

中药行业信用风险展望

联合评级医药行业组

一、中药行业产业链运行情况

中药行业产业链主要由中药材种植、中药饮片生产和中成药生产三个环节构成。

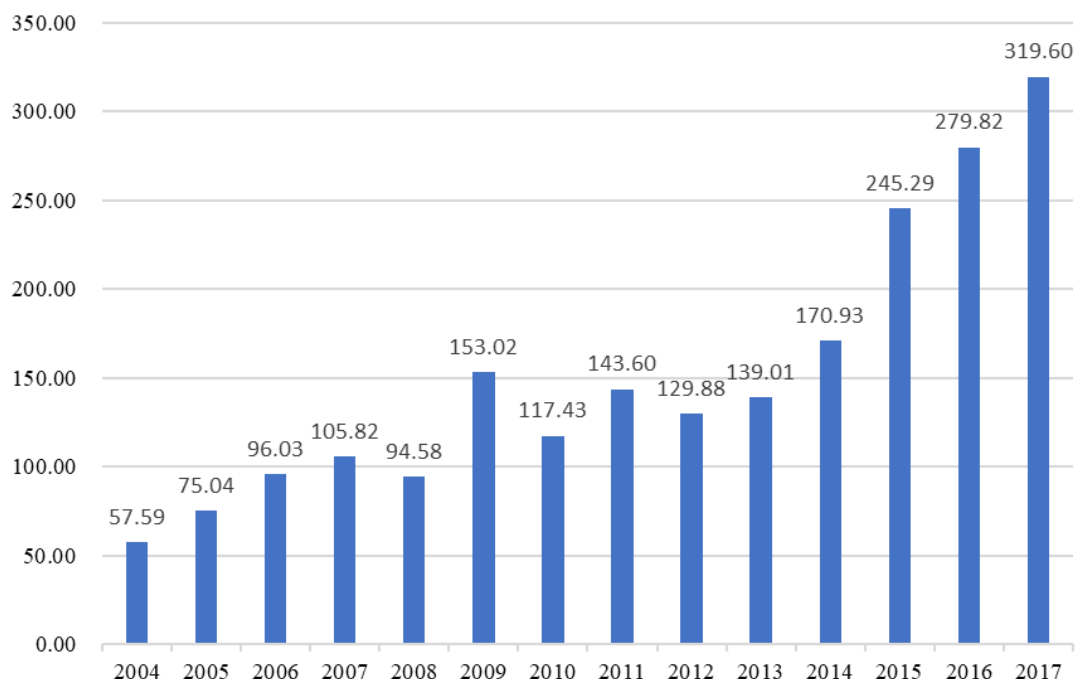
1. 中药材行业运行情况

2017年，中药材产销两旺，销售额终结跌势；中药材价格较为平稳。预计未来受种植面积扩大、供给侧改革推进、中药材产业扶贫政策实施及种植粮食作物收益下滑的影响，中药材价格将进入整荡整理时期，中药材原料生产企业经营业绩和整体信用水平出现分化。

(1) 供需情况

产量方面，2009年~2017年，我国中药材产量整体呈增长态势。2017年，我国木本药材产量约为319.60万吨，较上年的279.82万吨，增长14.22%。国家统计局数据显示，2017年全国中药材种植面积较上年增长3.5%，种植面积达到3,466.89万亩（不含林地和野生药材），家种药材供应量持续增加。同时，各地推动落实《中药材保护和发展实施方案》和《中药材产业扶贫行动计划（2017~2020年）》，中药材的种植面积进一步扩张，预计到2020年我国中药材种植面积将超过6,620万亩（含林地种植面积），种植品种供应量或将进一步增长。预计未来，受下游需求增长影响，中药材种植量将整体保持增长，但各品种产量趋势可能存在较大差异。

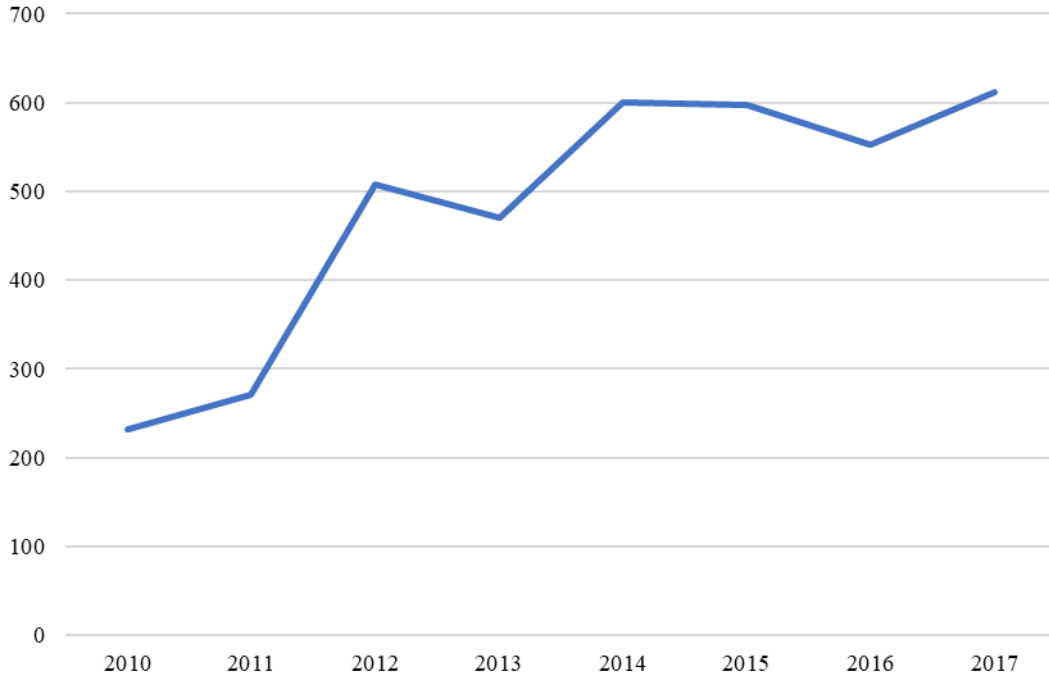
图1 2004~2017年我国木本药材产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，联合评级整理

消费方面，2010~2017年，我国中药材消费量整体呈增长态势。2017年，中药材商品市场终结了持续两年的跌势，年度销售额为611.16亿元，同比增长10.48%，回归至2014年水平。预计未来，在下游需求的带动下，中药材需求量将保持增长。

图2 2010~2017年我国药品流通行业商品销售额:中药材类(单位:亿元)

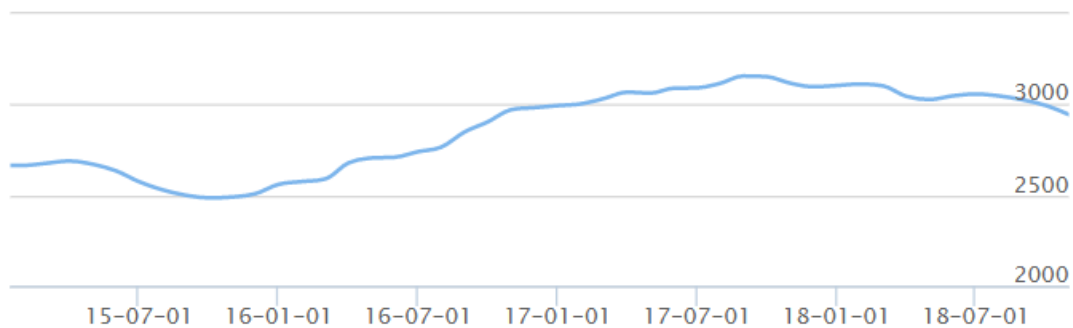


资料来源: Wind, 联合评级整理

(2) 价格水平

整体看来，2017年，名贵药材价格平稳上升，大宗药材的价格略有下滑。名贵药材价格方面，野生药材资源受限，随着需求的不断增长，价格呈现平稳上升态势。根据商务部市场秩序司发布的《中药材流通市场分析报告》显示，2017年，中药材野生99价格指数上半年突破3,000点，上行至3,200点附近，下半年小幅度回调，上涨117.4点，环比上涨3.93%。

图3 2015~2018年11月野生中药材综合价格指数变化情况(单位:点)

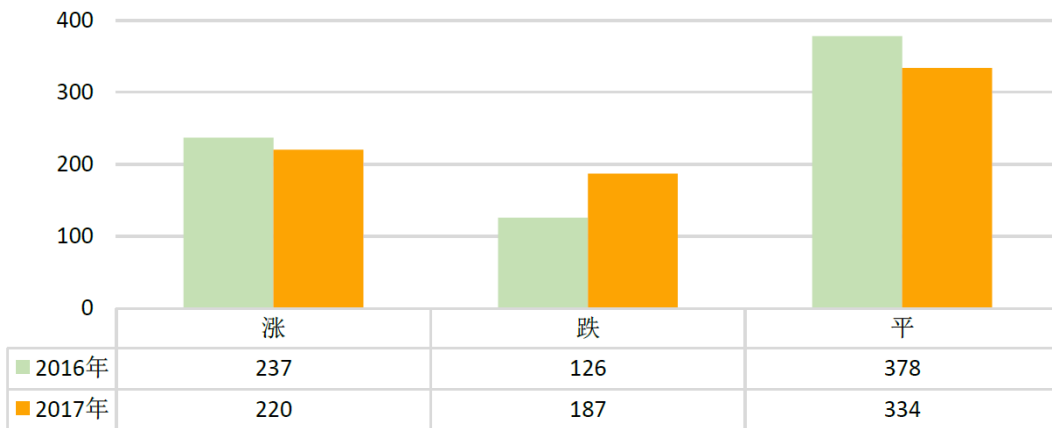


资料来源: 中药材天地网

大宗药材价格变化趋势上看，2017年中药材流通市场价格整体保持平稳，略有下滑。

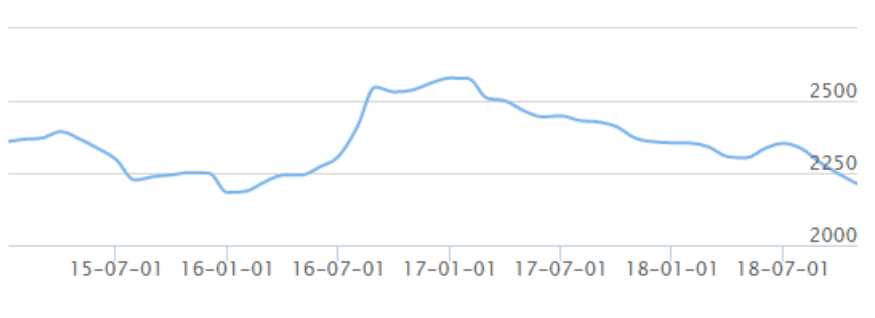
根据商务部市场秩序司发布的《中药材流通市场分析报告》：从中药材综合 200 价格指数（我来看，价格指数在年初最高达到 2700 点，随后缓慢回落，年底为 2350.80 点，虽有所下降，但仍高于 2016 年的年初点位。从价格指数综合分析，2017 年价格呈现小幅波动态势。具体来看，在我国流通市场常见的 741 个中药材品种中，220 个品种价格上涨，334 个品种价格持平，187 个品种价格下跌。与 2016 年相比，2017 年涨价品种数量减少 7%，价格持平品种数量减少 12%，涨价和持平品种数量合计下降 10%，价格下跌品种数增加 48%。220 个涨价品种价格平均涨幅为 24%（2016 年全年涨价品种平均涨幅为 39%），价格涨幅较去年收窄，市场进一步稳定。其中，价格涨幅排名前 20 的品种，平均涨价幅度为 101%，与 2016 年相比涨价幅度大幅降低，涨价品种多以小品种为主，市场、资本和气候对品种影响较大。预计未来大宗中药材价格受供需关系、人工成本、资金炒作等因素影响，价格波动仍会较大。

图 4 2016~2017 年中药材涨跌品种变化情况（单位：个）



资料来源：中药材天地网

图 5 2015~2018 年 11 月全国中药材综合价格指数变化情况（单位：点）



资料来源：中药材天地网

为了应对中药材产量和价格波动对生产带来的不利影响，同时保证中药材的质量和等级，近年来，有实力的中药生产企业纷纷通过自行种植或同当地农户合作种植的方式来占有上游主要中药材资源。

表 1 上市中药相关企业中药材种植情况

上市公司	中药材种植情况
------	---------

白云山	阜阳三万亩、大庆五万亩板蓝根、云南文山州万亩三七
康美药业	云南文山州等地万亩三七基地、集安人参已种植八千多亩，可种植两万多亩
昆明制药	云南文山州两千亩三七
天士力	商洛丹参一万亩、柴胡一千亩、黄芩五百亩、文山州一千亩三七
同仁堂	内乡二十万亩山茱萸，吉林一千亩人参，玉田一万亩中草药基地，陵川五千亩党参基地，湖北七千亩茯苓
云南白药	文山州万亩三七，武定三千亩示范种植重楼、红豆杉、云黄连、云木香、云当归、岩白菜、黄草乌、金铁锁等
奇正藏药	七千余亩分布藏菖蒲、藏茵陈、波棱瓜、龙胆花、红景天、雪莲、高山大黄、冬虫夏草等各类藏药材。
紫鑫药业	敦化近五千亩的药材种植基地，有五味子，人参，北黄芪等药材
贵州百灵	施秉县合作种植约一万亩太子参，施秉太子参种植项目种植规模三千五百亩，六枝太子参种植项目种植规模七千五百亩
金陵药业	封丘七万亩金银花种植，温县三千亩牛膝，云南一千六百亩石斛、栀子种植基地、一千三百亩三七
太安堂	建设粤东梅州 GAP 种植基地和上海崇明 GAP 种植基地，建设吉林抚松人参产业基地
丽珠集团	山西浑源黄芪种植基地，在云南、山西、甘肃建立的三七、黄芪、党参GAP种植基地
华润三九	已建有麦冬、附子、鱼腥草、红花 GAP 种植基地
嘉应制药	华清园现种植梅片树五千余亩
武汉健民	英山茯苓规范化种植基地
辅仁药业	主要种植的地道药材品种有：丹参、玄参、连翘、栀子、甜地丁、柴胡、金银花、白芍、桔梗、地黄、板蓝根、冬凌草、知母、麦冬等 20 余种，建设鹿邑地区六千五百亩银杏林
江中药业	贵州施秉太子参 GAP 种植基地
天目药业	天目山两千多亩铁皮石斛种植基地
神奇药业	石河子十万亩荒漠人工补种红柳、梭梭等
康恩贝	普洱石斛种植基地
康缘药业	东海县六千亩金银花种植基地，赣榆县两千多亩桔梗、白芍、板蓝根种植
千金药业	千亩党参种植
亚宝药业	芮城万亩丹参，建成红花示范田五千亩，与农户合作种植三万五千亩
中新药业	都江堰两百亩川芎种苓基地和两千亩川芎规范化种植基地，岷县当归基地，丽水一万五千亩厚朴基地和一百亩种源实验基地，
羚锐制药	新县的银杏、颠茄草等中药材种植基地
中恒集团	广西百色、河池、梧州等地发展了十五万亩药材种植基地，靖西县万亩三七
太龙药业	卢氏县五万亩的中药黄芩、连翘种植基地

资料来源：公开资料、联合评级整理

2. 中药饮片行业和中成药行业运行情况

(1) 中药饮片行业运行情况

2017 年，中药饮片运行平稳，行业集中度仍属较低，产能利用率较低：2017 年饮片行业规模 2,165 亿元，生产企业 1,262 家，平均收入 1.72 亿元/家；行业龙头 2017 年饮片规模约 62 亿，市占率不足 3%。行业主要问题仍聚集在质量方面（2015~2017 年，中药饮片企业被收回的 GMP 证书占全部收回证书比例分别为 58.6%、47.3%、50.3%）；2018 年国家出台《国家药品监督管理局关于印发中药饮片质量集中整治工作方案的通知》。预计未来随着饮片行业的整治工作推进，优质饮片的价格预计未来会有所提升，靠低质饮片降低生产成本的企业将面临较大压力；龙头企业有望抢占市场，加速提升市占率，提高盈利水平。

(2) 中成药行业运行情况

中成药产量和销售额略有增长；受行业政策影响，中药注射剂增速下滑明显；预计未

来，能够生产多种剂型、拥有较多进入基药目录和医保目录药品品种以及掌控终端渠道的企业竞争优势将进一步增强，整体信用水平有望得到提升。

从产量看，近年来，随着宏观医药行业发展秩序恢复平稳和中药行业规范的日益完善，中成药的产量整体呈增长趋势。2017年，中国中成药的产量为364.4万吨，同比增长6.5%。中成药制造企业的发展前景良好。

从销售规模看，根据商务部《2017年药品流通行业运行统计分析报告》显示，2017年，全国中成药销售规模合计2,996.37亿元，较上年增长1.44%；中成药类销售前五名地区分别是广东省、北京市、江苏省、浙江省、山东省，可见中成药销售与地区经济水平基本呈正相关关系。

从不同剂型中成药的销售情况来看，根据米内网统计数据显示，在中国公立医疗机构终端中成药剂型格局中，注射剂所占市场份额从2013年的40.6%逐渐下滑至2017年的35.86%，口服剂型则普遍增长迅速。其中，胶囊剂市场份额从2013年的24.58%逐渐上涨至2017年的25.42%，片剂市场份额从2013年的9.62%逐渐上涨至2017年的10.16%，散剂、颗粒剂、溶液剂、丸剂等口服剂型的市场份额也有逐年上涨的趋势。预计未来，中药注射剂增速将持续下滑，口服剂增速将继续提升，拥有多种产品剂型的中成药企业抵抗风险能力更强，信用水平得到较好支撑。

从不同层次销售市场情况看，根据米内网统计，在县级医院，由于中药注射剂的份额已经不低，增长空间并不大，以片剂、口服液、胶囊为主的口服剂型，特别是口服中成药，被认为将在基层大放量，争夺千亿级市场。而在城市公立医院推广的高端注射液，虽然其物质基础明确、安全性风险较小，但过高的定价还是会对其市场增长带来影响，这些品种未来都将面对量价选择。预计未来，除注射液以外的剂型将在县级及以下医院存在较大增长空间。

