

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022年06月28日

市场数据

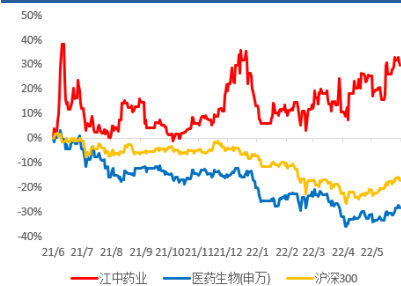
目前股价	13.85
总市值（亿元）	87.24
流通市值（亿元）	86.39
总股本（万股）	62,991
流通股本（万股）	62,376
12个月最高/最低	15.64/11.22

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

<<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

<<股权激励考核目标多样化，充分释放增长活力>> 2021-06-28

整合亏损保健酒业务，聚焦 OTC+大健康主业

——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	3418	3915	4485
(+/-%)	-0.3%	17.7%	18.9%	14.5%	14.6%
归母净利润（百万元）	474	506	526	562	600
(+/-%)	2.2%	6.7%	4.0%	6.9%	6.7%
摊薄 EPS（元/股）	0.75	0.80	0.84	0.89	0.95
PE	19	17	17	16	15

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**1) 公司发布 2022 年一季报，2022Q1 实现营业收入 9.3 亿元，同比增长 37.38%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 15.28%；实现扣非后归母净利润为 1.73 亿元，同比增长 21.2%；基本每股收益为 0.29 元/股，同比增长 16%。
- 2) 4 月 23 日公司发布第九届董事会第三次会议决议公告，公司决定清算注销全资子公司江西江中杞浓酒业有限责任公司。
- 3) 5 月 25 日公司发布公告，控股子公司海斯制药获“专精特新”中小企业认定；6 月 14 日，公司发布公告，控股子公司海斯制药海斯盐酸奥洛他定片获得药品注册批件的公告。
- 4) 卢小青女士因组织调动原因辞去公司董事长、董事职务。
- 整合亏损保健酒业务，降费提效聚焦医药工业。**为了降低管理成本，公司决定清算注销全资子公司江西江中杞浓酒业有限责任公司。公司原本有宁夏朴卡酒业和江西江中杞浓酒业两家全资酒类子公司。其中宁夏朴卡酒业 2021 年年末资产总额 3,293 万元，净资产 3,225 万元，2021 全年营收 433 万元，净利润 134 万元；江西江中杞浓酒业于 2018 年成立，截止 2021 年底，总资产 787 万元，净资产 691 万元，2021 全年营收 837 万元，净利润-205 万元。2021/2022Q1 医药工业实现营收 28.48/8.95 亿元，毛利率 64.38%/68.96%，分别同比-0.94pct/+3.51pct；酒类实现营收 799.42/331.77 万元，毛利率为 75.10%/40.48%，分别-1.83pct/-0.79pct。公司在降费提效方面思路清晰，循序渐进。
- 围绕“聚焦 OTC、发展大健康、补强处方药”，实现三大业务各个击破。**OTC 方面，在强化“江中”“利活”一胃一肠两大品牌驱动力的基础上，通过外延并购不断拓宽胃肠品类，2021 年公司并购的海斯制药，补充“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊又一个销量过亿的优质肠道活菌产品。5 月海斯制药获“专精特新”中小企业认定；6 月海斯制药海斯盐酸奥洛

他定片获得药品注册批件的公告，盐酸奥洛他定片是一种抗过敏药物，适用于过敏性鼻炎、荨麻疹、瘙痒性皮肤病；处方药方面，主要是以江中牌蚓激酶肠溶胶囊为主，不断挖掘桑海制药、济生制药现有产品潜力，强化学术推广培育新品种；大健康方面，保持“初元”产品稳步增长，重点挖掘益生菌产品新增长点。2022Q1 非处方药/处方药/大健康产品及其他分别实现营收 6.62/1.80/0.57 亿元，分别同比增长 18.09%/167.42%/16.62%；毛利率分别为 69.39%/73.03%/49.36%，分别同比上升 1.43pct/14.95pct/5.23pct。

