

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

济川药业(600566)

投资评级 增持  
上次评级 增持周平 医药行业首席分析师  
执业编号: S1500521040001  
联系电话: 15310622991  
邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 激励计划发布, BD 引进指标提升发展潜能

2022年08月03日

**事件:** 8月1日, 济川药业发布公告, 公司董事会及监事会审议通过《关于公司2022年限制性股票与股票期权激励计划(草案)及其摘要的议案》、《关于公司2022年限制性股票与股票期权激励计划实施考核管理办法的议案》和《关于核实公司2022年限制性股票与股票期权激励计划首次授予激励对象名单的议案》。股权激励需三年业绩达标, 基础考核与BD引进产品挂钩, 促进公司长远发展。

**点评:**

- **股权激励计划目标发布, 业绩增长积极性增加。**本次激励计划在公司和个人两个层面设置考核指标, 其中公司层面设置扣非净利润与BD引进产品为指标, 要求2022-2024年扣非净利润分别不低于20亿、22亿和25亿, 每年BD引进产品不少于4个, 解除限售期考核年度为2022-2024年三个会计年度。
- **股权激励充分绑定核心人员, BD引进产品提升业绩潜能。**本次股权激励计划对象包括副董事长、董秘、副总经理、人力资源总监、财务总监以及公司管理和技术(业务)骨干人员, 其中8名高管人员, 将获授此次激励计划的24.06%股份, 公司管理和技术(业务)骨干人员(110人)获授占此次激励计划60.06%的股份, 有利于提高工作积极性。另外公司层面指标要求每年BD引进项目不少于4个, 未来商业拓展有利于提升业绩增长潜能。
- **与天境生物达成战略合作, 打造新的业绩增长点。**2021年, 公司达成了4项产品引进或合作协议, 以丰富产品线。公司全资子公司济川有限、济源医药与天境生物达成战略合作协议, 天境生物许可公司在中国大陆地区进行长效重组人生长激素“伊坦生长激素”的开发、生产及商业化。公司将充分发挥儿科治疗领域的优势培育新的业绩增长点, 从而提升公司的整体盈利能力和儿科治疗领域的行业地位。
- **盈利预测:** 公司品牌和品种资源深厚, 国药入主创造契机, 公司多方面推进经营整改措施, 股权激励充分绑定核心人员, BD引进产品指标有利于提升业绩潜能。公司实施主品战略, 推进供应链建设与终端开拓, 有望实现中长期高质量发展。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为86.64/97.03/109.92亿元, 归母净利润分别为20.48/23.16/26.43亿元, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 政策监管风险、市场风险、成本风险、研发风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,165	7,631	8,664	9,703	10,992
增长率 YoY%	-11.2%	23.8%	13.5%	12.0%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,277	1,719	2,048	2,316	2,643
增长率 YoY%	-21.3%	34.6%	19.1%	13.1%	14.1%
毛利率%	81.7%	83.3%	84.1%	83.9%	83.7%
净资产收益率ROE%	16.5%	18.9%	18.1%	16.9%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	1.44	1.94	2.31	2.61	2.98
市盈率 P/E(倍)	14.07	14.64	10.74	9.49	8.32
市净率 P/B(倍)	2.31	2.76	1.94	1.60	1.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 02 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,576	8,123	10,595	13,408	16,656	
货币资金	2,959	3,819	5,827	8,326	11,073	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,937	2,111	2,560	2,776	3,196	
预付账款	28	47	43	53	58	
存货	278	376	373	440	494	
其他	1,372	1,770	1,792	1,813	1,835	
非流动资产	3,940	4,008	3,947	3,863	3,760	
长期股权投资	12	13	13	13	13	
固定资产(合计)	2,776	2,708	2,694	2,655	2,599	
无形资产	284	280	280	280	280	
其他	868	1,007	960	914	868	
资产总计	10,516	12,131	14,541	17,271	20,417	
流动负债	1,967	2,801	3,021	3,312	3,713	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	103	202	172	221	238	
应付账款	658	744	804	909	1,041	
其他	1,206	1,855	2,045	2,182	2,433	
非流动负债	786	199	199	199	199	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	786	199	199	199	199	
负债合计	2,753	3,000	3,221	3,512	3,912	
少数股东权益	0	14	15	16	18	
归属母公司	7,763	9,117	11,306	13,743	16,487	
负债和股东权益	10,516	12,131	14,541	17,271	20,417	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	6,165	7,631	8,664	9,703	10,992	
同比 (%)	-11.2%	23.8%	13.5%	12.0%	13.3%	
归属母公司净利润	1,277	1,719	2,048	2,316	2,643	
同比 (%)	-21.3%	34.6%	19.1%	13.1%	14.1%	
毛利率 (%)	81.7%	83.3%	84.1%	83.9%	83.7%	
ROE%	16.5%	18.9%	18.1%	16.9%	16.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.44	1.94	2.31	2.61	2.98	
P/E	14.07	14.64	10.74	9.49	8.32	
P/B	2.31	2.76	1.94	1.60	1.33	
EV/EBITDA	3.85	4.63	2.26	1.14	0.12	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	6,165	7,631	8,664	9,703	10,992	
营业成本	1,130	1,277	1,380	1,561	1,788	
营业税金及附加	100	121	137	154	174	
销售费用	3,010	3,714	4,210	4,715	5,342	
管理费用	290	317	347	388	440	
研发费用	244	523	399	446	506	
财务费用	-48	-89	-120	-176	-242	
减值损失合	0	0	0	1	0	
投资净收益	1	47	53	60	68	
其他	28	118	13	15	17	
营业利润	1,469	1,933	2,377	2,690	3,069	
营业外收支	15	18	5	5	5	
利润总额	1,484	1,950	2,382	2,695	3,074	
所得税	206	233	334	377	430	
净利润	1,277	1,717	2,049	2,317	2,644	
少数股东损	0	-2	1	1	1	
归属母公司净利润	1,277	1,719	2,048	2,316	2,643	
EBITDA	1,679	1,983	2,474	2,724	3,026	
EPS(当年)(元)	1.44	1.94	2.31	2.61	2.98	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,782	1,894	2,049	2,533	2,773	
净利润	1,277	1,717	2,049	2,317	2,644	
折旧摊销	288	304	283	285	284	
财务费用	33	35	0	0	0	
投资损失	-1	-47	-53	-60	-68	
营运资金变动	196	-15	-223	-4	-81	
其它	-12	-100	-6	-6	-6	
投资活动现金流	-1,481	-673	-41	-34	-26	
资本支出	-428	-248	-74	-74	-74	
长期投资	-1,061	-475	-20	-20	-20	
其他	8	49	53	60	68	
筹资活动现金流	374	-361	0	0	0	
吸收投资	1,405	50	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-1,009	-409	0	0	0	
现金流净增加额	674	860	2,008	2,498	2,747	

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。