

**投资评级：增持（维持）**
**报告日期：2022年04月06日**
**市场数据**

目前股价	13.28
总市值（亿元）	83.66
流通市值（亿元）	82.90
总股本（万股）	63,000
流通股本（万股）	62,427
12个月最高/最低	15.64/10.47

**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**

&lt;&lt;OTC+大健康双轮驱动，经营恢复态势良好&gt;&gt; 2021-09-01

&lt;&lt;股权激励考核目标多样化，充分释放增长活力&gt;&gt; 2021-06-28

&lt;&lt;收入符合预期，双轮驱动有望赢取十四五开局战&gt;&gt; 2021-03-25

# 强化胃肠领域护城河， 丰富产品矩阵打造新增长极

**——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	3299	3756	4243
(+/-%)	-0.3%	17.7%	14.8%	13.9%	13.0%
归母净利润（百万元）	474	506	543	587	644
(+/-%)	2.2%	6.7%	7.4%	8.2%	9.6%
摊薄 EPS（元/股）	0.75	0.80	0.86	0.93	1.02
PE	18	17	15	14	13

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- 事件：1）江中药业发布 2021 年度报告**，2021 年公司实现营收 28.74 亿元，同比增长 17.72%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 6.74%；实现扣非归母净利润 4.24 亿元，同比下降 4.58%。剔除新并购子公司海斯制药，江中药业 2021 年实现营收 26.2 亿元，同比增长 7.32%；其中，非处方药实现营收 20.32 亿元（+7.46%），处方药实现营收 3.48 亿元（-2.41%），大健康产品及其他实现营收 2.4 亿元（+28.41%）。2021Q4 实现营收 9.36 亿元，同比增长 32.54%；归母净利润 0.54 亿元，同比下降 28.85%。
 **2）公司发布 2022 年第一季度业绩预增公告**，2022Q1 预计实现归母净利润 1.83 亿元（+15%），预计实现扣非归母净利润 1.72 亿元（+20%）。
- 构建胃肠品类护城河，寻找优质标的拓宽产品类别。**两大品牌“江中”和“利活”分别主打胃肠品类。一方面，通过黄金单品口碑、广告投入和专家信任背书等强化“药食同源，安全无副作用”的产品认知，拓展产品使用场景，做家中常备药的践行者。**脾胃方面**，在过 10 亿明星单品江中健胃消食片的基础上，逐步培育健儿消食口服液、健儿清解液等潜力单品保持肠胃品类的市场占有率。**肠道方面**，利活乳酸菌素片通过“联合用药+疗程用药”等渠道实现全年销量 5967 万盒（+18.65%），销售额突破 4.2 亿元。公司紧扣战略目标，继并购桑海和济生制药后再次并购海斯制药，“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊是优质肠道活菌产品，夯实胃肠品类护城河。另一方面，公司将胃肠优势延伸至补益和咽喉咳嗽等相关领域。多维元素片通过推广经验实现全年销售额突破 1.9 亿元（+143.53%），立足成为国民补充维矿首选品牌，也是桑海制药首个过亿产品。咽喉咳嗽则围绕复方草珊瑚含片与复方鲜竹沥液等相关品种加大布局。2021 年非处方药板块通过“品牌+渠道”双驱动实现营收 21.58 亿元，同比增长 14.11%。近两年毛利率维持在 67.06%，受疫情影响产量下降导致单位成本增加。**我们认为**，江中在保证胃肠领域优势的基础上，通过并购不断开拓产品版图，加上品牌赋能、营销经验丰富，未来潜力产品在线上线下渠道有望放量。

- **主打适合中国人肠胃的益生菌，大举进军大健康商业蓝海。**公司建立中国人胃肠道研究所，差异化产品定位瞄准广阔益生菌市场。公司全年研发费用 0.88 亿元 (+58.09%)，其中利活益生菌固体饮料投入金额为 0.13 亿元 (+181.54%)，最大程度保存活菌数，提高产品功效。除益生菌系列外，还有“术后康复营养”定位的初元系列和“可以喝的冬虫夏草”参灵草共同助力大健康板块全年实现营收 2.45 亿元 (+31.24%)。毛利率由 2020 年的 47.13% 上升至 47.22%，主要系产量增加导致的生产成本下降所致。我们认为，在养生保健概念的推广和消费人群年轻化的当下，随着大健康产品品类的丰富和销量的逐渐放量，毛利率有进一步提升空间，公司益生菌产品针对不同年龄段细分肠道功能，在“利活”品牌的加持下，有望成为下一个拳头产品。
- **保持较高研发费用，并购拉升公司整体销售费用。**根据业绩考核目标，2022—2024 年研发投入强度分别不低于 2.96%、2.98%、3%。2021 年加大研发投入，研发费用率为 3.06% (+0.78pct)。销售费用率从 2020 年 33.42% 上升至 35.89%，主要系并购海斯制药，合并范围增加以及销售结构变动导致。管理费用率从 2020 年的 5.99% 下降至 5.74%。我们认为，在进一步整合并购公司和共享资源的过程中，协同效益将熨平销售费用率的增长，加上华润管理系统的落实，成本端有望得以控制。
- **投资建议：**华润管理和考核体系能够促使公司在战略层面不断优化，拓宽渠道和资源共享。胃肠品类护城河不断加固，保障核心业务 OTC 发展。大健康板块有望在益生菌等新品带动下放量增长，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.86、0.93、1.02 元，对应 PE 分别为 15.41、14.24、12.99，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	3,298.5	3,756.3	4,243.4	<b>成长性</b>					
营业成本	845.5	1,024.9	1,173.4	1,344.1	1,526.7	营业收入增长	-0.32%	17.72%	14.77%	13.88%	12.97%
销售费用	815.9	1,031.5	1,171.0	1,352.3	1,527.6	营业成本增长	3.52%	21.21%	14.49%	14.55%	13.59%
管理费用	146.3	165.0	186.4	210.4	237.6	营业利润增长	1.11%	9.07%	6.39%	8.58%	9.66%
研发费用	55.6	87.8	99.0	112.7	127.3	利润总额增长	2.37%	7.55%	7.36%	8.40%	9.63%
财务费用	-13.1	-22.4	-15.2	-17.7	-19.1	归母净利润增长	2.19%	6.74%	7.39%	8.17%	9.63%
其他收益	48.2	48.5	45.0	40.0	30.0	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	-5.3	-2.4	12.0	12.0	12.0	毛利率	65.37%	64.34%	64.43%	64.22%	64.02%
营业利润	573.9	626.0	666.0	723.2	793.0	销售净利率	23.51%	21.78%	20.19%	19.25%	18.69%
营业外收支	5.5	-2.8	3.0	2.0	2.0	ROE	11.53%	11.59%	11.14%	11.11%	11.20%
利润总额	579.4	623.1	669.0	725.2	795.0	ROIC	26.37%	26.04%	35.23%	37.97%	41.58%
所得税	89.1	92.2	100.3	108.8	119.2	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	16.6	25.3	25.6	29.0	31.8	销售费用/营业收入	33.42%	35.89%	35.50%	36.00%	36.00%
归母净利润	473.7	505.7	543.1	587.4	644.0	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%
<b>资产负债表</b>						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%	1.80%	1.66%	1.51%
流动资产	3,275.2	4,064.5	4,197.3	4,955.8	5,520.7	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	1,417.3	1,808.1	2,376.8	应收账款周转率	12.86	11.98	13.85	18.00	13.33
应收票据应收账款合计	175.1	308.2	172.1	250.7	390.8	存货周转率	9.98	9.20	10.12	10.82	11.12
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	0.80	0.82	0.81
存货	246.7	378.0	273.9	420.6	342.8	总资产周转率	0.50	0.53	0.54	0.57	0.59
非流动资产	1,648.4	1,933.1	1,983.8	1,959.8	1,967.0	<b>偿债能力</b>					
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%	17.44%	19.76%	19.44%
资产总计	4,923.6	5,997.6	6,181.0	6,915.7	7,487.6	流动比率	5.45	3.09	4.29	3.98	4.23
流动负债	601.5	1,316.6	977.7	1,246.3	1,305.7	速动比率	5.03	2.80	4.01	3.64	3.97
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>每股指标 (元)</b>					
应付款项	295.5	787.4	470.8	657.1	732.6	EPS	0.75	0.80	0.86	0.93	1.02
非流动负债	70.8	98.6	100.0	120.0	150.0	每股净资产	6.15	6.35	7.14	7.80	8.52
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	1.07	1.23
负债合计	672.3	1,415.1	1,077.7	1,366.3	1,455.7	每股经营现金/EPS	1.59	1.82	1.19	1.15	1.20
股东权益	4,251.3	4,582.5	5,103.4	5,549.4	6,031.9	<b>估值</b>					
股本	630.0	630.0	630.0	630.0	630.0	PE	17.71	16.60	15.41	14.24	12.99
留存收益	3,246.9	3,416.3	3,868.3	4,285.4	4,736.2	PEG	2.23	1.98	2.63	1.80	1.55
少数股东权益	374.4	579.5	605.0	634.0	665.8	PB	2.16	2.09	1.86	1.70	1.56
负债和权益总计	4,923.6	5,997.6	6,181.0	6,915.7	7,487.6	EV/EBITDA	7.08	9.19	6.92	5.92	4.94
						EV/SALES	1.96	2.32	1.65	1.34	1.08
<b>现金流量表</b>						EV/IC	2.42	4.25	3.45	3.18	2.89
经营活动现金流	752.5	917.0	644.6	675.1	772.4						
其中营运资本减少	-481.5	720.7	-23.0	-45.9	-16.9						
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	-34.9	-143.9	-174.3						
净现金总变化	-69.7	-669.0	371.3	390.7	568.7						

### 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产业金融研究院，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

### 长城证券产业金融研究院

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>