- **投资建议：**公司聚焦胃肠领域，品类护城河不断加固，渠道和营销能力出色。公司自从并入华润体系以来，公司治理和考核体系不断优化。2022 年公司换帅，未来 OTC 和处方药的外延增长和大健康板块的内生增长有望在自身强大品牌势能和华润体系的支持下逐步释放。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.84、0.89、0.95 元，对应 PE 分别为 17x、16x、15x，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	3,418.5	3,914.9	4,485.2	成长性					
营业成本	845.5	1,024.9	1,259.6	1,460.6	1,711.4	营业收入增长	-0.32%	17.72%	18.95%	14.52%	14.57%
销售费用	815.9	1,031.5	1,213.6	1,409.4	1,614.7	营业成本增长	3.52%	21.21%	22.91%	15.96%	17.17%
管理费用	146.3	165.0	193.1	219.2	251.2	营业利润增长	1.11%	9.07%	3.05%	7.33%	6.72%
研发费用	55.6	87.8	102.6	117.4	134.6	利润总额增长	2.37%	7.55%	4.01%	7.14%	6.70%
财务费用	-13.1	-22.4	-15.7	-18.4	-20.2	净利润增长	2.19%	6.74%	4.04%	6.92%	6.70%
其他收益	48.2	48.5	45.0	40.0	30.0	盈利能力					
投资净收益	-5.3	-2.4	12.0	12.0	12.0	毛利率	65.37%	64.34%	63.15%	62.69%	61.84%
营业利润	573.9	626.0	645.1	692.4	738.9	销售净利率	23.51%	21.78%	18.87%	17.69%	16.47%
营业外收支	5.5	-2.8	3.0	2.0	2.0	ROE	11.53%	11.59%	10.82%	10.70%	10.55%
利润总额	579.4	623.1	648.1	694.4	740.9	ROIC	26.37%	26.04%	34.07%	36.62%	39.74%
所得税	89.1	92.2	97.2	104.2	111.1	营运效率					
少数股东损益	16.6	25.3	24.8	27.7	29.6	销售费用/营业收入	33.42%	35.89%	35.50%	36.00%	36.00%
净利润	473.7	505.7	526.1	562.5	600.2	管理费用/营业收入	5.99%	5.74%	5.65%	5.60%	5.60%
						研发费用/营业收入	2.28%	3.06%	3.00%	3.00%	3.00%
资产负债表						财务费用/营业收入	-0.54%	-0.78%	-0.46%	-0.47%	-0.45%
						投资收益/营业利润	-0.93%	-0.38%	1.86%	1.73%	1.62%
流动资产	3,275.2	4,064.5	4,268.4	4,982.1	5,568.9	所得税/利润总额	15.37%	14.79%	15.00%	15.00%	15.00%
货币资金	1,100.0	1,046.1	1,419.2	1,821.0	2,299.2	应收账款周转率	12.86	11.98	13.85	18.00	13.33
应收票据、账款及款项融资	175.1	308.2	189.6	251.0	427.0	存货周转率	9.98	9.20	9.77	10.38	10.48
其他应收款	11.0	48.1	30.0	20.0	23.0	流动资产周转率	0.77	0.78	0.82	0.85	0.85
存货	246.7	378.0	321.8	432.8	422.9	总资产周转率	0.50	0.53	0.56	0.59	0.62
非流动资产	1,648.4	1,933.1	1,983.8	1,959.8	1,967.0	偿债能力					
固定资产	1,019.3	1,025.3	1,020.5	978.1	949.7	资产负债率	13.65%	23.59%	18.58%	20.52%	20.82%
资产总计	4,923.6	5,997.6	6,252.1	6,942.0	7,535.9	流动比率	5.45	3.09	4.02	3.82	3.93
流动负债	601.5	1,316.6	1,061.8	1,304.5	1,418.7	速动比率	5.03	2.80	3.72	3.49	3.63
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)					
应付款项	295.5	787.4	551.4	714.1	839.2	EPS	0.75	0.80	0.84	0.89	0.95
非流动负债	70.8	98.6	100.0	120.0	150.0	每股净资产	6.15	6.35	7.12	7.75	8.42
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.19	1.46	1.02	1.08	1.06
负债合计	672.3	1,415.1	1,161.8	1,424.5	1,568.7	每股经营现金/EPS	1.59	1.82	1.22	1.21	1.11
股东权益	4,251.3	4,582.5	5,090.3	5,517.5	5,967.2	估值					
股本	630.0	630.0	630.0	630.0	630.0	PE	18.47	17.31	16.59	15.51	14.54
留存收益	3,246.9	3,416.3	3,856.1	4,255.5	4,675.6	PEG	2.90	2.96	3.50	2.43	2.48
少数股东权益	374.4	579.5	604.2	632.0	661.6	PB	2.25	2.18	1.95	1.79	1.64
负债和权益总计	4,923.6	5,997.6	6,252.1	6,942.0	7,535.9	EV/EBITDA	7.08	9.19	7.58	6.57	5.75
						EV/SALES	1.96	2.32	1.70	1.37	1.12
现金流量表						EV/IC	2.42	4.25	3.71	3.50	3.14
经营活动现金流	752.5	917.0	641.2	678.2	667.6						
其中营运资本减少	-481.5	720.7	-8.2	-15.9	-74.6						
投资活动现金流	-658.8	-1,236.6	-238.5	-140.5	-29.5						
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	-29.6	-135.9	-160.0						
净现金总变化	-69.7	-669.0	373.1	401.8	478.1						

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，若给您造成不便，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>