

蓄势两季再冲锋 ——中药行业2025年策略报告

行业评级：看好

2024年11月26日

1、核心观点

□ 我们预计2024Q4-2025Q1中药板块整体业绩承压，但基金持仓偏轻，2025Q2开始有望实现业绩和股价的好转

2、2024年复盘

□ 2024年前三季度业绩整体承压，基金持仓回落至防疫政策优化前水平，板块估值略高于近三年平均

3、核心指标跟踪

- 中药材价格指数回落，毛利率压力有望缓解
- 流感数据同比好转，感冒清热类药品短期面临高基数压力
- 终端动销有所承压，明年或将云开月明

4、政策压力有望逐步缓解

- 中药集采：降价幅度相对温和，市场竞争良性的品种受益明显
- 新批次全国中成药联盟集采整体符合预期，湖北、广东联盟集采品种续标在即，安徽省中成药集采节奏趋于温和
- “四同药品”政策促进药品院内价格统一
- 药店比价小程序推进形成合理的药品差价比价关系

5、投资建议

- 毛利率有望改善的顺周期老字号：**东阿阿胶、同仁堂、片仔癀**
- 困境反转带动估值修复：**天士力、济川药业**
- 低波红利稳健资产：**羚锐制药、云南白药、华润三九**

6、风险提示：政策落地不及预期、中药材价格风险

目录

CONTENTS

01

核心观点

02

2024年复盘

03

核心指标跟踪

04

政策压力有望逐步缓解

05

投资建议

06

风险提示

01

核心观点

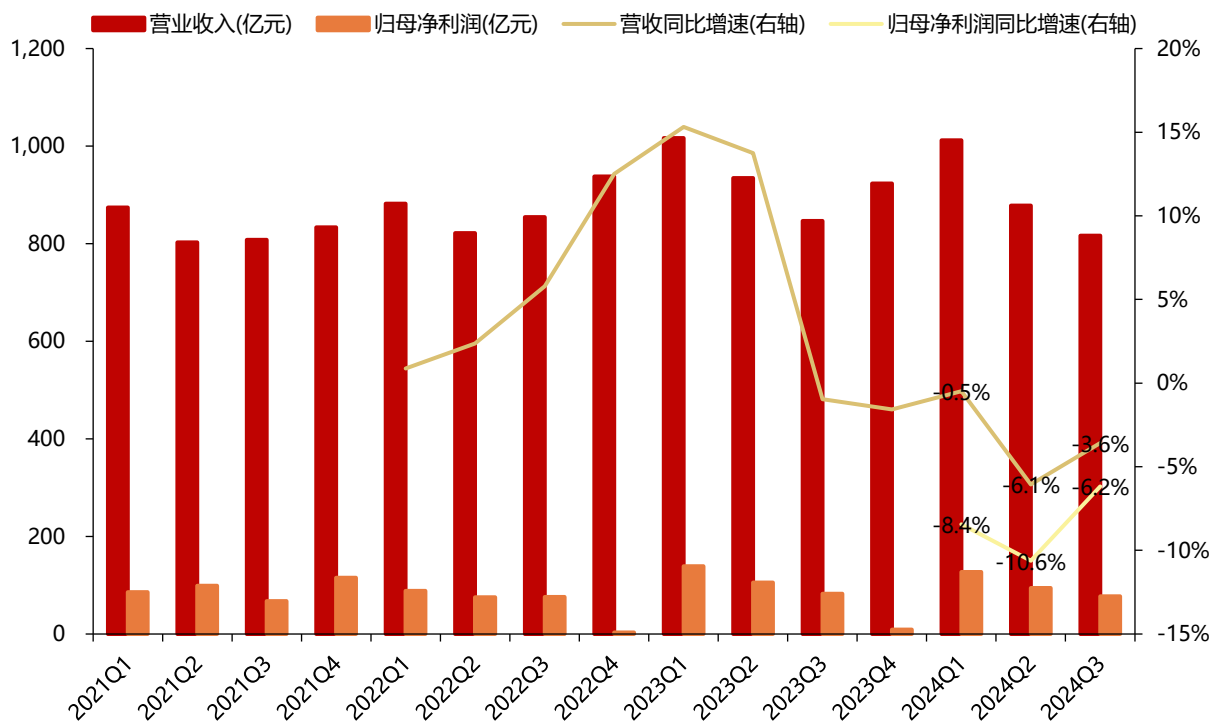
- 我们预计24Q4-25Q1中药板块整体业绩承压，但基金持仓偏轻，25Q2开始有望实现业绩和股价的好转。
- 24Q4-25Q1先蓄势，院外避风，品牌为王：
 - 推荐业绩连续两个季度稳健的院外强品牌公司：**东阿阿胶、羚锐制药、云南白药**
 - 行业趋势：24Q4-25Q1行业收入与净利润短期承压，药店行业受医保飞检变严影响客流量偏弱，同时流感人数高基数对四类药增速造成影响；
 - 防御逻辑：未来5个月为季报公告空窗期，估值的稳定性更为重要，因此院外销售为主受集采影响小，且品牌力强受药店比价影响小的公司的防御性更强。
- 25Q2再冲锋，推荐攻防兼备：
 - 进攻方向1-毛利率有望改善的顺周期老字号：**东阿阿胶、同仁堂、片仔癀**
 - 进攻方向2-困境反转带动估值修复：**天士力、济川药业**
 - 防御方向-低波红利稳健资产：**羚锐制药、云南白药、华润三九**
 - 行业趋势：药店基数下降带来收入增速拐点，2024年7月起中药材价格普遍下降带来企业毛利率修复。主动基金持仓偏轻，收入利润拐点有望带来股价拐点。

02

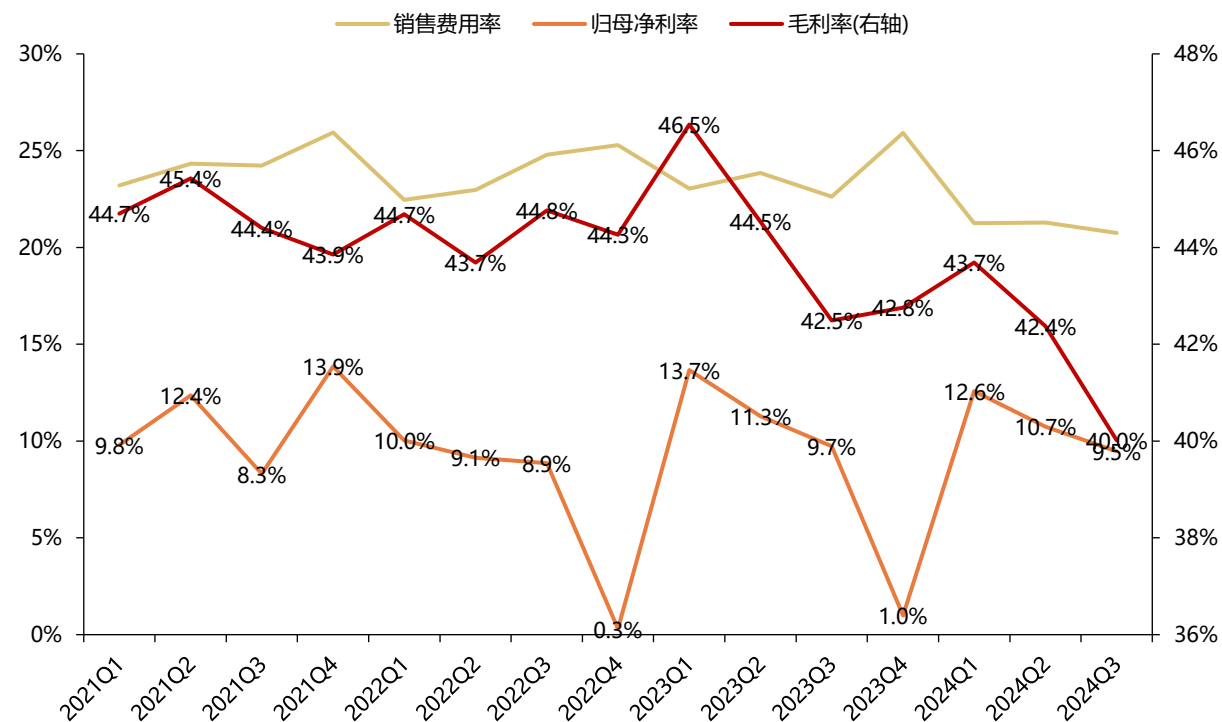
2024年复盘

- 2024年前三季度中药板块业绩整体承压，Q1/Q2/Q3营收增速分别为-0.5%/-6.1%/-3.6%，归母净利润增速分别为-8.4%/-10.6%/-6.2%。我们认为主要受上游中药材涨价、高端消费不景气、药店客流量下滑、中药集采动态联动、医药商业回款压力大等影响所致。毛利率承压尤为明显，2024Q1/Q2/Q3分别为43.7%/42.4%/40.0%，分别同比-2.9/-2.2/-2.5pct；但由于销售费用率持续优化，归母净利率下降幅度有限，2024Q1/Q2/Q3归母净利率分别为12.6%/10.7%/9.5%，分别同比-1.1/-0.5/-0.3pct。
- 我们认为零售端增长乏力、竞争愈发激烈，和医院端集采提质扩面、医药商业回款困难等的影响或在未来一段时间持续存在，中药公司将普遍面临毛利润增长压力；但压力亦可转化为动力，持续提质增效或能实现业绩的持续上涨。

截至2024Q3申万中药行业营业收入、归母净利润及其同比增速

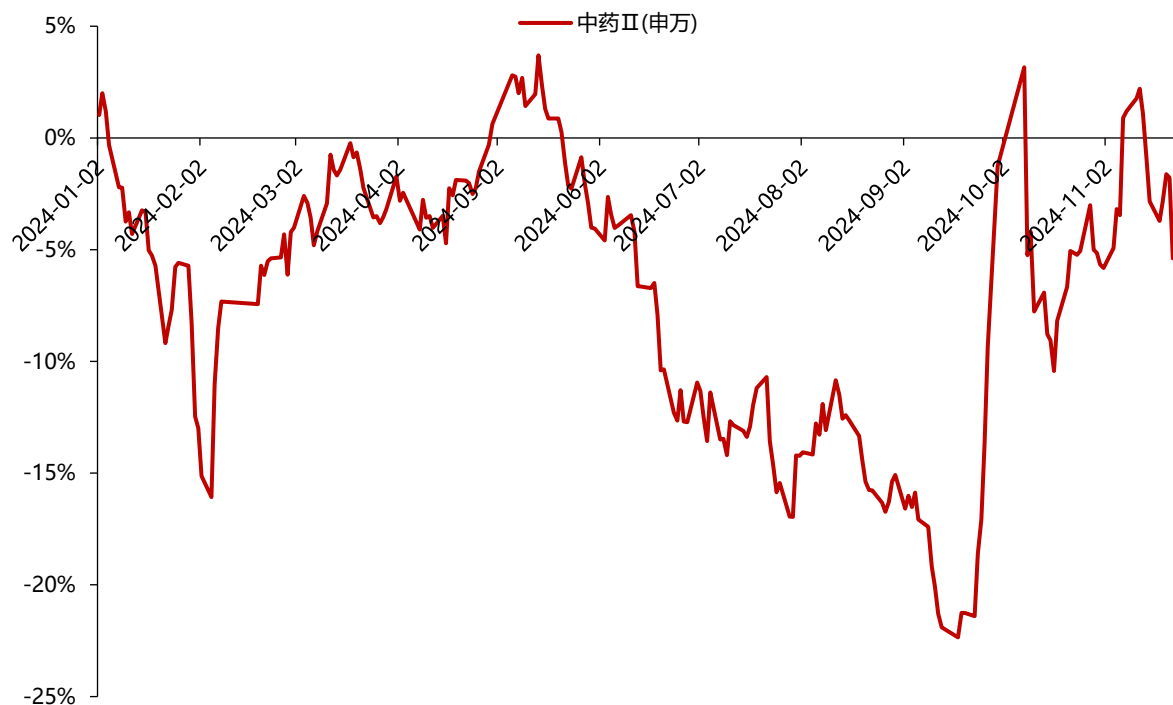


截至2024Q3申万中药行业毛利率、销售费用率、归母净利率

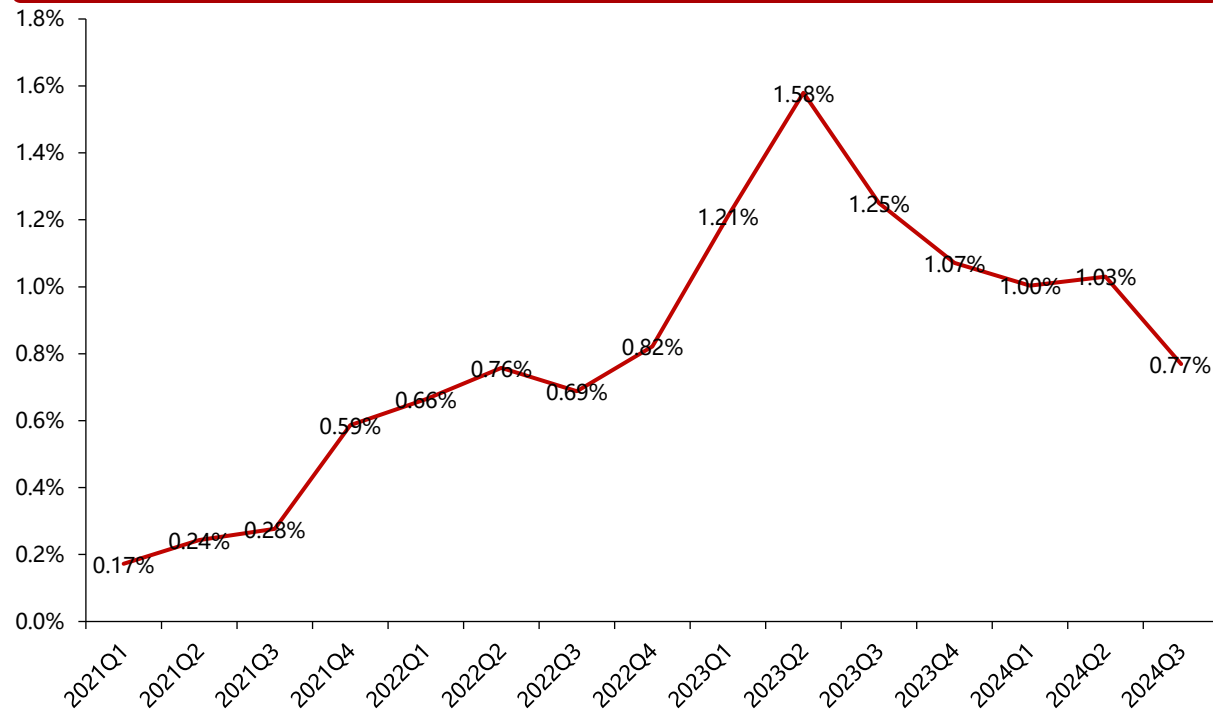


- 行情表现方面**，中药板块在春节前随大盘普调有所回落，春节后开启上涨行情，叠加一季报在去年高基数下仍有较好表现，指数在5月中旬到达阶段性高点。5月中下旬国家医保局发布集采提质扩面的文件；6月中下旬比价政策蔓延；8月份中报大多数承压明显；9月10号安徽省发布集采文件征求意见稿，涉及非医保品种和OTC，且独家品种按适应症分组；中药板块一路回调。9月中下旬以来，随着市场回归理性，叠加政策刺激下风险偏好上升、第三次全国集采目录相对温和，中药板块一度收复5月中旬以来的全部失地，国庆后则跟随大盘冲高回落，随后进入震荡行情。
- 基金持仓方面**，2023年下半年以来，基金持仓中药比例逐季下滑，截至2024Q3已回落至0.77%，与2022Q2，即防疫政策优化之前的水平相当。

2024年申万中药指数行情表现



截至2024Q3申万中药行业基金持仓比例



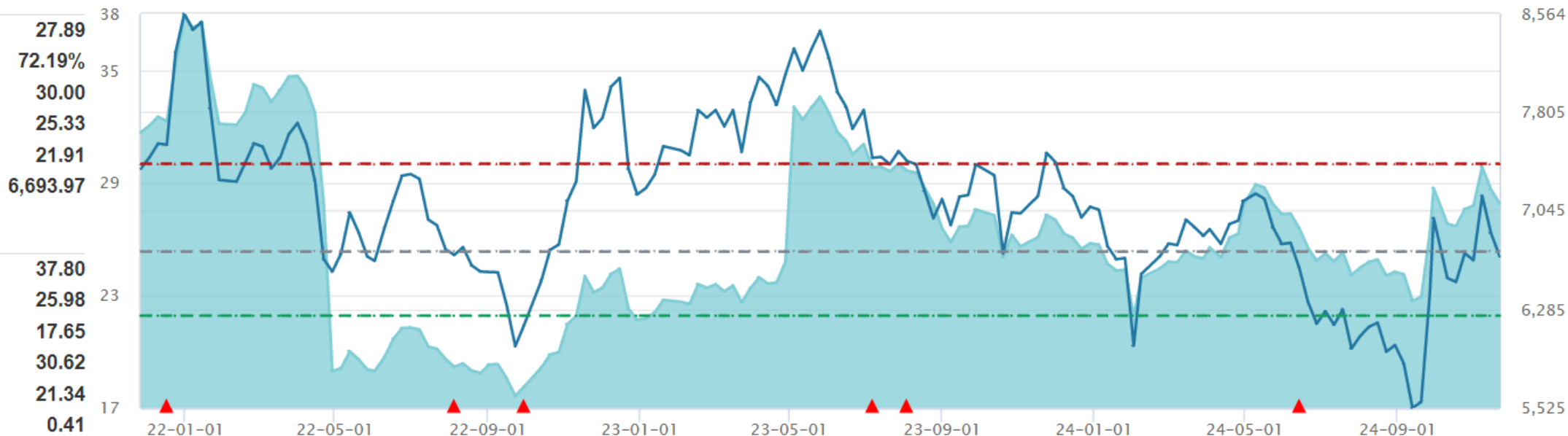
□ 板块估值方面，中药行业市盈率整体随板块行情同步涨跌，截至2024年11月25日，市盈率TTM为27.89x，高于近三年平均水平25.98x。

近三年申万中药行业市盈率TTM

市盈率TTM

市盈率TTM 分位点 标准差

当前值	27.89
分位点	72.19%
危险值	30.00
中位数	25.33
机会值	21.91
指数点位	6,693.97
最大值	37.80
平均值	25.98
最小值	17.65
标准差(+1)	30.62
标准差(-1)	21.34
z分数	0.41



● 市盈率TTM — 指数点位 ▲ 调仓标志 ● 分位点 - - 危险值 - - 中位数 - - 机会值 - - 标准差(+1) - - 平均值 - - 标准差(-1)

03

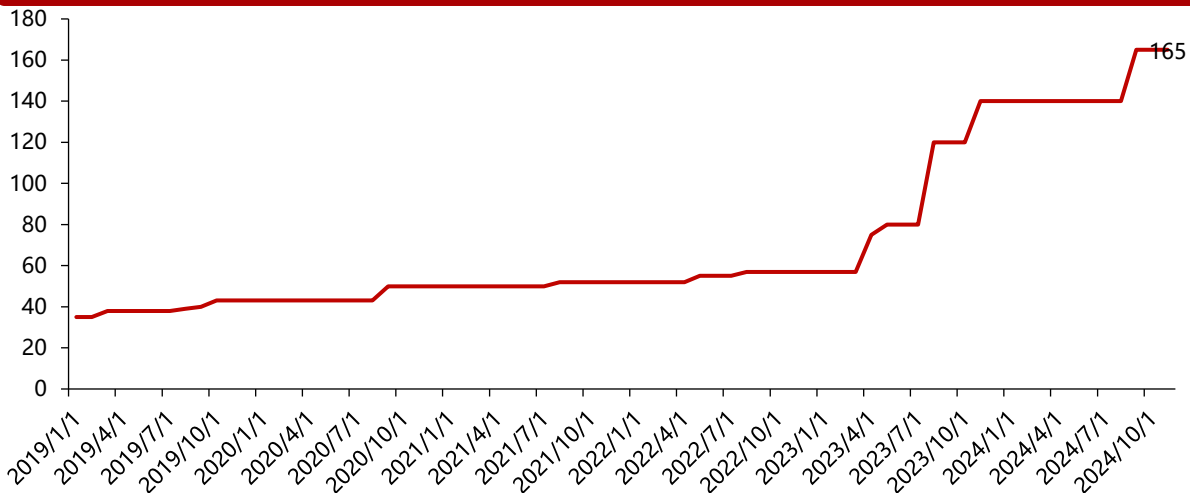
核心指标跟踪

- 2024年7月中旬以来，中药材价格指数持续回落，当前水平与2023年4月下旬价格相当。
- 常用中药材连翘、党参、当归的价格也呈下降态势，麦冬、牡丹皮价格则相对稳定。
- 我们预计2025年中药企业的毛利率压力有望随中药材价格回落而缓解。
- 值得注意的是，天然牛黄价格仍居高不下，8月份甚至从140万元/公斤上涨到165万元/公斤，我们预计随着进口牛黄试点工作的不断推进，国内高价天然牛黄的涨价趋势有望得到抑制。

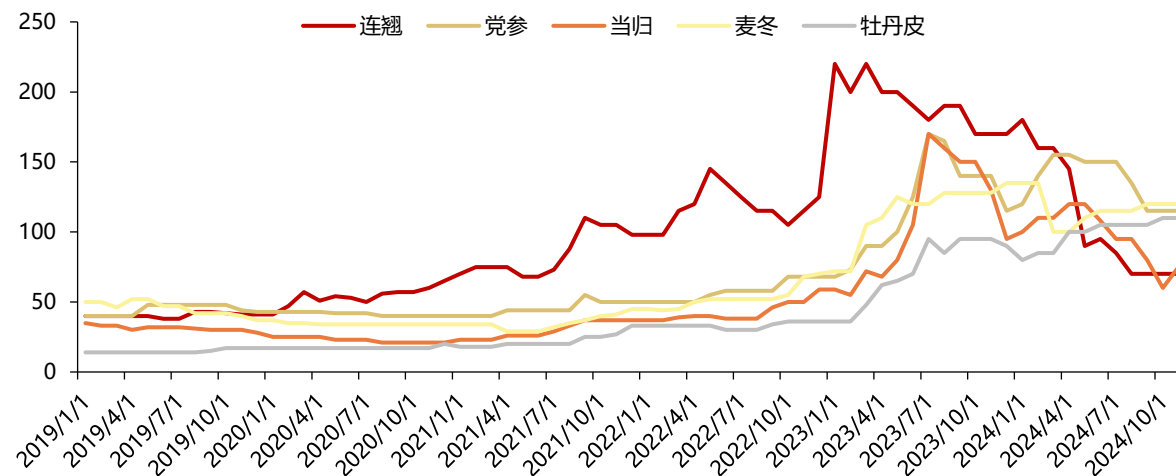
中药材价格指数：综合200走势



天然牛黄价格走势 (万元/千克, 安国市场)



常用中药材连翘、党参、当归、麦冬、牡丹皮价格走势 (元/千克, 安国市场)



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/698113073113007002>