

投资评级：强烈推荐（首次）

报告日期：2020 年 06 月 02 日

市场数据

目前股价	13.74
总市值（亿元）	72.14
流通市值（亿元）	72.14
总股本（万股）	52,500
流通股本（万股）	52,500
12 个月最高/最低	14.38/11.20

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

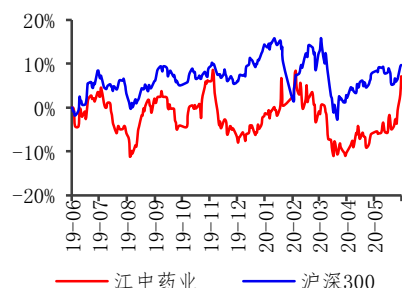
✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：苏剑晓

S1070119060059

☎ 0755-83558425

✉ sujianxiao@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

五十年胃肠用药品牌江中开启发展新篇章，利活益生菌有望成为下一个拳头单品

——江中药业（600750）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	1755	2449	2700	3237	3773
(+/-%)	0.5%	39.5%	10.2%	19.9%	16.6%
净利润（百万）	470	464	488	599	721
(+/-%)	12.6%	-1.4%	5.2%	22.8%	20.4%
摊薄 EPS	0.90	0.88	0.93	1.14	1.37
PE	15.3	15.6	14.8	12.0	10.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 大江入海，华润江中开启发展新篇章。

2019 年江中药业融入华润大家庭，并购桑海和济生两家本地优秀企业，开启华润江中元年。华润的平台力、资源力、影响力将为江中药业赋能，助推江中新一轮发展提质增速。重组并购桑海、济生，能够整合优势 OTC 产品，不断丰富江中品类，用多品类多品牌联合出击，打造产品集。

■ 行业发展空间：益生菌行业增速快，终端消费品空间大，更适合中国人肠道的菌种有望加速实现进口替代。

益生菌行业未来增速约 15%。目前，我国益生菌在食品领域的应用主要系添加于婴幼儿奶粉、酸奶、饮料中。即食型益生菌粉、菌片和固体饮料等益生菌终端消费品具有益生菌存活率更高，补充益生菌更直接、有效，更易于储藏、运输等明显优点，市场还在不断成长，空间更大。随着我国科研院校和行业内企业对益生菌研究的不断深入，未来更适合中国人肠道菌群特点的菌种将逐步替代进口菌种。

■ 公司增长看点：胃肠品牌势能强大+渠道和营销出色+产品差异化使益生菌有望成为下一个拳头单品。

1) 公司聚焦胃肠领域 50 年，打造了江中健胃消食片和利活乳酸菌素片两大明星单品，品牌势能强大。2) “渠道+公关”整合营销，与时俱进，两大明星单品的快速增长都充分证明了公司强大的渠道力和营销力。3) 利活益生菌活菌含量高，菌株更适合中国人肠道，产品差异化有助抢夺市场。综上，凭借品牌、渠道、营销和差异化，江中利活益生菌有望成为公司下一个拳头单品。

■ 投资建议：江中融入华润，并购桑海、济生，资源整合后将助推新一轮发展提质增速。公司聚焦胃肠领域五十年，明星单品家喻户晓，品牌势能强

大，并且渠道和营销能力出色，益生菌产品差异化明显，有望成为下一个拳头单品，贡献业绩增量。预计公司 2020-2022E 年 EPS 为 0.93、1.14、1.37 元，对应 PE 分别为 14.8 倍、12.0 倍、10.0 倍。基于公司益生菌新品推出，并购重组进行资源整合，有望助推业绩发展提质增速，综合给予公司 2020 年 20 倍估值，对应的 20 年目标市值 97.6 亿元，目标价格 18.6 元，目前股价距离目标价格还有 35% 左右空间，给予“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**行业增长不达预期，食品安全问题，食品、保健食品等不能替代药物，上游供应商提价风险

目录

1. 大江入海，华润江中开启发展新篇章	5
1.1 融入华润，重整旗鼓，开启新一轮跨越式发展	5
1.2 公司盈利能力较强，经营活动现金流充裕	7
2. 行业发展空间：益生菌行业增速快，终端消费品空间大，更适合中国人肠道的菌种有望加速实现进口替代	8
2.1 益生菌功效多样，是功能性食品重要组成	8
2.2 益生菌产品未来行业增速约 15%，终端消费品空间更大	9
2.3 目前国内益生菌厂商占有率较低，未来适合中国人肠道菌群特点的益生菌菌种将逐步实现进口替代	13
3. 公司增长看点：胃肠品牌势能强大+渠道和营销出色+产品差异化使益生菌有望成为下一个拳头单品	15
3.1 聚焦胃肠，品牌力势能强大	15
3.2 珠玉在前，营销能力出类拔萃	17
3.3 匠心独运，产品差异化抢夺市场	18
4. 盈利预测与估值水平	20
4.1 盈利预测与估值水平	20
4.2 投资建议	22
5. 风险提示	23
附：盈利预测表	23

图表目录

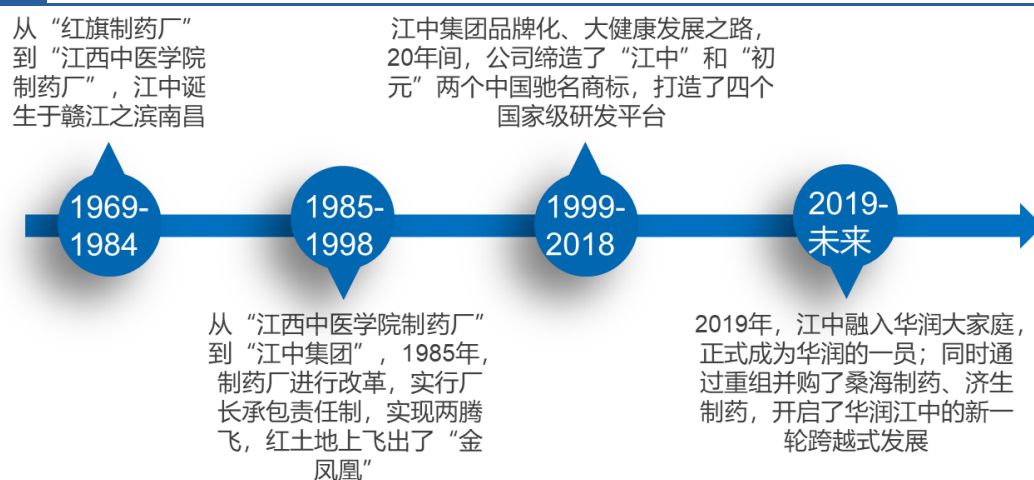
图 1:	江中药业发展历程	5
图 2:	江中药业股权结构	5
图 3:	江中药业主要业务版图	6
图 4:	公司历年营业收入	7
图 5:	公司历年归母净利润	7
图 6:	营收构成	7
图 7:	毛利构成	7
图 8:	公司毛利率净利率	7
图 9:	公司费用率	7
图 10:	公司现金流情况	8
图 11:	功能性食品主要分类	9
图 12:	食用益生菌制品产业链	10
图 13:	养乐多在中国大陆市场的销售情况	10
图 14:	味全乳酸菌饮品	11
图 15:	蒙牛“优益 C”	11
图 16:	伊利“每益添”活菌型乳酸菌饮品	11
图 17:	君乐宝“每日活菌”活菌型乳酸菌饮品	11
图 18:	合生元益生菌终端产品销售规模	12
图 19:	江中健胃消食片	16
图 20:	江中利活牌乳酸菌素片	16
图 21:	江中被评为 2019 中国 500 最具价值品牌	16
图 22:	江中健胃消食片推广成功的核心要素	17
图 23:	江中利活牌乳酸菌素片成功打造出五大“消费心智”	17
图 24:	江中与美团点评战略合作	18
图 25:	江中锐洁走进头部主播薇娅直播间	18
图 26:	江中利活牌益生菌菌株功能	18
图 27:	江中药业利活牌益生菌	19
图 28:	TOMODS 益生菌（安记食品与美国杜邦合作）	19
图 29:	合生元益生菌（H&H 国际控股旗下品牌）	19
图 30:	Life Space 益生菌（2018 年被汤臣倍健收购）	19
图 31:	江中药业近 3 年估值水平	20
表 1:	目前已发现益生菌的主要功能	9
表 2:	国外主要益生菌厂商及介绍	13
表 3:	国内主要益生菌厂商及介绍	14
表 4:	江中药业可比公司估值	21

1. 大江入海，华润江中开启发展新篇章

1.1 融入华润，重整旗鼓，开启新一轮跨越式发展

红土地上飞出金凤凰，公司缔造“江中”和“初元”两大中国驰名商标，2019 融入华润、并购桑海济生，开启发展新篇章。50 年前，江中诞生于赣江之滨、红色英雄城南昌，前身是 1969 年创建的江西药科学学校红旗制药厂。1998 年组建集团后，20 年间，公司缔造了“江中”和“初元”两个中国驰名商标，打造了四个国家级研发平台。2019 是江中制药成立 50 周年，加入华润大家庭，大江入海，华润的平台力、资源力、影响力将为江中药业赋能，助推江中新一轮发展提质增速。同时江中通过重组并购桑海、济生，整合优势 OTC 产品，不断丰富江中品类，用多品类多品牌联合出击，打造产品集群，布局构建“品牌联合国”。2019 是华润江中元年，也意味着江中制药新一轮跨越式发展的开始。

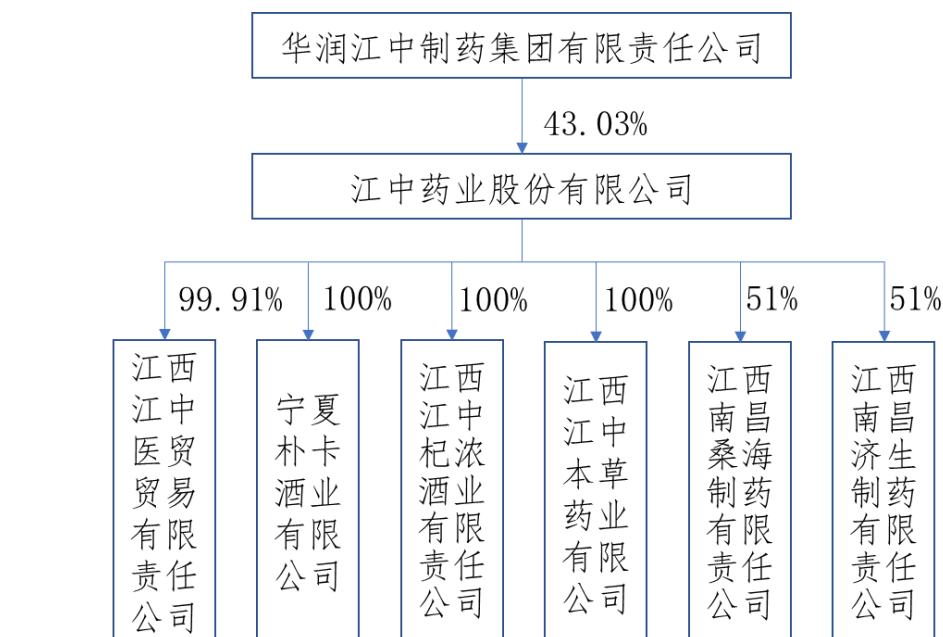
图 1：江中药业发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

2019 年 2 月 22 日，华润医药控股成为江中集团控股股东，间接控制江中药业已发行股份的 43.03%。江中药业的实际控制人由江西省国资委变更为中国华润有限公司，最终实际控制人为国务院国资委。2019 年 1 月 30 日，公司以现金增资的方式分别取得桑海制药和济生制药的 51% 股权。

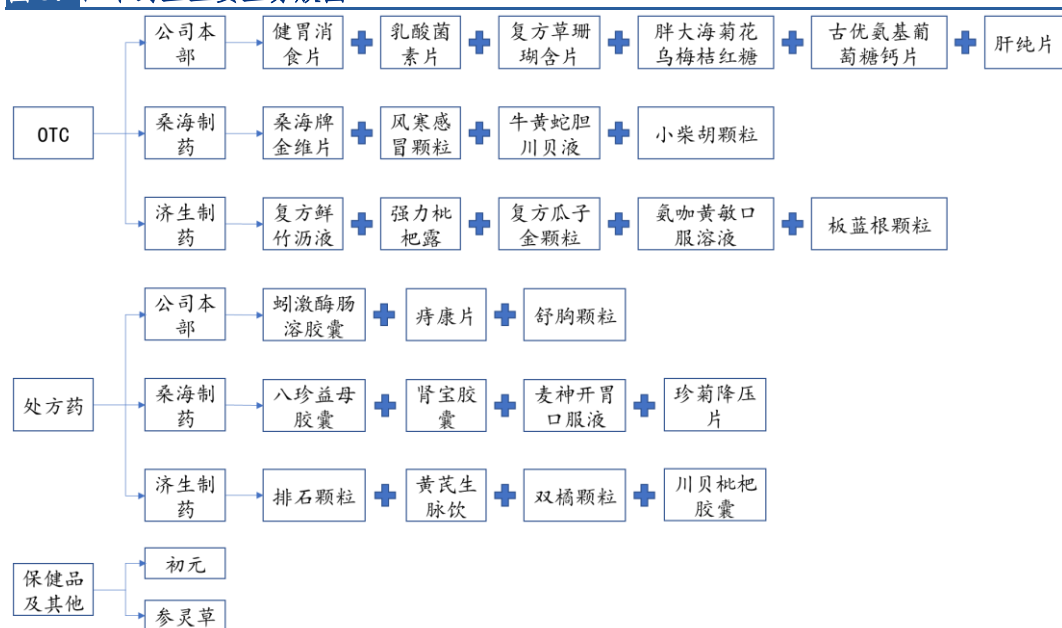
图 2：江中药业股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司主要有三大业务：非处方药（OTC）、处方药、保健品及其他。公司非处方药销售终端主要为药店和基层医疗终端；处方药销售终端主要为二级医院、诊所、卫生院等基层医疗机构；保健品业务的销售终端主要为大型商场、超市及卖场。非处方药、保健品业务销售主要采取经、分销商覆盖为主、大型连锁战略合作及大型商超直营等为辅的方式，公司主要负责产品的广告及宣传投入，并参与终端扩展、促销及客户维护等。公司积极探索和发展电商销售平台作为渠道补充。公司本部处方药以委托销售为主，控股子公司南海制药、济生制药销售以代理制为主，后续将随着营销融合的不断深入，探索和更新适合公司发展战略的营销模式。

图 3：江中药业主要业务版图

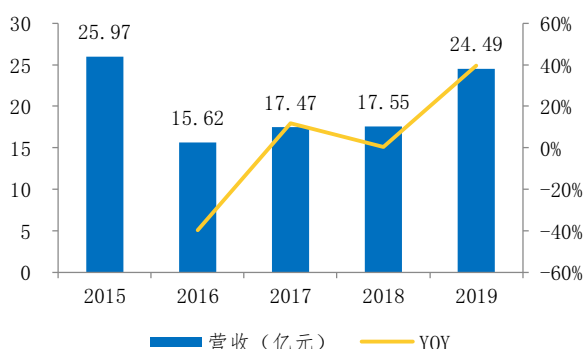


资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.2 公司盈利能力较强，经营活动现金流充裕

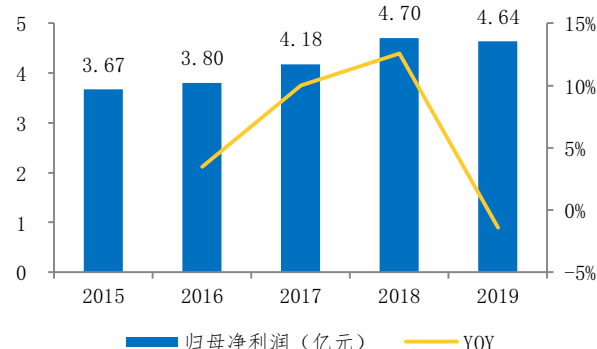
2015 年公司对外转让了九州通，剥离了医药流通业务，2016 年营收规模同比下降 39.87%，扣除转让因素影响的话，营收同比下降 12.09%。2019 年公司实现营收 24.49 亿元，实现归母净利润 4.64 亿元。

