

目 录

1、江中药业：不改初心，夯实 OTC 胃肠用药领导者地位.....	4
1.1、股权结构稳定，“高股息+激励计划”彰显发展信心.....	4
1.2、营收利润稳健提升，核心 OTC 业务健康发展.....	7
2、深化 OTC 业务优势，重视产品梯队建设.....	8
2.1、胃肠品类：加强品牌建设，夯实领导地位.....	9
2.1.1、脾胃品类：健胃消食片为核心单品，品牌营销年轻化.....	10
2.1.2、肠道品类：乳酸菌素片和贝飞达，共同构建肠道健康“治养”组合.....	11
2.2、咽喉咳嗽及补益品类：特色产品持续赋能，共筑第二增长曲线.....	13
2.2.1、咽喉咳嗽：构建“1+1+N”产品集群，助力品牌建设.....	13
2.2.2、补益维矿：品牌赋能渠道覆盖，市场份额渐提升.....	15
3、布局处方药拓宽品类赛道，收购江中饮片延伸产业链.....	16
4、发展大健康，打造增长新引擎.....	17
5、盈利预测与投资建议.....	18
5.1、关键假设.....	18
5.2、盈利预测与估值.....	19
6、风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1：公司内生外延同时发展，持续夯实 OTC 胃肠用药领导者地位.....	4
图 2：截至 2024Q3，华润江中制药集团持股 43.09%.....	5
图 3：2021-2023 年公司现金分红比例稳定维持较高水平.....	5
图 4：2021-2023 年公司股息率快速提高.....	5
图 5：2019-2023 年公司营业收入稳健增长.....	7
图 6：2019-2023 年公司归母净利润稳健提升.....	7
图 7：2019-2023 年非处方药贡献主要营收（单位：亿元）.....	7
图 8：2019-2023 年非处方药毛利率均维持在 65%以上.....	7
图 9：2023 年公司毛利率和净利率同比上升.....	8
图 10：2023 年公司销售费用率小幅下降.....	8
图 11：2016-2023 年消化系统药品市场规模基本呈现稳定增长发展态势.....	9
图 12：2016-2023 年消化系统疾病中药占比逐步提高.....	9
图 13：2016-2023 年消化系统疾病非处方药占比渐提高.....	9
图 14：2023 年健胃消食片销售量同比增长 6.06%.....	10
图 15：2018-2023 年公司健胃消食片市场份额均维持在 70%以上.....	11
图 16：2018-2023 年乳酸菌素片销量持续稳健增长.....	12
图 17：2023 年贝飞达销量同比增长超 37%.....	12
图 18：2018-2023 年江中利活乳酸菌素片市场份额均维持在 80%以上.....	12
图 19：2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额同比增长超 30%.....	13
图 20：2023 年复方草珊瑚含片销售量同比增长超 18%.....	13
图 21：公司“杨济生”牌复方鲜竹沥液市场份额稳步提升（单位：百万元）.....	15
图 22：2023 年多维元素片(21)占市场份额比重约为 49%.....	15
图 23：2019-2023 年公司多维元素片(21)市场份额渐提升.....	15

图 24: 2020-2023 年公司处方药业务稳健发展 (单位: 亿元)	16
图 25: 2023 年江西江中中药饮片的营业收入超 2 亿元 (单位: 亿元)	16
图 26: 持续挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力	17
表 1: 公司推出第二期限制性股票激励计划 (草案修订稿), 助力长久向好发展	6
表 2: 公司 OTC 产品丰富, 重点覆盖“脾胃、肠道、咽喉咳喘和补益维矿”四大治疗领域	8
表 3: 2023 年健胃消食片位列重点省份实体药店消化系统中成药产品 TOP2	10
表 4: 2022 年双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊中标福建和广东集采	12
表 5: 复方草珊瑚含片位列 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP5	14
表 6: 多家权威机构推荐复方鲜竹沥液用于呼吸系统感染性疾病的治疗	14
表 7: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	18
表 8: 对比可比公司, 公司估值合理	19

1、江中药业：不改初心，夯实 OTC 胃肠用药领导者地位

OTC 胃肠用药领军者，内生外延同发展。江中药业前身创建于 1969 年，1999 年与江西东风药业股份有限公司重组进而借壳上市，2019 年华润医药战略重组江中集团后，江中药业实际控制人由江西省国资委变更为中国华润有限公司，正式成为“华润系”的一员。同时，2019 年公司并购合桑海制药和济生制药，为“OTC、处方药和大健康”三个业务板块构建优秀的发展基础，目前拥有“江中”“初元”两个中国驰名商标和“杨济生”“桑海”两个江西省著名商标，核心产品含江中健胃消食片、江中利活牌乳酸菌素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、复方草珊瑚含片等。

图1：公司内生外延同时发展，持续夯实 OTC 胃肠用药领导者地位

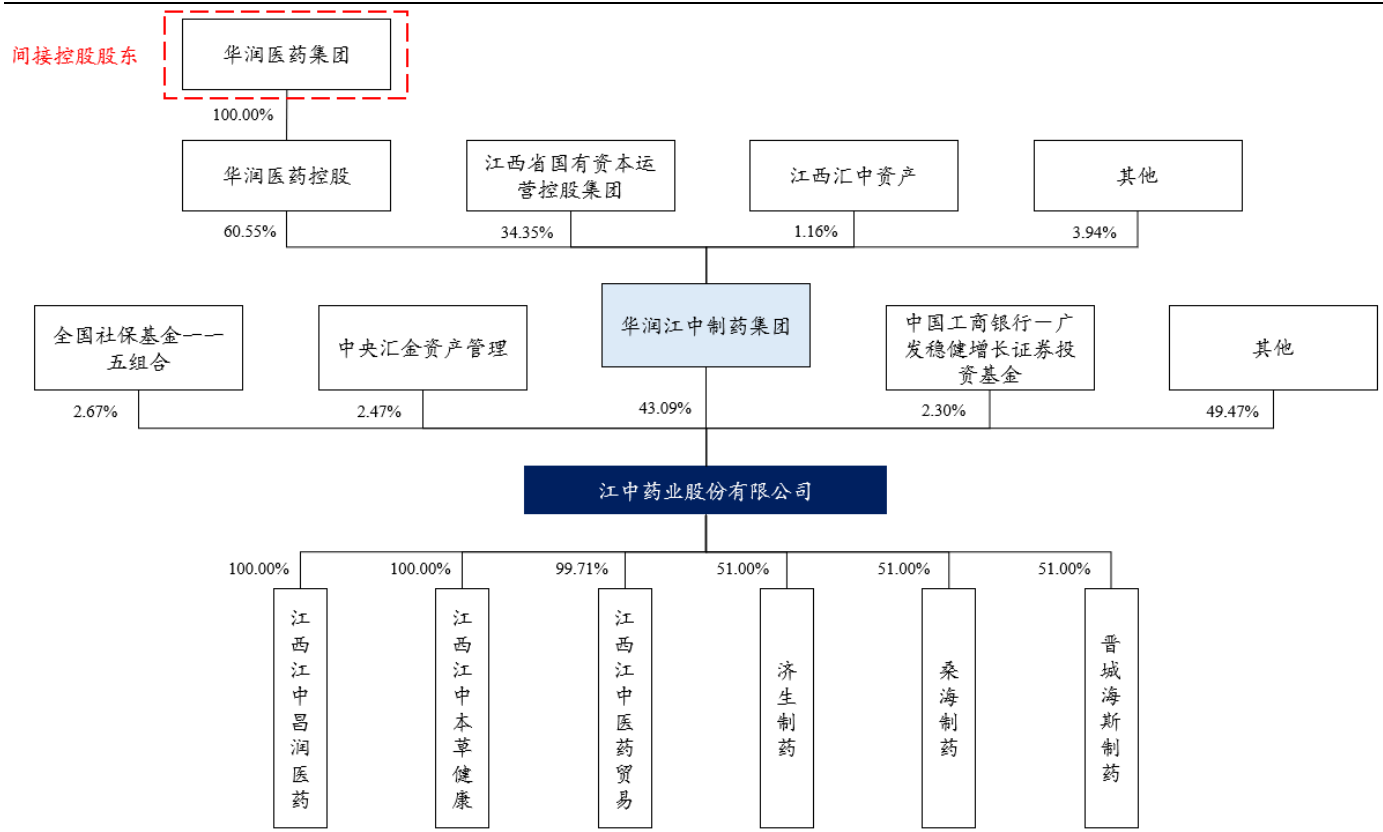


资料来源：公司官网、开源证券研究所（左轴为财务数据，右轴为收盘价）

1.1、股权结构稳定，“高股息+激励计划”彰显发展信心

股权结构清晰，央企背景助力高质量发展。截至 2024Q3，华润江中制药集团是公司第一大股东，持股 43.09%，华润医药控股为公司的间接控股股东，中国华润为实际控制人。我们认为，央企背景有助于公司高效整合资源，增强企业发展信心。

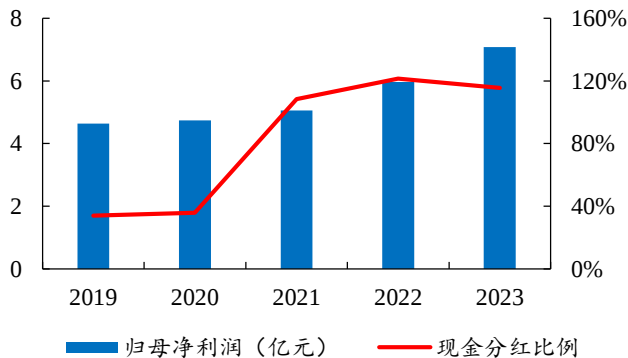
图2：截至 2024Q3，华润江中制药集团持股 43.09%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

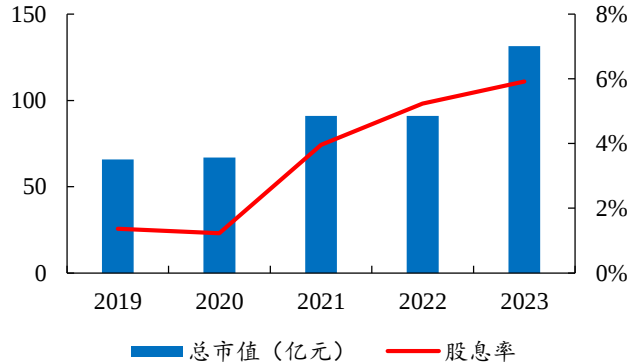
加强市值管理，“高股息+高分红”彰显信心。2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，其中指出要指导央企控股上市公司制定合理可持续的利润分配政策，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例，为中小投资者、机构投资者主动参与利润分配事项决策创造便利环境。与此同时，2021-2023 年公司现金分红比例均超过 100%，股息率由 3.96% 增至 5.92%，通过提高股息、加大现金分红力度，公司更好地回报投资者，并彰显稳健发展的信心。

图3：2021-2023 年公司现金分红比例稳定维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021-2023 年公司股息率快速提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

推出股权激励计划，助力公司快速发展。2024 年 1 月 3 日，公司发布第二期限

制性股票激励计划,拟以 12.79 元/股的价格向不超 213 名激励对象授予 763.5 万股限制性股票,同时计划考核 2024-2026 年指标。而 2025 年 1 月 2 日,公司公告第二期限制性股票激励计划(草案修订稿),拟修改以 13.70 元/股的价格向不超 170 名激励对象授予 687.7 万股限制性股票,并进一步考核 2025-2027 年指标,并同步拔高公司层面业绩考核要求,三次解除限售分别要求:(1) 2025/2026/2027 年投入资本回报率应不低于 15.42%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值;(2) 以 2023 年归母净利润为基数,2025/2026/2027 年归母净利润年复合增长率应不低于 12%;(3) 2025/2026/2027 年研发投入强度应不低于 3.91%/3.92%/3.93%;(4) 完成集团产业链任务,整体彰显企业高质量向好发展决心。

表1: 公司推出第二期限制性股票激励计划(草案修订稿), 助力长久向好发展

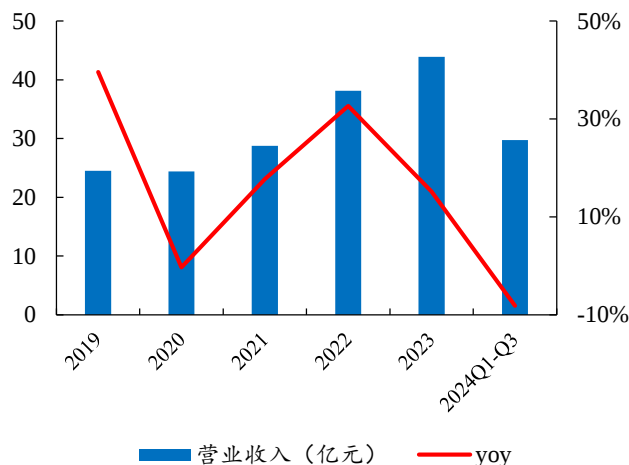
激励计划	解除禁售期	考核年度	公司业绩考核目标	可解除禁售比例
第二期限制性股票激励计划 (2024 年)	第一期	2024 年	1、2024 年投入资本回报率应不低于 13.60%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 2、以 2022 年归母净利润为基数, 2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 3、2024 年研发投入强度应不低于 3.90%。	33%
	第二期	2025 年	1、2024 年投入资本回报率应不低于 13.60%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 2、以 2022 年归母净利润为基数, 2025 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 3、2025 年研发投入强度应不低于 3.91%。	33%
	第三期	2026 年	1、2024 年投入资本回报率应不低于 13.60%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 2、以 2022 年归母净利润为基数, 2026 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%,且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值; 3、2026 年研发投入强度应不低于 3.92%。	34%
第二期限制性股票激励计划(草案修订稿) (2025 年)	第一期	2025 年	1、2025 年投入资本回报率应不低于 15.42%,且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平; 2、以 2023 年归母净利润为基数, 2025 年归母净利润年复合增长率应不低于 12%,且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平,且当年归母净利润绝对值不低于上年度; 3、2025 年研发投入强度应不低于 3.91%; 4、2025 年完成集团公司下发的产业链相关任务。	33%
	第二期	2026 年	1、2026 年投入资本回报率应不低于 15.42%,且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平; 2、以 2023 年归母净利润为基数, 2026 年归母净利润年复合增长率应不低于 12%,且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平,且当年归母净利润绝对值不低于上年度; 3、2026 年研发投入强度应不低于 3.92%; 4、2026 年完成集团公司下发的产业链相关任务。	33%
	第三期	2027 年	1、2027 年投入资本回报率应不低于 15.42%,且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平; 2、以 2023 年归母净利润为基数, 2027 年归母净利润年复合增长率应不低于 12%,且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平,且当年归母净利润绝对值不低于上年度; 3、2027 年研发投入强度应不低于 3.93%; 4、2027 年完成集团公司下发的产业链相关任务。	34%

资料来源:公司公告、开源证券研究所

1.2、营收利润稳健提升，核心 OTC 业务健康发展

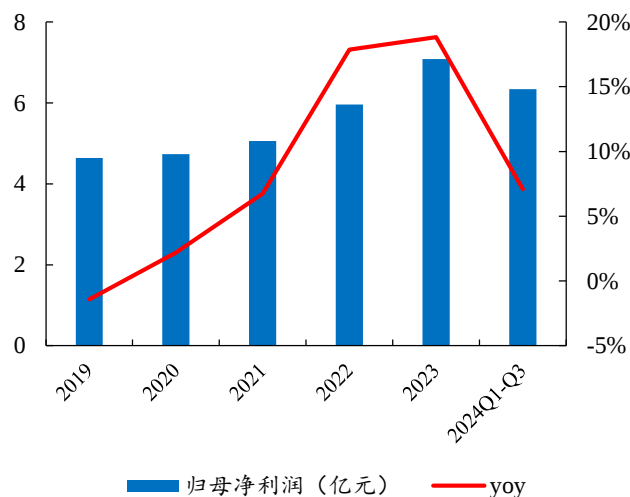
营业利润稳定增长，发展潜力大。2019-2023 年，公司营业收入由 24.49 亿元增至 43.90 亿元，CAGR 为 15.71%；归母净利润由 4.64 亿元增至 7.08 亿元，CAGR 为 11.18%。整体来看，近五年公司营收利润稳健扩张，其中 2022 年营业收入快速增长，主要系公司单产品收入增长且 2022 年前三季度新增海斯制药并表所致。2024Q1-Q3 实现营业收入 29.72 亿元，同比下降 8.19%；归母净利润 6.34 亿元，同比增长 7.09%。

图5：2019-2023 年公司营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

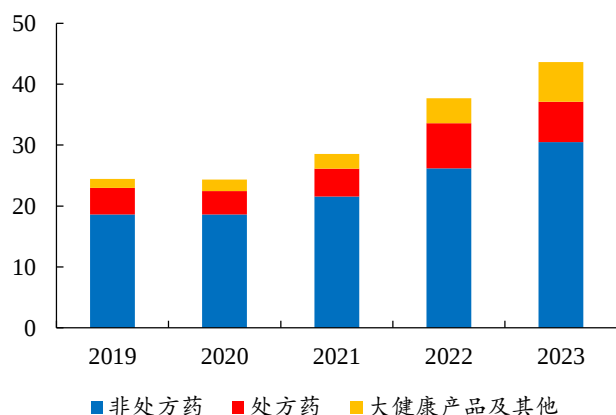
图6：2019-2023 年公司归母净利润稳健提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

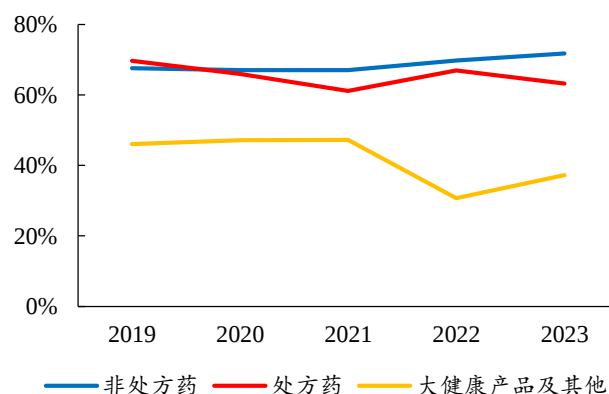
分产品类别来看，非处方药为核心，同步拓展处方药与大健康。2023 年，非处方药实现营收 30.50 亿元，占主营业务收入的比重为 69.89%；处方药营收 6.64 亿元，占主营业务收入的比重为 15.21%；保健品及其他营收 6.50 亿元，占主营业务收入的比重为 14.89%。其中，2019 年公司通过并入桑海制药和济生制药，同步发展处方药业务，现已成为公司的核心业务板块之一。与此同时，2019-2023 年公司非处方药和处方药产品毛利率均维持在 65%以上，系主要利润来源。

图7：2019-2023 年非处方药贡献主要营收（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

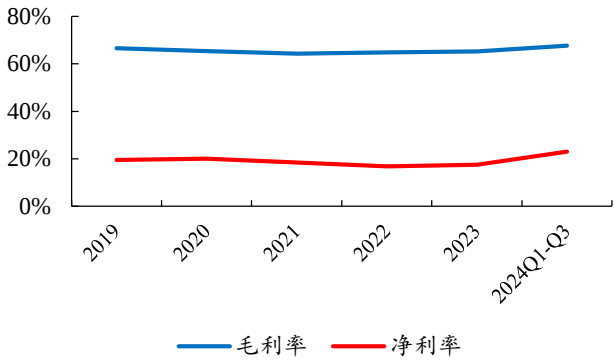
图8：2019-2023 年非处方药毛利率均维持在 65%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

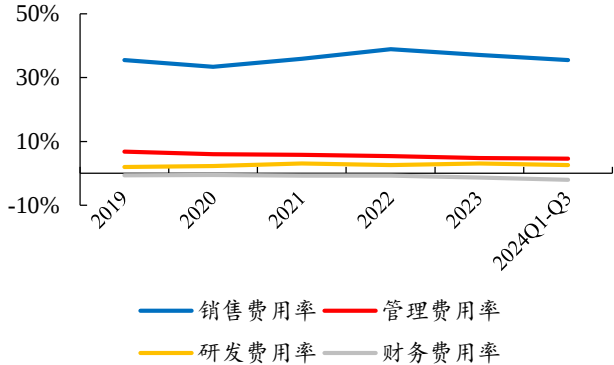
盈利提升，控费能力增强。盈利能力方面，2021-2023 年公司毛利率由 64.34% 增至 65.31%；净利率均维持在 16% 以上，盈利能力呈逐步提升发展态势。**费用管控方面**，2019-2023 年公司管理费用率逐年下降，由 6.81% 降至 4.80%，同时 2023 年销售费用率为 37.09%，研发费用率为 3.04%，财务费用率为 -1.36%。

图9：2023 年公司毛利率和净利率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023 年公司销售费用率小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、深化 OTC 业务优势，重视产品梯队建设

非处方药业务为公司的基本盘，主要围绕“脾胃、肠道、咽喉咳嗽、补益维矿”四大核心品类，打造大单品，同时围绕核心单品拓展建设产品梯队，促进业绩稳增。

表2：公司 OTC 产品丰富，重点覆盖“脾胃、肠道、咽喉咳嗽和补益维矿”四大治疗领域

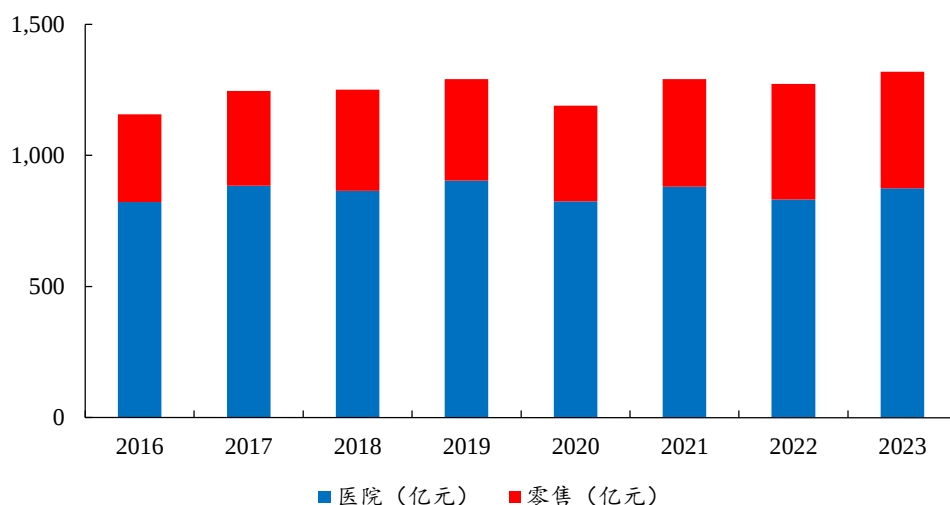
主治领域	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
脾胃	健胃消食片	中药	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者	否	是
	双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊	生物制品	肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘，也可用于治疗中型急性腹泻，慢性腹泻及消化不良、腹胀	是	是
肠道	乳酸菌素片	化药	用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻	否	否
咽喉	复方草珊瑚含片	中药	疏风清热，消肿止痛，清利咽喉。用于外感风热所致的喉痹，症见咽喉肿痛、声哑失音；急性咽喉炎见上述证候者	否	否
	复方鲜竹沥液	中药	清热化痰，止咳。用于痰热咳嗽，痰黄黏稠	否	是
维生素类	多维元素片	化药	用于预防和治疗因维生素与矿物质缺乏所引起的各种疾病	否	否

资料来源：公司公告、公司官网、华润江中微信公众号、《国家基本药物目录（2018 年版）》、《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》、开源证券研究所

2.1、胃肠品类：加强品牌建设，夯实领导地位

消化系统药品市场规模稳健增长，零售渠道销售占比逐步提高。据赛柏蓝统计，2016-2023 年消化系统药品市场规模由 1156 亿元增至 1319 亿元，CAGR 为 1.9%。其中，在国采、疫情等因素影响下，消化系统药品市场规模在 2020 年出现下滑，之后缓慢恢复增长。从销售渠道来看，2016-2023 年消化系统疾病药物在零售端的规模增长更快，零售端年均复合增长率为 4.2%，同期医院端为 0.9%；且零售端销售占比由 2016 年的 28.9% 增至 2023 年的 33.7%，反映零售渠道对消化系统类药品销售的重要性日益提高。

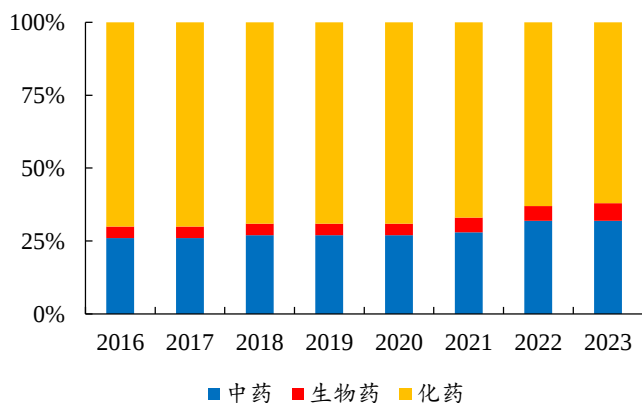
图11：2016-2023 年消化系统药品市场规模基本呈现稳定增长发展态势



数据来源：赛柏蓝微信公众号、开源证券研究所

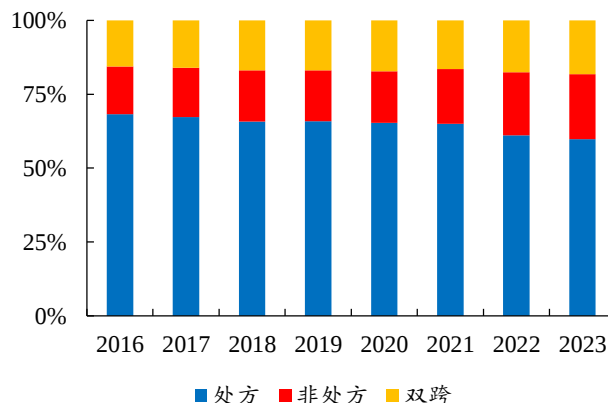
中药及 OTC 药物市场份额逐步提升。分药品类型来看，消化系统药物以化药为主，但据赛柏蓝统计，2016-2023 年化药市场份额逐年降低，中药逐年上升，2023 年中药市场份额约为 32%。从处方角度来看，2016-2023 年处方药虽仍占据消化系统疾病用药的主要市场，但出现逐年缩减的态势，而 OTC 药物和双跨药物市场占比则逐年递增。其中 OTC 药物市场份额占比由 16.2% 增至 22.0%。

图12：2016-2023 年消化系统疾病中药占比逐步提高



数据来源：赛柏蓝微信公众号、开源证券研究所

图13：2016-2023 年消化系统疾病非处方药占比渐提高



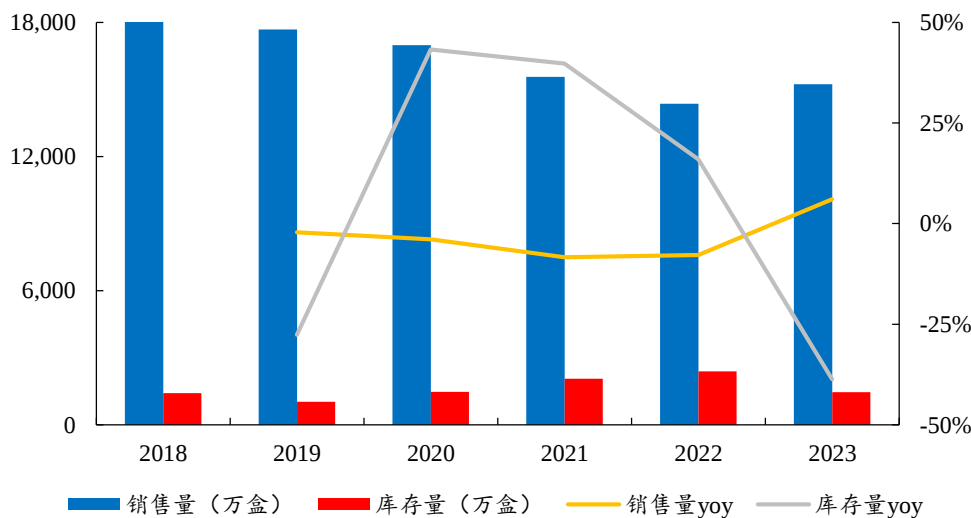
数据来源：赛柏蓝微信公众号、开源证券研究所

2.1.1、脾胃品类：健胃消食片为核心单品，品牌营销年轻化

健胃消食片以太子参、陈皮、山药、山楂和炒麦芽为主要成分，多用于治疗脾胃虚弱所致的食积，不思饮食、噯腐酸臭、脘腹胀满等症状。

医保解限销售良好，成本相对可控。2023 年医保目录解除健胃消食片“限儿童”的使用限制，销售量同比增长 6.06%，且收入规模重回 11 亿元，有助于公司持续巩固其 OTC 消化领域用药的领导地位。成本方面，为避免中药材价格波动带来的原材料价格风险，公司积极针对太子参、炒麦芽等原材料进行战略储备，同时针对怀山药制定短期采购策略，因此预计 2024 年健胃消食片成本相对可控，有助于经营业绩进一步提升。

图14：2023 年健胃消食片销售量同比增长 6.06%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

品牌推广持续发力，已成为健胃消食类知名用药，龙头地位稳固。“江中”品牌日渐成熟，同时聚焦品牌年轻化塑造，拓展美食消费的场景链接，挖掘“家中常备”的情感链接，创新渠道推广；此外通过媒介组合投放，提升在年轻人群中的品牌影响力，进一步巩固消费者心智认知。据赛柏蓝统计，健胃消食片在 2023 年重点省份实体药店消化系统 Top20 中成药产品中市场份额位列第二名，同时也是健胃消食类零售市场份额第一名。竞争格局方面，据 PDB 统计，目前市场上共有超 30 家企业生产销售“健胃消食片”，竞争格局相对分散。具体来看，2018-2023 年公司市场份额始终名列第一，且市场份额由 74.8%增至 83.8%，彰显其稳固的龙头地位。

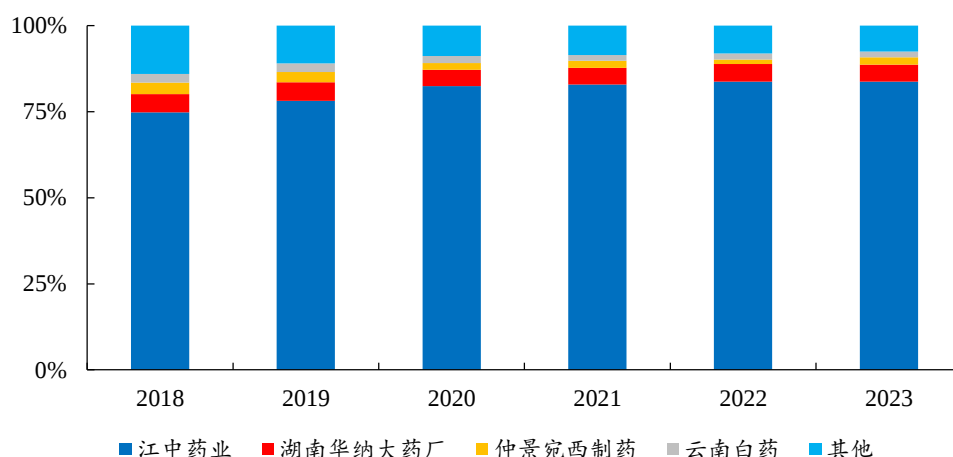
表3：2023 年健胃消食片位列重点省份实体药店消化系统中成药产品 TOP2

排名	产品名称	生产企业	治疗亚类	市场份额
1	藿香正气口服液	太极集团、亚东生物制药	祛暑剂	12.93%
2	健胃消食片	江中药业、健民药业等	健胃消食类	8.71%
3	肠炎宁片	康恩贝	肠道用药	8.18%
4	片仔癀	片仔癀	肝病用药	4.84%
5	护肝片	广药集团、维康药业等	肝病用药	3.82%
6	迈之灵片	德国礼达大药厂	痔疮用药	3.00%
7	参苓健脾胃颗粒	昆药集团、云南白药	健胃消食类	2.09%

排名	产品名称	生产企业	治疗亚类	市场份额
8	藿香正气水	太极集团、济民可信等	祛暑剂	1.93%
9	马应龙麝香痔疮膏	马应龙	痔疮用药	1.78%
10	康复新液	京新药业、科伦药业等	胃药(胃炎、溃疡)	1.74%
11	三九胃泰颗粒	华润三九	胃药(胃炎、溃疡)	1.29%
12	肠炎宁胶囊	康恩贝、葫芦娃	肠道用药	1.23%
13	藿香正气滴丸	天士力	祛暑剂	1.23%
14	麝香痔疮栓	马应龙	痔疮用药	1.17%
15	新复方芦荟胶囊	河北万邦复临药业	便秘用药	1.04%
16	人参健脾片	维康药业、百善药业	健胃消食类	0.82%
17	消渴丸	白云山	糖尿病用药	0.80%
18	龙胆泻肝丸	佛慈制药、仁和药业等	肝病用药	0.73%
19	大山楂丸	天士力、东阿阿胶等	健胃消食类	0.73%
20	健脾八珍糕	新海康制药、江西百神药业	健胃消食类	0.72%

资料来源：赛柏蓝微信公众号、Insight、开源证券研究所

图15：2018-2023 年公司健胃消食片市场份额均维持在 70%以上

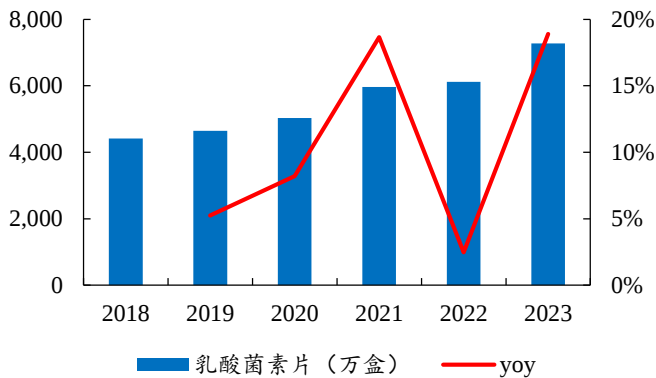


数据来源：PDB、开源证券研究所

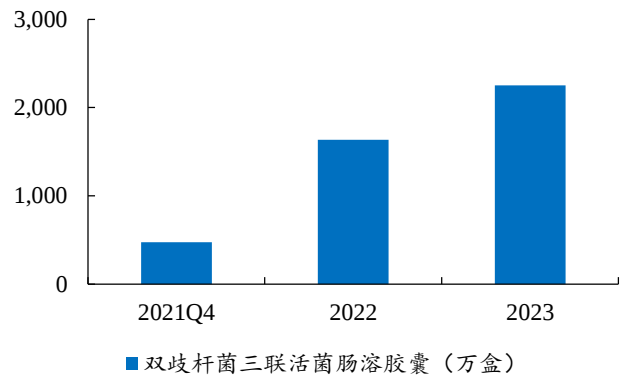
2.1.2、肠道品类：乳酸菌素片和贝飞达，共同构建肠道健康“治养”组合

江中利活牌乳酸菌素片常用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻；双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）常用于肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘，也可用于治疗中型急性腹泻，慢性腹泻及消化不良、腹胀等病症。

肠道双星销售量持续增长，市场广阔待开发。伴随大众对微生态制剂的认可度不断提升，乳酸菌素片和双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊两大拳头产品近几年销量持续提升，其中乳酸菌素片销量增长较为稳健，2018-2023 年间销售量由 4417 万盒增至 7269 万盒，CAGR 为 10.5%；双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊为控股子公司海斯制药主要产品，2022 年陆续中标福建省药品集中带量采购以及广东省双氯芬酸集中带量采购轮次，助力销量增长，根据 Insight 统计 2021 年贝飞达价格约 0.93 元/粒，计算集采降价幅度约为 21%。销售额方面，2023 年两产品收入规模均突破 5 亿元，共同构建公司肠道健康“治养”组合，未来市场发展前景广阔待开发。

图16：2018-2023 年乳酸菌素片销量持续稳健增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：2023 年贝飞达销量同比增长超 37%


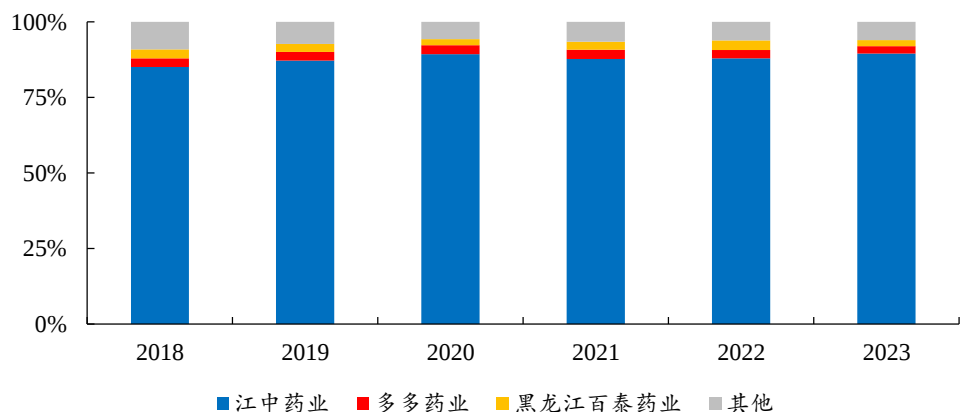
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：2022 年双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊中标福建和广东集采

中标公告时间	集采轮次	规格	中标价(元/盒)	单价(元/粒)	降价幅度
2022 年 11 月	2022 年福建省集中带量采购	-	-	-	-
2022 年 12 月	广东省双氯芬酸集中带量采购	36 粒/盒	26.4	0.7336	21.1%

资料来源：Insight、福建医疗保障局、广东医疗保障局、开源证券研究所

乳酸菌素片品牌营销持续加强，健康养菌观念深入人心，市场地位稳固。江中利活乳酸菌素片基于其能够促进肠道有益菌，从根本上调理肠道，提高肠道免疫力，缓解反复便秘、闹肚子等问题，且具口感好、适用广、易携带等特点，公司前瞻性提出“养出好菌，利活肠道”的健康理念，向消费者推广“好肠道离不开日常调理”的观点，无论是体验感还是调理效果都符合消费者肠道健康需求，助力江中利活持续深耕“肠道健康”这一细分领域。同时，基于消费需求、产品特点等，江中利活同时发力“百强连锁+B2C+O2O”渠道，打造“线上引爆、线下联动”的立体营销模式，取得了品牌声量和营销业绩的双丰收。因此，虽然市场上有超 15 家企业生产销售乳酸菌素片，但“江中”“利活”仍牢牢占据消费者心智。据 PDB 统计，2018-2023 年公司乳酸菌素片市场份额持续走高，由 85.0%增至 89.5%，市场地位稳固。

图18：2018-2023 年江中利活乳酸菌素片市场份额均维持在 80%以上


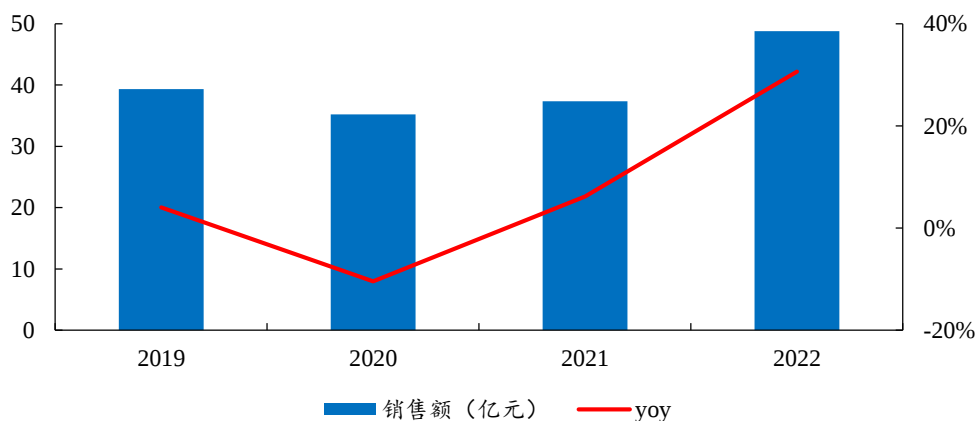
数据来源：PDB、开源证券研究所

2.2、咽喉咳喘及补益品类：特色产品持续赋能，共筑第二增长曲线

2.2.1、咽喉咳喘：构建“1+1+N”产品集群，助力品牌建设

咽喉中成药市场规模增长，已成家中常备药。咽喉疾病是一种较为常见的疾病，因此咽喉中成药也已经成为不少家庭的常备用药。据米内网统计，咽喉中成药在中国城市实体药店终端销售额曾一路增长，2020 年受新冠疫情影响大幅下滑接近 10.45%；2021 年销售额逐渐恢复，同比增长 6.16%；2022 年销售额超 48 亿元，同比增长 30.60%，明显超越疫情前水平。

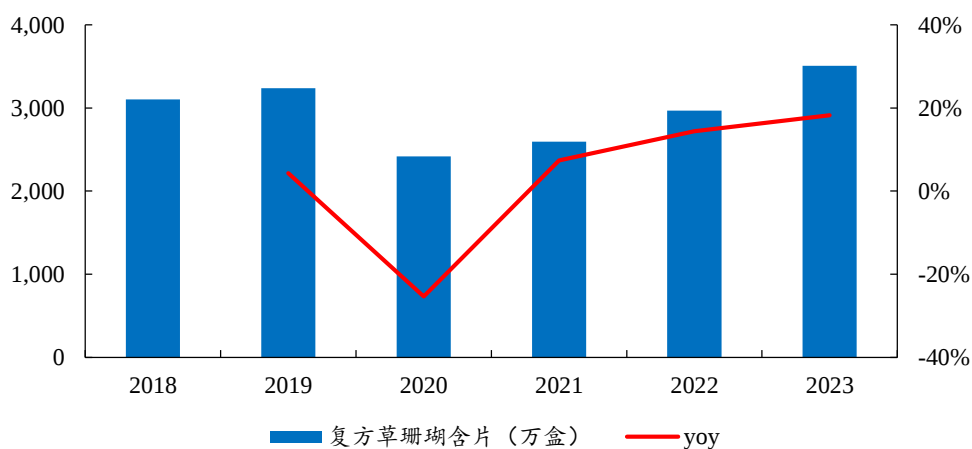
图19：2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额同比增长超 30%



数据来源：米内网、开源证券研究所

复方草珊瑚含片销量稳健增长，市场认可度渐提升。复方草珊瑚含片为公司的独家品种，具有疏风清热、消肿止痛、清利咽喉的功效。据公司公告，2020-2023 年公司复方草珊瑚含片销售量呈持续增长态势，由 2417 万盒增至 3509 万盒，CAGR 为 13.2%。其中，2020 年销售量同比下滑 25.36% 主要受疫情影响所致，随后销量恢复增长。与此同时，复方草珊瑚含片坚持品牌唤醒，重启央视广告投放，围绕教师等目标人群强化公关营销，匹配消费者需求增加强化渠道合作，2022 年位列中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP5，2023 年实现销量增速接近 20% 的亮眼表现。

图20：2023 年复方草珊瑚含片销售量同比增长超 18%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：复方草珊瑚含片位列 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP5

排名	产品名称	生产企业	销售额（亿元）	增长率（%）
1	金嗓子喉片	广西金嗓子	7.44	36.96%
2	桂林西瓜霜	桂林三金药业	3.71	6.43%
3	西瓜霜润喉片	桂林三金药业	2.51	40.12%
4	清喉利咽颗粒	桂龙药业(安徽)	2.23	21.51%
5	复方草珊瑚含片	江中药业	2.21	19.10%
6	金鸣片	山东宏济堂制药集团	1.87	475.64%
7	复方青橄榄利咽含片	桂龙药业(安徽)	1.28	62.81%
8	六神丸	雷允上药业集团	1.14	64.25%
9	开喉剑喷雾剂	贵州三力制药	1.12	55.82%
10	咽立爽口含滴丸	黄果树立爽药业	1.11	10.36%
11	咽炎片	华润三九(黄石)药业	1.01	4.76%
12	苦金片	上海医药青岛国风药业	1.00	27.69%
13	西瓜霜清咽含片	桂林三金药业	0.98	20.76%
14	金喉健喷雾剂	贵州宏宇药业	0.91	27.84%
15	复方片仔癀含片	漳州片仔癀药业	0.85	24.76%
16	黄氏响声丸	无锡济煜山禾药业	0.82	-1.79%
17	咽炎片	西安科力药业	0.77	14.93%
18	咽炎片	成都迪康药业	0.67	130.49%
19	玄麦甘桔颗粒	太极集团重庆中药二厂	0.62	25.02%
20	冬凌草糖浆	辅仁药业集团	0.60	225.26%

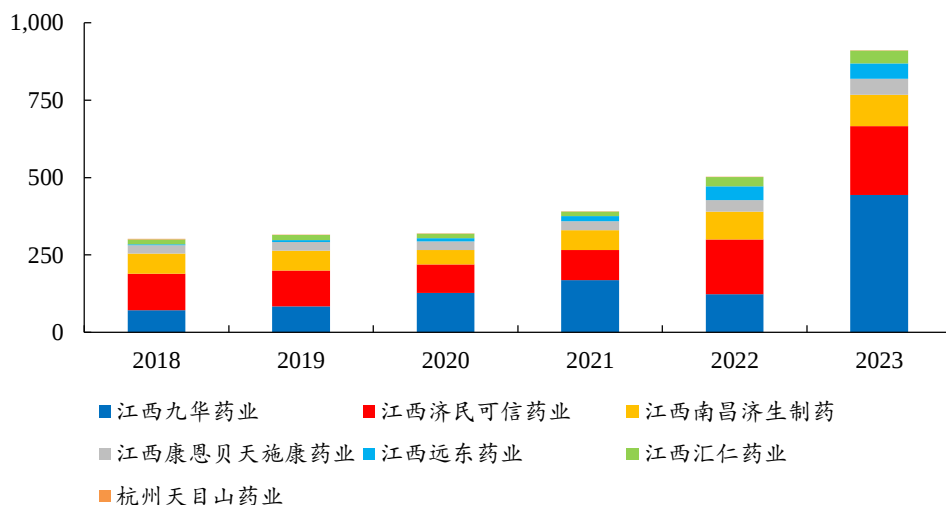
数据来源：米内网、开源证券研究所

复方鲜竹沥液入选多项防治指南，市场份额稳步扩张。复方鲜竹沥液主要由鲜竹沥、鱼腥草、生半夏、生姜、枇杷叶、桔梗、薄荷素油组成。方中鲜竹沥性寒滑利，清肺降火，化痰止咳，为君药，全方共奏清热化痰、止咳之功，适用人群涵盖成人和儿童，跨越疾病早、中期和恢复期，因此获多家权威机构推荐用于冬季多发的呼吸道疾病防治。此外，据 PDB 统计，市场上有超 5 家企业生产销售复方鲜竹沥液，2018-2023 年公司“杨济生”牌产品市场份额稳居第三，销售额由 0.65 亿元增至 1 亿元，受益于公司围绕基层重点市场布局，充分发挥品牌势能，使其成为过亿单品。

表6：多家权威机构推荐复方鲜竹沥液用于呼吸系统感染性疾病的治疗

文件	推荐机构
儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊疗方案（2023 版）	国家儿童医学中心、首都医科大学附属北京儿童医院
内蒙古自治区急性呼吸道感染性疾病中医药防治方案（2023 年版）	内蒙古自治区卫健委
甘肃省 2023 年流感中医药防治方案	甘肃省卫健委
2023 年冬季呼吸道感染性疾病治疗方案	北京中医药大学中医疫病研究院
肺炎支原体肺炎中医防治及调护措施	杭州市中西医结合儿童呼吸专科联盟

资料来源：华润江中微信公众号、开源证券研究所

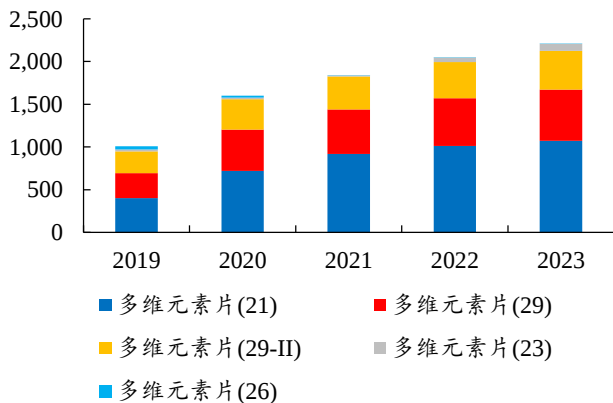
图21：公司“杨济生”牌复方鲜竹沥液市场份额稳步提升（单位：百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

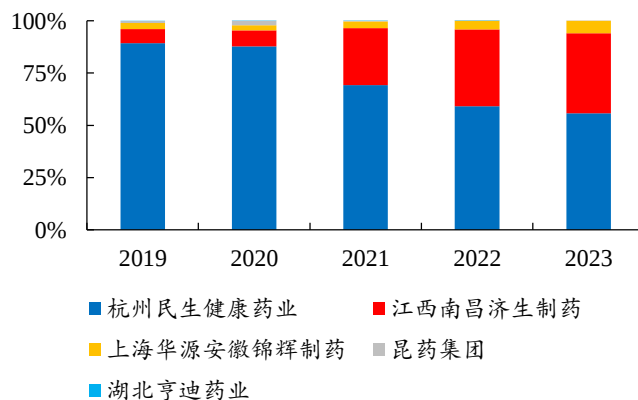
咽喉咳喘品类初步形成“1+1+N”的产品矩阵。据公司公告，2023 年公司核心咽喉咳喘类产品复方草珊瑚含片及复方鲜竹沥液合计收入突破 3 亿元，同时公司延伸咽喉咳喘特色单品，已布局牛黄蛇胆川贝液、夏桑菊颗粒、冬菰止咳颗粒等特色产品，构建咽喉咳喘品类集群，助力板块业绩提升。

2.2.2、补益维矿：品牌赋能渠道覆盖，市场份额渐提升

多维元素片收入规模稳定，市场份额逐步提升。据 PDB 统计，多维元素片品类中，多维元素片(21)是主要产品，2023 年销售额超 10 亿元，占市场总销售额的 48.6%。其中，2019-2023 年控股子公司济生制药的多维元素片(21)销售额逐年提升，市场份额由 6.6%增至 38.4%。我们认为这在一定程度上受益于公司产品的渠道重塑和运营强化，通过优化品牌赋能、渠道覆盖、线上新零售等举措，使市场占有率和终端推荐率得到进一步巩固，且荣获“2022-2023 中国药店店员推荐率最高品牌”奖，以及“2022-2023 年家中常备药”上榜品牌。

图22：2023 年多维元素片(21)占市场份额比重约为 49%


数据来源：PDB、开源证券研究所

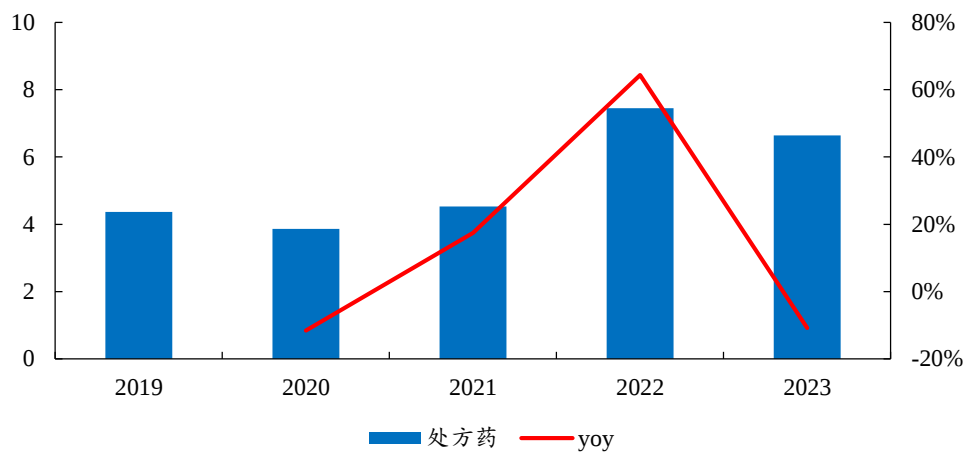
图23：2019-2023 年公司多维元素片(21)市场份额渐提升


数据来源：PDB、开源证券研究所

3、布局处方药拓宽品类赛道，收购江中饮片延伸产业链

治疗领域多元化，布局慢病市场。公司的处方药业务覆盖心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等领域，主要包括江中牌蚓激酶肠溶胶囊（博洛克）及桑海制药、济生制药、海斯制药的处方药产品。**在院内和基层医疗市场**，公司围绕以博洛克为核心的心脑血管品类及其他慢病、呼吸品类的特色产品，强化客户管理，布局和拓展医疗市场，促进业务合规发展。同时，海斯制药积极参与国家和省级集采；公司加快推进盐酸氯普鲁卡因等药品一致性评价工作，挖掘麻醉类潜力产品，拓宽销售渠道。**在院外市场**，依托桑海制药、济生制药的慢病品种，借力“江中”品牌优势，拓宽品类赛道，布局慢病特色品类，搭建慢病特色产品矩阵雏形，开拓老年慢病市场，探索营销新模式。

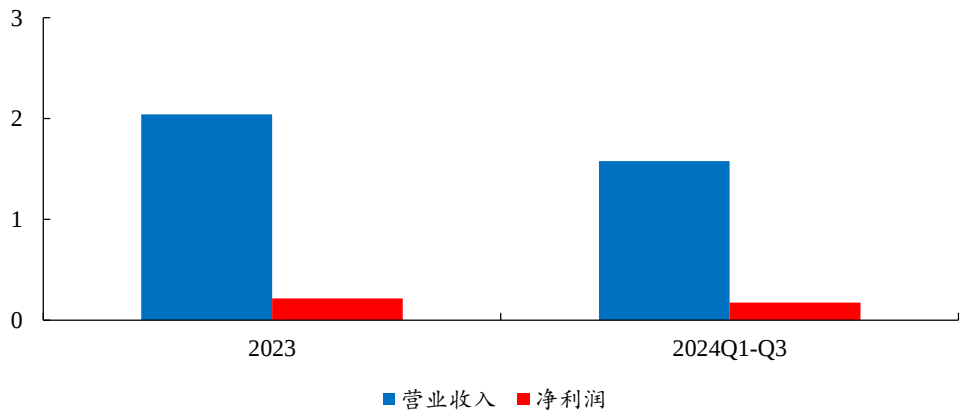
图24：2020-2023 年公司处方药业务稳健发展（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

收购江中中药饮片，强化产业链布局。2024 年公司以自有资金 0.86 亿元购买控股股东华润江中制药集团所持有的江西江中中药饮片 51%股权，我们认为这一行为标志着公司在推动处方药业务多元化、多渠道发展的同时，探索向上游延伸中药产业链布局，通过补链强链提升核心竞争力。

图25：2023 年江西江中中药饮片的营业收入超 2 亿元（单位：亿元）

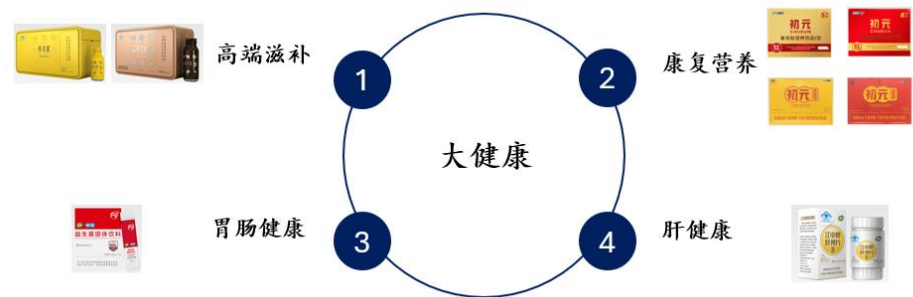


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2024Q1-Q3 数据为未经审计数据）

4、发展大健康，打造增长新引擎

深挖核心品类潜力，强化品牌建设。公司的大健康业务围绕中医药、药食同源、西方膳食维矿营养等主线，持续挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力。(1) **高端滋补**：“参灵草”系列产品通过真实世界研究及改善长新冠患者免疫、疲劳的临床研究，持续提升消费者对产品的认可度，同时聚焦功效研究、航空航天、专家背书三大特点，聚力打造标杆市场。据公司公告披露，2023 年参灵草系列产品收入规模已经过亿，并延续稳定增长趋势。(2) **康复营养**：公司聚力打造“初元”肽类、蛋白类系列大健康产品，同步开拓特医食品赛道，不断增加产品储备，丰富业务布局，2023 年初元系列产品收入实现约 40% 的增长。(3) **胃肠健康及肝健康**：针对益生菌系列产品及肝纯片，公司积极抓取新媒体流量红利，同时结合品牌共建模式，持续加强产品专业背书推广，并运用新零售推广方式进行全渠道推广，促使两大品类均实现突破性增长，有望成为新的过亿业务。

图26：持续挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力



资料来源：公司官网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

随着公司全方位品牌营销的持续推进，非处方药、处方药和大健康产品及其他业务的持续拓展，有望带来经营业绩的稳健提升，我们假设：

(1) 非处方药：以健胃消食片、乳酸菌素片和双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊等大单品为主。基于竞争格局和品牌影响力等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司非处方药产品收入增速为 6.56%/8.15%/10.93%，毛利率分别为 74.27%/74.53%/74.76%。

(2) 处方药：以中药饮片、蚓激酶肠溶胶囊和雷贝拉唑钠肠溶片等产品为主，我们预计 2024-2026 年公司处方药产品收入增速为 8.52%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 44.00%/44.00%/44.00%。

(3) 大健康产品及其他：我们预计 2024-2026 年公司大健康系列产品收入增速为 -34.00%/8.00%/10.00%，毛利率分别为 38.00%/39.00%/40.00%。

表7：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

江中药业 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,390	4,436	4,807	5,316
yoy	13.0%	1.1%	8.4%	10.6%
毛利率 (%)	65.3%	65.7%	66.0%	66.3%
归属母公司股东的净利润	708	785	891	1,008
yoy	18.4%	10.8%	13.5%	13.1%
主营业务收入拆分				
1. 非处方药				
收入	3050.07	3250.13	3514.92	3899.27
yoy	16.52%	6.56%	8.15%	10.93%
毛利率 (%)	71.70%	74.27%	74.53%	74.76%
业务收入比例 (%)	69.48%	73.26%	73.12%	73.34%
2. 处方药				
收入	663.88	720.41	792.45	871.70
yoy	-10.86%	8.52%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	63.21%	44.00%	44.00%	44.00%
业务收入比例 (%)	15.12%	16.24%	16.49%	16.40%
3. 大健康产品及其他				
收入	649.94	428.96	463.28	509.60
yoy	58.77%	-34.00%	8.00%	10.00%
毛利率 (%)	37.28%	38.00%	39.00%	40.00%
业务收入比例 (%)	14.80%	9.67%	9.64%	9.59%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.85/8.91/10.08 亿元，同比增长 10.8%/13.5%/13.1%，EPS 为 1.25/1.42/1.60 元，当前股价对应 PE 为 16.9/14.9/13.2 倍。基于公司中药属性及 OTC 等业务方向，选取华润三九、同仁堂及康恩贝作为可比公司。我们认为公司 OTC 系列大单品成长空间大，处方药和大健康业务有望持续向好发展助力业绩提升，与可比公司的平均估值相比，江中药业估值合理，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：对比可比公司，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000999.SZ	华润三九	41.92	2.89	3.03	3.43	4.22	14.5	13.8	12.2	9.9
600085.SH	同仁堂	36.33	1.22	1.27	1.47	1.70	29.9	28.5	24.8	21.3
600572.SH	康恩贝	4.44	0.23	0.27	0.31	0.35	19.3	16.5	14.4	12.6
	平均值		1.44	1.52	1.73	2.09	21.2	19.6	17.1	14.6
600750.SH	江中药业	21.10	1.13	1.25	1.42	1.60	18.7	16.9	14.9	13.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025.2.24，江中药业为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

6、风险提示

市场竞争加剧：公司处于中药行业，优势科室涉及胃肠道和呼吸系统等，可能会面临市场上较多化药及中药产品的竞争，可能面临市场竞争加剧的风险。

产品销售不及预期：公司重点产品如健胃消食片、乳酸菌素片、复方草珊瑚含片等面临销售不及预期的风险。

品牌营销不及预期：公司积极开展品牌营销，但由于营销效果具有不确定性，因此可能面临品牌推广不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4054	2397	2751	3450	4131
现金	1371	1333	2050	2720	3328
应收票据及应收账款	312	410	0	0	0
其他应收款	43	16	44	21	51
预付账款	81	43	83	54	97
存货	387	406	386	467	467
其他流动资产	1860	189	189	189	189
非流动资产	2222	3731	3621	3629	3676
长期投资	36	31	22	14	7
固定资产	1072	1524	1436	1455	1506
无形资产	379	401	401	396	388
其他非流动资产	734	1775	1762	1764	1775
资产总计	6276	6129	6372	7079	7807
流动负债	1678	1586	1437	1549	1599
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	237	156	0	0	0
其他流动负债	1441	1430	1437	1549	1599
非流动负债	91	67	67	67	67
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	91	67	67	67	67
负债合计	1768	1653	1504	1616	1667
少数股东权益	604	644	692	753	827
股本	630	629	629	629	629
资本公积	427	425	425	425	425
留存收益	2878	2794	3111	3413	3789
归属母公司股东权益	3904	3832	4176	4710	5314
负债和股东权益	6276	6129	6372	7079	7807

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1022	1036	1140	1104	1125
净利润	646	767	833	952	1082
折旧摊销	121	120	138	145	159
财务费用	-28	-60	-32	-54	-77
投资损失	-4	3	2	1	0
营运资金变动	316	161	213	76	-33
其他经营现金流	-30	44	-13	-15	-6
投资活动现金流	69	-127	-13	-131	-191
资本支出	346	209	37	161	214
长期投资	371	40	9	8	8
其他投资现金流	44	42	15	22	15
筹资活动现金流	-729	-817	-409	-303	-327
短期借款	0	0	0	0	0
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	20	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-748	-814	-409	-303	-327
现金净增加额	362	92	717	670	607

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3885	4390	4436	4807	5316
营业成本	1384	1523	1520	1636	1792
营业税金及附加	60	63	74	78	83
营业费用	1508	1628	1627	1689	1868
管理费用	206	211	213	221	234
研发费用	100	133	120	188	208
财务费用	-28	-60	-32	-54	-77
资产减值损失	-0	-9	0	0	0
其他收益	46	51	48	48	48
公允价值变动收益	57	-37	16	22	15
投资净收益	4	-3	-2	-1	-0
资产处置收益	-0	1	0	1	1
营业利润	748	894	975	1112	1262
营业外收入	7	9	7	6	7
营业外支出	2	6	4	4	4
利润总额	753	897	977	1114	1265
所得税	107	130	144	162	184
净利润	646	767	833	952	1082
少数股东损益	48	58	48	61	74
归属母公司净利润	598	708	785	891	1008
EBITDA	833	978	1069	1193	1339
EPS(元)	0.95	1.13	1.25	1.42	1.60

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	35.2	13.0	1.1	8.4	10.6
营业利润(%)	19.6	19.5	9.0	14.1	13.5
归属于母公司净利润(%)	18.3	18.4	10.8	13.5	13.1
获利能力					
毛利率(%)	64.4	65.3	65.7	66.0	66.3
净利率(%)	15.4	16.1	17.7	18.5	19.0
ROE(%)	14.3	17.1	17.1	17.4	17.6
ROIC(%)	15.4	18.9	18.8	18.8	18.8
偿债能力					
资产负债率(%)	28.2	27.0	23.6	22.8	21.3
净负债比率(%)	-28.9	-28.7	-41.1	-48.9	-53.4
流动比率	2.4	1.5	1.9	2.2	2.6
速动比率	2.1	1.2	1.6	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	12.5	15.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.0	10.1	25.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.13	1.25	1.42	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.65	1.81	1.76	1.79
每股净资产(最新摊薄)	6.21	6.09	6.64	7.49	8.45
估值比率					
P/E	22.2	18.7	16.9	14.9	13.2
P/B	3.4	3.5	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.5	12.9	11.1	9.5	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn