

投资评级：增持（维持）
报告日期：2023年03月14日
市场数据

目前股价	17.73
总市值（亿元）	111.62
流通市值（亿元）	110.58
总股本（万股）	62,955
流通股本（万股）	62,370
12个月最高/最低	17.73/14.63

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

- <<Q3 加大销售费用投放，业绩保持高增态势>> 2022-10-26
- <<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

“内生+外延”双轮驱动，业绩增长符合预期

——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	3843	4718	5521
(+/-%)	-0.3%	17.7%	33.7%	22.8%	17.0%
归母净利润（百万元）	474	506	605	724	828
(+/-%)	2.2%	6.7%	19.7%	19.5%	14.5%
摊薄 EPS（元/股）	0.75	0.80	0.96	1.15	1.31
PE	24	22	18	15	13

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- **事件：**1) 公司发布 2022 年业绩快报，公司 2022 年实现营业收入 38.12 亿元（+32.63%），实现归母净利润 5.96 亿元（+17.87%）。其中 2022Q4 实现营业收入 9.37 亿元（+0.12%），实现归母净利润 0.91 亿元（+69.16%）。2) 2023 年 2 月 23 日，公司发布《晋城海斯制药有限公司金匠产业园项目一期工程可行性研究报告》，项目总投资 4.00 亿元，项目资金来源均为海斯制药自有资金，预计 2026 年底投产试运行。
- **内生增长势能恢复，外延并购成效显著。**公司 2022 年实现营收 38.12 亿元（+32.63%），实现归母净利润 5.96 亿元（+17.87%），业绩符合预期，营收增长主要系公司于 2021 年 9 月并购海斯制药。2022Q4 实现归母净利润 0.91 亿元（+69.16%），利润增长较大，我们估计是 2022Q4 销售费用投入减少叠加基数较低导致。内生增长方面，公司在保持健胃消食片 10 亿大单品的基础上，积极打造第二增长曲线，利用“江中”、“利活”等品牌优势，培养更多明星单品；外延并购方面，公司聚焦胃肠领域，丰富产品矩阵，加固产品集群护城河。并购产品在公司渠道和品牌影响力的加持下，潜力被进一步释放。
- **四亿产业园投资项目启动，“贝飞达”明星单品产能有望翻倍。**该项目总投资 4.00 亿元，年均营业收入有望达 6.89 亿元，年均净利润有望达 0.81 亿元。建成后双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊产能有望达到 12 亿粒/年，雷贝拉唑钠肠溶片产能有望达到 9 亿片/年，茴拉西坦胶囊产能有望达到 0.8 亿粒/年，盐酸氨溴索颗粒产能有望达到 0.2 亿袋/年。“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊是子公司海斯制药的独家产品，属于基药目录、国家医保，2022 年在广东 11 省联盟集中采购中独家中标。根据公立医院及基层医院销售数据显示，该产品在全国市场销售额止泻微生物用药领域排名第 2，市场份额 11.60%，销售团队有 100+人，目前受制于产能，市场前景良好。
- **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，业绩符合预期。我们看好公司未来通过品类扩张和渠道加强带来的营收增长和

华润管理体系下的费用优化。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.96、1.15、1.31 元，对应 PE 分别为 18X、15X、13X，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	3,843.2	4,718.2	5,521.1	成长性					
营业成本	845.5	1,024.9	1,327.9	1,672.6	2,011.0	营业收入增长	-0.32%	17.72%	33.73%	22.77%	17.02%
销售费用	815.9	1,031.5	1,402.8	1,698.5	1,960.0	营业成本增长	3.52%	21.21%	29.57%	25.95%	20.23%
管理费用	146.3	165.0	222.9	268.9	303.7	营业利润增长	1.11%	9.07%	19.52%	19.52%	14.47%
研发费用	55.6	87.8	115.3	141.5	165.6	利润总额增长	2.37%	7.55%	20.07%	19.52%	14.47%
财务费用	-13.1	-22.4	0.0	0.0	0.0	净利润增长	2.19%	6.74%	19.73%	19.52%	14.47%
其他收益	48.2	48.5	45.0	45.0	45.0	盈利能力					
投资净收益	-5.3	-2.4	0.0	0.0	0.0	毛利率	65.37%	64.34%	65.45%	64.55%	63.58%
营业利润	573.9	626.0	748.2	894.3	1,023.7	销售净利率	23.51%	21.78%	19.47%	18.95%	18.54%
营业外收支	5.5	-2.8	0.0	0.0	0.0	ROE	11.53%	11.59%	12.67%	13.84%	14.43%
利润总额	579.4	623.1	748.2	894.3	1,023.7	ROIC	26.37%	26.04%	40.50%	44.02%	49.27%
所得税	89.1	92.2	112.2	134.1	153.5	营运效率					
少数股东损益	16.6	25.3	30.5	36.5	41.8	销售费用/营业收入	33.42%	35.89%	36.50%	36.00%	35.50%
净利润	473.7	505.7	605.4	723.6	828.3	管理费用/营业收入	5.99%	5.74%	5.80%	5.70%	5.50%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.28%	3.06%	3.00%	3.00%	3.00%
流动资产	3,275.2	4,064.5	4,324.0	5,121.3	5,947.9	财务费用/营业收入	-0.54%	-0.78%	0.00%	0.00%	0.00%
货币资金	1,100.0	1,046.1	1,550.3	1,982.4	2,829.0	投资收益/营业利润	-0.93%	-0.38%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据、账款及款项融资	175.1	308.2	336.8	455.1	471.6	所得税/利润总额	15.37%	14.79%	15.00%	15.00%	15.00%
其他应收款	11.0	48.1	40.0	40.0	40.0	应收账款周转率	12.86	11.98	12.00	12.00	12.00
存货	246.7	378.0	359.8	569.5	547.8	存货周转率	9.98	9.20	10.42	10.16	9.88
非流动资产	1,648.4	1,933.1	1,923.4	1,890.0	1,887.8	流动资产周转率	0.77	0.78	0.92	1.00	1.00
固定资产	1,019.3	1,025.3	1,021.1	979.3	951.5	总资产周转率	0.50	0.53	0.63	0.71	0.74
资产总计	4,923.6	5,997.6	6,247.3	7,011.4	7,835.8	偿债能力					
流动负债	601.5	1,316.6	1,127.7	1,421.1	1,706.8	资产负债率	13.65%	23.59%	19.65%	21.70%	23.06%
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	5.45	3.09	3.83	3.60	3.48
应付款项	295.5	787.4	615.1	864.2	1,180.1	速动比率	5.03	2.80	3.52	3.20	3.16
非流动负债	70.8	98.6	100.0	100.0	100.0	每股指标 (元)					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS	0.75	0.80	0.96	1.15	1.31
负债合计	672.3	1,415.1	1,227.7	1,521.1	1,806.8	每股净资产	6.16	6.36	7.00	7.69	8.48
股东权益	4,251.3	4,582.5	5,019.6	5,490.2	6,029.0	每股经营现金流	1.20	1.46	0.94	1.31	2.10
股本	630.0	630.0	630.0	630.0	630.0	每股经营现金/EPS	1.59	1.82	0.98	1.14	1.59
留存收益	3,246.9	3,416.3	3,779.6	4,213.8	4,710.8	估值					
少数股东权益	374.4	579.5	610.0	646.5	688.2	PE	23.64	22.16	18.45	15.44	13.48
负债和权益总计	4,923.6	5,997.6	6,247.3	7,011.4	7,835.8	PEG	1.50	1.24	1.87	0.98	0.75
现金流量表						PB	2.88	2.79	2.53	2.31	2.09
经营活动现金流	752.5	917.0	592.3	822.3	1,320.2	EV/EBITDA	7.08	9.20	9.71	7.87	6.24
其中营运资本减少	-481.5	720.7	-169.3	-71.5	306.1	EV/SALES	1.96	2.32	2.21	1.72	1.32
投资活动现金流	-658.8	-1,236.6	113.8	-100.9	-142.3	EV/IC	2.42	4.25	4.91	4.58	5.00
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	-201.9	-289.5	-331.3						
净现金总变化	-69.7	-669.0	504.2	432.0	846.6						

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>