



产品结构持续调整，开启发展新征程

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 产品结构持续改善，蒲地蓝口服溶液和雷贝合计收入占比已经不到 50%，二线品种如小儿鼓翘清热颗粒等产品加速增长，成长动力转换；2) 小儿鼓翘清热颗粒 2021 年增速超过 60%，市场份额第一，目前仍处于快速放量阶段；3) 公司布局大健康、长效生长激素等业务，未来有望成为公司新的增长点。
- **产品结构持续改善，增长动力加速转换。** 公司是我国儿科用药的龙头企业，蒲地蓝口服溶液和雷贝等产品是公司早期的主力产品，2019 年开始因蒲地蓝口服溶液退出省级医保等影响，公司业绩增速放缓，经过几年调整，公司的小儿鼓翘清热颗粒开始加速放量，此外，公司的多个二线品种如健胃消食口服溶液等逐步开始放量，此外，公司加速布局大健康、生长激素等业务，成长动力切换。
- **小儿鼓翘加速放量，驱动公司业绩增长的核心动力。** 小儿鼓翘清热颗粒是公司最核心的儿科用药，公司的儿科用药收入从 2017 年的 9 亿元增长到 2019 年的 15.3 亿元，2020 年因受到疫情影响收入为 10.4 亿元，2021 年开始迎来快速恢复，2021 年销售额超过 17 亿元。2021 年开始，公司逐步推出了无蔗糖的小儿鼓翘清热颗粒，对药物的气味、苦味、粘稠度、异味进行了全面优化，产品口感显著提升，且无蔗糖的小儿鼓翘清热颗粒价格高于有蔗糖的小儿鼓翘清热颗粒，预计新产品的推出有助于提升小儿鼓翘清热颗粒的整体增长。
- **二线品种加速放量，蒲地蓝日化、生长激素等新业务值得期待。** 公司二线产品如健胃消食口服溶液、甘海胃康胶囊、川芎通脑颗粒等产品市场空间较大，目前基数较低，仍处于快速成长阶段，是公司未来的业绩增长动力。公司近几年持续布局大健康业务，并和天境生物合作引入长效生长激素，均为市场成长空间广阔的赛道，有望成为未来的增长点。
- **传统优势产品趋于平稳，有望贡献稳定现金流。** 公司传统产品蒲地蓝口服溶液和雷贝合计收入占比已经不到 50%，蒲地蓝口服溶液基本已经退出大部分省级医保，预计销售额将趋稳，雷贝销售也趋于成熟，未来有望贡献稳定现金流。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速有望达到 15%，我们选取了行业中与济川业务最为相近的华东医药、羚锐制药、健民集团和以岭药业四家公司，2022 年平均 PE 为 19 倍，给予公司 2022 年 15 倍 PE，对应目标价为 33.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7630.51	8856.38	10258.43	11717.29
增长率	23.77%	16.07%	15.83%	14.22%
归属母公司净利润 (百万元)	1719.18	1974.38	2312.62	2664.37
增长率	34.60%	14.84%	17.13%	15.21%
每股收益 EPS (元)	1.94	2.22	2.60	3.00
净资产收益率 ROE	18.81%	18.86%	19.02%	18.89%
PE	13	11	9	8
PB	2.38	2.08	1.79	1.54

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.88
流通 A 股(亿股)	8.88
52 周内股价区间(元)	14.53-31.1
总市值(亿元)	217.72
总资产(亿元)	121.31
每股净资产(元)	10.15

相关研究

目 录

1 济川药业：专注儿科领域，业绩恢复增长	1
1.1 专注儿科用药的中成药企业	1
1.2 业绩迎来增长，盈利能力保持高位	2
1.3 产品结构改善，新业务加速发展	3
2 二线产品有望加速，新业务值得期待	4
2.1 小儿豉翘清热颗粒加速放量，是业绩核心驱动力	4
2.2 多个二线品种逐步发力，长期成长动力充足	6
2.3 生长激素：长效剂型空间大，有望成为新增长点	7
2.4 蒲地蓝日化：大健康布局持续加速	8
3 老品种销售趋于平稳，有望贡献稳定现金流	10
3.1 蒲地蓝：下降趋势有望趋于平稳，长期有望贡献稳定现金流	10
3.2 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：竞争格局好，市占率维持较高水平	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 济川发展历史.....	1
图 2: 济川药业股权结构.....	1
图 3: 公司营业收入开始恢复增长.....	2
图 4: 公司归母净利润开始恢复增长.....	2
图 5: 公司整体毛利率和净利率情况.....	2
图 6: 公司近年四项费用率情况.....	3
图 7: 公司营业收入拆分.....	3
图 8: 公司不同业务毛利率情况.....	3
图 9: 公司工业收入拆分情况.....	4
图 10: 公司儿科用药收入情况 (亿元).....	5
图 11: 我国儿童用药市场治疗领域分布情况.....	5
图 12: 小儿鼓翘颗粒领衔小儿感冒中成药市场.....	5
图 13: 小儿鼓翘清热颗粒老产品.....	6
图 14: 小儿鼓翘清热颗粒新产品.....	6
图 15: 健胃消食口服液.....	6
图 16: 甘海胃康胶囊.....	6
图 17: 公司心脑血管用药收入情况 (亿元).....	7
图 18: 川芎通脑颗粒.....	7
图 19: 公司呼吸类用药收入情况 (亿元).....	7
图 20: 黄龙止咳颗粒.....	7
图 21: 生长激素市场规模及增速.....	8
图 22: 我国生长激素竞争格局.....	8
图 23: 公司清热解毒类产品历年营业收入 (亿元).....	10
图 24: 公司蒲地蓝消炎口服液样本医院历年销售额 (亿元).....	10
图 25: 2020 年中国城市公立医院清热解毒类中成药竞争格局.....	10
图 26: 2020 年中国零售药店清热解毒类中成药竞争格局.....	10
图 27: 公司胃肠消化类产品历年营业收入 (亿元).....	11
图 28: 公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊样本医院历年销售额 (亿元).....	11
图 29: 样本医院雷贝拉唑钠肠溶胶囊竞争格局 (亿元).....	12

表 目 录

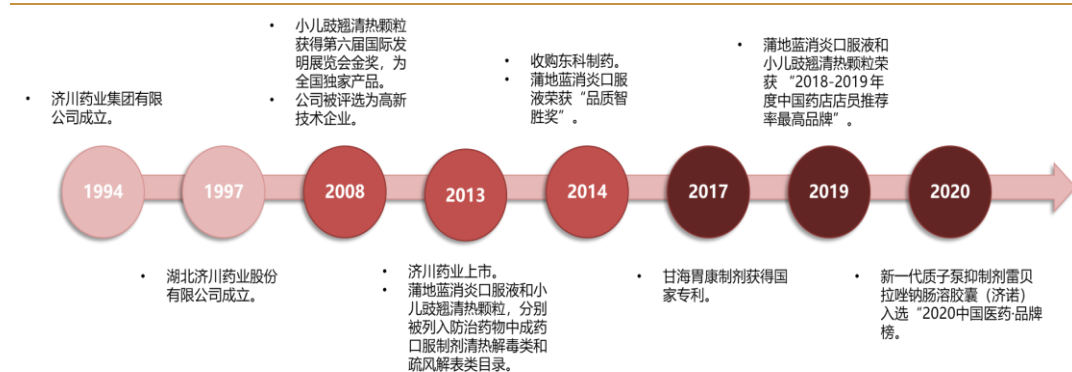
表 1: 济川药业重点品种	4
表 2: 小儿豉翘清热颗粒同类品种比较	4
表 3: 全球长效生长激素研发进展	8
表 4: 蒲地蓝日化核心产品列表	9
表 5: 蒲地蓝消炎口服液近年退出省医保情况	11
表 6: 雷贝拉唑钠肠溶片一致性评价进度	12
表 7: 济川药业营业收入拆分 (亿元)	13
表 8: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	16

1 济川药业：专注儿科领域，业绩恢复增长

1.1 专注儿科用药的中成药企业

济川药业成立于1994年，2013年上市，公司专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售，拥有10多个剂型、210多个规格品种的国药准字号产品群，其中小儿豉翘清热颗粒（同贝）、健胃消食口服液、三拗片等110多个品规列入国家医保目录，68个品规进入国家基药目录，2020年，川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊、左乙拉西坦注射用浓溶液3个品种新进国家医保目录。2021年，公司引入天境生物长效生长激素，未来产品线有望进一步丰富。

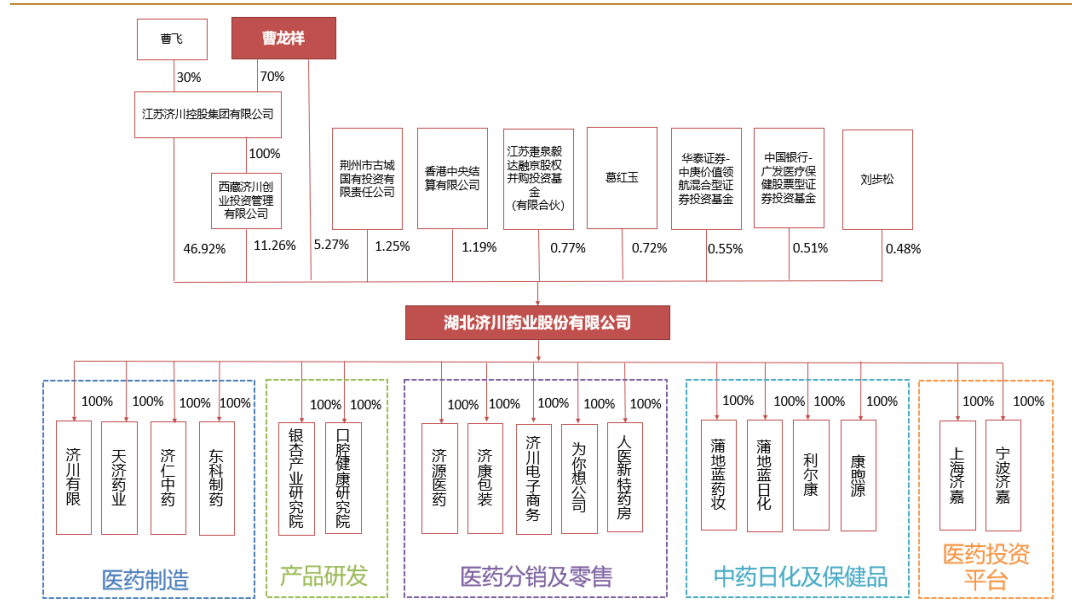
图 1：济川发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司旗下子公司众多，其中天济药业、济仁中药等为制药业务平台，济源医药、电子商务公司是公司的分销及零售平台，蒲地蓝日化、蒲地蓝药妆等是公司的大健康业务平台，上海济嘉投资是公司的投资平台。

图 2：济川药业股权结构

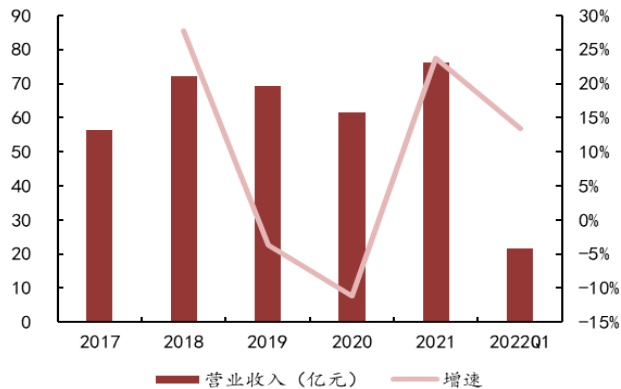


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩迎来增长，盈利能力保持高位

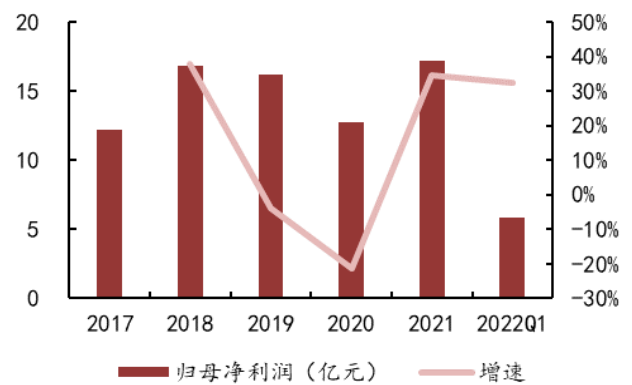
2015 年-2018 年，公司业绩一直保持稳健增长，2019 年受到核心产品蒲地蓝口服液逐步退出省级医保的影响，公司收入端和利润端出现下滑，2020 年受到疫情影响，公司收入利润进一步下滑，进入 2021 年，蒲地蓝口服液销售下滑影响逐步消退，小儿鼓翘清热颗粒实现快速的恢复性增长，公司业绩开始迎来增长。

