



济川药业 (600566.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期承压，分红表现超预期

业绩简评

2025 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现收入 80.17 亿元（同比-17%），实现归母净利润 25.32 亿元（同比-10%），实现扣非归母净利润 22.66 亿元（同比-16%）。

公司同时发布 2025 年一季报。2025 年 Q1 公司实现收入 15.25 亿元（同比-37%），实现归母净利润 4.40 亿元（同比-48%），实现扣非归母净利润 3.92 亿元（同比-46%）。

经营分析

受高基数或集采影响，核心品种表现承压。24 年及 25 年 Q1 公司业绩表现承压，主要由于公司蒲地蓝消炎口服液及小儿豉翘清热颗粒受同期收入高基数的影响，同时雷贝拉唑钠肠溶胶囊受医药集采政策影响。24 年公司清热解毒类产品收入约 26.9 亿元，同比-20%，儿科类产品收入约 22.5 亿元，同比-18%，消化类产品收入约 11.5 亿元，同比-32%。预计从 25 年 Q2 开始，蒲地蓝及小儿豉翘基数压力减轻，雷贝集采影响消化。

产品引进有序进行，为中长期发展赋能。24 年公司达成 4 项产品引进或合作协议，引进产品包括：1 个呼吸领域的中药 1 类新药，1 个疼痛领域的化药 1 类新药，1 个耳鼻喉科儿童类中药 1 类新药；合作了一个消化领域的化药 1 类新药。公司此前与征祥医药签署独家合作协议的流感药 ZX-7101A，其用于成人无并发症的单纯性流感的治疗正在上市申请中，其他适应症临床工作亦在推进。

现金流充沛，高比例分红。公司 25 年 Q1 货币资金+交易性金融资产超 125 亿元，账上现金充沛。根据公司 24 年利润分配预案，每股派发现金红利 2.09 元（含税），合计拟派发现金红利约为 19.22 亿元（含税），占 24 年公司归母净利润的 75.93%。

盈利预测、估值与评级

公司短期已消化基数压力，中长期 BD 管线稳步布局，且近年来持续提升高分红比例。基于发展现状，我们将公司 25-26 年营收预测由 92.2/101.0 亿元下调至 74.2/81.4 亿元，27 年预计为 89.8 亿元，将公司 25-26 年归母净利润预测由 29.8/33.1 亿元下调至 22.6/25.6 亿元，27 年预计为 28.8 亿元，25-27 年 EPS 分别为 2.46/2.77/3.13 元，现价对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

产品获批上市进度不及预期风险、BD 进展不及预期风险、产品集采降价风险等。

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.59 元

相关报告：

1.《济川药业公司点评：环比表现改善，核心品种短期增长有望向好》，2024.10.27

2.《济川药业公司点评：业绩短期波动，BD 有望为长期发展赋能》，2024.8.25



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,655	8,017	7,421	8,139	8,978
营业收入增长率	7.32%	-16.96%	-7.43%	9.68%	10.30%
归母净利润(百万元)	2,823	2,532	2,263	2,557	2,881
归母净利润增长率	30.04%	-10.32%	-10.59%	12.98%	12.67%
摊薄每股收益(元)	3.062	2.747	2.456	2.774	3.126
每股经营性现金流净额	3.76	2.36	5.53	5.80	6.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.15%	17.22%	14.32%	14.97%	15.57%
P/E	10.26	10.59	10.42	9.22	8.19
P/B	2.17	1.82	1.49	1.38	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,996	9,655	8,017	7,421	8,139	8,978
增长率	7.3%	-17.0%	-7.4%	9.7%	10.3%	
主营业务成本	-1,537	-1,784	-1,664	-1,558	-1,679	-1,821
%销售收入	17.1%	18.5%	20.8%	21.0%	20.6%	20.3%
毛利	7,459	7,871	6,353	5,863	6,460	7,157
%销售收入	82.9%	81.5%	79.2%	79.0%	79.4%	79.7%
营业税金及附加	-139	-146	-134	-122	-130	-144
%销售收入	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
销售费用	-4,113	-4,007	-2,954	-2,709	-2,930	-3,187
%销售收入	45.7%	41.5%	36.8%	36.5%	36.0%	35.5%
管理费用	-364	-373	-433	-393	-423	-458
%销售收入	4.0%	3.9%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%
研发费用	-553	-464	-445	-408	-448	-494
%销售收入	6.2%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	2,290	2,881	2,387	2,230	2,529	2,874
%销售收入	25.5%	29.8%	29.8%	30.0%	31.1%	32.0%
财务费用	86	257	241	169	215	251
%销售收入	-1.0%	-2.7%	-3.0%	-2.3%	-2.6%	-2.8%
资产减值损失	-36	3	19	0	0	0
公允价值变动收益	-7	15	99	80	80	80
投资收益	66	82	84	80	80	80
%税前利润	2.6%	2.5%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%
营业利润	2,423	3,258	2,863	2,579	2,924	3,305
营业利润率	26.9%	33.7%	35.7%	34.8%	35.9%	36.8%
营业外收支	84	39	115	80	80	80
税前利润	2,508	3,297	2,978	2,659	3,004	3,385
利润率	27.9%	34.2%	37.1%	35.8%	36.9%	37.7%
所得税	-336	-470	-442	-391	-442	-498
所得税率	13.4%	14.3%	14.8%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	2,172	2,827	2,537	2,268	2,563	2,887
少数股东损益	1	4	5	5	6	6
归属于母公司的净利润	2,171	2,823	2,532	2,263	2,557	2,881
净利率	24.1%	29.2%	31.6%	30.5%	31.4%	32.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,172	2,827	2,537	2,268	2,563	2,887
少数股东损益	1	4	5	5	6	6
非现金支出	355	301	290	288	300	311
非经营收益	-28	-74	-133	-222	-240	-240
营运资金变动	123	409	-517	167	5	-23
经营活动现金净流	2,621	3,464	2,176	2,502	2,627	2,935
资本开支	-191	-294	-174	-87	-120	-100
投资	-1,380	-183	-1,951	70	80	80
其他	68	82	85	80	80	80
投资活动现金净流	-1,503	-394	-2,040	63	40	60
股权募资	97	14	0	0	0	0
债权募资	392	695	36	-77	-115	15
其他	-607	-860	-1,241	-1,168	-1,290	-1,449
筹资活动现金净流	-118	-151	-1,205	-1,245	-1,406	-1,433
现金净流量	1,000	2,919	-1,069	1,320	1,262	1,562

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,819	7,738	6,669	7,989	9,251	10,813
应收款项	2,867	2,797	2,270	2,282	2,436	2,638
存货	391	490	569	470	483	499
其他流动资产	3,099	3,211	5,194	5,202	5,205	5,207
流动资产	11,177	14,235	14,702	15,943	17,375	19,158
%总资产	74.6%	78.5%	79.6%	81.4%	83.1%	84.9%
长期投资	379	400	470	480	480	480
固定资产	2,854	2,919	2,703	2,578	2,442	2,296
%总资产	19.1%	16.1%	14.6%	13.2%	11.7%	10.2%
无形资产	492	484	478	483	520	535
非流动资产	3,805	3,908	3,757	3,644	3,544	3,413
%总资产	25.4%	21.5%	20.4%	18.6%	16.9%	15.1%
资产总计	14,981	18,144	18,459	19,588	20,919	22,571
短期借款	400	1,044	788	700	650	600
应付款项	2,512	3,049	2,323	2,405	2,537	2,686
其他流动负债	515	498	427	434	476	524
流动负债	3,427	4,592	3,538	3,539	3,663	3,811
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	201	183	195	208	143	208
负债	3,629	4,775	3,733	3,747	3,806	4,019
普通股股东权益	11,337	13,349	14,702	15,811	17,078	18,511
其中：股本	453	453	453	453	453	453
未分配利润	6,836	8,848	10,183	11,293	12,560	13,992
少数股东权益	15	19	25	30	35	41
负债股东权益合计	14,981	18,144	18,459	19,588	20,919	22,571

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.355	3.062	2.747	2.456	2.774	3.126
每股净资产	12.299	14.482	15.951	17.154	18.529	20.083
每股经营现金净流	2.843	3.758	2.361	5.526	5.804	6.484
每股股利	0.880	1.300	2.090	2.550	2.850	3.200
回报率						
净资产收益率	19.15%	21.15%	17.22%	14.32%	14.97%	15.57%
总资产收益率	14.49%	15.56%	13.71%	11.56%	12.22%	12.77%
投入资本收益率	16.70%	17.01%	13.00%	11.41%	12.06%	12.71%
增长率						
主营业务收入增长率	17.90%	7.32%	-16.96%	-7.43%	9.68%	10.30%
EBIT 增长率	36.39%	25.80%	-17.12%	-6.59%	13.41%	13.65%
净利润增长率	26.27%	30.04%	-10.32%	-10.59%	12.98%	12.67%
总资产增长率	23.49%	21.11%	1.74%	6.11%	6.80%	7.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.3	105.1	111.5	108.0	105.0	103.0
存货周转天数	91.1	90.2	116.2	110.0	105.0	100.0
应付账款周转天数	239.1	303.3	343.7	330.0	320.0	310.0
固定资产周转天数	101.5	103.3	115.9	116.6	98.0	80.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.74%	-73.84%	-74.98%	-78.60%	-80.42%	-82.87%
EBIT 利息保障倍数	-26.7	-11.2	-9.9	-13.2	-11.7	-11.5
资产负债率	24.22%	26.32%	20.22%	19.13%	18.19%	17.81%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	4	15
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.40	1.43	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究