

评级: 增持 (维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

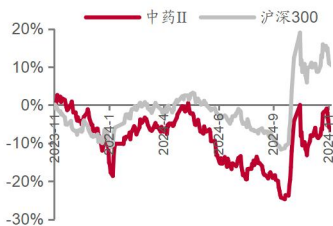
执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	70
行业总市值(亿元)	9,689.25
行业流通市值(亿元)	9,432.19

行业-市场走势对比



相关报告

1、《中药 2023&2024Q1: 分红+成长兼具, 业绩趋势向上--(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)-增持》2024-05-19

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
华润三九	47.57	2.48	2.90	2.61	3.02	3.47	19.18	16.40	18.24	15.76	13.71	买入
东阿阿胶	57.97	1.21	1.79	2.33	2.90	3.43	47.91	32.39	24.87	20.01	16.92	买入
太极集团	25.56	0.63	1.48	1.32	1.56	1.81	40.57	17.27	19.34	16.42	14.11	买入
同仁堂	41.08	1.04	1.22	1.43	1.67	1.87	39.50	33.76	28.6	24.5	21.9	买入
方盛制药	11.12	0.66	0.43	0.65	0.73	0.91	16.85	25.86	17.13	15.16	12.21	买入

备注: 股价截止 2024.11.18

报告摘要

- Q3 业绩阶段性承压, 毛利率有望自 25 年起向上修复。** 剔除 ST 和业绩异常波动的公司后, 我们统计了 63 家中药企业 2024Q3 的业绩: 前三季度总营收 2608 亿元、同比 -3.25%; 扣非净利润 276 亿元、同比 -8.59%; 经营性现金流 194.3 亿元、同比 -17.59%。前三季度板块毛利率 42.19%、同比 -2.51pp; 扣非净利率 10.59%、同比 -0.62pp; 我们预计毛利率的下滑与集采降价以及上游中药材涨价相关。2024 年初以来中药材涨价幅度已经趋缓, 尤其自年中以来, 中药材价格基本处于持平震荡状态。我们预计, 随着前期囤积的高价药材消化完毕, 自 2025 年起, 中药板块成本端的压力有望逐渐缓解、迎来毛利率的向上修复。
- 经营质量稳中向好, 销售费用率持续优化。** 2024 前三季度中药板块期间费用率中位数为 44.4%, 较 23 年下降 1.8pp; 销售费用率中位数为 31.9%, 较 23 年下降 1.5pp。在当前行业监管趋严的背景下, 不少中药企业在营销推广上探索新模式, 实现了销售费用率的显著优化。截止 2024Q3 中药板块应收账款+应收票据/总收入、存货/总资产分别为 32.8%、13.0%, 应收账款占总营收比重有所提升、但较 24H1 占比略有回落, 说明三季度回款小幅改善。合同负债+收入增速自 24H1 转负, 24Q3 降幅收窄, 与终端需求回暖或有关系。
- 终端需求小幅回暖, 静待行业拐点。** 中康数据显示, 2024 年 1-9 月中国实体药店零售规模 (药品+非药) 为 3848 亿元, 同比下降 2.2%, 我们预计是政策监管、消费降级、以及用药需求变化等多重因素所致。分月度来看, 7-9 月全国零售药店市场回温, 规模连续三个月同环比增长, 其中 9 月份同比小幅提升 0.9%。随着终端药店政策消化, 渠道库存对上游中药企业的影响边际减小, 预计 25 年中药板块收入端有望回暖。
- 投资建议:** 展望 2025 年, 中药板块在经历后新冠时期需求和库存的周期波动之后, 有望回归常态化增长, 收入端迎来回暖。同时, 中药材成本端压力的缓解, 也将带动毛利率的向上修复。建议重点关注以下两个方向: 1) 国企改革相关个股, 十四五收官之年有望持续发力, 重点看好华润三九、东阿阿胶; 建议关注太极集团、昆药集团、同仁堂等; 2) 经营趋势向好、重点品种放量带来业绩弹性, 重点看好方盛制药、佐力药业等。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险、医药政策变化风险、研报信息更新不及时风险、第三方数据失真风险。

内容目录

业绩阶段性承压，经营质量稳中向好	3
终端需求小幅回暖，静待行业拐点	6
风险提示	7

图表目录

图表 1: 中药板块上市公司 2024Q1-Q3 财务数据分析总图 (亿元; %)	3
图表 2: 中药板块上市公司分季度扣非净利润情况 (亿元; %)	3
图表 3: 2024Q2-Q3 中药板块上市公司盈利分布情况 (家)	3
图表 4: 2024Q1-Q3 品牌 OTC 核心经营数据概览	4
图表 5: 2019-2024Q3 中药板块上市公司毛利率及净利率情况 (板块中位数)	4
图表 6: 中国成都中药材价格指数图	4
图表 7: 2019-2024Q3 中药板块上市公司费用率情况 (板块中位数)	5
图表 8: 2017-2024Q3 中药板块上市公司周转效率情况	5
图表 9: 2017-2024Q3 中药板块上市公司现金流情况	5
图表 10: 2020-2024Q3 中药板块上市公司收入+合同负债情况 (亿元; %)	6
图表 11: 全国零售药店全品类销售额月度趋势 (%)	6
图表 12: 全国零售药店药品及非药品销售额及占比趋势	7
图表 13: 全国零售药店药品及非药品销售额增长率 (%)	7

业绩阶段性承压，经营质量稳中向好

- **业绩阶段性承压，Q3 收入增速环比持平、成本端压力凸显。**剔除 ST 和业绩异常波动的公司后，我们统计了 63 家中药企业 2024Q3 的业绩：前三季度总营收 2608 亿元、同比-3.25%；扣非净利润 276 亿元、同比-8.59%；经营性现金流 194.3 亿元、同比-17.59%。整体来看，中药板块三季度收入增速环比大致持平，利润端下滑幅度扩大，主要系成本压力所致。前三季度板块毛利率 42.19%、同比-2.51pp；扣非净利率 10.59%、同比-0.62pp；我们预计毛利率的下滑与集采降价以及上游中药材涨价相关。

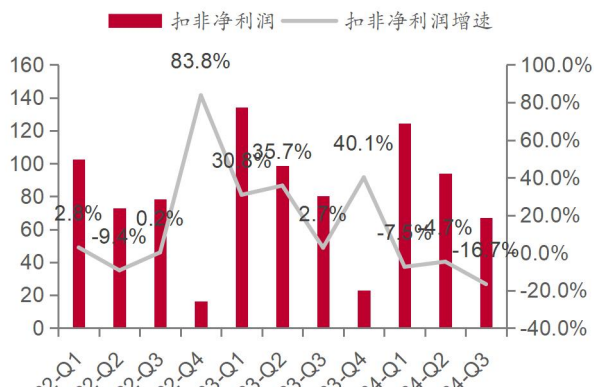
图表 1：中药板块上市公司 2024Q1-Q3 财务数据分析总图 (亿元；%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024-3Q	20年同比 (%)	21年同比 (%)	22年同比 (%)	23同比 (%)	24-3Q同比 (%)
板块总收入	3205	3109	3273	3433	3651	2608	-3.00%	5.28%	4.89%	6.30%	-3.25%
板块利润总额	344	373	403	358	455	370	8.36%	7.97%	-11.08%	6.68%	-8.79%
板块成本	1777	1765	1791	1900	2012	1508	-0.65%	1.44%	6.09%	7.05%	1.14%
板块毛利	1428	1344	1482	1533	1639	1101	-5.92%	10.33%	3.43%	-6.99%	-8.69%
板块毛利率	44.56%	43.21%	45.29%	44.66%	44.89%	42.19%	-1.34%	2.07%	-0.63%	0.23%	-2.51%
扣非净利润	215	231	257	256	336	276	7.42%	11.36%	-0.26%	29.87%	-8.59%
销售费用	827	740	812	824	877	545	-10.46%	9.69%	1.48%	6.55%	-11.85%
管理费用	171	170	183	187	199	137	-0.18%	7.44%	2.35%	6.34%	-0.20%
财务费用	19	13	11	8	-1	1	-29.76%	-16.24%	-30.32%	-116.56%	-190.60%
研发费用	69	75	88	95	101	66	8.64%	16.51%	8.63%	5.86%	1.86%
扣非净利率	6.70%	7.42%	7.85%	7.46%	9.21%	10.59%	0.72%	0.43%	-0.39%	1.75%	-0.62%
总资产	4702	5051	5350	5739	5965	5843	7.42%	5.92%	7.27%	4.06%	1.93%
总负债	1639	1786	1857	2089	2075	1965	8.94%	4.02%	12.46%	-0.51%	1.23%
存货合计	709	706	713	735	748	761	-0.43%	1.01%	3.02%	1.76%	8.10%
应收账款合计	718	671	711	795	813	843	-6.54%	5.88%	11.87%	2.34%	1.45%
资产负债率	34.86%	35.35%	34.72%	36.40%	34.79%	33.63%	0.49%	-0.63%	1.68%	-1.60%	-0.23%
存货周转率	2.51	2.50	2.51	2.58	2.69	1.98					
应收账款周转率	4.46	4.63	4.61	4.32	4.49	3.10					
经营性净现金流	309.7	350.0	423.2	566.8	414.1	194.3	13.01%	20.92%	33.93%	-26.93%	-17.59%
销售费用率	25.80%	23.81%	24.81%	24.01%	24.04%	20.88%	-1.98%	1.00%	-0.81%	0.03%	-2.04%
管理费用率	5.32%	5.48%	5.59%	5.45%	5.45%	5.26%	0.15%	0.11%	-0.14%	0.00%	0.16%
财务费用率	0.59%	0.43%	0.34%	0.23%	-0.04%	0.04%	-0.16%	-0.09%	-0.11%	-0.26%	0.08%
研发费用率	2.16%	2.42%	2.68%	2.77%	2.76%	2.54%	0.26%	0.26%	0.10%	-0.01%	0.13%

来源：WIND，中泰证券研究所

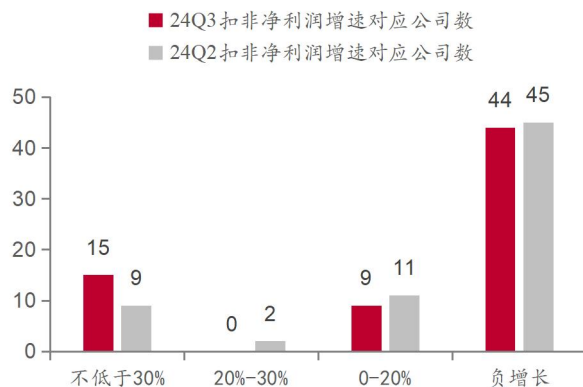
- **三季度盈利降速，扣非净利润同环比皆有所下滑。**单三季度中药板块实现扣非净利润 66.95 亿元，同比下降 16.7%、环比下降 28.9%；盈利有所承压。盈利分布来看，扣非净利润增速分化较 Q2 进一步加剧，其中东阿阿胶、方盛制药、佐力药业、贵州三力等三季度表现较为亮眼。

图表 2：中药板块上市公司分季度扣非净利润情况 (亿元；%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 3：2024Q2-Q3 中药板块上市公司盈利分布情况 (家)



来源：WIND，中泰证券研究所

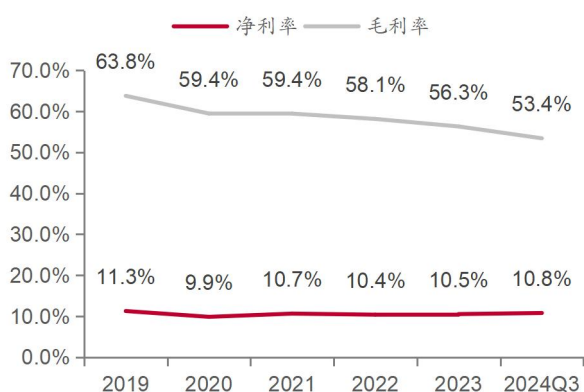
- **OTC 仍具经营韧性，Q3 小幅改善。**我们统计了以 OTC 品种为主的 22 家中药企业前三季度核心经营数据，24Q3 营收、扣非净利润中位增速分别为 -0.1%、+4.2%，环比 Q2 均有小幅改善，大幅优于中药板块整体，凸显出 OTC 企业的经营韧性。

