

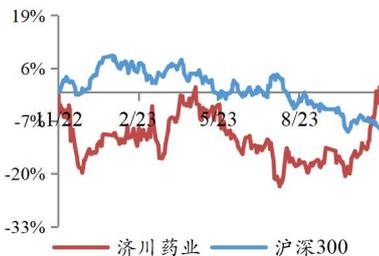
## 营收短期受压，费用率持续优化维持利润稳健增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-30

收盘价（元）	31.69
近 12 个月最高/最低（元）	32.11/24.32
总股本（百万股）	922
流通股本（百万股）	916
流通股比例（%）	99.34
总市值（亿元）	292
流通市值（亿元）	290

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

1.【华安医药】公司点评济川药业：二季度增速明显，BD 落地带来新增长 2023-08-14

2.【华安医药】济川药业点评报告：四季度快速增长，双轮驱动推动公司发展 2023-04-11

### 主要观点：

#### ● 事件：

济川药业发布三季度报告。2023 年公司前三季度实现营业收入 65.37 亿元，同比+10.91%；归母净利润 19.44 亿元，同比+22.11%；扣非净利润 18.28 亿元，同比+26.38%。

#### ● 分析点评

##### 三季度收入短期承压，费用率持续优化保障利润稳健增长

单季度来看，公司 2023Q3 收入为 19.08 亿元，同比-6.05%；归母净利润为 6.04 亿元，同比+4.82%；扣非净利润 5.81 亿元，同比+6.42%。

公司前三季度销售毛利率为 81.69%，同比-1.05 个百分点，销售费用率 41.60%，同比-3.44 个百分点；管理费用率 4.27%，同比-0.07 个百分点；财务费用率-2.60%，同比-1.61 个百分点；公司三季度收入略有回调，费用优化实现利润稳健增长。

##### BD 持续推进，收购防流感抑制剂独家推广权益带来新增长

子公司济川有限与征祥医药于 2023 年 8 月 5 日签署《独家合作协议》，约定在中华人民共和国大陆地区对征祥医药自主研发的一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂（代号为：ZX-7101A）口服制剂约定的适应症进行合作。济川有限向征祥医药支付不超过人民币 1.2 亿元（含税）的推广权益对价，并拟以自有资金 6,000 万元向征祥医药进行股权投资。

流感是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病，甲型和乙型流感病毒每年呈季节性流行，我国每年从 10 月开始进入流感高发季节。

ZX-7101A 是征祥医药自主研发的 RNA 聚合酶抑制剂，具有广谱抗流感病毒的特性，高效抑制甲、乙型流感病毒包括高致死禽流感病毒。ZX-7101A 于 2021 年 9 月 27 日获中国国家药监局审评中心

（CDE）批准开展临床试验申请（IND），正式进入临床开发阶段。目前，已完成 I/II 期临床研究，临床结果显示 ZX-7101A 能明显缩短流感症状缓解时间。ZX-7101A 即将完成第一个适应症的临床 III 期试验。预计产品上市后将给公司带来较大的增长空间。

##### 丰富储备产品，创新引领公司可持续发展

2023 年前三季度公司的研发费用为 3.35 亿元，同比+32.50%。公司核心产品小儿豉翘清热颗粒剂型改良品种小儿豉翘清热糖浆已于 11 月 20 日获得批准上市，进一步丰富公司储备品种，有望带来新增长。截至 2023 年上半年，公司已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酸谷氨酰胺注射液一致性评价申报，完成小儿豉翘清热糖浆和碳酸利多卡因注射液（工艺变更）注册现场核查。

同时，公司已有达到药品一致性评价研究阶段项目 4 项，进入预 BE 或 BE 项目 6 项，获得发明专利 3 项。

### ● 投资建议

我们维持此前预测，预计公司 2023~2025 年收入分别 97.5/106.9/117.2 亿元（前值为 101.2/114.5/131.0 亿元），分别同比增长 8.4%/9.7%/9.6%，归母净利润分别为 25.1/28.7/31.6 亿元（前值为 24.4/27.5/31.2 亿元），分别同比增长 15.7%/14.4%/10.1%，对应估值为 12X/10X/9X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

产品销售不及预期风险，BD 项目不及预期风险，产品集中风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8996	9751	10694	11724
收入同比 (%)	17.9%	8.4%	9.7%	9.6%
归属母公司净利润	2171	2511	2872	3164
净利润同比 (%)	26.3%	15.7%	14.4%	10.1%
毛利率 (%)	82.9%	82.8%	82.4%	82.4%
ROE (%)	19.1%	17.5%	16.7%	15.5%
每股收益 (元)	2.44	2.72	3.12	3.43
P/E	11.16	11.64	10.17	9.23
P/B	1.09	2.04	1.70	1.44
EV/EBITDA	3.05	6.73	5.14	3.90

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11177	14447	18086	21801	<b>营业收入</b>	8996	9751	10694	11724
现金	4819	7818	10950	14225	营业成本	1537	1680	1881	2059
应收账款	2832	2884	3264	3523	营业税金及附加	139	146	160	176
其他应收款	17	17	20	21	销售费用	4113	4437	4705	5158
预付账款	39	52	53	61	管理费用	364	390	428	469
存货	391	461	498	555	财务费用	-86	-36	-66	-97
其他流动资产	3078	3215	3301	3416	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3805	3536	3257	2972	公允价值变动收益	-7	100	100	100
长期投资	14	15	15	16	投资净收益	66	49	53	59
固定资产	2502	2255	2001	1738	<b>营业利润</b>	2423	2872	3288	3623
无形资产	321	292	263	235	营业外收入	96	20	20	20
其他非流动资产	968	974	978	983	营业外支出	12	5	5	5
<b>资产总计</b>	14981	17983	21343	24773	<b>利润总额</b>	2508	2887	3303	3638
<b>流动负债</b>	3427	3448	3935	4200	所得税	336	375	429	473
短期借款	400	400	400	400	<b>净利润</b>	2172	2512	2874	3165
应付账款	1270	1183	1439	1513	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1757	1865	2095	2287	<b>归属母公司净利润</b>	2171	2511	2872	3164
<b>非流动负债</b>	201	201	201	201	EBITDA	2592	3238	3633	3944
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.44	2.72	3.12	3.43
其他非流动负债	201	201	201	201					
<b>负债合计</b>	3629	3650	4136	4401					
少数股东权益	15	16	18	19	<b>主要财务比率</b>				
股本	453	922	922	922	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	3984	3984	3984	3984	<b>成长能力</b>				
留存收益	6901	9411	12284	15447	营业收入	17.9%	8.4%	9.7%	9.6%
归属母公司股东权益	11337	14317	17189	20353	营业利润	25.4%	18.5%	14.5%	10.2%
<b>负债和股东权益</b>	14981	17983	21343	24773	归属于母公司净利	26.3%	15.7%	14.4%	10.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	82.9%	82.8%	82.4%	82.4%
					净利率 (%)	24.1%	25.7%	26.9%	27.0%
					ROE (%)	19.1%	17.5%	16.7%	15.5%
					ROIC (%)	16.8%	16.8%	16.0%	14.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	24.2%	20.3%	19.4%	17.8%
					净负债比率 (%)	32.0%	25.5%	24.0%	21.6%
					流动比率	3.26	4.19	4.60	5.19
					速动比率	3.14	4.04	4.46	5.04
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.60	0.54	0.50	0.47
					应收账款周转率	3.18	3.38	3.28	3.33
					应付账款周转率	1.21	1.42	1.31	1.36
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.44	2.72	3.12	3.43
					每股经营现金流(薄)	5.79	2.81	3.46	3.61
					每股净资产	25.04	15.53	18.65	22.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.16	11.64	10.17	9.23
					P/B	1.09	2.04	1.70	1.44
					EV/EBITDA	3.05	6.73	5.14	3.90

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。