

济川药业（600566）

2025 半年报点评：业绩阶段性承压，创新管线逐步进入收获期

买入（维持）

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

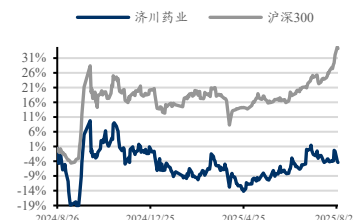
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9,655	8,017	6,290	6,806	7,392
同比（%）	7.32	(16.96)	(21.54)	8.19	8.62
归母净利润（百万元）	2,823	2,532	1,584	1,782	2,020
同比（%）	30.04	(10.32)	(37.42)	12.49	13.32
EPS-最新摊薄（元/股）	3.07	2.75	1.72	1.94	2.19
P/E（现价&最新摊薄）	8.63	9.63	15.38	13.67	12.07

投资要点

- **事件:** 2025 年 H1, 公司实现营收 27.49 亿元(-31.87%, 同比下滑 31.87%, 下同), 归母净利润 7.24 亿元(-45.87%), 扣非归母净利润 6.21 亿元(-47.43%); 单 Q2 季度, 公司实现营收 12.23 亿元(-25.03%), 归母净利润 2.84 亿元(-42.39%); 扣非归母净利润 2.28 亿元(-49.7%)。业绩承压, 主要系终端需求变化, 蒲地蓝口服液及小儿翅鞘清热颗粒销售收入同比减少; 以及集采政策影响下雷贝拉唑肠溶胶囊收入有所下滑。
- **逆境潜行, 未来可期:** 根据中康开思数据, 2025Q2, 零售药店市场规模同比下滑 0.2%, 其中, 中成药同比下滑 4.4%, OTC 产品下滑 1.4%, 止咳祛痰平喘同比下滑更为明显。公司积极应对行业变化, 产品渠道库存及终端价格调控在良性水平。我们认为, 呼吸品类产品销售随着发病率的变化具有一定周期性, 随着渠道&社会库存的消化, 药店消费者购药回归常态化后, 有望逐步恢复正常的增长。展望 2025H2, 一方面雷贝拉唑集采的基数影响已经消化, 呼吸品类 Q4 也有望进入相对旺季, 我们认为 25H2 有望环比改善。
- **均衡布局产品管线, 为中长期增长蓄能:** 截至 2025H1, 公司完成 1.1 类中药创新药小儿便通颗粒上市申报并且药品审评中心已受理, 目前临床尚无治疗小儿便秘的儿童专用中药创新药, 上市后有望成为指导原则《小儿便秘中药新药临床研究技术指导原则(试行)》(2024 年)发布后的首个用于小儿便秘的中药 1.1 类儿童专用药。此外, 公司与南京征祥医药合作开发的玛硒洛沙韦片成人适应症已收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》, 该产品为 1 类新药, 公司享有其独家推广权益。作为一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白(PA)抑制剂, 有成长为流感治疗领域大单品的潜力。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到感冒呼吸类产品整体大环境的影响, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润 29.8/33.1 亿元下调至 15.8/17.8 亿元, 2027 年归母净利润预计为 20.2 亿元, 对应估值为 15/14/12X。基于公司 1) 高基数压力逐步在消化; 3) 二线品种持续放量, 研发管线开始收获; 3) 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)	26.47
一年最低/最高价	23.85/34.45
市净率(倍)	1.81
流通 A 股市值(百万元)	24,239.85
总市值(百万元)	24,369.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.65
资产负债率(% LF)	18.85
总股本(百万股)	920.66
流通 A 股(百万股)	915.75

相关研究

- 《济川药业(600566): 2024 年三季度报点评: 降幅环比二季度明显收窄, 盈利能力保持较高水平》
2024-10-29
- 《济川药业(600566): 2023 年报点评: 业绩超预期, 核心品种稳定放量, 二线品种 OTC 扩展》
2024-04-17

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,702	16,314	18,291	20,559	营业总收入	8,017	6,290	6,806	7,392
货币资金及交易性金融资产	11,830	13,957	15,782	17,824	营业成本(含金融类)	1,664	1,441	1,534	1,633
经营性应收款项	2,285	1,949	2,069	2,267	税金及附加	134	94	102	111
存货	569	391	424	450	销售费用	2,954	2,403	2,600	2,772
合同资产	0	0	0	0	管理费用	433	377	395	414
其他流动资产	18	16	17	18	研发费用	445	346	354	370
非流动资产	3,757	3,733	3,715	3,632	财务费用	(241)	(86)	(129)	(165)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	32	13	14	17
固定资产及使用权资产	2,550	2,546	2,580	2,534	投资净收益	84	57	61	74
在建工程	157	138	125	117	公允价值变动	99	0	0	0
无形资产	309	319	320	326	减值损失	19	0	0	0
商誉	167	167	167	167	资产处置收益	0	2	1	2
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	2,863	1,787	2,027	2,350
其他非流动资产	575	562	523	488	营业外净收支	115	57	48	0
资产总计	18,459	20,046	22,006	24,191	利润总额	2,978	1,844	2,074	2,350
流动负债	3,538	3,563	3,739	3,903	减:所得税	442	258	290	329
短期借款及一年内到期的非流动负债	788	788	788	788	净利润	2,537	1,585	1,784	2,021
经营性应付款项	1,730	1,535	1,672	1,711	减:少数股东损益	5	1	2	1
合同负债	18	0	0	0	归属母公司净利润	2,532	1,584	1,782	2,020
其他流动负债	1,002	1,240	1,279	1,404	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.75	1.72	1.94	2.19
非流动负债	195	196	196	196	EBIT	2,439	1,757	1,945	2,185
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,748	2,133	2,347	2,609
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	79.25	77.10	77.46	77.90
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	31.58	25.19	26.19	27.32
其他非流动负债	194	195	195	195	收入增长率(%)	(16.96)	(21.54)	8.19	8.62
负债合计	3,733	3,758	3,934	4,098	归母净利润增长率(%)	(10.32)	(37.42)	12.49	13.32
归属母公司股东权益	14,702	16,262	18,045	20,064					
少数股东权益	25	26	27	29					
所有者权益合计	14,726	16,288	18,072	20,093					
负债和股东权益	18,459	20,046	22,006	24,191					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,176	2,444	2,146	2,355	每股净资产(元)	15.95	17.66	19.60	21.79
投资活动现金流	(2,040)	(243)	(274)	(266)	最新发行在外股份(百万股)	921	921	921	921
筹资活动现金流	(1,205)	(74)	(47)	(47)	ROIC(%)	13.88	9.27	9.31	9.46
现金净增加额	(1,069)	2,127	1,824	2,042	ROE-摊薄(%)	17.22	9.74	9.88	10.07
折旧和摊销	309	376	401	424	资产负债率(%)	20.22	18.75	17.88	16.94
资本开支	(174)	(290)	(360)	(359)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.63	15.38	13.67	12.07
营运资本变动	(517)	540	23	(62)	P/B (现价)	1.66	1.50	1.35	1.21

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>