

胃肠品类领导者，“高股息+央企”价值重塑

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 构建胃肠品类护城河。预计2024年我国肠胃疾病用药行业规模有望达到633.2亿元,核心产品健胃消食片渗透率进一步提升。2) 股权激励落地。业绩目标考核2024-2026年三个会计年度,归母净利增速基于2022年复合增速不低于9%,分别为7.08/7.72/8.41亿元。3) 公司现金流健康稳定,“高股息+央国企”估值重塑。
- 构建胃肠品类护城河,夯实家中常备药的优势品类矩阵。**公司持续打造“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益”四大品类,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,“家中常备药的践行者”的战略定位已日渐清晰。在品类布局方面,脾胃品类持续构建护城河,围绕核心大单品健胃消食片,培育健儿消食口服液、健脾颗粒,补充雷贝拉唑钠等胃病治疗类品种,从大单品延伸为脾胃品类集群。2023年健胃消食片收入规模重回11亿,乳酸菌素片和双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊(贝飞达)两大拳头产品收入规模均突破5亿元。随着多元渠道的开拓,“江中”“利活”品牌势能持续提升,有望催化其他品类放量。
- 股权激励落地,彰显公司发展信心。**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690.2万股,首次授予的激励对象不超过213人,授予价格为12.79元/股。本激励计划的考核年度为2024-2026年三个会计年度,分年度进行考核并解除限售,归母净利增速基于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3.9%/3.91%/3.92%。
- “高股息+央国企”估值重塑,公司2023年维持高比例分红。**1月24日,国务院国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现,及时运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期,加大现金分红力度,来更好地回报投资者。公司2023年度利润分配预案为每10股分配现金红利7元(含税),占2023年归母净利润62.2%,此外公司于2023年11月完成2023年前三季度利润分派,公司2023年现金红利总额合计8.18亿元,占2023年归母净利润的115.52%。
- 盈利预测与投资建议:**预计2024-2026年公司归母净利润为8.1/9.2/10.6亿元,同比增长13.8%/14.8%/15.1%。首次覆盖,建议积极关注。
- 风险提示:**政策波动风险;核心产品销售不及预期风险;渠道开拓不及预期风险;原材料价格波动风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@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)	6.29
流通A股(亿股)	6.25
52周内股价区间(元)	17.9-26.24
总市值(亿元)	151.10
总资产(亿元)	61.29
每股净资产(元)	6.09

相关研究

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4390.10	5017.32	5816.31	6790.32
增长率	13.00%	14.29%	15.92%	16.75%
归属母公司净利润(百万元)	708.29	805.80	924.95	1064.33
增长率	18.83%	13.77%	14.79%	15.07%
每股收益EPS(元)	1.13	1.28	1.47	1.69
净资产收益率ROE	17.13%	19.79%	23.09%	27.06%
PE	21	19	16	14
PB	3.39	3.44	3.50	3.56

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：“江中”“利活” 两大品牌构建肠胃品类护城河	1
1.1 做强 OTC、发展大健康、布局处方药	1
1.2 央国企股权背景，管理团队专业化水平高	2
1.3 持续优化业务结构，盈利能力稳中有升	3
1.4 股权激励助力发展，高分红彰显信心	5
2 聚焦肠胃类 OTC 药物，巩固市场领导地位	6
3 开拓咽喉咳喘和补益品类，打造第二增长曲线	10
4 夯实处方药存量业务，提高运营能力	14
5 深挖大健康品类潜力，强化品牌建设及模式创新	15
6 盈利预测与估值	16
6.1 收入预测	16
6.2 相对估值	16
7 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司历史复盘	1
图 2: 江中药业股权结构图 (截至 2023 年末)	2
图 3: 2015-2023 营业收入及增速	4
图 4: 2015-2023 扣非归母净利润及增速	4
图 5: 公司各品类收入及增速	4
图 6: 公司各品类收入贡献占比	4
图 7: 公司各板块毛利率变化	5
图 8: 公司各板块毛利额贡献占比	5
图 9: 公司费率变化	5
图 10: 公司毛利率、净利率变化	5
图 11: 公司归母净利润、现金分红比例	6
图 12: 公司总市值、股息率	6
图 13: 中国肠胃疾病用药行业市场规模及增速	6
图 14: 2022 年中国城市实体药店消化系统中成药 TOP5 亚类	7
图 15: 健胃消食片产销量情况及 YOY	8
图 16: 乳酸菌素片产销量情况及 YOY	9
图 17: 双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊产销量情况及 YOY	10
图 18: 近四年中国城市实体药店终端咽喉中成药销量及 YOY	10
图 19: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP20 厂家	11
图 20: 近五年复方草珊瑚含片产销量情况及 YOY	13
图 21: 多维元素片产销量情况及 YOY	14
图 22: 处方药类销售额及 YOY	15
图 23: 大健康品类销售额及 YOY	15

表 目 录

表 1: 江中药业高管团队	2
表 2: 2022 年中国城市实体药店消化系统中成药产品 TOP5 (单位: 亿元)	7
表 3: 公司核心消化类非处方药品基本情况	8
表 4: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP20	11
表 5: 公司咽喉、补益类药品矩阵	12
表 6: 公司收入预测	16
表 7: 同业可比公司估值表 (截至 2024 年 4 月 10 日)	17
附表: 财务预测与估值	18

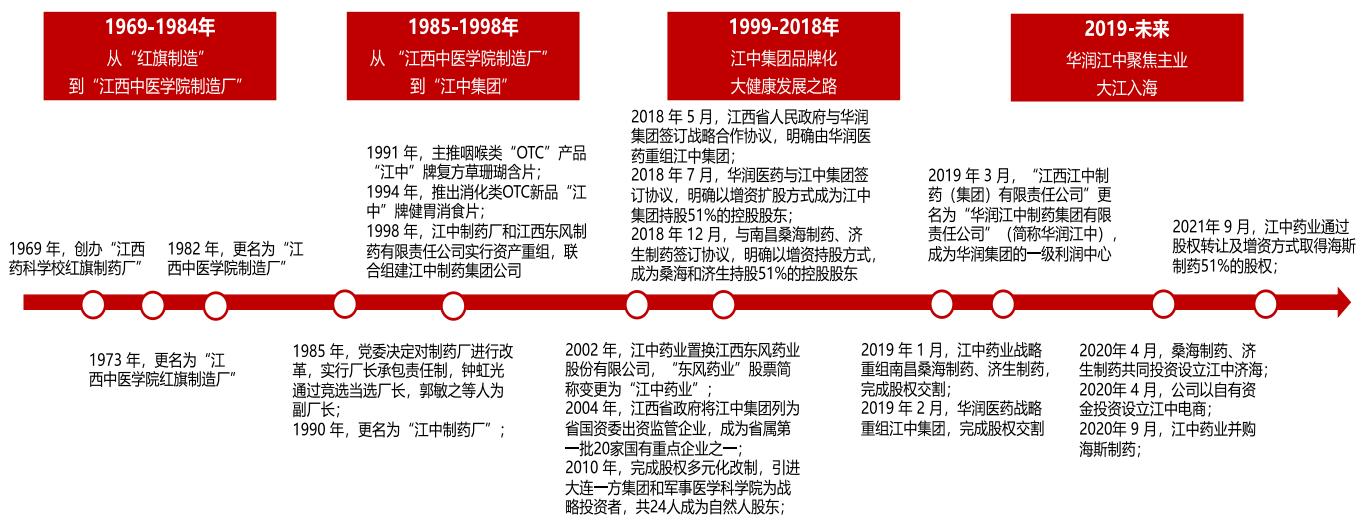
1 公司概况：“江中”“利活”两大品牌构建胃肠道品类护城河

1.1 做强 OTC、发展大健康、布局处方药

江中药业 1996 年成立，1999 年通过重组江西东风药业股份有限公司实现借壳上市。公司业务以中医药产业为核心，主要从事药品和大健康产品的生产、研发与销售。江中诞生于江西南昌，前身是 1969 年创建的江西药科学校红旗制药厂。自诞生以来，公司打造“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，逐步深耕孵化为国内知名品牌。

公司主营产品有健胃消食片、复方草珊瑚含片、乳酸菌素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊(贝飞达)、多维元素片、参灵草口服液、初元复合肽营养饮品、益生菌、复方鲜竹沥液、八珍益母胶囊等。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 1：公司历史复盘



数据来源：公司官网，西南证券整理

1) 非处方药业务：主要包括“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益”四大核心品类。公司以巩固胃肠道品类优势、开辟咽喉咳喘和补益品类新增长曲线为战略导向。胃肠道品类主要围绕健胃消食片，培育其它治疗类新品种，为用户提供更多的健康解决方案；同时在品牌建设方面，公司注重多媒介组合投放，以目标销售人群、场景等为最终导向，持续打造“江中”“利活”双品牌，导流线上终端，打通营销闭环。咽喉咳喘品类主要围绕复方草珊瑚含片，重视重点消费人群的公关营销、渠道合作推广；同时辅助子公司济生制药拓展研发其特色单品。补益领域，子公司桑海制药的多维元素片通过多营销举措，市场覆盖率不断提升。

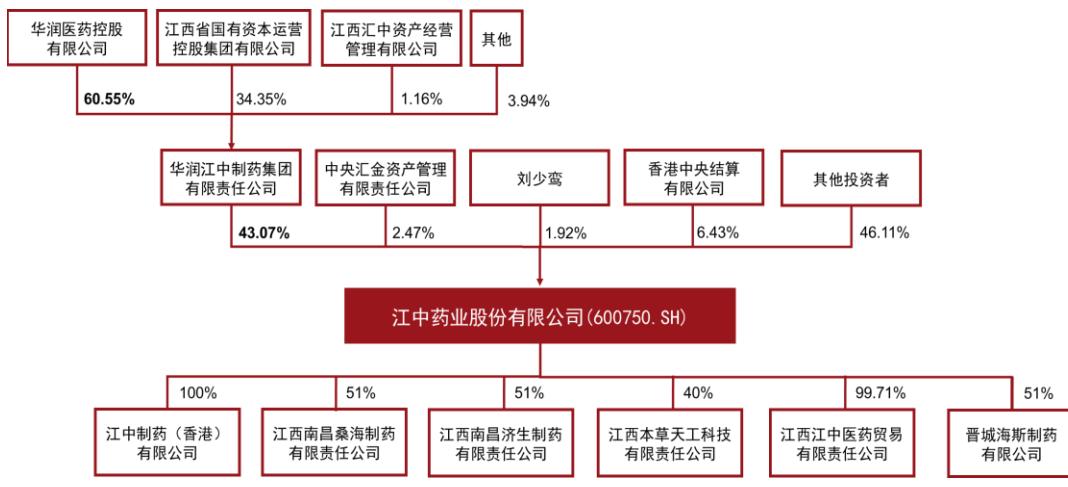
2) 处方药业务：主要包括江中牌蚓激酶肠溶胶囊及桑海制药、济生制药、海斯制药的处方药产品等，覆盖胃肠、心脑血管、妇科、儿科、呼吸等领域。

3) 大健康及其它：主要包括康复营养的初元系列产品、高端滋补的参灵草系列产品、胃肠健康系列产品等。其中“初元”品牌通过线下聚焦核心市场、线上开拓重点平台，加速线上转型和新媒体渠道推广，实现线上业务比例不断增长的良好业态走势。“参灵草”结合时事热点，打造标杆市场，强化全国布局定位，不断增强其品牌和渠道影响力。胃肠系列深耕消费者领域，夯实传统电商合作，不断拓展新媒体新平台渠道，强化消费者互动，实现净利润的快速增长。

1.2 央国企股权背景，管理团队专业化水平高

华润江中制药集团有限责任公司为第一大股东。2018年，华润医药以增资扩股的方式成为江中集团持股51%的控股股东，截至2023年，华润医药共持有江中药业43.07%的股份。作为一家央企背景的制药企业，2004年，江西省政府将江中集团列为省国资委出资监管企业，截至2023年，江西省国有资本运营控股集团有限公司共持有34.55%的股份，公司总股本6.29亿元。江中药业旗下拥有多家控股、参股子公司，其中主要包括：江西江中医药贸易有限责任公司、宁夏朴卡酒业有限公司、江西南昌济生制药有限责任公司、晋城海斯制药有限公司、江西南昌桑海制药有限责任公司、上海江中电子商务有限责任公司、江西江中昌润医药有限责任公司、江西江中本草健康科技有限公司等。截至2023年末，公司股权结构如下图所示：

图 2：江中药业股权结构图（截至 2023 年末）



数据来源: WIND, 公司公告, 西南证券整理

表 1：江中药业高管团队

姓名	职务	年龄	起任时间	个人简介
刘为权	董事长、董事	53	2022年6月	汉族，1971年出生，中共党员，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，正高级会计师。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。现任华润江中党委委员，董事，总经理；本公司董事长。
吴文多	董事	51	--	1973年10月出生，武汉大学生物化学专业学士学位。曾任北京赛科昌盛医药有限责任公司业务部经理，总经理助理兼策划部经理，人力资源部经理，副总经理，常务副总经理，总经理，北京赛科药业有限责任公司营销部经理，副总经理，总经理，华润赛科药业有限责任公司

姓名	职务	年龄	起任时间	个人简介
				司总经理，华润双鹤药业股份有限公司副总裁，华润三九医药股份有限公司党委副书记，副总裁。现任华润江中制药集团有限责任公司总经理，党委副书记。
邢健	董事	47	2020 年 5 月	汉族，1977 年出生，中共党员，本科。历任华润三九医药股份有限公司财务管理中心副总经理兼华润片仔癀药业有限公司财务总监，华润网络控股(香港)有限公司助理总经理，首席财务官。现任华润江中党委委员，财务总监；本公司董事。
胡凤祥	董事	54	2022 年 7 月	汉族，1970 年出生，中共党员，持有燕山大学工学学士学位，流体传动及控制专业大学本科毕业，中级工程师。曾任赛科药业党委委员，工会主席，北京医药集团工会副主席，纪检监察部主任，华润医药纪检监察高级总监，华润紫竹党委书记，总经理，华润医药纪委副书记，纪委办公室主任，纪检监察部总经理。现任华润江中党委委员，纪委书记；本公司董事。
唐娜	董事	48	2022 年 11 月	中共党员，无境外永久居留权，中国政法大学本科毕业。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。现任华润医药集团有限公司副总裁，兼任东阿阿胶股份有限公司，华润三九医药股份有限公司，华润双鹤药业股份有限公司监事，华润博雅生物制药集团股份有限公司监事会主席。
邓蓉	董事	46	2023 年 11 月	1978 年 9 月出生，持有中南大学会计学学士和北京交通大学管理学硕士学位。曾任华润双鹤药业股份有限公司财务管理中心财务核算与税务管理部总经理，财务管理中心会计管理部总经理，华润双鹤财务管理中心总经理，财务共享服务中心总经理，会计管理总监，业务财务部总经理，财务职能部总经理，财务管理中心总经理，东阿阿胶股份有限公司董事，董事会秘书，副总裁，财务总监等职务。现任华润医药集团有限公司首席财务官。
肖文斌	总经理	44	2022 年 3 月	汉族，1980 年出生，中共党员，本科。历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。现任江中药业总经理，OTC 业务部总经理。

数据来源：Wind，公司年报，西南证券整理

1.3 持续优化业务结构，盈利能力稳中有升

近年业绩稳定增长，整体利润稳中有升，2023 年利润增速亮眼。公司 2023 年实现营收 43.9 亿元，同比上升 13%；归母净利润为 7.08 亿元，同比增长 18.4%；扣非归母净利润为 7.04 亿元，同比增长 39.0%。近五年公司规模稳健扩张，2019-2023 年收入 CAGR 为 20%，2019-2023 年扣非归母净利润 CAGR 为 8.8%。公司围绕“江中”“利活”品牌进一步加强媒体宣传，深化公司品牌形象，加强品牌效益；此外公司通过拓展商业渠道，提高市场终端覆盖率，进一步加速业绩稳步增速。

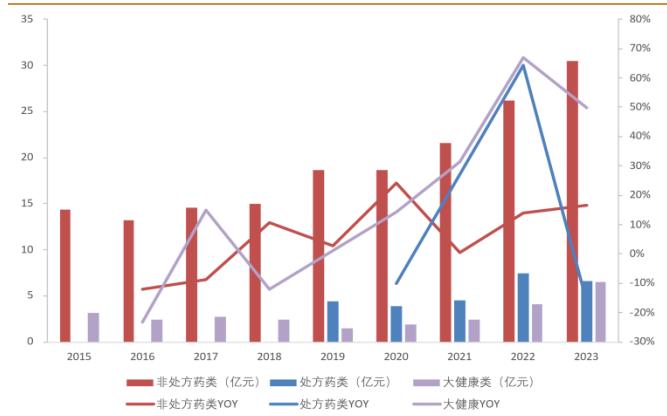
图 3: 2015-2023 营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

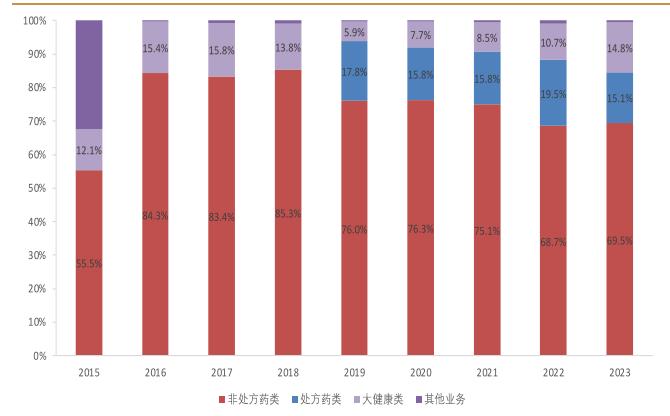
图 4: 2015-2023 扣非归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

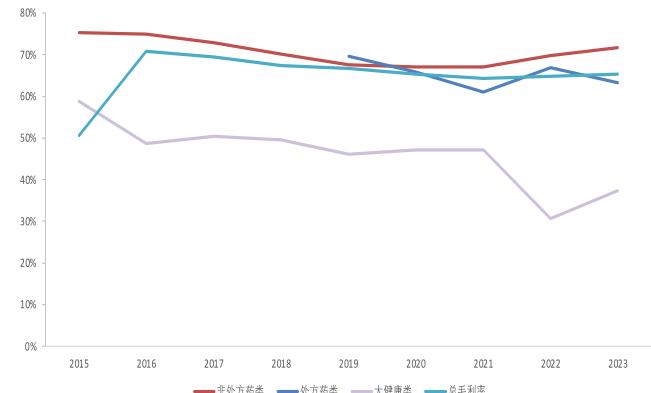
分品类看, 以 OTC 品类为主, 大力发展大健康业务。1) 非处方药类: 作为毛利率最高的品类, 其成为核心利润增长点。2023 公司非处方药板块实现营收 30.5 亿元 (+16.5%), 占总营收的 69.5%, 2019-2023 年非处方药类收入 CAGR 为 15.3%。2023 年公司非处方药板块毛利率为 71.7%, 毛利额贡献占比 76.3%。2) 处方药类: 2019 年公司通过新增并入桑海制药和济生制药业务, 处方药规模大幅增长, 2023 公司处方药板块营收为 6.6 亿元 (-16.3%), 占总营收的 15.1%, 2020-2023 年处方药类收入 CAGR 为 11%。2023 年公司处方药板块毛利率为 63.21%, 毛利额贡献占比 14.64%。3) 大健康类: 2023 公司大健康板块实现营收 6.5 亿元 (+49.96%), 占总营收的 14.8%。2019-2023 年公司大健康类收入 CAGR 为 21.8%。2023 年公司大健康板块毛利率为 37.3%, 毛利额贡献占比 8.5%。

图 5: 公司各品类收入及增速


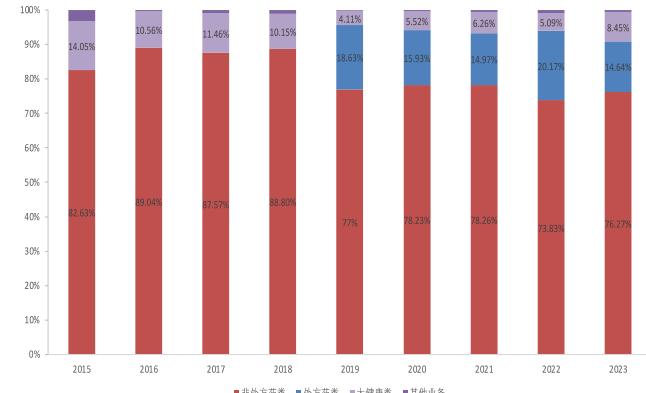
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司各品类收入贡献占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

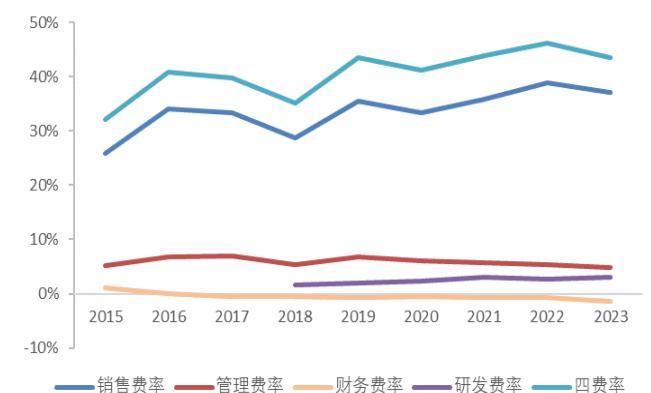
图 7: 公司各板块毛利率变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

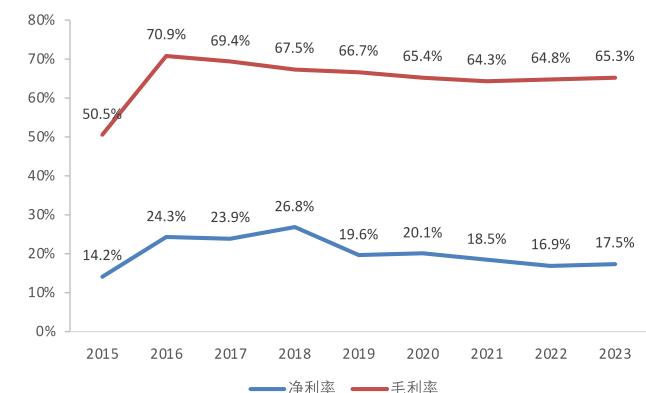
图 8: 公司各板块毛利额占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司四费率趋于平稳, 盈利能力稳中有升。2023 公司整体毛利率为 65.3% (+0.5pp), 净利率为 17.5% (+0.6pp), 受产品结构优化以及规模效应影响, 盈利能力小幅提升。从费用端看, 2023 公司四费率为 43.6% (-2.6pp); 销售费率为 37.1% (-1.8pp); 管理费率为 4.8% (-0.6pp); 财务费率为-1.4% (-0.6pp); 研发费率为 3% (+0.4pp)。

图 9: 公司费率变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司毛利率、净利率变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.4 股权激励助力发展, 高分红彰显信心

股权激励落地, 彰显公司发展信心。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 690.2 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。本激励计划的考核年度为 2024-2026 年三个会计年度, 分年度进行考核并解除限售, 归母净利增速基于 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 3.9%/3.91%/3.92%。

“高股息+央国企”估值重塑, 公司 2023 年维持高比例分红。1 月 24 日, 国务院国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现, 及时运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳

定预期，加大现金分红力度，来更好地回报投资者。公司 2023 年度利润分配预案为每 10 股分配现金红利 7 元（含税），占 2023 年归母净利润 62.2%，此外公司于 2023 年 11 月完成 2023 年前三季度利润分派，公司 2023 年现金红利总额合计 8.18 亿元，占 2023 年归母净利润的 115.52%。

图 11：公司归母净利润、现金分红比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司总市值、股息率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 聚焦肠胃类 OTC 药物，巩固市场领导地位

OTC 是江中药业的主要盈利来源，非处方药业务主要围绕“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大核心品类，打造大单品、大品类。其中肠胃药品类占据市场领导地位，产品需求旺盛，市场覆盖率广泛。随着当今社会生活方式的转变，胃肠道患者数量不断增长，且老年人占据大部分，从而不断推动胃肠类 OTC 用药市场需求不断上升。2019 年肠胃疾病用药行业市场规模（按终端销售额统计）为 610 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 0.8%，预计未来市场增速以年复合增长率为 0.75% 稳步扩张，2024 年行业规模有望达到 633.2 亿元。随着人口老龄化的不断加重，老龄人口不断上涨，肠胃药的市场潜力巨大。

图 13：中国肠胃疾病用药行业市场规模及增速

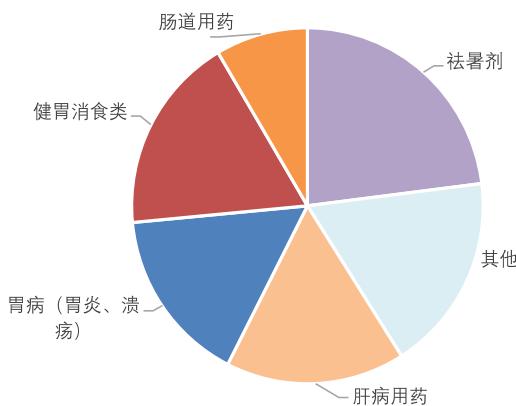


数据来源：头豹研究院，西南证券整理

随着肠胃病的常见、多发趋势，肠胃药近年逐步成为居民生活的必备品。公司研发多种肠胃药产品，打造“江中”“利活”两大品牌。其中“江中”品牌至 2023 年连续 20 年荣登“中国 500 最具价值品牌”榜，品牌价值 376.29 亿元，位于医药行业第 6 位。其中，江中牌健胃消食片已连续十九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，荣膺中国非处方药黄金大单品等诸多荣誉；江中利活牌乳酸菌素片零售额位居肠道微生态制剂品类第一名。此外，补益类药物也在不断拓展，多维元素片的药店零售额位居多维元素类第 5 名。

城市实体药店是消化系统中成药的主要销售渠道。从亚类来看，祛暑剂、肝病用药、胃药（胃炎、溃疡）、健胃消食类、肠道用药销售量最高，其中健胃消食类销量大部分由江中药业的健胃消食片产品供给。在 2022 年中国城市实体药店消化系统中成药产品销售额前 5 名中，健胃消食片位居第二，销售额超 15 亿元。

图 14：2022 年中国城市实体药店消化系统中成药 TOP5 亚类



数据来源：米内网，西南证券整理

表 2：2022 年中国城市实体药店消化系统中成药产品 TOP5（单位：亿元）

排名	产品名称	企业简称	销售额	亚类
1	藿香正气口服液	太极集团	24+	祛暑剂
2	健胃消食片	江中药业	15+	健胃消食类
3	片仔癀	片仔癀	13+	肝病用药
4	肠炎宁片	康恩贝	11+	肠道用药
5	护肝片	葵花药业	5+	肝病用药

数据来源：米内网，西南证券整理

在品类布局方面，一体两翼布局消化类产品矩阵。脾胃品类核心大单品健胃消食片收入规模重回 11 亿元，持续巩固助消化领导地位，并同步扩展脾胃调理类、胃病治疗类产品，借助大单品的势能推动大品类发展。肠道品类，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（贝飞达）两大拳头产品收入规模均突破 5 亿元，共同构建肠道健康“治养”组合。

表 3：公司核心消化类非处方药品基本情况

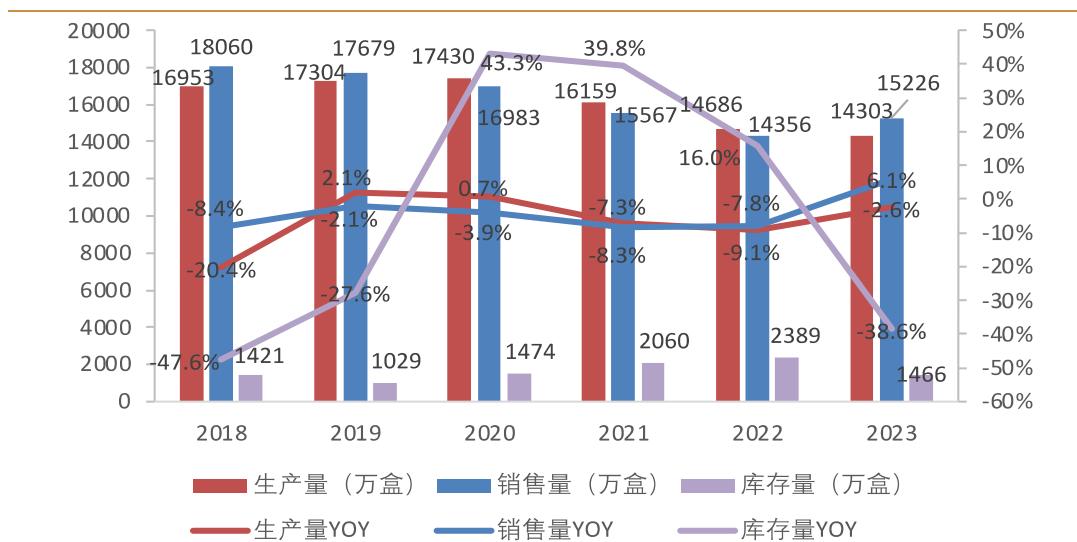
细分行业	主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录	商品图标
中药	消化系统	健胃消食片	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者。	否	是	否	
生物制品	消化系统	双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊	肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘，也可用于治疗中型急性腹泻，慢性腹泻及消化不良、腹胀。	是	是	否	
化学制剂	消化系统	乳酸菌素片	用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。	否	否	否	

数据来源：公司官网，西南证券整理

江中牌健胃消食片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。其成本近年来趋于稳定。产品原材料主要包括太子参、山药（怀山药）、山楂和炒麦芽。近年来，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，但公司提前布局，在合适时机锁定价格，减少囤货炒作，采取有效措施控制成本，减少成本波动。

健胃消食片库存周转良好，2023年销售量增长稳健。2023年健胃消食片生产1.43亿盒，同比下降2.6%；销售1.52亿盒，同比上升6.1%；库存量为1466万盒，同比下降38.6%。健胃消食片将持续巩固助消化领导地位，构建脾胃产品集群，拓展美食场景，打造美食伴侣，以新场景、新传播链接新人群，推动品牌年轻化；联动新零售平台，实现多渠道推广，提升市场份额。

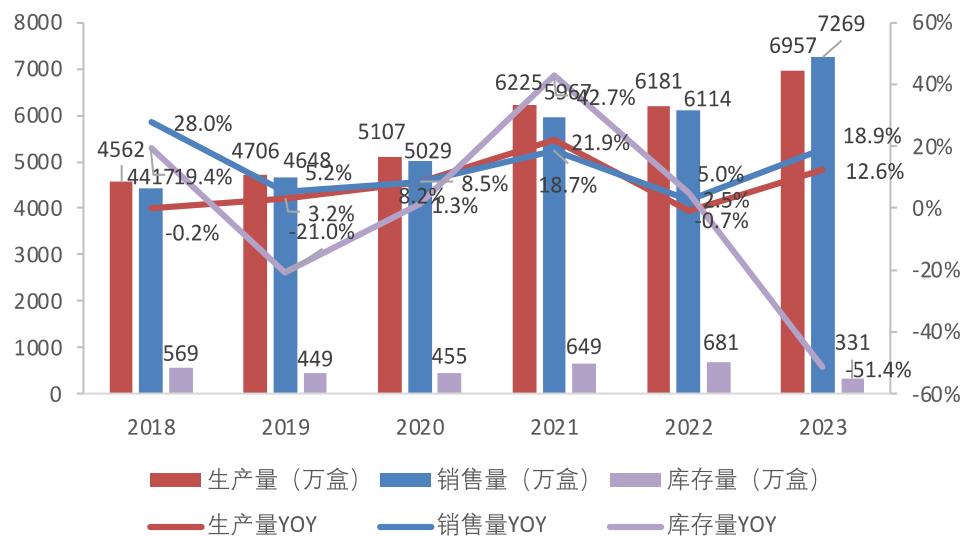
图 15：健胃消食片产销量情况及 YOY



数据来源：公司公告，西南证券整理

江中利活牌乳酸菌素片用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。公司聚焦肠道日常调理，提出“养菌”差异化特性。2023年1月，该产品从地方增补医保目录中退出，但因市场对以上药品需求充足，目前对公司影响不大。乳酸菌素片产销量近年稳步增长。2023年健胃消食片生产6957万盒，同比上升12.6%；销售7269万盒，同比上升18.9%；库存量为331万盒，同比下降51.4%，乳酸菌素片由于市场需求增加，销量增加，库存量下降。乳酸菌素片持续夯实“肠道日常调理”定位，传统营销与新媒体营销结合，品牌传播与内容教育结合，线下渠道与线上平台结合，升级品牌推广活动，拉升产品对终端和消费者的影响力。

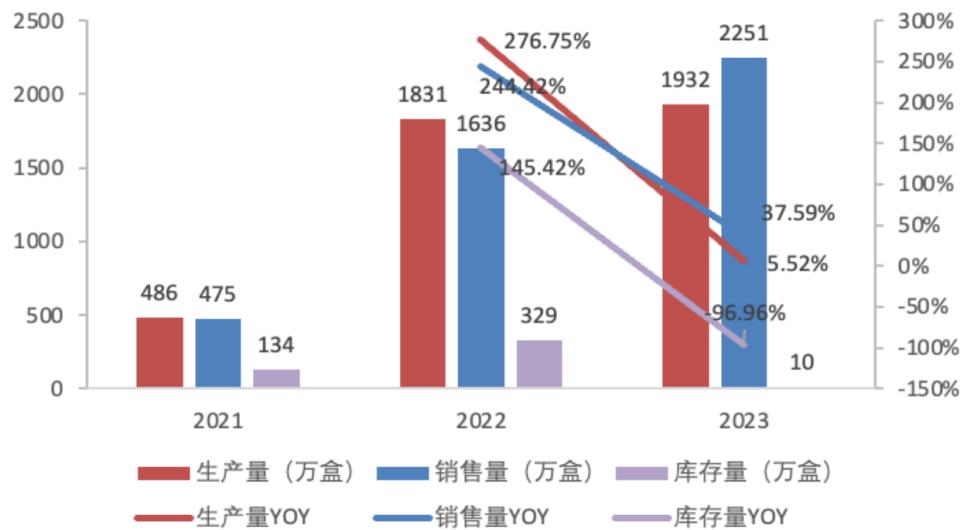
图 16：乳酸菌素片产销量情况及 YOY



数据来源：公司公告，西南证券整理

双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）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。该产品为公司2021年9月新并购子公司海斯制药产品，2023年收入规模突破5亿元，系2022年公司营收增长的主要原因。该药品2023年生产1932万盒，同比增长5.5%；销售2251万盒，同比增长37.59%；库存量为10万盒，同比下降97.0%。双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）通过产能提升进一步夯实产销量，持续打造肠道健康“治养”组合。

图 17：双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊产销量情况及 YOY

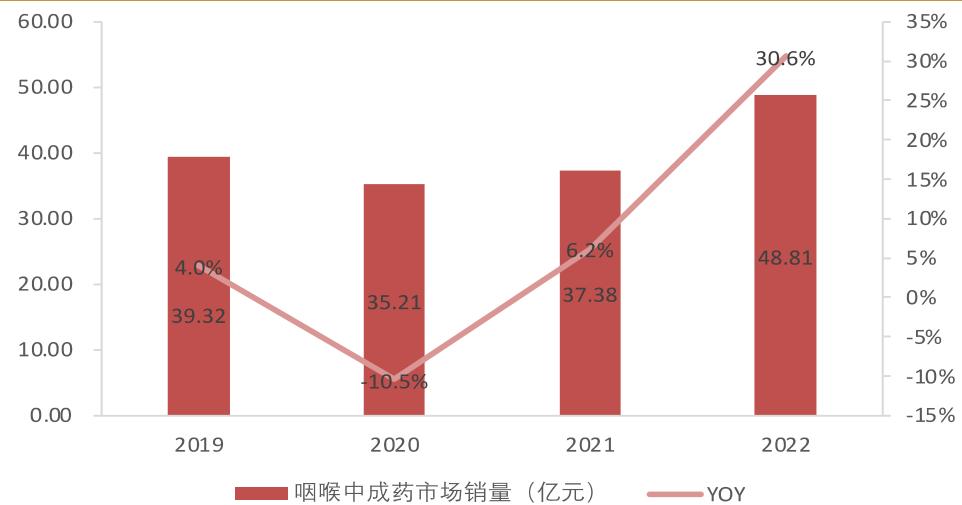


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 开拓咽喉咳喘和补益品类，打造第二增长曲线

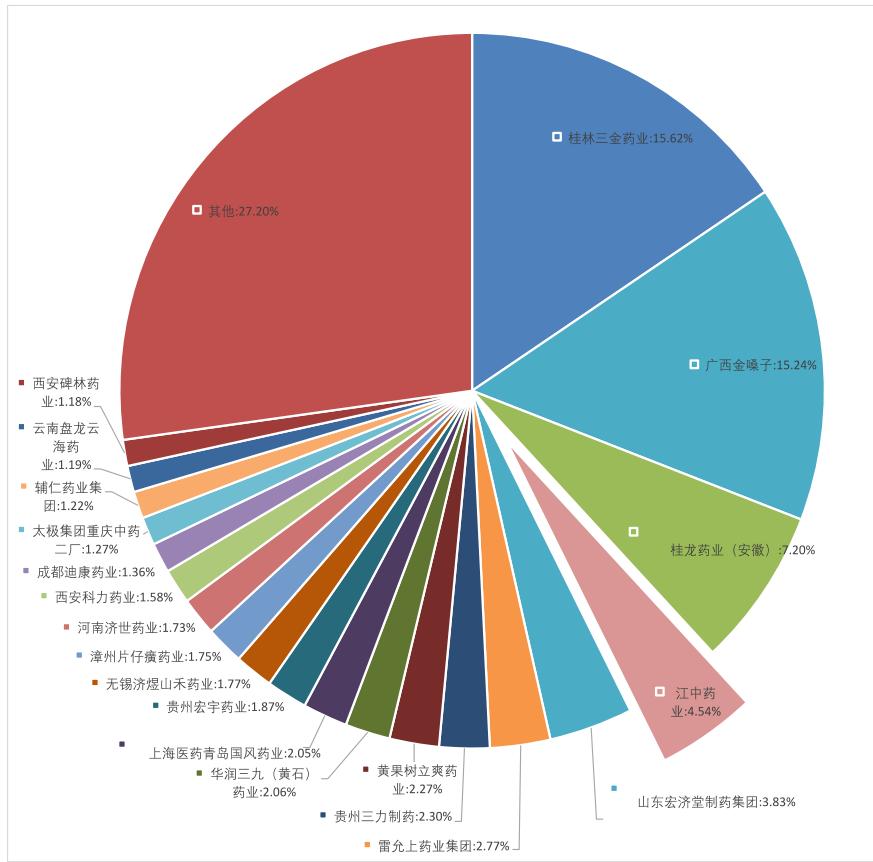
咽喉药自疫情逐渐以来成为家中常备用药，近年来实体药店终端销量不断提升。2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售规模已经到达 48.81 亿元，同比增长 30.6%。从我国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP20 厂家销售格局来看，江中药业位列第 4，占市场份额 4.54%。2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP20 中，广西金嗓子的金嗓子喉片位列第一，销售额超过 7.44 亿元；桂林三金药业的桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片分别位列第二、第三；桂龙药业的清喉利咽颗粒位列第四，江中药业的复方草珊瑚含片位列第五。

图 18：近四年中国城市实体药店终端咽喉中成药销量及 YOY



数据来源：米内网，西南证券整理

图 19: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP20 厂家



数据来源: 米内网, 西南证券整理

表 4: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP20

排名	产品名称	企业名称	销售额 (亿元)	增长率
1	金嗓子喉片	金嗓子	7.44	39.96%
2	桂林西瓜霜	桂林三金	3.71	6.43%
3	西瓜霜润喉片	桂林三金	2.51	40.12%
4	清喉利咽颗粒	桂龙药业	2.23	21.51%
5	复方草珊瑚含片	江中药业	2.21	19.10%
6	金鸣片	宏济堂制药	1.87	475.64%
7	复方青橄榄利咽含片	桂龙药业	1.28	62.81%
8	六神丸	雷允上	1.14	64.25%
9	开喉剑喷雾剂	贵州三力	1.12	55.82%
10	咽立爽口含滴丸	黄果树立爽	1.11	10.36%
11	咽炎片	华润三九	1.01	4.76%
12	苦金片	上海医药	1.00	27.69%
13	西瓜霜清咽含片	桂林三金	0.98	20.76%
14	金喉健喷雾剂	贵州宏宇	0.91	27.84%
15	复方片仔癀含片	片仔癀	0.85	24.76%
16	黄氏响声丸	山禾药业	0.82	-1.79%

排名	产品名称	企业名称	销售额 (亿元)	增长率
17	咽炎片	科力药业	0.77	14.93%
18	咽炎片	迪康药业	0.67	130.49%
19	玄麦甘桔颗粒	太极集团	0.62	25.02%
20	冬凌草糖浆	辅仁药业	0.60	225.26%

数据来源：米内网，西南证券整理

表 5：公司咽喉、补益类药品矩阵

主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	商品图标
咽喉	复方草珊瑚含片	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。	
咽喉	复方鲜竹沥液	是江中打造的一款专门针对“有痰”人群的上呼吸道用药，主要成分是竹沥。为祛痰剂，具有清热化痰，止咳之功效。主治痰热咳嗽，痰黄黏稠。	
咽喉	牛黄蛇胆川贝液	有疏风清热、消肿止痛、清咽利喉功效，能缓解由病毒、感冒引起的咽痛咽干咽痒，加快病情的恢复速度。成分由人工牛黄、川贝母、蛇胆汁、薄荷脑制备而成，有热解毒、化痰散结、邪热宣肺的功效。	
咽喉	氨咖黄敏口服溶液	适用于缓解儿童普通感冒及流行感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。	
补益	多维元素片	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。	
补益	黄芪生脉饮	益气滋阴，养心补肺，用于气阴两虚，心悸气短的冠心病患者	

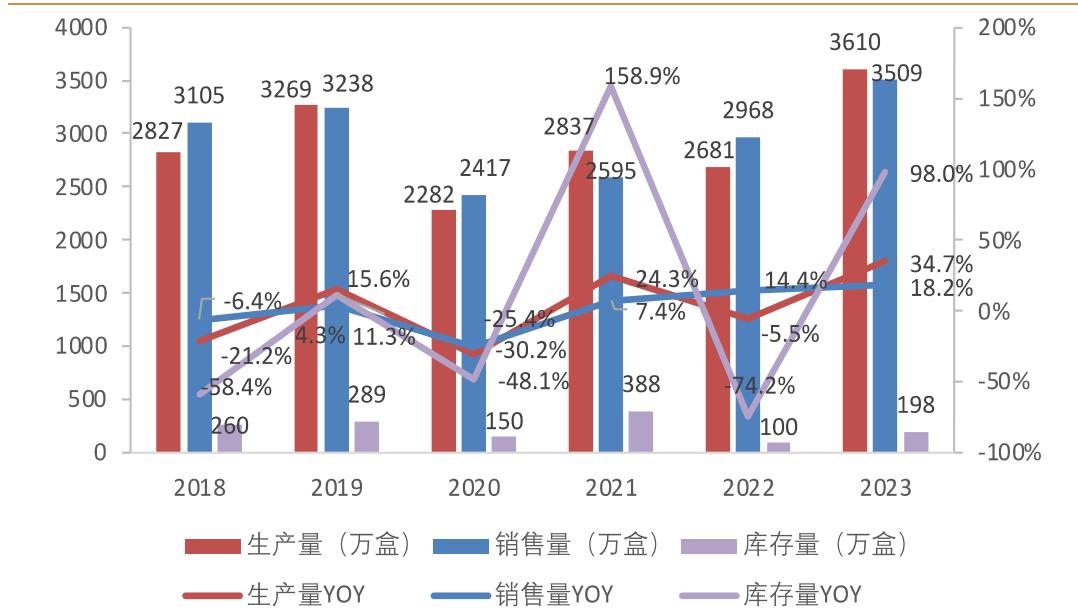
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

咽喉咳喘品类初步形成“1+1+N”的产品矩阵，品牌传播提升势能。渠道协同渗透增长，持续巩固复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液等优势品种，发展牛黄蛇胆川贝液等潜力产品。2023年核心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，同步延伸咽喉咳喘特色单品，构建咽喉咳喘品类集群。

复方草珊瑚含片作为咽喉咳喘品类的重要产品，用于疏风清热，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。公司尽可能降低其原材料价格波动造成成本影响。肿节风是该产品的主要原材料，俗称草珊瑚，主要为野生。因该药材不在通关目录清单，暂时不能通关，货源从中越边境进口难度加大，原主要采购越南草珊瑚逐步转移到广西等产地。目前福建、江西、贵州等地已扩大种植范围，国内市场供求关系趋于稳定，后续公司将对肿节风不同产区的含量进行对比，在符合标准的前提下，拓宽采购渠道，降低价格波动影响。

复方草珊瑚含片消费粘性强，2023年收入增速超20%。近年咽喉类疾病频发，其受众主要围绕教师等原点人群，且药品自身具备一定品牌效应，其收入规模已在近年突破亿元，市场占有率、推荐率不断提升。该产品近年由于市场需求增加，销售量不断增加。2023年复方草珊瑚含片生产3610万盒，同比增长34.7%；销售3509万盒，同比增长18.2%；库存量为198万盒，同比增长98%。公司对主要产品积极开展推广活动，助力销量增长；为保证产品的市场供应，公司合理增加复方草珊瑚含片库存。

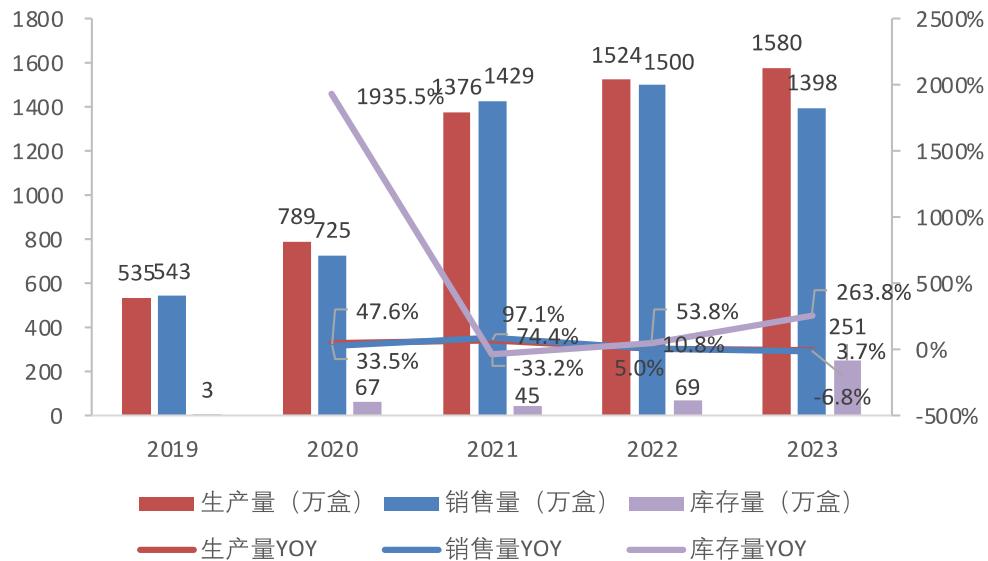
图 20：近五年复方草珊瑚含片产销量情况及 YOY



数据来源：公司公告，西南证券整理

补益维矿品类，顺应时代健康需求，以多维元素片为核心，围绕差异化人群需求扩充维矿营养补充产品，品牌、渠道统筹运营，不断培育中药滋补潜力产品。多维元素片作为子公司桑海制药的补益品类重要产品，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。2022年收入规模约2.3亿元，2023年收入规模保持稳定。获中国药店“2022-2023中国药店店员推荐率最高品牌”奖。该产品自2019年产量销量稳定攀升，2023逐渐趋于稳定，该年该药品生产1580万盒，同比增长3.7%；销售1398万盒，同比下降6.8%；，库存量为251万盒，同比增长263.8%。

图 21：多维元素片产销量情况及 YOY



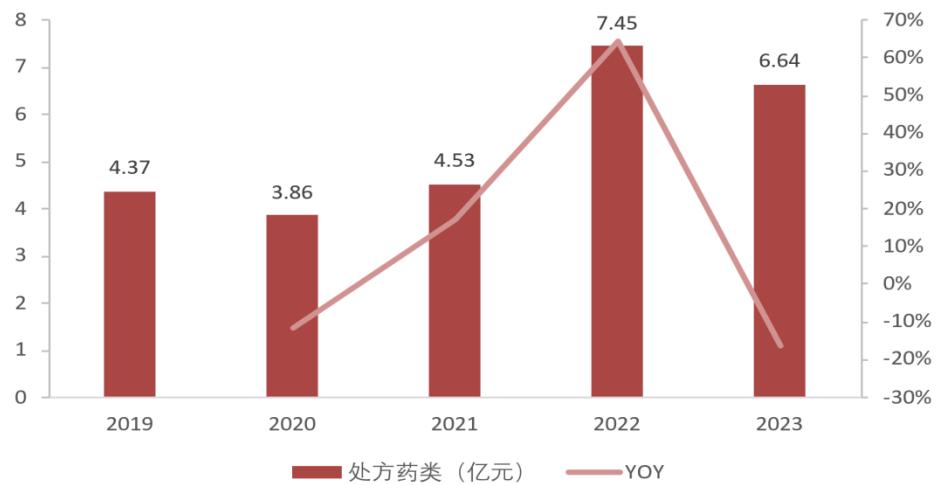
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 夯实处方药存量业务，提高运营能力

公司处方药产品主要围绕覆盖心脑血管、妇科、泌尿系统、胃肠、抗真菌等领域。处方药主要产品有中药类产品八珍益母胶囊、肾宝胶囊、排石颗粒、黄芪生脉饮、珍菊降压片、双橘颗粒、痔康片、舒胸颗粒等，及化药类产品蚓激酶肠溶胶囊、雷贝拉唑钠肠溶片、注射用伏立康唑、盐酸氯普鲁卡因等。

公司处方药销售终端主要为等级医院、诊所、卫生院等医疗机构及药店终端，以代理销售为主。2023年，处方药业务实现营收6.6亿元，同比下降16.3%。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；海斯制药积极参与国家和省级集采，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。雷贝拉唑钠肠溶片通过一致性评价，中选新一轮国家集采，保持市场的基础覆盖。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 22: 处方药类销售额及 YOY

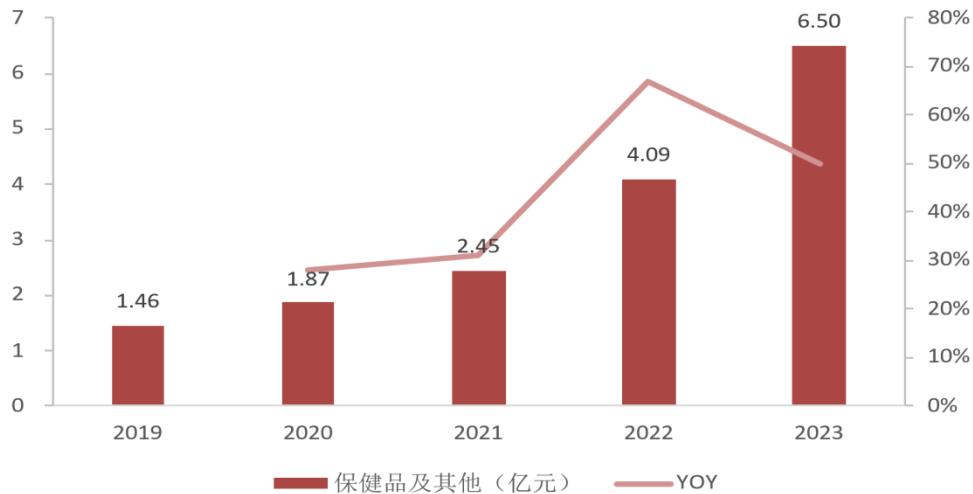


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 深挖大健康品类潜力, 强化品牌建设及模式创新

公司大健康产品主要聚焦康复营养、高端滋补、胃肠健康、肝健康等战略核心业务, 在探索中不断梳理发展定位。拥有“初元”、“参灵草”等驰名商标。“初元”系列代表的康复营养类, 推动品类聚焦, 线下聚焦业务资源, 线上巩固品类优势, 实现品类销量提升;“参灵草”系列代表的高端滋补类, 强化“航天级”滋补品形象, 联动经销商加大推广投入, 增强渠道凝聚力, 并持续挖掘新消费社群, 推动业务可持续发展;“利活”益生菌代表的胃肠健康类, 通过产学研联动, 共筑“中国菌”壁垒, 供应端推动价值链重塑, 研发端在国际顶级期刊发布植物乳杆菌 P9 改善慢性便秘的临床科研成果, 引领益生菌业务高质量发展。此外, 老产品肝纯片瞄准目标人群需求, 在线上新渠道焕发新活力。2023 年, 大健康类业务实现营收 6.5 亿元, 同比增长 49.96%, 成为公司业务增长的新引擎。

图 23: 大健康品类销售额及 YOY



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 收入预测

关键假设：

- 1) 非处方药类：考虑到公司巩固胃肠品类优势，开拓咽喉咳喘和补益品类，强化品牌势能，预计 2024~2026 年销量增速分别为 15%、15%、15%，平均价格稳定。毛利率稳定在 72%。
- 2) 处方药类：院内外渠道齐发力，借力“江中”品牌优势，聚焦心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等领域。考虑到海斯制药集采降价影响，我们预计 2024~2026 年收入增速分别为 5%、10%、15%，毛利率稳定在 60%。
- 3) 保健品及其他：通过强化特色品牌建设，探索创新营销模式，借力新渠道、新平台，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。预计 2024~2026 年销量增速分别为 25%、25%、25%，平均价格稳定。毛利率稳定在 39%。

表 6：公司收入预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
非处方药类	收入	30.5	35.1	40.3	46.4
	增速	16.5%	15%	15%	15%
	毛利率	71.7%	72%	72%	72%
处方药类	收入	6.6	7.0	7.7	8.8
	增速	-16.3%	5%	10%	15%
	毛利率	63.2%	60%	60%	60%
大健康品及其他	收入	6.50	8.1	10.2	12.7
	增速	50.0%	25%	25%	25%
	毛利率	37.3%	39.0%	39%	39%
合计	收入	43.9	50.2	58.2	67.9
	增速	13.0%	14.3%	15.9%	16.7%
	毛利率	65.3%	65.4%	65.1%	64.7%

数据来源：wind, 西南证券

综上，预计公司 2024-2026 年公司总收入分别为 50.2、58.2、67.9 亿元，同比增速分别为 14.3%/15.9%/16.7%。

6.2 相对估值

我们采取相对估值的方法，选取 4 家同业公司贵州三力、桂林三金、特一药业、太极集团进行对比分析，2024 年同业公司平均 PE 为 17 倍。

表 7：同业可比公司估值表（截至 2024 年 4 月 10 日）

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)					市盈率				
			2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
603439	贵州三力	15.03	0.49	0.67	0.9	1.11	-	30.67	22.43	16.70	13.54	-
002275	桂林三金	14.34	0.56	0.67	0.94	1.1	-	25.61	21.40	15.26	13.04	-
002728	特一药业	14.97	0.78	0.69	0.74	0.93	1.16	19.19	21.70	20.23	16.10	12.91
600129	太极集团	33.55	0.63	1.48	2.04	2.63	3.03	53.25	22.67	16.45	12.76	11.07
行业均值								32	22	17	14	12

数据来源: wind, 西南证券整理

7 风险提示

- 1) 政策波动风险
- 2) 核心产品销售不及预期
- 3) 渠道开拓不及预期风险
- 4) 原材料价格波动风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4390.10	5017.32	5816.31	6790.32	净利润	766.66	871.55	1000.80	1151.39
营业成本	1523.01	1734.81	2029.55	2394.63	折旧与摊销	120.47	268.94	275.62	280.28
营业税金及附加	62.65	77.16	87.52	102.04	财务费用	-59.80	-4.41	-4.85	-5.67
销售费用	1628.16	1906.58	2210.20	2580.32	资产减值损失	-8.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	210.62	250.87	290.82	339.52	经营营运资本变动	206.54	-128.06	86.57	85.67
财务费用	-59.80	-4.41	-4.85	-5.67	其他	10.89	48.20	37.85	44.35
资产减值损失	-8.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	1035.90	1056.21	1395.99	1556.03
投资收益	-2.94	2.00	2.00	2.00	资本支出	-77.83	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-37.11	-37.11	-37.11	-37.11	其他	-49.21	-35.11	-35.11	-35.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-127.03	-75.11	-75.11	-75.11
营业利润	894.12	1017.21	1167.96	1344.37	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.02	2.66	3.15	2.96	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	897.13	1019.87	1171.11	1347.33	股权融资	12.33	0.00	0.00	0.00
所得税	130.47	148.32	170.31	195.94	支付股利	-792.71	-941.97	-1071.64	-1230.10
净利润	766.66	871.55	1000.80	1151.39	其他	-36.67	3.16	4.85	5.67
少数股东损益	58.37	65.75	75.85	87.06	筹资活动现金流量净额	-817.05	-938.81	-1066.80	-1224.43
归属母公司股东净利润	708.29	805.80	924.95	1064.33	现金流量净额	91.82	42.30	254.08	256.49
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1332.93	1375.22	1629.31	1885.80	成长能力				
应收和预付款项	469.22	653.33	723.40	842.00	销售收入增长率	13.00%	14.29%	15.92%	16.75%
存货	406.17	432.96	516.91	616.55	营业利润增长率	19.83%	13.77%	14.82%	15.10%
其他流动资产	188.81	54.81	55.57	56.51	净利润增长率	19.01%	13.68%	14.83%	15.05%
长期股权投资	31.30	31.30	31.30	31.30	EBITDA 增长率	13.76%	34.24%	12.25%	12.53%
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	1595.14	1380.24	1158.65	932.41	毛利率	65.31%	65.42%	65.11%	64.73%
无形资产和开发支出	442.85	429.28	415.71	402.14	三费率	40.52%	42.91%	42.92%	42.92%
其他非流动资产	1662.13	1661.66	1661.20	1660.73	净利润率	17.46%	17.37%	17.21%	16.96%
资产总计	6128.54	6018.81	6192.05	6427.42	ROE	17.13%	19.79%	23.09%	27.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.51%	14.48%	16.16%	17.91%
应付和预收款项	421.75	554.75	630.32	735.66	ROIC	38.57%	47.60%	59.50%	80.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.75%	25.55%	24.74%	23.84%
其他负债	1231.68	1059.37	1227.89	1436.62	营运能力				
负债合计	1653.44	1614.11	1858.20	2172.28	总资产周转率	0.71	0.83	0.95	1.08
股本	629.36	629.33	629.33	629.33	固定资产周转率	3.38	3.48	4.64	6.55
资本公积	424.90	424.93	424.93	424.93	应收账款周转率	14.68	15.29	14.17	14.70
留存收益	2793.68	2657.51	2510.82	2345.04	存货周转率	3.60	3.99	4.04	4.06
归属母公司股东权益	3831.52	3695.35	3548.65	3382.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.69%	—	—	—
少数股东权益	643.59	709.34	785.19	872.25	资本结构				
股东权益合计	4475.11	4404.69	4333.84	4255.13	资产负债率	26.98%	26.82%	30.01%	33.80%
负债和股东权益合计	6128.54	6018.81	6192.05	6427.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.51	1.63	1.63	1.62
EBITDA	954.78	1281.74	1438.74	1618.98	速动比率	1.26	1.35	1.34	1.32
PE	21.41	18.82	16.40	14.25	股利支付率	111.92%	116.90%	115.86%	115.58%
PB	3.39	3.44	3.50	3.56	每股指标				
PS	3.45	3.02	2.61	2.23	每股收益	1.13	1.28	1.47	1.69
EV/EBITDA	12.70	9.43	8.22	7.15	每股净资产	7.11	7.00	6.89	6.76
股息率	5.23%	6.21%	7.07%	8.11%	每股经营现金	1.65	1.68	2.22	2.47
					每股股利	1.26	1.50	1.70	1.95

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 21 世纪大厦 10 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 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑冀	广深销售负责人	18825189744	18825189744
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355
				cyryf@swsc.com.cn