



证券研究报告

物美价廉有催化 ——中药行业2026年半年度策略报告

行业评级：强大于市

长城证券产业金融研究院

分析师：吴天昊
执业证书编号：S1070526040003

分析师：丁健行
执业证书编号：S1070526040001

时间：2026年4月20日



CONTENTS

目录

01

核心观点

02

物美

03

价廉

04

有催化

05

风险提示



长城证券
GREAT WALL SECURITIES

01

核心观点

物美价廉有催化

核心观点：物美价廉有催化

- **物美：**中药行业在医药板块中具备类似银行行业的属性，现金充裕分红高，利润增长波动少，海外局势影响小。优秀企业在清理渠道库存过后收入增长预计提速，叠加中药材降价带来的毛利率修复，有望再创佳绩。
- **价廉：**截至2025年底，申万中药行业机构持仓比例仅为0.24%，动态市盈率亦居2021年以来低位。
- **有催化：**（1）新版基药目录“将适时发布”，有望为产品放量锦上添花；（2）2026年7月起实施的中药注册新规，有望提高行业集中度，品牌龙头受益明显。

相关标的：

- **药中银行（稳增长高股息）：**东阿阿胶、羚锐制药、云南白药；
- **困境反转（双周期向上带来弹性）：**华润三九、马应龙、以岭药业；
- **长期价值（下半年值得关注）：**片仔癀。

风险提示：集采等医保政策调整超预期、中药材价格风险、研发创新风险



长城证券
GREAT WALL SECURITIES

02

物美

渠道库存与毛利率双周期迎来拐点

物美：渠道库存与毛利率双周期迎来拐点

- ❑ 中药企业2018-2021年处于去库存周期，应收账款周转天数下降、渠道库存降低。
- ❑ 2022Q2开始各地陆续放开“四类药品”管控，渠道备货意愿强烈，应收账款周转天数陡增；2022年12月防疫政策优化导致的需求暴涨，订单涌入、库存消化，2023年应收账款周转天数有所好转。
- ❑ 2023Q1-2024Q1流感发病率维持高位，且明显区别于过去几年的同期表现，厂家发货、渠道备货和家庭库存水平均较高，2024年应收账款周转天数超越2022年高位。
- ❑ 2024Q2以来，受前期渠道库存/家庭库存较高（消化此前需求激增带来的影响）、下游经销商周转压力较大、感冒呼吸发病率较低、药店经营压力上升等原因，整体周转效率有所下降，板块应收账款周转天数未见明显下降。2026年起因基数已低，同比压力减轻。
- ❑ 截至2025三季度末，应收账款及应收票据周转天数在60天以下，且2020年以来持续向好的公司有：

股票代码	公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3	趋势图
300519.SZ	新光药业	38.94	32.84	24.32	24.28	19.61	20.35	22.50	14.65	16.31	
000423.SZ	东阿阿胶	36.86	84.95	223.27	91.44	37.17	39.05	37.78	23.51	25.12	
002107.SZ	沃华医药	65.04	64.76	46.13	40.56	43.42	39.90	41.06	35.18	28.69	
600085.SH	同仁堂	56.41	58.62	54.25	43.69	35.59	38.20	30.84	27.76	32.97	
000590.SZ	古汉医药	117.95	195.98	103.22	148.96	141.26	96.57	64.54	66.16	38.88	
600351.SH	亚宝药业	90.77	105.24	90.04	76.65	59.97	56.80	48.28	42.16	41.41	
600535.SH	天士力	191.85	213.54	187.97	138.39	71.68	45.79	32.78	31.10	42.06	
600285.SH	羚锐制药	87.96	99.25	98.49	97.31	69.65	50.88	49.95	48.51	52.21	
801155.SI	SW中药II	56.71	69.42	73.15	73.40	66.18	71.97	74.30	77.88	82.43	

资料来源：wind，各公司财报，长城证券产业金融研究院

物美：渠道库存与毛利率双周期迎来拐点

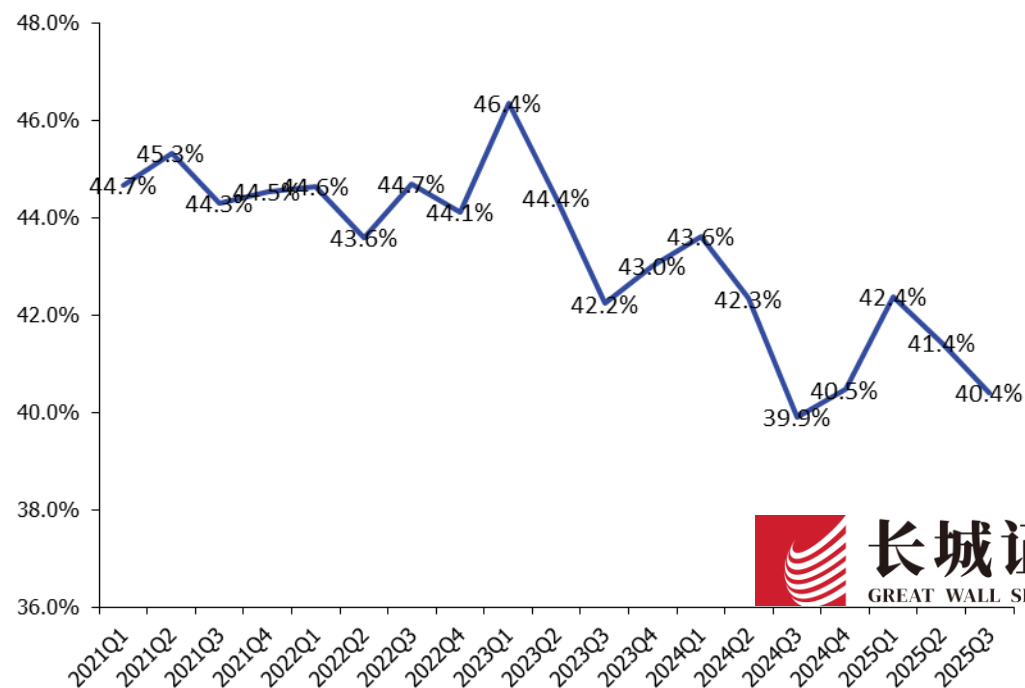
- 2024年7月中旬以来，中药材价格指数持续回落，当前水平与2021年价格相当。
- 2026年中药企业的毛利率压力有望随中药材价格回落而缓解。

中药材价格指数：综合200走势



资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

2021Q1-2025Q3申万中药行业各季度毛利率





长城证券
GREAT WALL SECURITIES

03

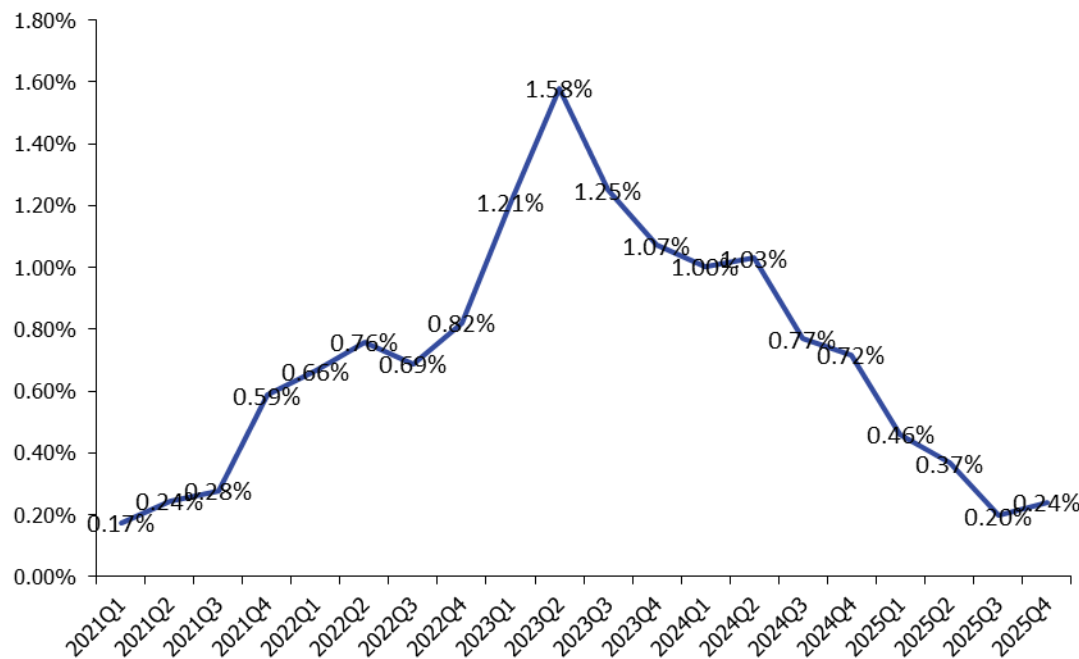
价廉

机构仓位低

价廉：机构仓位低

- **机构持仓方面**，2023年下半年以来，基金持仓中药比例逐季下滑，截至2025年底已回落至0.24%，居2021年以来低位，主要受2025年业绩压力和配置资金受创新药和“AI+医疗”虹吸明显所致。
- **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2026年4月16日，市盈率（TTM，剔除负值）为22.17，居2021年以来低位。

截至2025年底申万中药行业基金持仓比例





长城证券
GREAT WALL SECURITIES

04

有催化

新版基药目录和中药注册新规利好

有催化：新版基药目录和中药注册新规利好龙头

- 2025年9月4日，国家卫健委对十四届全国人大三次会议第8016号建议的答复中指出将适时发布《国家基本药物目录管理办法（修订稿）》， “修订稿在原有基础上，完善了国家动态遴选调整机制，优化了国家基本药物调入、调出的评价标准等，为科学调整目录奠定了较好的基础。”
- 进基药目录会给产品放量带来锦上添花的效果，但核心需要企业的院线销售能力支撑，并不是都会立刻放量。2018年新进基药目录度假产品案例参考：（1）生物谷：灯盏生脉胶囊2017-2019年2年销售额复合增速为-5.3%；（2）康缘药业：金振口服液销售量2018年同比增长72%，2019年同比增长32%，增长明显；（3）佐力药业：乌灵系列销售额2019年同比增长37%，2021年相比2018年翻倍以上增长。

有催化：新版基药目录和中药注册新规利好龙头

2018年新进基药目录独家产品及销售情况

产品名称	生产单位	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	单位
金振口服液	康缘药业		0.60	0.76	1.31	1.72	1.13	1.50	2.63	2.03	2.14	销售量（亿支）
yoy				26.6%	71.9%	31.7%	-34.6%	33.6%	74.8%	-22.7%	5.1%	
鼻窦炎口服液	太极集团					0.86	1.00	1.28	2.14	2.61		销售额（亿元）
yoy							15.7%	28.0%	67.2%	22.0%		
通天口服液	太极集团					0.93	1.34	1.88	2.88	3.16		销售额（亿元）
yoy							45.1%	40.0%	53.0%	9.7%		
芪参益气滴丸	天士力	0.83	0.87	1.09	1.20	1.07	1.40	1.70	1.77	1.91	2.02	销售量（千万盒）
yoy			4.3%	25.6%	10.4%	-10.7%	30.9%	21.4%	3.7%	8.1%	5.5%	
乌灵系列	佐力药业	4.05	4.03	3.48	3.54	4.86	6.06	8.50	10.92	12.28	14.38	销售额（亿元）
yoy			-0.7%	-13.4%	1.7%	37.2%	24.7%	40.2%	28.4%	12.4%	17.1%	
滋肾育胎丸	白云山	0.56	1.12	1.71	1.64	3.11	3.42	4.20	4.69	4.32	4.55	销售额（亿元）
yoy			101.9%	52.7%	-4.6%	90.3%	9.8%	22.9%	11.7%	-7.8%	5.3%	
滑膜炎颗粒（片）	神威药业	0.49	0.46	0.60	0.57	0.74	1.14	1.72	2.31	2.43	2.86	销售额（亿元）
yoy			-6.2%	32.3%	-5.4%	29.4%	54.6%	51.2%	34.1%	5.2%	17.5%	
金钱胆通颗粒	威门药业					0.07	0.19	0.39	0.58			销售额（亿元）
yoy							174.2%	104.5%	50.9%			
活心丸（浓缩丸）	悦康药业						0.59	0.87	1.12	1.27	1.37	销售额（亿粒）
yoy							46.34%	28.5%	13.9%	8.0%		
灯盏生脉胶囊	生物谷	3.34	3.91	3.68	3.14	3.29	3.11	3.71	3.66	3.75	3.40	销售额（亿元）
yoy			17.0%	-6.0%	-14.5%	4.8%	-5.6%	19.4%	-1.3%	2.4%	-9.3%	

资料来源：各公司财报，长城证券产业金融研究院

有催化：新版基药目录和中药注册新规利好龙头

- 新版基药目录潜在新进中成药独家品种中放量可能性较大且对公司业绩贡献明显的有：
 - ✓ 以岭药业：院线销售能力强，连花清咳片与连花清瘟颗粒许多销售渠道共享，铺货速度未进基药也很快，我们预计进基药可能进一步加速。
 - ✓ 济川药业：院线销售能力强，小儿豉翘清热颗粒在院内销售已有较强粘性，我们预计进基药可能加速其在医院的扩张。
 - ✓ 羚锐制药：院线代理商改革提效明显，培元通脑胶囊循证医学证据充足，我们预计进基药有望进一步提升市场份额。
- 根据《中药注册管理专门规定》第七十五条：“自2026年7月1日起，凡申请再注册的中成药，若其说明书中的【禁忌】【不良反应】【注意事项】三项中任意一项仍标注‘尚不明确’，将依法不予再注册。”此举旨在终结“用药盲盒”，推动中药产业从“数量扩张”向“质量优先”转型。考虑到头部企业合规率高于中小企业，我们预计行业集中度有望加速提升。



长城证券
GREAT WALL SECURITIES

05

风险提示

风险提示：集采等医保政策调整超预期

- ❑ 2026年4月14日，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药采购联盟集中采购文件（ZCYLM-2026-1）》和《全国中成药采购联盟集中采购文件（第二批接续）（ZCYLM-2026-2）》。
- ❑ 采购品种方面，清单包括28个产品组90个产品，其中独家品种共6个，分3组归类，包括银丹心脑血管软胶囊、银盏心脉滴丸；银杏二萜内酯葡胺注射液、银杏内酯注射液；迈之灵片、马栗种子提取物片。
- ❑ 采购规则方面，综合得分和基准价格均加入了日均费用的权重，保证了本身为低价药的产品在集采中的优势。
- ❑ 伴随医保统筹支付范围的逐步扩大，具备比价条件的高毛利率/高销售额的医保品种面临降价风险，我们预计未来将有越来越多的院内产品进入全国性集采目录。

风险提示

中药材价格风险

- 近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

研发创新风险

- 药品研发具有一定的研发风险，创新度越高的产品，其研发风险也越大。药品注册一般需经过临床前研究、临床试验审批、临床试验、生产审批等阶段，研发投入大、开发周期长、对人员素质要求较高，且监管部门对药物临床试验的要求不断提高。如果未能成功研发或者新产品最终未能通过注册审批，将影响到前期投入的回收和效益的实现。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

行业指中信一级行业，市场指沪深300指数

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层

邮编：100031

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681



长城研究 · 与您共成长

长城证券产业金融研究院