图 3：公司营业收入开始恢复增长



数据来源：Wind，西南证券整理

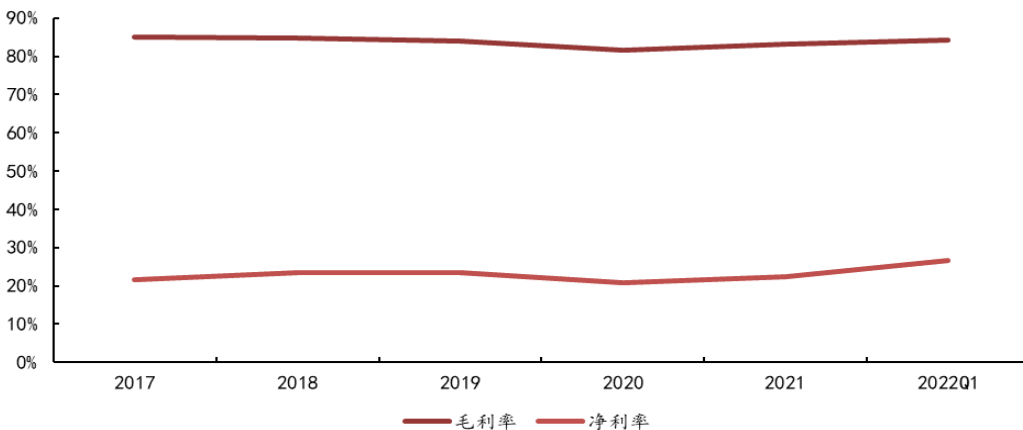
图 4：公司归母净利润开始恢复增长



数据来源：Wind，西南证券整理

公司整体毛利率和净利率保持平稳，一直维持在较高水平，2017-2022Q1 毛利率稳定在 80%-85% 之间，净利率稳定在 21%-27% 之间。

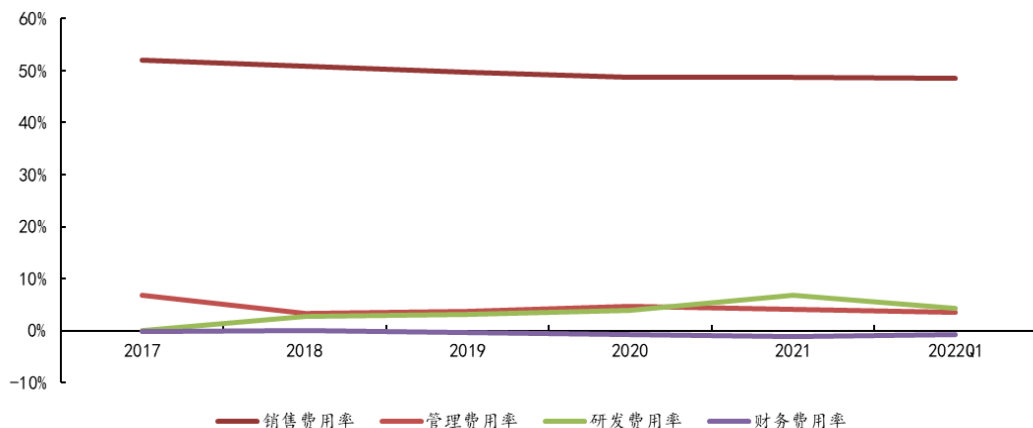
图 5：公司整体毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司管理费用率、财务费用率和销售费用率整体保持平稳，研发费用率从 2018 年的 2.7% 提升至 2022Q1 的 4.3%，提升显著，体现公司逐步开始重视研发。

图 6：公司近年四项费用率情况

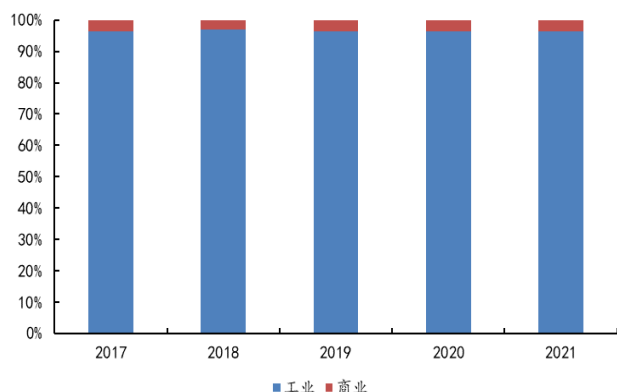


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 产品结构改善，新业务加速发展

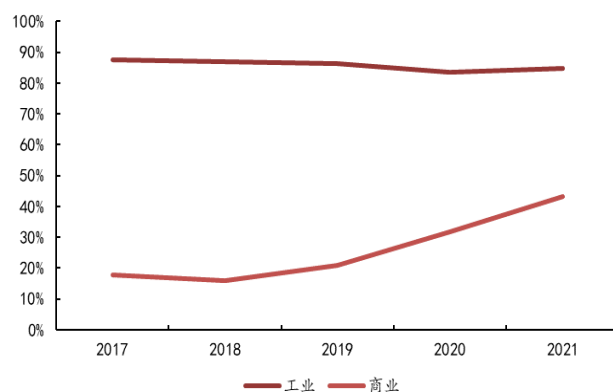
公司主业分为工业和商业，其中工业业务贡献主要收入，历年来营业收入占比均超过 95%，从盈利能力来看，公司工业业务毛利率在 85%以上，商业业务毛利率近两年有所提升。

图 7：公司营业收入拆分



数据来源：Wind，西南证券整理

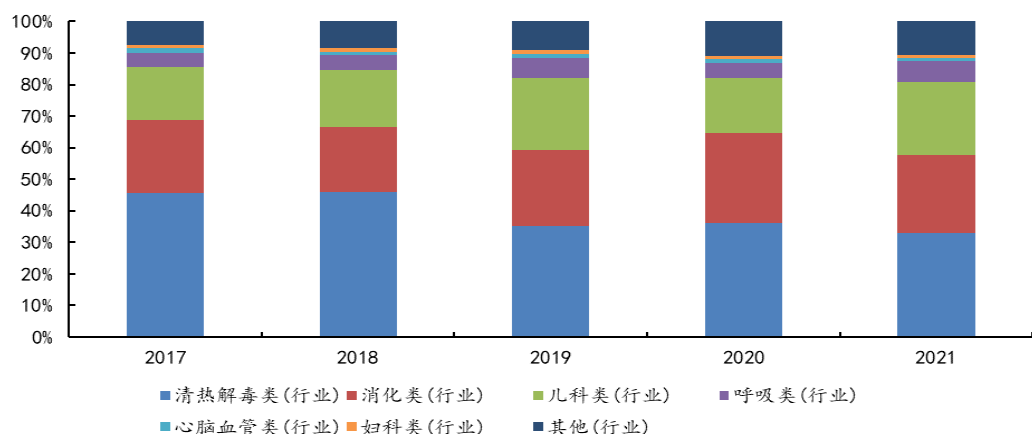
图 8：公司不同业务毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司工业板块按照药品种类拆分来看，清热解毒类、消化类和儿科类占据主要比重，但近几年清热解毒类和消化类占比逐步下降，儿科类占比快速提升，此外，心脑血管类、呼吸类等比重也有所提升，体现了公司工业板块品种结构的逐步调整，二线品种逐步发力。

图 9：公司工业收入拆分情况



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：济川药业重点品种

业务板块	产品名称	医保情况	是否独家	处方药/OTC
儿科类	小儿豉翘清热颗粒	是	是	处方药
清热解暑类	蒲地蓝消炎口服液	部分省级医保	否	处方药
消化类	雷贝拉唑肠溶胶囊	是	否	处方药
	健胃消食口服液	是	否	处方药
心脑血管类	川芎清脑颗粒	是	是	处方药
呼吸类	黄龙止咳颗粒	否	是	处方药
	三拗片	是	是	处方药
妇科类	妇炎舒胶囊	是	否	OTC
其他	蛋白琥珀酸铁口服溶液	部分省级医保	是	OTC

数据来源：公司官网，西南证券整理

2 二线产品有望加速，新业务值得期待

2.1 小儿豉翘清热颗粒加速放量，是业绩核心驱动力

小儿豉翘清热颗粒（商品名：同贝）用于小儿风热感冒挟滞证，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄等。目前市场同类产品较多，包括小儿柴桂退热颗粒、小儿双金清热口服液等等。

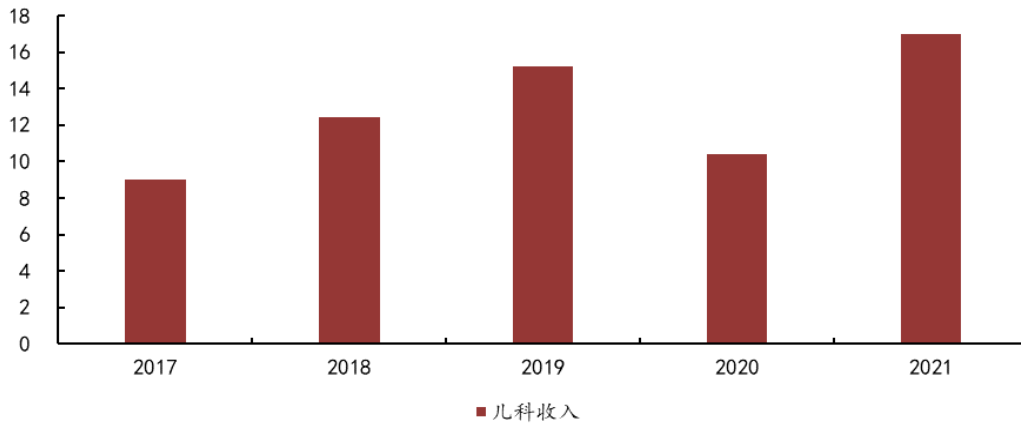
表 2：小儿豉翘清热颗粒同类品种比较

排名	产品	日用金额（元）	生产企业
1	小儿豉翘清热颗粒	33.8	济川药业
2	小儿柴桂退热颗粒	11	葵花药业、贵州百灵
3	小儿双金清热口服液	20	润华药业
4	小儿清热宁颗粒	4.8	同仁堂、辅仁堂、信邦制药
5	馥感啉口服液	19.5	一品红制药

数据来源：公司公告，西南证券整理

小儿豉翘清热颗粒是公司最核心的儿科用药，公司的儿科用药收入从 2017 年的 9 亿元增长到 2019 年的 15.3 亿元，2020 年因受到疫情影响收入为 10.4 亿元，2021 年开始迎来快速恢复，2021 年销售额超过 17 亿元。

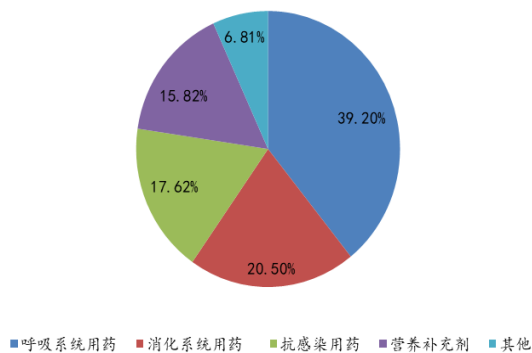
图 10：公司儿科用药收入情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

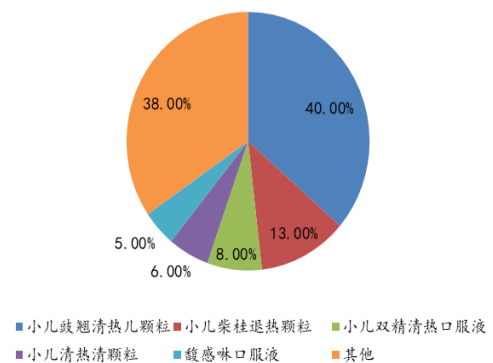
我国儿科用药市场规模超过 1000 亿元，与儿童患病率相对应，我国儿童用药市场以呼吸系统用药和消化系统用药为主。根据《2016 年儿童用药安全调查报告》，我国儿童用药市场中，呼吸系统用药、消化系统用药、抗感染用药和营养补充剂的市场份额分别为 39.2%、20.5%、17.6%和 15.8%，呼吸系统用药是儿科用药中市场最大的品类。从小儿感冒中成药市场来看，目前小儿豉翘清热颗粒占比最大，超过 40%。

图 11：我国儿童用药市场治疗领域分布情况



数据来源：2016 年儿童用药安全调查报告，西南证券整理

图 12：小儿豉翘颗粒领衔小儿感冒中成药市场



数据来源：南方所，西南证券整理

2021 年开始，公司逐步推出了无蔗糖的小儿豉翘清热颗粒，2022 年 1 月改进后的小儿豉翘清热颗粒正式上市销售，对药物的气味、苦味、粘稠度、异味进行了全面优化，产品口感显著提升，有助于提供患者的依从性，龋齿儿童、肥胖儿童也可放心使用。从价格来看，无蔗糖的小儿豉翘清热颗粒价格显著高于有蔗糖的小儿豉翘清热颗粒，预计新产品的推出也有助于提升小儿豉翘清热颗粒的整体增长。

图 13：小儿豉翘清热颗粒老产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：小儿豉翘清热颗粒新产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 多个二线品种逐步发力，长期成长动力充足

健胃消食口服液具有健胃消食的功效，用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食，噯腐酸臭，脘腹胀满等。健胃消食片、健胃消食颗粒和健胃消食口服液等产品在我国具有较高的品牌知名度，其中健胃消食片市场规模较大，预计公司的健胃消食口服液未来也有望成为大品种。

甘海胃康胶囊具有健脾和胃，收敛止痛的功效，用于脾虚气滞所致的胃及十二指肠溃疡，慢性胃炎，反流性食道炎。作为独家品种，甘海胃康胶囊通过谈判进入医保目录，目前销售规模较小，未来有望持续放量。

图 15：健胃消食口服液



数据来源：公司官网，西南证券整理

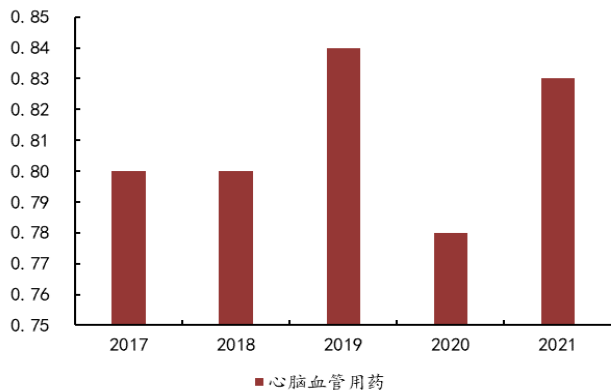
图 16：甘海胃康胶囊



数据来源：公司官网，西南证券整理

川芎通脑颗粒具有祛风胜湿，活血止痛的功效，用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛。整体来看，心脑血管用药市场规模较大，中成药品种也相对较多，作为独家品种，川芎通脑颗粒通过谈判进入医保目录，目前销售规模较小，未来有望持续放量。

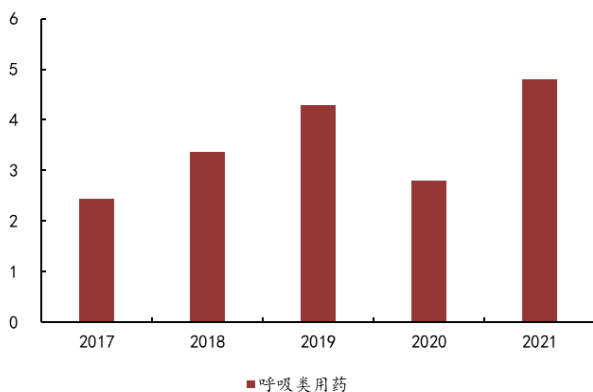
图 17: 公司心脑血管用药收入情况 (亿元)



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

黄龙止咳颗粒具有益气补肾, 清肺化痰, 止咳平喘的功效。用于肺肾气虚、痰热郁肺之咳嗽, 以及急性慢性支气管炎、支气管哮喘等症状。黄龙止咳颗粒是公司呼吸类用药的核心品种, 目前销售额仍相对较小, 处于快速增长状态, 预计未来有望成为 5 亿元以上的大品种。

图 19: 公司呼吸类用药收入情况 (亿元)



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 18: 川芎通脑颗粒



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 20: 黄龙止咳颗粒



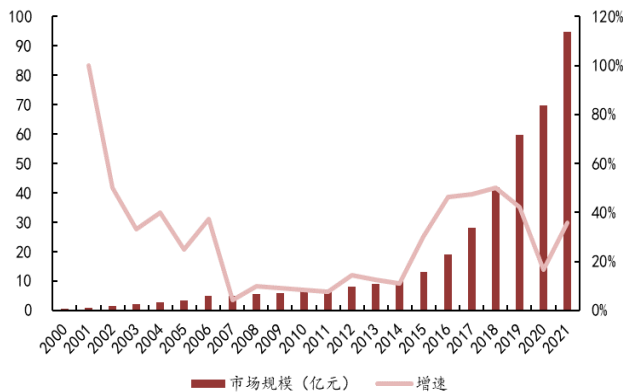
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2.3 生长激素: 长效剂型空间大, 有望成为新增增长点

2021 年 11 月 10 日公司与天境生物在上海浦东新区签署《独家开发、生产及销售合作协议》, 伊坦生长激素是一种具有高度差异化的长效重组人生长激素, 有望成为一种更安全便捷有效的生长激素缺乏症替代疗法。伊坦生长激素目前正在 III 期临床试验中, 产品将按计划于 2022 年第一季度完成患者入组工作, 于 2023 年在中国提交伊坦生长激素的新药上市申请。

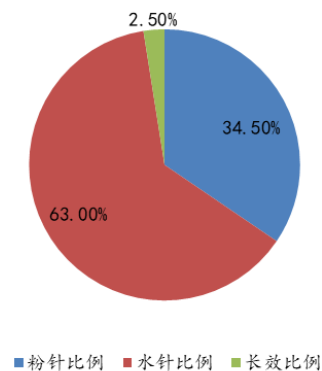
中国生长激素市场空间广阔, 长效剂型具有显著优势, 渗透率有望加速上升。2021 年我国生长激素市场规模超过 90 亿元, 近 5 年市场规模复合增速超过 30%。从剂型来看, 目前市场上多数为短效剂型, 需要每日注射、治疗不便, 导致患儿依从性较差、影响治疗效果, 长效生长激素依从性更好, 预计渗透率有望持续提升。

图 21：生长激素市场规模及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：我国生长激素竞争格局



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前获得重组人生长激素中国上市许可的企业有 7 家，国内企业 5 家，进口企业 2 家。其中长效生长激素制剂仅有 1 家，为长春金赛药业有限责任公司生产的聚乙二醇重组人生长激素注射液（2014 年获批上市）。长效剂型是未来生长激素的主要研发趋势，金赛药业、LG Life Sciences、安科生物、天境生物、特保生物等多家国内外公司积极布局长效生长激素的研发与生产，目前天境生物的生长激素处于临床三期，进度相对靠前，未来上市后有望抢占一定市场份额。

表 3：全球长效生长激素研发进展

地区	药品名称	企业	注射频率	研发进展
中国	聚乙二醇重组人生长激素注射液	金赛药业	每周一次	上市（中国）
	聚乙二醇化重组人生长激素注射液	安科生物	每周一次	临床三期完成
	Eftansomatropin	天境生物	每周一次	临床三期
	Y 型 PEG 化重组人生长激素	特保生物	每周一次	临床三期
海外	Nutropin Depot	基因泰克	-	已退市
	Declage	LG Life Sciences	每周一次	上市（韩国）
	Somatogon	辉瑞制药	每周一次	NDA（美国）
	Somapacitan	诺和诺德	每周一次	临床三期（美国）
	TransCon hGH	Ascendis	每周一次	NDA（美国） 临床三期（中国）
	TV-1106	Teva	每周一次	临床二期
	Somavaratan	Versartis	每周一次	临床三期失败（美国）

数据来源：公司公告，clinical trials，西南证券整理

2.4 蒲地蓝日化：大健康布局持续加速

2014 年成立控股子公司蒲地蓝日化，开始布局大健康领域。蒲地蓝日化是集高端功效型中药日化产品研发、生产、销售于一体的高科技日化企业，将“蒲地蓝”功效从药品延伸到日化品领域。立足“治未病、保健康、提高生活品质”产业定位，以“口腔健康”为核心，打造口腔护理类、头面部护理类、身体皮肤护理类三大领域的百种产品矩阵。

公司目前日化的主要产品是牙膏，2014 年，公司投资 5000 万元成立了口腔健康研究院，联合南京医科大学附属口腔医院、四川大学华西口腔医学院开展产品临床研究。蒲地蓝可炎宁牙膏是公司的战略主推产品，以“抗炎、抗菌、抗病毒”的蒲地蓝消炎口服液的经典验方为研发基础，获得复发性阿弗他溃疡、抑制牙菌斑、减轻牙龈炎症和去除牙齿表面外源性色素等临床试验总结报告，进一步奠定了产品的功效基础。同时，公司设立蒲地蓝全口腔护理中心，为消费者提供全口腔护理服务解决方案，以全品类战略、专业化形象树立行业核心优势。

表 4：蒲地蓝日化核心产品列表

日化品类	产品名称	图示	天猫旗舰店零售价
口腔护理类	蒲地蓝可炎宁抑菌口腔膏		31.9 元/100g*1 支
	蒲地蓝可炎宁牙膏 (口腔特护系列)		68 元/100g*1 支
	蒲地蓝可炎宁牙膏 (强健口腔系列)		59.8 元/120g*1 支
	小同笑蒲地蓝儿童护理牙膏 (6 岁以下乳牙期)		28.8 元/40g*1 支
	小同笑蒲地蓝儿童护理牙膏 (6-12 岁换牙期)		38.8 元/40g*1 支
	蒲地蓝可炎宁抑菌含漱液		66.6 元/260ml*1 瓶
	蒲地蓝可炎宁抑菌口喷		1 号口喷 49.9 元/15ml*1 瓶 2 号口喷 29 元/15ml*1 瓶
头面部护理类	蒲地蓝蒲必康抑菌喷剂		78 元/15ml*1 瓶
身体皮肤护理类	蒲地蓝抑菌洗手液		29.9 元/200ml*1 瓶
	蒲地蓝健康理肤沐浴露		56.9 元/200ml*1 瓶

