

济川药业 (600566.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长稳健，研发端持续推进

业绩简评

公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年实现收入 46.3 亿，同比+20%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比+32%；实现扣非归母净利润 12.5 亿元，同比+38%；

单季度来看，2023Q2 实现收入 22.4 亿元，同比+33%；实现归母净利润 6.6 亿元，同比+53%；实现扣非归母净利润 6.4 亿元，同比+61%。

经营分析

公司主要产品占据市场优势地位，保持增长态势。公司主要产品蒲地蓝消炎口服液以及小儿豉翘清热颗粒在细分领域市场占有率位居行业前列，据公司公告引用米内网数据统计，公司以蒲地蓝消炎口服液为主的清热解暑用药中成药在 2022 年全国城市公立医院清热解暑用药中成药市场占比 15.66%，排名第 1；公司以小儿豉翘清热颗粒为主的儿科感冒用中成药在 2022 年全国公立医院儿科感冒用中成药市场占比 47.82%，排名第 1。2023 年上半年，公司的蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒等产品销售收入持续增长，成为公司业绩增长的重要驱动力。

上半年公司毛利率承压，我们认为下半年压制因素将减小。公司 2023 年上半年营业成本增速（31%）大于营业收入增速（20%），毛利率同比下降 1.6pct，主要系中药材价格上升。我们认为自去年以来的中药材涨价情况已经逐渐趋于平稳，众多原材料价格长期处于高位的概率较低，公司下半年毛利率有望回升。

研发管线持续推进。2023 年上半年，公司获得丙戊酸钠注射用浓溶液、阿奇霉素干混悬剂生产批件，完成西他沙星颗粒、聚乙二醇钠钾散、丙戊酸钠缓释片、罗沙司他胶囊、布立西坦等申报生产以及丙氨酰谷氨酰胺注射液一致性评价申报，小儿豉翘清热糖浆和碳酸利多卡因注射液（工艺变更）注册现场核查。截至 2023 年 6 月底，公司药品一致性评价研究阶段项目 4 项，进入预 BE 或 BE 项目 6 项。

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)：25.08 元

相关报告：

- 《济川药业公司点评：独家收购预防流感抑制剂推广权，产品市场前景...》，2023.8.7
- 《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



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	9.25	8.28	7.19
P/B	2.76	2.21	1.70	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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,165	7,631	8,996	9,856	11,018	12,432
增长率	23.8%	17.9%	9.6%	11.8%	12.8%	
主营业务成本	-1,130	-1,277	-1,537	-1,668	-1,983	-2,362
%销售收入	18.3%	16.7%	17.1%	16.9%	18.0%	19.0%
毛利	5,035	6,354	7,459	8,188	9,035	10,070
%销售收入	81.7%	83.3%	82.9%	83.1%	82.0%	81.0%
营业税金及附加	-100	-121	-139	-153	-171	-193
%销售收入	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-3,010	-3,714	-4,113	-4,435	-4,848	-5,346
%销售收入	48.8%	48.7%	45.7%	45.0%	44.0%	43.0%
管理费用	-290	-317	-364	-444	-496	-559
%销售收入	4.7%	4.2%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-244	-523	-553	-493	-496	-559
%销售收入	4.0%	6.9%	6.2%	5.0%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	1,391	1,679	2,290	2,664	3,024	3,413
%销售收入	22.6%	22.0%	25.5%	27.0%	27.5%	27.5%
财务费用	48	89	86	88	122	169
%销售收入	-0.8%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-1.1%	-1.4%
资产减值损失	-6	-8	-36	-15	-17	-13
公允价值变动收益	21	115	-7	35	25	20
投资收益	1	47	66	50	80	100
%税前利润	0.1%	2.4%	2.6%	1.7%	2.4%	2.6%
营业利润	1,469	1,933	2,423	2,850	3,265	3,724
%营业收入	23.8%	25.3%	26.9%	28.9%	29.6%	30.0%
营业外收支	15	18	84	90	20	60
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
归属于母公司的净利润	1,277	1,719	2,171	2,498	2,791	3,215
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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
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
非现金支出	294	312	355	294	326	349
非经营收益	14	-120	-28	-170	-135	-190
营运资金变动	196	-15	123	-506	38	216
经营活动现金净流	1,782	1,894	2,621	2,117	3,022	3,591
资本开支	-428	-248	-191	-402	-375	-330
投资	-1,061	-475	-1,380	-1,015	-215	-210
其他	8	49	68	50	80	100
投资活动现金净流	-1,481	-673	-1,503	-1,367	-510	-440
股权募资	1,405	50	97	297	0	0
债权募资	0	0	392	-395	0	0
其他	-1,031	-411	-607	-513	-558	-643
筹资活动现金净流	374	-361	-118	-610	-558	-643
现金净流量	674	860	1,000	140	1,953	2,508

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,959	3,819	4,819	4,959	6,912	9,420
应收款项	2,042	2,195	2,867	3,053	3,249	3,487
存货	278	376	391	526	598	582
其他流动资产	1,296	1,733	3,099	4,126	4,341	4,559
流动资产	6,576	8,123	11,177	12,663	15,100	18,049
%总资产	62.5%	67.0%	74.6%	75.6%	78.1%	80.7%
长期投资	205	378	379	429	469	499
固定资产	3,141	3,031	2,854	2,989	3,047	3,079
%总资产	29.9%	25.0%	19.1%	17.8%	15.8%	13.8%
无形资产	475	461	492	563	601	638
非流动资产	3,940	4,008	3,805	4,088	4,229	4,328
%总资产	37.5%	33.0%	25.4%	24.4%	21.9%	19.3%
资产总计	10,516	12,131	14,981	16,751	19,329	22,376
短期借款	1	629	400	5	5	5
应付款项	1,675	1,859	2,512	2,440	2,728	3,129
其他流动负债	290	312	515	442	492	561
流动负债	1,967	2,801	3,427	2,887	3,226	3,695
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	786	199	201	215	220	225
负债	2,753	3,000	3,629	3,102	3,446	3,921
普通股股东权益	7,763	9,117	11,337	13,633	15,866	18,438
其中：股本	436	436	453	456	456	456
未分配利润	3,950	5,269	6,836	8,835	11,067	13,639
少数股东权益	0	14	15	16	17	18
负债股东权益合计	10,516	12,131	14,981	16,751	19,329	22,376

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.438	1.935	2.355	2.710	3.028	3.488
每股净资产	8.740	10.264	12.299	14.791	17.213	20.004
每股经营现金净流	2.006	2.133	2.843	4.645	6.630	7.879
每股股利	1.230	0.450	0.680	1.096	1.225	1.411
回报率						
净资产收益率	16.45%	18.86%	19.15%	18.32%	17.59%	17.44%
总资产收益率	12.15%	14.17%	14.49%	14.91%	14.44%	14.37%
投入资本收益率	14.16%	14.97%	16.70%	16.42%	16.04%	15.59%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.17%	23.77%	17.90%	9.56%	11.78%	12.84%
EBIT 增长率	-22.81%	20.66%	36.39%	16.33%	13.53%	12.84%
净利润增长率	-21.30%	34.60%	26.27%	15.07%	11.74%	15.18%
总资产增长率	21.36%	15.36%	23.49%	11.81%	15.39%	15.77%
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
6	2023-08-07	买入	25.05	N/A

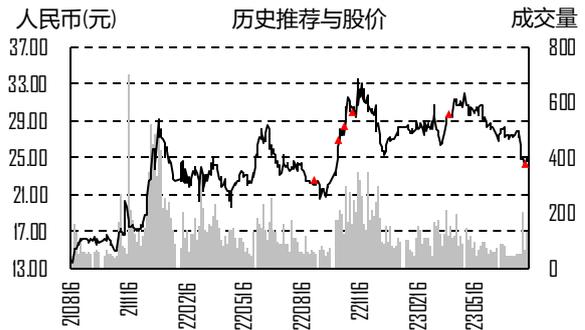
来源：国金证券研究所

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