

江中药业(600750)调研报告

推荐

下半年业绩将趋好

维持评级

健康护理/医药

发布时间: 2011 年 6 月 3 日

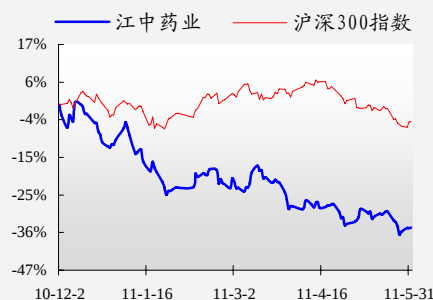
投资要点:

- 公司第一主打产品健胃消食片 2010 年销售了 2.3 亿盒, 预计在三方面因素的影响下, 未来五年的销售增速仍将稳定增长。
- 太子参的大幅涨价, 给公司造成了沉重的成本压力, 今年上半年健胃消食片的毛利率同比将大降, 但随着新参的上市, 下半年毛利率有望逐渐回升, 今年全年的毛利率可能比去年低 5%~10%。
- 随着初元产品升级以及营销渠道调整的完成, 初元的销售增速今年将加快, 可能比去年增长 35%左右, 销售收入有望达到 3 亿元以上。
- 参灵草为高端保健品, 主要针对“富贵星”人群, 市场空间广阔, 目前市场测试状况良好, 返购率达 20%~30%, 我们预计今年销售收入可能达到 1 亿元。
- 从短期看, 太子参的价格变动是影响公司利润的最大因素, 太子参全年采购均价每下降 50 元/公斤, 将节省成本 1 亿元左右。从中长期看, 初元和参灵草的销售情况将对公司利润产生重大影响。
- 投资建议: 我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.32 元和 1.75 元, 2011 年的预测 PE 仅为 26 倍, 若太子参价格在下半跌幅度较深, 公司业绩或能超出预期, 因此给予“推荐”评级。
- 风险提示: 太子参价格跌幅小于预期的风险; 初元和参灵草推广不力的风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	2,564	35.64	261	29.89	0.88	23.63	29.20	
2011E	3,010	17.42	306	17.24	0.98		26.22	
2012E	3,590	19.27	411	34.31	1.32		19.47	
2013E	4,305	19.89	544	32.36	1.75		14.69	

走势图



市场数据

2011-6-2

收盘价:	25.70 元
52 周最高价:	43.43 元
52 周最低价:	25.00 元
平均持仓成本:	30.55 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	31,115
流通 A 股 (万股):	31,115
每股收益 (元):	0.20
每股净资产 (元):	5.77
每股经营现金流 (元):	0.45
市净率:	4.47

分析师: 周思立 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000 - 254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

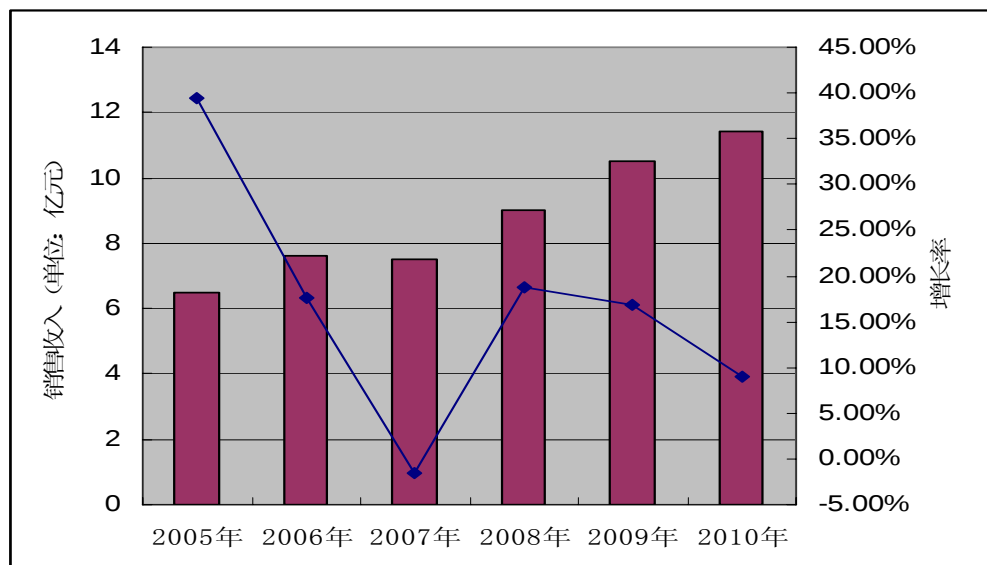
健胃消食片仍值得看好

未来五年仍将稳定增长

健胃消食片是公司第一主打产品，2010 年销售了近 2.3 亿盒，在国内助消化非处方药领域用量最大，同时也是国内 OTC 药品中少有的年销售额突破 10 亿元的单品。从 2005 年到 2010 年，江中健胃消食片的销售收入从 6.5 亿元增长到 11.44 亿元，在竞争激烈的消化不良用药市场，江中创造了销售奇迹。

但我们也应该看到，最近两年，虽然健胃消食片的销售收入仍然在增长，但增速由 2008 年的 18.81% 下降到去年的 9%，今年上半年还有可能出现负增长。随着销售基数的增长，销售增速必然会放缓，但消食片从去年四季度到今年一季度的销售下滑，更主要是受到太子参价格暴涨的影响。一旦太子参价格大幅回落，消食片销售有望出现恢复性上涨。

图 1：江中健胃消食片近六年销售情况



资料来源：东北证券

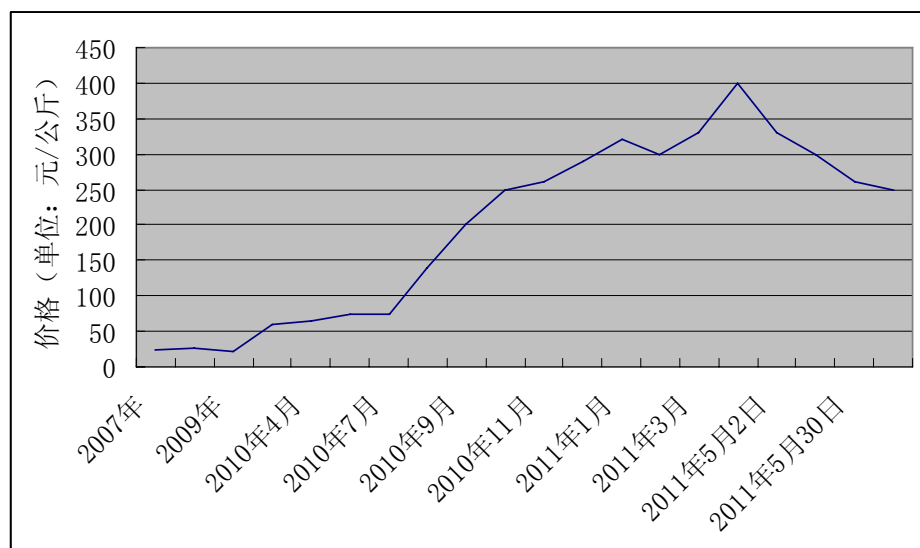
我们预计未来 5 年，江中健胃消食片仍将稳定增长。增长点主要来源于三个方面，第一是对营销渠道的改善，公司在 2011 年将以“稳渠道、强终端”为核心，继续加强经销商和非协议客户的管控，将一级经销商数量缩减到 30 多家，基本每省一家，极大地防止了窜货现象，有效稳定了终端秩序。同时加快建立和培养终端队伍，拓展可控终端药店数量，提高产品推荐的成功率。第二是健胃消食片获得了“健”字号批文，应用范围得到扩大，若公司能摸索出合适的保健品推广策略，有望从快速增长的助消化保健品市场中分得一杯羹。第三是助消化药尤其儿童助消化药市场 5 年内仍将有 5% 以上的稳定增长，作为行业龙头，江中健胃消食片理应获得行业的平均增速。

毛利率将在下半年逐渐回升

健胃消食片的主要成份太子参、陈皮、山药、炒麦芽、山楂，辅料为蔗糖、糊精、硬脂酸镁。去年以来，太子参以及白糖等价格的上涨，给公司造成了较大的成本压力。江中的太子参自有产地面积很小，远远不能满足自身生产需要，因此主要靠外购，其中采购品种以福建统货为主，去年采购量为 2000 吨左右。

2009 年太子参价格一直稳定在 30 元/公斤，之前几年的价格也很少超过 50 元/公斤，因此公司在太子参方面的成本压力很小。去年太子参主产地福建和贵州遭受了冰冻、干旱、洪水等自然灾害，导致减产了三分之一以上，全国太子参的产量不足 3500 吨，这样江中的需求量占到全国产量的近六成。在供需不平衡的背景下，游资开始大肆炒作，太子参的价格从 2010 年下半年起一路飙升，从 2010 年初的不到 50 元/公斤一直涨到今年 4 月份的最高 400 元/公斤，最大涨幅近 10 倍。

图 2：太子参价格走势



资料来源：太子参价格信息网，东北证券

由于一盒健胃消食片平均大约需要 8.7 克的太子参，如果太子参的价格在 400 元/公斤，相当于一盒健胃消食片仅太子参的成本就达到了 3.48 元，而健胃消食片的市场平均售价仅为 6.5 元/盒，这就大大超出了公司的承受力。所以在太子参价格达到高峰的一季度，公司采取了适当减产的措施。另外，公司在每年的 5 月份和 8 月份会将所有生产线停产检修，每次停产的时间在半个月到一个月，这次也会视太子参价格以及市场营销情况，合理安排停产检修的时间。

由于健胃消食片是放在母公司里的，2008 年、2009 年和 2010 年上半年母公司的毛利率分别为 68.36%、69.89%、61.39%，而 2010 年全年的毛利仅为 47.4%，2011 年第一季度的毛利率更是下降到 38.78%，可见太子参的价格变动对于消食片的利润影响之大。我们假定消食片成本中其余部分不变，可以得到如下太子参价格变动对于消食片毛利率的影响情况。

公司太子参的备货库存一般为 1~2 个月的用量，公司从去年四季度到今年一季度的采购成本应该为 200~250 元/公斤，4 月份的采购价可能在 250 元/公斤以上，最高可能达到 300 元/公斤以上。在 5 月份的停产检修期结束后所用的可能是 4、5 月份采购的高价参，

因此二季度的毛利率肯定会低于一季度，今年上半年消食片的平均毛利率可能在 30%左右，同比将下降 30%以上。

图 3: 太子参价格变动对于健胃消食片毛利率的影响

太子参价格（元/公斤）	50	100	150	200	250	300	350
太子参占出厂价比例	8.7%	17.4%	26.1%	34.8%	43.5%	52.2%	60.9%
健胃消食片毛利率估计	71.3%	62.6%	53.9%	45.2%	36.5%	27.8%	19.1%

资料来源：东北证券

由于太子参是一年生药材，去年的高价大大刺激了药农的种植积极性，今年仅贵州和福建两大主产区就比去年扩种了 30%以上，估计全国种植面积在五万亩以上。今年截至目前，贵州、福建和安徽三大主产区没有出现类似去年的大灾害，亩产量应该比去年提高 20%左右，按照 100 公斤/亩计算，今年新参的产量当在 5000 吨以上。随着 7 月份新参季的临近，太子参的价格从 5 月开始有了较大的下跌，目前太子参福建统货价格为 240-260 元/公斤、宣城统货售价 250 元左右/公斤、贵州统货 255-270 元/公斤。我们预计新参上市后，价格继续下降的概率较大，若下半年的平均参价能回落到 100~150 元/公斤，相当于健胃消食片的毛利率比上半年能提高 20%~25%，但今年全年的毛利率可能比去年低 5%~10%。

保健品业务将加快成长

初元的销售增速将加快

公司在 2008 年 5 月推出了初元复合氨基酸口服液，有两款产品，分别针对术后人群和体质虚弱人群。在初元推出当年，公司就快速组建了了 600 余人的专业化保健品营销团队，实现了全国 26 个省的初元产品覆盖，当年共实现销售收入 4934 万。2009 年再上新台阶，初元营销团队发展到 1000 余人，初元全年实现销售收入 2.01 亿元，同比增长 308%。

初元 2010 年的销售收入为 2.25 亿元，同比仅增长 12%。销售增速低于预期的主要原因在于三点，一是新成立的保健品销售团队增长过快，在经过两年的高速增长后，团队人员间需要一定的磨合和调整，这也造成了管理费用的增加。第二是产品的升级换代还处于交替期，新老产品共存，由于担心影响老品的销售，公司对新品的广告没有及时跟上，新品也没有全面铺货。第三是初元之前主要在商场、超市、院边店和药店来销售，其中院边店销售效果最好，但如何在药店推广保健品，公司还在总结和调整中，这也在一定程度上影响了去年销售的增长。

今年以来在售的主要是初元氨基酸产品的升级系列，初元复合肽特殊膳食营养液，也同样分为两款，分别针对术后人群和体质虚弱人群。相比氨基酸系列，复合肽系列性能更优，价格也略有提高。今年公司已经将复合肽系列在全国全面上市，广告投入也将随之跟上，今年以来销售形势较好，我们预计今年初元的销售增速将加快，同比有望增长 35%左右，销售收入可能超过 3 亿元，将迈过盈亏平衡点，实现盈利。

参灵草是长期看点

公司在 2010 年推出了高级滋补保健品参灵草，主要成份为西洋参、灵芝和冬虫夏草，并在配方中特别添加了玫瑰花，主要功效是抗疲劳、增强免疫力和延缓衰老，适合易疲劳者、免疫力低下者和中老年人。参灵草定位高端，价位较高，每箱 3 盒，每盒 10 瓶，每瓶 200ml，每盒的终端价格是 8150 元。若按照每天 1 瓶，每月 30 瓶，一年服用 3 个月来计算，一年需要花费 7.34 万元，若全年每天都服用，则需要花费近 30 万元，这远非普通人所能消费的。

作为高端保健品，公司采取了与初元不同的营销模式。公司将参灵草的目标人群定位为“富贵星”（富人、权贵和明星），主要针对富裕人群、权贵阶层和影视明星等高端人群展开有针对性的营销。在广告投放上，主要在东航、南航等航空杂志上，同时参加太湖文化论坛等高端会议，营造高端品牌形象。公司去年在南京、北京和上海等地进行了目标人群的市场测试，市场反响良好，返购率达到 20%~30%。

我国西洋参、虫草及灵芝的市场容量分别为 200 亿元、280 亿元和 100 亿元，参灵草作为传统滋补药材的创新替代品，具有广阔的市场空间。若按照增发募投项目的年产 2100 万瓶的产能计算，参灵草的潜在市场规模在 100 亿元以上。2010 年的销售收入在 2000 万元左右，今年有可能突破亿元的销售额，成为公司新的收入增长点。但由于前期投入较大，在尚未达到规模效应前，短期内估计还很难实现盈亏平衡。

新品正有序推出

锐洁卫生湿巾由军事医学科学院研制而成，具有快速杀菌消毒的效果。锐洁卫生湿巾于去年 10 月投产，目前还在市场测试阶段。该品为“消证字”号，与普通湿巾相比，主要是具有快速消毒的特点。包装为每包 8 片，市场预测定价为每包 10 元，属于湿巾类的中高档产品。预计可能在下半年上市，计划在药店、商场、超市、店中店等零售终端销售。

朴卡酒是由纯枸杞酿造而成，为高温蒸馏白酒，该酒分为两款，定价均较高，走的是中高端路线。朴卡酒不伤肝，不上头，被誉为“最不伤肝的白酒”，具有很强的保健酒属性。但由于是果酒，酒香味很淡，因而不大符合中国人宴席时的饮酒习惯，如果走宴席和酒店渠道，可能会遇到终端接受度的问题。

乳酸菌素片是肠道保健用药，主要功效是为肠道提供乳酸菌素，提高肠道免疫力，增强消化功能。服用益生菌来保健肠道，在全球已经有较高的认知率，乳酸菌产业在全球的年产值超过 3,000 亿美元。当然，国内乳酸菌片的生产企业众多，其中包括云南白药、哈药六厂等知名企业，公司进入后，会面临着严峻的竞争局面。但我们也应看到，江中是助消化药物领域的龙头品牌，这次进入功能相近的肠道保健药领域，至少可以提高原有营销渠道的利用率，实现渠道价值最大化。

盈利预测

➤ 假定太子参价格在下半年回落到 100~150 元/公斤，健胃消食片全年的销售收入与去

年基本持平；

- 假定新品中乳酸菌素片和锐洁卫生湿巾均有少量销售，暂不考虑朴卡酒的销售收入，同时不考虑3年内可能推出的其他新品的销售；

图 4：主要产品收入预测

单位：万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
健胃消食片	114,383	115,527	124,769	132,255
增长率	9.00%	1.00%	8.00%	6.00%
草珊瑚含片	22,832	23,289	23,755	24,230
增长率	5.00%	2.00%	2.00%	2.00%
亮噪	2,085	2,148	2,212	2,279
增长率	-10.00%	3.00%	3.00%	3.00%
乳酸菌素片		400	2,000	5,000
增长率			400.00%	300.00%
锐洁卫生湿巾		500	2,000	4,000
增长率			300.00%	100.00%
初元口服液	22,546	30,212	37,765	47,206
增长率	12.00%	34.00%	25.00%	25.00%
参灵草	2,000	10,000	20,000	30,000
增长率		400.00%	100.00%	50.00%
医药流通	88,478	115,021	143,777	179,721
增长率	134.27%	30.00%	25.00%	20.00%

资料来源：东北证券

投资建议

从短期看，太子参的价格变动是影响公司利润的最大因素，太子参全年采购均价每下降 50 元/公斤，将减少成本 1 亿元左右。从中长期看，初元和参灵草的销售情况将对公司利润产生重大影响。我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.32 元和 1.75 元，2011 年的预测 PE 仅为 26 倍，若太子参价格在下半年跌幅较大，业绩或能超出预期，因此给予“推荐”评级。

风险提示

- 太子参价格跌幅小于预期的风险；
- 初元和参灵草推广不力的风险。

图 5：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2564	3010	3590	4305
减：营业成本	1438	1861	2175	2537
营业税金及附加	19	25	32	39
销售费用	650	600	715	860
管理费用	129	130	152	190
财务费用	13	9	15	20
资产减值损失	2	8	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	311	377	501	659
加：营业外收入	1	2	2	2
减：营业外支出	8	1	1	1
利润总额	303	378	502	660
减：所得税	42	64	81	104
净利润	262	314	421	556
减：少数股东损益	0	8	10	12
归属于母公司净利润	261	306	411	544
EPS（元）	0.88	0.98	1.32	1.75

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。