图 4：公司历年营业收入



资料来源：wind，长城证券研究所

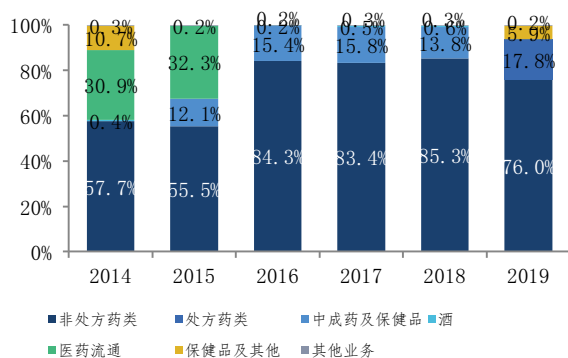
图 5：公司历年归母净利润



资料来源：wind，长城证券研究所

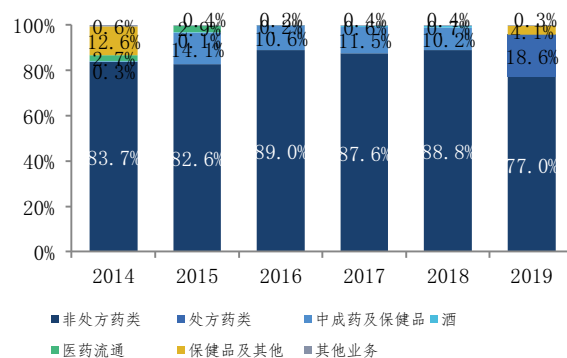
非处方药一直是江中药业的主要业务，19 年并购桑海制药和济生制药之后占比有所下降，但营收和毛利占比仍在 75% 以上。

图 6：营收构成



资料来源：wind，长城证券研究所

图 7：毛利构成

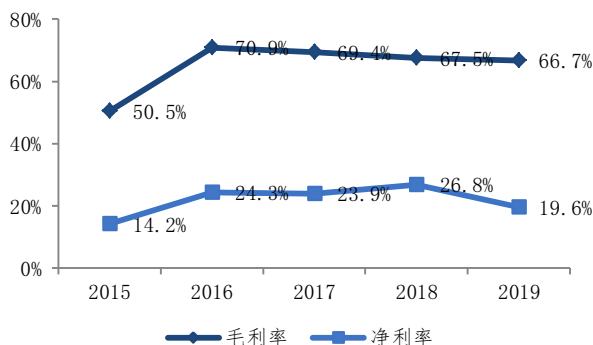


资料来源：wind，长城证券研究所

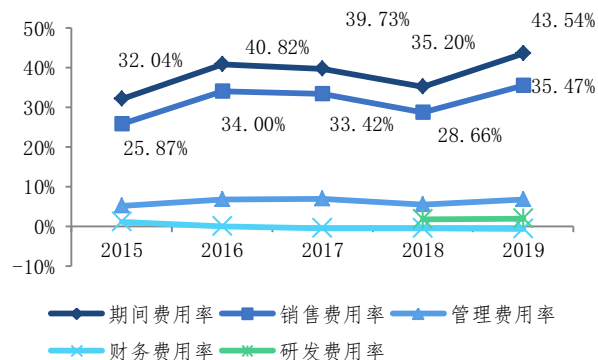
公司毛利率近几年处在比较高的水平，2019 年净利率的下降主要源于销售费用率的提高，主要系公司合并范围增加以及公司原有业务的广告宣传费用和促销推广费用同比增加所致。

图 8：公司毛利率净利率

图 9：公司费用率



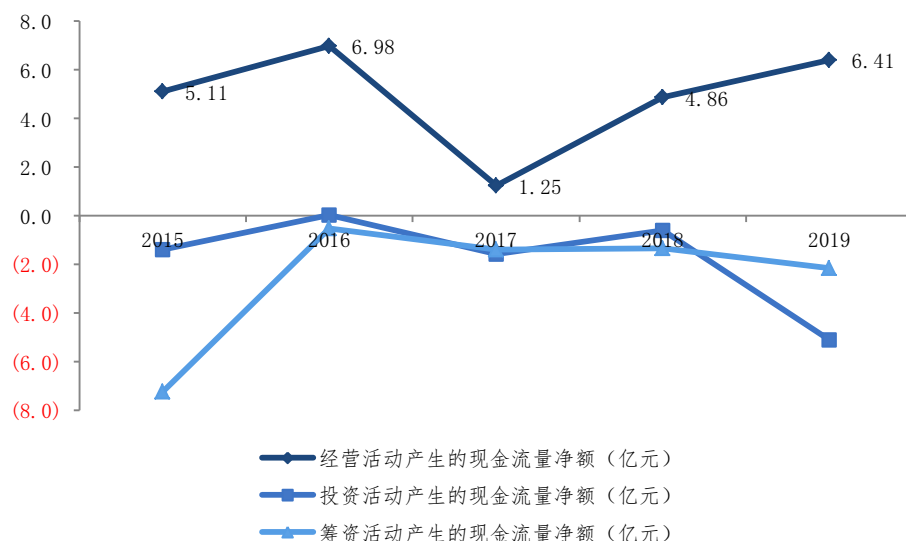
资料来源: wind, 长城证券研究所



资料来源: wind, 长城证券研究所

公司经营活动现金流比较充裕。2019 年经营活动现金流量净额为 6.41 亿元。

图 10: 公司现金流情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

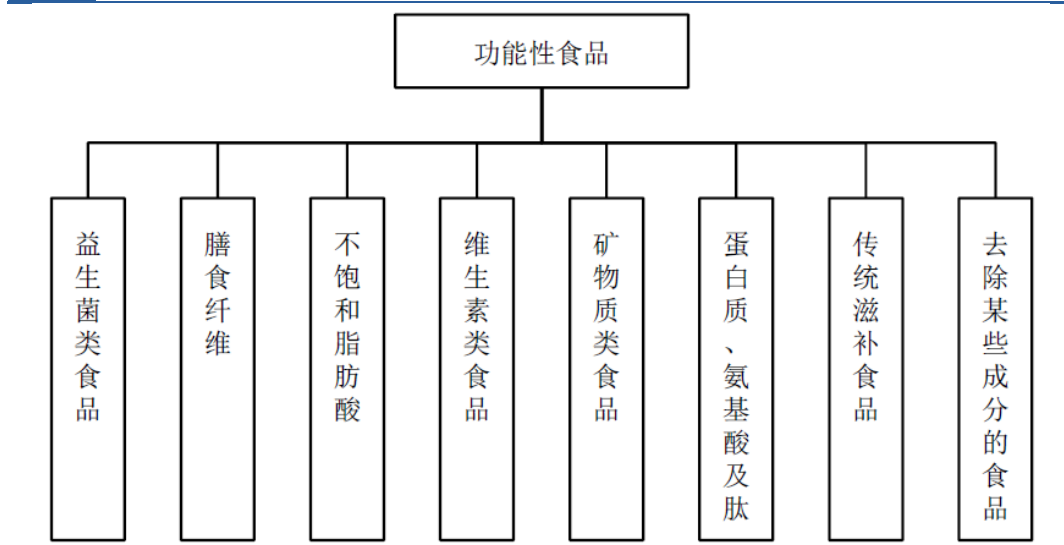
2. 行业发展空间：益生菌行业增速快，终端消费品空间大，更适合中国人肠道的菌种有望加速实现进口替代

2.1 益生菌功效多样，是功能性食品重要组成

益生菌定义：虽然益生菌的发现及研究较早，但是对食品微生物菌种没有明确的定义，而且国际上并无统一法规。2003 年，我国《益生菌类保健食品申报与评审规定（试行）》中对益生菌定义为：益生菌是指对人和动植物有益的菌，而由益生菌生产的产品称为益生菌制品或微生态制剂，包括活菌体、死菌体、菌体成分及代谢产物。2011 年，世界卫生组织对益生菌的定义为“活的微生物，通过摄入足够数量，对宿主起有益健康的作用”。2013 年，国际益生菌和益生元科学协会（ISAPP）召集专家小组对“益生菌”定义进行

更新，包括“益生菌”的三个主要方面：**微生物、生物活性、有益健康**。从我国和全球范围来看，含益生菌食品都是功能性食品的重要组成部分。

图 11：功能性食品主要分类



资料来源：公开资料，长城证券研究所

益生菌功能：益生菌在进入肠道后，会与肠道中原有菌群发生栖生、共生、偏生、竞争和吞噬等复杂的关系，最终起到促进机体健康的作用。目前已发现的益生菌有十几种，主要功能包括降血糖、抗氧化、防感染、提高机体免疫力等等。

表 1：目前已发现益生菌的主要功能

序号	菌种名称	主要功能
1	干酪乳杆菌	降低血糖，改善机体免疫，修复肠道黏膜损伤
2	双歧杆菌	缓解急慢性肠炎、治疗感染
3	植物乳杆菌	抗氧化，抑制大肠杆菌
4	发酵乳杆菌	降低发炎风险
5	嗜酸乳杆菌	降低胆固醇、血糖，降低血脂，抗氧化性
6	鼠李糖乳杆菌	提高血清溶菌酶含量，增强机体抵抗力，预防腹泻，控制血糖，提高胰岛素敏感性
7	副干酪乳杆菌	缓解内源性病原体
8	约氏乳杆菌	治疗幽门螺旋杆菌感染
9	瑞士乳杆菌	降低血糖
10	格氏乳杆菌	增强免疫力
11	罗伊氏乳杆菌	防止感染

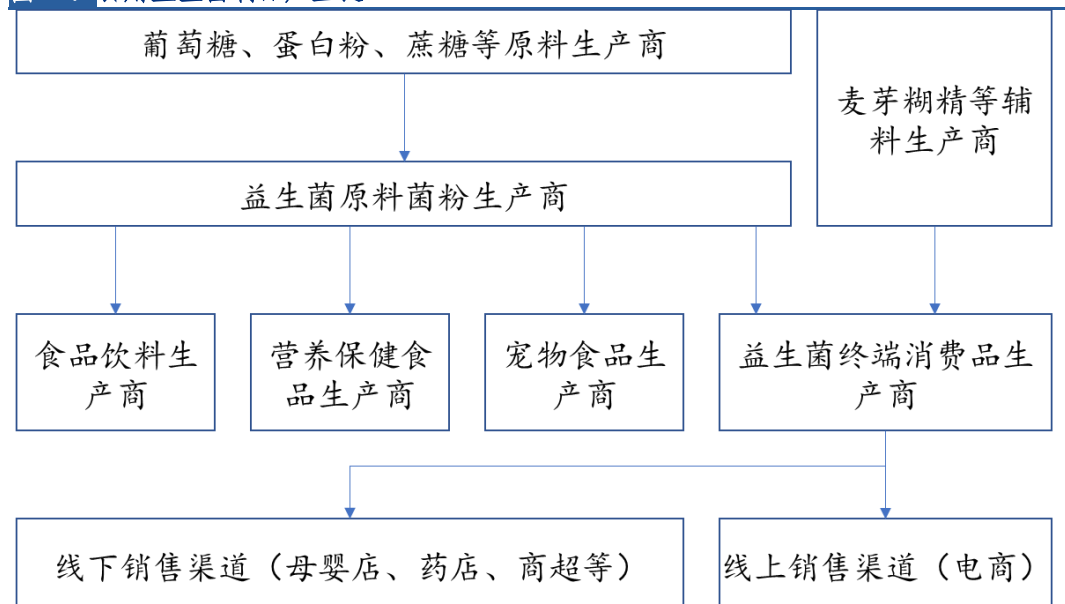
资料来源：科拓恒通招股说明书，长城证券研究所

2.2 益生菌产品未来行业增速约 15%，终端消费品空间更大

益生菌产业链上游行业为葡萄糖、蛋白粉、蔗糖等发酵原料生产商，这些原料均为常见的大宗食品原料，供应充足、价格稳定。中游为益生菌原料菌粉生产商，下游主要包括食品饮料生产商、益生菌终端消费品生产商、功能性食品生产商以及宠物食品生产商等。

益生菌终端消费品的上游为益生菌原料菌粉生产商和麦芽糊精等辅料生产商，下游为电商等线上销售渠道和母婴店、药店、商超等线下销售渠道。

图 12: 食用益生菌制品产业链

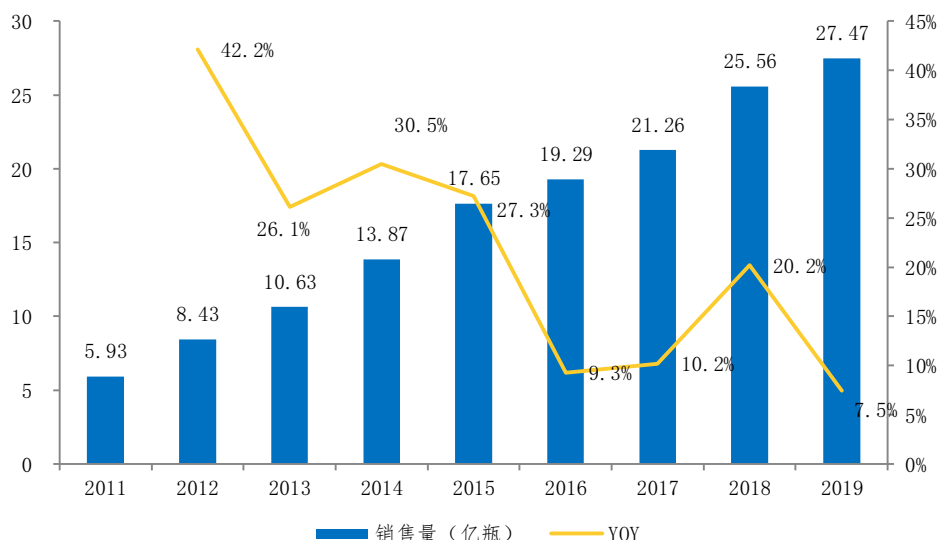


资料来源：科拓恒通招股说明书，长城证券研究所

目前，我国益生菌在食品领域的应用主要为将益生菌添加于婴幼儿奶粉、酸奶、饮料中。

益生菌在食品饮料领域应用已久，发展成熟，日本的“养乐多”是典型代表，经久不衰。日本科学家代田稔 1930 年在实验室强化培育出了干酪乳杆菌代田株 (*Lactobacillus casei* strain Shirota)，并于 1935 年开始生产和销售添加了干酪乳杆菌代田株活菌的“养乐多活菌型乳酸菌乳饮品”。经过 80 余年发展，“养乐多”已经进入了全球 38 个国家和地区，成长为全球益生菌行业的跨国巨头，2019 财年全球销量近 150 亿瓶。2002 年“养乐多”开始进入中国大陆市场，经过长时间的宣传、培育使我国消费者逐步对益生菌知识有所了解，逐步认知、消费含益生菌饮品，消费群体在中国大陆市场快速扩大，2019 年销量达 27.47 亿瓶，2011-2019 销量 CAGR 为 21.1%，增速很快。

图 13: 养乐多在中国大陆市场的销售情况



资料来源：公司年报，长城证券研究所，注：以上指财年，即上一年四月初至当年三月末

随着我国益生菌消费群体扩大，我国主要乳制品企业和食品饮料企业也纷纷推出自己的活菌型饮料产品。味全食品推出的“味全活性乳酸菌”、蒙牛乳业推出的“优益 C”、伊利股份推出的“每益添”等产品都受到消费者的广泛欢迎。酸奶等产品中也开始添加益生菌从而实现产品差异化定位，并且受到了市场的好评。例如，蒙牛乳业已经先后推出了添加动物双歧杆菌 BB-12 的“冠益乳”、添加乳双歧杆菌 V9 的“欧式炭烧”酸奶。

图 14：味全乳酸菌饮品



资料来源：天猫，长城证券研究所

图 15：蒙牛“优益 C”



资料来源：天猫，长城证券研究所

图 16：伊利“每益添”活菌型乳酸菌饮品

图 17：君乐宝“每日活菌”活菌型乳酸菌饮品



资料来源：天猫，长城证券研究所

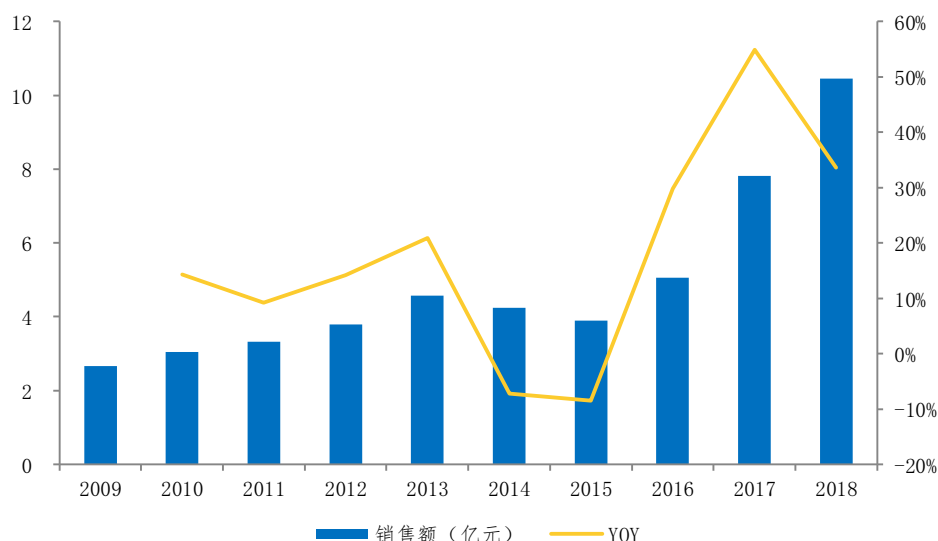


资料来源：天猫，长城证券研究所

即食型益生菌粉、菌片和固体饮料等益生菌终端消费品的市场也在不断成长，未来空间更大。这些益生菌终端消费品具有益生菌存活率更高，补充益生菌更直接、有效，更易于储藏、运输等明显优点。

“合生元”婴幼儿益生菌冲剂是我国知名的益生菌终端消费品品牌，销量稳步攀升。特别是 2016 年度至 2018 年度，合生元益生菌终端消费品销售额增速分别达到 29.82%、54.84% 和 33.63%。2009-2018 年，合生元益生菌终端消费品产品销售规模情况如下：

图 18：合生元益生菌终端产品销售规模



资料来源：公司年报，长城证券研究所，注：以上指财年，即上一年四月初至当年三月末

除合生元外，交大昂立、修正药业、葵花等国内保健品、药品企业也纷纷推出益生菌终端消费品，如小葵花益生菌固体饮料、修正成人益生菌固体饮料。澳大利亚的“Life Space”、韩国的“妈咪爱”和美国的“康萃乐”等国际益生菌终端消费品产品也纷纷进入中国市场。

根据 Euromonitor 统计及预测，2017 年，全球益生菌产品（包括益生菌补充剂、益生菌饮料、益生菌酸奶等）市场规模约为 360 亿美元；2017 年，中国益生菌产品（包括益生菌补充剂、益生菌饮料、益生菌酸奶等）市场规模约为 455 亿元，预计到 2022 年可以增长到 896 亿元，CAGR 约为 14.5%。

2.3 目前国内益生菌厂商占有率较低，未来适合中国人肠道菌群特点的益生菌菌种将逐步实现进口替代

亚洲、欧洲与北美是全球益生菌市场的集中区域。国外益生菌产业起步早、制度较完备、技术较成熟，在全球市场占据优势地位。一些国际企业拥有资金及品牌力量，在全球市场占有率较高。如法国拉曼、科汉森和杜邦（丹尼斯克）共占据美国 70% 的市场，因为其技术先进、研究成熟并拥有全球知名的专利菌株，如鼠李糖乳杆菌 GG、动物双歧杆菌 BB12、嗜酸乳杆菌 NCFM 等。在亚太地区中，日本的益生菌产业处于领先地位。益生菌的功效作用在日本得到较为普遍的认可，其应用领域广泛，产品形式多样，遍及乳制品、口服液、口香糖、化妆品、酱油、牙膏、胶囊等。日本益生菌企业在亚太地区拥有优良品牌影响力并拥有知名菌株，如明治乳业的 LG21 (*L.gasseri*) *L.casci shirota* 和 LB81、日本养乐多的干酪乳杆菌等。

表 2：国外主要益生菌厂商及介绍

公司名称	公司介绍	产品介绍	下游产品
BioGaia	BioGaia 是一家创新型的瑞典保健公司，是益生菌的世界领导者，拥有 28 年（1990 年成立）的益生菌产品开发、营销和销售经验，产品销售至 100 多个国家	<i>Lactobacillus reuteri</i> DSM17938、ATCC PTA6475、ATCC PTA 5289，184 个临床试验，安全、健康，440 项专利，比利时生产	婴幼儿消化健康、增强免疫力。 中国：拜奥滴剂（ 2×10^7 CFU/滴）、片剂（ 2×10^8 CFU/片）。 雀巢婴幼儿奶粉
Bio-K Plus	总部位于法国拉瓦勒，专注 Bio-K ⁺ 益生菌的研究、生产和销售，1960 年成立，1994 年从事益生菌研究。在加拿大魁北克设立研发中心	Bio-K ⁺ 益生菌组合： <i>Lactobacillus acidophilus</i> CL1285 [®] 、 <i>Lactobacillus casei</i> LBC80R [®] ， <i>Lactobacillus rhamnosus</i> CLR2 [®]	减少抗生素和艰难梭菌引起的腹泻、维持肠道健康。 乳酸菌饮料（ 5×10^{10} CFU）、胶囊（ 1.25×10^{10} CFU/颗、 2.5×10^{10} CFU/颗和 5×10^{10} CFU）
Chr.Hansen Holding A/S	总部设于丹麦赫斯霍尔姆，1874 年创立，提供健康解决方案	拥有 30 000 商业菌株，PROBIO-TEC [®] 品牌，适用于人类、动物、植物。代表菌株： <i>Bifidobacterium animalis</i> Bb-12（来源母乳喂养的婴儿粪便）	Puractive 品牌，益生菌粉
Cerbios-Pharma	位于瑞士卢加诺，1976 年开始益生菌研发	<i>Enterococcus faecium</i> SF68 [®] （ <i>Enterococcus faecium</i> NCIMB 10415），来源瑞典健康新生儿	欧洲区域 Bioflorin [®] 胶囊药品
Danisco	位于丹麦哥本哈根，1924 年成立。1989 年丹尼斯克集团成立，研发中心位于芬兰，1906 年开始益生菌研究，2011 年被杜邦收购	FloraFIT [®] 品牌（代表菌株 <i>Bifidobacterium lactis</i> Bi-07 [®] ） HOWARU [®] 品牌（ <i>Dophilus</i> 肠道健康系列 <i>Lactobacillus acidophilus</i> NCFM [®] 应用广泛、Bifi do 通便系列 <i>Bifidobacterium lactis</i> HN019 [®] 临床研究多、 <i>Rhamnosus</i> 免疫系	HOWARU Blance 系列： <i>Lactobacillus acidophilus</i> NCFM [®] 和 <i>Bifidobacterium lactis</i> HN019 [®] 适合年龄 2 ~ 17 岁、18 ~ 55 岁及以上产品形式包含菌粉、胶囊等。

公司名称	公司介绍	产品介绍	下游产品
		列 <i>Lactobacillus rhamnosus</i> HN001™)	Protect 系列: 呼吸健康, 分儿童, 成人, 老年、运动型。 Shape 系列: 瘦身, <i>B.lactis</i> B420
Danone	位于法国巴黎, 1966 年成立	<i>Bifi dobacterium animalis</i> DN-173010	Activia 碧悠
DSM	位于荷兰, 1902 年成立	<i>Lactobacillus acidophilus</i> (Lafti L10), <i>Lactobacillus casei</i> (Lafti L26), <i>Bifi dobacterium</i> (Lafti B94)	DSM 旗下 i-Health 收购的 UP4 益生菌品牌
Lallemand	位于加拿大蒙特利尔, 最初进行酵母发酵剂研究, 1932 年收购罗塞尔, 开始益生菌研究	婴幼儿奶粉防腐 ProbioKid® (<i>Lactobacillus helveticus</i> Rosell®-52, <i>Bifi dobacterium infantis</i> Rosell®-33, <i>Bifi dobacterium bifidum</i> Rosell®-71) 用于肠道健康 Probio' Stick® (代表菌株 <i>Lactobacillus helveticus</i> Rosell®-52、 <i>Bifidobacterium longum</i> Rosell®-175)	人体益生菌、植物益生菌、动物益生菌
Probi	位于瑞典, 1991 年成立	代表菌株 <i>Lactobacillus plantarum</i> 299v, PROBI LIVEBAC® 品牌系列	粉剂、胶囊、片剂
Proctor & Gamble	位于美国	用于消化健康代表菌株 <i>Bifidobacterium infantis</i> 35624	胶囊 (1×10 ⁹ CFU/ 颗)
Valio	位于芬兰, 1905 年成立, 乳制品、无乳糖技术研究	<i>Lactobacillus rhamnosus</i> GG (ATCC 53103) 研究最多, 应用最多的益生菌菌株之一	Vd 滴剂、粉剂
VSL Pharmaceuticals	位于美国	<i>L.acidophilus</i> , <i>S.thermophilus</i> , <i>L.plantarum</i> , <i>B.longum</i> , <i>L.paracasei</i> , <i>B.breve</i> , <i>L.helveticus</i> , <i>B.infantis</i> 混合菌粉	VSL#3 品牌医疗食品, 混合菌株, 胶囊, 肠道健康 IBS、UC
Winclove	位于荷兰, 1991 年成立, 益生菌制剂研究	100 多种菌株	Ecologic 系列、Winclove 系列品牌混合益生菌, 具有健康解决方案
Yakult	位于日本, 1935 年开始生产养乐多活菌型乳酸菌乳饮品	<i>Lactobacillus casei</i> strain Shirota, 代田稔 1930 年分离得到	养乐多活菌型乳酸菌乳饮品 (1×10 ¹⁰ CFU/ 瓶)

资料来源:《益生菌产业的发展 and 趋势》, 长城证券研究所

我国的益生菌产业起步较晚, 而且由于一株成熟的商业菌株开发需要大量的时间及成熟的技术, 国内厂商市场占有率较低。国内益生菌原料占有方面, 美国杜邦 (50%) 与丹麦科汉森 (35%) 两家公司是占比最大的 2 家公司, 其余厂商占国内整体原料市场 15%。在国内厂商中, 年产能及产值在千万规模以上的公司主要有江苏微康生物科技有限公司、北京科拓恒通生物技术股份有限公司、河北一然生物科技有限公司、润盈生物工程 (上海) 有限公司四家公司。国内厂家除了上海交大昂立股份有限公司在 20 世纪 80 年代进行菌株的研究, 其余基本在 2000 年后建立相关研究。虽然国内益生菌产业开发起步较晚, 但仍旧在菌株的专利申请及开发取得较为显著的成果, 如昂立的 ONLY 品牌 (植物乳杆菌 LP-ONLY、嗜酸乳杆菌 LA11-ONLY、长双歧杆菌 BL88-ONLY) 等。

表 3: 国内主要益生菌厂商及介绍

公司名称	公司介绍	产品介绍	下游产品
北京科拓恒通生物技术股份有限公司	2003 年成立于北京, 建有年产 5000 吨的复合乳酸菌产品, 5200m ² 益生菌 (乳酸菌) 科学与技术研究院,	<i>Lactobacillus casei</i> Zhang 来自发酵酸马奶, 是我国第 1 株完成全基因组测序的乳酸菌, 有大量功效研究。还有乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8	少量终端产品

公司名称	公司介绍	产品介绍	下游产品
	乳酸菌菌种资源保藏库	等产品	
上海交大昂立股份有限公司	20 世纪 80 年代进行菌种研究，2001 年在上海证券交易所上市	ONLY 品牌，植物乳杆菌 LP-ONLY、嗜酸乳杆菌 LA11-ONLY、长双歧杆菌 BL88-ONLY 等	终端的粉剂、口服液。昂立 1 号、昂立超级益生菌等
江苏微康生物科技有限公司	2013 年成立于苏州，专注于益生菌及其衍生物的研究、开发、生产及应用	多种乳酸杆菌、双歧杆菌、酵母等专利菌株	少量终端产品哈
哈尔滨美华生物技术股份有限公司	2002 年成立于哈尔滨	长双歧杆菌 BAMA-B05、乳双歧杆菌 BAMA-B06 等	衡欣牌（ALLBALANX）品牌
生合生物科技（南京）有限公司	2003 年成立于南京，生产益生菌、发酵剂、发酵产物	口腔健康益生菌 Lactobacillus paracasei LPC48，护肝益生菌 Streptococcus thermophilus GRX02，高温稳定性 Bacillus coagulans，运动益生菌 Lactobacillus plantarum TWK10 等	少量终端产品
河北一然生物科技有限公司	2011 年成立于石家庄，年产乳酸菌粉 300t、微生态制剂 5000t	BII 系列益生菌	少量终端产品
润盈生物工程（上海）有限公司	2006 年成立于上海，生产活性冻干菌粉产品	Flora-Focus® 多种乳酸杆菌	润盈、双金爱生品牌益生菌粉

资料来源：《益生菌产业的发展趋势》，长城证券研究所

未来，适合中国人肠道菌群特点的益生菌菌种将逐步替代进口益生菌菌种。

目前我国市场上无论是添加益生菌的乳制品和饮料，还是冲剂、饮品和固体饮料等益生菌终端消费品都大多数使用了科汉森、杜邦等跨国公司的菌种。然而，不同于西方的肠道微生物结构，中国人群肠道微生物是以考拉杆菌属为优势菌群的群落结构，且受遗传和饮食习惯影响。因此，引进的国外菌株并不一定适合中国人，中国人的肠道环境也不一定宜于国外引进菌株的定殖和功效发挥。此外，现代中国人抗生素使用较为频繁，饮食习惯也日益多样化，中国人的肠道也更为需要生命力强、能够防止坏菌滋生并有多项调节肠胃功能的益生菌菌种。

随着我国科研院校和行业内企业对益生菌研究的不断深入，分离自中国人肠道菌群以及中国传统发酵食品中的益生菌将凭借着更为适合中国人肠道菌群特点这一优势逐渐取代进口益生菌菌种。

3. 公司增长看点：胃肠品牌势能强大+渠道和营销出色+产品差异化使益生菌有望成为下一个拳头单品

3.1 聚焦胃肠，品牌力势能强大

公司聚焦胃肠领域 50 年，打造了日常助消化的江中健胃消食片和肠道日常调理的江中利活乳酸菌素片两大明星单品。江中牌健胃消食片是国内第一个销量过 10 亿元的 OTC 中成药单品，连续 15 年蝉联 OTC 消化类销售冠军。乳酸菌素片 2014 年上市当年即跨入 OTC（非处方药）亿元产品俱乐部；2015 年，乳酸菌素片评为行业“锐榜品牌”第一名；2016 年至 2018 年，乳酸菌素片销售继续稳步增长并于 2018 年实现销售收入突破 3 亿元，成为全行业最亮眼的新“黄金单品”。两大单品使公司品牌深入人心、家喻户晓。

图 19：江中健胃消食片



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 20：江中利活牌乳酸菌素片



资料来源：公司官网，长城证券研究所

品牌升级，引燃增长引擎。2019 年 5 月 29 世界肠道日，华润江中官宣“江中牌乳酸菌素片”更名为“利活牌乳酸菌素片”，公司在战略上布局“江中”和“利活”两大品牌，健胃消食片瞄准“胃”，定位“日常助消化用药”，通过“品牌+渠道”整合营销、与美团跨界合作、餐饮拓新等创新举措，让品牌指数回暖；乳酸菌素片瞄准“肠”，定位“肠道日常调理用药”，通过“利活”新品牌发布、“渠道+公关”整合营销、联合用药、连锁打造等措施，成为 2019 年度西普会黄金单品。

江中连续 16 年蝉联“中国 500 最具价值品牌榜”榜单。《中国 500 最具价值品牌》是中国品牌研究领域最具权威性和影响力的奖项之一，被誉为中国品牌的“奥斯卡奖”。2019 年江中以 237.36 亿元人民币的品牌价值，荣登本年度最具价值品牌榜第 248 位，位居医药行业第 6 位，品牌价值较去年的 207.15 亿元增长了 30.21 亿元。

图 21：江中被评为 2019 中国 500 最具价值品牌

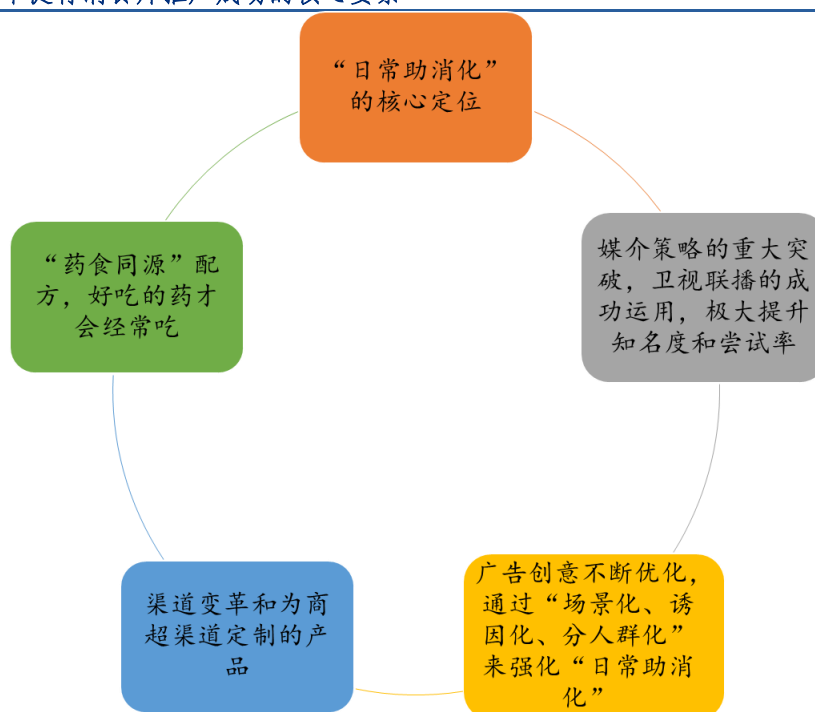


资料来源：公司官网，长城证券研究所

3.2 珠玉在前，营销能力出类拔萃

十年间从 1.7 亿到 14 亿，健胃消食片堪称营销典范。在 2001-2010 年以传统媒体宣传为主的时期，江中健胃消食片营收从 2001 年的 1.7 亿增长至 2010 年的 14 亿，CAGR 为 26.4%，成就了 OTC 领域的一个传奇。在当时，处方药占据 85% 市场份额，剩下的 15% 空间留给了上万家 OTC 企业竞争。因此，每个知名 OTC 企业旗下知名品牌不超过 3 个，单一品牌年销售额超过 5 亿者寥寥无几。江中健胃消食片在十年间从不到 2 亿增长到 14 亿，彰显了公司营销和市场推广的较强能力。

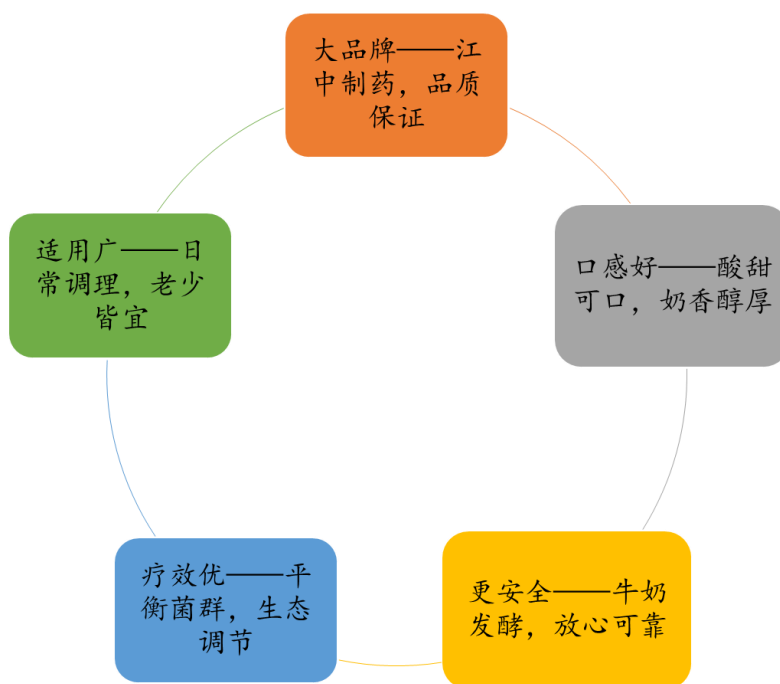
图 22：江中健胃消食片推广成功的核心要素



资料来源：上海焦点广告，长城证券研究所

上市当年即破亿，利活乳酸菌素片成为新医改、新零售和新消费变革下的黄金单品。2014 年，乳酸菌素片（OTC）正式上市，当年销售业绩突破亿元；此后销售业绩稳步增长，至 2018 年销售收入突破 3 亿元，成为行业最为亮眼的“黄金单品”。2019 年门店零售额已达 7 亿元，是江中接下来要打造的另一个 10 亿大单品。

图 23：江中利活牌乳酸菌素片成功打造出五大“消费心智”



资料来源：公司官网，长城证券研究所

“渠道+公关”整合营销，与时俱进。2019 年江中与美团点评形成战略合作，通过与美团点评合作，江中的产品可以接触到更多年轻的消费群体，开拓餐饮新的场景和渠道，让老品牌增添新的视野、激发新的活力。随着网络直播带货兴起，2020 年公司锐洁湿巾等产品走进头部主播薇娅直播间，举办支持复学公益捐助活动。江中虽是老品牌，但公司的营销触觉是非常敏锐，与时俱进的，这是让品牌能持续焕发活力的基石之一。

图 24：江中与美团点评战略合作



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 25：江中锐洁走进头部主播薇娅直播间



资料来源：公司官网，长城证券研究所

3.3 匠心独运，产品差异化抢夺市场

江中利活益生菌所有菌株均来自中国，打造更适合中国人的益生菌。江中利活牌又一重磅产品益生菌固体饮料于 5 月 9 日上市。该产品的所有菌株均来源于中国，由参与“中国人肠道微生物系统研究项目”的专家团队定制，更适合国人肠道，且所有菌株经十大临床试验验证。

图 26：江中利活牌益生菌菌株功能

江中专属的植物乳杆菌P9

- 分离自中国内蒙古大草原自然发酵酸粥
- 能够抑制致病菌，提升肠道菌群稳定性

乳双歧杆菌V9

- 分离自中国健康儿童的肠道
- 能够预防和治疗便秘、腹泻，调节肠道菌群平衡

干酪乳杆菌Zhang

- 分离自中国内蒙古锡林郭勒大草原酸马奶
- 能够调节肠道稳态，调节肠道菌群年轻化

资料来源：公司官网，长城证券研究所

活菌含量处于市面产品的上游水平。江中利活益生菌每袋（2g）添加 500 亿活性益生菌，通过微薄膜高效保护技术，90% 以上有效到达肠道。每克含有 50 亿植物乳杆菌 P9，150 亿乳双歧杆菌 V9，50 亿干酪乳杆菌 Zhang，有效呵护肠道健康。活菌含量处于市面产品的上游水平。市面上一些主流益生菌产品，例如 TOMODS 益生菌 DH 型（安记食品与美国杜邦合作），每小包（2g）活菌含量 200 亿；合生元是益生菌头部品牌，每袋（1.5g）含量百亿活菌；LIFE-SPACE 益生菌每小包（1g）活菌含量 320 亿。

图 27：江中药业利活牌益生菌



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 28：TOMODS 益生菌（安记食品与美国杜邦合作）



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 29：合生元益生菌（H&H 国际控股旗下品牌）

图 30：Life Space 益生菌（2018 年被汤臣倍健收购）



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

利活益生菌所有菌株来自中国, 经过十大临床验证, 活菌含量高于市面一般产品, 产品差异化明显, 有利于抢占市场份额。

4. 盈利预测与估值水平

4.1 盈利预测与估值水平

盈利预测重要假设:

- **毛利率假设:** 毛利率保持在较高水平。
- **费用率假设:** 由于新品推出, 销售费用率略提高, 财务、管理、研发费用率等较为稳定。
- **税率假设:** 税率较稳定, 为 15% 左右。

估值水平:

我们采用历史估值法和横向估值法对江中药业进行合理估值分析。

首先采用历史估值法分析, 近 3 年江中药业的 PE (TTM) 均值在 16.64 倍左右, 目前在 15.41 倍左右, 仍处于历史低位水平。随着公司益生菌新品推出, 并购重组进行资源整合, 估值有望得到修复。

图 31: 江中药业近 3 年估值水平

江中药业[600750.SH] - 估值分析



资料来源: wind, 长城证券研究所

选取江中药业可比公司云南白药、同仁堂、华润三九、康恩贝、葵花药业和亚宝药业进行估值分析。比较可知，江中药业的估值明显处于较低水平。

表 4: 江中药业可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(TTM)	PE(20E)	PE(21E)	PE(22E)
600750	江中药业	72.14	15.4	14.42	12.07	10.42
000538	云南白药	1132	24.5	25.27	22.45	20.12
600085	同仁堂	351	40.1	32.36	30.3	28.2
000999	华润三九	272	18.4	15.69	14.21	13.29
600572	康恩贝	144	-42.5	-	-	-
002737	葵花药业	79.31	14.3	-	-	-
600351	亚宝药业	38.27	-180	-	-	-

资料来源: wind, 长城证券研究所, 注: 除江中药业, 其他公司盈利预测取自 wind 一致预期

考虑江中药业 16.64 倍左右的历史估值均值以及可比公司估值, 结合上文对公司核心优势的分析, 基于公司益生菌新品推出, 并购重组进行资源整合, 有望助推业绩发展提质增速, 综合给予公司 2020 年 20 倍估值。

4.2 投资建议

江中融入华润，并购桑海、济生，资源整合后将助推新一轮发展提质增速。公司聚焦胃肠领域五十年，明星单品家喻户晓，品牌势能强大，并且渠道和营销能力出色，益生菌产品差异化明显，有望成为下一个拳头单品，贡献业绩增量。预计公司 2020-2022E 年 EPS 为 0.93、1.14、1.37 元，对应 PE 分别为 14.8 倍、12.0 倍、10.0 倍。基于公司益生菌新品推出，并购重组进行资源整合，有望助推业绩发展提质增速，综合给予公司 2020 年 20 倍估值，对应的 20 年目标市值 97.6 亿元，目标价格 18.6 元，目前股价距离目标价格还有 35% 左右空间，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

行业增长不达预期，食品安全问题，食品、保健食品等不能替代药物，上游供应商提价风险

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,755.23	2,449.40	2,699.98	3,237.00	3,773.05	成长性					
营业成本	571.37	816.75	897.87	1,049.94	1,187.29	营业收入增长	0.49%	39.55%	10.23%	19.89%	16.56%
销售费用	503.00	868.85	961.19	1,155.61	1,350.75	营业成本增长	6.91%	42.95%	9.93%	16.94%	13.08%
管理费用	95.44	166.77	183.60	220.12	256.57	营业利润增长	13.48%	3.55%	4.25%	22.82%	20.38%
研发费用	29.62	47.51	51.30	61.50	71.69	利润总额增长	16.01%	3.30%	4.55%	22.82%	20.38%
财务费用	-10.16	-16.66	-9.72	-11.65	-13.58	净利润增长	12.55%	-1.41%	5.24%	22.82%	20.38%
其他收益	6.41	20.48	20.00	20.00	20.00	盈利能力					
投资净收益	18.38	8.81	10.00	10.00	10.00	毛利率	67.45%	66.66%	66.75%	67.56%	68.53%
营业利润	548.16	567.61	591.74	726.75	874.88	销售净利率	31.23%	23.17%	21.92%	22.45%	23.19%
营业外收支	-0.22	-1.61	0.00	0.00	0.00	ROE	6.91%	7.95%	11.58%	12.92%	14.01%
利润总额	547.94	566.00	591.74	726.75	874.88	ROIC	25.25%	22.62%	23.15%	29.17%	29.13%
所得税	77.71	86.56	88.76	109.01	131.23	营运效率					
少数股东损益	-0.02	15.84	15.09	18.53	22.31	销售费用/营业收入	28.66%	35.47%	35.60%	35.70%	35.80%
净利润	470.25	463.60	487.89	599.21	721.34	管理费用/营业收入	5.44%	6.81%	6.80%	6.80%	6.80%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	1.69%	1.94%	1.90%	1.90%	1.90%
流动资产	2,293.75	3,061.73	3,319.73	4,025.32	4,300.36	财务费用/营业收入	-0.58%	-0.68%	-0.36%	-0.36%	-0.36%
货币资金	1,014.61	927.30	1,252.15	1,539.49	1,826.74	投资收益/营业利润	3.35%	1.55%	1.69%	1.38%	1.14%
应收票据及应收账款合计	11.07	226.49	33.01	272.70	83.64	所得税/利润总额	14.18%	15.29%	15.00%	15.00%	15.00%
其他应收款	974.87	896.40	1,053.59	1,194.33	1,321.03	应收账款周转率	99.65	20.62	20.81	21.18	21.18
存货	171.85	242.50	206.43	318.54	288.30	存货周转率	9.58	11.82	12.03	12.33	12.44
非流动资产	1,523.22	1,697.47	1,968.09	1,794.19	1,971.35	流动资产周转率	0.82	0.91	0.85	0.88	0.91
固定资产	934.06	1,062.91	1,080.05	1,103.54	1,130.32	总资产周转率	0.49	0.57	0.54	0.58	0.62
资产总计	3,816.97	4,759.19	5,287.81	5,819.51	6,271.71	偿债能力					
流动负债	453.73	748.91	845.85	934.57	864.52	资产负债率	14.76%	17.54%	17.89%	17.86%	15.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	5.06	4.09	3.92	4.31	4.97
应付款项	176.00	456.33	285.85	554.13	610.26	速动比率	4.68	3.76	3.68	3.97	4.64
非流动负债	109.80	85.92	100.00	105.00	100.00	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.90	0.88	0.93	1.14	1.37
负债合计	563.53	834.84	945.85	1,039.57	964.52	每股净资产	6.20	6.78	7.55	8.35	9.31
股东权益	3,253.44	3,924.36	4,341.97	4,779.94	5,307.19	每股经营现金流	0.93	1.22	1.28	1.29	1.35
股本	420.00	525.00	525.00	525.00	525.00	每股经营现金/EPS	1.03	1.39	1.38	1.13	0.98
留存收益	2,833.30	3,035.63	3,438.15	3,857.59	4,362.53						
少数股东权益	0.14	363.73	378.82	397.35	419.66						
负债和权益总计	3,816.97	4,759.19	5,287.81	5,819.51	6,271.71						
现金流量表	(百万)					估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	486.25	641.18	671.50	676.95	710.06	PE	15.33	15.61	14.79	12.04	10.00
其中营运资本减少	22.20	51.10	73.00	-42.81	-142.62	PEG	1.61	0.99	2.31	1.26	0.63
投资活动现金流	-61.48	-511.49	-281.00	-220.00	-220.00	PB	2.22	2.03	1.82	1.65	1.48
其中资本支出	-242.60	23.82	310.00	310.00	310.00	EV/EBITDA	9.70	7.81	7.65	6.37	5.03
融资活动现金流	-135.00	-217.00	-65.65	-169.61	-202.82	EV/SALES	3.37	2.10	1.98	1.65	1.33
净现金总变化	289.76	-87.31	324.85	287.34	287.24	EV/IC	2.87	2.41	2.56	2.13	1.87
						ROIC/WACC	2.67	2.63	2.69	3.39	3.39
						REP	1.08	0.92	0.95	0.63	0.55

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>