

济川药业(600566)

报告日期: 2022年10月07日

## 动能切换, 更具确定性

### ——济川药业更新报告

#### 投资要点

##### □ 推荐逻辑: 内生业绩强确定性, 外延带来新成长动能

我们认为公司是强渠道能力的稀缺药企, BD能力的加速拓展放大渠道优势, 有望带来业绩超预期及长期空间不断打开;

核心是认知逻辑的超预期, 公司的核心成长点正在逐步从内生向外延转型, 而市场忽略了公司战略转型带来的成长空间变化。

##### □ 支撑因素: 股权激励明确 BD 目标, 零售渠道建设保内生长性

(1) **股权激励明确 BD 布局目标。**公司在 2022 年股权激励目标中明确提到 2022-2024 年要每年引进不少于 4 个 BD 产品, 我们认为公司已经将 BD 合作提升到战略高度。公司的 BD 合作形式包括 MAH 转行、商业化权益合作等, 可以帮助公司补充产品管线, 弥补公司销售产品数量过少的短板;

(2) **OTC 渠道建设, 稳定存量业务增长。**公司于 2021 年设立了新的零售团队, 核心战略为提升优质门店占比, 针对各门店实行专门的动销规划, 同时在空白省份提升销售人员数量以增加覆盖。我们认为公司对零售渠道的推动将为公司内生增长提供新的增长动力, OTC 渠道占比提升也有望帮助公司降低整体销售费用率水平, 从而提升盈利能力;

(3) **稳定现金流贡献, 支撑 BD 项目的持续落地。**公司 2022 年中报显示, 货币现金、交易性金融资产合计超过 62 亿元, 2022H1 经营活动产生的现金流净额 14.65 亿元, 现金流丰富, 对于公司 BD 布局的可持续性有很强的支撑, 同时, 扣除现金因素, 也进一步体现公司目前估值处于非常低的位置 (目前股价对应 2022 年 6.6 倍 PE)。

##### □ 我们与众不同的认知:

与市场认知不同, 我们认为在国内医药产业政策改革持续深化下, 产业分工专业化快速成为趋势, 济川药业作为销售能力突出的公司, 通过 BD 能力拓展加速聚焦、放大自身销售优势, 向类似 CSO 业态拓展, 符合产业趋势, 是公司长期增长天花板打开的重要举措, 也是公司成长逻辑的重要变化。

##### (1) 销售能力进一步变现: 战略转型, 动能切换

**市场预期:** 市场关注公司的业绩短期增速, 更多以公司现有的药品销售收入增速来衡量公司的成长性, 忽略公司在外延 BD 方面的布局。

**我们与众不同的认知:** 我们认为公司的整体战略已经发生变化, 公司的成长点从内生向外延转型, BD 项目落地有望帮助公司提升公司发展天花板和竞争力。BD 项目优先考虑儿科、呼吸、消化等领域, 可以借助公司原有优势渠道赋能, 公司在 BD 项目的选择上, 优先考虑与公司现有销售渠道相契合的品种。公司现存产品中前三大销售规模的品种分别对应儿科、呼吸、消化领域, 公司已在上述科室积累较强销售资源和优势, 有助于未来 BD 品种的推广与销售。此外, 公司也会考虑通过 BD 品种进入新的治疗领域, 拓展公司整体业务线。

##### (2) 存量业务成长性超预期: 退医保影响可控, 基药政策助力销售, 内生业绩具确定性

市场普遍认为退出省级医保后蒲地蓝的销售收入将出现较大波动, 影响公司营业收入水平; 此外市场认为公司二线品类和儿科品种销售增速缺乏可持续性。我们认为: ①**蒲地蓝: 依靠零售渠道, 退医保影响可控。**2019 年 8 月 20 日, 国家医保局提出“对于原省级药品目录内按规定调增的乙类药品, 应在 3 年内逐步消化”的要求; 蒲地蓝因未纳入国家医保目录, 将于 2022 年 12 月 31 日前逐步调整出医保支付范围, 其中将在 2022 年完成调整的省份和直辖市包括江苏、湖南、吉林、天津和青海 (除天津外, 其余四省医保基金对蒲地蓝的结算支付至 2022 年 12 月 31 日。公司在 2021 年成立了专门的零售团队, 依靠零售渠道转型, 蒲地蓝退医保的负面影响可控, 我们认为 2022-2023 年蒲地蓝零售端销售占

#### 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	¥ 22.91
总市值(百万元)	20,489.82
总股本(百万股)	894.36

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《短期略承压, 新动能渐现——济川药业 2022H1 中报点评》 2022.08.20
- 《济川药业点评: 激励落地, BD 启航 220801》 2022.08.02
- 《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

比有望上升至 50%，可部分抵御退出省级医保带来的负面销售影响。②小儿豉翘：公司拳头品种，有望受益于基药政策，通过提升医院覆盖而放量。基药政策在结构上利好中成药放量，同时向儿科品种倾斜，2021 年《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》明确提出国家基本药物包括化学药品和生物制品目录、中药目录和儿童药品目录，对于公司来说，小儿豉翘清热颗粒作为儿科中成药的龙头产品，有望进入新调整的国家基药目录。截至 2022 年 9 月，小儿豉翘在院端的主要放量渠道仍聚焦在二级和三级医院，而基药“986”政策要求基层医疗卫生机构配备基药品种数量原则上不低于 90%，可以极大程度上帮助品种在基层医院增加放量，实现快速放量。我们预计在院端增加覆盖、零售端加强推广的双重促进下，2022-2024 年公司儿科药品种的销售收入增速有望保持在 35-45%。③二线品类：2023 年同比销售增速将提升。公司主要二线品类为蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液和黄龙止咳颗粒，此外还有甘海胃康胶囊和川芎清脑颗粒，虽然销售收入规模较小（我们预计 2022 年销售收入在 6000-7000 万左右），但 2022 年同比销售增速有望超 50%。综上所述，我们认为公司二线品类在 2023 年销售收入同比增速将高于 2022 年。

#### □ 催化因素

①新的 BD 项目落地；②公司零售端销售占比快速上升；③基药政策进一步落地。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 87.13/95.96/108.08 亿元；同比增速分别为 14.19%/10.12%/12.64%；归母净利润分别为 21.07/23.04/26.09 亿元；同比增速分别为 22.56%/9.37%/13.22%；对应当前 PE 分别为 9.7x/8.9x/7.9x，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

BD 项目拓展不及预期的风险；政策落地不及预期的风险；渠道管理不及预期的风险。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	7,631	8,713	9,596	10,808
(+/-) (%)	23.77%	14.19%	10.12%	12.64%
归母净利润	1,719	2,107	2,304	2,609
(+/-) (%)	34.60%	22.56%	9.37%	13.22%
每股收益(元)	1.92	2.36	2.58	2.92
P/E	11.92	9.72	8.89	7.85

资料来源：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)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,123</b>	<b>10,413</b>	<b>13,112</b>	<b>16,186</b>
现金	3,819	4,791	6,308	8,265
交易性金融资产	1,675	2,518	3,360	4,094
应收账款	2,111	2,636	2,928	3,218
其它应收款	12	14	15	17
预付账款	47	40	48	58
存货	376	403	440	520
其他	83	12	12	13
<b>非流动资产</b>	<b>4,008</b>	<b>4,097</b>	<b>4,028</b>	<b>3,931</b>
金额资产类	315	315	315	315
长期投资	13	13	14	14
固定资产	2,708	2,815	2,911	2,897
无形资产	280	266	243	230
在建工程	322	291	144	74
其他	369	396	401	402
<b>资产总计</b>	<b>12,131</b>	<b>14,510</b>	<b>17,140</b>	<b>20,118</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,801</b>	<b>3,072</b>	<b>3,397</b>	<b>3,765</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	946	970	1,116	1,290
预收账款	0	7	2	4
其他	1,855	2,095	2,278	2,471
<b>非流动负债</b>	<b>199</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>201</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	199	200	200	201
<b>负债合计</b>	<b>3,000</b>	<b>3,272</b>	<b>3,597</b>	<b>3,966</b>
少数股东权益	14	14	14	14
归属母公司股东权	9,117	11,224	13,528	16,138
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,131</b>	<b>14,510</b>	<b>17,140</b>	<b>20,118</b>

### 现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,894</b>	<b>2,077</b>	<b>2,503</b>	<b>2,812</b>
净利润	1,719	2,107	2,304	2,609
折旧摊销	304	327	371	387
财务费用	35	0	0	0
投资损失	(47)	(23)	(29)	(43)
营运资金变动	(15)	(199)	(11)	(10)
其它	(102)	(135)	(132)	(132)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(673)</b>	<b>(1,105)</b>	<b>(988)</b>	<b>(855)</b>
资本支出	(248)	(350)	(260)	(252)
长期投资	(1)	0	0	0
其他	(425)	(755)	(728)	(603)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(361)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(361)	0	0	1
<b>现金净增加额</b>	<b>860</b>	<b>972</b>	<b>1,516</b>	<b>1,958</b>

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>7,631</b>	<b>8,713</b>	<b>9,596</b>	<b>10,808</b>
营业成本	1,277	1,441	1,619	1,847
营业税金及附加	121	139	154	172
营业费用	3,714	4,139	4,539	5,080
管理费用	317	366	398	443
研发费用	523	436	480	540
财务费用	(89)	(29)	(36)	(47)
资产减值损失	0	1	1	0
公允价值变动损益	115	110	110	110
投资净收益	47	23	29	43
其他经营收益	11	13	15	16
<b>营业利润</b>	<b>1,933</b>	<b>2,371</b>	<b>2,599</b>	<b>2,944</b>
营业外收支	18	23	18	19
<b>利润总额</b>	<b>1,950</b>	<b>2,393</b>	<b>2,617</b>	<b>2,964</b>
所得税	233	286	313	354
<b>净利润</b>	<b>1,717</b>	<b>2,107</b>	<b>2,304</b>	<b>2,609</b>
少数股东损益	(2)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,719</b>	<b>2,107</b>	<b>2,304</b>	<b>2,609</b>
EBITDA	1,986	2,520	2,777	3,112
EPS (最新摊薄)	1.92	2.36	2.58	2.92

### 主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.77%	14.19%	10.12%	12.64%
营业利润	31.58%	22.65%	9.64%	13.27%
归属母公司净利润	34.60%	22.56%	9.37%	13.22%
<b>获利能力</b>				
毛利率	83.27%	83.46%	83.12%	82.91%
净利率	22.53%	24.18%	24.02%	24.14%
ROE	18.86%	18.77%	17.03%	16.17%
ROIC	15.17%	16.26%	14.95%	14.30%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.73%	22.55%	20.99%	19.71%
净负债比率	32.85%	29.11%	26.56%	24.55%
流动比率	2.90	3.39	3.86	4.30
速动比率	2.75	3.25	3.72	4.15
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.65	0.61	0.58
应收账款周转率	3.77	3.80	3.64	3.69
应付账款周转率	1.82	1.87	1.88	1.87
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.92	2.36	2.58	2.92
每股经营现金	2.12	2.32	2.80	3.14
每股净资产	10.19	12.55	15.13	18.04
<b>估值比率</b>				
P/E	11.92	9.72	8.89	7.85
P/B	2.25	1.83	1.51	1.27
EV/EBITDA	11.07	6.43	5.28	4.09

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>