

济川药业(600566)

报告日期: 2023年08月13日

## 现金充裕, 降费持续

### ——济川药业 2023H1 半年报点评报告

#### 投资要点

##### □ 业绩: 2023Q2 公司归母净利润增长显著

2023年8月13日, 公司发布2023年半年报。2023H1公司实现收入46.29亿元(+19.82%), 归母净利润13.40亿元(+31.93%), 扣非归母净利润12.47亿元(+38.47%)。单季度来看, 2023Q2公司实现收入22.41亿元(+32.63%), 归母净利润6.63亿元(+52.65%), 扣非归母净利润6.41亿元(+61.03%)。

##### □ 盈利能力分析: 费用管控持续优化, 盈利水平提升显著

2023H1公司毛利率为81.64%(-1.6pct), 原因为受到中药材价格上涨所致; 销售费用率为43.24%(-3.8pct), 2021年底开始公司加大零售改革, 我们认为随着公司零售端销售占比上升, 公司降费效果显著; 财务费用率为-2.27%(-1.2pct), 原因为公司账面现金丰富, 利息收入增加。在公司费用率优化的作用下, 公司销售净利率为28.99%, 同比上升2.7pct, 盈利水平提升效果显著。

##### □ 经营质量分析: 现金流高增长, 为公司后续获取优质项目奠定基础

2023H1公司经营现金流净额为21.99亿元, 同比增长50%, 远高于净利润水平, 原因为公司销售回笼增加, 充足的现金流储备可以保障公司后续的BD投入支出, 同时保障公司研发, 以及BD项目的上市, 增加优质项目落地和产品上市的可能性。

##### □ 战略分析: 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

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, 2023年8月公告与征祥医药合作的流感领域品种也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。

(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, 公司加快提升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。

##### □ 盈利预测与估值

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为98.99/108.55/121.10亿元, 同比增长10.03%/9.67%/11.56%; 归母净利润分别为25.28/29.00/33.33亿元, 同比增长16.47%/14.70%/14.92%; 对应当前PE分别为9.14x/7.97x/6.94x, 维持“增持”评级。

##### □ 风险提示

研发不及预期; 销售渠道布局不及预期; 市场竞争加剧等。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

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

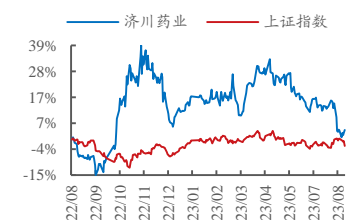
研究助理: 李晨琛

lichenchen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 25.08
总市值(百万元)	23,116.65
总股本(百万股)	921.72

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《BD再落地, 战略新高度》  
2023.08.06
- 《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

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,996	9,899	10,855	12,110
(+/-) (%)	17.90%	10.03%	9.67%	11.56%
归母净利润	2,171	2,528	2,900	3,333
(+/-) (%)	26.27%	16.47%	14.70%	14.92%
每股收益(元)	2.36	2.74	3.15	3.62
P/E	10.65	9.14	7.97	6.94

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	13,836	17,279	21,221
现金	4,819	6,216	8,319	10,632
交易性金融资产	3,045	4,038	5,031	6,183
应收账款	2,832	3,056	3,340	3,748
其它应收款	17	17	19	22
预付账款	39	48	54	60
存货	391	442	496	552
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	17,549	20,840	24,625
<b>流动负债</b>	3,427	3,467	3,858	4,311
短期借款	400	400	400	400
应付款项	1,505	1,409	1,622	1,842
预收账款	0	0	0	0
其他	1,522	1,658	1,836	2,069
<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	3,668	4,060	4,512
少数股东权益	15	15	15	15
归属母公司股东权益	11,337	13,866	16,765	20,098
<b>负债和股东权益</b>	14,981	17,549	20,840	24,625

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,621	2,461	3,087	3,445
净利润	2,171	2,528	2,900	3,333
折旧摊销	318	335	345	356
财务费用	30	20	20	20
投资损失	(66)	(45)	(65)	(73)
营运资金变动	123	(224)	49	(19)
其它	45	(153)	(161)	(172)
<b>投资活动现金流</b>	(1,503)	(1,043)	(965)	(1,111)
资本支出	(191)	(191)	(143)	(137)
长期投资	(1)	(1)	(1)	(1)
其他	(1,312)	(852)	(821)	(973)
<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	1,397	2,102	2,314

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8,996	9,899	10,855	12,110
营业成本	1,537	1,660	1,856	2,086
营业税金及附加	139	157	170	190
营业费用	4,113	4,454	4,668	5,086
管理费用	364	396	434	484
研发费用	553	544	651	727
财务费用	(86)	(16)	(27)	(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	45	65	73
其他经营收益	20	17	20	23
<b>营业利润</b>	2,423	2,881	3,302	3,792
营业外收支	84	39	47	57
<b>利润总额</b>	2,508	2,920	3,349	3,848
所得税	336	391	449	516
<b>净利润</b>	2,172	2,528	2,900	3,333
少数股东损益	1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2,171	2,528	2,900	3,333
EBITDA	2,592	3,022	3,421	3,894
EPS (最新摊薄)	2.36	2.74	3.15	3.62

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.90%	10.03%	9.67%	11.56%
营业利润	25.39%	18.87%	14.62%	14.84%
归属母公司净利润	26.27%	16.47%	14.70%	14.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	82.91%	83.23%	82.91%	82.78%
净利率	24.13%	25.54%	26.71%	27.52%
ROE	19.15%	18.23%	17.30%	16.58%
ROIC	16.75%	16.30%	15.50%	14.93%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.22%	20.90%	19.48%	18.32%
净负债比率	31.96%	26.43%	24.19%	22.43%
流动比率	3.26	3.99	4.48	4.92
速动比率	3.14	3.85	4.34	4.78
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.66	0.61	0.57	0.53
应收账款周转率	3.64	3.40	3.46	3.48
应付账款周转率	1.53	1.36	1.48	1.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.36	2.74	3.15	3.62
每股经营现金	2.84	2.67	3.35	3.74
每股净资产	12.30	15.04	18.19	21.80
<b>估值比率</b>				
P/E	10.65	9.14	7.97	6.94
P/B	2.04	1.67	1.38	1.15
EV/EBITDA	7.98	5.73	4.44	3.31

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>