

OTC 主业平稳，国企改革预期

投资要点

- **财务、经营情况：**公司 2016 年实现营业收入 15.62 亿元，同比下滑 39.87%，归母净利润 3.80 亿元，同比增长 3.47%，扣非后归母净利润 3.75 亿元，同比增长 9.89%。扣除 2015 年对外转让江西九州通因素影响，营业收入同比下降 12.09%。
- **大健康产业持续增长。**1) 公司 2016 年营业收入有所下滑，利润同比增长，业绩增长主要源自期间费用下降；2) 非处方药类业务继续实施渠道精控，强化目标人群定位，并积极探索电视广告以外的宣传模式，但受行业政策及渠道精控策略实施的影响，全年共实现营业收入 13.16 亿元，同比下降 8.62%；3) 保健品等主要开展模式探索、产品开发、品类拓展等，为后续发展奠定基础。
- **江中品牌做强做优。**1) 江中驰名商标系列下的健胃消食片、乳酸菌素片和复方草珊瑚含片依然是公司最大的收入来源，2016 年收入近 13 亿元，并且纳入省级医保目录，公司也投入了研发进行品质提升研究；2) 渠道方面，继续实施“一个平台，两种模式”，并将经、分销商与药店终端精确对应，对产品重新进行系统定位，尝试新媒体推广、公关推广等方式，为新品推广探索整合传播方式。
- **滋补保健类业务不断丰富。**1) 未来五年保健食品市场有望新增 1000 亿元，公司参灵草口服液、初元营养饮品等有望受益；2) 初元是公司拥有的两个驰名商标之一，初元营养品用于术后、体虚补充营养，2016 年销售收入达 1.48 亿元。公司进行系列产品开发，预计新产品获批后初元系列收入会明显提升；3) 参灵草口服液主要增强免疫力，缓解体力疲劳，亦进行了系列产品的开发。
- **完善公司治理，国企改革试点预期。**1) 公司大股东江中集团被江西省国资委确定为省属国有企业开展完善法人治理结构试点单位，集团也首创了省属国有企业董事会选聘经理层；2) 江西国资委在 2015 年进行了盐业集团公司的混合所有制改革，成为江西新一轮国企混改第一单，我们认为江中药业国企改革很有可能会在 2017 年有实质性的进展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.55 元、1.75 元、2.01 元，对应市盈率为 23 倍、21 倍、18 倍。我们认为公司传统主业平稳，具有一定国企改革预期，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格或波动风险；OCT 与保健品市场竞争或加剧；政策风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1561.86	1650.27	1870.43	2181.91
增长率	-39.87%	5.66%	13.34%	16.65%
归属母公司净利润（百万元）	379.76	466.00	526.05	602.65
增长率	3.47%	22.71%	12.89%	14.56%
每股收益 EPS（元）	1.27	1.55	1.75	2.01
净资产收益率 ROE	14.52%	15.76%	15.79%	16.02%
PE	29	23	21	18
PB	4.16	3.68	3.27	2.89

数据来源：Wind，西南证券

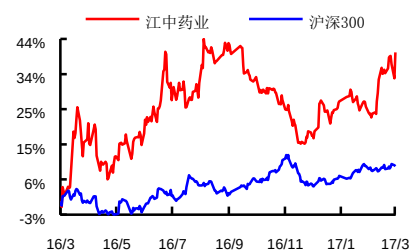
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513070001
 电话：021-68413530
 邮箱：zhuguo@swsc.com.cn

分析师：施跃
 执业证号：S1250515080001
 电话：021-68413878
 邮箱：syue@swsc.com.cn

联系人：张肖星
 电话：021-68415020
 邮箱：zxixing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.00
流通 A 股(亿股)	3.00
52 周内股价区间(元)	25.91-37.24
总市值(亿元)	108.90
总资产(亿元)	30.66
每股净资产(元)	8.72

相关研究

关键假设：

假设 1：预计未来 3 年非处方药行业平均增速约为 10%，公司通过营销调整能够扭转 2016 年收入下滑的态势，非处方药类业务增速与行业相当；

假设 2：预计未来 3 年保健食品行业增速约 15%，预计公司通过营销调整能够扭转 2016 年收入下滑的态势，随着产品品类的丰富，业务处于成长期，增速逐步加快，预计增速有望后来居上，超越行业水平；

假设 3：预计未来 3 年公司酒类销量有望随着营销投入加大，且基数较小，有望出现较快的销量增长。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
总计				
营业收入	1,561.86	1,650.3	1,870.4	2,181.9
YoY	-39.87%	5.66%	13.34%	16.65%
营业成本	454.97	478.2	543.1	636.0
毛利率	70.87%	71.02%	70.97%	70.85%
非处方药类				
收入	1,315.96	1,394.92	1,576.26	1,828.46
yoy	-8.62%	6.00%	13.00%	16.00%
成本	330.43	348.73	394.06	457.11
毛利率	74.89%	75.00%	75.00%	75.00%
保健食品				
收入	239.95	251.95	289.74	347.69
yoy	-23.33%	5.00%	15.00%	20.00%
成本	123.03	128.49	147.77	177.32
毛利率	48.73%	49.00%	49.00%	49.00%
酒				
收入	2.62	3.41	4.43	5.76
yoy	745.16%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	0.73	0.95	1.24	1.61
毛利率	72.14%	72.00%	72.00%	72.00%

