

江中药业 (600750.SH)

内生培养第二增长曲线，外延华润赋能提升 ROE

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,874 | 3,812 | 4,590 | 5,616 | 6,655 |
| 增长率 yoy (%) | 17.7 | 32.6 | 20.4 | 22.3 | 18.5 |
| 归母净利润 (百万元) | 506 | 596 | 694 | 795 | 911 |
| 增长率 yoy (%) | 6.7 | 17.9 | 16.4 | 14.5 | 14.7 |
| ROE (%) | 11.6 | 14.3 | 15.3 | 16.2 | 16.7 |
| EPS 最新摊薄 (元) | 0.80 | 0.95 | 1.10 | 1.26 | 1.45 |
| P/E (倍) | 23.5 | 19.9 | 17.1 | 15.0 | 13.0 |
| P/B (倍) | 3.0 | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价

事件: 1) 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营收 38.12 亿元 (+32.63%), 实现归母净利润 5.96 亿元 (+17.87%), 其中 Q4 实现营收 9.37 亿元 (+0.12%), 实现归母净利润 0.91 亿元 (+69.20%)。2) 公司控股子公司晋城海斯制药通过高新技术企业认证, 可享受高新技术企业相关税收优惠政策。

巩固胃肠品类护城河, 补充咽喉哮喘和补益类第二增长品类。脾胃领域, 围绕 10 亿级单品健胃消食片丰富脾胃产品矩阵, 培育健儿消食口服液、健脾颗粒, 补充雷贝拉唑钠等胃病治疗类品种; 肠道领域, 提出“养菌+补菌”概念, 乳酸菌素片收入规模超 4.5 亿元, 子公司海斯制药的贝飞达收入规模 4.4 亿元; 咽喉哮喘领域, 复方草珊瑚含片和子公司济生制药的复方鲜竹沥液收入规模合计 2.3 亿元; 补益领域, 子公司桑海制药多维元素片收入规模约 2.3 亿元, 获得中国药店“2021-2022 中国药店店员推荐率最高品牌”奖。

大健康板块线上线下渠道双管齐下, 处方药板块受益于并购资源整合。2022 年大健康板块实现营收 4.09 亿元 (+66.99%), 主要围绕康复营养 (初元系列)、高端滋补 (参灵草系列)、胃肠健康 (益生菌系列) 三大品类。公司大健康品类拓展思路清晰, “初元”品牌坚持“术后康复营养”定位, “参灵草”走高端品牌路线, 依靠圈层营销拓展渠道; 益生菌系列发挥胃肠领域优势, 线上线下齐发力实现较快增长。处方药板块实现营收 7.45 亿元 (+64.40%), 主要系并购海斯制药。公司持续推动并购企业的渠道资源整合, 梳理并赋能相关管线产品。

品规升级+产品焕新, 大品种迎来第二春。健胃消食片按片数计算销售量降幅约 1%, 其中普通装 (32 片) 规格产量占比减少, 特供装 (64 片/72 片) 规格产量占比增加。健胃消食片单价受益于品规升级有所提升, 22 年销售额 +8% 左右。乳酸菌素片/多维元素片/复方草珊瑚含片销量分别同比 +2.46%/4.95%/14.39%, 收入规模分别超 4.5/2.3/1 亿元。根据中康开思数据, 江中牌健胃消食片在药店零售额位居消化不良品类第一名, 利活牌乳酸菌素片药店零售额位居肠道微生态制剂品类第一名, 多维元素片 (21) 药店零售额位居多维元素类第 5 名。复方草珊瑚含片作为上市 37 载的经典产品, 不断更新迭代、品牌升级, 形成以复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液为核心的

增持 (维持评级)

股票信息

| | |
|------------------------|-----------|
| 行业 | 医药 |
| 2023 年 3 月 29 日收盘价 (元) | 18.87 |
| 总市值 (百万元) | 11,879.59 |
| 流通市值 (百万元) | 11,769.22 |
| 总股本 (百万股) | 629.55 |
| 流通股本 (百万股) | 623.70 |
| 近 3 月日均成交额 (百万元) | 153.47 |

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cqws.com

相关研究

- 《“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》2023-03-15
- 《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》2022-10-26
- 《三大板块齐并进, 业绩增长超预期—江中药业 (600750) 公司动态点评》2022-08-26

上呼吸产品集群。

短期并购因素拖累净利率，协同效应和华润赋能有望继续深化。22年公司毛利率为 64.84% (+0.52pct)，自 2016 年首次止跌。其中非处方药/处方药/大健康产品及其他毛利率分别为 69.71%/66.94%/30.72，分别同比 +2.65/+5.85/-16.51pct。大健康产品及其他中“其他”主要为酒类业务及新增海斯制药医疗物资批发业务，拉低整体毛利率。**23 年公司对主要原材料采取控价和锁定等方式，预计能有效控制成本。**2022 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 38.86%/5.39%/-0.72%，分别同比 +2.97/-0.35/+0.06pct。受海斯制药并购因素影响，销售费用率有所上升，净利率下滑至 15.64% (-1.96pct)。我们认为，短期“并购整合期”带来的销售费用率提升随着未来协同效应在渠道和品牌等方面的显现能稳步下降。

投资建议：江中药业是优质的品牌 OTC 企业，聚焦胃肠领域，补充完善咽喉咳喘、补益、康复、营养等品类，通过“内生+外延”双轮驱动，积极探索线上渠道，业绩取得较快发展。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 23-25 年实现营收 45.9/56.16/66.55 亿元，分别同比增长 20%/22%/18%；实现归母净利润 6.94/7.95/9.11 亿元，分别同比增长 16%/14%/15%；对应 PE 估值分别为 17/15/13X，维持“增持”评级。

风险提示：行业监管变化、行业竞争加剧、新品推广不及预期、利润提升不及预期，并购整合不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4064 | 4022 | 4653 | 5152 | 5833 |
| 现金 | 1046 | 1371 | 1661 | 2026 | 2405 |
| 应收票据及应收账款 | 308 | 319 | 425 | 499 | 591 |
| 其他应收款 | 48 | 19 | 68 | 35 | 89 |
| 预付账款 | 51 | 71 | 60 | 109 | 85 |
| 存货 | 378 | 382 | 570 | 619 | 796 |
| 其他流动资产 | 2233 | 1860 | 1869 | 1864 | 1866 |
| 非流动资产 | 1933 | 2222 | 2456 | 2730 | 2985 |
| 长期投资 | 40 | 36 | 31 | 27 | 22 |
| 固定资产 | 1025 | 1072 | 1321 | 1600 | 1859 |
| 无形资产 | 396 | 379 | 379 | 372 | 362 |
| 其他非流动资产 | 473 | 734 | 723 | 731 | 741 |
| 资产总计 | 5998 | 6244 | 7109 | 7882 | 8818 |
| 流动负债 | 1317 | 1658 | 2190 | 2521 | 2891 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 743 | 289 | 894 |
| 应付票据及应付账款 | 206 | 236 | 220 | 393 | 317 |
| 其他流动负债 | 1111 | 1421 | 1226 | 1838 | 1680 |
| 非流动负债 | 99 | 91 | 94 | 93 | 93 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 99 | 91 | 94 | 93 | 93 |
| 负债合计 | 1415 | 1748 | 2284 | 2613 | 2984 |
| 少数股东权益 | 579 | 604 | 650 | 708 | 770 |
| 股本 | 630 | 630 | 630 | 630 | 630 |
| 资本公积 | 408 | 412 | 412 | 412 | 412 |
| 留存收益 | 3008 | 2881 | 3112 | 3379 | 3685 |
| 归属母公司股东权益 | 4003 | 3891 | 4176 | 4561 | 5063 |
| 负债和股东权益 | 5998 | 6244 | 7109 | 7882 | 8818 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 917 | 1016 | 251 | 1601 | 567 |
| 净利润 | 531 | 644 | 739 | 853 | 974 |
| 折旧摊销 | 115 | 120 | 122 | 155 | 192 |
| 财务费用 | -22 | -27 | -4 | -1 | -4 |
| 投资损失 | 2 | -4 | -1 | -2 | -2 |
| 营运资金变动 | 336 | 313 | -534 | 672 | -512 |
| 其他经营现金流 | -45 | -30 | -72 | -76 | -80 |
| 投资活动现金流 | -1237 | 79 | -300 | -372 | -389 |
| 资本支出 | 188 | 346 | 356 | 437 | 450 |
| 长期投资 | -1308 | 371 | 5 | 4 | 5 |
| 其他投资现金流 | 260 | 54 | 51 | 60 | 57 |
| 筹资活动现金流 | -349 | -734 | -404 | -410 | -404 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 743 | -454 | 604 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -28 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -322 | -738 | -1147 | 44 | -1009 |
| 现金净增加额 | -669 | 362 | -453 | 819 | -226 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2874 | 3812 | 4590 | 5616 | 6655 |
| 营业成本 | 1025 | 1340 | 1629 | 2027 | 2442 |
| 营业税金及附加 | 52 | 59 | 72 | 88 | 104 |
| 营业费用 | 1031 | 1481 | 1777 | 2173 | 2562 |
| 管理费用 | 165 | 205 | 255 | 307 | 367 |
| 研发费用 | 88 | 100 | 122 | 156 | 179 |
| 财务费用 | -22 | -27 | -4 | -1 | -4 |
| 资产减值损失 | -1 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他收益 | 48 | 46 | 48 | 47 | 47 |
| 公允价值变动收益 | 54 | 57 | 55 | 56 | 56 |
| 投资净收益 | -2 | 4 | 1 | 2 | 2 |
| 资产处置收益 | 1 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 626 | 746 | 860 | 992 | 1134 |
| 营业外收入 | 2 | 7 | 5 | 6 | 5 |
| 营业外支出 | 5 | 2 | 4 | 3 | 4 |
| 利润总额 | 623 | 751 | 862 | 994 | 1135 |
| 所得税 | 92 | 107 | 123 | 141 | 161 |
| 净利润 | 531 | 644 | 739 | 853 | 974 |
| 少数股东损益 | 25 | 48 | 45 | 58 | 63 |
| 归属母公司净利润 | 506 | 596 | 694 | 795 | 911 |
| EBITDA | 707 | 830 | 964 | 1128 | 1299 |
| EPS (元/股) | 0.80 | 0.95 | 1.10 | 1.26 | 1.45 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 17.7 | 32.6 | 20.4 | 22.3 | 18.5 |
| 营业利润 (%) | 9.1 | 19.2 | 15.3 | 15.3 | 14.4 |
| 归属母公司净利润 (%) | 6.7 | 17.9 | 16.4 | 14.5 | 14.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 64.3 | 64.8 | 64.5 | 63.9 | 63.3 |
| 净利率 (%) | 18.5 | 16.9 | 16.1 | 15.2 | 14.6 |
| ROE (%) | 11.6 | 14.3 | 15.3 | 16.2 | 16.7 |
| ROIC (%) | 12.4 | 15.4 | 14.5 | 17.0 | 15.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 23.6 | 28.0 | 32.1 | 33.2 | 33.8 |
| 净负债比率 (%) | -21.2 | -29.0 | -17.6 | -31.7 | -24.7 |
| 流动比率 | 3.1 | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| 速动比率 | 2.7 | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 12.0 | 12.1 | 12.3 | 12.2 | 12.2 |
| 应付账款周转率 | 9.8 | 7.8 | 8.8 | 8.3 | 8.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.80 | 0.95 | 1.10 | 1.26 | 1.45 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.46 | 1.61 | 0.40 | 2.54 | 0.90 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 6.36 | 6.18 | 6.63 | 7.25 | 8.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 23.5 | 19.9 | 17.1 | 15.0 | 13.0 |
| P/B | 3.0 | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 13.8 | 11.8 | 10.7 | 8.5 | 7.6 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价

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。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 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 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 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 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

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

上海

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>

北京

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