

# Q1 收入端实现超预期增长， 双轮驱动老牌 OTC 焕发新生

## 核心观点

4月26日晚，公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入13.16亿元，同比增长41.44%；实现归母净利润2.41亿元，同比增长31.10%；实现扣非归母净利润2.25亿元，同比增长29.61%；收入端实现超预期增长，利润增长符合此前预告预期。随着公司OTC板块围绕核心优势，坚持大品类、大单品发展之路，同时积极发力大健康产品、做强临床院线，“内生+外延”双轮驱动未来发展成长可期，老牌OTC企业有望焕发新生。

## 事件

### 公司发布2023年第一季度报告

4月26日晚，公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入13.16亿元，同比增长41.44%；实现归母净利润2.41亿元，同比增长31.10%；实现扣非归母净利润2.25亿元，同比增长29.61%；收入端实现超预期增长，利润增长符合此前预告预期。

## 简评

### Q1 收入端实现超预期增长，利润符合此前预告预期

#### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,874	3,812	4,442	5,184	6,060
YOY(%)	17.7	32.6	16.5	16.7	16.9
净利润(百万元)	506	596	687	790	908
YOY(%)	6.7	17.9	15.3	15.0	14.8
毛利率(%)	64.3	64.8	63.9	63.3	62.7
净利率(%)	17.6	15.6	15.5	15.2	15.0
ROE(%)	11.6	14.3	15.0	15.6	16.0
EPS(摊薄/元)	0.80	0.95	1.09	1.26	1.44
P/E(倍)	28.7	24.3	21.1	18.3	16.0
P/B(倍)	3.6	3.7	3.5	3.1	2.8

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 江中药业 (600750. SH)

### 首次评级

### 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月28日

当前股价: 23.14元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.83/26.17	52.34/52.01	87.37/81.26
12 月最高/最低价 (元)		23.14/11.97
总股本 (万股)		62,954.90
流通 A 股 (万股)		62,370.00
总市值 (亿元)		145.68
流通市值 (亿元)		144.32
近 3 月日均成交量 (万)		1153.64

#### 主要股东

华润江中制药集团有限责任公司 43.06%

### 股价表现



### 相关研究报告

2023 年 Q1，公司实现营业收入 13.16 亿元，同比增长 41.44%，收入端在非处方药（OTC）、大健康业务的高速增长带动下实现较为理想的增长；实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 31.10%；实现扣非归母净利润 2.25 亿元，同比增长 29.61%，利润端增长较好主要归功于：1) OTC 产品规模效应逐步显现，盈利能力稳步提升；2) 随着防疫政策进一步优化，相关市场需求增长。整体来看，公司收入端在乳酸菌素片、复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液等产品带动下实现高速增长，利润增长符合此前预告预期。

### 聚焦三大重点业务布局，双轮驱动老牌 OTC 焕发新生

作为华润医药控股的老牌 OTC 企业，公司主要从事中成药、保健食品的研发、生产和销售。公司以中药产业为核心，旗下拥有“江中”“初元”两个中国驰名商标以及“杨济生”“桑海”两个江西省著名商标；根据世界品牌实验室发布的 2022 年《中国最具价值品牌》排行榜，“江中”品牌价值达到 322.58 亿元，位于医药行业第 6 位，公司品牌价值凸显。从业务结构来看，公司主要围绕“做强 OTC、发展大健康、布局处方药”三大业务重心：

**1) OTC 业务产品梯队不断完善，多渠道强化品牌认知：**主要聚焦“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益”四大核心品类，核心产品包括健胃消食片、乳酸菌素片、复方草珊瑚含片等。23 年 Q1 公司 OTC 业务实现营业收入 9.65 亿元，同比增长 45.80%，毛利率为 72.80%，同比增加 3.41 个百分点，在乳酸菌素片、复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液等产品带动下实现较好增长，盈利能力也在产品规模效应的带动下实现稳步提升；随着公司不断构建产品梯队，强化多渠道品牌认知，预计 23 年 OTC 业务将在核心产品带动下实现稳健增长。

**2) 大健康业务探索升级传统业务，加快新业务布局：**主要包括康复营养的初元系列产品、高端滋补的参灵草系列产品、胃肠健康系列产品等。23 年 Q1 公司大健康业务实现营业收入 1.61 亿元，同比增长 184.66%，毛利率为 33.15%，同比减少 16.21 个百分点，三大品类齐头并进，带动大健康业务板块实现较快增长，毛利率受到产品收入结构变化的影响有所下降；随着公司加快新业务布局，不断扩大品类规模，线下聚焦核心市场、线上开拓重点平台，加快线上转型和新媒体推广，预计 23 年大健康业务有望保持高速增长态势。

**3) 处方药业务不断稳固并购产品优势：**核心产品包括江中牌蚓激酶肠溶胶囊及桑海制药、济生制药、海斯制药的处方药产品等，覆盖胃肠、心脑血管、妇科等多个治疗领域。23 年 Q1，公司处方药业务实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 1.59%，毛利率为 72.98%，同比减少 0.05 个百分点，基本保持稳定；随着公司持续推动桑海制药、济生制药渠道资源整合，寻找八珍益母胶囊、黄芪生脉饮、排石颗粒等优势产品的新增长点，叠加海斯制药不断融入公司管理体系，持续改善经营质量，预计 23 年公司处方药业务有望在并购产品的带动下实现平稳增长。

我们认为，随着公司 OTC 板块围绕核心优势，坚持大品类、大单品发展之路，持续构建脾胃、肠道、咽喉咳喘和补益四大品类，夯实“家中常备药的践行者”业务定位；同时积极发力大健康产品，专注于参灵草、初元品牌的发展以及胃肠健康业务；除此之外，着力于加强临床院线和拓展标外市场、做强临床院线，“内生+外延”双轮驱动发展未来成长可期，老牌 OTC 企业有望焕发新生。

### 毛利率受产品结构影响略有下降，其余财务指标基本正常

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 67.99%，同比下降 0.29pp，主要由于大健康业务毛利率受到产品结构影响有所下降；销售费用率达到 40.38%，同比增长 2.43pp，主要受到费用投放节奏的影响；管理费用率达到 3.79%，同比减少 0.30pp，控费效果理想；研发费用率达到 2.02%，同比减少 0.98pp，基本保持稳定。经营活动产生的

现金流量净额为 0.62 亿元，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长；投资活动产生的现金流量净额为-1.19 亿元，主要由于投资支付的现金增加。应收账款同比增长 17.12%，存货同比增长 4.87%，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

公司作为华润医药控股的老牌 OTC 企业，多年来聚焦 OTC、大健康、处方药三大重点业务布局；我们认为，随着公司 OTC 板块围绕核心优势，坚持大品类、大单品发展之路，夯实“家中常备药的践行者”业务定位，同时积极发力大健康产品、做强临床院线，“内生+外延”双轮驱动发展未来成长可期，老牌 OTC 企业有望焕发新生。随着防疫政策优化、疫后消费逐步复苏，我们预计 2023-2025 年公司非处方药业务有望在大品种的带领下分别实现 14%、16%、16% 的同比增长，大健康业务预计分别实现 45%、30%、30% 的同比增长，处方药业务预计保持 10% 的平稳增长；整体来看，我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 44.42 亿元、51.84 亿元和 60.60 亿元，归母净利润分别为 6.87 亿元、7.90 亿元和 9.08 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 1.09 元/股、1.26 元/股和 1.44 元/股，同比增长分别为 15.3%、15.0% 和 14.8%，对应 PE 分别为 21.1x、18.3x 及 16.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；  
2) 集采降价风险，公司系列核心产品可能会进一步进入集采名单，降低产品价格，压缩产品利润，进而影响公司盈利预期；  
3) 原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；假设中药原材料价格上涨导致公司 23-25 年毛利率每年分别下降 1.0%，则公司 2023 年、2024 年、2025 年归母净利润将从目前的 6.87 亿元、7.90 亿元和 9.08 亿元下降至 6.51 亿元、7.47 亿元、8.56 亿元；假设中药原材料价格上涨导致公司 23-25 年毛利率每年分别下降 2.0%，则公司 2023 年、2024 年、2025 年归母净利润将从目前的 6.87 亿元、7.90 亿元和 9.08 亿元下降至 6.15 亿元、7.04 亿元、8.05 亿元。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 袁全

yuanquan@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk