

济川药业(600566)

报告日期: 2022年08月01日

## 激励落地, BD 启航

### ——济川药业点评报告

#### 报告导读

公司发布 2022 年股权激励, 此次激励包括公司多位公司核心管理团队, 我们认为本次激励计划体现公司对内生业务与外延并购共同发展的信心。

#### 投资要点

##### □ 事件: 公司发布 2022 年股权激励计划

**激励对象:** 包括公司董事、高级管理人员及其他管理和技术骨干人员共 118 人, 占 2021 年职工的 1.78%, 股票授予价格为 16 元/股, 期权行权价格为 25 元/股;

**计划内容:** 拟向激励对象授予 787.1 万份股票期权, 占公司股本的 0.89%; 其中首次授予 662.1 万份 (占比 84.12%), 预留 125 万份 (占比 15.88%);

**解禁条件:** 若 2022/2023/2024 年公司净利润不低于 20/22/25 亿元, 且 BD 引进产品不少于 4 个, 公司将 100% 解禁; 若 2022/2023/2024 年公司净利润未达 100% 解锁条件, 但高于 18/19.8/22.5 亿元, 同时 BD 引进品种不少于 4 个, 则公司按照业绩考核目标按比例解禁;

**摊销费用:** 本次激励中首次授予限制性股票摊销成本合计为 5660.96 万元, 其中 2022-2024 年分别摊销 379.76/1519.02/1519.02 万元; 首次授予股票期权摊销成本合计 1832.91 万元, 其中 2022-2024 年分别摊销 120.06/480.26/480.26 万元。摊销费用对公司整体利润影响较小。

##### □ 点评: 激励目标复合预期, BD 成为战略布局

本次激励绑定公司主要管理团队, 在经历 2022Q2 营收下滑的情况下, 我们认为公司对未来经营有较高信心; 在解禁条件方面, 公司同时设置了利润增速和 BD 引进品种的目标考核, 体现了公司对内生业务与外延并购共同发展的信心。

**内生业务:** 品种方面, 蒲地蓝 2022 年底将会退出各省医保, 风险逐步触底, 公司销售向儿科药品以及二线品类转移; 渠道方面, 公司推行零售端渠道改革, 同时在院端增加新院覆盖, 为公司提供多元化销售赋能;

**外延并购:** 公司与天境生物合作体现了公司战略上的重大变化, 后续 BD 品种也将聚焦在儿科品类, 我们认为公司成熟的儿科销售渠道将为后续 BD 品种的销售赋能, 打开公司成长天花板, 有效提升公司中期投资价值。

##### □ 盈利预测及估值

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 87.17/93.98/105.50 亿元, 同比增速为 14.24%/7.81%/12.26%; 归母净利润分别为 20.52/22.17/25.13 亿元, 同比增速为 19.33%/8.08%/13.32%, 对应当前 PE 分别为 10.63x/9.84x/8.68x, 维持“增持”评级。

##### □ 风险提示

渠道管理不及预期的风险; 受到集采影响, 公司核心药品价格出现大幅波动风险; 外延并购及新品研发不及预期风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	7631	8717	9398	10550
(+/-) (%)	23.77%	14.24%	7.81%	12.26%
归母净利润	1719	2052	2217	2513
(+/-) (%)	33.30%	19.33%	8.08%	13.32%
每股收益(元)	1.94	2.31	2.50	2.83
P/E	12.68	10.63	9.84	8.68

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 24.55
总市值(百万元)	21,807.32
总股本(百万股)	888.28

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《济川药业 2022H1 经营数据点评: 疫情短期影响, 看好下半年恢复 220721》 2022.07.22
- 《【浙商医药】济川药业 2021 年报&2022 年一季报点评: 双季连创新高, 2022 年更乐观》 2022.04.23
- 《济川药业 2022 年经营快报点评: 利润增长显著, 业绩加速兑现》 2022.03.10

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8123	10741	13430	16348
现金	3819	6486	8499	10936
交易性金融资产	1675	1041	1325	1347
应收账款	2111	2605	2975	3345
其它应收款	12	14	15	17
预付账款	47	41	50	59
存货	376	419	459	535
其他	83	135	107	108
<b>非流动资产</b>	4008	3705	3539	3429
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13
固定资产	2708	2751	2761	2666
无形资产	280	246	204	171
在建工程	322	176	5	4
其他	684	520	556	575
<b>资产总计</b>	12131	14446	16970	19777
<b>流动负债</b>	2801	2697	3057	3444
短期借款	0	0	0	0
应付款项	946	1015	1170	1337
预收账款	0	7	2	4
其他	1855	1675	1885	2104
<b>非流动负债</b>	199	568	518	429
长期借款	0	0	0	0
其他	199	568	518	429
<b>负债合计</b>	3000	3265	3575	3872
少数股东权益	14	12	9	6
归属母公司股东权益	9117	11168	13386	15898
<b>负债和股东权益</b>	12131	14446	16970	19777

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1894	2048	2198	2414
净利润	1717	2049	2215	2510
折旧摊销	303	203	216	225
财务费用	(89)	(29)	(56)	(92)
投资损失	(47)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	26	(118)	58	20
其它	(17)	(10)	(187)	(203)
<b>投资活动现金流</b>	(673)	616	(249)	(72)
资本支出	110	(72)	(28)	(101)
长期投资	(0)	(0)	0	(0)
其他	(783)	688	(222)	30
<b>筹资活动现金流</b>	(361)	3	65	94
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(361)	3	65	94
<b>现金净增加额</b>	860	2667	2014	2436

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	7631	8717	9398	10550
营业成本	1277	1487	1674	1889
营业税金及附加	121	139	150	168
营业费用	3714	4184	4483	5001
管理费用	317	366	390	433
研发费用	523	436	470	527
财务费用	(89)	(29)	(56)	(92)
资产减值损失	8	0	0	4
公允价值变动损益	115	115	115	115
投资净收益	47	47	47	47
其他经营收益	12	11	11	11
<b>营业利润</b>	1933	2307	2459	2793
营业外收支	18	18	57	57
<b>利润总额</b>	1950	2324	2517	2850
所得税	233	275	302	340
<b>净利润</b>	1717	2049	2215	2510
少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(3)
<b>归属母公司净利润</b>	1719	2052	2217	2513
EBITDA	2197	2498	2676	2983
EPS (最新摊薄)	1.94	2.31	2.50	2.83

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.77%	14.24%	7.81%	12.26%
营业利润	30.47%	19.34%	6.62%	13.54%
归属母公司净利润	33.30%	19.33%	8.08%	13.32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	83.27%	82.94%	82.19%	82.09%
净利率	22.50%	23.51%	23.57%	23.79%
ROE	20.35%	20.20%	18.04%	17.15%
ROIC	17.10%	17.78%	15.84%	14.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.73%	22.60%	21.07%	19.58%
净负债比率	20.97%	6.44%	7.84%	9.64%
流动比率	2.90	3.98	4.39	4.75
速动比率	2.77	3.83	4.24	4.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.66	0.60	0.57
应收账款周转率	3.77	3.79	3.59	3.67
应付账款周转率	1.82	1.90	1.88	1.86
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.94	2.31	2.50	2.83
每股经营现金	2.13	4.69	5.04	5.53
每股净资产	20.90	25.60	30.68	36.44
<b>估值比率</b>				
P/E	12.68	10.63	9.84	8.68
P/B	1.17	0.96	0.80	0.67
EV/EBITDA	9.25	1.36	0.44	-0.40

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>