中药材基地建设保证原材料可追溯性和质量稳定性, 同时平滑药材价格波动。公司目前布局对采购量较大的中药材品种采用共建生产基地方式, 正在布局的药材品种 136 个, 其中已完成 27 个品种总计 39 个基地的建设规模达到 2.79 万亩+21.5 万窖。对于野生中药材公司采用战略储备采购, 2017 年公司集中采购的中药材由 105 个增加至 211 个, 药材结存量为 1.8 万吨, 较年初增加 1.1 万吨, 保证公司业务快速扩张期的药材的质量和稳定供应。另一方面, 公司在甘肃陇西、安徽亳州、四川绵阳和广西桂林建设大型中药材仓储交易平台, 有望平滑中药材价格波动, 降低原材料成本, 2017 年公司平均采购价格较 2016 年有所下降。预计随着药材基地的不断投产, 原材料成本有望持续下降。

图 45：2017 年药材采购加速



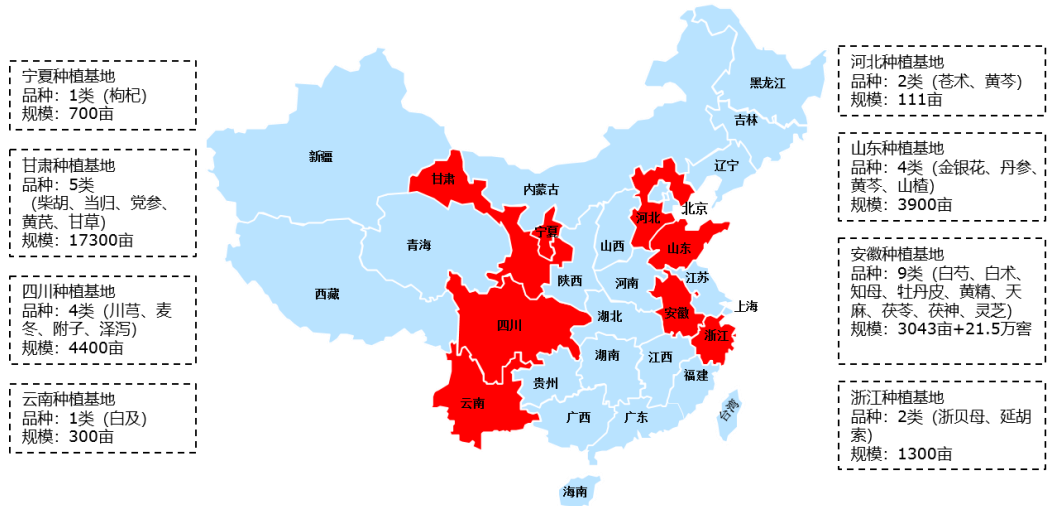
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 46：中药材种植基地规划 (个)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47：公司药材种植基地布局



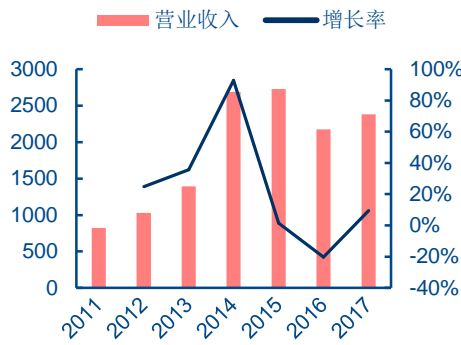
资料来源：公司官网，中信证券研究部

中成药：业绩触底反弹，积极挖掘新增长点

品种优质，政策压力释放完毕恢复增长

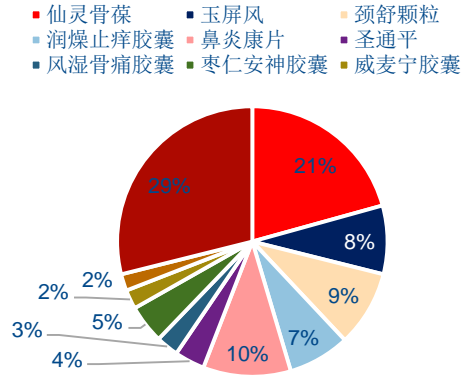
公司中成药板块具有较多优质品种。公司拥有“仙灵”、“同济堂”、“仙灵骨葆”、“德众”等四个中国驰名商标，“冯了性”、“德众”、“同济堂”3个中华老字号品种以及“冯了性风湿跌打药酒”、“少林跌打止痛膏”、“源吉林甘和茶”3个非物质文化遗产，优质品种较多。公司中成药总品规数超900个，其中282个品种列入新版医保目录，甲类146个，乙类136个，独家品种共有26个。2017年公司有15个品种新纳入医保目录，其中腰肾膏、柴石退火颗粒、六味丁香片3个品种为独家产品；8个品种由乙类调整为甲类，7个为独家。公司还有147个基药品种，其中有8个独家基药品种。

图 48：中成药营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 49：2017H1 中成药收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

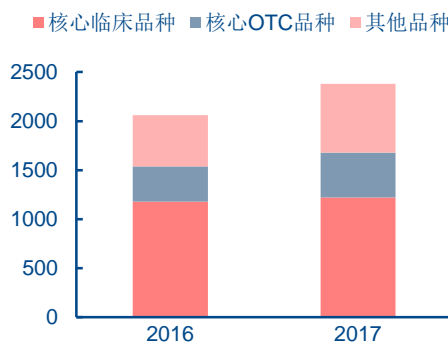
表 15：公司优质品种较多

药品名	医保目录	基药	竞争格局	销售渠道
仙灵骨葆	国家医保甲类	√	独家	Rx
玉屏风	国家医保甲类	√	独家	Rx
颈舒颗粒	国家医保甲类	√	独家	Rx
润燥止痒胶囊	国家医保乙类	√	独家	Rx
鼻炎康片	国家医保甲类	√	独家	OTC
圣通平	国家医保乙类	√	16 家	Rx/OTC
风湿骨痛胶囊	国家医保甲类	√	独家剂型	Rx
枣仁安神胶囊	国家医保乙类	√	独家剂型	Rx
冯了性药酒	非医保	X	5 家	Rx
高德	非医保	X	31 家	Rx

资料来源：公司公告，中信证券研究部

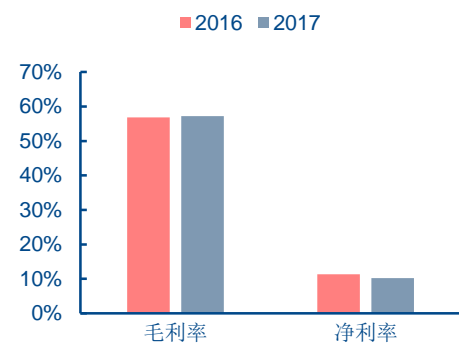
两票制、招标降价压力已释放完毕，成药业务触底反弹。2016 年，经销商客户因两票制、医保控费压减渠道库存，公司主动帮经销商去库存，减少公司出货量。同时核心品种中标价格略有下降，个别品种因安徽、浙江、江苏等地二次议价而弃标，此外还有招商品种低开的影响，公司中成药板块收入整体下降 20%。目前公司去库存已于 2016 年完成，最近一轮招标降价也已于 2017 年下半年结束，政策压力已完全释放，公司 2017 年成药业务触底反弹，净利润增长 4.3%。

图 50：2017 年中成药业务恢复增长（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 51：中成药业务近两年盈利能力基本稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部

积极挖掘新增长点，业绩有望持续复苏

推进大品种培育计划，通过强化学术推广打开市场。公司成药板块销售额集中度较高，前十产品销售额占比超 70%。公司核心产品以处方药为主，因此公司对其 6 大核心品种针

对性的开展了循证医学研究，其中玉屏风 and 润燥止痒颗粒的临床试验已经完成，其余品种也将计划于 2020 年前完成。我们认为临床询证研究有望从现代医学的角度再一次证明公司核心品种的疗效，能够消除部分西医科室对中成药疗效的疑虑。若临床试验进展顺利，公司核心品种销售额有望进一步提升。

表 16：公司中成药核心临床品种询证研究情况

品种名	临床研究项目名称	牵头医院	进展
仙灵骨葆胶囊	仙灵骨葆胶囊上市后安全性再评价临床注册登记研究（10,000 例）	北京望京医院	预计 2020 年底完成
	仙灵骨葆对乳腺癌绝经后芳香化酶抑制剂治疗引起骨量丢失预防作用的研究	上海龙华医院	预计 2019 年中完成
颈舒颗粒	颈舒颗粒治疗神经根型颈椎病的有效性、安全性、及经济性多中心、随机、双盲、安慰剂对照临床研究	北京协和医院	预计 2018 年内完成
风湿骨痛胶囊	风湿骨痛胶囊治疗强直性脊柱炎随机、双盲、双模拟、多中心临床研究	中山大学附属第三医院	预计 2018 年 4 月完成
玉屏风颗粒	玉屏风颗粒治疗稳定期 COPD(慢阻肺) 有效性与安全性随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床研究	广州呼吸疾病研究所	已完成
	玉屏风颗粒治疗小儿反复呼吸道感染有效性、安全性随机、双盲、多中心临床研究	天津中医药大学第一附属医院、北京儿童医院	已完成
润燥止痒胶囊	润燥止痒胶囊联合酒石酸唑吡坦治疗慢性荨麻疹多中心、随机、安慰剂平行对照临床研究	苏州大学附属第二医院	已完成
	润燥止痒胶囊治疗慢性湿疹多中心、随机双盲、安慰剂平行对照临床研究	中国医学科学院皮肤病医院	已完成
枣仁安神胶囊	枣仁安神胶囊联合酒石酸唑吡坦治疗失眠有效性、安全性的随机、双盲、双模拟、多中心平行对照临床研究	浙江省中医院	预计 2018 年 12 月完成

资料来源：公司公告，中信证券研究部

新品放量+大品种提价，OTC 有望保持较快增长。2017 年公司 OTC 核心品种实现收入 4.57 亿元，同比增长 28.2%。其中新品虫草清肺胶囊由于使用名贵药材，疗效确切，2017H1 实现 150% 的增长。腰肾膏 2017 年被纳入国家医保目录的独家品种，未来数年有望实现较快增长。鼻炎康和威麦宁 2017H1 因提价分别增长 21% 和 74%。我们认为“冯了性”作为中华老字号，品牌影响力较强，产品具有提价能力，而公司的保济丸、安宫牛黄丸价格均处于同类产品较低水平，未来公司有望通过提价带来短期弹性。

表 17：公司部分中成药价格处于行业较低水平

药品名	生产厂家	规格	价格（元）
保济丸	冯了性	3.7g*20 袋	7.8
	王老吉	3.7g*20 袋	10.9
安宫牛黄丸	冯了性	1.5g*1 丸	59
	同仁堂	3g*1 丸	560
	广誉远	3g*1 丸	560

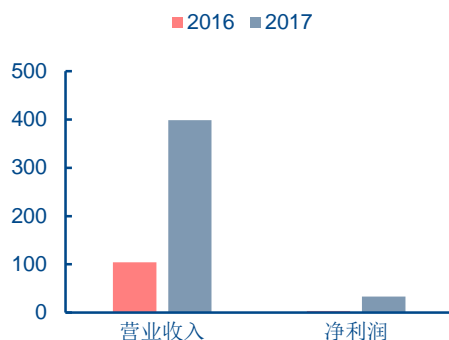
资料来源：康爱多药房，中信证券研究部

潜力业务：布局中药饮片、国医馆覆盖中药全产业链

中药饮片：加速全国布局，智能配送中心延伸产业链

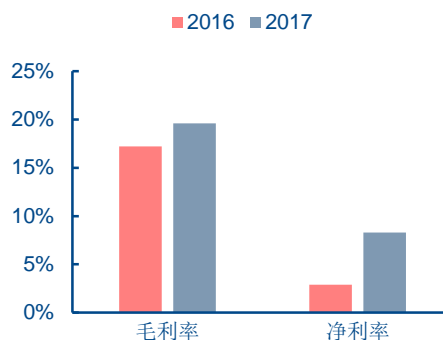
饮片产能布局加速，盈利能力有望进一步提升。公司于 2016 年 11 月、12 月以 0.6 亿元、5.1 亿元收购同济堂中药饮片、上海同济堂，于 2018 年 1 月以 0.81 亿元收购四川江油，不断扩充饮片产能。目前公司已有 6 个饮片基地，产能在 40000 吨左右，同时公司有较多在建和规划中产能，全部投产后预计能够实现普通饮片 68920 吨和毒性饮片 13800 吨的产能，有望成为国内规模最大的饮片生产企业。凭借公司优秀的整合能力，公司饮片业务在不断扩张的同时盈利能力也明显提升，饮片业务净利率由 2016 年的 2.9% 提升至 2017 年的 8.3%，新并购子公司与现有销售渠道的协同效应明显。

图 52：中药饮片业务增长迅速（百万元）



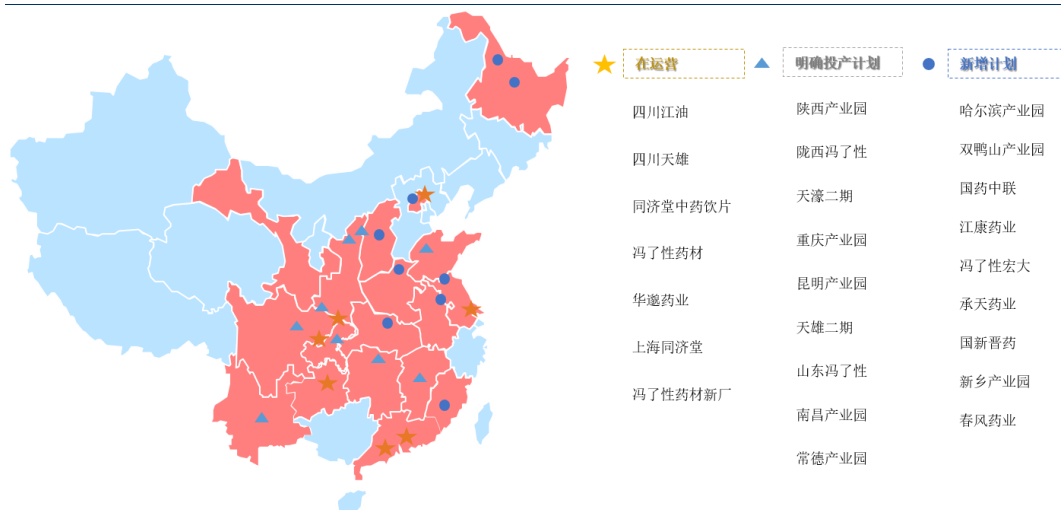
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 53：中药饮片板块通过收购提升盈利能力



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 54：公司药材种植基地布局



资料来源：公司官网，公司年报，中信证券研究部

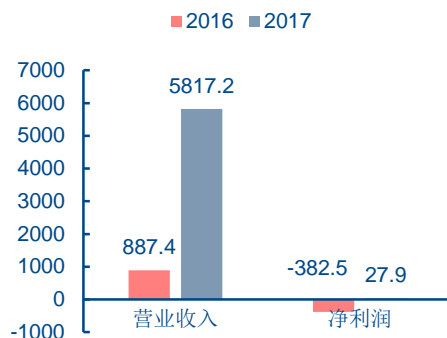
建设智能配送中心进一步提升客户粘性。智能配送中心主要提供中药代煎和配送服务，以公司在佛山建设的配送中心为例，该中心向佛山市所有公立医院、私立医院、诊所药店全面开放中药多元化业务，每天能满足 3000 名患者的代煎需求，能够最快实现 5 小时从开处方到送药上门。除中药代煎及配送服务，智能配送中心还提供医院制剂、中西成药配送和代泡药酒等增值服务，能够降低医疗机构的成本并提高患者的满意度，客户黏性较大。目前公司已自建 6 个中药智能配送中心，覆盖北京、上海、佛山、贵州等地，2018 年公司计划将配送中心扩展至 30 家，逐步实现全国重点城市的全覆盖。我们预计智能配送中心的加速落成有望加速提升中药饮片的销售额，预计 2018 年公司中药饮片业务收入将达 15 亿左右。同时由于代煎业务的毛利率较高，未来中药饮片业务整体盈利能力有望随代煎业务占比提升而继续提升。

国医馆：布局养生医疗产业，有望受益老龄化加速

冯了性国医馆增长迅速，同济堂连锁药房开始并表，大健康板块开始盈利。冯了性国医馆于 2015 年底开业，现有业务包括中医诊疗、健康管理、康复理疗、药品零售、中药饮片、参茸补品、汤料食材等，将逐步开展养老服务。2017 年已接待门诊和理疗人群 37000 人次，较上年增长 82%。2017 年 9 月在重庆国医馆已开始营业，江阴新馆和佛山南海国医馆也处于建设阶段，未来将逐步开发全国市场。公司 2017 年 1 月收购的贵州同济堂药房连锁及其

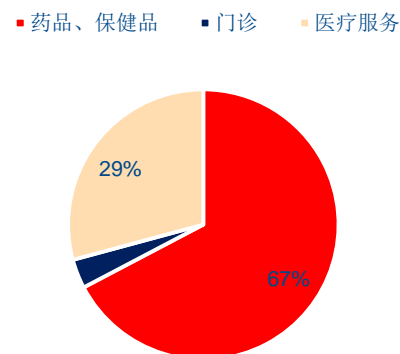
中医诊所目前也已并表。我们认为随着老龄化加速，养生型医疗服务机构将进入蓬勃发展阶段，公司的大健康业务有望在未来数年保持较快增长。

图 55：医疗服务业务增长迅速（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 56：2017 年医疗服务业务收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险因素

中药材价格波动风险：公司有部分中药材从市场采购，若中药材价格出现较大波动可能对公司毛利率产生一定影响。

并购不达预期：公司 2018 年并购数家外省公司打开市场，若双方合作不达预期可能会对公司新市场开发造成影响。

市场竞争加剧风险：目前配方颗粒市场竞争格局良好，若市场放开快于预期可能导致竞争加剧，对公司盈利能力可能会带来影响。

盈利预测

假设：

1. 配方颗粒业务：预计公司共建种植基地原材料成本降低、高毛利直销占比提高，毛利率整体稳步提升，2018-2020 年分别为 58.2%/58.4%/58.6%，销售费用率由于市场开发及配药机摊销加速小幅上升后回落，2018-2020 年分别为 29.5%/29.4%/29.4%；
2. 中成药业务：预计公司核心处方药 2019 年开始触底反弹，核心 OTC 新品放量增长较快，整体毛利率和销售费用率保持稳定，2018-2020 年分别为 57.2%和 32.85%；
3. 中药饮片业务：预计中药饮片代煎业务随配送中心逐步营业保持较快增长，饮片业务随饮片子公司并购和新生产基地投产高速增长，毛利率受并购影响小幅下降后回升，2018-2020 年分别为 16.9%/17.2%/17.4%、销售费用率维持在 10.22%；
4. 大健康业务：预计公司大健康业务随国医馆全国复制实现较快发展，保持 25%的收入增速，毛利率、销售费用分别为 38.10%、31.07%；

5. 预计公司管理费用率随规模提升小幅下降，2018-2020 年分别为 6.48%/6.22%/6.11%。

表 18：中国中药盈利预测及假设

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
配方颗粒业务					
配药机销售	1305	2302	3504	4923	6456
		76%	52%	41%	31%
袋装销售	3054	3198	3348	3505	3670
		4.70%	4.70%	4.70%	4.70%
板块营业收入总计	4359	5500	6852	8428	10126
		26%	25%	23%	20%
毛利率	59.6%	58.0%	58.2%	58.4%	58.6%
毛利润	2598	3190	3988	4922	5934
中成药业务					
核心处方药	1180	1223	1194	1206	1263
		3.60%	-2.41%	1.02%	4.73%
核心 OTC 品种	357	457	599	693	790
		28.20%	31.07%	15.64%	13.98%
其他品种	525	701	785	879	985
		33.60%	12.00%	12.00%	12.00%
板块营业收入总计	2061	2381	2578	2778	3038
		15.52%	8.26%	7.76%	9.34%
毛利率	56.80%	57.20%	57.20%	57.20%	57.20%
毛利润	1171	1362	1475	1589	1737
中药饮片业务					
代煎业务	14	217	435	652	1044
		1413.22%	100.00%	50.00%	60.00%
饮片业务	90	181	1000	1800	2160
		102.02%	452%	80%	20%
板块营业收入总计	104	399	1435	2452	3204
		283.00%	259.86%	70.91%	30.64%
毛利率	17.20%	19.60%	16.90%	17.20%	17.40%
毛利润	18	78	242	422	557
大健康业务					
药品/保健品	6	39	49	61	77
		20%	25.00%	25.00%	25.00%
门诊	1	2	3	3	4
		163.64%	25.00%	25.00%	25.00%
医疗服务	2	17	21	27	33
		910.12%	25.00%	25.00%	25.00%
板块营业收入总计	9	58	73	91	114
		555.81%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	45.50%	38.10%	38.10%	38.10%	38.10%
毛利润	4	22	28	35	43
主营业务收入总计	6533	8338	10937	13750	16481
		27.62%	31.17%	25.71%	19.87%
毛利润	3791	4652	5732	6968	8272
毛利率	58.02%	55.80%	52.41%	50.67%	50.19%
销售费用	30.1%	29.2%	27.77%	26.69%	26.32%
管理费用	7.9%	6.6%	6.43%	6.13%	5.99%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 13.84、17.36 和 21.89 亿元，2017-2020 年净利润 CAGR 为 23%，2018-2020 摊薄后每股收益为 0.27/0.34/0.43 元（对应 0.33/0.41/0.52 港元）。

利润表

(百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,534	8,343	10,942	13,755	16,486
营业成本	2,745	3,686	5,205	6,782	8,209
毛利率	57.98%	55.82%	52.44%	50.69%	50.21%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1,968	2,437	3,037	3,669	4,338
营业费用率	30.13%	29.21%	27.76%	26.68%	26.31%
管理费用	517	552	709	856	1,006
管理费用率	7.91%	6.61%	6.48%	6.22%	6.10%
财务费用	59	189	212	184	77
财务费用率	0.90%	2.26%	1.94%	1.34%	0.46%
投资收益	0	2	2	1	2
营业利润	1,268	1,480	1,769	2,255	2,851
营业利润率	19.41%	17.74%	16.17%	16.40%	17.29%
营业外收入	36	87	84	69	80
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1,304	1,567	1,853	2,324	2,931
所得税	217	256	302	379	478
所得税率	16.66%	16.32%	16.32%	16.32%	16.32%
少数股东损益	120	141	167	209	264
归属于母公司股东的净利润	967	1,170	1,384	1,736	2,189
净利率	14.80%	14.03%	12.65%	12.62%	13.28%

现金流量表

(百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,304	1,567	1,853	2,324	2,931
所得税支出	-217	-256	-302	-379	-478
折旧和摊销	327	404	487	527	567
营运资金的变化	-47	-574	-2,094	-912	-781
其他经营现金流	98	94	-236	-192	-85
经营现金流合计	1,465	1,236	-291	1,368	2,154
资本支出	-223	-628	-800	-1,000	-1,000
投资收益	0	2	2	1	2
其他投资现金流	-2,277	1,019	-237	-218	-221
投资现金流合计	-2,500	393	-1,035	-1,216	-1,220
发行股票	-162	0	2,116	-40	-19
负债变化	1,821	1,236	95	-2,356	-698
股息支出	-438	-403	-415	-521	-657
其他融资现金流	-93	-48	212	184	77
融资现金流合计	1,128	786	2,007	-2,733	-1,297
现金及现金等价物净增加额	92	2,414	681	-2,581	-363

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,423	4,788	5,469	2,887	2,525
存货	1,894	3,552	5,015	5,916	7,660
应收账款	2,726	3,044	3,993	5,259	6,112
其他流动资产	27	1	1	1	1
流动资产	8,070	11,384	14,477	14,063	16,298
固定资产	2,019	2,387	2,868	3,510	4,111
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	6,764	6,704	6,535	6,366	6,198
其他长期资产	4,183	4,411	4,661	4,877	5,096
非流动资产	12,966	13,501	14,064	14,752	15,405
资产总计	21,037	24,885	28,541	28,815	31,702
短期借款	1,001	639	554	698	0
应付账款	2,304	3,857	4,164	5,425	7,241
其他流动负债	202	200	211	204	205
流动负债	3,507	4,695	4,929	6,328	7,445
长期借款	2,909	4,515	4,694	2,194	2,194
其他长期负债	1,866	1,860	1,852	1,844	1,836
非流动性负债	4,774	6,375	6,546	4,038	4,030
负债合计	8,281	11,070	11,475	10,365	11,475
股本及储备	11,588	12,437	15,521	16,696	18,209
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	11,588	12,437	15,521	16,696	18,209
少数股东权益	1,168	1,378	1,545	1,754	2,018
股东权益合计	12,756	13,815	17,066	18,450	20,227
负债股东权益总计	21,037	24,885	28,541	28,815	31,702

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	76.10%	27.69%	31.15%	25.70%	19.86%
营业利润	98.00%	16.72%	19.54%	27.44%	26.42%
净利润	51.18%	21.05%	18.25%	25.39%	26.12%
毛利率	57.98%	55.82%	52.44%	50.69%	50.21%
EBITDA Margin	15.57%	13.54%	12.40%	12.36%	13.35%
净利率	14.80%	14.03%	12.65%	12.62%	13.28%
净资产收益率	8.34%	9.41%	8.92%	10.40%	12.02%
总资产收益率	4.60%	4.70%	4.85%	6.02%	6.90%
资产负债率	39.36%	44.48%	40.20%	35.97%	36.20%
所得税率	16.66%	16.32%	16.32%	16.32%	16.32%
股利支付率	45.31%	34.42%	30.00%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。