

# 济川药业 (600566.SH) 买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 独家收购预防流感抑制剂推广权，产品市场前景广阔

### 业绩简评

2023年8月6日，济川药业发布公告称，旗下全资子公司济川药业集团有限公司与南京征祥医药有限公司签署独家合作协议及投资意向书，约定授予济川有限在中华人民共和国大陆地区对征祥医药自主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) 口服制剂约定的适应症享有独家推广权益，济川有限向征祥医药支付不超过人民币 1.2 亿元 (含税) 的推广权益对价，并拟以自有资金 6,000 万元向征祥医药进行股权投资。

### 经营分析

**产品 I/II 期临床试验进展顺利，即将完成第一个适应症的临床 III 期试验。**ZX-7101A 是征祥医药自主研发的 RNA 聚合酶抑制剂，具有广谱抗流感病毒的特性，高效抑制甲、乙型流感病毒包括高致死禽流感病毒。ZX-7101A 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。**抗流感药物市场空间广、增速高，ZX-7101A 上市后有望快速放量。**据世界卫生组织 (WHO) 估计，全球范围内，每年流感季节性流行可导致 300-500 万的重症和 29-65 万的呼吸系统疾病相关死亡。成人流感罹患率可达 5%-10%，儿童高达 20% 左右。而在我国，全国流感监测结果显示，每年 10 月我国各地陆续进入流感冬春季流行季节。我们参考国内最畅销的抗流感药物奥司他韦估算市场空间，米内网数据显示，奥司他韦 2022 年在中国公立医疗机构以及中国城市实体药店销售额分别为 15.2 亿元、11.1 亿元，同比增长约 161%、217%。ZX-7101A 获批上市后，有望在高速增长的抗流感市场中快速放量。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持 2023-2025 年盈利预期，预计公司分别实现归母净利润 25.0 亿元 (+15%)、27.9 亿元 (+12%)、32.2 亿元 (+15%)。维持公司“买入”评级。

### 风险提示

产品获批上市进度不及预期风险、BD 收购不及预期风险、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): 25.05 元

相关报告:

- 《济川药业公司点评: 业绩增长超预期, 变革创新驱动长期发展》, 2023.4.10
- 《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



### 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	3.488
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	9.24	8.27	7.18
P/B	2.76	2.21	1.69	1.46	1.25

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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,165</b>	<b>7,631</b>	<b>8,996</b>	<b>9,856</b>	<b>11,018</b>	<b>12,432</b>	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
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,130</b>	<b>-1,277</b>	<b>-1,537</b>	<b>-1,668</b>	<b>-1,983</b>	<b>-2,362</b>	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
%营业收入	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							
利润率	24.1%	25.6%	27.9%	29.8%	29.8%	30.4%							
所得税	-206	-233	-336	-441	-493	-568							
所得税率	13.9%	12.0%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	1,277	1,717	2,172	2,499	2,792	3,216							
少数股东损益	0	-2	1	1	1	1							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,277</b>	<b>1,719</b>	<b>2,171</b>	<b>2,498</b>	<b>2,791</b>	<b>3,215</b>							
净利率	20.7%	22.5%	24.1%	25.3%	25.3%	25.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,277	1,717	2,172	2,499	2,792	3,216	每股指标						
少数股东损益	0	-2	1	1	1	1	每股收益	1.438	1.935	2.355	2.710	3.028	3.488
非现金支出	294	312	355	294	326	349	每股净资产	8.740	10.264	12.299	14.791	17.213	20.004
非经营收益	14	-120	-28	-170	-135	-190	每股经营现金净流	2.006	2.133	2.843	4.645	6.630	7.879
营运资金变动	196	-15	123	-506	38	216	每股股利	1.230	0.450	0.680	1.096	1.225	1.411
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,782</b>	<b>1,894</b>	<b>2,621</b>	<b>2,117</b>	<b>3,022</b>	<b>3,591</b>	回报率						
资本开支	-428	-248	-191	-402	-375	-330	净资产收益率	16.45%	18.86%	19.15%	18.32%	17.59%	17.44%
投资	-1,061	-475	-1,380	-1,015	-215	-210	总资产收益率	12.15%	14.17%	14.49%	14.91%	14.44%	14.37%
其他	8	49	68	50	80	100	投入资本收益率	14.16%	14.97%	16.70%	16.42%	16.04%	15.59%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,481</b>	<b>-673</b>	<b>-1,503</b>	<b>-1,367</b>	<b>-510</b>	<b>-440</b>	增长率						
股权募资	1,405	50	97	297	0	0	主营业务收入增长率	-11.17%	23.77%	17.90%	9.56%	11.78%	12.84%
债权募资	0	0	392	-395	0	0	EBIT 增长率	-22.81%	20.66%	36.39%	16.33%	13.53%	12.84%
其他	-1,031	-411	-607	-513	-558	-643	净利润增长率	-21.30%	34.60%	26.27%	15.07%	11.74%	15.18%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>374</b>	<b>-361</b>	<b>-118</b>	<b>-610</b>	<b>-558</b>	<b>-643</b>	总资产增长率	21.36%	15.36%	23.49%	11.81%	15.39%	15.77%
<b>现金净流量</b>	<b>674</b>	<b>860</b>	<b>1,000</b>	<b>140</b>	<b>1,953</b>	<b>2,508</b>	资产管理能力						
							应收账款周转天数	112.0	96.8	100.3	110.0	105.0	100.0
							存货周转天数	99.6	93.5	91.1	115.0	110.0	90.0
							应付账款周转天数	195.6	200.4	239.1	180.0	170.0	165.0
							固定资产周转天数	164.4	129.6	101.5	94.0	82.6	71.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-46.54%	-53.28%	-65.74%	-65.93%	-70.21%	-75.09%
							EBIT 利息保障倍数	-28.9	-18.9	-26.7	-30.4	-24.7	-20.2
							资产负债率	26.18%	24.73%	24.22%	18.52%	17.83%	17.52%

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
5	2023-04-10	买入	30.67	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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806