

济川药业(600566)

报告日期: 2023年04月09日

## 单季创新高, 疫后可持续

### ——济川药业 2022 年报和 2023 年 1-3 月经营数据点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 连续两季度收入创对应季度历史新高

2023年4月9日, 公司发布2022年年报及1-3月经营数据。

2022年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为89.96、21.71、20.29亿元, 同比分别增长17.90%、26.3%、30.3%; 经营性现金流为26.21亿元, 远高于净利润水平, 经营质量优异。Q4单季度分析, 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为31.03、5.79、5.82亿元, 同比分别增长39.7%、29.4%、61.1%。

2023Q1来看, 公司预估实现营业收入24亿元左右, 同比增长约10%; 实现归母净利润6.8亿元左右, 同比增长约17%。

##### □ 成长性分析: 儿科品种成为销售重心

分产品线来看, 2022年儿科品种已经成为公司的销售重心。

(1) 儿科类产品: 2022年实现收入24.25亿元(占比27.0%, 同比增长42.6%), 增长来源主要是小儿豉翘清热颗粒销售收入同比高速增长, 我们预计随着该品种院端覆盖医院数量增多、OTC端持续开发上量, 该品种在2023年有望保持较高增速;

(2) 清热解毒类: 2022年实现收入28.72亿元(占比31.9%, 同比增长18.6%)。公司清热解毒类药物主要品种为蒲地蓝消炎口服液, 2022年底该品种已经退出所有省份的医保, 我们认为考虑到公司在不断提升OTC销售比例, 我们预计2023-2025年该品种销售有望维持在较为稳定的增速。

(3) 消化类: 2022年实现收入17.68亿元(占比15.6%, 同比减少2.0%), 原因是雷贝拉唑钠肠溶胶囊在有集采降价的影响;

(4) 其他二线品类: 2022年公司值得关注的二线品类包括健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液等, 此外甘海胃康胶囊、硫酸镁钠钾口服浓溶液也是在2023-2025年具有增长潜力的品种,

##### □ 盈利能力分析: 销售费用率持续下降, 盈利水平有提升空间

公司2022年毛利率为82.91%, 同比下降0.36pct, 表现较为平稳; 净利率为24.13%, 同比上升1.6pct, 净利率提升原因主要来自公司销售费用率的下降

(2022年公司销售费用率为45.72%, 同比下降2.96pct), 公司自2021年底逐步开始深化零售渠道管理, 零售渠道销售占比上升帮助公司降低整体费用率水平, 提升盈利空间, 随着OTC渠道的进一步拓展, 我们预计2023-2024年公司盈利水平仍有提升空间。

##### □ 经营质量分析: 经营性现金流远超净利润, 经营质量优异

2022年公司经营活动现金流为26.21亿元, 同比增长38.4%, 远超净利润水平, 经营质量优异; 2022年末合同负债较期初增长154.03%, 保障公司未来业绩。我们预计随着公司零售渠道逐步优化, 公司经营性现金流水平有望进一步提升。

##### □ 战略布局: BD贡献第二成长曲线, OTC渠道改革促内生增长

(1) 外延: BD战略转型, 为长期增长打开天花板

公司在2022年股权激励计划中明确提到2022-2024年每年4个BD品种落地的战略目标, 我们认为这是公司战略转型的体现; 2022年公司已完成4个BD项目引入, 包括1个一类自免、1个二类消化、2个新生儿黄疸器械, 完成2022年目标。我们认为公司可以利用自身强势的销售资源帮助BD产品迅速放量, 弥补自身产品管线较少的不足; 同时CSO业态也契合了国内仿创升级过程中专业分工的产业趋势, 公司有望通过BD能力拓展加速聚焦, 放大自身销售优势, 为长期增长打开天花板。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

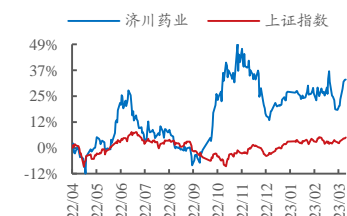
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 30.67
总市值(百万元)	28,272.29
总股本(百万股)	921.82

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《BD落地, 战略稳步推进——济川药业点评报告》  
2022.11.07
- 《六问六答: 看新业态拓展——济川药业更新报告》  
2022.10.26
- 《利润高增速, 看好持续性——济川药业 2022Q3 季报点评》  
2022.10.23

(2) 内生：零售改革，拉动存量品种销售，降低费用率水平

公司于 2021 年底设立了专门的零售团队，针对性地开展终端动销，实施 OTC 门店品种的陈列、宣传和推广活动，2022Q4 疫情帮助催化公司加快核心品种蒲地蓝的零售渠道占比，一方面可以加快蒲地蓝销售收入、提升蒲地蓝销售天花板；此外，OTC 渠道占比提升也可以降低公司整体费用的投放比例，提升公司利润率水平，我们预计 2023-2024 年公司盈利水平仍有提升空间。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 100.09/111.30/125.08 亿元，同比增速分别为 11.26%/11.20%/12.38%；归母净利润分别为 25.01/29.53/33.58 亿元，同比增速分别为 15.24%/18.05%/13.72%；对应当前 PE 分别为 11.30x/9.57x/8.42x，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

