

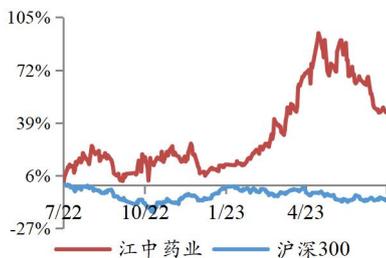
## 肠胃品类领导者，品牌深入人心

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-21

收盘价(元)	19.03
近12个月最高/最低(元)	25.50/13.42
总股本(百万股)	629
流通股本(百万股)	624
流通股比例(%)	99.09
总市值(亿元)	120
流通市值(亿元)	119

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 肠胃品类领导者，品牌深入人心

江中药业产品涵盖脾胃、肠道、咽喉、补益等多个领域，产品线丰富，是华润医药旗下 OTC 板块的领先企业。公司核心业务聚焦于肠胃品类，2022 年公司拥有“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，夯实胃肠日常用药专家与领导者地位。公司 2017 年-2022 年总营收实现从 17.47 亿元增长至 38.12 亿元，以年复合增长率为 16.89% 的速度增长。2023 年一季度公司实现营收 13.16 亿元，同比增长 41.44%，归母净利润 2.41 亿元，同比增长 31.1%。

#### ● 限制性股权激励，健全长效激励机制，调动人员积极性

2021 年 6 月，公司发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予激励对象限制性股票 630 万股，授予价格为 6.62 元/股。激励方案具有一定的挑战性，解锁条件设置了多维考核目标，能有效调动各方人员的积极性。2022 年公司实现归母净利润 5.96 亿元，以 2020 年为基准，公司 2022 年归母净利润年复合增长率为 12.17%，投入资本回报率为 17.76%，研发投入强度为 3.89%，达到 2021 年限制性股票激励计划第一个解除限售期的解除限售条件。

#### ● 成熟产品创新价值，并购产品稳固优势

非处方药的肠胃品类是公司的核心板块。江中牌健胃消食片是公司脾胃品类的黄金单品，也是国内第一个销量过 10 亿的 OTC 中成药单品。江中利活牌乳酸菌素片是公司肠道品类的代表性品项，营收规模为 5 亿元。2022 年公司并购融合海斯制药后，补充了海斯制药旗下收入规模 4.4 亿的贝飞达，补齐了公司胃肠治疗性用药的短板，进一步巩固了公司胃肠品类的核心竞争力。

#### ● 投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年营收分别为 45.3/54.3/65.2 亿元，分别同比增长 18.8%/19.9%/20.1%，归母净利润分别为 6.96/8.19/9.80 亿元，分别同比增长 16.8%/17.6%/19.7%，对应估值为 17X/15X/12X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

市场竞争加剧风险；原材料价格及供应风险；疫情影响的不确定性风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3812	4527	5427	6519
收入同比(%)	32.6%	18.8%	19.9%	20.1%
归属母公司净利润	596	696	819	980

净利润同比 (%)	17.9%	16.8%	17.6%	19.7%
毛利率 (%)	64.8%	65.2%	64.8%	64.4%
ROE (%)	15.3%	16.7%	16.4%	16.4%
每股收益 (元)	0.94	1.11	1.30	1.56
P/E	15.37	17.21	14.63	12.22
P/B	2.34	2.87	2.40	2.00
EV/EBITDA	9.91	10.96	8.68	6.63

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 正文目录

<b>1 肠胃品类领导者，品牌深入人心</b>	<b>5</b>
1.1 大江入海，并购融合启新程	5
1.2 限制性股权激励，健全长效激励机制，调动人员积极性	7
1.3 管理层结构清晰，职权明确	9
1.4 并表海斯，营收稳步增长	9
<b>2 坚持战略引领，蓄力发展势能</b>	<b>11</b>
2.1 聚焦 OTC，夯实肠胃品类领导地位	11
2.2 拓展咽喉、补益类优势版图，发展大健康	17
2.3 并购融合，优势互补协同提升	20
<b>3 推荐逻辑及盈利预测</b>	<b>23</b>
3.1 盈利预测	23
3.2 推荐逻辑	25
<b>风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图表 1 公司主要产品介绍 .....	5
图表 2 江中药业股份有限公司发展历史 .....	6
图表 3 江中药业股份有限公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月 5 日) .....	6
图表 4 股票期权激励计划对象情况 .....	7
图表 5 江中药业股权激励目标 .....	7
图表 6 对标的 18 家可比公司 .....	8
图表 7 江中药业 2022 年股权激励情况 .....	8
图表 8 江中药业股份有限公司主要管理人员 .....	9
图表 9 江中药业营业总收入 (亿元) .....	10
图表 10 江中药业归母净利润 (亿元) .....	10
图表 11 江中药业毛利率与净利率 .....	10
图表 12 江中药业各项费用率 .....	10
图表 13 按产品总营收拆分 (亿元) .....	11
图表 14 2023Q1 年江中药业业务组成 .....	11
图表 15 2021 年城市主要疾病状况 .....	12
图表 16 2015-2023E 肠胃疾病用药行业市场规模 (按终端销售额计, 单位: 亿元) .....	12
图表 17 2020 年度中国中药类非处方肠胃用药品牌 TOP10(中药类) .....	13
图表 18 健胃消食片的生产、销售和库存量 (单位: 万盒) .....	14
图表 19 乳酸菌素片的生产、销售和库存量 (单位: 万盒) .....	15
图表 20 公司肠胃品类产品介绍 .....	16
图表 21 咽喉补益类产品介绍 .....	17
图表 22 2014-2023E 中国咽喉药行业的市场规模 (按终端销售额计, 单位: 亿元) .....	19
图表 23 2013-2027E 中国保健品行业的市场规模 (以零售额计, 单位: 亿元) .....	20
图表 24 江中药业主要控股参股公司 .....	21
图表 25 海斯制药并购前后的净利润和营业净利率 (单位: 亿元、%) .....	22
图表 26 江中药业处方药营业收入 .....	23
图表 27 江中药业处方药营收占比 .....	23
图表 28 业绩拆分 (单位: 亿元) .....	23
图表 29 可比估值 .....	24

# 1 肠胃品类领导者，品牌深入人心

江中药业股份有限公司（简称“江中药业”或“公司”）1999年通过重组江西东风药业股份有限公司实现借壳上市，股票简称江中药业，股票代码600750。公司主要从事中成药、保健食品的研发、生产和销售，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。主要产品有江中牌健胃消食片、江中牌复方草珊瑚含片、江中利活乳酸菌素片、江中利活益生菌、初元牌复方氨基酸口服液、古优氨基葡萄糖钙片、参灵草口服液、博洛克、复方鲜竹沥液、排石颗粒、桑海金维、八珍益母胶囊等。

图表 1 公司主要产品介绍



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司依托“中药固体制剂制造技术国家工程研究中心”、“航天营养与食品工程重点实验室江中制药基地”等国家级工程研究中心及重点实验室提升研发实力；公司先后被国家工信部授予“智能制造试点示范”基地、“智能制造新模式示范项目”；营销方面，拥有十万家以上的可控药店终端。

## 1.1 大江入海，并购融合启新程

**1969-1984，从“红旗制药厂”到“江西中医学院制药厂”：**江中诞生于赣江之滨、红色英雄城南昌，前身是1969年创建的江西药科学校红旗制药厂。

**1985-1998，从“江西中医学院制药厂”到“江中集团”：**1985年，制药厂进行改革，通过公开竞选组建新的领导班子，实行厂长承包责任制。

**1999-2018，江中集团品牌化、大健康发展之路：**1998年组建集团后，20年间，公司缔造了“江中”和“初元”两个中国驰名商标，打造了四个国家级研发平台，引领智能制造和两化融合新模式，把中医药制造文明理念传递给广大消费者。

**2019-现在，华润江中聚焦主业，大江入海：**2019年，江中融入华润大家庭，正式成为华润的一员。

2019年2月，江中药业发布公告，华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药控股”）拟取得江西江中制药（集团）有限责任公司（以下简称“江中集团”）51%股权，成为其控股股东（以下简称“本次交易”）。江中集团为上市公司江中药业的控股股东，持有上市公司已发行股份的43.03%。本次交易完成后，华润医药控股通过江中集团间接拥有江中药业的权益将超过江中药业已发行股份的30%。公告显

示，要约收购价格为 17.56 元/股，要约收购数量 2.39 亿股，最高资金总额 42 亿元，支付方式为现金支付，所需资金将来源于华润医药控股自有资金。

2019 年，江中药业战略重组南昌桑海制药、济生制药，完成股权交割，收购桑海制药、济生制药 51% 股权。增资金额分别为 1.63 亿元、2.13 亿元。

2022 年，江中药业通过摘牌方式取得海斯制药 36% 股权，并对其增资使得持股比例提升至 51%，合计耗资 2.2 亿元。

图表 2 江中药业股份有限公司发展历史



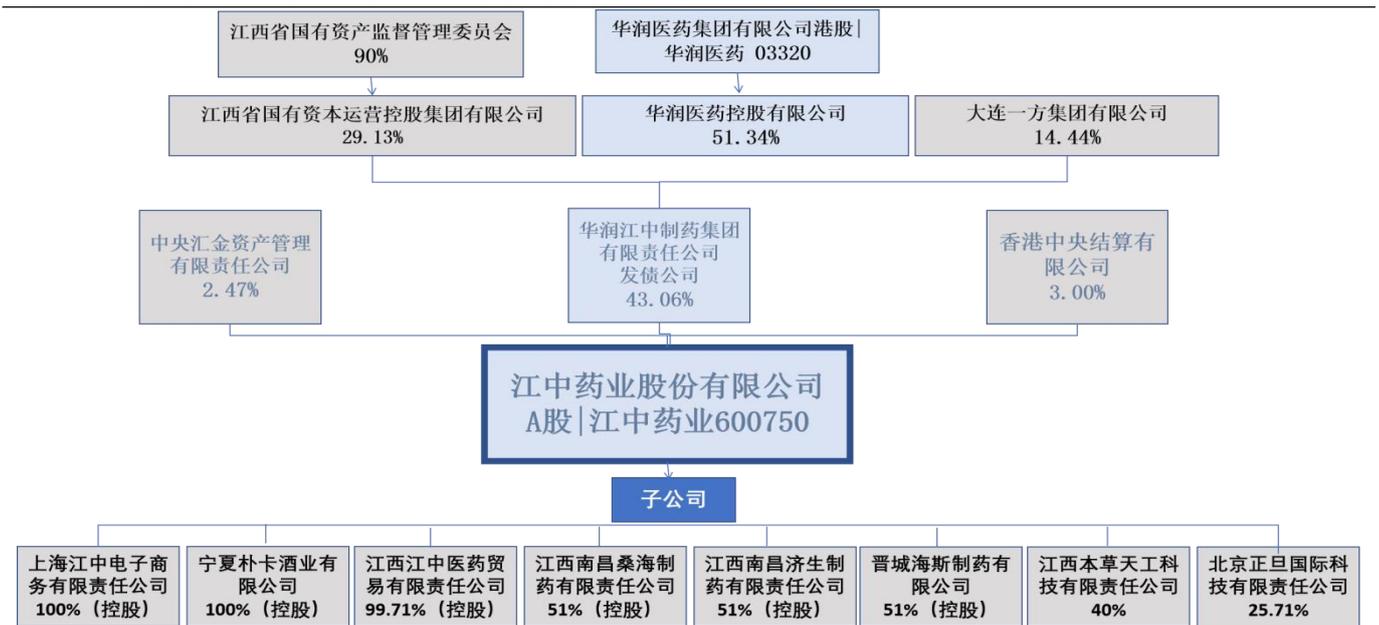
资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 央企背景，华润江中控股

作为一家央企背景的制药企业，江中药业受到母公司华润江中制药集团有限责任公司控制，华润江中制药集团有限责任公司持有 43% 股份，持股集中，对公司有着很强的控制权。

公司下辖 8 家子公司，其中，公司旗下的桑海制药主导产品为八珍益母胶囊、牛黄蛇胆川贝液、肾宝胶囊、多维元素片等；海斯制药主要生产生物制剂、口服固体制剂、注射剂等，优势产品有贝飞达、雷贝拉唑钠肠溶片等；济生制药现在颗粒剂、片剂、胶囊剂、口服液、外用药、原料药生产线，可生产 100 多个品种，主要产品有排石颗粒、双橘颗粒、复方鲜竹沥液、黄芪生脉饮等；上海江中电子商务有限责任公司主要从事药品的经销。

图表 3 江中药业股份有限公司股权结构图（截至 2023 年 7 月 5 日）



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

## 1.2 限制性股权激励，健全长效激励机制，调动人员积极性

2021年6月，公司发布2021年限制性股票激励计划，拟授予激励对象限制性股票630万股，占本激励计划公告时公司股本总额63,000万股的1.0%。计划首次授予579万股，占本激励计划公告时公司股本总额的0.919%，占本次拟授予限制性股票总量的91.9%；预留授予51万股，占本激励计划公告时公司股本总额的0.081%，占本次拟授予限制性股票总量的8.1%。本次股权激励绑定核心人才，加快长效激励机制的建成，调动各方人员积极性，有利于公司的各方协同高效发展。同时本次股权激励也体现出公司发展的信心和保持管理层活力和执行力的决心。

激励计划首次授予激励对象的限制性股票授予价格为每股6.62元（草案发布日收盘价的60%）。该激励计划涉及激励对象89人，包括公司公告本激励计划草案时在公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术骨干以及董事会认定需要激励的其他员工。股票来源为公司从二级市场回购股本，公司拟12个月内回购不超过700万股本，回购金额不超过1.155亿元，回购价格不超过16.5元/股。

图表 4 股票期权激励计划对象情况

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占本激励计划公告日股本总额的比例
1	刘为权	董事长	21.9	0.035%
2	徐永前	董事	20.9	0.033%
3	邢健	董事	21.3	0.034%
4	肖文斌	总经理	9.3	0.015%
5	张细和	副总经理	7.1	0.011%
6	刘文君	副总经理	7.1	0.011%
7	李小俊	财务总监	7.1	0.011%
8	田永静	董事会秘书	7.1	0.011%
其他激励对象 79 人			442.7	0.703%
预留授予			51	0.081%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 考核目标多维度，解锁条件具有一定的挑战性

江中药业此次股权激励的解锁条件十分值得关注。在投入资本回报率、归母净利润年复合增长率和研发投入强度这三方面都设置了相应的条件，并且在投入资本回报率和归母净利润年复合增长率两项指标中，除了设置绝对的目标，还加入了与对标企业或者同行业的对比，可以说是既有基本要求又有同业挑战。

图表 5 江中药业股权激励目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1) 2022年投入资本回报率应不低于12.74%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值； 2) 较2020年，2022年归母净利润年复合增长率应不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值； 3) 2022年研发投入强度应不低于2.96%。

第二个解除限售期	1) 2023 年投入资本回报率应不低于 12.75%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2020 年，2023 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2023 年研发投入强度应不低于 2.98%。
第三个解除限售期	1) 2024 年投入资本回报率应不低于 12.76%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2020 年，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，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 3.00%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

对标企业的选择上，在 A 股 Wind 三级行业为“制药”的企业中，选择与江中药业规模相当、业务类似且具有一定可比性的合计 18 家 A 股上市公司作为对标企业。

图表 6 对标的 18 家可比公司

证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
000623.SZ	吉林敖东	600252.SH	中恒集团
000650.SZ	仁和药业	600285.SH	羚锐制药
000989.SZ	九芝堂	600351.SH	亚宝药业
002275.SZ	桂林三金	600479.SH	千金药业
002424.SZ	贵州百灵	600557.SH	康缘药业
002433.SZ	太安堂	600594.SH	益佰制药
002737.SZ	葵花药业	600976.SH	健民集团
300147.SZ	香雪制药	600993.SH	马应龙
300158.SZ	振东制药	603567.SH	珍宝岛

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022 年公司实现营收 38.12 亿元，归母净利润 5.96 亿元，以 2020 年为基准，公司 2022 年归母净利润年复合增长率为 12.17%，投入资本回报率为 17.76%，研发投入强度为 3.89%，达到 2021 年限制性股票激励计划第一个解除限售期的解除限售条件。

图表 7 江中药业 2022 年股权激励情况

序号	业绩考核目标	对标企业 75 分位	同行业平均值	研发投入强度	江中药业 (2022 年)
1	投入资本回报率	15.69%			17.76%
2	归母净利润年复合增长率		-20.09%		12.17%
3	研发投入强度			2.96%	3.89%

资料来源：ifind，公司公告，华安证券研究所

### 1.3 管理层结构清晰，职权明确

公司的管理层结构清晰，职权明确，平均学历水平高。刘为权先生为高级会计师，持有中国人民大学计划经济系经济学学士学位和江西财经大学管理学硕士学位，于一九九四年加入本公司，现任江中药业董事长；华润江中总经理、党委副书记。

何行真先生为主任中药师、执业药师，持有江西中医学院（现江西中医药大学）药学系理学学士学位和理学硕士学位，于一九八六年加入本公司，曾任江西江中制药（集团）有限责任公司党委副书记，江中药业股份有限公司总经理，中江地产股份有限公司总经理、党委书记，现任江中药业董事；华润江中党委副书记。

公司的管理层流动小，合作时间较长，磨合充分。

**图表 8 江中药业股份有限公司主要管理人员**

名字	职务	履历
刘为权	江中药业董事长；华润江中党委副书记、董事、总经理。	曾任江中药业财务负责人，中江地产股份有限公司财务总监、董事会秘书，江西江中制药（集团）有限责任公司计划财务部部长、财务总监、常务副总经理、董事。
唐娜	江中药业董事；华润医药集团有限公司副总裁	曾任北京市共和律师事务所合伙人、华润医药商业集团有限公司法律事务总监。
何行真	江中药业董事；华润江中党委副书记。	曾任江中药业总经理、中江地产股份有限公司总经理、党委书记、江西江中制药（集团）有限责任公司党委副书记。
徐永前	江中药业董事；华润江中党委委员、副总经理。	曾任江中药业副总经理，江西江中制药（集团）有限责任公司市场部总经理、董事长助理、副总经理。
邢健	江中药业董事；华润江中党委委员、财务总监。	曾任华润三九医药股份有限公司财务管理中心副总经理，华润片仔癀药业有限公司财务总监，华润网络（香港）控股有限公司助理总经理、首席财务官等职务。
肖文斌	江中药业总经理、OTC 业务部总经理。	曾任江中药业销售省经理、销售总监、市场总监、销售副总经理；江中药业副总经理。
刘文君	江中药业副总经理、研发部总经理。	曾任江中药业研发部部长助理、研发部功效评价总监。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 1.4 并表海斯，营收稳步增长

公司 2017 年-2021 年总营收实现从 17.47 亿元增长至 28.74 亿元，以年复合增长率为 13.25% 的速度稳步增长。2022 年公司实现营收 38.12 亿元，同比增长 32.64%，归母净利润 5.96 亿元，同比增长 17.87%，2022 年营收和归母净利润实现大幅增长的主要原因是公司新增并表海斯制药。2023Q1 营业收入和归母净利润表现较好同比增长 41.44% 和 31.10%，主要原因是市场需求增加，产品实现较好增长。

图表 9 江中药业营业总收入 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 10 江中药业归母净利润 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

**利润率维持较高水平。**公司 2021 年、2022 年、2023 年一季度销售毛利率分别为 64.34%、64.84%、67.99%，销售净利率分别为 17.61%、15.63%、19.60%。公司的毛利率从 2017-2021 年略有下滑，主要是受到毛利率较低的化药 OTC 乳酸菌的占比提升以及原材料涨价等的影响，降幅保持在 3pct 左右，但依然保持高位。产品结构变化致使毛利率下滑，但是这种原因导致的毛利率下滑并非是坏事，因为新的大单品的成长呈现的状态是良性的。2022 年公司毛利率为 64.84%，开始回暖。公司于 2019 年完成对桑海制药和济生制药的收购，导致公司净利率下降。

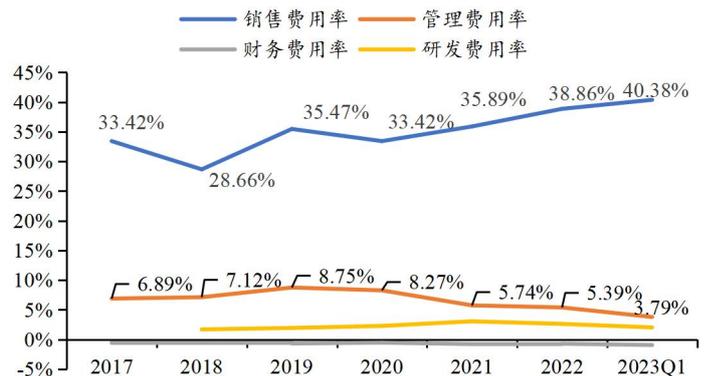
**公司销售费用率有一定上升，管理、财务和研发费用率基本持平。**公司 2021 年、2022 年、2023 年一季度销售费用率有所提升，分别为 35.89%、38.86%、40.38%。公司销售费用率上升主要系并购海斯制药及宣传推广力度加大。2022 年公司的管理费用率、财务费用率和研发费用率与上年基本持平。

图表 11 江中药业毛利率与净利率



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 12 江中药业各项费用率



资料来源: ifind, 华安证券研究所

### 非处方药为公司主要收入来源

OTC 药物为公司最主要的收入和利润来源。拆分收入结构，公司贡献收入的主要产品包括非处方药、处方药、大健康产品及其他。其中，非处方药是公司最主要的收入来源，2022 年实现收入 26.18 亿元，处方药其次，贡献收入 7.45 亿元，

大健康产品及其他则实现营收 4.09 亿元。2023Q1 非处方药实现收入 9.65 亿元，处方药收入 1.83 亿元，大健康产品及其他实现收入 1.61 亿元。

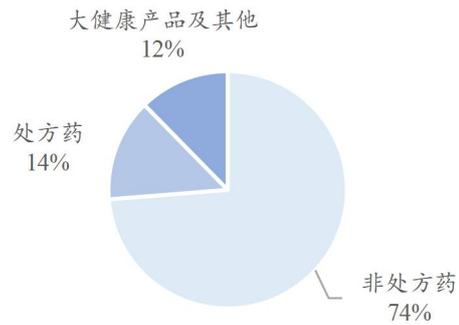
自 2019 年以来，公司继续发展 OTC 药物，同时重振保健品类，加强处方药类的学术赋能。公司围绕“做强 OTC、发展大健康、布局处方药”的业务重心，将“内生增长、外延并购”双轮驱动的发展路径走深、走实，“家中常备药的践行者”的战略定位已日渐清晰。

图表 13 按产品总营收拆分 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 14 2023Q1 年江中药业业务组成



资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 2 坚持战略引领，蓄力发展势能

2022 年，公司以“谋经营、抓落实、强管理”为导向，紧密围绕战略规划，强化品牌势能，丰富产品梯队，加强研发布局，加快数字化转型，深化精益制造，重塑组织内功，推动内生发展不断优化，并购整合初显成效。

### 2.1 聚焦 OTC，夯实肠胃品类领导地位

#### 肠胃疾病用药市场规模平稳增长

胃肠道病是临床常见病，随着人们生活节奏的日益加快，工作、学习以及生活方面的压力越来越大，导致人们产生了诸多不健康的饮食习惯及生活习惯。(1) 如在外就餐容易导致油和盐摄入过多，经常过饥过饱的不良习惯会对肠道和胃造成损伤。(2) 现代人还有诸如吸烟、过量饮酒、缺乏锻炼等不良生活习惯。亦会导致肠道不健康诱发肠道疾病。肠胃病患者数量的不断增加，促进了肠胃用药市场需求的不断扩大。

据前瞻调查显示，由于城市市民生活压力大，工作紧张、经常加班、久坐、应酬过多、饮食不科学、作息无规律等因素，城市主要疾病状况排名前三位的疾病是肠胃消化系统疾病，脂肪肝、乙肝等肝脏疾病，颈椎、腰椎及骨质增生。肠胃消化系统疾病成为北上广深排名第一的高发性疾病。

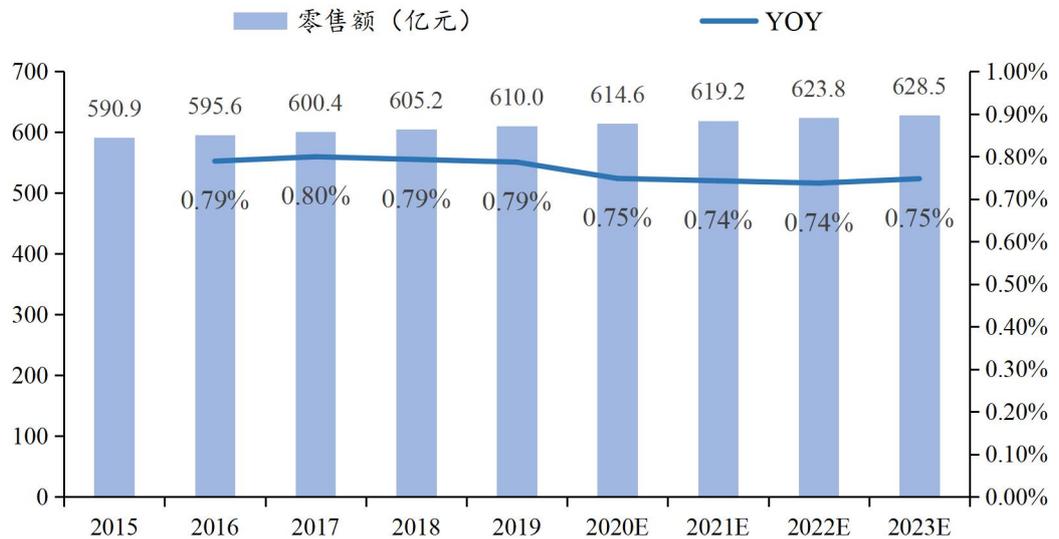
图表 15 2021 年城市主要疾病状况

疾病	北上广深	其他城市
肠胃消化系统疾病	49.43%	38.17%
内分泌紊乱	41.46%	38.43%
妇科疾病	39.43%	42.16%
脂肪肝、乙肝等肝脏疾病	36.75%	33.57%
颈椎、腰椎及骨质增生	34.76%	24.70%
睡眠问题	31.76%	19.84%
前列腺增生、尿路感染等泌尿系统疾病	24.21%	26.75%
心脏方面	18.75%	17.45%
肺部呼吸系统问题	18.43%	24.10%

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

目前，中国的肠胃疾病用药行业处于平稳增长阶段。数据显示，我国肠胃疾病用药行业市场规模（按终端销售额统计）从 2015 年的 590.9 亿元以 0.8% 的年复合增长率平稳增长，2019 年增至 610.0 亿元，增幅稳定。鉴于新医改的相关政策，预计到 2023 年，行业规模将达到 628.5 亿元，年复合增长为 0.75% 左右。

图表 16 2015-2023E 肠胃疾病用药行业市场规模 (按终端销售额计, 单位: 亿元)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

此外，胃肠疾病为常见病、多发病，年龄越大，发病率越高。伴随年龄的增加，人们的胃肠蠕动变慢，导致肠胃负担加重，肠胃疾病多发。此外，老年人更容易患动脉硬化，会使胃粘膜供血不足，破坏消化功能，致使肠胃疾病。而我国人口基数大，人口老年化日趋加重，未来随着老龄化人口数量的增长，中国中老年人肠胃疾病用药市场潜力大。

### 中药类 OTC 肠胃用药品牌中，江中药业独占鳌头

根据中国非处方药物协会公布的数据显示，2020 年中国中药类非处方肠胃用药品牌前三的分别是江中药业的健胃消食片、康思贝的肠炎宁片/糖浆/颗粒、扬子江的胃苏颗粒。

**图表 17 2020 年度中国中药类非处方肠胃用药品牌 TOP10(中药类)**

排名	商品名 (商标名)	药品通用名	企业名称
1	江中	健胃消食片	华润江中制药集团有限责任公司
2	康思贝	肠炎宁片/糖浆/颗粒	浙江康思贝制药股份有限公司
3	卫苏	胃苏颗粒	扬子江药业集团有限公司
4	999	三九胃泰颗粒/胶囊	华润三九医药股份有限公司
5	汉森	四磨汤口服液	湖南汉森制药股份有限公司
6	华山	摩罗丹	邯郸制药股份有限公司
7	999	气滞胃痛颗粒	华润三九医药股份有限公司
8	葫芦娃	肠炎宁胶囊	海南葫芦娃药业集团股份有限公司
9	扬子江	革铃胃痛颗粒	扬子江药业集团有限公司
10	天士力	荆花胃康胶丸	天士力控股集团有限公司

资料来源：CNMA，前瞻产业研究院，华安证券研究所

### 聚焦 OTC，夯实肠胃品牌领导地位

公司肠胃品类主要是两大品牌：“江中”和“利活”。其中“江中”是公司拥有的两大中国驰名商标之一，同时“江中”品牌连续 19 年荣登世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”榜，品牌价值 322.58 亿元，位于医药行业第 6 位。

**江中牌健胃消食片**是公司肠胃品类的黄金单品，常用于脾胃虚弱所致的食积，不思饮食、噯腐酸臭、脘腹胀满、消化不良等症状。公司坚持“药食同源，安全无副作用”的产品认知，拓展产品使用场景，通过上市健脾颗粒等新品、启动脾胃组合进攻战、维护重点市场渠道等举措，夯实“江中”品牌在脾胃品类的领导者地位。作为国内第一个销量过 10 亿的 OTC 中成药单品，江中牌健胃消食片已连续十八年蝉联中国非处方药产品综合统计排名中成药消化类第一名，并荣登西鼎会 2021-2022 年度医药零售市场畅销品牌、2022 大健康产业年度产品奖。

**成本趋于稳定。**健胃消食片的主要成分是太子参、山药、山楂和炒麦芽，其中太子参、山药和山楂的价格会出现一定的波动，炒麦芽的市场行情则小幅上涨。

太子参的主产地为贵州、福建、河北。公司近些年在全国大力推广种植较成功，产区已非常广泛，包括贵州、福建、河北、安徽、山东、江西、湖北等。2022 年太子参采购成本稳定，2023 年种植面积同 2022 年比相差不大，预计 2023 年产新量

将与 2022 年持平。2022 年下半年主产区贵州持续高温干旱，对太子参种苗有影响，种植成本有所增加，公司已提前布局，维护 2023 年太子参采购成本稳定。后续将进一步采取有效措施，力求稳定价格，减少囤货炒作，提升农户种植积极性，控制好企业成本。

山药（怀山药）是药、食两用品种，主产地河北、河南、山东。受 2021 年自然灾害及环保趋严的双重影响，山药减产和涨价明显，2022 年山药成本增幅较大。同时，受价格上涨刺激，2022 年山药种植面积有所增加，山药价格不具备高位运行的基础。公司已在合适时机锁定价格，预计 2023 年山药的采购成本同比将有较大幅度的下降。

山楂为药食两用品种，持续多年低价运行。2022 年受气候干旱的影响，产量严重下滑，叠加山楂食品加工厂需求增加，供求矛盾导致 2022 年下半年山楂的价格涨幅较大。公司已采取山楂控价举措，预计 2023 年山楂价格波动对公司总采购成本影响不大。

炒麦芽：药食两用品种。炒麦芽系大麦发芽、炒制而成。大麦属粮食作物，价格受国家宏观调控。受俄、乌战争的影响，部分国家粮食出口减少，大麦进口价格随之上涨。2023 年公司炒麦芽价格已锁定，预计较 2022 年有小幅上涨。

此前由于高温干旱、自然灾害、两国战乱等不可抗因素导致产品的原材料成本有所波动，目前，公司已采取提前布局、在合适时机锁定价格等控价举措将各原材料价格控制在合理区间，产品成本逐渐趋于稳定。

**产销结合，低库存储备。**2021 年公司健胃消食片实现 15567 万盒的销量，虽然近几年产品销售量逐年下滑，但一直保持较低库存量。2022 年，公司健胃消食片产品销量为 14356 盒，产销量下降主要系产品规格结构变化，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。如按片数计算销售量降幅约 1%。

图表 18 健胃消食片的生产、销售和库存量（单位：万盒）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**核心产品逆势提价。**虽然近年来健胃消食片的销量整体处于下降趋势，但据公司2019年调研披露的收入显示，健胃消食片收入同比增长了4.1%，据此计算，健胃消食片的平均售价由2018年的5.8元每盒增长至2019年的6.17元每盒，涨幅达6.38%。由此可见，在产品原材料成本趋于稳定的情况下，虽然健胃消食片销量略有下降，但价格有一定的提升也能将产品的毛利率控制在合理区间。

**江中利活牌乳酸菌素片**是公司肠道品类的代表性品项，营收规模为3.5+亿元，常用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。公司围绕“肠道日常调理”的定位，坚持“以食为药，利活肠道”，提出“养菌”新特性，通过“养菌”学术传播以及渠道联合发力，激发“利活”品牌潜能。2022年，江中利活牌乳酸菌素片荣膺西鼎会2021-2022年度“医药零售市场畅销品牌”、荣登2021-2022《肠道产业》年度榜单“年度最受关注的后生元药品”、荣获2022年西湖论坛“最受药店欢迎的明星单品”、“公益引爆黄金单品奖”。

**开放疫情，销量逐步提升。**乳酸菌素片的销售量逐年增长，从2017年的3452万盒增至2021年的5967万盒，年复合增速达11.6%。2019年产品销量增速有所下降，可能是受到封控影响，公司随后改变销售策略，销量又开始稳步提升，2021年增速恢复至18.7%。2022年，乳酸菌素片产品销量达6114万盒，小幅上涨2.5%，增速减缓。

图表 19 乳酸菌素片的生产、销售和库存量 (单位: 万盒)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司肠道品类除了利活牌乳酸菌素片，还有一款生物制品——利活牌双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊，是2021年9月份新并购子公司海斯制药的产品。双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊常用于因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、腹胀等情况，是国家基药品种、国家医保品种以及省级医保品种。

图表 20 公司肠胃品类产品介绍

细分行业	主要治疗领域	药(产)品名称	产品图	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
中药	消化系统	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、噯腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者。	否	否	否	是	是
化学制剂	消化系统	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	否	否	是
生物制品	消化系统	双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊		生物制品	主治因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。	否	否	是	是	是

资料来源：公司年报，公司官网，华安证券研究所

## 2.2 拓展咽喉、补益类优势版图，发展大健康

公司咽喉补益类产品多样，包括上呼吸道类的复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液等，补益类的多维元素片、肾宝胶囊、黄芪生脉饮等，以及儿童上呼吸道的小儿止咳糖浆、小儿氨咖黄敏颗粒等。其中，咽喉补益类产品进入中药保护品种的仅 1 种，纳入国家基药目录的有 2 种，纳入国家医保目录的有 6 种。

随着疫情缓和，公司上呼吸道类的代表品项—复方草珊瑚含片和补益类的代表品项—多维元素片成为新的亿元单品。

图表 21 咽喉补益类产品介绍

药品名称	所属产 品群	规格	药品图	适应症或主治功 能	是否属 于中药 保护品 种 (如 涉及)	是否纳 入国家 基药目 录	是否纳 入国家 医保目 录
复方草珊瑚含片	上呼吸 道类	每片重 0.44 克		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。	是	否	是
复方鲜竹沥液	上呼吸 道类	每瓶 20ml		清热化痰，止咳。用于痰热咳嗽，痰黄黏稠。	否	否	否
古优	补益类	1g/片		具有增加骨密度的保健功能。	否	否	否

多维元素片

补益类

每瓶  
110片



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

否

肾宝胶囊

补益类

0.5g/  
粒



调和阴阳，温阳补肾，安神固精，扶正固本。用于阳痿、遗精、腰腿酸痛、精神不振、夜尿频多、畏寒怕冷，妇女月经过多，白带清稀诸症。

否

否

否

黄芪生脉饮

补益类

10ml  
每瓶



益气滋阴，养心补肺。用于气阴两虚，心悸气短的冠心病患者。

否

否

是

氨咖黄敏口服溶液

儿童上  
呼吸道  
类

每瓶  
80ml



适用于缓解儿童普通感冒及流行性感引起发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症。

否

否

是

小儿止咳糖浆

儿童上  
呼吸道  
类

每瓶  
80ml



祛痰，镇咳。适用于小儿感冒引起的咳嗽。

否

否

是

小儿氨咖  
黄敏颗粒

儿童上  
呼吸道  
类 每包  
6g



适用于缓解儿童  
普通感冒及流行  
性感冒引起的发  
热、头痛、四肢  
酸痛、打喷嚏、  
流鼻涕、鼻塞、  
咽痛等症状。

否 否 否

资料来源：药智网，中国医疗保险网，公司官网，公司公告，华安证券研究所

近十年来，气候环境变化及生活习惯不规律导致中国居民咽喉炎症高发，用药需求增加促使中国咽喉药行业保持稳定发展。2014-2018年，中国咽喉药行业的市场规模（以零售额计）从2014年的48.9亿增长至2018年的63.2亿，年复合增长率达到6.6%。据头豹研究院预测，未来五年中国咽喉药行业市场规模将保持5.0%的年复合增长率继续增长，预计2023年将达到81.1亿元人民币。

图表 22 2014-2023E 中国咽喉药行业的市场规模 (按终端销售额计, 单位: 亿元)

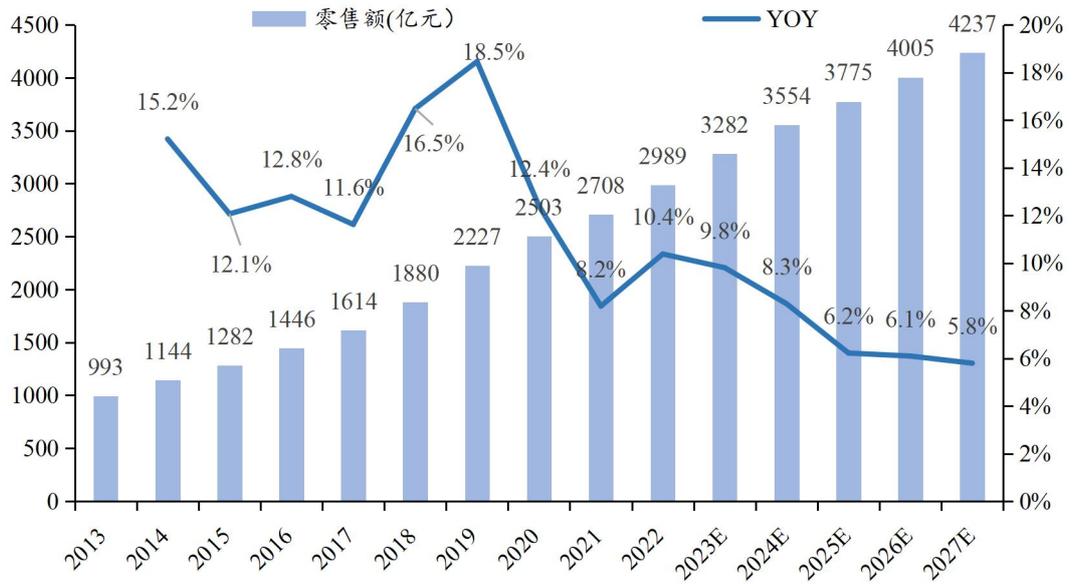


资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

对于中药咽喉药及咽喉保健药研发制造企业而言，产品销售具有患者品牌敏感度高、驰名商标企业竞争优势大等特点，因此江中药业将继续加深咽喉类大单品的品牌打造力度，提升消费者对公司咽喉类产品的购买意愿。

疫情放开后，中国保健品市场规模稳健增长。据艾媒咨询数据显示，中国保健品行业自2013年的993亿元迅速增长至2019年的2227亿元，年复合增长率达14%，但随后因为疫情，行业规模增速下降。随着疫情逐渐好转以及人们对自身健康的重视，2022年保健品市场又以10.4%的增速逐渐增长到2989亿元，预计在2027年达到4237亿元的市场规模。

图表 23 2013-2027E 中国保健品行业的市场规模 (以零售额计, 单位: 亿元)



资料来源: 艾媒数据中心, 华安证券研究所

### 拓展咽喉、补益类优势版图

近几年新冠肺炎疫情持续, 人们对肺部健康的关注度明显提升, 在此背景下, 公司将进一步对咽喉类产品进行营销改革。对于复方草珊瑚含片, 需焕新草珊瑚心智认知, 包括产品升级、优化价值链, 借势打造复方鲜竹沥液、川贝枇杷胶囊等特色产品。同时对补益类产品开展单品打造工程, 持续强化多维元素片、黄芪生脉饮等多种补益品种支撑的业务布局, 预计未来咽喉、补益类产品的市场销量将进一步增加。

### 推动大健康新品布局, 拓宽消费群体

2022年, 公司的大健康板块实现营业收入4.09亿元, 同比增长66.99%。参灵草通过推进圈层营销建设、标杆市场打造、重点事件公关等手段, 提升产品的消费者认知; 初元品牌持续夯实品牌心智, 布局特医产品, 聚焦蛋白粉品类; 围绕“以食为药”的胃肠战略, 借势江中品牌在胃肠领域的品牌影响力, 完成脾胃类及益生菌类等多个新品上市培育, 如辅助体重管理的白芸豆益生菌压片糖果, 儿童开胃助消化的江中益童山楂棒棒系列产品。渠道方面, 针对年轻人群消费习惯发展趋势, 公司加大线上业务布局, 在天猫、京东、拼多多开设自营旗舰店, 在兴趣电商平台建设直播矩阵, 强化消费者互动, 深耕自营流量池。

## 2.3 并购融合, 优势互补协同提升

目前江中药业主要控股参股子公司包括江中医贸、宁夏朴卡、桑海制药、济生制药、江中电子商务、海斯制药等, 其中, 桑海制药、济生制药和海斯制药系公司重要的非全资子公司, 主要负责药品的生产和销售。

**图表 24 江中药业主要控股参股公司**

公司名称	注册 资本	持股 比例	经营范围	2022 年 公司营业 收入 (单 位: 万 元)	2022 年 公司净利 润 (单 位: 万 元)
江西江中医药 贸易有限责任 公司	7,000 万元	99.71%	药品批发、零售、副食品销售。	201348	413
江西南昌桑海 制药有限责任 公司	10,205 万元	51%	片剂 (A 线、B 线)、硬胶囊制剂、颗粒剂、合剂、糖浆剂、茶剂 (含中药前处理及提取); 自营和代理各类商品和技术的进出口业务。	37037	3775
江西南昌济生 制药有限责任 公司	12,245 万元	51%	片剂、硬胶囊制剂、颗粒剂 (均含头孢菌素类)、合剂 (A 线、B 线)、口服液 (A 线、B 线)、口服溶液剂 (A 线、B 线)、糖浆剂、煎膏剂、露剂、溶液剂 (外用)、搽剂 (含中药前处理及提取); 中药材种植; 自营和代理各类商品和技术的进出口业务。	33003	547
晋城海斯制药 有限公司	14,851 万元	51%	药品生产; 药品批发; 药品零售; 食品生产; 食品经营; 道路货物运输 (不含危险货物); 第三类医疗器械经营; 医疗服务; 保健食品销售。一般项目: 第一类医疗器械销售; 第二类医疗器械销售; 家用电器销售; 消毒剂销售 (不含危险化学品); 劳动保护用品销售; 电子专用设备销售; 化工产品销售 (不含许可类化工产品); 技术玻璃制品销售; 日用百货销售; 服装服饰零售; 鞋帽零售; 办公用品销售; 互联网销售 (除销售需要许可的商品); 健康咨询服务 (不含诊疗服务); 眼镜销售 (不含隐形眼镜); 医学研究和试验发展。	96171	5976

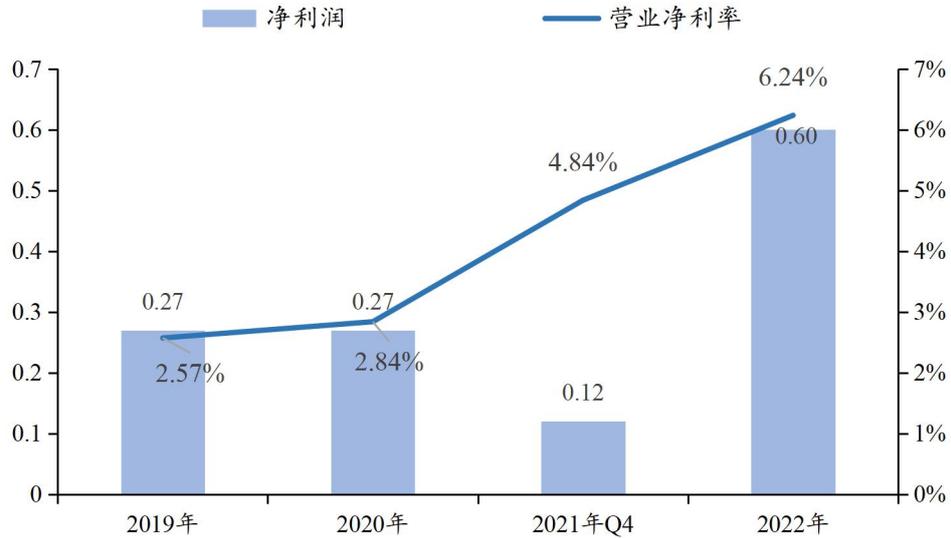
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

### 并购融合海斯制药, 充盈处方药管线

2021 年 9 月, 公司收购海斯制药 51% 的股权, 海斯制药以治疗型化药为主, 本次并购补齐了公司胃肠治疗性用药的短板, 进一步巩固了公司胃肠品类的核心竞争力。公司积极推动海斯制药的融合协同; 组织融合方面, 通过精心组织、统筹谋划, 制定海斯制药融合方案, 使其建立与江中相适应的人力资源体系, 构建以业绩为导向的目标考核体系; 营销融合方面, 强化海斯制药原有业务的基础上, 在部分市场试点推进双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、雷贝拉唑钠肠溶片等特色产品与公司渠道协同, 进一步丰富零售药店终端胃肠产品组合, 拓宽品类护城河, 构建“养菌+补菌”的肠道组合。生产融合方面, 通过精益化管理、降低能源消耗等举措, 实现成本节降。收购前, 海斯制药 2020 年全年实现 9.51 亿元的营收, 但净利润只有

0.27 亿元，营业净利率为 2.84%；收购后，公司自 2021 年 10 月起，将海斯制药纳入合并范围，自纳入合并范围之日起至 2021 年 12 月，海斯制药实现营业收入 2.48 亿元，净利润 0.12 亿元，营业净利率达 4.84%，提升明显。2022 年全年，海斯制药实现营业收入 9.62 亿元，净利润 0.60 亿元，营业净利率达 6.24%，赶超并购前海斯制药全年的净利润，由此可见公司收购海斯制药后两者的共赢局面。

**图表 25 海斯制药并购前后的净利润和营业净利率 (单位：亿元、%)**



注：2021 年仅并表第四季度数据。

资料来源：公司年报，海斯制药审计报告，华安证券研究所

### 挖掘处方药产品潜力，强化学术推广

江中药业的处方药业务覆盖心脑血管、妇科、肾科、胃肠、呼吸等领域，主要产品包括江中牌蚓激酶肠溶胶囊，桑海制药、济生制药的八珍益母胶囊、排石颗粒及海斯制药的雷贝拉唑钠肠溶片、伏立康唑等。一方面，公司将快速加强对桑海制药、济生制药和海斯制药渠道资源整合、挖掘现有产品潜力，进一步布局二级及以下医院、社区诊所及基层卫生院等。另一方面，公司会积极构建学术体系，强化学术推广，推进院线渠道深度开发，重点培育八珍益母胶囊、排石颗粒、黄芪生脉饮等品种形成新增长点。同时，公司积极参与国家和省级采集。2022 年全年，因新增并入海斯制药业务，公司处方药板块实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 64.4%。2023 年一季度，处方药类产品持续增长，实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 1.89%。

处方药业务是公司 2019 年 1 月并购了桑海制药和济生制药才发展起来的一个新板块，近几年因疫情影响，处方药板块在公司总营收占比从 2019 年的 17.84% 跌至 2021 年的 15.76%，降幅明显。2021 年 9 月公司又并购了海斯制药，随着海斯制药的并表以及疫情的逐步放开，公司 2022 年的总营收和处方药营收均有明显增长，处方药板块的占比也显著提升至 19.54%，创历史新高。

图表 26 江中药业处方药营业收入



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 27 江中药业处方药营收占比



资料来源: ifind, 华安证券研究所

### 3 推荐逻辑及盈利预测

#### 3.1 盈利预测

关键假设:

非处方药: OTC 板块是公司的核心业务, 占公司总营收 60% 以上, OTC 板块 2022 年收入 26.18 亿元, 其中公司的黄金单品健胃消食片实现收入超 10 亿元, 乳酸菌素片实现收入约 4.5 亿元, 两款核心单品预计未来会持续增长, 同时公司计划构建脾胃品类护城河, 从大单品延伸为脾胃品类集群; 同时从公司 2023 年一季度销售情况来看, 市场需求增加, 预计未来三年非处方药板块的毛利会小幅上涨, 营收增速在 18%-19%

处方药: 处方药业务是公司 2019 年才发展起来的一个板块, 2022 年海斯制药并表后, 该板块将得到较大幅度的增强, 预计未来公司处方药板块收入增速在 12~14%。此外, 海斯制药相关产品受集采中标的影响, 降价显著, 2022 年公司处方药板块的毛利率为 69.71%, 预计未来该板块的毛利率会小幅上涨。

大健康产品及其他: 公司 2023 年一季度大健康板块销售情况向好, 且板块基数小, 预计未来大健康板块 2023 年增速在 40% 左右, 2024-2025 年收入增速小幅下滑。该板块的产品结构在 2022 年发生了调整, 预计未来三年毛利率将保持稳定。

图表 28 业绩拆分 (单位: 亿元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24.41	28.74	38.12	45.27	54.27	65.19
YOY	-0.32%	17.72%	32.63%	18.77%	19.87%	20.13%
营业成本	8.46	10.25	13.40	15.77	19.09	23.18
YOY	3.52%	21.21%	30.75%	17.70%	21.01%	21.46%
毛利率	65.37%	64.34%	64.84%	65.16%	64.83%	64.44%
<b>OTC</b>						
非处方药营业收入	18.62	21.58	26.18	31.15	36.91	43.67
YOY	0.05%	15.89%	21.31%	19.00%	18.50%	18.30%

营业成本	6.13	7.11	7.93	9.03	10.52	12.23
YOY	1.53%	15.90%	11.55%	13.92%	16.46%	16.22%
毛利	12.49	14.47	18.25	22.12	26.39	31.44
YOY	-0.66%	15.89%	26.10%	21.21%	19.33%	19.13%
毛利率	67.06%	67.06%	69.71%	71.00%	71.50%	72.00%
<b>处方药</b>						
营业收入	3.86	4.53	7.45	8.39	9.50	10.84
YOY	-11.67%	17.36%	64.40%	12.63%	13.26%	14.12%
营业成本	1.32	1.76	2.46	2.77	3.13	3.56
毛利	2.54	2.77	4.99	5.62	6.37	7.29
YOY	-16.46%	8.78%	80.15%	12.74%	13.43%	14.29%
毛利率	65.90%	61.09%	66.94%	67.00%	67.10%	67.20%
<b>大健康产品及其他</b>						
营业收入	1.87	2.45	4.09	5.73	7.85	10.68
YOY	28.08%	31.09%	66.99%	40.00%	37.00%	36.00%
营业成本	0.99	1.29	2.84	3.97	5.44	7.40
毛利	0.88	1.16	1.26	1.76	2.41	3.28
YOY	31.34%	31.55%	8.62%	40.01%	37.00%	36.00%
毛利率	47.13%	47.22%	30.72%	30.72%	30.72%	30.72%

资料来源: ifind, 华安证券研究所

净利润是衡量公司经营能力的重要指标之一, 因此, 我们选取了申万行业分类下同属中药III分类, 公司2022年年报归母净利润在6-15亿元区间内的可比公司: 同仁堂、葵花药业、达仁堂、东阿阿胶和红日药业。截止2023年7月21日, 一致预测显示可比公司2023-2025年PE平均值为27X/22X/19X; 我们预测江中药业2023-2025年PE为17X/15X/12X。

图表 29 可比估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600085.SH	同仁堂	51.69	1.04	1.23	1.43	1.64	42.98	41.99	36.15	31.41
002737.SZ	葵花药业	22.11	1.48	2.07	2.27	2.63	15.61	10.68	9.74	8.40
600329.SH	达仁堂	40.29	1.11	1.42	1.75	2.14	26.12	28.33	23.02	18.79
000423.SZ	东阿阿胶	52.13	1.19	1.57	1.90	2.28	34.13	32.93	27.19	22.64
300026.SZ	红日药业	5.14	0.21	0.27	0.35	0.45	27.34	19.24	14.93	11.33
	平均值	34.27	1.01	1.31	1.54	1.83	29.24	26.63	22.21	18.51
600750.SH	江中药业	19.03	0.94	1.11	1.30	1.56	15.37	17.21	14.63	12.22

资料来源: ifind (一致预测; 2023/07/21), 华安证券研究所

## 3.2 推荐逻辑

### 肠胃品类领导者，品牌深入人心

江中药业产品涵盖脾胃、肠道、咽喉、补益等多个领域，产品线丰富，是华润医药旗下 OTC 板块的领先企业。公司核心业务聚焦于肠胃品类，2022 年公司拥有“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，夯实胃肠日常用药专家与领导者地位。公司 2017 年-2022 年总营收实现从 17.47 亿元增长至 38.12 亿元，以年复合增长率为 16.89% 的速度增长。2023 年一季度公司实现营收 13.16 亿元，同比增长 41.44%，归母净利润 2.41 亿元，同比增长 31.1%。

### 限制性股权激励，健全长效激励机制，调动人员积极性

2021 年 6 月，公司发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予激励对象限制性股票 630 万股，授予价格为 6.62 元/股。激励方案具有一定的挑战性，解锁条件设置了多维考核目标，能有效调动各方人员的积极性。2022 年公司实现归母净利润 5.96 亿元，以 2020 年为基准，公司 2022 年归母净利润年复合增长率为 12.17%，投入资本回报率为 17.76%，研发投入强度为 3.89%，达到 2021 年限制性股票激励计划第一个解除限售期的解除限售条件。

### 成熟产品创新价值，并购产品稳固优势

非处方药的肠胃品类是公司的核心板块。江中牌健胃消食片是公司脾胃品类的黄金单品，也是国内第一个销量过 10 亿的 OTC 中成药单品。江中利活牌乳酸菌素片是公司肠道品类的代表性品项，营收规模为 5 亿元。2022 年公司并购融合海斯制药后，补充了海斯制药旗下收入规模 4.4 亿的贝飞达，补齐了公司胃肠治疗性用药的短板，进一步巩固了公司胃肠品类的核心竞争力。

### 投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年营收分别为 45.3/54.3/65.2 亿元，分别同比增长 18.8%/19.9%/20.1%，归母净利润分别为 6.96/8.19/9.80 亿元，分别同比增长 16.8%/17.6%/19.7%，对应估值为 17X/15X/12X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

**市场竞争加剧风险：**受国家相关法律法规及政策的影响，药价普降、药企利润被摊薄，使得药企必须在不得不面对白热化的市场竞争中寻找新的机遇，更多药企转战零售药店和基层终端等院外市场，导致 OTC 产品市场竞争加剧。

**原材料价格及供应风险：**2022 年上半年，受通货膨胀、俄乌冲突以及供应链不稳定等因素影响，大宗商品价格波动明显，下半年能源和农产品价格仍存在波动的风险，影响公司原材料采购成本。

**疫情影响的不确定性风险：**国内疫情近期有卷土重来之势，未来区域性疫情发展存在较大不确定性，地方政府对药品销售的管控存在不确定性，影响区域性业务推进。

会计年度	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4022	4419	5521	6877
现金	1371	1487	2273	3255
应收账款	319	394	482	564
其他应收款	19	23	27	33
预付账款	71	68	86	109
存货	382	460	546	667
其他流动资产	1860	1988	2107	2250
<b>非流动资产</b>	2222	2342	2513	2685
长期投资	36	31	26	21
固定资产	1072	1055	1048	1040
无形资产	379	364	348	332
其他非流动资产	734	893	1091	1292
<b>资产总计</b>	6244	6761	8034	9562
<b>流动负债</b>	1658	1852	2259	2744
短期借款	0	0	0	0
应付账款	182	197	244	300
其他流动负债	1476	1655	2015	2444
<b>非流动负债</b>	91	87	87	87
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	91	87	87	87
<b>负债合计</b>	1748	1939	2346	2830
少数股东权益	604	643	690	753
股本	630	630	630	630
资本公积	412	415	415	415
留存收益	2849	3135	3954	4934
归属母公司股东权益	3891	4179	4998	5978
<b>负债和股东权益</b>	6244	6761	8034	9562

会计年度	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1016	781	1093	1293
净利润	644	734	866	1043
折旧摊销	122	128	136	141
财务费用	-26	0	0	0
投资损失	-4	3	1	-1
营运资金变动	324	-87	91	111
其他经营现金流	277	824	775	932
<b>投资活动现金流</b>	79	-254	-307	-312
资本支出	-346	-247	-311	-317
长期投资	371	6	5	5
其他投资现金流	54	-13	-1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-734	-411	-1	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	2	0	0
其他筹资现金流	-738	-413	-1	0
<b>现金净增加额</b>	362	116	786	982

资料来源:公司公告,华安证券研究所

会计年度	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3812	4527	5427	6519
营业成本	1340	1577	1909	2318
营业税金及附加	59	72	86	101
销售费用	1481	1755	2095	2497
管理费用	205	244	292	351
财务费用	-27	-27	-30	-45
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	57	0	0	0
投资净收益	4	-3	-1	1
<b>营业利润</b>	746	857	1013	1220
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	751	857	1013	1220
所得税	107	123	146	177
<b>净利润</b>	644	734	866	1043
少数股东损益	48	38	48	63
<b>归属母公司净利润</b>	596	696	819	980
EBITDA	780	957	1119	1316
EPS (元)	0.94	1.11	1.30	1.56

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.6%	18.8%	19.9%	20.1%
营业利润	19.2%	14.8%	18.2%	20.5%
归属于母公司净利	17.9%	16.8%	17.6%	19.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	64.8%	65.2%	64.8%	64.4%
净利率 (%)	15.6%	15.4%	15.1%	15.0%
ROE (%)	15.3%	16.7%	16.4%	16.4%
ROIC (%)	12.5%	14.7%	14.8%	14.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	28.0%	28.7%	29.2%	29.6%
净负债比率 (%)	38.9%	40.2%	41.2%	42.0%
流动比率	2.43	2.39	2.44	2.51
速动比率	2.14	2.09	2.15	2.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.70	0.73	0.74
应收账款周转率	12.15	12.69	12.38	12.45
应付账款周转率	7.77	8.32	8.66	8.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.94	1.11	1.30	1.56
每股经营现金流	1.61	1.24	1.74	2.05
每股净资产	6.18	6.64	7.94	9.50
<b>估值比率</b>				
P/E	15.37	17.21	14.63	12.22
P/B	2.34	2.87	2.40	2.00
EV/EBITDA	9.91	10.96	8.68	6.63

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，研究所所长助理、医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师：**李昌幸，分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。