

# 高基数下主业承压， 表观利润略超预期

## 核心观点

25年Q1公司实现收入11.84亿元，同比下滑7.03%；实现归母净利润2.85亿元，同比增长5.91%；实现扣非归母净利润2.61亿元，同比下滑1.14%；整体来看，公司Q1主业高基数下短期承压，表观利润增长超预期。展望2025年，公司OTC板块四大品类矩阵稳步增长，同时推进大健康产品结构优化，随着处方药集采影响边际减弱，叠加内生+外延相结合拓展，看好公司增长潜力释放。

## 事件

### 公司发布2025年一季度报告

4月25日晚，公司发布2025年一季度报告，实现营业总收入11.84亿元，同比下滑7.03%；实现归母净利润2.85亿元，同比增长5.91%；实现扣非归母净利润2.61亿元，同比下滑1.14%；表观利润增长超预期。公司于24年12月以自有资金取得江中饮片51%股权，江中饮片与本公司受同一企业控制，公司对2024年度同期财务数据进行了追溯调整，因此Q1数据均为调整后口径。

## 简评

### 高基数下主业承压，表观利润略超预期

#### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,390	4,435	4,904	5,427	6,035
YOY(%)	15.2	1.0	10.6	10.7	11.2
净利润(百万元)	708	788	895	1,006	1,132
YOY(%)	18.8	11.3	13.5	12.5	12.5
毛利率(%)	65.3	63.5	63.8	64.1	64.2
净利率(%)	16.1	17.8	18.2	18.5	18.8
ROE(%)	18.5	20.4	18.8	17.5	16.4
EPS(摊薄/元)	1.13	1.25	1.42	1.60	1.80
P/E(倍)	20.5	18.4	16.2	14.4	12.8
P/B(倍)	3.8	3.8	3.1	2.5	2.1

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 江中药业(600750.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期：2025年05月21日

当前股价：23.10元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-2.53/-5.59	2.53/1.91	-15.29/-23.23

12月最高/最低价(元) 26.93/18.37

总股本(万股) 62,901.76

流通A股(万股) 62,715.25

总市值(亿元) 145.30

流通市值(亿元) 144.87

近3月日均成交量(万) 783.99

主要股东

华润江中制药集团有限责任公司 43.24%

### 股价表现



2025 年 Q1，公司实现营业收入 11.84 亿元，同比下滑 7.03%；实现扣非归母净利润 2.61 亿元，同比下滑 1.14%，主业业绩短期承压主要由于核心 OTC 板块去年同期基数较高所致；实现归母净利润 2.85 亿元，同比增长 5.91%，表观利润实现增长主要由于公司政府补助较去年同期有所增加。整体来看，公司 Q1 主业在高基数下短期承压，表观利润增长超过我们此前预期。

### OTC 板块高基数下承压，处方药实现稳步恢复

2025 年 Q1 分板块来看：**1) OTC 业务：**实现营业收入 8.85 亿元，同比下滑 12.12%，收入端在咽喉咳喘等部分产品去年同期基数较高的基础上短期承压，毛利率为 76.14%，同比增加 2.09 个百分点，受益于核心单品销售趋势稳定、产品结构变化，盈利能力实现稳步提升；推测核心单品渠道库存水平维持在相对合理水平。**2) 大健康业务：**实现营业收入 1.11 亿元，同比增长 0.59%，毛利率为 37.03%，同比减少 3.63 个百分点，随着重新梳理业务发展定位、优化组织架构，收入端逐步实现企稳。**3) 处方药业务：**实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 23.68%，毛利率为 49.29%，同比增加 9.2 个百分点，收入、利润两端均实现稳步恢复。

### 展望 25 年：坚持“大单品、强品类”发展，看好公司增长潜力释放

展望 25 年，公司持续聚焦“大单品、强品类”策略，提高核心竞争力。在 OTC 业务方面，公司将坚持品牌驱动为核心，随着公司渠道库存整理逐步到位，预计板块收入有望在健胃消食片、乳酸菌素片、复方草珊瑚含片等核心产品带动下延续稳健增长。在大健康业务方面，公司聚焦高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康等核心品类，逐步打造出品牌大单品梯队，随着公司持续优化业务模式，强化线上、线下渠道布局，预计业务运营效率及盈利能力有望继续提升。在处方药方面，随着公司持续提升原有处方药业务覆盖质量，强化产品推广、积极培育新品类，叠加海斯制药加强融合发展，集采影响逐步减弱，预计 25 年有望实现增长。

**整体来看，随着公司营销组织架构调整的影响逐步弱化，OTC 板块四大品类矩阵稳步增长，大健康产品结构持续优化，处方药集采影响边际减弱，叠加内生+外延相结合拓展，看好公司增长潜力释放。**

### 毛利率稳步恢复，费用管控精细化

根据追溯调整后数据：2025 年 Q1，公司综合毛利率为 68.21%，同比增加 1.21pp，推测主要由于收入结构变化所致；销售费用率达到 33.80%，同比减少 1.79pp，主要受到品牌推广等费用投放节奏的影响；管理费用率达到 4.51%，同比增加 1.32pp；研发费用率达到 2.28%，同比减少 0.07pp，控费效果理想；经营活动产生的现金流量净额同比增长 126.35%，主要由于银行承兑汇票到期承兑托收增加。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们预计，公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 49.04 亿元、54.27 亿元和 60.35 亿元，归母净利润分别为 8.95 亿元、10.06 亿元和 11.32 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 1.42 元/股、1.60 元/股和 1.80 元/股，同比增长分别为 13.5%、12.5%和 12.5%，对应 PE 分别为 16.2x、14.4x 及 12.8x，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；  
2) 集采降价风险，公司系列核心产品可能会进一步进入集采名单，降低产品价格，压缩产品利润，进而影响公司盈利预期；  
3) 原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，

容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4) 改革不达预期：改革效果如不及预期，或对公司盈利预期产生影响。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

## 研究助理

### 沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk