

济川药业 (600566.SH)
中药 II

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月28日

评级: 买入 (维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

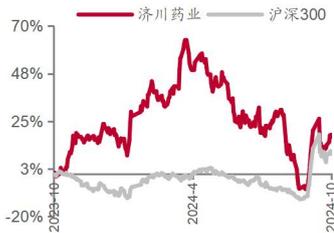
执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	921.70
流通股本(百万股)	915.75
市价(元)	30.53
市值(百万元)	28,139.63
流通市值(百万元)	27,957.79

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《济川药业: 业绩短期承压, BD持续推进》2024-08-27
- 《济川药业: 业绩大超预期, 净利率持续优化》2024-04-22
- 《济川药业-2023年报点评: Q4业绩超预期, 分红率再度提高》2024-04-10

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,996	9,655	9,183	10,004	10,772
增长率 yoy%	18%	7%	-5%	9%	8%
归母净利润(百万元)	2,171	2,823	2,709	3,030	3,270
增长率 yoy%	26%	30%	-4%	12%	8%
每股收益(元)	2.36	3.06	2.94	3.29	3.55
每股现金流量	2.84	3.76	1.60	3.07	3.58
净资产收益率	19%	21%	17%	16%	15%
P/E	13.0	10.0	10.4	9.3	8.6
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3

备注: 股价截止自2024年10月26日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **事件: 公司发布2024年三季报, 报告期内实现营业收入58.05亿元, 同比下降11.19%; 实现归母净利润19.03亿元, 同比下降2.13%; 实现扣非净利润16.99亿元, 同比下降7.06%。**
- **高基数下收入利润略有下滑, 业绩符合预期。**单三季度公司实现营业收入17.71亿元, 同比下降7.18%; 实现归母净利润5.65亿元, 同比下降6.58%; 实现扣非净利润5.19亿元, 同比下降10.69%。单三季度收入利润均小幅下滑, 主要系去年同期呼吸类产品高基数、及雷贝拉唑钠肠溶胶囊受医药集采影响所致。
- **销售费用率持续优化, 净利率稳中有升。**前三季度, 公司实现毛利率79.26%, 较2023年同期下降2.44pp, 预计主要与雷贝拉唑钠肠溶胶囊集采执行相关; 实现净利率32.78%, 较2023年同期提升3.04pp。费用端, 2024年前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为37.73%/10.30%/-3.54%, 分别同比-3.86pp/+0.92pp/-0.93pp, 得益于销售费用率的大幅下降, 公司整体期间费用率得到有效控制。
- **BD有序推进, 持续丰富产品矩阵。**今年7月, 公司与苏州玉森签订战略合作协议, 双方计划在中药创新药物研制特别是针对儿童、呼吸、妇科、消化等领域展开一系列深入合作。自研方面, 截止年中, 公司进入临床三期项目1项, 进入预BE或BE项目2项; 提交中国专利新申请4件, PCT国际专利新申请1件; 获得中国专利授权1件, 欧洲授权1件。
- **盈利预测和投资建议:**考虑到2024年呼吸品类需求回落, 我们对盈利预测做出调整, 预计2024-2026年公司实现营业收入91.83、100.04、107.72亿元(预测前值为95.05、104.01、112.49亿元), 同比-5%、+9%、+8%, 实现归母净利润27.09、30.30、32.70亿元(预测前值为28.93、32.41、35.28亿元), 同比增长-4%、12%、8%。考虑到公司核心品种竞争格局稳定、市场份额领先, 夯实业绩稳健增长的基础, 二线品种发力及BD落地带来第二增长曲线, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 集采降价风险; 核心产品销售不及预期风险; 商业化进度不及预期风险; 研报使用信息数据更新不及时的风险**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,738	7,994	10,870	14,240	营业收入	9,655	9,183	10,004	10,772
应收票据	46	0	0	0	营业成本	1,784	1,842	1,931	2,053
应收账款	2,727	2,636	2,796	2,981	税金及附加	146	139	154	165
预付账款	26	47	42	42	销售费用	4,007	3,637	3,941	4,233
存货	490	493	664	586	管理费用	373	349	400	431
合同资产	0	0	0	0	研发费用	464	367	400	431
其他流动资产	3,209	3,248	3,255	3,260	财务费用	-257	-171	-217	-216
流动资产合计	14,235	14,417	17,627	21,109	信用减值损失	3	-5	-5	-5
其他长期投资	6	6	6	6	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	15	15	15	15
固定资产	2,732	2,853	3,021	3,231	投资收益	82	80	80	80
在建工程	187	287	287	187	其他收益	20	20	20	20
无形资产	305	304	307	301	营业利润	3,258	3,130	3,505	3,785
其他非流动资产	678	684	684	685	营业外收入	42	40	40	40
非流动资产合计	3,908	4,134	4,306	4,410	营业外支出	3	5	5	5
资产合计	18,144	18,552	21,933	25,519	利润总额	3,297	3,165	3,540	3,820
短期借款	1,043	97	226	335	所得税	470	452	505	545
应付票据	446	301	350	384	净利润	2,827	2,713	3,035	3,275
应付账款	1,694	368	392	423	少数股东损益	4	4	5	5
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,823	2,709	3,030	3,270
合同负债	17	129	140	151	NOPLAT	2,606	2,567	2,849	3,090
其他应付款	903	903	903	903	EPS (摊薄)	3.06	2.94	3.29	3.55
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	486	478	502	518	主要财务比率				
流动负债合计	4,592	2,277	2,514	2,714	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.3%	-4.9%	8.9%	7.7%
其他非流动负债	183	183	183	183	EBIT 增长率	25.5%	-1.5%	11.0%	8.5%
非流动负债合计	183	283	483	683	归母公司净利润增长率	30.0%	-4.0%	11.9%	7.9%
负债合计	4,775	2,560	2,997	3,397	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,349	15,968	18,908	22,088	毛利率	81.5%	79.9%	80.7%	80.9%
少数股东权益	19	24	28	33	净利率	29.3%	29.5%	30.3%	30.4%
所有者权益合计	13,369	15,992	18,936	22,121	ROE	21.1%	16.9%	16.0%	14.8%
负债和股东权益	18,144	18,552	21,933	25,519	ROIC	27.9%	23.6%	20.8%	18.5%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	26.3%	13.8%	13.7%	13.3%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	9.2%	2.4%	3.7%	4.6%
经营活动现金流	3,464	1,473	2,830	3,297	流动比率	3.1	6.3	7.0	7.8
现金收益	2,873	2,863	3,152	3,411	速动比率	3.0	6.1	6.7	7.6
存货影响	-99	-3	-171	78	营运能力				
经营性应收影响	72	116	-156	-185	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营性应付影响	532	-1,472	72	65	应收账款周转天数	104	105	98	97
其他影响	85	-31	-67	-73	应付账款周转天数	299	202	71	71
投资活动现金流	-394	-451	-410	-361	存货周转天数	89	96	108	110
资本支出	-352	-540	-505	-455	每股指标 (元)				
股权投资	14	0	0	0	每股收益	3.06	2.94	3.29	3.55
其他长期资产变化	-56	89	95	94	每股经营现金流	3.76	1.60	3.07	3.58
融资活动现金流	-151	-766	456	434	每股净资产	14.48	17.32	20.51	23.96
借款增加	644	-846	329	309	估值比率				
股利及利息支付	-823	-140	-131	-165	P/E	10	10	9	9
股东融资	14	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	14	220	258	290	EV/EBITDA	12	12	11	10

来源：WIND，中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。