

济川药业(600566)

报告日期: 2023年08月06日

# BD 再落地，战略新高度

## ——济川药业更新报告

### 投资要点

#### □ 事件：2023年首个BD项目落地，产品为流感领域品种

2023年8月6日，公司发布公告与南京征祥医药签署独家合作协议，合作产品为征祥医药独家研发的一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂（代号为：ZX-7101A）口服制剂。

#### □ BD具体内容：销售渠道强势赋能，初步意向股权投资

1) 治疗领域：高效抑制甲、乙型流感病毒包括高致死禽流感病毒；

2) 研发进展：ZX-7101A于2021年9月27日获CDE批准开展临床试验申请，截至公告发布日，该品种已完成I/II期临床研究，主要临床终点显示，ZX-7101A所有剂量组均比对照组明显缩短流感症状缓解时间，具有显著的统计学差异；次要临床终点显示，4个全身症状（肌肉或关节痛、乏力、头痛、发热或恶寒/发汗）、3个呼吸系统症状（鼻塞、咽痛、咳嗽）中位缓解时间，所有剂量组比对照组均明显缩短。ZX-7101A即将完成第一个适应症的临床III期试验；

3) 主要竞争对手：根据米内网和公司公告，奥司他韦在抗流感药物领域市占率第一，其中2022年奥司他韦在中国公立医疗机构和实体药店销售额分别为15.21、11.14亿元，同比增速约为161.48%、216.57%；

4) 费用支付：首笔付款为5000万元（含税）；里程碑付款时间点包括产品第二个、第三个和第四个适应症在中国大陆获得上市许可，支付金额分别为2000万元、2500万元、2500万元（均为含税金额）。此外，公司与征祥医药达成初步股权投资意向，公司拟以自有资金6,000万元向征祥医药进行股权投资。

#### □ 长期战略：BD战略转型，印证持续性

2022年8月公司推出股权激励计划，并在解禁目标中明确提到2022-2024年公司每年引进品种不少于4个的目标，已将BD合作提升至战略高度，我们看好公司BD战略转型的持续性。

公司过往主要BD品种包括与天境生物合作的TJ101生长激素、以及与恒翼生物合作的PDE4抑制剂和蛋白酶抑制剂（见报告后文附表），本次公告BD产品为流感领域品种，与公司强势销售渠道相契合，我们认为在公司销售赋能下，该产品上市后有望实现较快放量。此外，从长期战略来看，公司BD能力的拓展，我们认为类似CSO业态，符合产业趋势，随着BD项目的持续落地，将不断提升公司发展天花板。

从财务角度来看，截至2023Q1，公司在手货币现金、交易性金融资产有91.5亿，且目前存量业务每年稳定带来约20亿的经营性现金流，充足的现金流储备可以保障公司后续的BD投入支出，增加优质项目落地的可能性。

#### □ 核心优势：销售赋能，保障BD品种后续放量

强势的销售能力是公司核心优势。公司院端销售优势来自（1）医院覆盖数量多，公司覆盖医院终端数量约6000家，在儿科、呼吸、消化等诊室积累了强大的医生资源，在进院具有门槛的市场环境中获得先发优势，上述科室药物可以实现快速放量；（2）团队成员稳定，中层团队培养较早，同时受益于完善的内部考核激励和薪酬分配制度，团队成员流失率低；（3）基层医院渗透率高，在下沉市场销售优势显著。

#### □ 盈利预测与估值

不考虑2024-2025年潜在的BD费用，我们预计2023-2025年公司营业收入分别为99.91/110.80/124.27亿元，同比分别增长11.06%/10.89%/12.16%；归母净利润分别为25.03/28.55/32.98亿元，同比分别增长15.30%/14.07%/15.50%；对应当前PE分别为9.22x/8.09x/7.00x，估值具有性价比，维持“增持”评级。

### 投资评级：增持(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

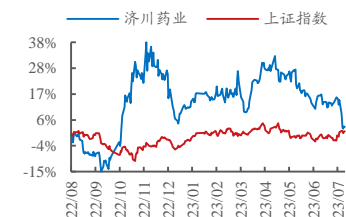
研究助理：李晨琛

lichenchen@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 25.05
总市值(百万元)	23,089.00
总股本(百万股)	921.72

### 股票走势图



### 相关报告

- 《单季创新高，疫后可持续》  
2023.04.09
- 《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

**□ 风险提示**

BD项目拓展不及预期的风险；政策落地不及预期的风险；渠道管理不及预期的风险。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,996	9,991	11,080	12,427
(+/-) (%)	17.90%	11.06%	10.89%	12.16%
归母净利润	2,171	2,503	2,855	3,298
(+/-) (%)	26.27%	15.30%	14.07%	15.50%
每股收益(元)	2.36	2.72	3.10	3.58
P/E	10.64	9.22	8.09	7.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1: 公司 BD 梳理

产品	合作公司	公告时间	首付款	适应症	付款里程碑	
TJ101 生长激素	天境生物	2021.11.10	2.24 亿元	儿童生长激素缺乏症 (rhGH)	<b>开发里程碑:</b> 根据目标产品的新适应症的临床开发和获批上市进度支付累计不超过人民币 9,600 万元 (不含税); <b>销售里程碑:</b> 目标产品在任一自然年度期间内在目标区域内净销售额分别首次达到 9.6 亿元人民币、14.72 亿元人民币、49.28 亿元人民币和 96 亿元人民币时支付的累计不超过人民币 16.96 亿元 (不含税)。	
PDE4 抑制剂	恒翼生物	2022.11.6	1 亿元	中重度斑块型银屑病	<b>开发里程碑:</b> 启动 III 期临床试验和新药上市申请获批, 分别支付 50 万美元、500 万美元;	<b>销售里程碑:</b> 任一自然年销售额首次达到 1 亿美元、2 亿美元和 5 亿美元时分别支付不超过 250 万美元、500 万美元以及 1,000 万美元。
				轻中度特异性皮炎适应症	<b>开发里程碑:</b> 启动 III 期临床试验和新药上市申请获批, 分别支付 75 万美元、500 万美元。	
蛋白酶抑制剂	恒翼生物	2022.11.6	8000 万元	腹腔手术肠道功能恢复	<b>开发里程碑:</b> III 期临床试验首例患者入组、III 期临床试验实现数据库锁库和在中国大陆首次提交 NDA, 分别支付 12.5 万美元、25 万美元和 50 万美元; <b>销售里程碑:</b> 合作产品公历年总销售额首次达到 5,000 万美元、1 亿美元、2.5 亿美元、5 亿美元和 10 亿美元时, 分别向恒翼生物支付 50 万美元。	
ZX-7101A	征祥医药	2023.8.6	5000 万元	治疗或预防流感	里程碑付款时间点包括产品第二个、第三个和第四个适应症在中国大陆获得上市许可, 支付金额分别为 2000 万元、2500 万元、2500 万元 (均为含税金额)	

资料来源: 公司公告, 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	13,848	17,291	21,237
现金	4,819	6,193	8,247	10,530
交易性金融资产	3,045	4,038	5,031	6,183
应收账款	2,832	3,084	3,409	3,846
其它应收款	17	18	20	22
预付账款	39	49	55	61
存货	391	448	508	570
其他	34	18	21	24
<b>非流动资产</b>	3,805	3,713	3,561	3,404
金融资产类	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	17,561	20,852	24,640
<b>流动负债</b>	3,427	3,504	3,940	4,431
短期借款	400	400	400	400
应付款项	1,505	1,426	1,661	1,900
预收账款	0	0	0	0
其他	1,522	1,678	1,879	2,131
<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	3,705	4,141	4,632
少数股东权益	15	15	15	15
归属母公司股东权	11,337	13,840	16,696	19,993
<b>负债和股东权益</b>	14,981	17,561	20,852	24,640

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,621	2,437	3,037	3,411
净利润	2,171	2,503	2,855	3,298
折旧摊销	318	335	345	356
财务费用	30	20	20	20
投资损失	(66)	(46)	(67)	(74)
营运资金变动	123	(222)	45	(16)
其它	45	(153)	(161)	(172)
<b>投资活动现金流</b>	(1,503)	(1,043)	(963)	(1,109)
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	1,374	2,054	2,282

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8,996	9,991	11,080	12,427
营业成本	1,537	1,680	1,900	2,151
营业税金及附加	139	158	174	195
营业费用	4,113	4,496	4,931	5,468
管理费用	364	400	443	497
研发费用	553	599	609	621
财务费用	(86)	(16)	(26)	(42)
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	74
其他经营收益	20	18	20	24
<b>营业利润</b>	2,423	2,852	3,250	3,751
营业外收支	84	39	47	57
<b>利润总额</b>	2,508	2,890	3,297	3,808
所得税	336	387	442	511
<b>净利润</b>	2,172	2,503	2,855	3,298
少数股东损益	1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2,171	2,503	2,855	3,298
EBITDA	2,592	2,992	3,367	3,852
EPS (最新摊薄)	2.36	2.72	3.10	3.58

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>	17.90%	11.06%	10.89%	12.16%
营业收入	25.39%	17.66%	13.98%	15.42%
营业利润	26.27%	15.30%	14.07%	15.50%
归属母公司净利润	82.91%	83.18%	82.85%	82.69%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.13%	25.05%	25.77%	26.54%
净利率	19.15%	18.08%	17.10%	16.49%
ROE	16.75%	16.14%	15.30%	14.83%
ROIC	24.22%	21.10%	19.86%	18.80%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.96%	26.74%	24.78%	23.15%
净负债比率	3.26	3.95	4.39	4.79
流动比率	3.14	3.81	4.25	4.65
速动比率	0.66	0.61	0.58	0.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	3.64	3.42	3.48	3.49
应收账款周转率	1.53	1.37	1.48	1.45
应付账款周转率				
<b>每股指标(元)</b>	2.36	2.72	3.10	3.58
每股收益	2.84	2.64	3.30	3.70
每股经营现金	12.30	15.02	18.11	21.69
每股净资产				
<b>估值比率</b>	10.64	9.22	8.09	7.00
P/E	2.04	1.67	1.38	1.15
P/B	7.98	5.78	4.53	3.37
EV/EBITDA	17.90%	11.06%	10.89%	12.16%

资料来源：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>