二、行业政策

2018年是前两年中药红利年的延续，国家出台多项配套政策，减权放权，促进行业规范化管理：对经典名方加快审批；出台中药制剂、中药饮片、中药材等技术细则；加大对违法违规行为的处罚力度。随着行业规则及标准的出台及不断细化，未来，中药饮片及中成药企业预计将有中小企业出清，行业集中度将有所提升。

表2 2018年中药行业主要出台政策

时间	政策	影响
2018.3	总局办公厅关于做好医疗机构应用传统工艺配制中药制剂备案有关事宜的通知	《新中医药法》的配套文件，医疗机构使用自制制剂采用备案制批准
2018.4	国家药品监督管理局关于发布省级中药饮片炮制规范修订的技术指导原则的公告	规范省级中药饮片炮制规范的修订工作，增强中药饮片质量的可控性
2018.6	国家药品监督管理局关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告	加快经典名方审批注册速度，为企业提供方向
2018.6	国家药品监督管理局关于发布中药药源性肝损伤临床评价技术指导原则的公告	激励企业在中药新药研发过程中主动作为，有利于提高中药临床安全性以及合理用药水平

2018.7	国家市场监督管理总局关于公开征求《中药材生产质量管理规范（征求意见稿）》意见的通知	借鉴了 GMP 思路和世界各国、世卫组织 GACP 等，对影响中药材质量的各环节，如产地和地块的选择、种子种苗的选择等，进行了细化和明确规定，突出了关键环节的管、控、防、禁、建，并首次明确提出对中药材生产全过程实行可追溯要求。
2018.8	国家药品监督管理局关于印发中药饮片质量集中整治工作方案的通知	开展为期一年的质量整治，解决前中药饮片质量管理中存在企业主体责任落实不到位、上游中药材种植不规范、药材流通不溯源、质量标准不健全等问题。
2018.8	国家药品监督管理局办公室关于中药饮片标签标识有关问题的复函	中药饮片标签标识超出国家药品标准规定的适应证或者功能主治范围的，属于《药品管理法》规定的“所标明的适应证或者功能主治超出规定范围的”情形，应当按假药论处。

资料来源：公开资料，联合评级整理

三、行业财务分析

1. 2017 年样本企业财务运行状况

截至 2017 年底，以中成药制造为主业的样本企业资产规模整体呈增长趋势，负债规模和偿债压力较小；2017 年，样本企业盈利能力较强，现金流状况良好，信用水平整体保持稳定。

本文以 Wind 股票分类中的中药生产企业为总样本，在剔除掉医药流通收入占比较高的企业后，选取了 19 家自 2016 年以来中成药制造收入占比 70% 或以上的企业作为样本进行财务特征分析。

表 3 样本企业清单

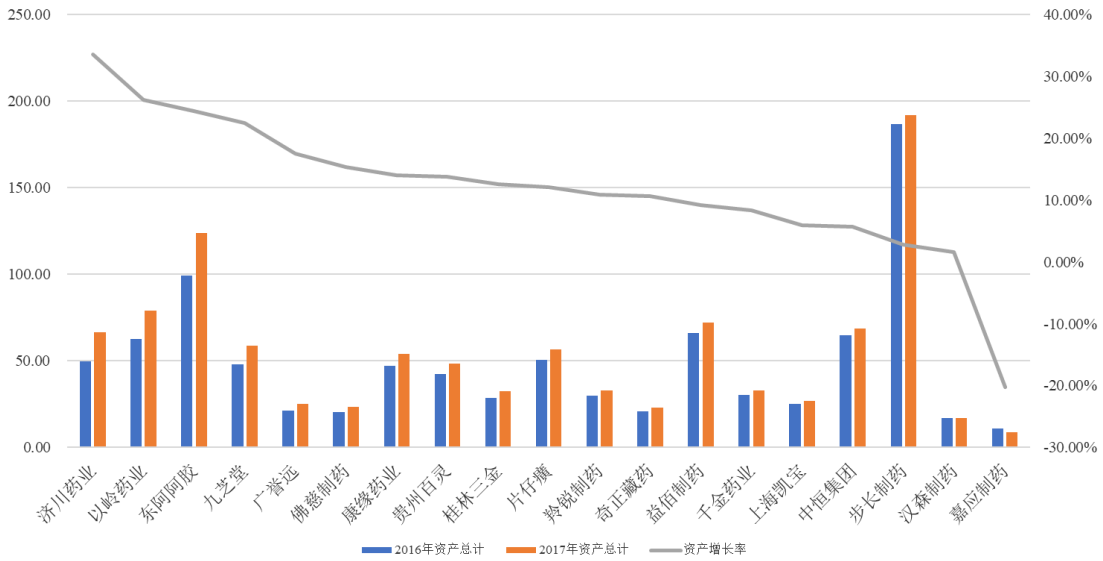
公司简称及代码			
嘉应制药（002198）	九芝堂（000989）	广誉远（600771）	益佰制药（600594）
上海凯宝（300039）	中恒集团（600252）	奇正藏药（002287）	东阿阿胶（000423）
汉森制药（002412）	片仔癀（600436）	羚锐制药（600285）	以岭药业（002603）
济川药业（600566）	贵州百灵（002424）	佛慈制药（002644）	步长制药（603858）
桂林三金（002275）	千金药业（600479）	康缘药业（600557）	

资料来源：联合评级整理

（1）资产状况

截至 2017 年底，样本企业的资产规模中值为 36.34 亿元，变化范围从嘉应制药的 8.77 亿元到步长制药的 191.97 亿元，基本涵盖了各发展阶段的中成药生产企业。截至 2017 年底，除嘉应制药外，样本企业的资产规模均呈现增长趋势，但各样本企业增幅表现差异较大，增长率中值为 12.33%，其中资产增幅最大的为济川药业，资产规模较上年增长 33.58%，嘉应制药因 2017 年净亏损 2.15 亿元，资产规模较上年下降 20.25%。截至 2017 年底，样本企业资产规模增幅低于 10.00% 的企业有 6 家，其中增幅低于 5.00% 的企业有 2 家；增幅在 10.00%~20.00% 的企业有 8 家；增幅在 20.00%~30.00% 的企业有 3 家；增幅超过 30.00% 的企业 2 家。

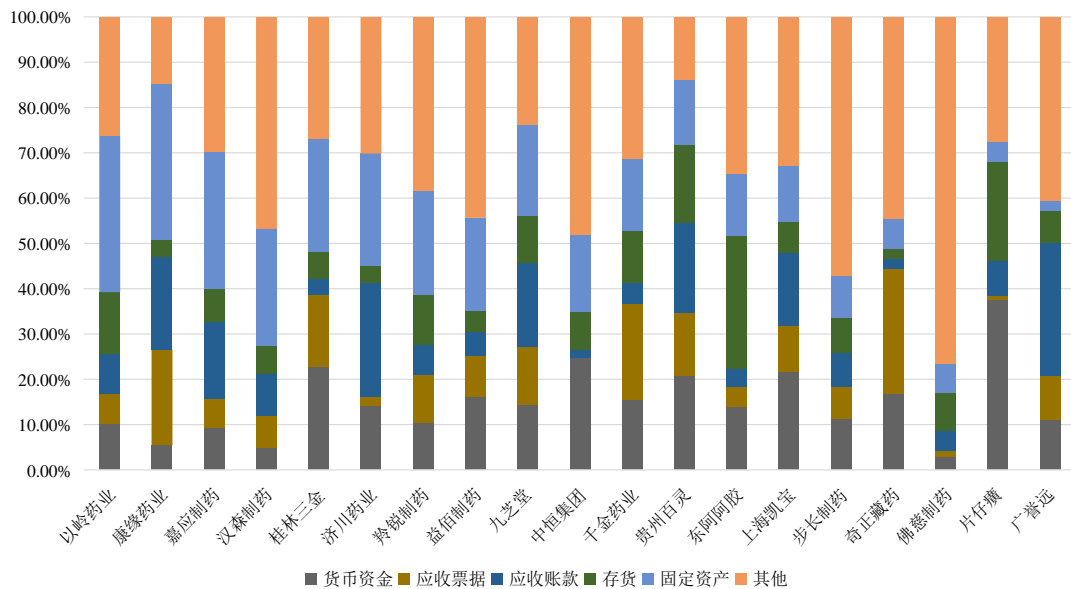
图 6 截至 2017 年底中药样本企业资产规模及增长率情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 联合评级整理

作为生产型企业, 样本企业的资产构成具备重资产特征, 但也呈现出中药行业特有的行业特性。样本企业的资产构成主要由货币资金、应收款项 (应收票据+应收账款)、存货、固定资产、在建工程构成。截至 2017 年底, 除步长制药和佛慈制药外, 其他样本企业的上述资产项目合计均超过资产总额的 50.00%, 步长制药和佛慈制药的大额资产构成项目分别为商誉和在建工程。

图 7 截至 2017 年底中药样本企业主要资产构成



资料来源: Wind, 联合评级整理

中成药生产企业通常具有较强的盈利能力, 在不进行扩产和并购的情况下, 货币资金较为充裕。截至 2017 年底, 样本企业中, 片仔癀货币资金占比最高, 达到 37.48%, 佛慈制药货币资金占比最低, 仅为 2.99%, 主要系其为满足未来发展需要, 将资金投入其兰州新区佛

慈制药科技工业园项目和天然药物产业园项目所致；20 家样本企业中，货币资金占比超过 10%的有 15 家，超过 20%的为 5 家，总体看资金较为充裕。

由于同业下游结算对象和方式差异较大，样本企业的应收款项规模呈现出较大差异性，通常情况下，采用同医院直接结算的方式受社保资金支付影响，账期较长，采用同医药流通企业结算的方式受品牌和药品稀缺性程度影响较大，具有品牌优势和采用稀缺中药材生产的中成药企业同医药流通企业结算时较为强势，账期较短。截至 2017 年底，样本企业中应收款项占比最低的为中恒集团，仅为 1.69%，主要系其采取精细化营销方式，直接面向第三终端，收款环节较少所致，占比最高的为康缘药业，达到 41.62%，主要系其直接客户为医药流通企业，结算周期长所致。

中成药生产企业的存货主要为中药材或中药饮片等原材料和尚未发货的库存商品，存货规模通常与经营规模相一致，在资产总额中的占比约为 5.00%~10.00%之间，但对于具有稀缺性的生产用原材料，中成药企业会增加存货占比。截至 2017 年底，样本企业中存货占比较高的东阿阿胶生产阿胶类产品，片仔癀生产的产品中要用到麝香，人参和麝香在中药材中本身具有稀缺性，阿胶供应也一直呈现紧张状态，为满足未来经营需要，上述公司增加了相关原材料的储备，但过高的存货规模也占用了流动资金。

中成药生产企业以生产活动为主，需要建设相关厂房和设置生产设备，固定资产和建成后将转为固定资产的在建工程是资产构成的主要项目，但规模与公司发展战略和产品需求规模相关。截至 2017 年底，样本企业中固定资产占比最高的为以岭药业，达到 34.52%，占比最低的为广誉远，仅为 2.17%。

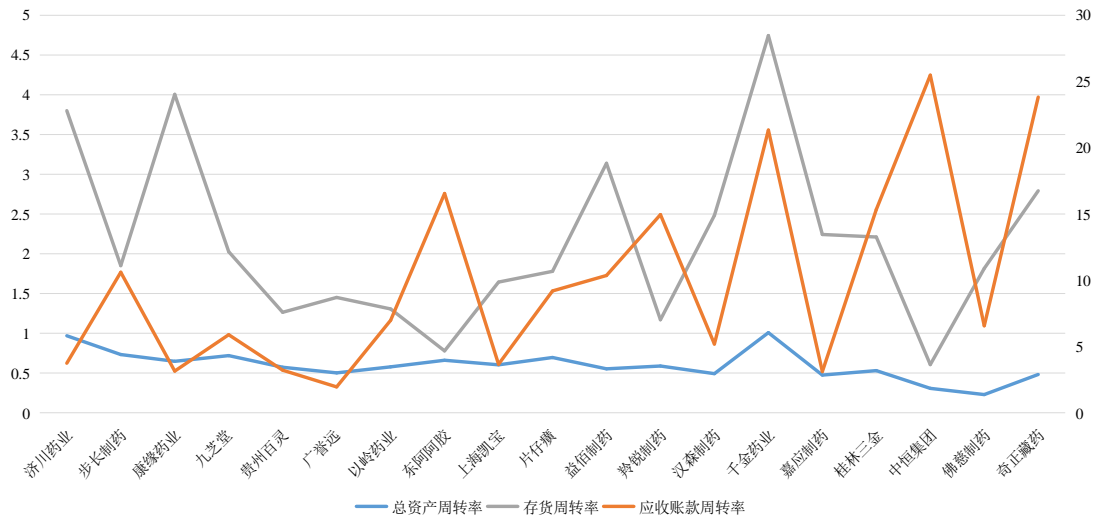
(2) 经营效率

作为生产型企业，其本身的重资产特征决定了样本企业总资产周转率处于较低水平，2017 年，样本企业总资产周转率中值为 0.57 次，总资产周转率最高的样本企业为千金药业（1.01 次），最低的为佛慈制药（0.23 次）。

受经营模式影响，中药生产企业通常存在一定规模的应收款项，其中应收票据承兑期较短且企业可以提前进行贴现，因此应收票据回款周期较短，而应收账款回款周期则受企业销售模式影响，各企业应收账款周转率差异较大。2017 年，样本企业应收账款周转率中值为 6.77 次，最高的为中恒集团（25.48 次），最低的为广誉远（1.95 次）。

中药生产企业的存货周转率与其生产药品所用中药材关系较大，为保证生产所用中药材的充足性，部分使用稀有中药材的生产企业会增加中药材储备，存货周转率较低；使用大宗中药材作为原材料生产的中药企业，存货周转率水平较高。2017 年，样本企业存货周转率中值为 1.83 次，最高的为千金药业（4.74 次），最低的中恒集团（0.61 次）。

图 8 2017 年中药样本企业经营效率表现（单位：次）



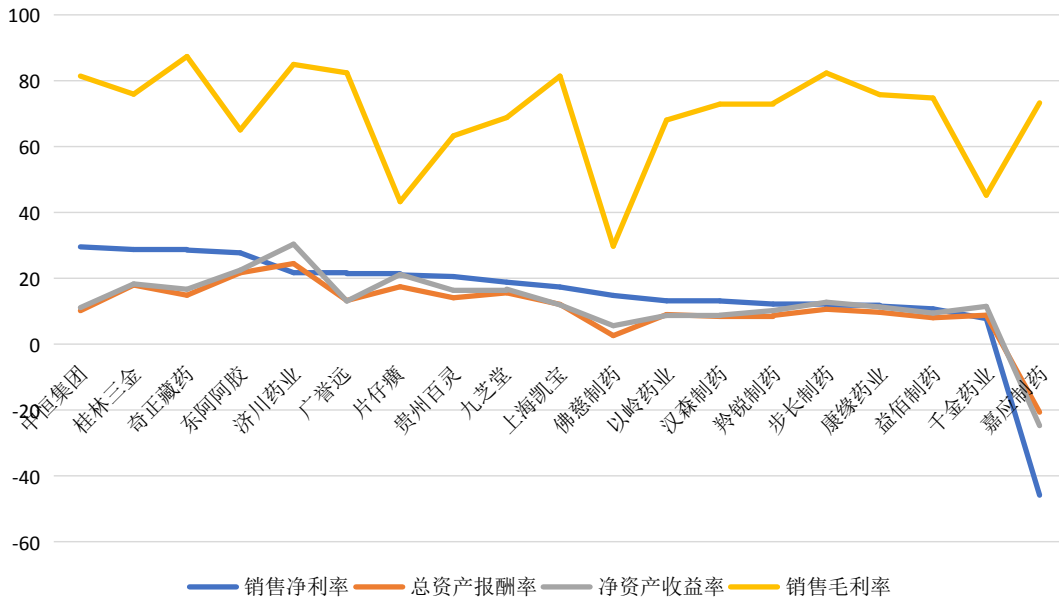
资料来源: Wind, 联合评级整理

(3) 盈利表现

由于中成药产品的售价中包含了品牌、独家配方等因素,使其掌握了定价权,销售价格远高于生产成本,中成药生产企业表现出较高的毛利率水平。2017年,样本企业毛利率中值为74.02%,毛利率较低的企业为佛慈制药、片仔癀和千金药业,分别为29.74%、43.26%和45.23%,其中佛慈制药毛利较低主要是其产品结构中通用药品占比较高、售价较低;千金药业和片仔癀毛利较低主要是其日用品、化妆品等业务尚处于市场开发期,销售规模较小,费用成本较高,拉低了整体毛利率水平。

2017年,样本企业销售净利率中值为18.07%,中成药企业的销售净利率与其投入市场中的成熟产品数量相关,成熟产品药品投入市场多年并得到患者认可,后期销售费用大幅下降,表现出较好的净利率水平;向市场推出新产品的中成药企业需投入更多的销售费用进行市场推广,大幅增加的销售费用使其净利率水平较低。嘉应制药因计提其收购的湖南金沙药业有限责任公司商誉减值2.40亿,净亏损2.15亿元,致其销售净利率为-45.88%。

图9 2017年中药样本企业盈利指标表现(单位: %)



资料来源: Wind, 联合评级整理

2017年, 样本企业总资产报酬率的中值为10.38%, 净资产收益率的中值为11.70%, 部分上述盈利指标较低的样本企业主要由两类原因造成: 新业务处于市场开发或项目建设阶段, 收入规模尚未释放, 如千金药业的日用品业务和汉森制药的医疗服务业务; 产品结构中低价通用药品占比较高, 如佛慈制药。

(4) 现金流状况

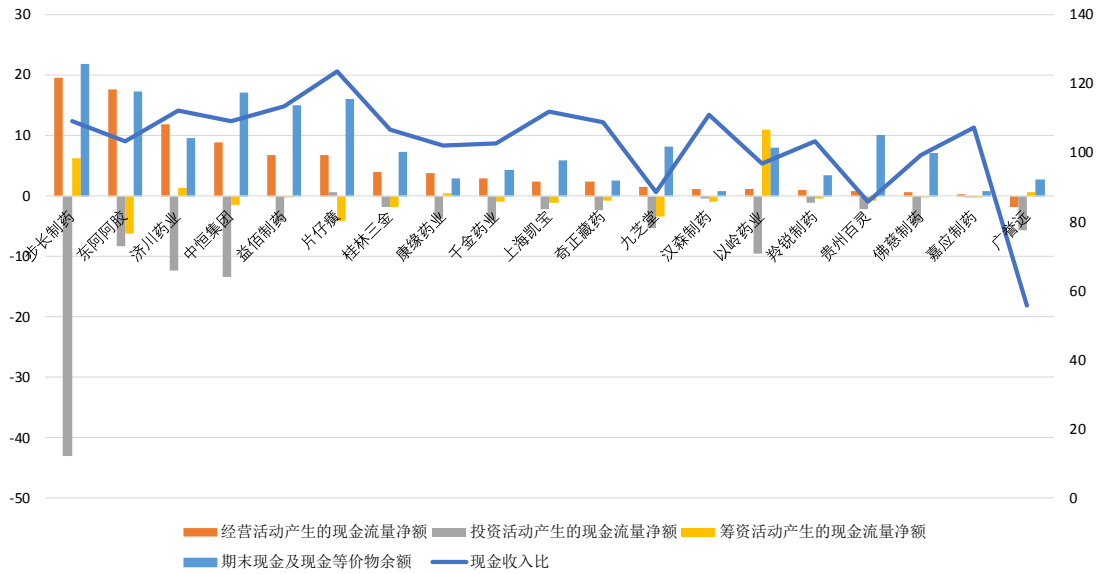
2017年, 样本企业整体现金流较为充裕, 中值为7.68亿元。

经营活动方面, 由于中成药产品毛利水平较高, 2017年, 样本企业经营活动主要呈现现金净流入状态。经营活动表现为现金净流出的样本企业为广誉远, 因强化终端药店和医院开发、加大广告费宣传投入, 经营现金支出增加。收入实现方面, 2017年, 样本企业整体收入实现质量较高, 70%的样本企业现金收入比超过100.00%。

投资活动方面, 受益于经营活动现金流创造能力较强, 大部分中成药企业能够积累起大量现金资源, 在不存在外部股权并购和在建工程投资等大额现金投资的情况下, 为增强资金使用效率, 投资活动现金主要流向理财产品或金融资产投资。2017年, 样本企业投资活动主要呈现现金净流出状态, 流出规模较大的样本企业主要为步长制药、中恒集团和济川药业。其中步长制药资金投向主要为在建项目和固定资产, 中恒集团资金投向主要为理财产品, 济川药业主要投资为理财产品。

筹资活动方面, 在暂无或已完成扩产能和对外并购的计划下, 中成药企业与筹资活动相关的现金主要用来偿还流动贷款和向投资者支付股利。2017年, 14家样本企业筹资活动呈现净流出状态, 6家样本企业筹资活动呈现净流入状态, 大部分样本企业通过银行贷款满足日常资金周转, 筹资活动呈现净流入规模较大的样本企业中, 步长制药是因为发生大额借款, 以岭药业是因为定增募资到账。

图10 2017年中药样本企业现金流状况 (单位: 亿元、%)



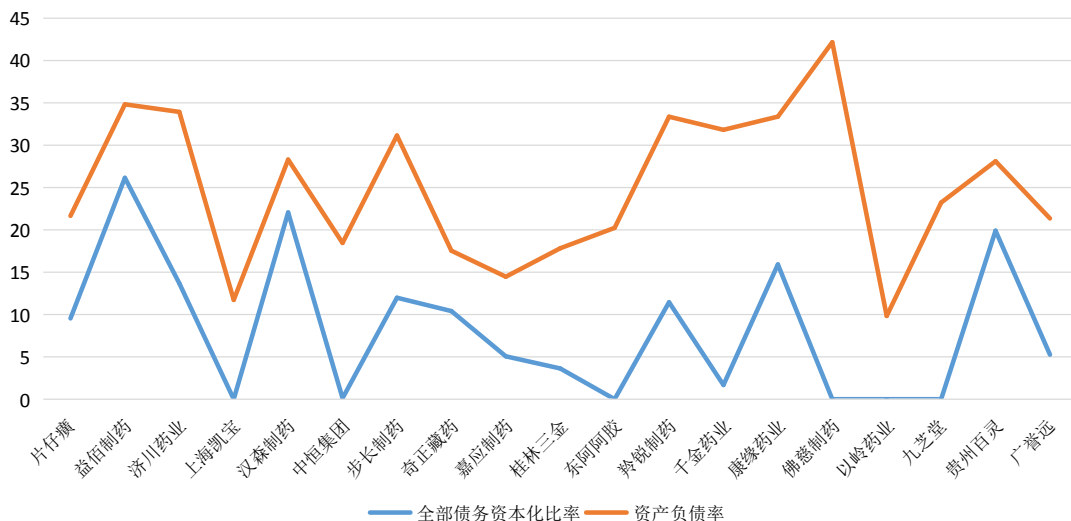
资料来源: Wind, 联合评级整理

(5) 偿债能力

中成药生产企业因盈利能力较强, 拥有较为充裕的货币资金, 在不存在扩产能和外部并购活动的情况下, 对外部债务资金需求较少, 整体负债规模和偿债压力较小。

截至 2017 年底, 样本企业资产负债率范围为 9.83%~53.46%, 中值为 25.66%, 资产负债率最低的为以岭药业, 最高的为佛慈制药, 样本企业整体负债规模较小。截至 2017 年底, 样本企业全部债务资本化比率范围为 0.00%~49.42%, 中值为 10.53%, 不存在长、短期债务的企业为九芝堂、中恒集团、以岭药业、上海凯宝, 全部债务资本化比率最高的为益佰制药, 样本企业整体债务负担较轻。

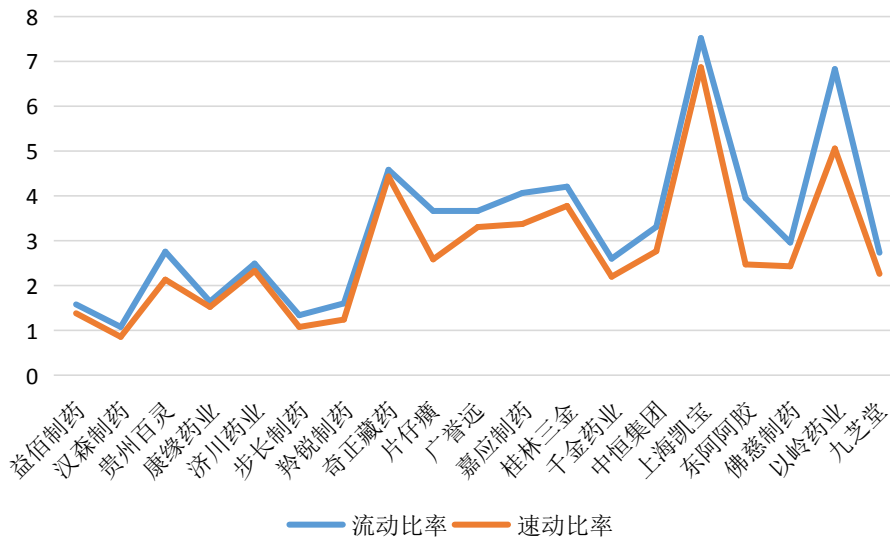
图 11 截至 2017 年底中药样本企业债务状况 (单位: %)



资料来源: Wind, 联合评级整理

短期偿债能力方面, 截至 2017 年底, 样本企业流动比率中值为 2.86 倍, 速动比率中值为 2.38 倍, 其中汉森制药速动比率较低主要是因为其存货规模较大, 样本企业整体短期偿债能力较强。

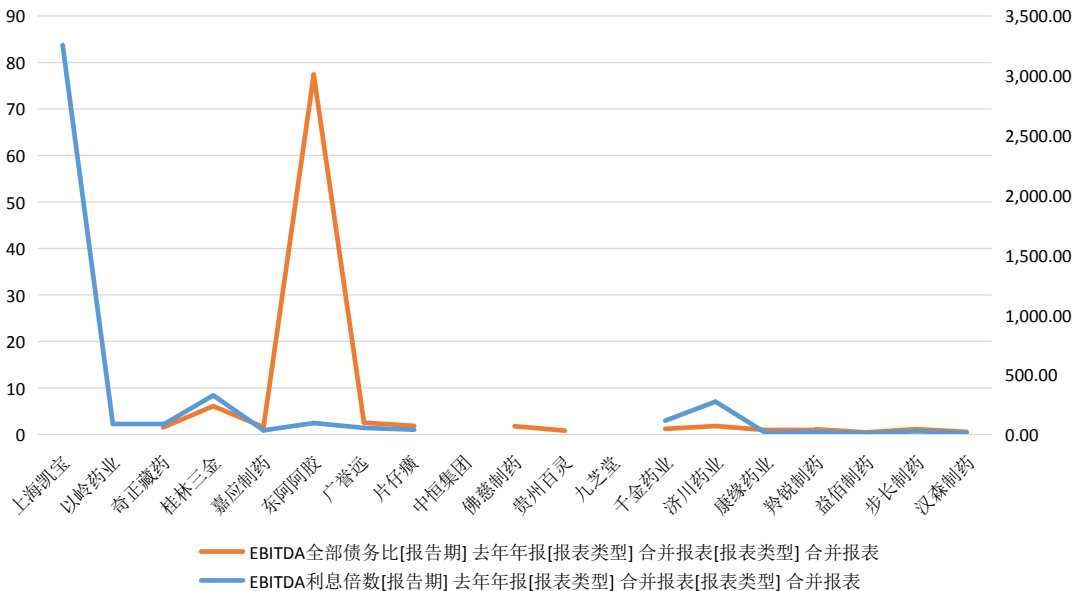
图 12 截至 2017 年底中药样本企业短期偿债能力状况 (单位: 倍)



资料来源: Wind, 联合评级整理

长期偿债能力方面, 截至 2017 年底, 样本企业 EBITDA/有息债务中值为 1.28 倍; EBITDA/利息费用 (除去部分样本企业利息收入超过利息支出外) 中位值为 40.71 倍, 样本企业整体偿债能力较强。

图 13 2017 年中药样本企业长期偿债能力状况 (单位: 倍)



资料来源: Wind, 联合评级整理

2. 2018 年前三季度样本企业财务运行状况

2018 年前三季度, 样本企业财务状况较 2017 年变化较小, 财务特征与 2017 年基本一致, 中药行业整体信用水平较稳定。

资产方面, 截至 2018 年 9 月底, 样本企业资产规模合计 1,168.98 亿元, 较年初增长 3.41%; 资产负债率中值为 24.77%, 较年初下降 0.89 个百分点。盈利方面, 2018 年 1~9 月, 样本企

业销售毛利率中值为 73.63%，较上年同期增长 0.34 个百分点，销售净利率中值为 17.00%，较上年同期下降 0.34 个百分点。现金流方面，2018 年 1~9 月，样本企业经营活动现金流量净额为正值的企业有 15 家，负值的有 4 家，主要系用来支付中药材采购款及回款质量下滑，如东阿阿胶等。

四、行业展望

随着人口老龄化及“治未病”意识的逐渐形成，我国中药行业整体需求处于平稳增长阶段。中药材方面，上游中药材的供应量、价格和质量对中药饮片和中成药生产企业影响重大，未来，受种植面积增加、供给侧改革等因素影响，中药材价格将处于震荡整理期，能够将产业链延伸到上游中药材种植环节的中药生产企业抵御原材料引起的风险的能力更强。

中药饮片方面，随着 2018 年全国饮片质量整顿工作的推进，预计未来饮片行业将面临大洗牌。质量管控压力加大，质量控制水平较低的企业被淘汰风险大，行业集中度有望提升，生产工艺好、质量水平高的中药企业行业地位进一步巩固，整体抗风险能力较强。

中成药方面，尽管注射剂受限和辅助用药监控等政策的影响已经逐渐消化完成，但受 2014 年以来受招标降价的影响，加之“两票制”等政策对以传统以销售推动的中药行业有较大影响，预计行业仍难见亮色；但同时，随着国家经典名方的出台，少数一批具有资质、生产规范，要求较高的企业将脱颖而出，行业格局可能重塑。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。