

医疗组

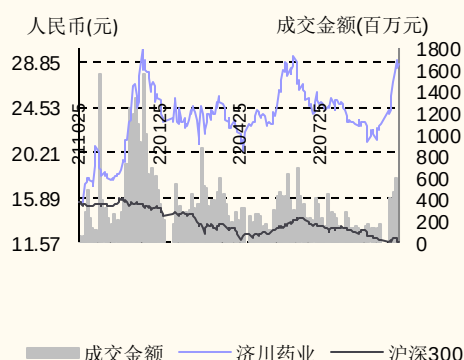
济川药业 (600566.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 31.51 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.03
已上市流通 A 股(亿股)	8.97
总市值(亿元)	284.47
年内股价最高最低(元)	31.51/15.32
沪深 300 指数	3743
上证指数	3039

**相关报告**

- 1.《利润端增长超预期, 公司业绩确定性提高-济川药业点评》, 2022.10.17
- 2.《儿科产品构建中流砥柱, 销售赋能未来可期-济川药业》, 2022.9.6

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
vuan_wei@qiza.com.cn

两大 BD 项目落地, 公司业绩增长确定性提高**公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)x	6,165	7,631	8,540	9,618	10,732
营业收入增长率	-11.17%	23.77%	11.92%	12.62%	11.59%
归母净利润(百万元)	1,277	1,719	2,015	2,241	2,495
归母净利润增长率	-21.30%	34.60%	17.20%	11.20%	11.37%
摊薄每股收益(元)	1.438	1.935	2.268	2.522	2.809
每股经营性现金流净额	2.01	2.13	5.80	5.64	6.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.45%	18.86%	18.78%	17.89%	17.19%
P/E	14.07	14.64	10.15	9.13	8.19
P/B	2.31	2.76	1.91	1.63	1.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 11 月 6 日, 公司公告全资子公司济川有限与恒翼生物签署独家合作协议, 约定在中国大陆地区 (不包括港澳台) 对恒翼生物拥有或控制的一种 PDE4 抑制剂医药产品以及组合产品 (目标产品 1) 和一种蛋白酶抑制剂医药产品 (目标产品 2) 约定的适应症进行合作, 目标产品 1 已完成临床二期试验, 即将进入临床三期阶段、目标产品 2 目前处于临床三期试验阶段。

点评

- **两大 BD 项目落地, 公司未来业绩增长可期。**公司全资子公司济川有限与恒翼生物于 2022 年 11 月 4 日签署《独家合作协议》, 支付的首付款将不超过 1.8 亿人民币, 开发里程碑付款将不超过 1213 万美元, 销售里程碑付款将不超过 2000 万美元, 并与恒翼生物按照同等比例共同承担目标产品 1 和 2 后续的研发费用, 同时按照同等比例享受销售利润。
- **目标产品市场前景广阔, 为公司后续发展奠定坚实基础。**(1) 目标产品 1 可以用于治疗银屑病、特应性皮炎等免疫和炎症领域相关疾病, 目前国内针对银屑病的 PDE4 口服制剂, 共有 1 款安进公司的阿普米司特片上市和 3 项产品处于临床研究阶段; 针对特应性皮炎的 PDE4 口服制剂, 共有 1 款辉瑞公司的克立硼罗软膏和 3 项产品处于临床研究阶段, 暂无口服制剂上市。目标产品 1 对于 PDE4 靶点具有特异选择性, 同时对中枢神经渗透性低, 给药方式为口服, 可以提供更好的耐受性、安全性、患者依从性和便利性, 根据沙利文研究, 2025 年中国银屑病和特应性皮炎药物市场分别达到 235 亿和 140 亿规模。(2) 目标产品 2 定位于改善腹腔手术后肠胃功能恢复、减少术后肠梗阻。根据沙利文的调研, 目前国内每年约有 8000 万台手术, 其中盆腹腔手术占比约 20%, 目前国内尚未有同类产品上市。预期产品上市后将带动公司业绩进一步增长。
- **公司销售优势明显, 有望带动新产品后续放量。**公司基于以专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式, 加强各层销售资源和学术平台搭建, 强化进院准入能力, 在专业推广能力以及区域覆盖上具有显著优势。突出的销售能力有望为新品销售赋能, 从而带动产品快速放量。

盈利调整与投资建议

- 暂不考虑 BD 项目落地对公司财务情况的影响, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 20.2/22.4/25.0 亿元, 同比增长 17%/11%/11%, 维持“买入”评级。

风险提示

- BD 研发不及预期、产品结构单一风险、产品集采降价风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,940	6,165	7,631	8,540	9,618	10,732
增长率		-11.2%	23.8%	11.9%	12.6%	11.6%
主营业务成本	-1,110	-1,130	-1,277	-1,445	-1,670	-2,143
%销售收入	16.0%	18.3%	16.7%	16.9%	17.4%	20.0%
毛利	5,830	5,035	6,354	7,095	7,948	8,590
%销售收入	84.0%	81.7%	83.3%	83.1%	82.6%	80.0%
营业税金及附加	-110	-100	-121	-132	-149	-166
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-3,449	-3,010	-3,714	-4,082	-4,520	-4,937
%销售收入	49.7%	48.8%	48.7%	47.8%	47.0%	46.0%
管理费用	-258	-290	-317	-359	-414	-440
%销售收入	3.7%	4.7%	4.2%	4.2%	4.3%	4.1%
研发费用	-210	-244	-523	-384	-433	-461
%销售收入	3.0%	4.0%	6.9%	4.5%	4.5%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	1,803	1,391	1,679	2,137	2,432	2,585
%销售收入	26.0%	22.6%	22.0%	25.0%	25.3%	24.1%
财务费用	22	48	89	70	77	113
%销售收入	-0.3%	-0.8%	-1.2%	-0.8%	-0.8%	-1.1%
资产减值损失	0	-6	-8	-10	-12	-10
公允价值变动收益	11	21	115	35	25	20
投资收益	12	1	47	30	50	100
%税前利润	0.6%	0.1%	2.4%	1.3%	1.9%	3.4%
营业利润	1,858	1,469	1,933	2,281	2,587	2,843
营业利润率	26.8%	23.8%	25.3%	26.7%	26.9%	26.5%
营业外收支	35	15	18	90	20	60
税前利润	1,893	1,484	1,950	2,371	2,607	2,903
利润率	27.3%	24.1%	25.6%	27.8%	27.1%	27.0%
所得税	-270	-206	-233	-356	-365	-406
所得税率	14.3%	13.9%	12.0%	15.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,623	1,277	1,717	2,016	2,242	2,497
少数股东损益	0	0	-2	1	1	1
归属于母公司的净利润	1,623	1,277	1,719	2,015	2,241	2,495
净利率	23.4%	20.7%	22.5%	23.6%	23.3%	23.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,623	1,277	1,717	2,016	2,242	2,497
少数股东损益	0	0	-2	1	1	1
非现金支出	235	294	312	306	333	355
非经营收益	32	14	-120	-132	-95	-190
营运资金变动	257	196	-15	358	-2	199
经营活动现金净流	2,148	1,782	1,894	2,548	2,478	2,860
资本开支	-546	-428	-248	-269	-345	-295
投资	89	-1,061	-475	-2,015	-215	-210
其他	12	8	49	30	50	100
投资活动现金净流	-444	-1,481	-673	-2,254	-510	-405
股权募资	0	1,405	50	0	0	0
债权募资	0	0	0	-715	0	0
其他	-1,005	-1,031	-411	-403	-448	-499
筹资活动现金净流	-1,005	374	-361	-1,118	-448	-499
现金净流量	698	674	860	-824	1,520	1,956

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,285	2,959	3,819	2,995	4,514	6,470
应收账款	2,065	2,042	2,195	2,078	2,329	2,592
存货	338	278	376	436	480	528
其他流动资产	223	1,296	1,733	3,733	3,942	4,159
流动资产	4,912	6,576	8,123	9,242	11,266	13,749
%总资产	56.7%	62.5%	67.0%	69.2%	72.8%	76.3%
长期投资	158	205	378	428	468	498
固定资产	3,018	3,141	3,031	3,050	3,049	3,028
%总资产	34.8%	29.9%	25.0%	22.8%	19.7%	16.8%
无形资产	508	475	461	515	565	612
非流动资产	3,753	3,940	4,008	4,121	4,210	4,266
%总资产	43.3%	37.5%	33.0%	30.8%	27.2%	23.7%
资产总计	8,665	10,516	12,131	13,363	15,476	18,015
短期借款	1	1	629	0	0	0
应付款项	1,562	1,675	1,859	2,094	2,382	2,868
其他流动负债	278	290	312	389	416	467
流动负债	1,840	1,967	2,801	2,483	2,798	3,335
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	720	786	199	136	141	145
负债	2,560	2,753	3,000	2,619	2,939	3,480
普通股股东权益	6,104	7,763	9,117	10,729	12,521	14,518
其中：股本	400	436	436	439	439	439
未分配利润	3,675	3,950	5,269	6,881	8,674	10,670
少数股东权益	0	0	14	15	16	17
负债股东权益合计	8,665	10,516	12,131	13,363	15,476	18,015

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.992	1.438	1.935	2.268	2.522	2.809
每股净资产	7.491	8.740	10.264	12.078	14.096	16.343
每股经营现金净流	2.635	2.006	2.133	5.802	5.641	6.511
每股股利	1.230	0.450	0.680	0.917	1.020	1.136
回报率						
净资产收益率	26.59%	16.45%	18.86%	18.78%	17.89%	17.19%
总资产收益率	18.73%	12.15%	14.17%	15.08%	14.48%	13.85%
投入资本收益率	22.85%	14.16%	14.97%	16.70%	16.50%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.72%	-11.17%	23.77%	11.92%	12.62%	11.59%
EBIT增长率	-4.16%	-22.81%	20.66%	27.31%	13.78%	6.29%
净利润增长率	-3.84%	-21.30%	34.60%	17.20%	11.20%	11.37%
总资产增长率	11.12%	21.36%	15.36%	10.15%	15.82%	16.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.3	112.0	96.8	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	107.9	99.6	93.5	110.0	105.0	90.0
应付账款周转天数	174.0	195.6	200.4	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	120.6	164.4	129.6	112.3	95.9	81.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.09%	-46.54%	-53.28%	-62.08%	-66.91%	-72.55%
EBIT利息保障倍数	-82.1	-28.9	-18.9	-30.6	-31.5	-22.8
资产负债率	29.55%	26.18%	24.73%	19.60%	18.99%	19.32%

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402