

## 济川药业 (600566.SH)

## 买入 (首次评级)

### 25年四季度业绩表现亮眼，高股息+BD催化

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	8,017	6,219	6,410	7,050	7,950
增长率 yoy (%)	-17.0	-22.4	3.1	10.0	12.8
归母净利润 (百万元)	2,532	1,778	1,933	2,155	2,431
增长率 yoy (%)	-10.3	-29.8	8.7	11.5	12.8
ROE (%)	17.2	12.2	12.3	13.1	14.0
EPS 最新摊薄 (元)	2.75	1.93	2.10	2.34	2.64
P/E (倍)	9.7	13.8	12.7	11.4	10.1
P/B (倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

#### 2025年四季度业绩表现亮眼，主要系2025年四季度流感人数超预期增长所致。

2025年公司实现营收62.19亿元(同比-22.43%)，归母净利润17.78亿元(同比-29.77%)，扣非归母净利润15.61亿元(同比-31.10%)；单Q4实现营收22.87亿元(同比+3.38%)，归母净利润7.55亿元(同比+20.15%)，扣非归母净利润7.02亿元(同比+23.88%)。四季度业绩表现亮眼，主要系流感人数超预期增长所致；国家级哨点医院数据显示，2025年四季度北方省份和南方省份的流感样病例占门诊急诊病例总数百分比均高于2024年同期，其中北方省份表现尤为明显。

分治疗领域看，清热解毒类/儿科类/消化类/呼吸类/心脑血管类/妇科类/其他类分别实现营收19.85/16.54/9.56/4.67/0.61/0.30/7.98亿元，同比-26.16%/-26.63%/-17.22%/-28.30%/-20.66%/-17.99%/+0.08%；销售量分别为1.12/0.52/0.39/0.15/0.04/0.01/0.29亿盒，同比-24.49%/-25.60%/-18.13%/-26.51%/-17.35%/-21.24%/+46.31%。蒲地蓝消炎口服液和小儿豉翘清热颗粒的合计营收占主营业务收入的55.70%，同比-4.42pct，产品结构向好。

**2026年一季度业绩基本符合预期。**2026年一季度公司实现营收12.07亿元(同比-20.84%)，归母净利润4.00亿元(同比-9.13%)，扣非归母净利润3.57亿元(同比-8.87%)；业绩略有承压，我们认为主要系医药行业零售渠道变革持续深化，叠加一季度流感人数趋于稳定所致。毛利率为82.12%，同比+4.87pct，我们认为主要系高毛利产品占比提升所致。展望2026年及2027年，我们预计随着公司渠道和产品结构逐步优化，及前期BD项目陆续上市放量，业绩增速有望持续向好。

**BD项目陆续上市放量有望为公司业绩保驾护航。**公司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ZX-7101A，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；2024年达成了4项产品引进或合作协议，引进的产品包括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。2025年，引进了1款适用于成人患者肠道清洁准备的5.1类新药。我们认为随着过去BD项目的陆续上市放量，将能为公司中长期发展注入新动能。

**创新药研发稳步推进，产品结构有望持续改善。**2025年6月，公司首个1类创新

#### 股票信息

行业	医药
2026年04月27日收盘价(元)	26.68
总市值(百万元)	24,589.95
流通市值(百万元)	24,506.98
总股本(百万股)	921.66
流通股本(百万股)	918.55
近3月日均成交额(百万元)	145.71

#### 作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

#### 相关研究

中药“小儿便通颗粒”提交上市申请；7月，首个合作开发的1类创新药“济可舒”获批上市；12月，首个自主研发的1类化药创新药FH001完成临床试验申请(IND)申报，中药1.1类新药“柴葛退热口服液”完成临床III期入组，“鼾眠颗粒”进入临床II期研究。

**重视投资者回报，2025年现金分红率达89.94%，并拟增加2026年中期分红。**公司现金分红率连续5年提升，2025年达89.94%。考虑到公司账面货币资金充裕，在无重大并购重组的前提下，我们预计公司有望持续以高比例向股东分红，强化投资者回报。

**发布2026年员工持股计划(草案)，调动员工的积极性和创造性。**此次员工持股计划资金总规模不超过1,335.65万元，总人数不超过76人，受让公司回购股票的价格为27.46元/股。

**核心产品临床和品牌优势明显。**蒲地蓝消炎口服液入选了包括《全国儿童呼吸道感染中医药防治方案》在内的30余项指南及诊疗共识；小儿鼓翘清热颗粒入选了包括《全国儿童呼吸道感染中医药防治方案》《中成药治疗儿童流感临床应用指南(2024年)》在内的30余项指南及诊疗共识。在重点产品品牌培育方面，蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、健胃消食口服液等品种以及新品盐酸非索非那定干混悬剂(敏菲乐)均获得行业高度评价。

**渠道市场优势突出。**公司采用“专业化学术推广为主、渠道分销为辅”的销售模式，不断深化以临床价值为核心的学术平台建设，构建了独特的市场优势。公司成立了覆盖全国30个省、自治区、直辖市的专业化推广团队，通过药品研发、临床治疗与诊断的多层面合作，将持续积累的循证医学证据转化为产品竞争力。目前，销售终端已全面覆盖等级医院、OTC药店、基层医疗机构及数字化平台，形成了广度与深度兼备的市场网络。

**给予“买入”评级。**我们预计2026-2028年归母净利润19.33/21.55/24.31亿元，同比+8.7%/+11.5%/+12.8%，EPS为2.10/2.34/2.64元，对应PE12.7x/11.4x/10.1x。考虑到公司具有较强的品牌优势和渠道优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**集采等政策调整风险、中药材价格波动超预期、流感人数变动超预期

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	14702	14180	15654	16759	18470
现金	6669	5439	6101	6917	7672
应收票据及应收账款	2257	2109	2026	2262	2314
其他应收款	13	28	23	24	29
预付账款	27	18	24	23	30
存货	569	310	362	425	505
其他流动资产	5167	6277	7118	7108	7918
<b>非流动资产</b>	3757	3520	3421	3267	3108
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2547	2386	2344	2267	2162
无形资产	311	338	332	324	312
其他非流动资产	900	796	744	676	633
<b>资产总计</b>	18459	17700	19075	20026	21577
<b>流动负债</b>	3538	2876	3101	3346	3972
短期借款	787	696	742	719	730
应付票据及应付账款	1730	1314	1345	1706	2064
其他流动负债	1021	866	1014	921	1178
<b>非流动负债</b>	195	192	193	193	193
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	195	192	193	193	193
<b>负债合计</b>	3733	3068	3294	3539	4165
少数股东权益	25	27	29	31	33
股本	453	453	453	453	453
资本公积	4012	4016	4016	4016	4016
留存收益	10345	10204	10687	11334	12064
归属母公司股东权益	14702	14606	15751	16456	17379
<b>负债和股东权益</b>	18459	17700	19075	20026	21577

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2176	1198	2256	2168	2966
净利润	2537	1778	1935	2156	2434
折旧摊销	308	311	279	302	324
财务费用	-241	-54	-33	-40	-48
投资损失	-84	-190	-137	-163	-150
营运资金变动	-527	-679	275	-35	472
其他经营现金流	183	33	-64	-53	-65
<b>投资活动现金流</b>	-2040	-976	-820	83	-763
资本支出	174	96	171	153	162
长期投资	-1951	-1072	0	0	0
其他投资现金流	86	191	-649	236	-601
<b>筹资活动现金流</b>	-1205	-1452	-773	-1435	-1448
短期借款	-256	-91	46	-23	11
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	13	4	0	0	0
其他筹资现金流	-963	-1365	-819	-1412	-1459
<b>现金净增加额</b>	-1069	-1230	662	816	755

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	8017	6219	6410	7050	7950
营业成本	1664	1309	1209	1260	1396
营业税金及附加	134	113	112	126	140
销售费用	2954	2111	2272	2510	2807
管理费用	433	448	468	508	557
研发费用	445	385	404	451	509
财务费用	-241	-54	-33	-40	-48
资产和信用减值损失	19	-5	-5	-4	2
其他收益	32	24	28	26	27
公允价值变动收益	99	41	70	56	63
投资净收益	84	190	137	163	150
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2863	2158	2209	2477	2833
营业外收入	117	19	59	65	47
营业外支出	1	14	6	7	9
<b>利润总额</b>	2978	2162	2262	2535	2871
所得税	442	384	327	379	438
<b>净利润</b>	2537	1778	1935	2156	2434
少数股东损益	5	0	2	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	2532	1778	1933	2155	2431
EBITDA	3044	2417	2507	2796	3146
EPS (元/股)	2.75	1.93	2.10	2.34	2.64

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-17.0	-22.4	3.1	10.0	12.8
营业利润 (%)	-12.1	-24.6	2.4	12.1	14.4
归属母公司净利润 (%)	-10.3	-29.8	8.7	11.5	12.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	79.2	79.0	81.1	82.1	82.4
净利率 (%)	31.6	28.6	30.2	30.6	30.6
ROE (%)	17.2	12.2	12.3	13.1	14.0
ROIC (%)	15.0	11.2	11.5	12.3	13.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.2	17.3	17.3	17.7	19.3
净负债比率 (%)	-39.5	-31.5	-33.6	-37.2	-39.5
流动比率	4.2	4.9	5.0	5.0	4.7
速动比率	4.0	4.8	4.9	4.9	4.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	3.3	2.9	3.2	3.4	3.6
应付账款周转率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.75	1.93	2.10	2.34	2.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.36	1.30	2.45	2.35	3.22
每股净资产 (最新摊薄)	15.95	15.85	17.09	17.86	18.86
<b>估值比率</b>					
P/E	9.7	13.8	12.7	11.4	10.1
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	0.4	0.5	-0.1	-0.4	-0.9

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686