

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年10月26日
市场数据

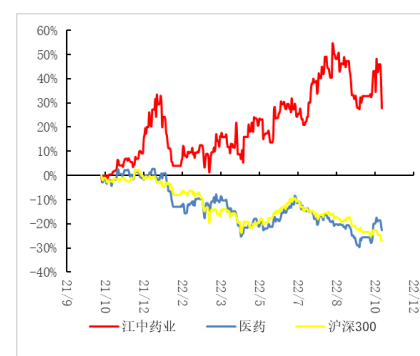
目前股价	14.78
总市值（亿元）	93.05
流通市值（亿元）	92.18
总股本（万股）	62,958
流通股本（万股）	62,370
12个月最高/最低	16.78/11.51

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<三大板块齐并进，业绩增长超预期>>

2022-08-22

<<整合亏损保健酒业务，聚焦 OTC+大健康主业>> 2022-06-28

<<强化胃肠领域护城河，丰富产品矩阵打造新增长极>> 2022-04-06

<<OTC+大健康双轮驱动，经营恢复态势良好>> 2021-09-01

Q3 加大销售费用投放，业绩保持高增态势

——江中药业（600750）公司动态点评
盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2441	2874	3837	4423	5080
(+/-%)	-0.3%	17.7%	33.5%	15.3%	14.9%
归母净利润（百万元）	474	506	640	803	904
(+/-%)	2.2%	6.7%	26.5%	25.6%	12.5%
摊薄 EPS（元/股）	0.75	0.80	1.02	1.27	1.43
PE	18	17	14	11	10

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：1）**公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营业收入 28.74 亿元，同比增长 48.33%；实现归母净利润 5.05 亿元，同比增长 11.75%。其中，2022Q3 公司实现营业收入 9.73 亿元，同比增长 44.95%；实现归母净利润 1.13 亿元，同比下降 22.46%。2）江中药业控股子公司济生制药拟购买公司控股子公司桑海制药持有江中济海 50% 的股权，吸收合并后，江中济海将注销法人资格，江中药业仍为济生制药控股股东。
- 三大板块维持增长势能，并购助力业绩提升。**22 年前三季度非处方药、处方药、大健康板块分别实现营业收入 20.08/5.58/2.63 亿元，分别同比增长 30.12%/134.16%/72.52%；剔除海斯制药因素影响，非处方药、处方药、大健康板块分别实现营业收入 16.54/2.33/2.01 亿元，分别同比 +7.17%/-2.16%/+32.02%。毛利率方面，非处方药、处方药、大健康板块分别为 71.13%/67.34%/33.11%，分别同比 +2.21/+6/-13.62 个百分点。非处方药和处方药板块营收增长主要系并购海斯制药，大健康板块营收增长主要是新增的海斯制药防疫物资批发业务，拖累该板块毛利率。
- 加大销售、研发投放力度，华润持续为管理和渠道赋能。**22 年前三季度销售费用率为 39.10%，同比增长 6.54 个百分点，其中 Q3 销售费用率为 45.36%，同比增长 10.56 个百分点，主要系上半年由于疫情影响，部分销售费用未投放，Q3 加大费用投放力度所致。管理费用率和财务费用率较为稳定，分别为 4.39%/-0.77%。前三季度研发费用为 0.73 亿元，同比增长 52.60%。公司启动与暨南大学、中国医学科学院药物研究所联合开展“抗老年痴呆候选新药 IMMJNU-018”研究，丰富中药新药研发管线；获得盐酸奥洛他定片注册批件；持续推进 4 项国家重点研发计划申报和 2 项国家重点研发计划及国家科技重大专项验收，并入选国务院“科改示范企业”扩围名单。8 月 12 日，公司与华润医药签署商业战略合作协议，双方将在产品准入、渠道协同和数字化创新等方面深入合作。
- 控股子公司吸收合并，国企改革提速升级。**为有序推动公司中医药科创城

现代化生产基地一期工程项目后续工作,同时维护济生制药的产品在医院渠道正常销售,提高运营效率,优化资源配置,江中药业控股子公司济生制药拟购买桑海制药持有江中济海 50%的股权。本次吸收合并有利于公司整合内部资源,提高资产运营效率,符合公司发展战略规划和经营管理需要。

- **投资建议:** 公司聚焦胃肠品类,通过内生增长和外延并购两大抓手,三大业务板块取得较大增长。我们看好华润体系对公司在品类、渠道和管理方面的赋能。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.02、1.27、1.43 元,对应 PE 分别为 14X、11X、10X,维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业监管变化、行业竞争加剧、原材料价格波动、新品推广不及预期、利润提升不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,441.5	2,874.0	3,837.2	4,422.5	5,080.4	成长性					
营业成本	845.5	1,024.9	1,287.6	1,482.6	1,719.9	营业收入增长	-0.32%	17.72%	33.52%	15.25%	14.88%
销售费用	815.9	1,031.5	1,458.2	1,592.1	1,829.0	营业成本增长	3.52%	21.21%	25.64%	15.14%	16.01%
管理费用	146.3	165.0	172.7	199.0	228.6	营业利润增长	1.11%	9.07%	26.11%	25.59%	12.55%
研发费用	55.6	87.8	115.1	132.7	152.4	利润总额增长	2.37%	7.55%	26.85%	25.55%	12.54%
财务费用	-13.1	-22.4	-17.7	-20.8	-22.9	净利润增长	2.19%	6.74%	26.49%	25.55%	12.54%
其他收益	48.2	48.5	25.0	30.0	30.0	盈利能力					
投资净收益	-5.3	-2.4	5.0	5.0	5.0	毛利率	65.37%	64.34%	66.44%	66.48%	66.15%
营业利润	573.9	626.0	789.5	991.4	1,115.9	销售净利率	23.51%	21.78%	20.57%	22.42%	21.96%
营业外收支	5.5	-2.8	1.0	1.0	1.0	ROE	11.53%	11.59%	12.97%	14.57%	14.68%
利润总额	579.4	623.1	790.5	992.4	1,116.9	ROIC	26.37%	26.04%	41.78%	51.07%	61.14%
所得税	89.1	92.2	118.6	148.9	167.5	营运效率					
少数股东损益	16.6	25.3	32.3	40.5	45.6	销售费用/营业收入	33.42%	35.89%	38.00%	36.00%	36.00%
净利润	473.7	505.7	639.6	803.1	903.8	管理费用/营业收入	5.99%	5.74%	4.50%	4.50%	4.50%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.28%	3.06%	3.00%	3.00%	3.00%
						财务费用/营业收入	-0.54%	-0.78%	-0.46%	-0.47%	-0.45%
流动资产	3,275.2	4,064.5	4,384.3	5,264.2	6,067.4	投资收益/营业利润	-0.93%	-0.38%	0.63%	0.50%	0.45%
货币资金	1,100.0	1,046.1	1,457.4	2,111.6	2,694.5	所得税/利润总额	15.37%	14.79%	15.00%	15.00%	15.00%
应收票据、账款及款项融资	175.1	308.2	250.5	247.2	520.8	应收账款周转率	12.86	11.98	13.85	18.00	13.33
其他应收款	11.0	48.1	30.0	20.0	23.0	存货周转率	9.98	9.20	10.73	11.55	11.82
存货	246.7	378.0	337.4	428.6	431.3	流动资产周转率	0.77	0.78	0.91	0.92	0.90
非流动资产	1,648.4	1,933.1	1,984.4	1,961.0	1,968.8	总资产周转率	0.50	0.53	0.62	0.65	0.67
固定资产	1,019.3	1,025.3	1,021.1	979.3	951.5	偿债能力					
资产总计	4,923.6	5,997.6	6,368.7	7,225.2	8,036.2	资产负债率	13.65%	23.59%	18.67%	19.86%	19.51%
流动负债	601.5	1,316.6	1,089.1	1,315.0	1,417.7	流动比率	5.45	3.09	4.03	4.00	4.28
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	5.03	2.80	3.72	3.68	3.98
应付款项	295.5	787.4	577.5	724.8	837.6	每股指标 (元)					
非流动负债	70.8	98.6	100.0	120.0	150.0	EPS	0.75	0.80	1.02	1.27	1.43
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	6.16	6.36	7.25	8.16	9.16
负债合计	672.3	1,415.1	1,189.1	1,435.0	1,567.7	每股经营现金流	1.20	1.46	1.14	1.60	1.38
股东权益	4,251.3	4,582.5	5,179.6	5,790.2	6,468.5	每股经营现金/EPS	1.59	1.82	1.12	1.25	0.96
股本	630.0	630.0	630.0	630.0	630.0	估值					
留存收益	3,246.9	3,416.3	3,937.9	4,508.0	5,140.7	PE	18.49	17.34	13.66	10.88	9.67
少数股东权益	374.4	579.5	611.7	652.2	697.8	PEG	0.93	0.81	1.15	0.55	0.45
负债和权益总计	4,923.6	5,997.6	6,368.7	7,225.2	8,036.2	PB	2.25	2.18	1.91	1.70	1.51
现金流量表						EV/EBITDA	7.08	9.20	6.49	4.64	3.78
						EV/SALES	1.96	2.32	1.51	1.16	0.92
经营活动现金流	752.5	917.0	716.2	1,005.0	867.8	EV/IC	2.42	4.25	3.58	3.37	2.74
其中营运资本减少	-481.5	720.7	-58.6	53.5	-197.7						
投资活动现金流	-658.8	-1,236.6	-245.5	-147.5	-36.5						
其中资本支出	19.9	208.4	170.7	183.4	251.6						
融资活动现金流	-163.4	-349.5	-59.5	-203.3	-248.4						
净现金总变化	-69.7	-669.0	411.3	654.2	582.9						

研究员承诺

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。

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，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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。

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

长城证券研究院

深圳办公地址：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

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>