

济川药业 (600566.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长超预期，变革创新驱动长期发展

业绩简评

4月9日，公司发布2022年报和2023年1-3月主要经营数据公告，2022年度实现收入90.0亿元(+17.9%)，归母净利润21.7亿元(+26.3%)，扣非归母净利润20.3亿元(+30.3%)。2022Q4单季度实现收入31.0亿元(+39.7%)，归母净利润5.79亿元(+29.4%)，扣非归母净利润5.82亿元(+61.1%)。2023Q1单季度初步核算实现收入24亿元(+10%)，归母净利润6.8亿元(+17%)。

经营分析

公司业绩增长超预期，感冒退热类产品贡献明显。2022年清热解毒类产品实现收入28.7亿元(+18.57%)，消化类产品实现收入17.67亿元(-2.02%)，儿科类产品实现收入24.3亿元(+42.6%)，呼吸类产品实现收入5.83亿元(+21.2%)。其中，2022年第四季度感冒发烧类产品需求旺盛，公司明星产品蒲地蓝消炎口服液和小儿豉翘清热颗粒销量大幅提升，带动公司业绩增长。

持续强化产品推广能力，盈利能力不断提高。公司通过精益管理，优化管理效率降本增效。公司积极加强销售渠道的拓展，积极推进空白市场、潜力市场的开发，进一步打开产品销售规模，2022年销售费用率45.7%，同比下降3.0pct；管理费用率4.0%，同比下降0.1pct。随公司产品结构及市场渠道结构进一步优化，公司盈利能力有望逐步提高。

产品结构持续优化，构建长期竞争优势。公司产品川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊国家医保目录续约成功，硫酸镁钠钾口服浓溶液首次纳入国家医保目录。此外，公司紧扣中长期发展战略和市场需求，达成4项BD项目，包括1个用于自免的一类新药，1个用于消化外科的二类新药，2个用于新生儿黄疸的医疗器械，丰富了现有治疗管线。随着公司产品结构进一步优化，业绩有望持续增长。

盈利预测、估值与评级

公司明星产品打开品牌优势，多产品全面发力，我们预计公司2023-2025年实现归母净利25.0/27.9/32.2亿元，同比增长15%/12%/15%，维持公司“买入”评级。

风险提示

BD收购不及预期、产品结构单一风险、产品集采降价风险、产能无法及时消化的风险。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.67元

相关报告：

- 《两大BD项目落地，公司业绩增长确定性提高-济川药业事件点评》，2022.11.7
- 《产品改良推广拉动增长，公司业绩确定性提高-济川药业点评》，2022.10.24
- 《利润端增长超预期，公司业绩确定性提高-济川药业点评》，2022.10.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,631	8,996	9,856	11,018	12,432
营业收入增长率	23.77%	17.90%	9.56%	11.78%	12.84%
归母净利润(百万元)	1,719	2,171	2,498	2,791	3,215
归母净利润增长率	34.60%	26.27%	15.07%	11.74%	15.18%
摊薄每股收益(元)	1.935	2.355	2.710	3.028	3.487
每股经营性现金流净额	2.13	2.84	4.64	6.63	7.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.86%	19.15%	18.32%	17.59%	17.44%
P/E	14.64	11.56	11.32	10.13	8.79
P/B	2.76	2.21	2.07	1.78	1.53

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,165	7,631	8,996	9,856	11,018	12,432	货币资金	2,959	3,819	4,819	4,959	6,912	9,420
增长率		23.8%	17.9%	9.6%	11.8%	12.8%	应收款项	2,042	2,195	2,867	3,053	3,249	3,487
主营业务成本	-1,130	-1,277	-1,537	-1,668	-1,983	-2,362	存货	278	376	391	526	598	582
%销售收入	18.3%	16.7%	17.1%	16.9%	18.0%	19.0%	其他流动资产	1,296	1,733	3,099	4,126	4,341	4,559
毛利	5,035	6,354	7,459	8,188	9,035	10,070	流动资产	6,576	8,123	11,177	12,663	15,100	18,049
%销售收入	81.7%	83.3%	82.9%	83.1%	82.0%	81.0%	%总资产	62.5%	67.0%	74.6%	75.6%	78.1%	80.7%
营业税金及附加	-100	-121	-139	-153	-171	-193	长期投资	205	378	379	429	469	499
%销售收入	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	3,141	3,031	2,854	2,989	3,047	3,079
销售费用	-3,010	-3,714	-4,113	-4,435	-4,848	-5,346	%总资产	29.9%	25.0%	19.1%	17.8%	15.8%	13.8%
%销售收入	48.8%	48.7%	45.7%	45.0%	44.0%	43.0%	无形资产	475	461	492	563	601	638
管理费用	-290	-317	-364	-444	-496	-559	非流动资产	3,940	4,008	3,805	4,088	4,229	4,328
%销售收入	4.7%	4.2%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	37.5%	33.0%	25.4%	24.4%	21.9%	19.3%
研发费用	-244	-523	-553	-493	-496	-559	资产总计	10,516	12,131	14,981	16,751	19,329	22,376
%销售收入	4.0%	6.9%	6.2%	5.0%	4.5%	4.5%	短期借款	1	629	400	5	5	5
息税前利润 (EBIT)	1,391	1,679	2,290	2,664	3,024	3,413	应付款项	1,675	1,859	2,512	2,440	2,728	3,129
%销售收入	22.6%	22.0%	25.5%	27.0%	27.5%	27.5%	其他流动负债	290	312	515	442	492	561
财务费用	48	89	86	88	122	169	流动负债	1,967	2,801	3,427	2,887	3,226	3,695
%销售收入	-0.8%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-1.1%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-6	-8	-36	-15	-17	-13	其他长期负债	786	199	201	215	220	225
公允价值变动收益	21	115	-7	35	25	20	负债	2,753	3,000	3,629	3,102	3,446	3,921
投资收益	1	47	66	50	80	100	普通股股东权益	7,763	9,117	11,337	13,633	15,866	18,438
%税前利润	0.1%	2.4%	2.6%	1.7%	2.4%	2.6%	其中：股本	436	436	453	456	456	456
营业利润	1,469	1,933	2,423	2,850	3,265	3,724	未分配利润	3,950	5,269	6,836	8,835	11,067	13,639
营业利润率	23.8%	25.3%	26.9%	28.9%	29.6%	30.0%	少数股东权益	0	14	15	16	17	18
营业外收支	15	18	84	90	20	60	负债股东权益合计	10,516	12,131	14,981	16,751	19,329	22,376
税前利润	1,484	1,950	2,508	2,940	3,285	3,784	比率分析						
利润率	24.1%	25.6%	27.9%	29.8%	29.8%	30.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-206	-233	-336	-441	-493	-568	每股指标						
所得税率	13.9%	12.0%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.438	1.935	2.355	2.710	3.028	3.487
净利润	1,277	1,717	2,172	2,499	2,792	3,216	每股净资产	8.740	10.264	12.299	14.789	17.211	20.001
少数股东损益	0	-2	1	1	1	1	每股经营现金净流	2.006	2.133	2.843	4.645	6.630	7.879
归属于母公司的净利润	1,277	1,719	2,171	2,498	2,791	3,215	每股股利	1.230	0.450	0.680	1.096	1.225	1.411
净利率	20.7%	22.5%	24.1%	25.3%	25.3%	25.9%	回报率						
							净资产收益率	16.45%	18.86%	19.15%	18.32%	17.59%	17.44%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.15%	14.17%	14.49%	14.91%	14.44%	14.37%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.16%	14.97%	16.70%	16.42%	16.04%	15.59%
净利润	1,277	1,717	2,172	2,499	2,792	3,216	增长率						
少数股东损益	0	-2	1	1	1	1	主营业务收入增长率	-11.17%	23.77%	17.90%	9.56%	11.78%	12.84%
非现金支出	294	312	355	294	326	349	EBIT 增长率	-22.81%	20.66%	36.39%	16.33%	13.53%	12.84%
非经营收益	14	-120	-28	-170	-135	-190	净利润增长率	-21.30%	34.60%	26.27%	15.07%	11.74%	15.18%
营运资金变动	196	-15	123	-506	38	216	总资产增长率	21.36%	15.36%	23.49%	11.81%	15.39%	15.77%
经营活动现金净流	1,782	1,894	2,621	2,117	3,022	3,591	资产管理能力						
资本开支	-428	-248	-191	-402	-375	-330	应收账款周转天数	112.0	96.8	100.3	110.0	105.0	100.0
投资	-1,061	-475	-1,380	-1,015	-215	-210	存货周转天数	99.6	93.5	91.1	115.0	110.0	90.0
其他	8	49	68	50	80	100	应付账款周转天数	195.6	200.4	239.1	180.0	170.0	165.0
投资活动现金净流	-1,481	-673	-1,503	-1,367	-510	-440	固定资产周转天数	164.4	129.6	101.5	94.0	82.6	71.2
股权募资	1,405	50	97	297	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	392	-395	0	0	净负债/股东权益	-46.54%	-53.28%	-65.74%	-65.93%	-70.21%	-75.09%
其他	-1,031	-411	-607	-513	-558	-643	EBIT 利息保障倍数	-28.9	-18.9	-26.7	-30.4	-24.7	-20.2
筹资活动现金净流	374	-361	-118	-610	-558	-643	资产负债率	26.18%	24.73%	24.22%	18.52%	17.83%	17.52%
现金净流量	674	860	1,000	140	1,953	2,508							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-06	买入	22.85	29.00~30.00
2	2022-10-17	买入	27.00	N/A
3	2022-10-24	买入	28.78	N/A
4	2022-11-07	买入	31.51	N/A

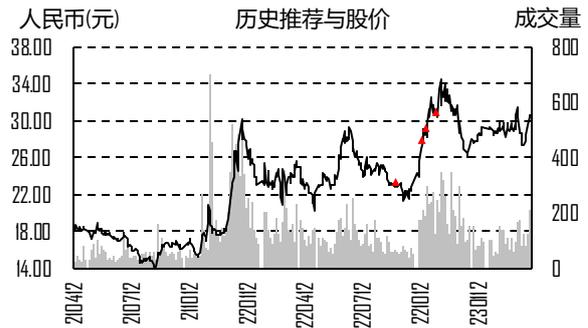
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402