

投资评级 优于大市 维持

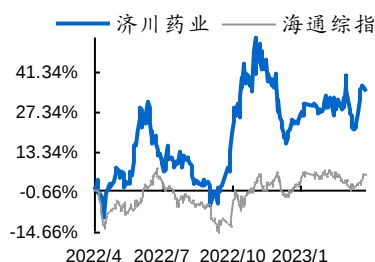
股票数据

04 月 13 日收盘价(元)	30.59
52 周股价波动(元)	20.45-35.25
总股本/流通 A 股(百万股)	922/916
总市值/流通市值(百万元)	28199/28013

相关研究

《BD 项目取得进展, 赋能公司长期成长》
2022.11.10

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.7	6.7	7.6
相对涨幅(%)	1.2	8.5	7.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: yw9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婧

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

业绩表现亮眼, BD 项目拓展成长空间

投资要点:

● **事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 89.96 亿元 (+17.90%), 归母净利润 21.71 亿元 (+26.27%), 扣非归母净利润 20.29 亿元 (+30.30%), 利润增速快于收入, 主要是销售费用、管理费用增长得到有效控制所致。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 31.03 亿元 (+39.67%), 归母净利润 5.79 亿元 (+29.39%), 扣非归母净利润 5.82 亿元 (+61.14%), 业绩表现亮眼, 我们认为主要是疫情防控措施优化以后, 主要品种蒲地蓝消炎口服液和小儿豉翘清热颗粒市场需求大量增加所致。

点评:

● 分治疗领域来看, 2022 年表现较好的细分领域有: 清热解毒类产品 (蒲地蓝等) 实现营收 28.72 亿元 (+18.57%), 儿科类产品 (小儿豉翘清热颗粒等) 实现营收 24.25 亿元 (+42.62%), 呼吸类产品 (黄龙止咳等) 实现营收 5.83 亿元 (+21.19%), 我们预计一方面是相关产品需求的增长, 另一方面是公司渠道的拓展形成了新的增量。公司的核心品种库存进一步消化, 同时流感周期性流行带动了需求的提升, 根据业绩预告, 23Q1 公司预计实现营业收入 24 亿元左右 (+10%)。此外, 在 2022 年医保谈判中, 川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊续约成功, 硫酸镁钠钾口服用浓溶液首次纳入国家医保目录, 在院端诊疗量逐步恢复的情况下, 我们预计这些产品的销售也有较好的增长。

● 公司引入 BD 引进产品指标作为股权激励的考核条件, 2022 年公司达成了 4 项产品引进或合作协议, 包括 1 个用于自免的一类新药, 1 个用于消化外科的二类新药, 2 个用于新生儿黄疸的医疗器械, 丰富了现有治疗管线, 有利于公司业务的可持续发展。

● 销售方面, 2022 年公司品种进二级以上医院家次创历史新高, 2023 年将继续加快营销体系建设, 在院线端加强空白地区、空白市场的开发, 加强新产品的市场准入, 在零售端利用全渠道互相赋能的优势, 形成网状销售格局, 向新零售和数字化转型。研发方面, 公司将均衡布局化学药、中药, 持续优化项目管理体系, 实现研发质量和速度持续提升。资本方面, 公司将在推进产品引进的同时, 借助专业投资机构的投资能力和风险控制能力, 向具有良好成长性和发展前景的医疗健康领域企业进行投资。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7631	8996	9940	10822	11771
(+/-)YoY(%)	23.8%	17.9%	10.5%	8.9%	8.8%
净利润(百万元)	1719	2171	2410	2779	3088
(+/-)YoY(%)	34.6%	26.3%	11.0%	15.3%	11.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.86	2.35	2.61	3.02	3.35
毛利率(%)	83.3%	82.9%	83.1%	83.2%	83.3%
净资产收益率(%)	18.9%	19.1%	17.0%	16.4%	15.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.10 亿元、27.79 亿元、30.88 亿元，同比分别增长 11.0%、15.3%、11.1%，对应 EPS 分别为 2.61 元、3.02 元、3.35 元。公司蒲地蓝消炎口服液受医保影响逐渐消除，二线品种增速迅猛，未来将以丰富的产品管线为基础，持续保持销售和渠道优势，同时带动潜力品种在医疗机构端和 OTC 药店端的业绩增长。参考可比公司，我们给予公司 2023 年 13-16X PE，对应合理价值区间为 33.99-41.84 元，继续维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**医保谈判、集中带量采购等政策的风险，研发不及预期的风险，市场推广不及预期的风险。

表 1 济川药业分项收入

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入（百万元）	7630.51	8996.37	9939.72	10821.67	11770.59
	增速（%）	23.8%	17.9%	10.5%	8.9%	8.8%
	营业成本（百万元）	1276.56	1353.41	1675.25	1813.49	1965.14
	毛利率（%）	83.3%	82.9%	83.1%	83.2%	83.3%
工业制造	营业收入（百万元）	7333.84	8626.78	9534.17	10376.61	11282.11
	增速（%）	23.7%	17.6%	10.5%	8.8%	8.7%
	毛利率（%）	84.9%	84.6%	84.8%	84.9%	85.0%
商业	营业收入（百万元）	283.66	349.72	384.69	423.16	465.47
	增速（%）	28.6%	23.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率（%）	43.3%	45.9%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	营业收入（百万元）	13.00	19.87	20.86	21.91	23.00
	增速（%）	-8.8%	52.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	32.4%	24.6%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 济川药业可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元）		PE（倍）		
		2023/4/13	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000999	华润三九	57.36	2.48	2.89	3.36	23.13	19.86	17.06
600535	天士力	15.65	(0.17)	0.66	0.77	(92.06)	23.73	20.22
000989	九芝堂	14.35	0.41	0.48	0.56	35.05	30.02	25.53
	均值					(11.29)	24.54	20.94

资料来源：wind，海通证券研究所 注：收盘价为 2023 年 04 月 13 日价格，EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）					营业总收入	8996	9940	10822	11771
每股收益	2.35	2.61	3.02	3.35	营业成本	1537	1675	1813	1965
每股净资产	12.30	15.42	18.44	21.79	毛利率%	82.9%	83.1%	83.2%	83.3%
每股经营现金流	2.84	2.61	3.15	3.46	营业税金及附加	139	156	169	184
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
价值评估（倍）					营业费用	4113	4483	4826	5203
P/E	12.99	11.70	10.15	9.13	营业费用率%	45.7%	45.1%	44.6%	44.2%
P/B	2.49	1.98	1.66	1.40	管理费用	364	417	448	487
P/S	1.54	2.84	2.61	2.40	管理费用率%	4.0%	4.2%	4.1%	4.1%
EV/EBITDA	3.05	7.13	5.44	4.08	EBIT	2274	2661	3017	3313
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-86	-109	-176	-239
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-1.0%	-1.1%	-1.6%	-2.0%
毛利率	82.9%	83.1%	83.2%	83.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	24.1%	24.3%	25.7%	26.2%	投资收益	66	57	69	75
净资产收益率	19.1%	17.0%	16.4%	15.4%	营业利润	2423	2753	3142	3517
资产回报率	14.5%	13.8%	13.5%	12.9%	营业外收支	84	17	51	34
投资回报率	16.8%	16.3%	15.4%	14.3%	利润总额	2508	2771	3193	3552
盈利增长（%）					EBITDA	2592	2930	3289	3587
营业收入增长率	17.9%	10.5%	8.9%	8.8%	所得税	336	360	414	464
EBIT 增长率	35.2%	17.1%	13.4%	9.8%	有效所得税率%	13.4%	13.0%	13.0%	13.1%
净利润增长率	26.3%	11.0%	15.3%	11.1%	少数股东损益	1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2171	2410	2779	3088
资产负债率	24.2%	18.7%	17.3%	16.1%	资产负债表（百万元）				
流动比率	3.26	4.54	5.13	5.70	货币资金	4819	7320	10309	13576
速动比率	3.14	4.37	4.97	5.54	应收账款及应收票据	2832	2992	3258	3570
现金比率	1.41	2.38	3.07	3.71	存货	391	446	484	520
经营效率指标					其它流动资产	3135	3171	3172	3184
应收账款周转天数	114.89	110.23	110.24	111.01	流动资产合计	11177	13929	17223	20850
存货周转天数	92.94	97.25	97.51	96.66	长期股权投资	14	14	14	14
总资产周转率	0.60	0.57	0.53	0.49	固定资产	2502	2302	2098	1891
固定资产周转率	3.60	4.32	5.16	6.22	在建工程	352	322	292	262
					无形资产	321	323	325	327
					非流动资产合计	3805	3576	3344	3109
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	14981	17504	20568	23959
净利润	2171	2410	2779	3088	短期借款	400	0	0	0
少数股东损益	1	0	0	0	应付票据及应付账款	1505	1422	1585	1736
非现金支出	355	279	282	285	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-28	-67	-124	-114	其它流动负债	1522	1649	1769	1923
营运资金变动	123	-217	-32	-66	流动负债合计	3427	3071	3355	3658
经营活动现金流	2621	2405	2905	3193	长期借款	0	0	0	0
资产	-191	-19	15	-1	其它长期负债	201	201	201	201
投资	-1380	0	0	0	非流动负债合计	201	201	201	201
其他	68	57	69	75	负债总计	3629	3272	3556	3860
投资活动现金流	-1503	39	84	74	实收资本	453	922	922	922
债权募资	392	-400	0	0	归属于母公司所有者权益	11337	14217	16996	20084
股权募资	97	469	0	0	少数股东权益	15	15	15	15
其他	-607	-12	0	0	负债和所有者权益合计	14981	17504	20568	23959
融资活动现金流	-118	57	0	0					
现金净流量	1000	2501	2989	3267					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 13 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。