图表 4：2024Q1-Q3 品牌 OTC 核心经营数据概览

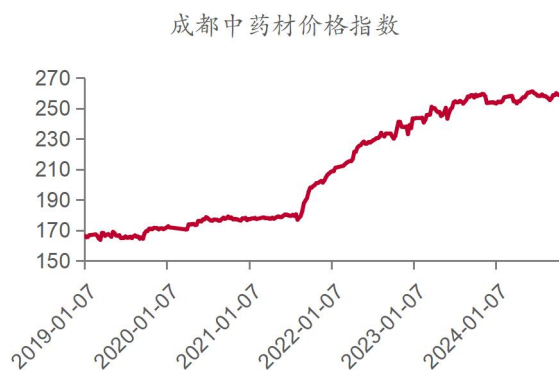
证券代码	证券名称	市值 (亿元)	24Q1收入 增速	24Q2收入 增速	24Q3收入 增速	收入环比	24Q1扣非净 利润增速	24Q2扣非净 利润增速	24Q3扣非净 利润增速	扣非环比	24Q3应收/营 业收入
600436.SH	片仔癀	1,223	20.6%	2.7%	9.6%	6.9%	26.6%	-3.1%	11.7%	14.9%	9.8%
000538.SZ	云南白药	957	2.5%	-1.2%	0.9%	2.0%	12.1%	13.5%	-12.2%	-25.7%	35.4%
600085.SH	同仁堂	471	2.4%	-2.6%	2.4%	5.1%	10.0%	-3.9%	-18.6%	-14.7%	12.6%
000999.SZ	华润三九	594	14.8%	0.3%	3.2%	2.9%	18.5%	42.5%	6.9%	5.6%	32.8%
600332.SH	白云山	405	6.1%	-1.3%	-1.1%	0.3%	2.6%	-34.5%	-37.8%	-3.3%	29.4%
000423.SZ	东阿阿胶	331	36.0%	17.9%	25.4%	7.5%	53.4%	28.0%	63.8%	35.7%	13.0%
600566.SH	济川药业	256	0.6%	-27.2%	-7.2%	20.0%	24.9%	-25.6%	-6.6%	19.1%	33.0%
600329.SH	达仁堂	190	-3.2%	-2.8%	-3.4%	-0.6%	-3.4%	-15.9%	7.7%	23.6%	42.4%
600129.SH	太极集团	127	-5.0%	-21.9%	-16.4%	5.5%	5.1%	-25.0%	-73.8%	48.8%	26.6%
000623.SZ	吉林敖东	155	9.4%	-30.8%	-35.4%	-4.6%	-70.4%	-31.8%	234.8%	266.6%	50.9%
002737.SZ	葵花药业	125	-14.0%	-20.4%	-63.4%	-43.0%	-37.2%	-0.4%	-52.8%	52.4%	12.8%
600750.SH	江中药业	133	-8.7%	-7.1%	-8.6%	-1.6%	10.0%	7.1%	2.1%	-5.0%	13.6%
600285.SH	羚锐制药	133	15.3%	9.3%	5.8%	-3.5%	32.0%	28.9%	7.8%	21.1%	22.3%
600572.SH	康恩贝	106	-14.4%	-0.6%	3.2%	3.8%	-24.0%	-28.4%	27.2%	55.6%	28.3%
600993.SH	马应龙	103	14.7%	20.4%	7.2%	-13.2%	5.4%	21.8%	6.3%	-5.6%	13.7%
600771.SH	广誉远	83	-11.1%	2.9%	-15.5%	-18.5%	49.6%	-26.2%	-71.0%	44.8%	52.9%
300181.SZ	佐力药业	90	35.7%	46.5%	36.0%	-10.5%	46.1%	53.3%	40.6%	-12.7%	36.7%
600976.SH	健民集团	66	-4.3%	-9.5%	-8.8%	0.6%	0.0%	-8.5%	-49.5%	41.0%	34.3%
002275.SZ	桂林三金	79	-32.6%	22.5%	15.7%	-6.8%	-40.9%	-4.5%	377.7%	382.2%	11.9%
603439.SH	贵州三力	50	20.9%	76.9%	55.5%	-21.4%	2.0%	32.6%	35.2%	2.6%	44.8%
603896.SH	寿仙谷	40	7.2%	-20.4%	-30.2%	-9.8%	23.2%	-14.1%	-63.8%	49.7%	25.9%
605199.SH	葫芦娃	41	-18.4%	7.7%	-4.6%	-12.3%	-28.4%	139.0%	-68.2%	207.2%	56.5%

来源：WIND，中泰证券研究所

- **中药材涨价导致毛利率阶段性承压，2025 年起成本端压力有望得到缓解。**2024 前 3Q 中药板块毛利率中位数为 53.4%，较 2023 年回落 2.9pp，也是处于近几年的低位水平。我们推测毛利率的阶段性承压与上游中药材价格上涨相关，2024 年初以来中药材涨价幅度已经趋缓，尤其自年中以来，中药材价格基本处于持平震荡状态。我们预计，随着前期囤积的高价药材消化完毕，自 2025 年起，中药板块成本端的压力有望逐渐缓解，迎来毛利率的向上修复。

图表 5：2019-2024Q3 中药板块上市公司毛利率及净利率情况（板块中位数）


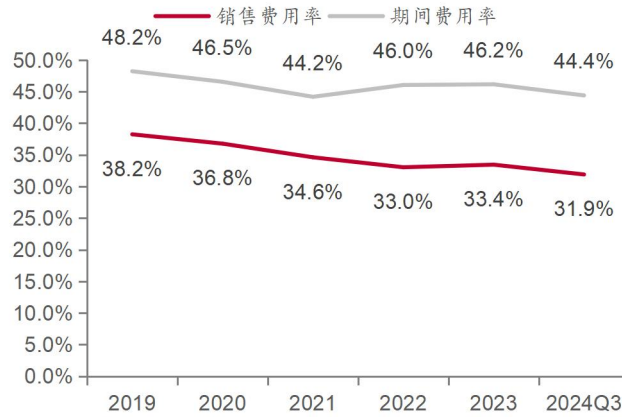
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：中国成都中药材价格指数图


来源：WIND，中泰证券研究所

- **提质增效颇有成效，销售费用率持续优化。**2024 前三季度中药板块期间费用率中位数为 44.4%，较 23 年下降 1.8pp；销售费用率中位数为 31.9%，较 23 年下降 1.5pp。在当前行业监管趋严的背景下，不少中药企业在营销推广上探索新模式，实现了销售费用率的显著优化。

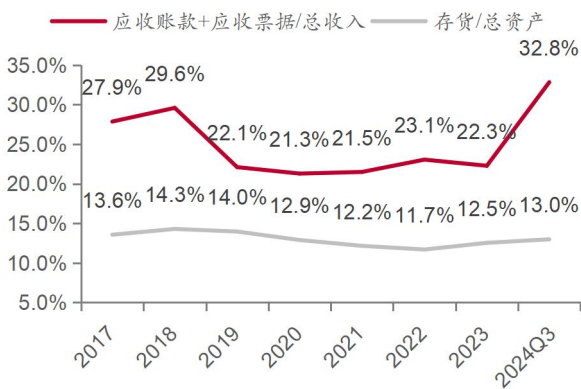
图表 7：2019-2024Q3 中药板块上市公司费用率情况（板块中位数）



来源：WIND，中泰证券研究所

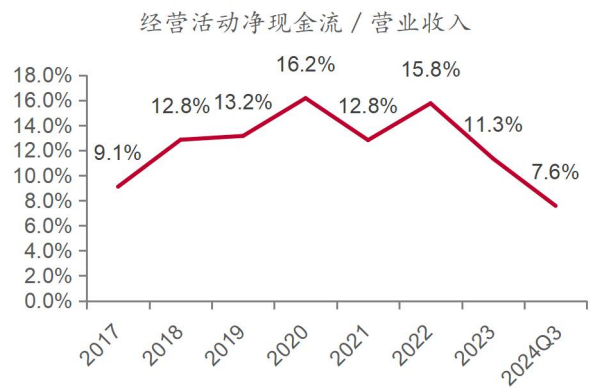
- **应收账款及合同负债环比小幅改善。**我们以应收账款、存货的周转效率，以及经营性净现金流等作为衡量企业内在经营质量的指标，应收账款+应收票据/总收入、存货/总资产、经营性净现金流/营业收入均在 2019 年起显著改善，截止 2024Q3 中药板块应收账款+应收票据/总收入、存货/总资产分别为 32.8%、13.0%，应收账款占总营收比重有所提升，但较 24H1 占比略有回落，说明三季度回款小幅改善。合同负债+收入增速自 24H1 转负，24Q3 降幅收窄，与终端需求回暖或有关系。

图表 8：2017-2024Q3 中药板块上市公司周转效率情况



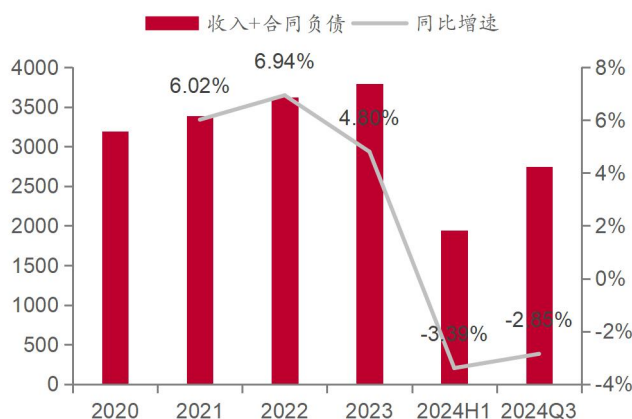
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 9：2017-2024Q3 中药板块上市公司现金流情况



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10: 2020-2024Q3 中药板块上市公司收入+合同负债情况 (亿元; %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

终端需求小幅回暖, 静待行业拐点

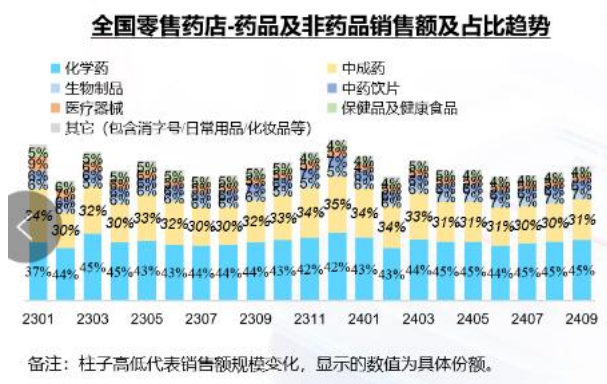
- **2024 前三季度零售市场规模平稳, Q3 需求小幅回暖。**中康数据显示, 2024 年 1-9 月中国实体药店零售规模(药品+非药)为 3848 亿元, 同比下降 2.2%, 我们预计是政策监管、消费降级、以及用药需求变化等多重因素所致。分月度来看, 7-9 月全国零售药店市场回温, 规模连续三个月环比增长, 其中 9 月份同比小幅提升 0.9%。

图表 11: 全国零售药店全品类销售额月度趋势 (%)



来源: 中康数据, 中泰证券研究所

- **中成药需求仍偏弱, 静待行业拐点。**截至 2024 年 9 月, 零售药店药品市场规模占比 82.7%, 规模同比增长 0.6%; 其中中成药规模同比回落, 主要受阿胶、蓝岑等产品需求减少影响。

图表 12: 全国零售药店药品及非药品销售额及占比趋势


来源：中康数据，中泰证券研究所

图表 13: 全国零售药店药品及非药品销售额增长率 (%)

中西药属性	份额% YTD2409	增长率% YTD2409 同比	增长率% 2409月度 同比
药品	82.7%	0.6%	3.4%
化学药	44.5%	1.0%	4.5%
中成药	31.6%	-2.5%	-2.5%
生物制品	6.7%	14.7%	29.0%
非药品	17.3%	-13.9%	-9.7%
中药饮片	6.1%	-0.8%	-7.2%
医疗器械	4.7%	-23.1%	-7.7%
保健品及健康食品	4.3%	-20.0%	-18.8%
其他	2.2%	-10.7%	-1.2%

来源：中康数据，中泰证券研究所

风险提示

- 原材料价格波动的风险
- 医药政策变化的风险
- 研报信息更新不及时的风险
- 第三方数据失真风险

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。