渠道管理不及预期的风险；BD 品种研发进度不及预期的风险；新品种获取进度不及预期的风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,996	10,009	11,130	12,508
(+/-) (%)	17.90%	11.26%	11.20%	12.38%
归母净利润	2,171	2,501	2,953	3,358
(+/-) (%)	26.27%	15.24%	18.05%	13.72%
每股收益(元)	2.35	2.71	3.20	3.64
P/E	13.02	11.30	9.57	8.42

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11,177	13,863	17,424	21,449
现金	4,819	6,200	8,359	10,708
交易性金融资产	3,045	4,038	5,031	6,183
应收账款	2,832	3,090	3,424	3,872
其它应收款	17	18	20	22
预付账款	39	49	56	62
存货	391	450	513	578
其他	34	18	21	24
<b>非流动资产</b>	3,805	3,713	3,561	3,404
金额资产类	318	318	318	318
长期投资	14	15	15	16
固定资产	2,502	2,434	2,304	2,162
无形资产	321	331	349	368
在建工程	352	331	315	303
其他	297	284	260	236
<b>资产总计</b>	14,981	17,576	20,986	24,853
<b>流动负债</b>	3,427	3,520	3,977	4,486
短期借款	400	400	400	400
应付款项	1,505	1,434	1,679	1,927
预收账款	0	0	0	0
其他	1,522	1,686	1,898	2,159
<b>非流动负债</b>	201	201	202	201
长期借款	0	0	0	0
其他	201	201	202	201
<b>负债合计</b>	3,629	3,722	4,179	4,687
少数股东权益	15	15	15	15
归属母公司股东权益	11,337	13,839	16,792	20,150
<b>负债和股东权益</b>	14,981	17,576	20,986	24,853

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,621	2,444	3,142	3,477
净利润	2,171	2,501	2,953	3,358
折旧摊销	318	335	345	356
财务费用	30	20	20	20
投资损失	(66)	(46)	(67)	(75)
营运资金变动	123	(214)	53	(10)
其它	45	(153)	(161)	(173)
<b>投资活动现金流</b>	(1,503)	(1,043)	(963)	(1,108)
资本支出	(191)	(191)	(143)	(137)
长期投资	(1)	(1)	(1)	(1)
其他	(1,312)	(851)	(820)	(971)
<b>筹资活动现金流</b>	(118)	(20)	(20)	(20)
短期借款	400	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(518)	(20)	(20)	(20)
<b>现金净增加额</b>	1,000	1,381	2,159	2,348

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8,996	10,009	11,130	12,508
营业成本	1,537	1,690	1,921	2,182
营业税金及附加	139	158	175	196
营业费用	4,113	4,504	4,953	5,504
管理费用	364	400	445	500
研发费用	553	601	501	563
财务费用	(86)	(16)	(26)	(43)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	(7)	110	110	110
投资净收益	66	46	67	75
其他经营收益	20	18	20	24
<b>营业利润</b>	2,423	2,850	3,363	3,821
营业外收支	84	39	47	57
<b>利润总额</b>	2,508	2,889	3,410	3,878
所得税	336	387	457	520
<b>净利润</b>	2,172	2,501	2,953	3,358
少数股东损益	1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2,171	2,501	2,953	3,358
EBITDA	2,592	2,991	3,480	3,920
EPS (最新摊薄)	2.35	2.71	3.20	3.64

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.90%	11.26%	11.20%	12.38%
营业利润	25.39%	17.59%	18.01%	13.63%
归属母公司净利润	26.27%	15.24%	18.05%	13.72%
<b>获利能力</b>				
毛利率	82.91%	83.12%	82.74%	82.56%
净利率	24.13%	24.99%	26.53%	26.85%
ROE	19.15%	18.08%	17.59%	16.67%
ROIC	16.75%	16.13%	15.78%	15.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.22%	21.18%	19.91%	18.86%
净负债比率	31.96%	26.86%	24.86%	23.24%
流动比率	3.26	3.94	4.38	4.78
速动比率	3.14	3.80	4.24	4.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.66	0.61	0.58	0.55
应收账款周转率	3.64	3.42	3.49	3.49
应付账款周转率	1.53	1.37	1.49	1.46
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.35	2.71	3.20	3.64
每股经营现金	2.84	2.65	3.41	3.77
每股净资产	12.30	15.01	18.22	21.86
<b>估值比率</b>				
P/E	13.02	11.30	9.57	8.42
P/B	2.49	2.04	1.68	1.40
EV/EBITDA	7.98	7.51	5.84	4.58

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>