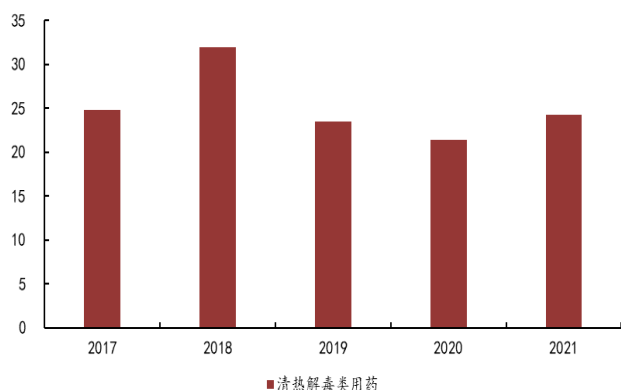
数据来源：公司官网，天猫旗舰店，西南证券整理

3 老品种销售趋于平稳，有望贡献稳定现金流

3.1 蒲地蓝：下降趋势有望趋于平稳，长期有望贡献稳定现金流

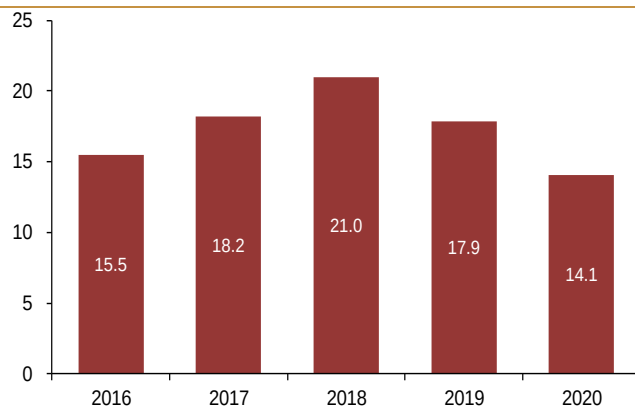
蒲地蓝消炎口服液自上市即为公司核心产品，作为公司独家剂型，临床上主要用于腮腺炎、咽炎、扁桃体炎、疖肿等。2020 年，公司以蒲地蓝消炎口服液为主的清热解毒类产品实现营业收入 21.4 亿元，受疫情影响，2020 年蒲地蓝销售尤其是 OTC 端承压较大，较 2019 年同比下降 8.8%，2021 年实现营收 24.2 亿元，已回到疫情前水平；根据药智网数据，受近年医保目录调整影响，2020 年公司蒲地蓝消炎口服液样本医院销售额 14.1 亿元，较 2019 年下降 21.4%。截至 2021 年，蒲地蓝在公司的收入占比已从 2018 年的 44.3% 下降至 34.7%。

图 23：公司清热解毒类产品历年营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

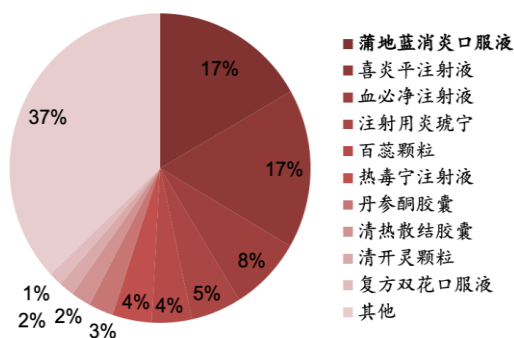
图 24：公司蒲地蓝消炎口服液样本医院历年销售额（亿元）



数据来源：药智网，西南证券整理

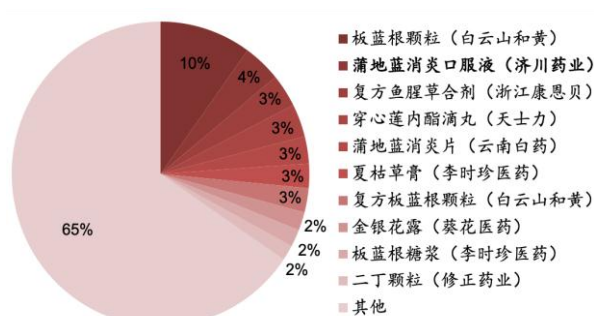
蒲地蓝消炎口服液拥有良好品牌认可度。根据 2020 年新版《中医儿科临床诊疗指南》，蒲地蓝消炎口服液被推荐用于治疗流行性腮腺炎、手足口病、水痘、小儿口疮。在 2020 年中国城市公立医院、零售药店清热解毒类中成药市场中，蒲地蓝消炎口服液市占率分别为 16.7%、4.1%，均位居行业前列。产品品牌方面，蒲地蓝消炎口服液被评为江苏省名牌产品，荣登“2020 呼吸类临床价值中成药品牌榜”“米内网 2021 中国医药·品牌榜”“2020 匠心品牌”“感冒类 2019-2020 年度中国药店店员推荐率最高品牌”，具有良好的市场认可度。

图 25：2020 年中国城市公立医院清热解毒类中成药竞争格局



数据来源：米内网，西南证券整理

图 26：2020 年中国零售药店清热解毒类中成药竞争格局



数据来源：米内网，西南证券整理

2018 年底国家药监局点名后，蒲地蓝自 2019 年陆续退出各省级医保。截至 2022 年 4 月，蒲地蓝已覆盖且尚未退出医保的省份有 5 个，预计在 2022 年将完全退出。整体来看，经过几年时间调整，蒲地蓝医保支付占比已经较低，预计 2022 年退出 5 个省级医保对整体销售影响不大，未来蒲地蓝口服液仍将为公司持续贡献稳定现金流。

表 5：蒲地蓝消炎口服液近年退出省医保情况

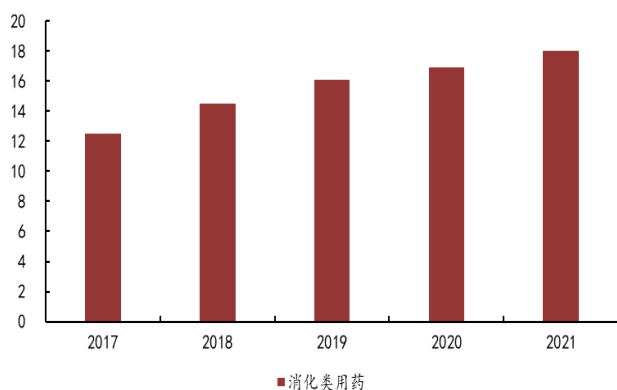
时间	退出医保省份
2022 年 1 月 1 日	新疆维吾尔自治区
2021 年 12 月 31 日	黑龙江省
2021 年 11 月 1 日	山东省
2021 年 6 月 30 日	河北省（过渡期半年延长至 2021 年 12 月 31 日）
2021 年 1 月 1 日	河南省

数据来源：公司公告，各省医保局官网，西南证券整理

3.2 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：竞争格局好，市占率维持较高水平

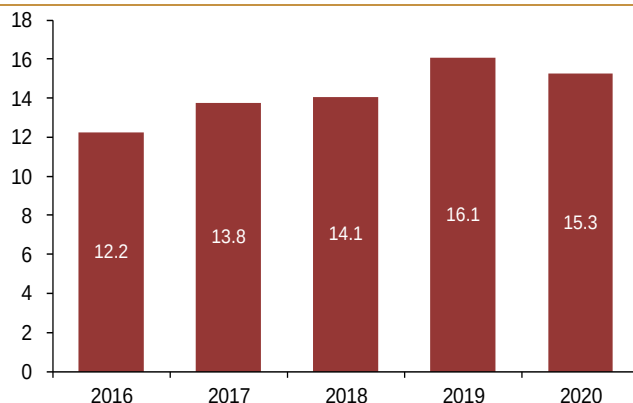
公司胃肠消化领域主要品种包括雷贝拉唑钠肠溶胶囊（济诺）、健胃消食口服液等。2021 年消化类产品实现营业收入 18 亿元，占公司总收入的 23.6%，较 2020 年同比增长 6.7%，其中雷贝拉唑钠肠溶胶囊是公司胃肠消化领域核心产品。雷贝拉唑钠肠溶胶囊是新一代质子泵抑制剂，主治十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎等。根据药智网数据，2020 年公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊样本医院销售额 15.3 亿元。

图 27：公司胃肠消化类产品历年营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

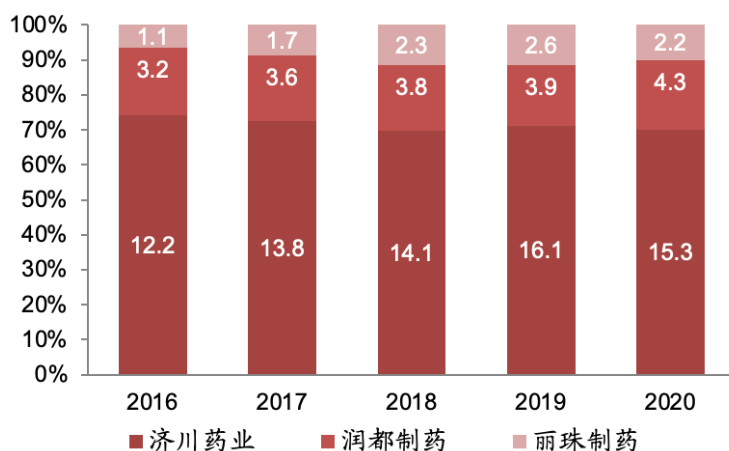
图 28：公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊样本医院历年销售额（亿元）



数据来源：药智网，西南证券整理

公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊拥有较高市占率。从竞争格局看，雷贝拉唑钠肠溶胶囊生产企业有济川药业、润都制药和丽珠制药三家，竞争格局良好，公司具有一定市场潜力。2020 年上半年，公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊在全国公立医院雷贝拉唑市场中以 21.1% 的市占率排名第一；雷贝拉唑钠胶囊产品中，公司产品市占率多年稳定在 70% 以上，市场份额稳居第一。

图 29：样本医院雷贝拉唑钠肠溶胶囊竞争格局（亿元）



数据来源：药智网，西南证券整理

公司雷贝拉唑钠产品仿制药一致性评价工作有序推进中。从雷贝拉唑钠肠溶胶囊一致性评价开展进度看，公司已于 2017 年 1 月完成参比备案，其中润都制药一致性评价进度较快，已于 2020 年 7 月完成 BE；同时，公司不断投入开发新产品剂型，以新注册化药四类申报的雷贝拉唑肠溶片已于 2021 年 8 月完成申报，进入候审阶段。

表 6：雷贝拉唑钠肠溶片一致性评价进度

申报类型	企业名称	参比备案日期	BE 备案日期	开展 BE 日期	完成 BE 日期	申报日期
新注册分类仿制药	罗欣药业	—	—	—	—	2021.12.02
	安必生制药	—	—	—	—	2021.12.03
	济川药业	2017.01.06	—	2021.03	2021.05	2021.08.23
	石药欧意药业	—	—	2021.07	2021.11	2022.01.10
	润都制药	—	—	2021.07	2021.12	2022.02.17
	九典制药	—	—	NA	NA	2022.03.14
	山香药业	—	—	2021.11	2022.01	2022.03.31
一致性评价品种	豪森药业	2016.06.11	—	NA	NA	2021.08.30
	迪康药业 (2022.01.24 未获批)	2016.07.29	—	2020.04	2020.07	2020.11.21
	上药信谊	2016.10.12	2019.01	2020.11	2021.02	2021.06.21
	海斯制药	2017.04.14	—	2021.07	2021.10	2021.12.17
	新华制药	2016.06.14	—	NA	NA	

数据来源：药智网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司清热解毒类产品主要是蒲地蓝口服溶液，经过前几年调整，退出省级医保的影响逐步消除，预计未来保持平稳，2022-2024 年销量增速分别为 0%、0%和 0%，毛利率维持平稳，2021-2023 年毛利率分别为 80%、80%和 80%。

假设 2：公司消化类产品主要是雷贝等产品，雷贝销售额较大，产品相对成熟，预计 2022-2024 年销量增速分别为 6.7%、4.4%和 3.1%，毛利率维持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 92%、92%和 92%。

假设 3：公司儿科产品主要是小儿豉翘清热颗粒，目前仍处于快速放量阶段，预计 2022-2024 年销量增速分别为 50%、40%和 30%，毛利率维持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 89%、89%和 89%。

表 7：济川药业营业收入拆分（亿元）

业务板块		2021A	2022E	2023E	2024E
清热解毒类	收入	24.22	24.22	24.22	24.22
	增速	13.18%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	4.77	4.84	4.84	4.84
	毛利	19.45	19.38	19.38	19.38
	毛利率	80.31%	80.00%	80.00%	80.00%
消化类	收入	18.04	19.25	20.09	20.71
	增速	6.75%	6.72%	4.37%	3.09%
	成本	1.49	1.54	1.61	1.66
	毛利	16.55	17.71	18.49	19.06
	毛利率	91.74%	92.00%	92.00%	92.00%
儿科类	收入	17.01	25.52	35.72	46.44
	增速	63.87%	50.00%	40.00%	30.00%
	成本	1.89	2.81	3.93	5.11
	毛利	15.12	22.71	31.79	41.33
	毛利率	88.89%	89.00%	89.00%	89.00%
呼吸类	收入	4.81	5.50	6.32	7.28
	增速	71.79%	14.36%	14.82%	15.26%
	成本	0.62	0.66	0.76	0.87
	毛利	4.19	4.84	5.56	6.41
	毛利率	87.11%	88.00%	88.00%	88.00%
心脑血管类	收入	0.83	0.91	1.00	1.10
	增速	6.41%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.48	0.53	0.58	0.64

业务板块		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利	0.35	0.38	0.42	0.46
	毛利率	42.17%	42.00%	42.00%	42.00%
妇科类	收入	0.59	0.65	0.71	0.79
	增速	-4.84%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.18	0.19	0.21	0.24
	毛利	0.41	0.45	0.50	0.55
	毛利率	69.49%	70.00%	70.00%	70.00%
其他产品	收入	7.83	9.40	11.09	12.86
	增速	21.77%	20.00%	18.00%	16.00%
	成本	1.63	1.88	2.22	2.57
	毛利	6.20	7.52	8.87	10.29
	毛利率	79.18%	80.00%	80.00%	80.00%
商业	收入	2.84	3.12	3.44	3.78
	增速	28.51%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1.61	1.78	1.96	2.15
	毛利	1.23	1.34	1.48	1.63
	毛利率	43.31%	43.00%	43.00%	43.00%
合计	总营业收入	76.31	88.57	102.59	117.18
	增长率	23.78%	16.07%	15.83%	14.22%
	总营业成本	12.77	14.23	16.11	18.09
	毛利	63.54	74.33	86.48	99.09
	毛利率	83.27%	83.93%	84.30%	84.57%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 88.6 亿元、102.6 亿元和 117.2 亿元，归母净利润分别为 19.7 亿元、23.1 亿元和 26.6 亿元，EPS 分别为 2.22 元、2.60 元和 3.00 元，对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 8 倍。

4.2 投资建议

我们选取了行业中与济川业务最为相近的华东医药、羚锐制药、健民集团和以岭药业四家公司，2021 年四家公司的平均 PE 为 24 倍，2022 年平均 PE 为 19 倍。从产品竞争力以及长期成长空间来看，济川药业好于可比公司，且公司近两年产品结构转换的过程，增速低于可比公司，给予公司 2022 年 15 倍 PE，对应目标价为 33.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000963.SZ	华东医药	32.95	1.32	1.71	2.08	2.48	25	19	16	13
600285.SH	羚锐制药	12.57	0.64	0.80	0.96	1.12	20	16	13	11

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600976.SH	健民集团	42.86	2.12	2.66	3.30	4.07	20	16	13	11
002603.SZ	以岭药业	25.91	0.80	1.01	1.22	1.43	32	26	21	18
平均值							24	19	16	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

产品降价风险, 研发不及预期风险, 医药行业其他政策风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7630.51	8856.38	10258.43	11717.29	净利润	1717.22	1974.38	2312.62	2664.37
营业成本	1276.56	1423.41	1611.04	1808.47	折旧与摊销	303.39	406.08	423.62	431.54
营业税金及附加	120.90	141.70	164.13	187.48	财务费用	-88.97	0.89	1.03	1.17
销售费用	3713.85	4295.34	4975.34	5682.88	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	316.89	797.07	923.26	1054.56	经营营运资本变动	-54.04	-215.67	-149.61	-128.31
财务费用	-88.97	0.89	1.03	1.17	其他	16.73	-25.00	-25.00	-25.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1894.33	2140.68	2562.66	2943.77
投资收益	46.98	5.00	5.00	5.00	资本支出	151.37	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	114.55	20.00	20.00	20.00	其他	-824.67	25.00	25.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-673.30	-15.00	-15.00	-15.00
营业利润	1932.83	2222.97	2608.63	3007.73	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.61	19.56	18.07	18.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1950.44	2242.53	2626.71	3026.23	股权融资	34.30	0.00	0.00	0.00
所得税	233.22	268.15	314.08	361.85	支付股利	-399.72	-538.03	-617.90	-723.76
净利润	1717.22	1974.38	2312.62	2664.37	其他	4.23	-730.80	-1.03	-1.17
少数股东损益	-1.96	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-361.19	-1268.83	-618.93	-724.93
归属母公司股东净利润	1719.18	1974.38	2312.62	2664.37	现金流量净额	859.84	856.84	1928.74	2203.84
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3819.00	4675.84	6604.58	8808.42	成长能力				
应收和预付款项	2170.55	2606.99	3029.61	3432.36	销售收入增长率	23.77%	16.07%	15.83%	14.22%
存货	375.59	418.79	474.00	532.08	营业利润增长率	31.58%	15.01%	17.35%	15.30%
其他流动资产	1757.65	1688.07	1690.13	1692.29	净利润增长率	34.45%	14.98%	17.13%	15.21%
长期股权投资	13.17	13.17	13.17	13.17	EBITDA 增长率	25.65%	22.48%	15.34%	13.42%
投资性房地产	49.39	49.39	49.39	49.39	获利能力				
固定资产和在建工程	3030.60	2674.43	2300.72	1919.09	毛利率	83.27%	83.93%	84.30%	84.57%
无形资产和开发支出	447.34	438.75	430.16	421.56	三费率	51.66%	57.51%	57.51%	57.51%
其他非流动资产	467.75	466.43	465.11	463.79	净利率	22.50%	22.29%	22.54%	22.74%
资产总计	12131.04	13031.86	15056.86	17332.16	ROE	18.81%	18.86%	19.02%	18.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.16%	15.15%	15.36%	15.37%
应付和预收款项	1236.31	1344.69	1540.35	1733.40	ROIC	36.26%	43.52%	51.76%	61.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.14%	29.70%	29.57%	29.36%
其他负债	1763.68	1220.59	1355.20	1496.84	营运能力				
负债合计	2999.99	2565.28	2895.56	3230.24	总资产周转率	0.67	0.70	0.73	0.72
股本	436.27	888.28	888.28	888.28	固定资产周转率	2.78	3.35	4.24	5.61
资本公积	3148.48	2696.47	2696.47	2696.47	应收账款周转率	3.77	3.80	3.73	3.71
留存收益	5431.32	6867.67	8562.39	10503.00	存货周转率	3.90	3.58	3.61	3.60
归属母公司股东权益	9116.88	10452.41	12147.14	14087.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.38%	—	—	—
少数股东权益	14.17	14.17	14.17	14.17	资本结构				
股东权益合计	9131.05	10466.58	12161.31	14101.92	资产负债率	24.73%	19.68%	19.23%	18.64%
负债和股东权益合计	12131.04	13031.86	15056.86	17332.16	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.90	3.97	4.38	4.77
					速动比率	2.77	3.79	4.20	4.60
					股利支付率	23.25%	27.25%	26.72%	27.16%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2147.25	2629.93	3033.28	3440.45	每股收益	1.94	2.22	2.60	3.00
PE	12.66	11.03	9.41	8.17	每股净资产	10.28	11.78	13.69	15.88
PB	2.38	2.08	1.79	1.54	每股经营现金	2.13	2.41	2.88	3.31
PS	2.85	2.46	2.12	1.86	每股股利	0.45	0.61	0.70	0.81
EV/EBITDA	2.43	5.63	4.25	3.11					
股息率	1.84%	2.47%	2.84%	3.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn