

济川药业（600566）

2023 三季报点评：业绩符合预期，研发进入收获期

买入（维持）

2023 年 10 月 25 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书：S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书：S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	8,996	9,352	10,237	11,608
同比	18%	4%	9%	13%
归属母公司净利润（百万元）	2,171	2,500	2,703	3,108
同比	26%	15%	8%	15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.35	2.71	2.93	3.37
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.83	9.41	8.70	7.56

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 三季报，公司 2023 前三季度收入 65.37 亿元（+10.9%，括号内为同比数据，下同），归母净利润 19.44 亿元（+22.1%），扣非归母净利润 18.28 亿元（+26.4%），业绩符合预期。
- **Q3 短期承压，看好 2024 年：**单季度看，公司 Q3 收入和归母净利润同比增速分别为-6.0%和 4.8%，环比增速分别为-14.9%和-8.9%；Q3 业绩短期受到反腐影响，短期承压。预计 2023Q4 仍有一定压力，到 2024 年有望加速恢复。
- **费用率控制良好，加速释放利润：**从费用率上看，公司通过对销售团队的优化，2023 前三季度销售费用率同比下滑 3.44pct 至 41.6%，快速下滑主要因为学术会议等推广活动受到影响；研发费用率同比提升 0.84pct 至 5.12%，不断加大研发力度；财务费用率和管理费用率保持优秀水平。随着费用率的下滑，公司 2023 前三季度净利率同比提升 2.76pct 至 29.79%。
- **研发管线进入收获期：**2023 上半年公司获得丙戊酸钠注射用浓溶液、阿奇霉素干混悬剂生产批件，完成西他沙星颗粒、聚乙二醇钠钾散、丙戊酸钠缓释片、罗沙司他胶囊、布立西坦等申报生产以及丙氨酰谷氨酰胺注射液一致性评价申报，小儿豉翘清热糖浆和碳酸利多卡因注射液（工艺变更）完成注册现场核查。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到反腐对收入的影响和销售费用的节省，我们将 2023-2025 年营业总收入由 98.5/107.9/122.2 亿元下调至 93.5/102.4/116.1 亿元；将归母净利润由 24.1/26.5/30.5 亿元上调至 25.0/27.0/31.1 亿元，基于公司 1）反腐影响有望在 2024 年消除，2）小儿豉翘有望进入儿科基药，加速放量，3）二线品种持续放量，研发管线开始收获；4）BD 和销售能力强，有望形成大品种代销，维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险，BD 品种存在不确定性，产品销售不及预期，研发不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.50
一年最低/最高价	23.95/35.25
市净率(倍)	1.89
流通 A 股市值(百万元)	23,351.58
总市值(百万元)	23,510.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.52
资产负债率(%，LF)	24.80
总股本(百万股)	922.00
流通 A 股(百万股)	915.75

相关研究

《济川药业(600566)：2022 年报点评：同贝等基本盘稳固，二线、BD 带来成长动力》

2023-04-12

《济川药业(600566)：小儿豉翘引领二线放量，BD 项目未来可期》

2022-11-01

济川药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,177	13,885	17,205	21,003	营业总收入	8,996	9,352	10,237	11,608
货币资金及交易性金融资产	7,863	10,420	13,438	16,690	营业成本(含金融类)	1,537	1,791	2,041	2,293
经营性应收款项	2,889	2,959	3,180	3,672	税金及附加	139	148	161	182
存货	391	475	554	605	销售费用	4,113	3,769	4,146	4,701
合同资产	0	0	0	0	管理费用	364	383	420	476
其他流动资产	32	31	33	36	研发费用	553	542	563	638
非流动资产	3,805	3,776	3,632	3,490	财务费用	(86)	(24)	(50)	(80)
长期股权投资	14	14	15	16	加:其他收益	20	17	23	24
固定资产及使用权资产	2,504	2,514	2,390	2,252	投资净收益	66	63	69	81
在建工程	352	338	329	332	公允价值变动	(7)	0	0	0
无形资产	321	316	326	341	减值损失	(36)	1	0	0
商誉	167	167	167	167	资产处置收益	5	4	4	5
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	2,423	2,827	3,052	3,508
其他非流动资产	443	423	401	378	营业外净收支	84	39	47	57
资产总计	14,981	17,661	20,837	24,493	利润总额	2,508	2,866	3,099	3,565
流动负债	3,427	3,608	4,082	4,629	减:所得税	336	367	397	456
短期借款及一年内到期的非流动负债	400	400	400	400	净利润	2,172	2,499	2,702	3,108
经营性应付款项	1,505	1,429	1,713	2,000	减:少数股东损益	1	(1)	(1)	0
合同负债	49	32	44	55	归属母公司净利润	2,171	2,500	2,703	3,108
其他流动负债	1,472	1,747	1,924	2,174	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.35	2.71	2.93	3.37
非流动负债	201	201	201	201	EBIT	2,274	2,719	2,907	3,318
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,592	3,062	3,259	3,682
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	82.91	80.85	80.07	80.25
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	24.13	26.73	26.41	26.78
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	17.90	3.96	9.46	13.40
负债合计	3,629	3,810	4,283	4,831	归母净利润增长率(%)	26.27	15.15	8.15	14.99
归属母公司股东权益	11,337	13,837	16,540	19,649					
少数股东权益	15	15	14	14					
所有者权益合计	11,353	13,852	16,554	19,662					
负债和股东权益	14,981	17,661	20,837	24,493					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,621	2,789	3,131	3,356	每股净资产(元)	12.30	15.01	17.94	21.32
投资活动现金流	(1,503)	(209)	(88)	(80)	最新发行在外股份(百万股)	922	922	922	922
筹资活动现金流	(118)	(24)	(24)	(24)	ROIC(%)	18.30	18.23	16.25	15.63
现金净增加额	1,000	2,556	3,018	3,252	ROE-摊薄(%)	19.15	18.06	16.34	15.82
折旧和摊销	318	343	352	365	资产负债率(%)	24.22	21.57	20.55	19.72
资本开支	(191)	(273)	(158)	(162)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.83	9.41	8.70	7.56
营运资本变动	127	(246)	(4)	(245)	P/B(现价)	2.07	1.70	1.42	1.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>