

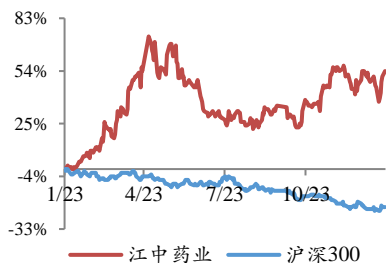
利润端增速加快，二期股权激励推出彰显公司信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-01-30

收盘价(元)	21.98
近12个月最高/最低(元)	24.79/14.28
总股本(百万股)	629
流通股本(百万股)	625
流通股比例(%)	99.36
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	137

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

相关报告

1.【华安医药】公司点评江中药业：三大业务板块齐发力，盈利能力持续提升 2023-11-21

2.【华安医药】公司点评江中药业：半年度业绩增长稳健，核心产品持续放量 2023-08-25

主要观点：

事件

2024年1月30日，江中药业发布2023年年度主要经营数据的公告，初步核算，2023年度，公司营业总收入同比增长约13%，归母净利润同比增长约18%。

事件点评

● 23Q4单季度营收增速亮眼，归母净利润同比增长

经计算，公司2023年全年预计营收约43亿元，归母净利润约7亿元。单Q4营收约11.6亿元，同比增长23.8%，归母净利润约1.1亿元，同比增长22.0%。2023年，公司始终坚持以遵循传统中医药理论为使命，内生增长和外延并购同步加强，不断提升公司盈利能力。

● 股权激励方案陆续推出，彰显公司信心

2024年1月3日，江中药业发布第二期限制性股票激励计划（草案），计划授予不超过763.5万股，占总股本的1.21%；其中，首次授予690.20万股，首次授予的激励对象不超过213人，授予价格为12.79元/股。从业绩考核目标来看，江中药业此次股权激励的解锁在投入资本回报率、归母净利润年复合增长率和研发投入强度这三个方面都设置了相应的条件，投入资本回报率、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和同行业的对比，其中对标企业选用的是同属A股WIND行业中“医疗保健-制药、生物科技和生命科学-制药”类上市公司中，与江中药业规模相当、业务类似且具有一定可比性的，包括红日药业、信邦药业、仁和药业、葵花药业等在内的合计15家上市公司。此次股权激励的业绩考核条件为公司在2024-2026年，归母净利润增速基于2022年复合增速不低于9%，分别为7.08/7.72/8.41亿元；投入资本回报率不低于13.6%；研发投入强度分别不低于3.90%/3.91%/3.92%。

从覆盖人群看，江中药业本次股权激励方案首次授予的激励对象不超过213人，包括董事长刘为权、董事邢健、总经理肖文斌等在内的7名高管、206名中层管理人员及核心骨干，覆盖范围广，进一步绑定公司核心成员，展示公司对长期向好发展的信心。

● 中药国企改革逻辑明确，持续看好公司未来发展

公司的OTC、处方药、大健康三大板块齐发力，核心产品竞争优势明显，销售渠道成熟。在品牌打造方面，公司围绕“江中”和“利活”两个品牌，持续打造10亿级黄金单品健胃消食片、5亿级乳酸菌素片以及深入老中青三代国人心智的草珊瑚含片，并不断巩固胃肠领域护城河，构建咽喉、补益等品类梯队的品牌地位，2023年“江中”品牌价值为376.29亿

元，位居医药行业第六。在渠道拓展方面，公司拥有千人规模的非处方药销售队伍，现已覆盖 20 万家终端药店，与 3000 家商业紧密合作，渗透 50 余万家药房及 20 万家基层医疗终端。

● 投资建议

公司 23 年利润端增速亮眼，毛利率有较大提升，因此我们调整业绩预期，预计公司 2023~2025 年收入分别为 43.09/50.69/60.21 亿元（前值为 45.27/54.27/65.19 亿元），分别同比增长 13.1%/17.6%/18.8%，归母净利润分别为 7.04/8.32/9.93 亿元（前值为 6.96/8.13/9.74 亿元），分别同比增长 18.1%/18.3%/19.3%，对应估值为 20X/17X/14X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险，行业政策变化风险，原材料价格及供应风险。

● 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	4309	5069	6021
收入同比 (%)	32.6%	13.1%	17.6%	18.8%
归属母公司净利润	596	704	832	993
净利润同比 (%)	17.9%	18.1%	18.3%	19.3%
毛利率 (%)	64.8%	67.4%	66.7%	66.0%
ROE (%)	15.3%	18.4%	17.9%	17.6%
每股收益 (元)	0.94	1.12	1.32	1.58
P/E	15.37	19.66	16.62	13.93
P/B	2.34	3.63	2.98	2.45
EV/EBITDA	9.91	12.95	10.42	8.30

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4022	3921	4983	6282	营业收入	3812	4309	5069	6021
现金	1371	1095	1888	2861	营业成本	1340	1404	1687	2047
应收账款	319	375	451	521	营业税金及附加	59	73	86	102
其他应收款	19	22	25	30	销售费用	1481	1675	1952	2288
预付账款	71	60	76	96	管理费用	205	233	273	325
存货	382	409	483	589	财务费用	-27	-27	-22	-38
其他流动资产	1860	1959	2060	2185	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2222	2306	2477	2649	公允价值变动收益	57	0	0	0
长期投资	36	31	26	21	投资净收益	4	-3	0	1
固定资产	1072	1055	1048	1040	营业利润	746	883	1033	1220
无形资产	379	364	348	332	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	734	857	1055	1256	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	6244	6227	7460	8931	利润总额	751	883	1033	1220
流动负债	1658	1683	2031	2456	所得税	107	126	148	174
短期借款	0	0	0	0	净利润	644	757	886	1046
应付账款	182	175	216	265	少数股东损益	48	53	53	52
其他流动负债	1476	1508	1815	2191	归属母公司净利润	596	704	832	993
非流动负债	91	73	72	72	EBITDA	780	984	1147	1323
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.94	1.12	1.32	1.58
其他非流动负债	91	73	72	72					
负债合计	1748	1756	2103	2528					
少数股东权益	604	657	711	763	主要财务比率				
股本	630	629	629	629	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	412	419	419	419	成长能力				
留存收益	2849	2766	3598	4592	营业收入	32.6%	13.1%	17.6%	18.8%
归属母公司股东权益	3891	3814	4646	5640	营业利润	19.2%	18.3%	17.0%	18.1%
负债和股东权益	6244	6227	7460	8931	归属于母公司净利	17.9%	18.1%	18.3%	19.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	64.8%	67.4%	66.7%	66.0%
					净利率 (%)	15.6%	16.3%	16.4%	16.5%
					ROE (%)	15.3%	18.4%	17.9%	17.6%
					ROIC (%)	12.5%	16.4%	16.2%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	28.0%	28.2%	28.2%	28.3%
					净负债比率 (%)	38.9%	39.3%	39.3%	39.5%
					流动比率	2.43	2.33	2.45	2.56
					速动比率	2.14	2.04	2.16	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.69	0.74	0.73
					应收账款周转率	12.15	12.41	12.27	12.39
					应付账款周转率	7.77	7.86	8.63	8.52
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.94	1.12	1.32	1.58
					每股经营现金流(薄)	1.61	1.17	1.75	2.04
					每股净资产	6.18	6.06	7.38	8.96
					估值比率				
					P/E	15.37	19.66	16.62	13.93
					P/B	2.34	3.63	2.98	2.45
					EV/EBITDA	9.91	12.95	10.42	8.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、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。