

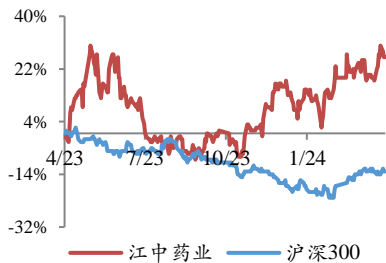
提质提效高增长，品牌建设成效显著

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-06

收盘价(元)	24.10
近12个月最高/最低(元)	27.05/17.50
总股本(百万股)	629
流通股本(百万股)	625
流通股比例(%)	99.38
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	151

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：利润端增速加快，二期股权激励推出彰显公司信心 2024-01-30

2.【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

主要观点：

事件

公司发布年报，2023年实现营收43.90亿元，同比+13.00%；实现归母净利润7.08亿元，同比+18.40%，扣非归母净利润7.04亿元，同比+38.97%。

事件点评

● 利润端表现强势，进一步加强费用控制

业绩增长迅猛，盈利能力持续提升。单季度来看，2023Q4公司实现营业收入12.50亿，同比+23.67%，收入端势头强劲；实现归母净利润1.19亿，同比+30.39%；实现扣非归母净利润1.45亿元，同比+156.01%，利润端的快速增长主要得益于降本增效等工作的持续推进。

落实新发展理念，控费成效显著。2023年公司推进生产线的改造升级，提升产能利用效率，优化生产工艺，压缩采购成本，2023年主营业务毛利率为65.28%，同比+0.35pct。期间费用率为43.56%，同比-2.41pct。其中销售费用率37.09%，同比-1.77pct；管理费用率4.80%，同比-0.5pct；财务费用率-1.37%，同比-0.73pct。经营性现金流10.36亿元，与上年基本持平。整体而言，公司成功地控制了各项开支，在成本管理方面取得进步。

现金分红方面，根据公司2023年度利润分配预案，2023年末公司共计派发4.41亿元，每10股派发7元（含税），占归母净利润的62.20%；同时，公司于2023年11月完成2023年前三季度利润分派，分派金额共计3.78亿元；故2023年年度现金红利总额合计为8.18亿元，占2023年度归母净利润的115.52%。

● 核心品类持续增长，大健康成为发展新引擎

四大核心品类均保持增长态势，继续发挥成长压舱石作用。23年公司非处方药类实现营收30.50亿元，同比+16.46%，板块毛利率为71.70%，同比+1.63pct。脾胃品类核心大单品健胃消食片收入规模重回11亿元，销售量同比+6.06%，持续巩固助消化领导地位。肠道品类中乳酸菌素片和双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）收入规模均突破5亿元，其中乳酸菌素片销量23年同比+18.89%，贝飞达销量同比+37.59%。咽喉咳喘和补益品类开拓延伸，打造第二增长曲线，复方草珊瑚含片持续品牌唤醒，2023年实现销量3509万盒，同比+18.23%，收入增速超20%，与复方鲜竹沥液合计收入突破3亿元；多维元素片收入规模稳定，进一步巩固市场占有率和终端推荐率。

23年公司大健康业务实现营收6.5亿元，同比+49.96%，成为业务增长新引擎。参灵草系列产品收入规模过亿，延续稳定增长趋势；初元系列产品不断丰富业务布局，收入增速约40%；胃肠健康的益生菌系列产品及肝健康的肝纯片实现突破性增长，有望成为新的过亿业务。

23年公司处方药业务实现营收6.64亿元。院内和基层医疗市场不断促

进业务合规发展，积极参与国家和省级集采，加快推进药品一致性评价工作；院外市场借力“江中”品牌优势，拓宽品类赛道，搭建慢病特色产品矩阵雏形，探索营销新模式。

● 创新推动科技转型。二期股权激励彰显信心

研发投入持续加大，智能制造成效显著。2023 年公司研发费用率为 3.04%，同比+0.47pct，主要由于公司持续加大研发投入布局，不断推进创新研发。公司吸引业内优秀人才及创新药物团队，加强与京津冀、长三角、粤港澳等科研院所和高校合作，聚焦胃肠等领域研发，获得两款特殊医学用途配方食品注册证书。同时推进智能制造，优化生产线布局，提升产能利用效率，实现产能提升与市场供需矛盾缓解。

二期股权计划推出彰显长期发展信心。公司于 2024 年 1 月披露《第二期限制性股票激励计划》，基于首次股权激励实施经验，优化多元化考核激励机制，拟将第二期股权激励计划覆盖的员工提升至不超过 213 人，进一步向科研人员和核心基层员工延伸，充分激发组织和人才活力。

● 投资建议

根据公司最新披露 23 年年度报告数据显示，公司 2023 年业绩基本符合预期，江中药业主营业务稳步增长，降本增效渐入佳境，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 50.69/59.08/68.82 亿元，分别同比增长 15.5%/16.6%/16.5%，归母净利润分别为 8.32/9.73/11.32 亿元，分别同比增长 17.5%/16.9%/16.3%，对应估值为 18X/16X/13X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

药品降价的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧风险；产品推广不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4390	5069	5908	6882
收入同比 (%)	13.0%	15.5%	16.6%	16.5%
归属母公司净利润	708	832	973	1132
净利润同比 (%)	18.4%	17.5%	16.9%	16.3%
毛利率 (%)	65.3%	64.6%	63.8%	63.0%
ROE (%)	18.5%	17.8%	17.3%	16.7%
每股收益 (元)	1.12	1.32	1.55	1.80
P/E	18.64	18.23	15.59	13.40
P/B	3.43	3.25	2.69	2.24
EV/EBITDA	11.87	11.05	8.92	6.99

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2397	3739	5093	6634	营业收入	4390	5069	5908	6882
现金	1333	1978	2931	4197	营业成本	1523	1792	2141	2546
应收账款	252	414	525	523	营业税金及附加	63	71	80	89
其他应收款	16	25	30	31	销售费用	1628	1850	2127	2443
预付账款	43	82	96	101	管理费用	211	238	266	310
存货	406	523	613	717	财务费用	-60	-26	-40	-59
其他流动资产	347	716	898	1065	资产减值损失	-9	0	0	0
非流动资产	3731	3846	3944	3987	公允价值变动收益	-37	0	0	0
长期投资	31	27	22	18	投资净收益	-3	5	6	7
固定资产	1524	1637	1789	1983	营业利润	894	1055	1234	1435
无形资产	401	384	367	349	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	1775	1798	1766	1638	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	6129	7584	9037	10621	利润总额	897	1055	1234	1435
流动负债	1586	2138	2534	2888	所得税	130	151	176	205
短期借款	0	0	0	0	净利润	767	905	1057	1230
应付账款	118	224	274	280	少数股东损益	58	72	85	98
其他流动负债	1468	1914	2261	2608	归属母公司净利润	708	832	973	1132
非流动负债	67	67	66	66	EBITDA	995	1194	1372	1571
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.32	1.55	1.80
其他非流动负债	67	67	66	66					
负债合计	1653	2205	2601	2954					
少数股东权益	644	716	801	899	主要财务比率				
股本	629	629	629	629	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	425	425	425	425	成长能力				
留存收益	2777	3609	4582	5713	营业收入	13.0%	15.5%	16.6%	16.5%
归属母公司股东权益	3832	4663	5636	6767	营业利润	19.5%	18.0%	16.9%	16.3%
负债和股东权益	6129	7584	9037	10621	归属于母公司净利	18.4%	17.5%	16.9%	16.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	65.3%	64.6%	63.8%	63.0%
					净利率 (%)	16.1%	16.4%	16.5%	16.4%
					ROE (%)	18.5%	17.8%	17.3%	16.7%
					ROIC (%)	16.7%	16.4%	15.9%	15.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.0%	29.1%	28.8%	27.8%
					净负债比率 (%)	36.9%	41.0%	40.4%	38.5%
					流动比率	1.51	1.75	2.01	2.30
					速动比率	1.23	1.46	1.73	2.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.74	0.71	0.70
					应收账款周转率	15.58	15.23	12.59	13.13
					应付账款周转率	10.13	10.47	8.61	9.19
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.12	1.32	1.55	1.80
					每股经营现金流(薄)	1.65	1.46	1.94	2.38
					每股净资产	6.09	7.41	8.96	10.75
					估值比率				
					P/E	18.64	18.23	15.59	13.40
					P/B	3.43	3.25	2.69	2.24
					EV/EBITDA	11.87	11.05	8.92	6.99

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。