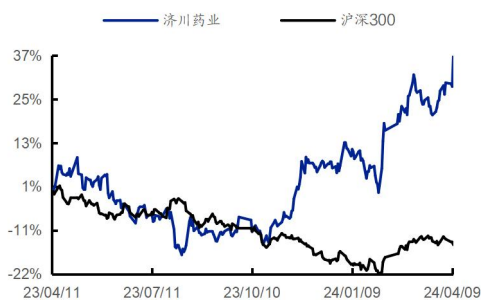


研究所:  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 沈崇皓 S0350524010005  
 shendh01@ghzq.com.cn

## 业绩快速增长, BD 创新转型稳步推进

### ——济川药业 (600566) 2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
济川药业	7.9%	23.6%	35.7%
沪深 300	-1.1%	6.9%	-14.6%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/10
当前价格 (元)	40.25
52 周价格区间 (元)	23.95-41.46
总市值 (百万)	37,102.72
流通市值 (百万)	36,858.86
总股本 (万股)	92,180.67
流通股本 (万股)	91,574.82
日均成交额 (百万)	1,032.87
近一月换手 (%)	0.73

#### 相关报告

《济川药业 (600566) 2023 年三季度点评报告: 经营提效显著, 研发创新持续推进 (买入)\* 中药 II\*周小刚》——2023-10-27

《济川药业 (600566) 中报点评报告: 业绩快速增长, 内生外延持续发力 (买入)\* 中药 II\*周小刚》——2023-08-15

《济川药业 (600566) 2023 年一季度点评报告: 盈利能力持续提升, 业绩增长超预期 (买入)\* 中药 II\*周小刚》——2023-04-20

《济川药业 (600566) 点评报告: 业绩增长超预期,

#### 事件:

济川药业 2024 年 4 月 10 日发布公告: 2023 年, 公司实现营业收入 96.55 亿元, 同比增长 7.32%; 归母净利润 28.23 亿元, 同比增长 30.04%; 扣非归母净利润 26.92 亿元, 同比增长 32.72%。

#### 投资要点:

- 利润增速快于收入, 经营效率提升明显** 2023 年, 公司实现营业收入 96.55 亿元, 同比增长 7.32%; 归母净利润 28.23 亿元, 同比增长 30.04%; 扣非归母净利润 26.92 亿元, 同比增长 32.72%。其中, 单四季度公司实现营业收入 31.18 亿元, 同比增长 0.49%; 归母净利润 8.79 亿元, 同比增长 51.84%; 扣非归母净利润 8.64 亿元, 同比增长 48.48%。
- 核心产品持续放量, 积极加强渠道拓展** 2023 年公司清热解毒类产品收入为 33.80 亿元, 同比增长 17.68%; 儿科类产品收入为 27.41 亿元, 同比增长 13.01%, 核心产品持续放量, 同时公司加强销售渠道拓展, 积极推进空白市场、潜力市场的开发, 形成新的增量。
- 提升分红比例积极回报股东, 推出员工持股计划提升团队积极性** 2023 年公司分红金额 11.97 亿元 (含税), 对应分红率 42.41%, 较去年提升 5.02pct。同时, 推出 2024 年员工持股计划, 设立规模不超过 1430.55 万元, 参加本期员工持股计划的员工总人数不超过 70 人, 推出多样化的激励机制, 进一步提升管理团队积极性。
- 积极推进创新转型, BD 项目持续落地** 2023 年达成了 4 项产品引进或合作协议, 包括 1 个用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白 (PA) 抑制剂 ZX7101A, 1 个中医定向透药治疗仪, 2 个分别用于妇科和眼科的医疗器械类产品, 紧扣中长期发展战略和市场需求, 以商业拓展赋能外延式扩张。
- 盈利预测和投资评级** 综合考虑公司盈利能力持续提升, 我们上调盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营业收入为 100.90、112.74、124.98 亿元, 归母净利润为 30.39、34.40、38.60 亿元, 对应 PE 为 12.21x、10.79x、9.61x。由于公司一线产品持续放量, 二线产品

完成年度股权激励目标（买入）\*中药II\*周小刚》

——2023-01-20

《济川药业（600566）点评报告：公司业绩持续恢复，收入和利润超预期（买入）\*中药II\*周小刚》

——2022-10-23

稳健增长，BD 转型持续推进，维持“买入”评级。

- **风险提示** 政策导致产品失去部分销售市场的风险，产品销售推广不及预期的风险，产品线相对单薄导致增长乏力的风险，研发进展不及预期的风险，BD 项目合作不及预期，集采降价导致产品销售出现严重下滑。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9655	10090	11274	12498
增长率(%)	7	5	12	11
归母净利润（百万元）	2823	3039	3440	3860
增长率(%)	30	8	13	12
摊薄每股收益（元）	3.08	3.30	3.73	4.19
ROE(%)	21	19	17	16
P/E	10.20	12.21	10.79	9.61
P/B	2.17	2.26	1.87	1.57
P/S	3.00	3.68	3.29	2.97
EV/EBITDA	6.94	7.59	5.94	4.50

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：济川药业盈利预测表

证券代码:	600566				股价:	40.25				投资评级:	买入				日期:	2024/04/10			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	21%	19%	17%	16%	EPS	3.08	3.30	3.73	4.19										
毛利率	82%	81%	81%	82%	BVPS	14.48	17.78	21.51	25.70										
期间费率	43%	42%	42%	41%	<b>估值</b>														
销售净利率	29%	30%	31%	31%	P/E	10.20	12.21	10.79	9.61										
<b>成长能力</b>					P/B	2.17	2.26	1.87	1.57										
收入增长率	7%	5%	12%	11%	P/S	3.00	3.68	3.29	2.97										
利润增长率	30%	8%	13%	12%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.53	0.47	0.45	0.42	营业收入	9655	10090	11274	12498										
应收账款周转率	3.54	3.42	3.42	3.44	营业成本	1784	1871	2087	2311										
存货周转率	19.70	19.88	20.04	19.95	营业税金及附加	146	155	172	191										
<b>偿债能力</b>					销售费用	4007	3986	4453	4937										
资产负债率	26%	23%	21%	19%	管理费用	373	394	440	487										
流动比	3.10	3.71	4.15	4.61	财务费用	-257	-113	-170	-240										
速动比	2.99	3.59	4.03	4.49	其他费用/(-收入)	464	404	451	500										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	3258	3495	3956	4440										
现金及现金等价物	10916	13748	17289	21217	营业外净收支	39	24	38	42										
应收款项	2773	2973	3332	3672	利润总额	3297	3519	3994	4482										
存货净额	490	508	563	626	所得税费用	470	478	550	618										
其他流动资产	56	92	90	99	净利润	2827	3041	3443	3863										
<b>流动资产合计</b>	<b>14235</b>	<b>17321</b>	<b>21273</b>	<b>25614</b>	少数股东损益	4	2	3	4										
固定资产	2732	2702	2676	2646	归属于母公司净利润	2823	3039	3440	3860										
在建工程	187	187	137	84	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	989	993	995	995	经营活动现金流	3464	3154	3778	4172										
长期股权投资	0	60	85	116	净利润	2823	3039	3440	3860										
<b>资产总计</b>	<b>18144</b>	<b>21262</b>	<b>25166</b>	<b>29456</b>	少数股东损益	4	2	3	4										
短期借款	1043	1043	1043	1043	折旧摊销	305	352	373	396										
应付款项	2141	1964	2271	2528	公允价值变动	-15	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	409	-176	49	14										
其他流动负债	1408	1662	1816	1985	<b>投资活动现金流</b>	<b>-394</b>	<b>-281</b>	<b>-195</b>	<b>-201</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>4592</b>	<b>4669</b>	<b>5130</b>	<b>5556</b>	资本支出	-294	-299	-259	-270										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-183	-60	-25	-30										
其他长期负债	183	183	183	183	其他	82	78	89	99										
<b>长期负债合计</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-151</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>										
<b>负债合计</b>	<b>4775</b>	<b>4852</b>	<b>5313</b>	<b>5739</b>	债务融资	695	0	0	0										
股本	922	922	922	922	权益融资	14	0	0	0										
股东权益	13369	16410	19853	23716	其它	-860	-42	-42	-42										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18144</b>	<b>21262</b>	<b>25166</b>	<b>29456</b>	现金净增加额	2919	2832	3540	3929										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、9 年医药研究工作经验。

赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

## 【分析师承诺】

周小刚，沈崇皓，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，

本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。