

医药生物

2025 年 12 月 23 日

江中药业

(600750)

——固本拓新，胃肠健康领导者

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 12 月 22 日
收盘价 (元) 24.73
一年内最高/最低 (元) 24.98/20.83
市净率 4.1
股息率% (分红/股价) 4.85
流通 A 股市值 (百万元) 15,547
上证指数/深证成指 3,917.36/13,332.73

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 5.98
资产负债率% 35.46
总股本/流通 A 股 (百万) 635/629
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
凌静怡 A0230522060001
lingjy@swsresearch.com

联系人

凌静怡 A0230522060001
lingjy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **江中药业：胃肠健康领导者。**江中药业前身创建于 1969 年，1998 年通过重组江西东风药业股份有限公司实现借壳上市，2019 年华润集团以增资扩股方式成为江中药业控股股东，并在此后相继并购济生制药、桑海制药、海斯制药等，成功构建起 OTC、处方药、健康消费品三大业务板块，实现从单一赛道向多元布局的战略升级。目前，公司拥有“江中”、“初元”两个中国驰名商标，具有较高品牌价值。
- **深耕 OTC 市场，加强新品类拓展。**公司 OTC 业务坚持走“大单品、强品类”的发展之路，充分利用“江中”“利活”等品牌势能，成功培育了 10 亿级健胃消食片、5 亿级乳酸菌素片和贝飞达，以及草珊瑚含片、复方鲜竹沥液、多维元素片等过亿单品，打造了“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大品类矩阵，构建了丰富稳固的产品梯队。展望未来，我们预计公司健胃消食片将凭借强大的品牌护城河维持稳定增长；肠道类产品随着贝飞达产能释放将打开成长空间；咽喉咳喘类产品有望借力品牌焕新持续放量；补益类产品依靠外延并购持续补足。
- **布局健康消费品+处方药，助力多元发展。**在健康消费品板块，公司聚焦高端滋补、康复营养、肠胃健康、肝健康等核心品类，不断加强渠道建设，逐步打造品牌大单品梯队，随着老龄化、治未病等健康需求逐步释放，该板块具有较大市场空间。在处方药板块，公司通过外延并购不断丰富处方药产品矩阵，随着集采影响逐步消化，多渠道覆盖加强，公司处方药业务仍存增长潜力。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.54/9.39/10.51 亿元，同比增长 8.3%/10.0%/11.9%。根据公司所属板块及主营业务，我们选取桂林三金、同仁堂、太极集团、片仔癀、云南白药五家聚焦 OTC 市场且具有品牌知名度的中药企业作为可比公司，我们给予公司 2025 年行业平均 25 倍 PE，对应合理市值为 214 亿元，目前市值 157 亿元，仍有 36% 的增长空间。首次覆盖，予以“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、产品放量不及预期、集采降幅超预期风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,435	2,933	4,213	4,611	5,089
同比增长率 (%)	-2.6	-6.3	-5.0	9.4	10.4
归母净利润(百万元)	788	683	854	939	1,051
同比增长率 (%)	9.7	5.5	8.3	10.0	11.9
每股收益 (元/股)	1.25	1.08	1.34	1.48	1.65
毛利率 (%)	63.5	66.1	65.1	65.2	65.3
ROE (%)	20.4	18.0	21.6	23.0	24.8
市盈率	20	18	17	17	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.54/9.39/10.51 亿元，同比增长 8.3%/10.0%/11.9%。根据公司所属板块及主营业务，我们选取桂林三金、同仁堂、太极集团、片仔癀、云南白药五家聚焦 OTC 市场且具有品牌知名度的中药企业作为可比公司，我们给予公司 2025 年行业平均 25 倍 PE，对应合理市值为 214 亿元，目前市值 157 亿元，仍有 36% 的增长空间。首次覆盖，予以“买入”评级。

关键假设点

(1) 非处方药：主要有脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿四大品类，涵盖健胃消食片、乳酸菌素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、草珊瑚含片、复方鲜竹沥液及多维元素片等主要产品。基于行业供需情况及竞争格局分析，参考 2025 年前三季度销售情况，我们预计 2025-2027 年公司非处方药板块收入增速分别为-8%/9%/10%，毛利率随着产品结构优化略有提升。

(2) 处方药：随着中药饮片的并入，考虑集采政策执行以及院内市场需求，我们预计 2025-2027 年公司处方药产品收入增速为-5%/2%/5%，毛利率维持 40%左右。

(3) 大健康产品及其他：2024 年公司大健康板块大幅下滑，公司调整组织架构之后我们预计 2025-2027 年公司大健康系列产品恢复良好增长，我们预计 2025-2027 年公司大健康产品及其他收入增速为 30%/25%/20%，毛利率随着产品矩阵丰富稳步提升。

有别于大众的认识

市场认为：健胃消食片作为江中药业 OTC 业务的“压舱石”，已上市多年，面临增长瓶颈。

我们认为：公司经过多年布局，已跳出“肠胃药”的单一标签，在非处方药板块除了健胃消食片外，还培育了乳酸菌素片、草珊瑚含片、贝飞达、复方鲜竹沥液、多维元素片等过亿单品，今年 10 月公司又收购了精诚徽药，取得六味地黄口服液和脑力静糖浆等潜力单品，新品种的开拓将给公司注入持续的增长动力。此外，公司在处方药及大健康消费品板块也在持续布局。

股价表现的催化剂

华润集团深化赋能、“十五五”规划落地、业绩完成超预期。

核心假设风险

市场竞争加剧风险、产品放量不及预期、集采降幅超预期风险。

目录

1. 江中药业：胃肠健康领导品牌	6
1.1 筑基立业，品牌致远.....	6
1.2 股权稳定，华润赋能.....	6
1.3 内生外延，业绩稳健.....	7
1.4 提振信心，重视回报.....	9
2. 深耕 OTC，多元布局拓增量.....	10
2.1 非处方药：大单品领航，强品类筑阵.....	12
2.1.1 脾胃品类：健胃消食片	12
2.1.2 肠道品类：乳酸菌素片+贝飞达	14
2.1.3 咽喉咳喘品类：复方草珊瑚含片+复方鲜竹沥液	15
2.1.4 补益品类：多维元素片	16
2.2 健康消费品：品牌力赋能，新品类拓局	17
2.3 处方药：加强学术推广，并购扩大版图	18
3. 盈利预测与估值.....	19
3.1 公司盈利预测	19
3.2 估值	20
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 10 月 21 日）	6
图 3：2019 年至今公司营业收入（追溯调整后）	7
图 4：2019 年至今公司归母净利润（追溯调整后）	7
图 5：公司营业收入拆分（亿元）	8
图 6：2020 年至今公司毛利率和净利率	8
图 7：2020 年至今公司各项费用率	8
图 8：公司第二期限限制性股票激励计划修订	9
图 9：公司现金分红总额及股利支付率	9
图 10：公司健胃消食片销量（万盒）	13
图 11：公司健胃消食片在三大终端销售额	13
图 12：健胃消食片在 OTC 市场的竞争格局	13
图 13：中国胃肠道功能调节益生菌行业市场规模	14
图 14：公司乳酸菌素片销量（万盒）	14
图 15：双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊在公立医院销售额	14
图 16：公司上呼吸道类产品营业收入及增长	15
图 17：公司复方草珊瑚含片销量（万盒）	15
图 18：公司复方草珊瑚含片在三大终端销售额（亿元）	15
图 19：公司复方鲜竹沥在三大终端销售额（万元）	16
图 20：三大终端市场复方鲜竹沥销售格局（亿元）	16
图 21：中国亚健康人口数量（亿人）	17
图 22：养生人群改善健康的主要方式	17
图 23：公司健康消费品业务营业收入及增长	17
图 24：公司处方药销售额（亿元）	18
图 25：江中中药饮片营业收入及净利润（亿元）	18
表 1：公司主要产品.....	10
表 2：2024 年中国城市药店消化系统疾病用药品牌 TOP20（按销售额排名） ...	12
表：公司盈利预测.....	

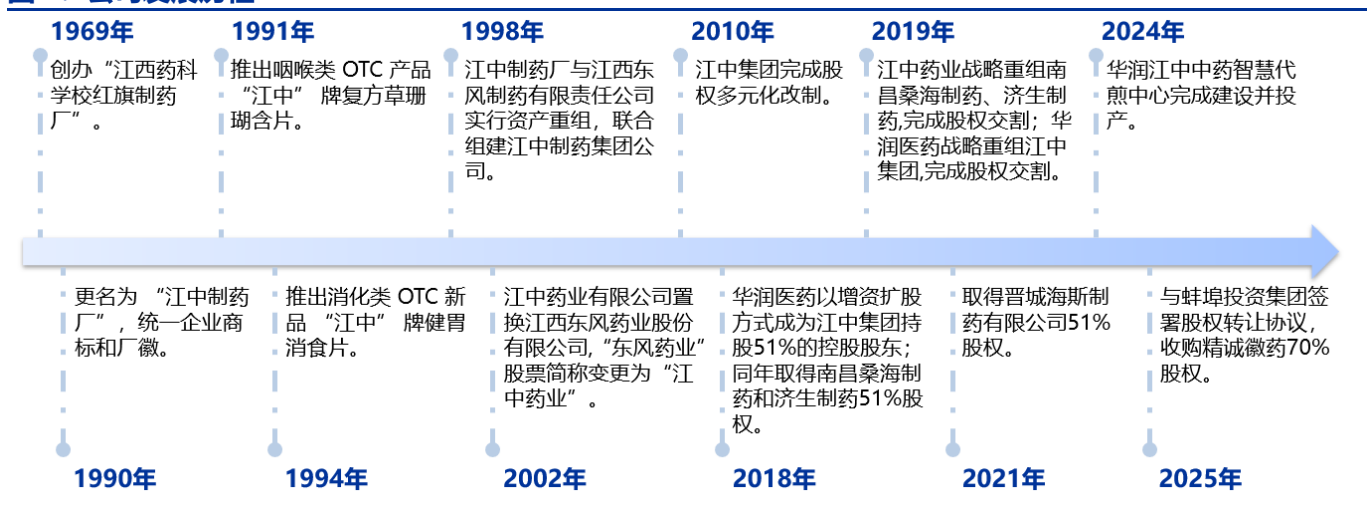
表 4: 可比公司估值表 20

1. 江中药业：胃肠健康领导品牌

1.1 筑基立业，品牌致远

江中药业前身是江西中医学院的校办企业，创建于1969年。1998年通过重组江西东风药业股份有限公司实现借壳上市，2002年股票简称正式变更为“江中药业”。2019年华润集团以增资扩股方式成为江中药业控股股东，并在此后相继并购济生制药、桑海制药、海斯制药等，成功构建起OTC、处方药、大健康三大业务板块，实现从单一赛道向多元布局的战略升级。目前，公司拥有“江中”、“初元”两个中国驰名商标，具有较高品牌价值。

图 1：公司发展历程

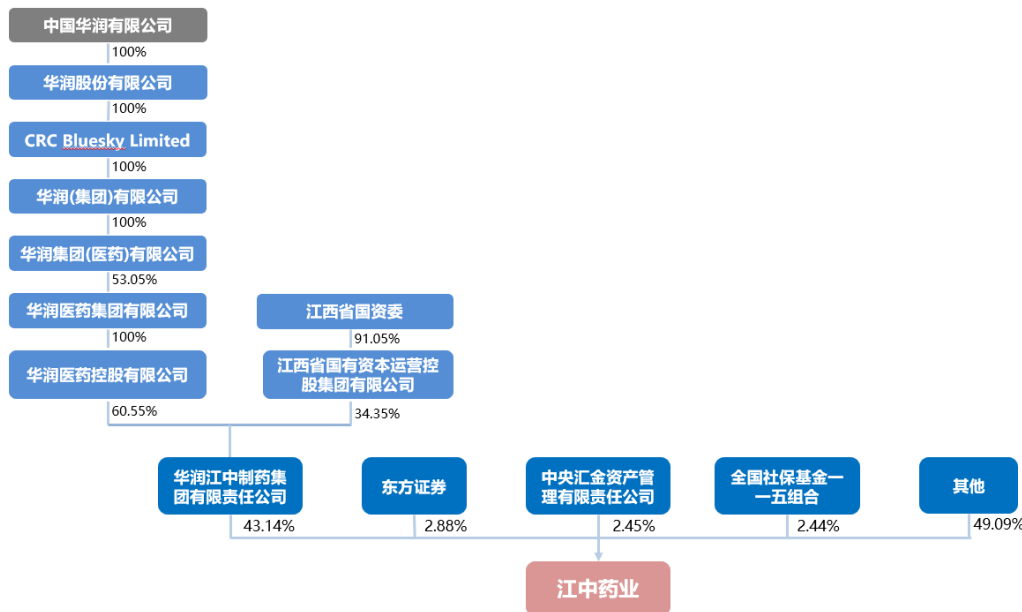


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 股权稳定，华润赋能

2024年10月22日至2025年10月21日期间，控股股东华润江中累计增持公司284.455万股，占公司总股本的0.45%，增持后华润江中持有公司股本43.14%，为公司第一大股东，中国华润有限公司为实际控制人。依托华润体系的渠道资源、管理能力等，公司抗风险能力和核心竞争力不断提升，为长期高质量发展筑牢根基。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 10 月 21 日）

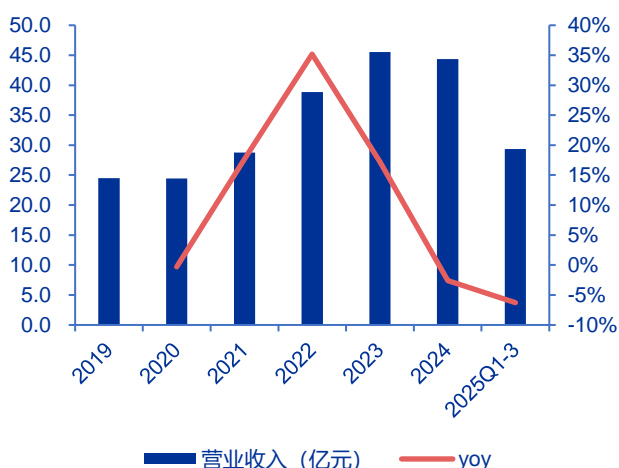


资料来源：wind，申万宏源研究

1.3 内生外延，业绩稳健

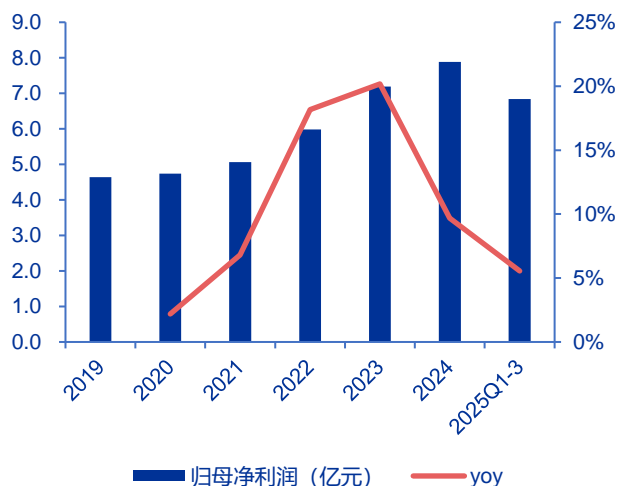
2019-2024 年公司营业收入呈稳健增长态势，由 24.49 亿元增长至 44.35 亿元，复合年均增长率达 12.61%；归母净利润由 4.64 亿元增长至 7.88 亿元，年复合增长率为 11.20%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 29.33 亿元，同比下降 6.28%，归母净利润 6.83 亿元，同比增长 5.54%，公司收入承压主要受到终端环境影响，随着公司不断优化渠道布局、加强新品种培育，其长期成长动能将持续释放。

图 3：2019 年至今公司营业收入（追溯调整后）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 4：2019 年至今公司归母净利润（追溯调整后）

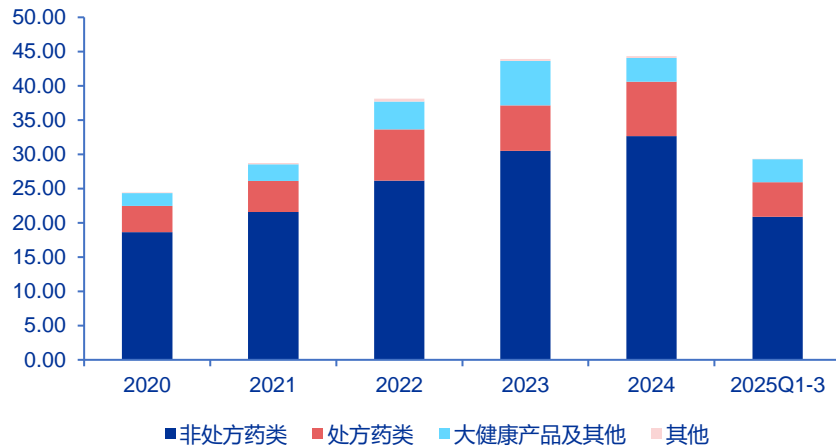


资料来源：wind，申万宏源研究

在营收结构上,非处方药板块仍为基本盘,2024 年非处方药板块实现营收 32.66 亿元,占公司整体收入比例为 73.6%。2019 年公司收购了桑海制药和济生制药,2021 年又收购

了海斯制药，快速完成处方药业务规模化拓展，2020-2024 年公司处方药板块营收从 3.86 亿元提升至 7.93 亿元，2024 年占公司收入比例为 17.9%。由于行业竞争加剧，公司重新梳理业务发展定位、优化组织架构，2024 年大健康产品及其他业务收入出现一定程度下滑，随着业务重塑成效逐步释放，2025 年前三季度实现营收 3.36 亿元，同比增长 35.06%。

图 5：公司营业收入拆分（亿元）

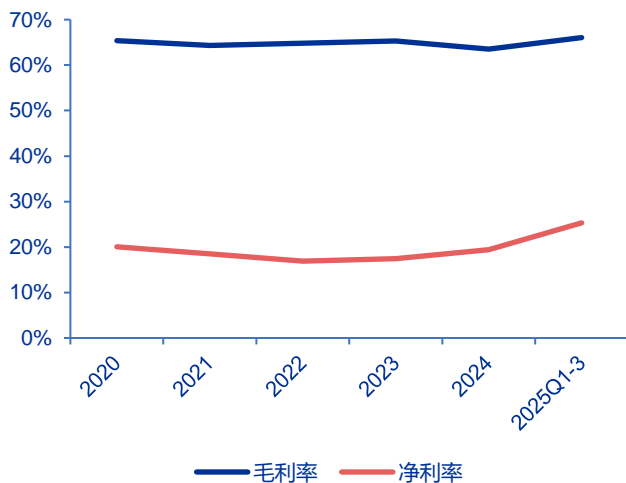


资料来源：wind，申万宏源研究

注：2023 年拆分为原始报表，未进行追溯调整

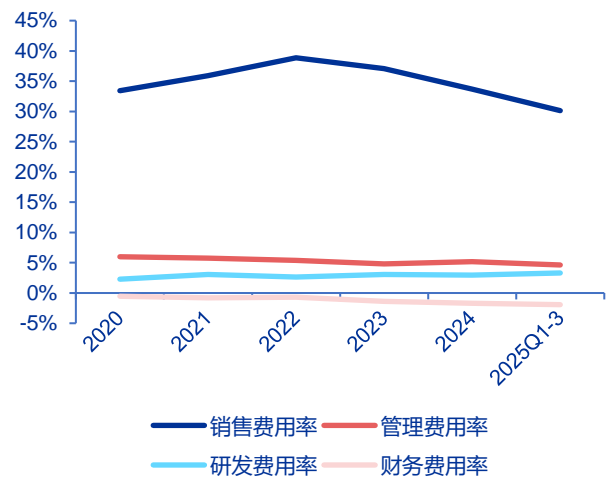
公司降本增效，盈利能力持续提升。2020 年至今公司整体毛利率稳定在 65%左右，其中非处方药业务毛利率持续攀升，2025 年前三季度非处方药毛利率在 76.43%，比上年同期增加 2pct；处方药业务受到集采影响，2024 年毛利率大幅调整，从 60%以上调整到 40%左右；公司通过精细化管理和资源配置优化控制费用支出，2022 年以后公司销售费用率稳步下行，与此同时公司持续加码研发投入，费用结构更加健康，盈利能力持续提升。

图 6：2020 年至今公司毛利率和净利率



资料来源：wind，申万宏源研究

图 7：2020 年至今公司各项费用率



资料来源：wind，申万宏源研究

1.4 提振信心，重视回报

2025年5月公司发布第二期限限制性股票激励计划，上修了经营目标：1) 投入资本回报率目标提升：2025-2027年投入资本回报率不低于15.42%（原草案2024-2026年投入资本回报率不低于13.60%）；2) 归母净利润年复合增长率考核下限提升：以2023年为基准，2025-2027年归母净利润年复合增长率不低于12%，对应年度归母净利润绝对值下限分别为8.88/9.95/11.15亿元（原草案以2022年为基准，2024-2026年归母净利润年复合增长率不低于9%，对应年度归母净利润绝对值下限分别为7.08/7.72/8.41亿元）。经营目标的向上调整，既彰显了公司深耕长期发展的决心，也有望进一步提振内部人员的积极性。

图 8：公司第二期限限制性股票激励计划修订

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期 (2024年)	1、2024年投入资本回报率应不低于13.60%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、以2022年归母净利润为基数，2024年归母净利润年复合增长率应不低于9.0%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2024年研发投入强度应不低于3.90%。
第二个解除限售期 (2025年)	1、2025年投入资本回报率应 不低于13.60% ，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、 以2022年归母净利润为基数，2025年归母净利润年复合增长率应不低于9.0% ，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2025年研发投入强度应不低于3.91%。
第三个解除限售期 (2026年)	1、2026年投入资本回报率应 不低于13.60% ，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、 以2022年归母净利润为基数，2026年归母净利润年复合增长率应不低于9.0% ，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2026年研发投入强度应不低于3.92%。

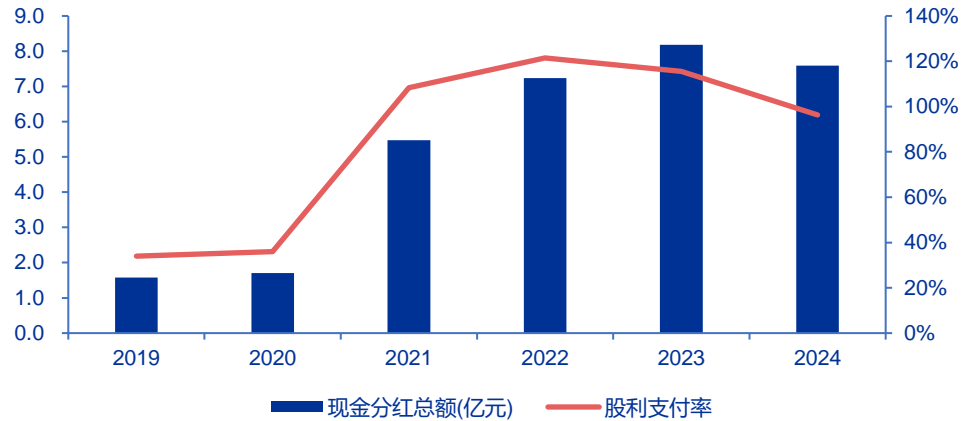
↓ 股权激励调整

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期 (2025年)	1、2025年投入资本回报率应 不低于15.42% ，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平；2、 以2023年归母净利润为基数，2025年归母净利润年复合增长率应不低于12% ，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且当年归母净利润绝对值不低于上年度；3、2025年研发投入强度应不低于3.91%；4、2025年完成集团公司下发的产业链相关任务。
第二个解除限售期 (2026年)	1、2026年投入资本回报率应 不低于15.42% ，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平；2、 以2023年归母净利润为基数，2026年归母净利润年复合增长率应不低于12% ，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且当年归母净利润绝对值不低于上年度；3、2026年研发投入强度应不低于3.92%；4、2026年完成集团公司下发的产业链相关任务。
第三个解除限售期 (2027年)	1、2027年投入资本回报率应不低于15.42%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平；2、以2023年归母净利润为基数，2027年归母净利润年复合增长率应不低于12%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且当年归母净利润绝对值不低于上年度；3、2027年研发投入强度应不低于3.93%；4、2027年完成集团公司下发的产业链相关任务。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

除股权激励外，公司也高度重视股东回报。自2021年以来分红比例显著提升后，公司一直坚持高分红策略，2022-2024年分红比例分别为121%/116%/96%，体现了公司稳健的盈利能力和良好的现金流状况，也彰显了公司与股东共享发展红利的责任意识。

图 9：公司现金分红总额及股利支付率



资料来源: wind, 申万宏源研究

2. 深耕 OTC，多元布局拓增量

公司以品牌驱动和创新驱动引领高质量发展，围绕“做强 OTC、发展健康消费品、布局处方药”三大业务布局，将内生发展和外延拓展相结合，产品覆盖脾胃、肠道、咽喉、补益、康复营养、滋补、心脑血管、妇科、泌尿系统等多个领域。

表 1: 公司主要产品

业务板块	主要产品	产品图片	产品功能或用途
OTC	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、噯腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者。
	乳酸菌素片/颗粒		乳酸菌素片/颗粒用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。
	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腹泻和腹胀，也可用于治疗轻中度急性腹泻慢性腹泻及消化不良、腹胀。
	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。
	复方鲜竹沥液		清热化痰、止咳的作用，可用于治疗支气管炎、呼吸道感染、肺部感染、慢性阻塞性肺疾病、多种原因导致的痰热性咳嗽等。
	多维元素片 (21)		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。

	川贝枇杷胶囊		口服中成药，具有清热宣肺，化痰止咳的功效。临床上主要用于风热犯肺，内郁化火所致的咳嗽痰黄或吐痰不爽，咽喉肿痛，胸闷胀满，感冒咳嗽及慢性支气管炎见上述证候者。
健康消费品	参灵草牌原草液/西洋参灵芝蝙蝠蛾拟青霉口服液		原草液以冬虫夏草为主；西洋参灵芝蝙蝠蛾拟青霉口服液以天然冬虫夏草中提取“蝙蝠蛾拟青霉菌”通过发酵技术培养而成的蝙蝠蛾拟青霉菌丝体粉为主；均配以西洋参、灵芝、玫瑰花制成，能够增强免疫力，缓解体力疲劳。
	初元复合肽营养饮品 I 型/II 型		I 型适合手术后病人食用，用于促进术后伤口愈合和身体恢复；II 型适合人身体虚弱、生病或病后体力和胃肠道功能不好时食用。
	利活益生菌		每袋产品含 500 亿高活菌，90%以上有效到达肠道，添加 3 大益生元，更适合中国人肠道。
	肝纯片		以显齿蛇葡萄提取物为主要原料，对化学性的肝损伤具有保护作用。毒理安全性评价标明安全无毒副作用。
	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
	肾宝胶囊		调和阴阳，温阳补肾，安神固精，扶正固本。用于阳痿、遗精，腰腿酸痛，精神不振，夜尿频多，畏寒怕冷，妇女月经过多，白带清稀诸症。
处方药	排石颗粒		具有清热利尿、通淋排石的功效，用于下焦湿热所致的石淋，症见腰腹疼痛、排尿不畅或伴有血尿以及泌尿系结石见上述证候者。
	雷贝拉唑钠肠溶片		用于治疗胃溃疡、十二指肠溃疡、吻合口溃疡、反流性食管炎、卓-艾综合征（胃泌素瘤）。
	蚓激酶肠溶胶囊（博洛克）		用于缺血性脑血管病，使过高的纤维蛋白原和血小板凝集率降低，改善症状并防止疾病发展。
	盐酸氯普鲁卡因注射液		用于局部浸润麻醉、周围神经阻滞麻醉、骶管和硬膜外麻醉，严格禁用于蛛网膜下腔阻滞麻醉。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.1 非处方药：大单品领航，强品类筑阵

公司非处方药业务坚持走“大单品、强品类”的发展之路，充分利用“江中”“利活”等品牌势能，成功培育了 10 亿级健胃消食片、5 亿级乳酸菌素片和贝飞达，以及草珊瑚含片、复方鲜竹沥液、多维元素片等过亿单品，打造了“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大品类矩阵，构建了丰富稳固的产品梯队。

2.1.1 脾胃品类：健胃消食片

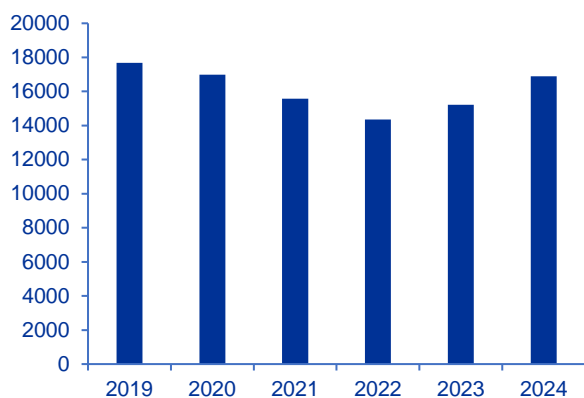
公司的核心大单品健胃消食片，是以太子参、陈皮、山药、山楂和炒麦芽为主要成分，多用于治疗脾胃虚弱所致的食积，不思饮食、暖腐酸臭、脘腹胀满等症状，更符合当下药食同源、治未病的需求。根据米内网数据，2024 年在城市药店终端销售额达 15.17 亿元，在消化系统疾病用药品牌中排名第 2。

表 2：2024 年中国城市药店消化系统疾病用药品牌 TOP20（按销售额排名）

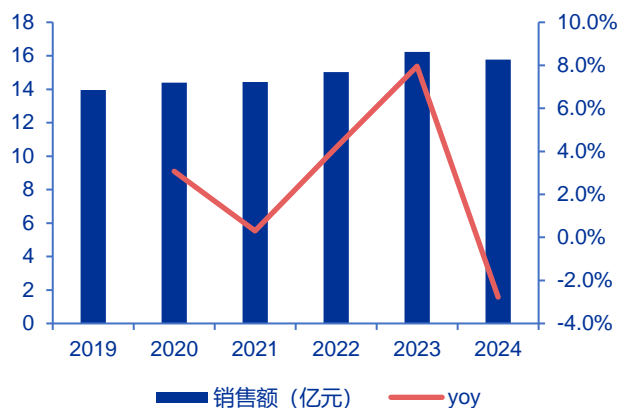
排名	产品	企业	销售额（亿元）	市占率
1	藿香正气口服液	太极集团重庆涪陵制药	15.51	8.89%
2	健胃消食片	江中药业	15.17	8.69%
3	片仔癀	漳州片仔癀药业	14.24	8.16%
4	肠炎宁片	江西康恩贝中药	11.46	6.57%
5	迈之灵片	德国礼达	5.41	3.10%
6	护肝片	黑龙江葵花药业	4.00	2.29%
7	马应龙麝香痔疮膏	马应龙药业集团	3.59	2.06%
8	参苓健脾胃颗粒	昆明中药	2.79	1.60%
9	康复新液	四川好医生攀西药业	2.76	1.58%
10	三九胃泰颗粒	华润三九医药	2.71	1.55%
11	麝香痔疮栓	马应龙药业集团	2.44	1.40%
12	藿香正气滴丸	天士力医药集团	1.99	1.14%
13	新复方芦荟胶囊	河北万邦复临药业	1.70	0.97%
14	肠炎宁胶囊	海南葫芦娃药业集团	1.50	0.86%
15	和胃整肠丸	李万山药厂	1.42	0.82%
16	健脾八珍糕	江苏新海康制药	1.36	0.78%
17	养胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	1.35	0.78%
18	便通胶囊	健民药业集团	1.21	0.69%
19	隔山消积颗粒	红云制药(贵州)	1.11	0.64%
20	胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业	1.05	0.60%

资料来源：米内网，申万宏源研究

2020 年新版医保目录发布，公司的健胃消食片被直接调入乙类医保目录，但仅限儿童使用医保支付；后在 2023 年医保目录中解除了健胃消食片“限儿童”的支付限制，职场人群、老年人等消费群体被充分激活，当年销售量突破 1.5 亿盒，同比增长 6.06%，2024 年销量接近 . 亿盒，同比增长 .% 。

图 10: 公司健胃消食片销量 (万盒)


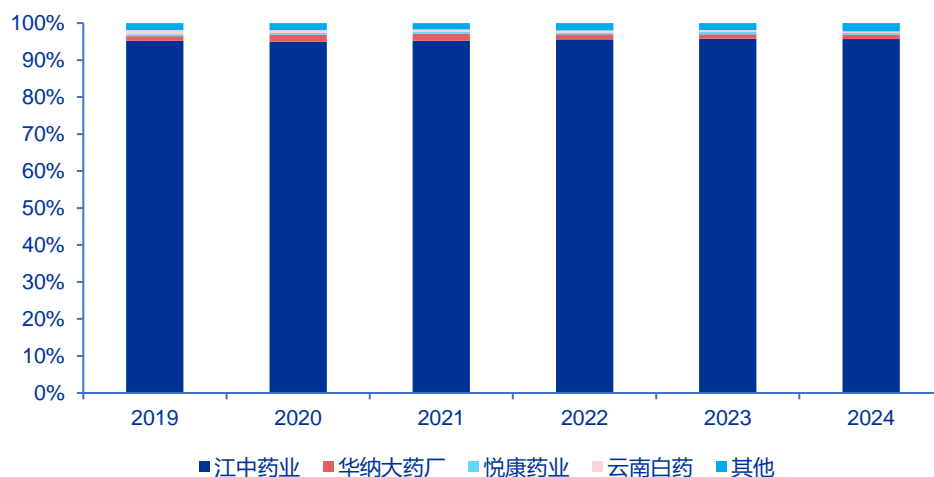
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 11: 公司健胃消食片在三大终端销售额


资料来源: 米内网, 申万宏源研究

注: 三大终端包括公立医院、零售药店和公立基层医疗机构

据米内网统计, 目前共有超 40 家企业拥有“健胃消食片”的批文, 竞争格局相对分散。江中药业凭借其品牌优势占据主导地位, 2021-2024 年在 OTC 端市场占有率始终保持 95% 以上。

图 12: 健胃消食片在 OTC 市场的竞争格局


资料来源: 米内网, 申万宏源研究

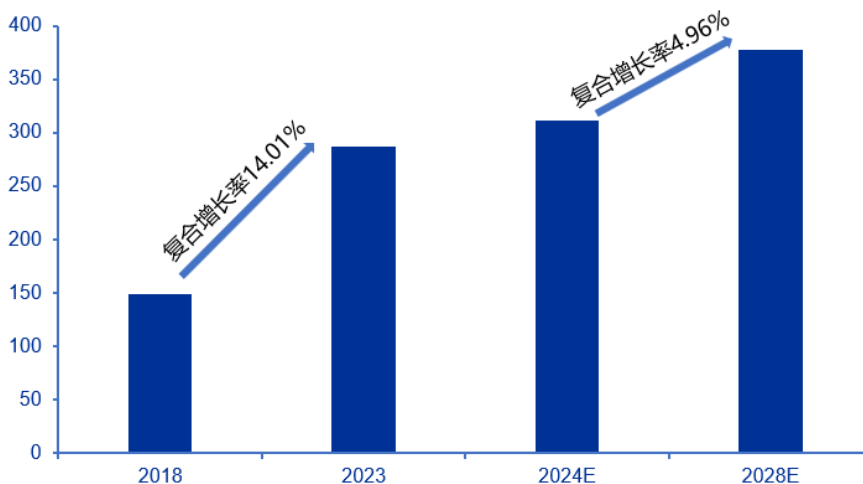
未来随着我国人口老龄化进程持续深化, 60 岁以上老年群体脾胃虚弱, 对温和安全、调理型的健胃消食类药品需求呈现刚性增长态势; 同时, 外卖行业的持续普及使得高油、高盐、高糖的重口味饮食成为日常, 叠加工作压力大、作息不规律等因素, 年轻职场人群对健胃消食类药品的需求也将日益增长; 此外, 家庭常备用药理念的渗透与消费场景的持续拓展也将进一步打开市场空间。我们预计公司拳头产品健胃消食片将凭借强大的品牌护城河及华润赋能后更为立体的销售网络, 维持稳定增长。

2.1.2 肠道品类：乳酸菌素片+贝飞达

公司在肠道健康领域拥有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。乳酸菌素片主要用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻；双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊主要用于肠道菌群失调引起的腹泻和腹胀，也可用于治疗轻中度急性腹泻慢性腹泻及消化不良、腹胀。

2018-2023 年，我国胃肠功能调节益生菌行业市场规模由 148.77 亿元增长至 286.57 亿元，期间年复合增长率 14.01%；预计 2024-2028 年，我国胃肠功能调节益生菌行业市场规模由 311.13 亿元增长至 377.57 亿元，期间年复合增长率 4.96%。

图 13：中国胃肠道功能调节益生菌行业市场规模



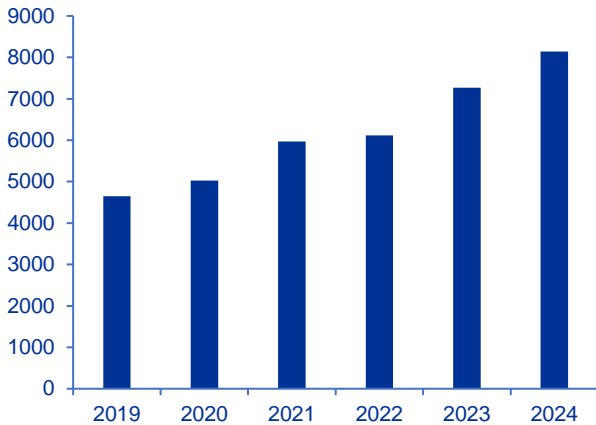
资料来源：共研产业咨询，申万宏源研究

公司的乳酸菌素片定位“肠道日常调理”，其销量持续增长，2019-2024 年间销售量由 4648 万盒增至 8137 万盒，复合增长率为 11.9%；2021 年 9 月公司收购海斯制药，补充“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊，打造肠道健康“养+治”组合。2022 年贝飞达在福建省及广东联盟集采中中标。面对益生菌市场持续扩容、贝飞达集采陆续执行以及多渠道开拓覆盖，2023 年初公司开始建设年产 12 亿粒双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊的新产能，预计 2025 年年底建成，2026 年投产后逐步释放产能。

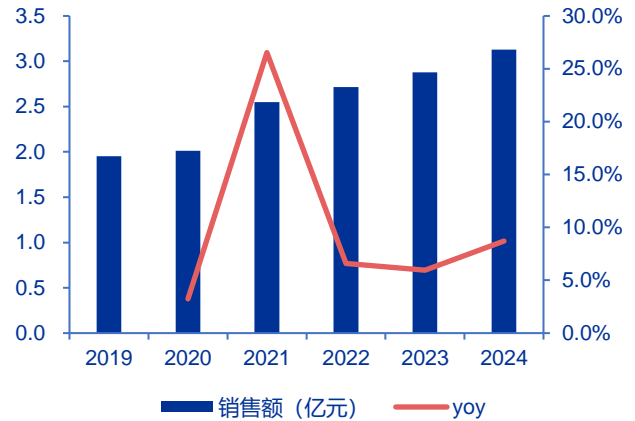
根据公司公告，2024 年乳酸菌素片和贝飞达两大拳头产品收入规模均突破 6 亿元。我们预计未来随着贝飞达新产能的释放、肠道健康产品组合协同及多渠道开拓，公司在肠道健康领域将进一步打开成长空间。

图 14：公司乳酸菌素片销量（万盒）

图 15：双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊在公立医院销售额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

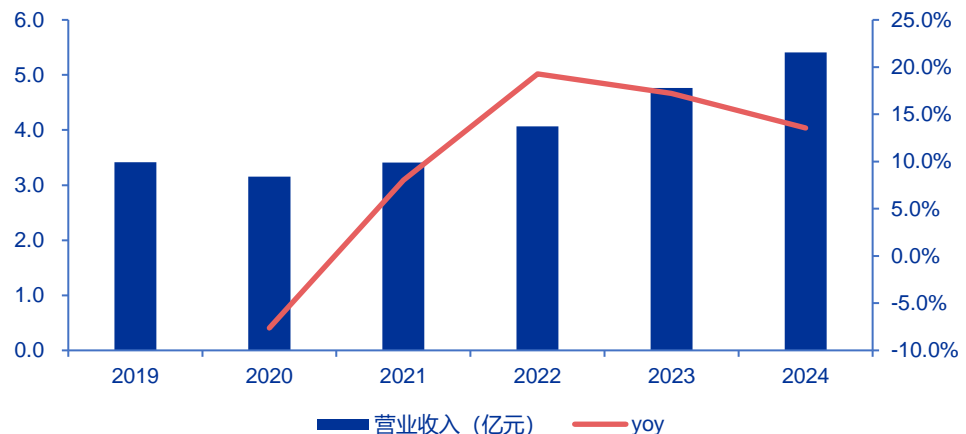


资料来源：米内网，申万宏源研究

2.1.3 咽喉咳喘品类：复方草珊瑚含片+复方鲜竹沥液

公司在咽喉咳喘品类不断加强产品矩阵建设，在核心产品复方鲜竹沥液和复方草珊瑚含片的牵引下，2024年公司上呼吸道类产品营业收入实现5.4亿元，同比增长13.56%。

图 16：公司上呼吸道类产品营业收入及增长

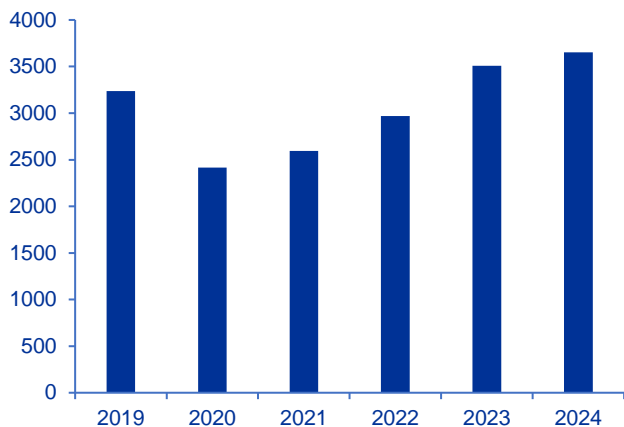


资料来源：公司公告，申万宏源研究

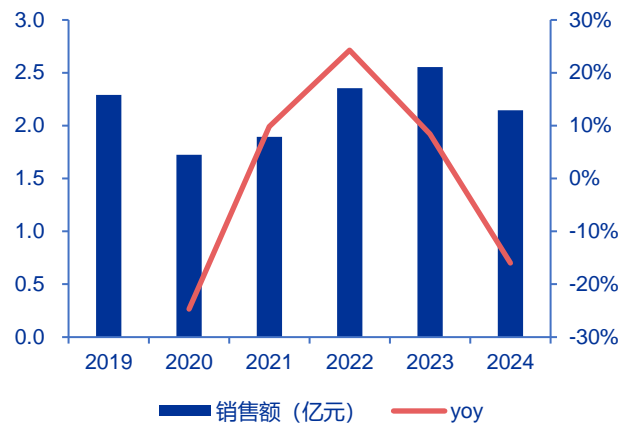
复方草珊瑚含片为公司的独家品种，历史悠久，具有疏风清热、消肿止痛、清利咽喉的功效。根据公司公告，2020-2024年公司复方草珊瑚含片销量呈持续增长态势，由2417万盒增至3651万盒，年复合增长率为10.9%。公司复方草珊瑚含片持续唤醒品牌记忆，围绕教师等目标人群精准营销，根据米内网数据，2022-2024年复方草珊瑚含片在三大终端销售额维持在2个亿以上。

图 17：公司复方草珊瑚含片销量 (万盒)

图 18：公司复方草珊瑚含片在三大终端销售额 (亿元)

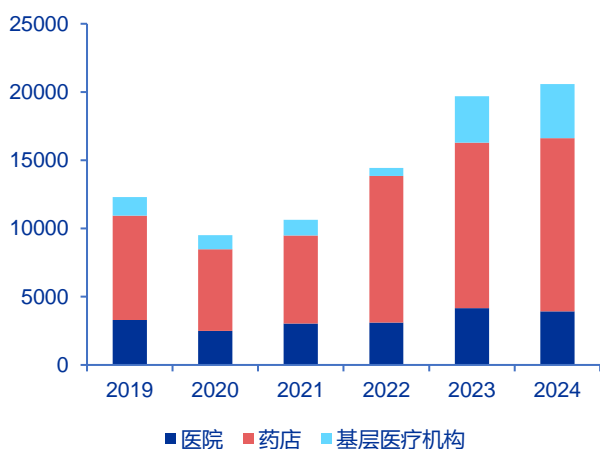


资料来源：公司公告，申万宏源研究

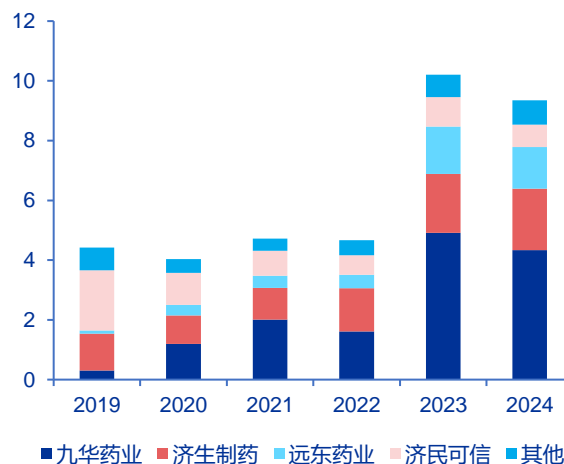


资料来源：米内网，申万宏源研究

2019 年公司收购济生制药，补充杨济生牌复方鲜竹沥液、复方瓜子金颗粒、强力枇杷露等产品，丰富咽喉咳喘品类矩阵。公司充分发挥品牌势能，围绕基层重点市场，建设学术专家体系，提升市场覆盖，2024 年杨济生牌复方鲜竹沥液在基层医疗机构销售额同比增长 16.9%，在三大终端的销售额突破 2 亿元，市场份额排名第二。

图 19：公司复方鲜竹沥在三大终端销售额（万元）


资料来源：米内网，申万宏源研究

图 20：三大终端市场复方鲜竹沥销售格局（亿元）


资料来源：米内网，申万宏源研究

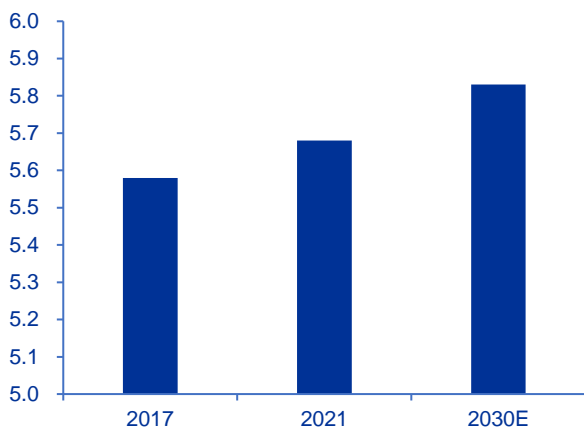
2.1.4 补益品类：多维元素片

补益品类的多维元素片，是并购桑海制药的产品，主要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。近年通过品牌赋能、渠道协同实现了增长突破，2024 年多维元素片收入规模保持在 2 亿元以上。2025 年 10 月，公司与蚌埠投资集团签署股权转让协议收购精诚徽药 70% 股权，进一步布局滋补赛道。未来随着大众健康意识的提高，新消费人群和不同消费场景的不断拓宽，公司在补益类市场具有较大增长潜力。

2.2 健康消费品：品牌力赋能，新品类拓局

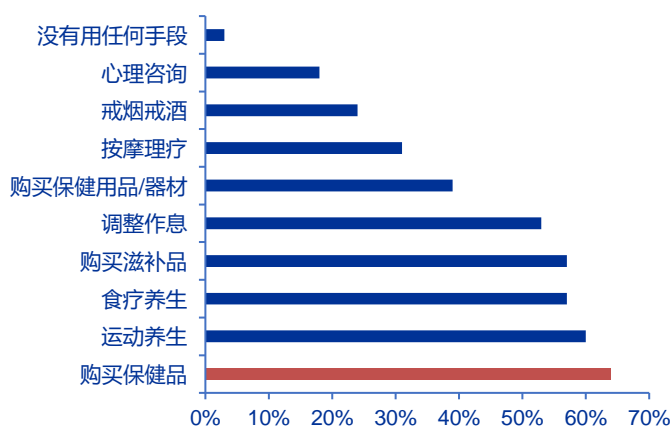
人口结构变化是推动保健品需求增长的基础性因素。截至 2024 年，我国 65 岁及以上人口已突破 2.3 亿人，近十年间以 4.7% 的复合增速持续攀升。老年群体作为传统保健品消费主力，其庞大的基数为市场提供了稳定的需求支撑。与此同时，现代社会高压力、快节奏的生活方式导致我国居民亚健康问题日益突出。根据摩熵咨询发布的中国保健品行业报告数据，我国亚健康人口数量已超 5.68 亿人，其中 45-55 岁、25-35 岁、35-45 岁人群的亚健康渗透率分别高达 60%、57% 和 56%。保健品作为亚健康调理的首选手段，有 64% 的养生人群会选择购买相关产品，市场潜力巨大。

图 21：中国亚健康人口数量（亿人）



资料来源：摩熵咨询，申万宏源研究

图 22：养生人群改善健康的主要方式

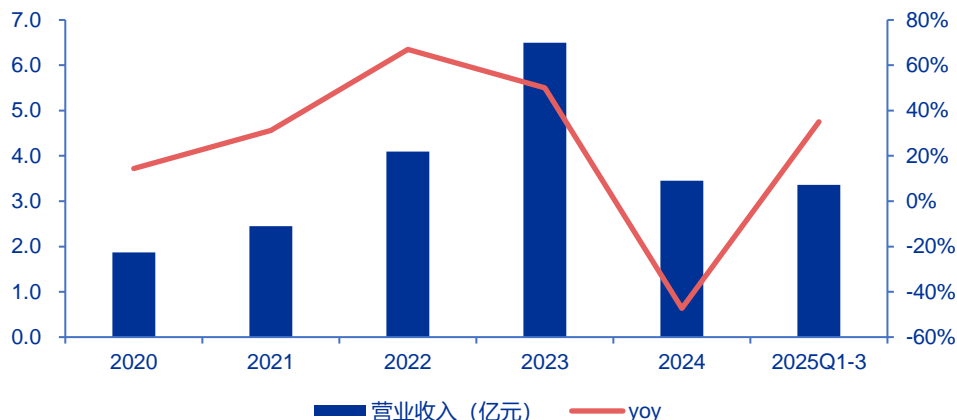


资料来源：摩熵咨询，申万宏源研究

公司的健康消费品业务主要包括高端滋补、康复营养、胃肠健康及肝健康等类别的产品。高端滋补类以“参灵草”系列为代表，该产品主要成分为西洋参、灵芝、冬虫夏草（或虫草菌粉）；康复营养类以“初元”系列为代表，主要包含肽类、蛋白粉类产品；胃肠健康类主要为益生菌系列产品；肝健康主要为肝纯片。

2024 年受行业竞争加剧及公司重新梳理业务发展定位、优化组织架构等因素影响，公司健康消费品板块实现营业收入 3.45 亿元，同比下降 47.30%。2025 年公司调整后再出发：滋补产品“参灵草”积极加强渠道建设，持续梳理品牌定位，夯实功效研究、航空航天、专家支持三大特点。“初元”系列产品夯实“专业康复”的品牌心智，聚焦打造差异化优势，丰富业务布局。胃肠品类紧抓女性、儿童等细分市场机会，围绕“P9 益生菌+”构建产品矩阵。肝纯片聚焦学术传播与专业认证，讲好品牌故事，助力产品打造。2025 年前三季度，公司健康消费品板块恢复性增长，实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 35.06%。

图 23：公司健康消费品业务营业收入及增长



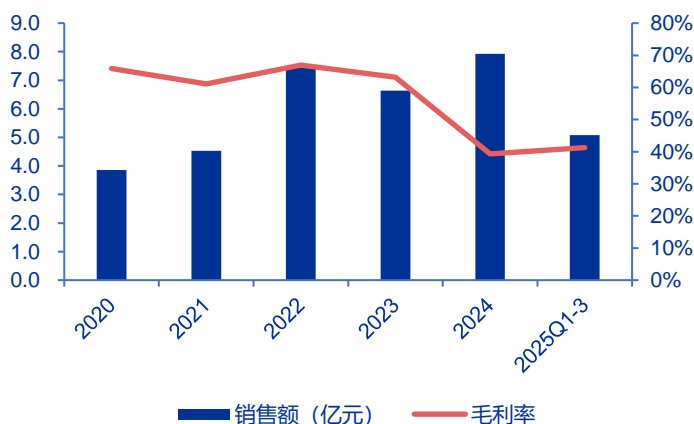
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 处方药：加强学术推广，并购扩大版图

2019 年以前公司处方药业务主要以蚓激酶肠溶胶囊（博洛克）为主，2019 年公司收购了桑海制药和济生制药，2021 年又收购了海斯制药，迅速扩充处方药批文。公司加强院内和基层医疗市场的学术营销，积极参与国家和省级集采，推动院内市场合规发展；院外市场借力“江中”品牌优势，布局慢病特色品类，并依托临床销售势能激活院外市场增长潜力。

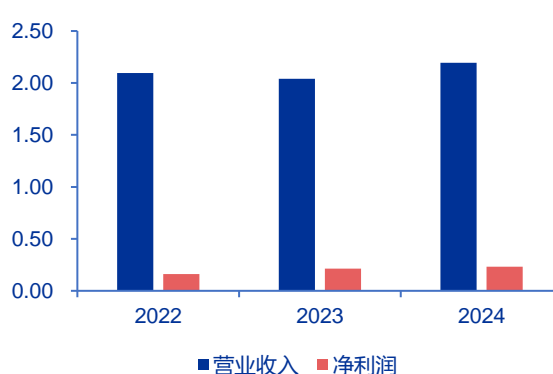
收购中药饮片，完善产业链布局。2024 年公司公告以 0.86 亿元购买华润江中制药集团所持有的江西江中中药饮片 51% 股权。江中中药饮片成立于 2004 年，主要从事中药饮片生产、养生保健美容中药生产和中药材种植，该公司建有普通中药饮片、毒性中药饮片、直接口服中药饮片、食品、医疗器械等五条生产线，创立了“汇中堂”中药饮片产品品牌和“恒康泰”健康养生产品品牌，经营中药饮片品种 600 多个，年生产能力达 3000 余吨。2022-2024 年江中中药饮片营业收入稳定在 2 个亿以上，净利润逐年提升，分别为 0.16/0.21/0.23 亿元。公司收购江中中药饮片一方面能够增厚公司处方药板块业绩，另一方面也有利于公司布局中医药上游资源，完善中药产业链建设。

图 24：公司处方药销售额（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：江中中药饮片营业收入及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 盈利预测与估值

3.1 公司盈利预测

根据公司公告的主营业务拆分，我们对公司主要业务板块 2025-2027 年收入做如下预测：

(1) 非处方药：主要有脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿四大品类，涵盖健胃消食片、乳酸菌素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、草珊瑚含片、复方鲜竹沥液及多维元素片等主要产品。基于行业供需情况及竞争格局分析，参考 2025 年前三季度销售情况，我们预计 2025-2027 年公司非处方药板块收入增速分别为-8%/9%/10%，毛利率随着产品结构优化略有提升。

(2) 处方药：随着中药饮片的并入，考虑集采政策执行以及院内市场需求，我们预计 2025-2027 年公司处方药产品收入增速为-5%/2%/5%，毛利率维持 40%左右。

(3) 大健康产品及其他：2024 年公司大健康板块大幅下滑，公司调整组织架构之后我们预计 2025-2027 年公司大健康系列产品恢复良好增长，我们预计 2025-2027 年公司大健康产品及其他收入增速为 30%/25%/20%，毛利率随着产品矩阵丰富稳步提升。

表 3：公司盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3812	4390	4435	4213	4611	5089
YoY	32.6%	15.2%	1.0%	-5.0%	9.4%	10.4%
毛利率	64.8%	65.3%	63.5%	65.1%	65.2%	65.3%
1. 非处方药						
收入	2618	3051	3266	3005	3275	3603
yoy	21.3%	16.6%	7.1%	-8.0%	9.0%	10.0%
毛利率	69.7%	71.7%	72.7%	75.5%	75.8%	76.0%
收入占比	68.7%	69.5%	73.6%	71.3%	71.0%	70.8%
2. 处方药						
收入	745	664	793	753	768	807
yoy	64.4%	-10.9%	19.4%	-5.0%	2.0%	5.0%
毛利率	66.9%	63.2%	39.3%	40.0%	40.0%	40.0%
收入占比	19.5%	15.1%	17.9%	17.9%	16.7%	15.9%
3. 大健康产品及其他						
收入	409	650	345	449	561	673
yoy	67.0%	58.8%	-46.9%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	30.7%	37.3%	37.7%	38.0%	38.2%	38.5%
收入占比	10.7%	14.8%	7.8%	10.6%	12.2%	13.2%
4. 其他业务						
收入	40	25	32	6	6	6
yoy	122.6%	-36.4%	24.5%	-80.0%	0.0%	0.0%
毛利率	%	%	%	%	%	%

收入占比 1.0% 0.6% 0.7% 0.2% 0.1% 0.1%

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 2023 年为原始报表拆分, 未追溯调整

综上所述, 我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 42.13/46.11/50.89 亿元, 同比增长-5.0%/9.4%/10.4%; 我们以公司股权激励目标作为参考, 考虑 2025 年集采持续推进等因素, 对公司利润做谨慎预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.54/9.39/10.51 亿元, 同比增长 8.3%/10.0%/11.9%。

3.2 估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.54/9.39/10.51 亿元, 同比增长 8.3%/10.0%/11.9%。根据公司所属板块及主营业务, 我们选取桂林三金、同仁堂、太极集团、片仔癀、云南白药五家聚焦 OTC 市场且具有品牌知名度的中药企业作为可比公司, 五家可比公司 2025 年对应的平均 PE 为 25 倍。公司围绕“做强 OTC、发展健康消费品、布局处方药”三大业务布局, 将内生发展和外延拓展相结合, 其品牌价值较高。我们给予公司 2025 年 25 倍 PE, 对应合理市值为 214 亿元, 目前市值 157 亿元, 仍有 36% 的增长空间。首次覆盖, 予以“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E			
		2025/12/22	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002275.SZ	桂林三金	86	5.22	4.71	5.18	5.71	17	18	17	15
600085.SH	同仁堂	441	15.26	15.85	18.05	20.04	29	28	24	22
600129.SH	太极集团	100	0.27	4.92	6.04	7.14	374	20	17	14
600436.SH	片仔癀	1038	29.77	27.02	29.76	33.77	35	38	35	31
000538.SZ	云南白药	1009	47.49	52.17	56.98	62.12	21	19	18	16
	平均值						95	25	22	20
600750.SH	江中药业	157	7.88	8.54	9.39	10.51	20	18	17	15

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 可比公司归母净利润为 wind 一致预期

4. 风险提示

市场竞争加剧风险: 公司主要产品健胃消食片、乳酸菌素片、复方鲜竹沥液等虽然占据主导市场, 但后续竞争者也在持续增加。此外消费者对于健康意识不断提高, 健康消费品领域相关产品层出不穷, 行业竞争趋紧。

产品放量不及预期: 健胃消食片、乳酸菌素片等核心产品在公司收入中占比较高, 若销售放量不及预期, 可能会影响公司整体收入的稳定性。

集采降幅超预期风险: 我国集采等控费降价政策持续推进, 若公司相关产品参与集采, 降价幅度超过市场预期, 会对公司盈利能力造成一定负面影响。

财务摘要

合并损益表

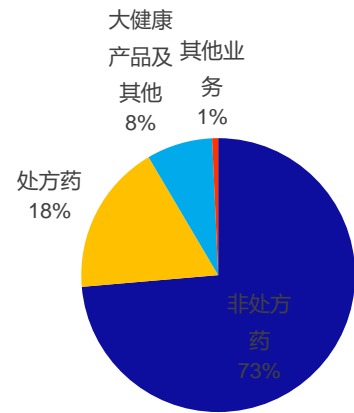
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,390	4,435	4,213	4,611	5,089
营业收入	4,390	4,435	4,213	4,611	5,089
非处方药	3,051	3,266	3,005	3,275	3,603
处方药	664	793	753	768	807
大健康产品及其他	650	345	449	561	673
其他业务	188	31	6	6	6
营业总成本	3,498	3,461	3,164	3,445	3,779
营业成本	1,523	1,618	1,469	1,603	1,766
非处方药	931	861	862	949	1,052
处方药	564	651	619	640	679
大健康产品及其他	554	318	401	492	584
其他业务	-410	-213	-412	-478	-549
税金及附加	63	64	61	67	74
销售费用	1,628	1,495	1,314	1,434	1,577
管理费用	211	229	211	226	244
研发费用	133	130	131	143	158
财务费用	-60	-75	-22	-28	-40
其他收益	51	65	54	57	59
投资收益	-3	-3	-3	-3	-3
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-37	-9	0	0	0
信用减值损失	-1	14	-1	1	1
资产减值损失	-9	-16	8	-2	-1
资产处置收益	1	2	2	2	2
营业利润	894	1,028	1,109	1,221	1,367
营业外收支	3	-3	2	1	0
利润总额	897	1,026	1,111	1,221	1,367
所得税	130	165	179	197	220
净利润	767	861	932	1,025	1,147
少数股东损益	58	72	78	86	96
归母净利润	708	788	854	939	1,051

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

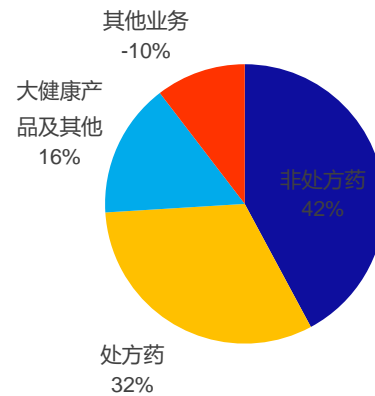
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	767	861	932	1,025	1,147
加：折旧摊销减值	130	138	196	221	238
财务费用	-61	-73	-22	-28	-40
非经营损失	26	-5	1	1	1
营运资本变动	161	-140	-261	135	119
其它	14	-8	0	0	0
经营活动现金流	1,036	786	846	1,353	1,464
资本开支	209	277	216	242	297
其它投资现金流	82	358	-103	-3	-3
投资活动现金流	-127	81	-319	-245	-300
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	466	-467	0
支付股利、利息	801	768	759	811	892
其它融资现金流	-17	-89	22	28	40
融资活动现金流	-817	-857	-270	-1,250	-852
净现金流					

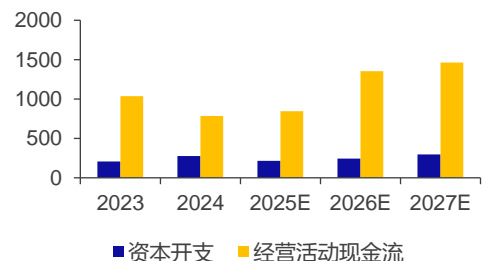
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

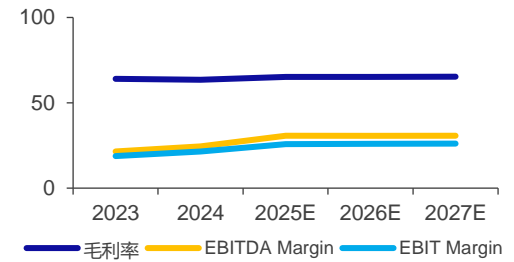
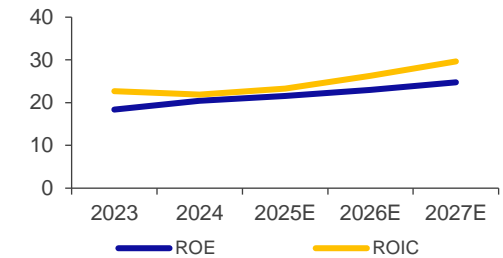
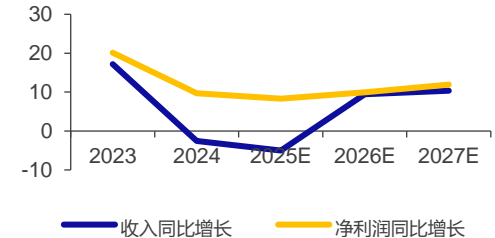
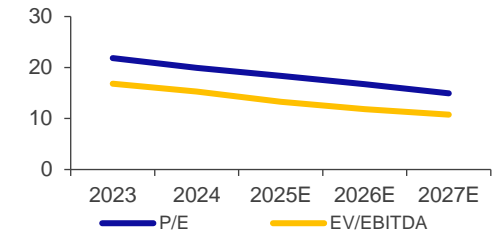
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,627	2,488	3,097	2,841	3,081
现金及等价物	1,383	1,017	1,374	1,233	1,546
应收款项	746	987	1,029	1,010	990
存货净额	488	461	671	576	522
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10	22	22	22	22
长期投资	113	106	106	106	106
固定资产	1,630	1,713	1,723	1,752	1,814
无形资产及其他资产	2,032	2,201	2,206	2,201	2,201
资产总计	6,401	6,508	7,132	6,900	7,202
流动负债	1,702	1,771	2,222	1,777	1,823
短期借款	1	0	467	0	0
应付款项	468	440	400	436	480
其它流动负债	1,232	1,331	1,356	1,341	1,342
非流动负债	71	265	265	265	265
负债合计	1,773	2,036	2,487	2,042	2,088
股本	629	629	635	635	635
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	453	377	371	371	371
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	365	365	365	365	365
未分配利润	2,462	2,492	2,586	2,714	2,873
少数股东权益	719	609	687	773	870
股东权益	4,629	4,472	4,645	4,858	5,114
负债和股东权益合计	6,401	6,508	7,132	6,900	7,202

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.13	1.24	1.34	1.48	1.65
每股经营现金流	1.64	1.24	1.33	2.13	2.31
每股红利	1.14	1.29	1.20	1.28	1.40
每股净资产	6.16	6.08	6.23	6.43	6.68
关键运营指标(%)					
ROIC	22.7	21.9	23.3	26.2	29.6
ROE	18.4	20.4	21.6	23.0	24.8
毛利率	64.0	63.5	65.1	65.2	65.3
EBITDA Margin	21.5	24.5	30.7	30.6	30.7
EBIT Margin	18.8	21.4	25.8	25.9	26.1
营业总收入同比增长	17.2	-2.6	-5.0	9.4	10.4
归母净利润同比增长	20.1	9.7	8.3	10.0	11.9
资产负债率	27.7	31.3	34.9	29.6	29.0
净资产周转率	1.16	1.15	1.06	1.13	1.20
总资产周转率	0.71	0.68	0.59	0.67	0.71
有效税率	14.0	16.1	16.1	16.1	16.1
股息率	4.6	5.2	4.8	5.2	5.7
估值指标(倍)					
P/E	21.9	19.9	18.4	16.7	14.9
P/B	4.0	4.1	4.0	3.8	3.7
EV/Sale	3.6	3.7	4.1	3.6	3.3
EV/EBITDA	16.8	15.3	13.3	11.9	10.8
股本	629	629	635	635	635

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。