数据来源：Wind，西南证券

综上所述，我们预计公司 2017-2019 年的营业收入增速分别为 5.66%、13.34%和 16.65%。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.55 元、1.75 元、2.01 元，对应市盈率为 23 倍、21 倍、18 倍。我们认为公司传统主业平稳，具有一定国企改革预期，首次覆盖给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1561.86	1650.27	1870.43	2181.91	净利润	379.76	465.99	526.05	602.65
营业成本	454.97	478.18	543.07	636.05	折旧与摊销	65.80	123.44	123.44	123.44
营业税金及附加	33.56	22.23	26.49	31.91	财务费用	0.23	-1.94	-3.61	-5.29
销售费用	531.00	510.28	581.80	687.86	资产减值损失	2.76	10.00	10.00	10.00
管理费用	106.27	93.34	107.57	126.96	经营营运资本变动	439.45	-47.30	-68.19	-86.97
财务费用	0.23	-1.94	-3.61	-5.29	其他	-189.96	1.77	-25.42	-31.39
资产减值损失	2.76	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	698.05	551.96	562.26	612.44
投资收益	12.62	13.89	15.42	17.11	资本支出	13.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.56	13.89	15.42	17.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	3.42	13.89	15.42	17.11
营业利润	445.70	552.07	620.53	711.53	短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.11	2.87	2.32	1.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	443.59	554.94	622.85	713.29	股权融资	1.48	0.00	0.00	0.00
所得税	63.83	88.95	96.80	110.64	支付股利	-120.00	-124.17	-152.36	-172.00
净利润	379.76	465.99	526.05	602.65	其他	54.74	1.97	3.61	5.29
少数股东损益	0.00	0.00	-0.01	-0.01	筹资活动现金流净额	-53.78	-122.20	-148.75	-166.71
归属母公司股东净利润	379.76	466.00	526.05	602.65	现金流量净额	647.68	443.65	428.93	462.84
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	898.05	1341.69	1770.62	2233.46	成长能力				
应收和预付款项	530.74	549.47	624.21	727.68	销售收入增长率	-39.87%	5.66%	13.34%	16.65%
存货	187.54	171.45	198.20	240.80	营业利润增长率	3.50%	23.87%	12.40%	14.66%
其他流动资产	130.83	138.24	156.68	182.77	净利润增长率	3.19%	22.71%	12.89%	14.56%
长期股权投资	57.86	57.86	57.86	57.86	EBITDA 增长率	-3.56%	31.63%	9.92%	12.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	722.22	609.15	496.08	383.01	毛利率	70.87%	71.02%	70.97%	70.85%
无形资产和开发支出	336.29	325.98	315.67	305.36	三费率	40.82%	36.46%	36.66%	37.10%
其他非流动资产	202.22	202.16	202.10	202.03	净利率	24.31%	28.24%	28.12%	27.62%
资产总计	3065.75	3396.00	3821.42	4332.98	ROE	14.52%	15.76%	15.79%	16.02%
短期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	ROA	12.39%	13.72%	13.77%	13.91%
应付和预收款项	269.67	251.65	285.44	340.61	ROIC	20.16%	28.91%	33.94%	39.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.76%	40.82%	39.58%	38.03%
其他负债	150.29	156.72	174.68	200.41	营运能力				
负债合计	449.96	438.37	490.11	571.02	总资产周转率	0.54	0.51	0.52	0.54
股本	300.00	300.00	300.00	300.00	固定资产周转率	2.43	2.89	4.09	6.34
资本公积	550.68	550.68	550.68	550.68	应收账款周转率	125.52	97.15	96.50	105.93
留存收益	1764.89	2106.72	2480.41	2911.06	存货周转率	2.15	2.49	2.58	2.62
归属母公司股东权益	2615.54	2957.39	3331.08	3761.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	128.67%	—	—	—
少数股东权益	0.24	0.23	0.23	0.22	资本结构				
股东权益合计	2615.78	2957.63	3331.31	3761.96	资产负债率	14.68%	12.91%	12.83%	13.18%
负债和股东权益合计	3065.75	3396.00	3821.42	4332.98	带息债务/总负债	6.67%	6.84%	6.12%	5.25%
					流动比率	4.11	5.32	5.90	6.19
					速动比率	3.66	4.90	5.48	5.75
					股利支付率	31.60%	26.65%	28.96%	28.54%
					每股指标				
					每股收益	1.27	1.55	1.75	2.01
					每股净资产	8.72	9.86	11.10	12.54
					每股经营现金	2.33	1.84	1.87	2.04
					每股股利	0.40	0.41	0.51	0.57
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	511.72	673.57	740.36	829.68					
PE	28.68	23.37	20.70	18.07					
PB	4.16	3.68	3.27	2.89					
PS	6.97	6.60	5.82	4.99					
EV/EBITDA	19.19	13.92	12.09	10.23					
股息率	1.10%	1.14%	1.40%	1.58%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn