



# 中药股投资逻辑：个性化与产业化的悖论



来源：苏宁金融研究院

作者：陶金 苏宁金融研究院宏观经济研究中心副主任

近期，片仔癀股价异动，使得中药板块的股票再次得到关注。

中医药作为中国传统产业，自古是中国人健康卫生的倚赖。现代化以来，面对西医药的冲击，中药并未没落。产业持续发展，也培育了不少领先企业，中药大板块的上市公司已超过 130 家。近年来，中药受政策推动，发展速度很快，相关上市公司不断发展壮大，部分公司也成为市场关注的明星股，例如片仔癀、云南白药、马应龙等，也有像康美药业这样的公司，出现重大风险事件，被市场所唾弃。

对于这样的行业，其长期市场前景如何？如何寻找行业内牛股？这些都是投资者所关心的。我们从产业技术特征、市场结构、竞争格局、典型企业竞争力分析这几个视角，来简要讨论这一行业的投资前景和投资逻辑。

## 一、中医药产业技术特征

这一部分，我们简要分析中药产业的底层运行逻辑和技术特征。这些因素很大程度上决定了该产业的市场空间、市场结构和竞争程度，从根本上决定了板块长期的投资逻辑。

### 1、市场空间

中药，是指以中国传统医药理论指导采集、炮制、制剂，说明作用机

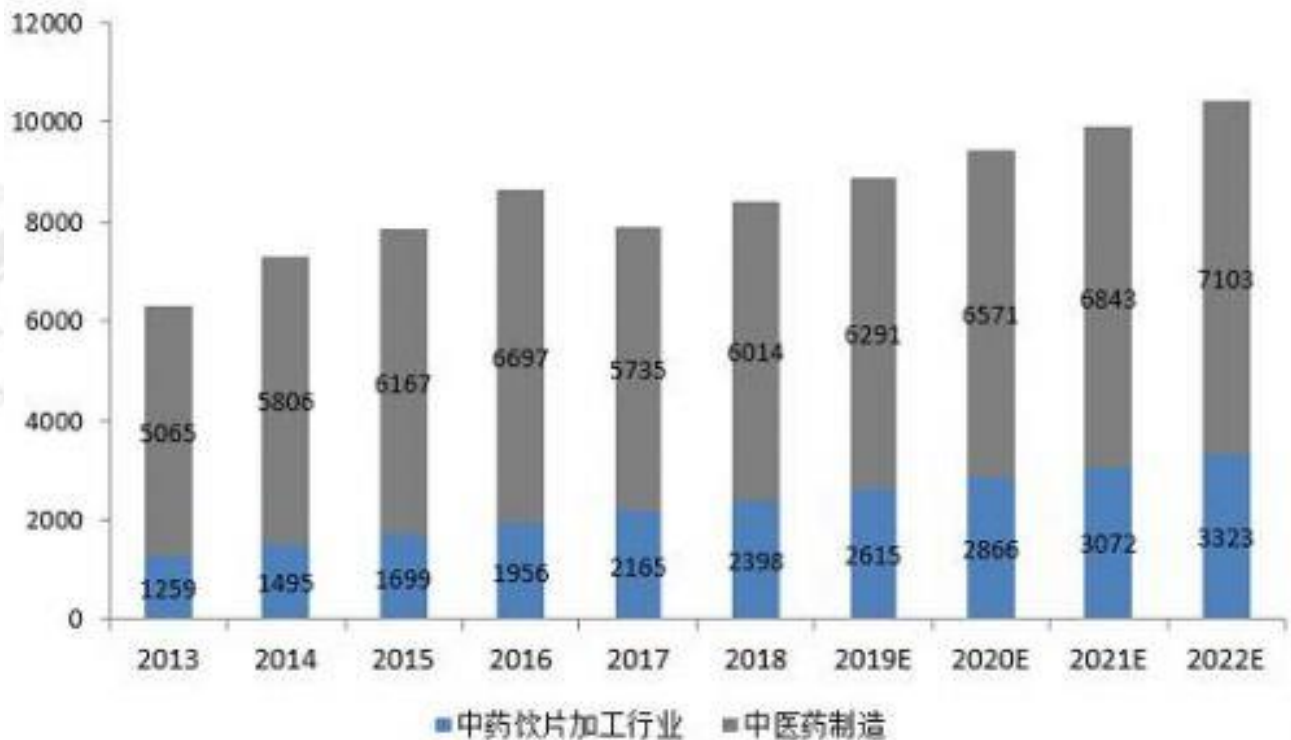
理，指导临床应用的药物。中药根据加工工艺的复杂程度，可分为中药材、中药饮片（包括中药配方颗粒）和中成药，这也是中药产业的三大支柱细分产业。需要注意的是，这三个并非完全的上下游关系，各自领域都有自己的终端市场。

随着人口老龄化和消费升级，居民健康意识和购买力持续提升，具有“治未病”独特优势的中医药产业迎来了良好的发展机遇，叠加近年来政府背书下的自上而下的中医药推广，中医药未来的市场空间逐步扩大。

但也需要关注居民健康意识增强后，对中医药“不科学”的印象会加深。例如 2015 年的“问题银杏叶”、偶发的中药剂量控制不合理致死等事件，均造成了公众对中药的不信任。2017 年，中药产业的市场规模就经历了一次明显负增长。不过，随着中药行业监管、市场运行更加规范，经历阵痛后的产业增长依然具有前景。据弗罗斯特沙利文的预测，到 2022 年，中国中药市场规模有望超过 1 万亿元。



## 中药产业市场规模前景同时存在不确定性和想象空间



资料来源：弗罗斯特沙利文，苏宁金融研究院

## 2、技术特征

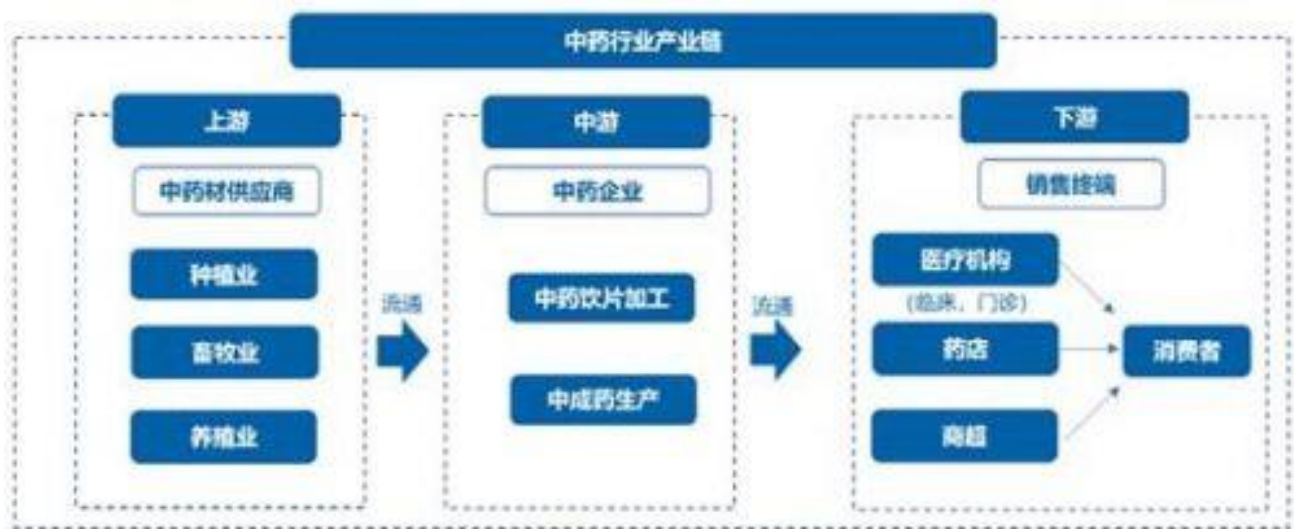
一个行业是否具有规模经济，是一个关键的观察变量。若没有规模经济，典型企业就无法通过扩张规模来减少单位成本，形成竞争优势，进而获得更多市场份额、形成垄断地位。中药产业在很多环节上都不具备明显的规模经济。尽管有大企业通过生产线有限地降低成本，但中国 80% 的中药材采集以野生中药材为主，叠加上游农户种植不规范，中药产地的生态环境不稳定，成本的关键因素还是在于上游中药材，而非生产过程中的工艺。

因此，从整个市场看，除了国家背书的个别特许权以外，大部分领域

的企业数量众多，竞争较为激烈。目前中成药与中药饮片规模以上企业分别超过 1600 家、1000 家，中小型中药企业不计其数。

### 3、需求结构与上下游市场力量

不同产业的需求结构和特征不同，很大程度上决定了赛道不同。在此，有必要介绍基本的中药垂直分工情况。



资料来源：头豹研究，苏宁金融研究院整理

粗略看，中药产业上中下游分别为中药材供应、中药饮片（及配方颗粒）和中成药生产、医疗机构等终端。

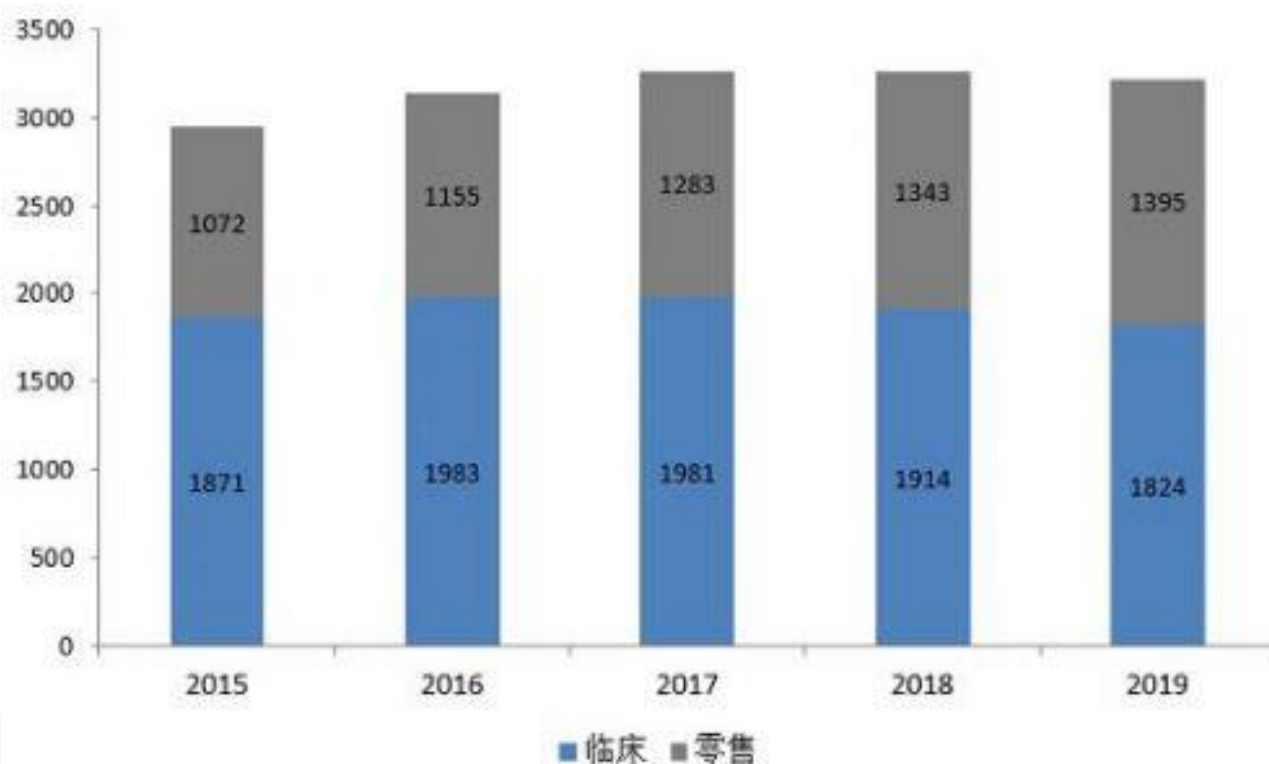
中药产品功效依赖中药材的品质，中药材供应的稳定性和质量高低直接影响中药产品的生产和消费终端的满意度，因此中药产业链中游对上游的议价能力较低。加之人工培育的可进行替代的中药材品种稀少，中药材仍高度依赖自然资源。

从终端市场看，需求结构比较清楚，即以医疗机构和药店为主。不过，

近年来电商发展背景下中间环节在逐渐减少，药企直接对接消费者的比例在提高。同时，近年来中药的保健品特征加强，使得更多药品更加直接对接消费者，品牌效应的重要性也开始增强。

但总体看，来自 B 端的需求依然占主导，加之中成药返费高，以药养医模式依然存在，这更加深度绑定了临床需求和中药的供给。医疗机构数量较少、国家集采、上游同质化等因素都加大了对中游的压力。由此看，下游对中游的市场优势很强，但随着 C 端市场的崛起在缓慢减弱。

### 中成药市场规模（亿元）



资料来源：YY 评级，苏宁金融研究院整理

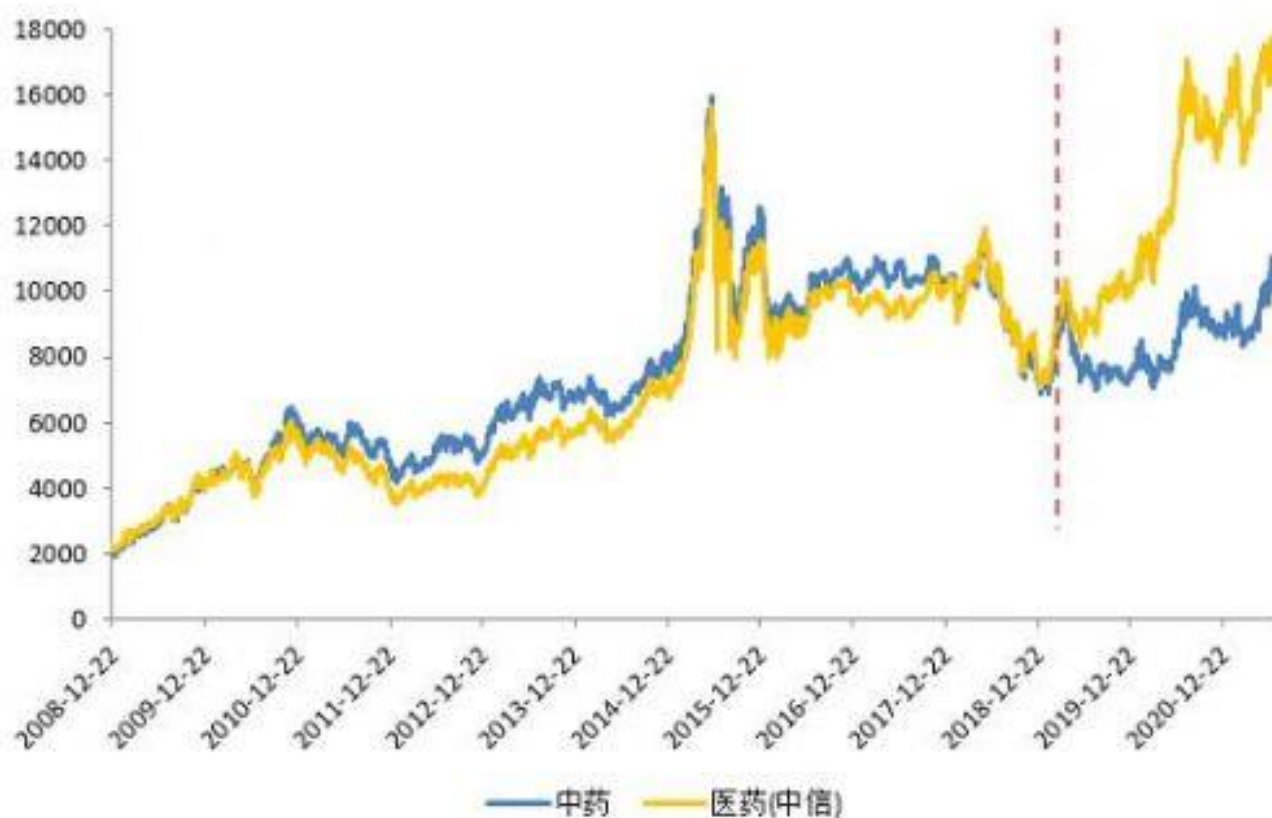
随着 C 端市场的崛起和中医药保健概念发展，中药与其他医药板块的



赛道逻辑似乎出现了明显的背离。中药的需求结构，越来越倾向于可选消费，而非科技和研发。这一定程度上能够解释为什么很多中药企业的销售和品宣费用远高于其研发费用。

这样的背离，在科技股、成长股、新兴产业板块大行其道的资本市场上，并非利好。尤其是 2019 年上半年后，以科创板的酝酿和成立为标志性事件，股票市场的风格取向出现了明显的变化，而中药股指数表现也就是从彼时开始与医药股整体指数拉开差距。

中药与医药指数表现在 2019 年上半年出现分化



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

#### 4、政府规制和产业政策

21 世纪至今，中国政府通过采取一系列政策，从宏观层面确定中药产业发展方向，并在中药创新研发、生产和推广等层面给予支持和引导，促进中药行业健康发展，中药产业发展迎来快速发展期。

2021 年 5 月，总书记提出进一步发展中医药。7 月，5 部门共同制定的《中医药文化传播行动实施方案（2021-2025 年）》出台，实施中医药文化传播行动，把中医药文化贯穿国民教育始终，中小学进一步丰富中医药文化教育，使中医药成为群众促进健康的文化自觉。

从大方向看，中药的产业政策是行业长期利好，能够支撑行业持续向好。

但在细分领域的具体医药政策上，并非全部对中药企业有利。医保目录调整、带量采购、限制辅助用药甚至环保等政策都可能对行业总体产生短期风险。尤其是近年来的医保目录调整中，中成药的新增品类并不比西药多。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31950](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31950)

