

济川药业(600566)

报告日期: 2022年11月07日

BD落地，战略稳步推进

——济川药业点评报告

投资要点

□ 事件：公司与恒翼生物合作 BD 项目落地

2022年11月6日，公司发布公告与恒翼生物签署独家合作协议，协议包括两个BD品种：(1)一种PDE4抑制剂医药产品以及组合产品（完成临床二期）、(2)一种蛋白酶抑制剂医药产品（处于临床三期）。

其中首付款不超过1.8亿元，开发里程碑付款不超过1212.5万美元，销售里程碑不超过2000万美元，并与恒翼生物按照1:1比例共同承担两个品种后续的研发费用，1:1比例进行销售利润分成；后续推广销售环节由济川药业独家负责。

□ PDE4抑制剂：适应症多元，竞争格局好

(1) 适应症一：中重度斑块型银屑病

根据Frost&Sullivan，预计2025年中国银屑病市场将达到235亿元。国内已上市PDE4抑制剂仅为安进公司的阿普米司特片。

(2) 适应症二：轻中度特应性皮炎适应症

根据Frost&Sullivan，2025年中国特应性皮炎药物市场将有望达到140亿元。国内已上市PDE4抑制剂为辉瑞公司的克立硼罗软膏，考虑到自身免疫疾病需长期终身使用，公司口服品种依从性更优。

截至公司公告日期，该品种处于完成临床二期阶段，即将进入三期，我们初步预计其在2024年底完成三期临床，有望在2026年实现放量。

□ 蛋白酶抑制剂：腹腔手术肠道功能恢复，无竞争对手

该品种适应症为改善选择性肠切除术患者肠道功能的恢复、减少术后肠梗阻。根据中国卫生健康统计年鉴，2015-2019年我国住院手术人次每年增长速度为11.2%，结合Frost&Sullivan的数据，公司预计2022年中国腹腔盆手术约有1600万台，考虑到国内暂无同类产品上市，公司产品属于一家独大。截至公司公告日期，该品种处于临床三期阶段，我们初步预计有望在2026年实现放量。

□ BD战略布局：战略转型，看好持续性

2022年8月公司推出股权激励计划，并在解禁目标中明确提到2022-2024年公司每年引进品种不少于4个的目标，已将BD合作提升至战略高度。本次BD项目签约是公司股权激励以来首个BD落地公告，为公司后续的战略转型做出铺垫。公司BD能力的拓展，我们认为类似CSO业态，符合产业趋势，随着BD项目的持续落地，将不断提升公司发展天花板。

从财务角度来看，截至2022年9月30日，公司在手货币现金、交易性金融资产有68亿，且目前存量业务每年稳定带来超20亿的经营性现金流，充足的现金流储备可以保障公司后续的BD投入支出，增加优质项目落地的可能性。

□ 核心优势：销售赋能，保障BD品种后续放量

强势的销售能力是公司核心优势。公司院端销售优势来自(1)医院覆盖数量多，公司覆盖医院终端数量约6000家，在儿科、呼吸、消化等诊室积累了强大的医生资源，在进院具有门槛的市场环境中获得先发优势，上述科室药物可以实现快速放量；(2)团队成员稳定，中层团队培养较早，同时受益于完善的内部考核激励和薪酬分配制度，团队成员流失率低；(3)基层医院渗透率高，在下沉市场销售优势显著。

与同行相比，2021年公司销售人员人均产出为250万元/人，显著高于康缘药业、以岭药业、江中药业、佐力药业等，体现出公司在销售效率上的优势。

□ 盈利预测与投资建议

不考虑2023-2024年新增BD费用的假设下，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为86.98/96.99/108.41亿元，同比增速分别为13.98%/11.51%/11.78%；归母净利润分别为21.18/24.84/27.73亿元，同比增速分别为

投资评级：增持(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

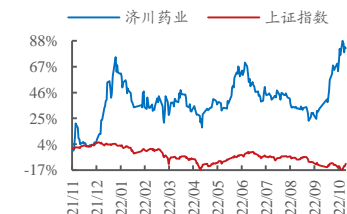
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.51
总市值(百万元)	28,447.05
总股本(百万股)	902.79

股票走势图



相关报告

- 《六问六答：看新业态拓展——济川药业更新报告》
2022.10.26
- 《利润高增速，看好持续性——济川药业2022Q3季报点评》
2022.10.23
- 《利润率创新高，兑现加速——济川药业2022年1-9月经营数据点评》
2022.10.17

23.17%/17.33%/11.60%；对应当前 PE 分别为 13.43x/11.45x/10.26x，估值具有性价比，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	7631	8698	9699	10841
(+/-) (%)	23.77%	13.98%	11.51%	11.78%
归母净利润	1719	2118	2484	2773
(+/-) (%)	34.60%	23.17%	17.33%	11.60%
每股收益(元)	1.90	2.35	2.75	3.07
P/E	16.55	13.43	11.45	10.26

资料来源：Wind，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)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,123	10,421	13,319	16,546
现金	3,819	4,805	6,480	8,614
交易性金融资产	1,675	2,518	3,360	4,094
应收账款	2,111	2,631	2,960	3,228
其它应收款	12	14	16	17
预付账款	47	40	49	58
存货	376	402	443	521
其他	83	12	12	13
非流动资产	4,008	4,097	4,028	3,931
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
资产总计	12,131	14,518	17,347	20,477
流动负债	2,801	3,070	3,414	3,771
短期借款	0	0	0	0
应付款项	946	969	1,123	1,293
预收账款	0	7	2	4
其他	1,855	2,094	2,288	2,474
非流动负债	199	200	200	201
长期借款	0	0	0	0
其他	199	200	200	201
负债合计	3,000	3,270	3,614	3,972
少数股东权益	14	14	14	14
归属母公司股东权益	9,117	11,234	13,719	16,491
负债和股东权益	12,131	14,518	17,347	20,477

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,894	2,090	2,662	2,988
净利润	1,719	2,118	2,484	2,773
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)	(196)	(32)	3
其它	(102)	(135)	(132)	(132)
投资活动现金流	(673)	(1,105)	(987)	(855)
资本支出	(248)	(350)	(260)	(252)
长期投资	(1)	(0)	(0)	(0)
其他	(425)	(755)	(728)	(603)
筹资活动现金流	(361)	0	0	1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(361)	0	0	1
现金净增加额	860	986	1,675	2,134

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7631	8698	9699	10841
营业成本	1277	1440	1629	1851
营业税金及附加	121	139	155	173
营业费用	3714	4044	4481	4987
管理费用	317	348	388	434
研发费用	523	522	436	488
财务费用	(89)	(29)	(36)	(49)
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
营业利润	1933	2383	2804	3130
营业外收支	18	23	18	19
利润总额	1950	2405	2822	3149
所得税	233	288	337	377
净利润	1717	2118	2484	2773
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司净利润	1719	2118	2484	2773
EBITDA	1986	2532	2980	3296
EPS (最新摊薄)	1.90	2.35	2.75	3.07

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	23.77%	13.98%	11.51%	11.78%
营业利润	31.58%	23.27%	17.67%	11.64%
归属母公司净利润	34.60%	23.17%	17.33%	11.60%
获利能力				
毛利率	83.27%	83.44%	83.21%	82.93%
净利率	22.53%	24.35%	25.62%	25.58%
ROE	18.86%	18.85%	18.11%	16.81%
ROIC	15.17%	16.34%	16.00%	14.95%
偿债能力				
资产负债率	24.73%	22.52%	20.83%	19.40%
净负债比率	32.85%	29.07%	26.32%	24.06%
流动比率	2.90	3.39	3.90	4.39
速动比率	2.75	3.25	3.76	4.23
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.65	0.61	0.57
应收账款周转率	3.77	3.79	3.66	3.68
应付账款周转率	1.82	1.87	1.89	1.87
每股指标(元)				
每股收益	1.90	2.35	2.75	3.07
每股经营现金	2.10	2.32	2.95	3.31
每股净资产	10.10	12.44	15.20	18.27
估值比率				
P/E	16.55	13.43	11.45	10.26
P/B	3.12	2.53	2.07	1.72
EV/EBITDA	11.07	9.41	7.43	6.07

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>