

H1 业绩阶段性承压， 关注研发创新进展

核心观点

公司 Q2 单季实现收入 12.23 亿元，同比下滑 25.03%，收入端增速放缓主要由于呼吸品类在去年同期高基数基础上有所下滑；实现归母净利润 2.84 亿元，同比下降 42.39%；实现扣非归母净利润 2.28 亿元，同比下降 49.70%，利润端下滑较多主要由于盈利能力较强的核心单品受到终端需求下降影响增速放缓。整体来看，上半年公司感冒呼吸相关品类受到外部环境阶段性承压，业绩符合我们此前预期。展望下半年，目前公司感冒呼吸品类核心单品渠道库存已经恢复至合理水平，下半年随着呼吸疾病高发季来临，需求有望实现一定回暖，带动终端销售实现一定恢复；在研发创新方面，公司将持续推进新产品管线研发以及上市工作，建议积极关注公司创新管线进展。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

8 月 22 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 27.49 亿元，同比下降 31.87%；实现归母净利润 7.24 亿元，同比下降 45.87%；实现扣非归母净利润 6.21 亿元，同比下降 47.43%；业绩符合我们此前预期。

简评

H1 阶段性承压，业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,655	8,017	6,352	6,698	7,361
YOY(%)	7.3	-17.0	-20.8	5.4	9.9
净利润(百万元)	2,823	2,532	1,672	1,809	2,007
YOY(%)	30.0	-10.3	-34.0	8.2	10.9
毛利率(%)	81.5	79.2	79.3	79.1	79.2
净利率(%)	29.2	31.6	26.3	27.0	27.3
ROE(%)	21.1	17.2	10.8	11.0	11.6
EPS(摊薄/元)	3.07	2.75	1.82	1.97	2.18
P/E(倍)	8.2	9.2	13.9	12.9	11.6
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：iFinD，中信建投证券

济川药业 (600566.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 09 月 26 日

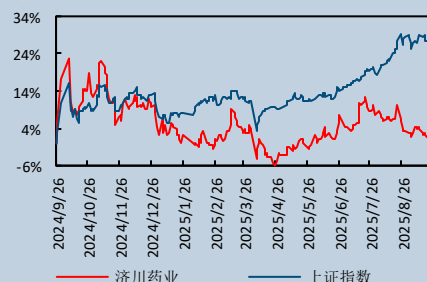
当前股价：25.01 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.12/-9.84	-9.97/-22.62	-0.56/-35.14
12 月最高/最低价 (元)		32.75/25.01
总股本 (万股)		92,066.07
流通 A 股 (万股)		91,737.90
总市值 (亿元)		230.26
流通市值 (亿元)		229.44
近 3 月日均成交量 (万)		740.41
主要股东		
江苏济川控股集团有限公司		45.22%

股价表现



2025 年 H1, 公司实现营业收入 27.49 亿元, 同比下降 31.87%; 实现归母净利润 7.24 亿元, 同比下降 45.87%; 实现扣非归母净利润 6.21 亿元, 同比下降 47.43%; 收入、利润两端受到呼吸品类外部需求变化、雷贝拉唑钠肠溶胶囊集采等因素影响均有所承压。其中 Q2 单季实现收入 12.23 亿元, 同比下滑 25.03%, 收入端增速放缓主要由于呼吸品类在去年同期高基数基础上有所下滑; 实现归母净利润 2.84 亿元, 同比下降 42.39%; 实现扣非归母净利润 2.28 亿元, 同比下降 49.70%, 利润端下滑较多主要由于盈利能力较强的核心单品受到终端需求下降影响增速放缓。整体来看, 上半年公司感冒呼吸相关品类受到外部环境影响阶段性承压, 业绩符合我们此前预期。

加快推进创新药进度, 玛硒洛沙韦片获批上市

2025 年 H1, 公司加快推进创新药进度, 西他沙星颗粒、罗沙司他胶囊、氯化钾颗粒、复方聚乙二醇(3350)电解质散等产品的药品注册证书, 西他沙星原料药上市申请获批; 1.1 类中药创新药小儿通便颗粒上市申报并且已获药品审评中心受理; 同时获得 JX004P 搽剂临床试验批件。在研发管线及知识产权领域: 公司进入临床三期项目 1 项, 累计提交中国发明专利申请 8 件、PCT 国际专利申请 1 件, 获得中国发明专利授权 2 件。在 BD 合作方面, 公司全资子公司济川有限与南京征祥医药合作开发的 RNA 聚合酶抑制剂 ZX-7101A (玛硒洛沙韦片) 于 2025 年 7 月获 NMPA 批准上市。玛硒洛沙韦片(济可舒®)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, 适用于既往健康的成人单纯性甲型和乙型流感患者的治疗, 不包括存在流感相关并发症高风险的患者。展望未来, 公司通过自研+BD 深化创新药布局, 有望进一步增强公司产品梯队建设, 为公司打造新的盈利增长点。

展望 2025 年: 感冒呼吸品类有望企稳, 积极关注创新管线进展

展望下半年, 目前公司感冒呼吸品类核心单品渠道库存已经恢复至合理水平, 下半年随着呼吸疾病高发季来临, 需求有望实现一定回暖, 带动终端销售实现一定恢复; 在研发创新方面, 公司将持续推进新产品管线研发以及上市工作, 建议积极关注公司创新管线进展。

收入结构影响毛利率承压, 经营质量保持健康

2025 年 H1, 公司综合毛利率 75.68%, 同比减少 3.89 个百分点, 盈利能力有所承压主要由于盈利能力较强的核心单品销售收入有所下降所致。销售费用率 35.54%, 同比减少 4.37 个百分点, 控费效果理想; 研发费用率 6.91%, 同比增加 1.75 个百分点, 公司持续加大研发投入; 管理费用率 7.63%, 同比增加 2.93 个百分点。经营活动产生的现金流量净额同比下降 37.95%, 主要是由于报告期内销售回笼减少所致; 投资活动产生的现金流量净额同比上升 52.52%, 主要是由于报告期内收回投资及取得投资收益增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额同比下降 148.19%, 主要是由于报告期内分配股利增加、取得借款减少所致。其余指标保持相对稳定。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 63.52 亿元、66.98 亿元和 73.61 亿元, 分别同比增长-20.8%、5.4%和 9.9%, 归母净利润分别为 16.72 亿元、18.09 亿元和 20.07 亿元, 分别同比增长-34.0%、8.2%和 10.9%, 折合 EPS 分别为 1.82 元/股、1.97 元/股和 2.18 元/股, 对应 PE 为 13.9X、12.9X、11.6X, 维持“买入”评级。

风险分析

1、产品推广不达预期: 公司在销售投入加大, 若产品推广不及预期, 将会影响销售收入进而影响公司利润,

倘若公司清热解毒系列产品 25 年收入增速从我们预估的-30%放缓为-32%/-35%，公司 25 年收入端增速会从-20.8%分别下降至-21.4%/-22.3%，25 年利润端增速会从-34.0%分别下降至-34.4%/-35.0%，整体相对可控；2、药品降价风险：公司核心产品的市场竞争可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4、应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；5、政策风险：医药行业属于高监管行业，倘若出现较为严苛的政策，可能对公司经营造成不利影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk