

## 业绩维持高增长, 经营效率持续改善

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年一季报, 实现营业收入14.0亿(+21%)、归母净利润2.9亿(+39%)、扣非后归母净利润2.6亿(+34%)。
- **收入增长稳健, 经营效率持续改善。** 从收入端来看, 公司产品销售维持了稳定增长, 估计最大单品蒲地蓝口服液仍然维持20%以上的收入增速, 二线产品小儿鼓翘颗粒处于快速增长阶段, 东科制药经过营销改革后正处高速放量阶段。从盈利能力来看, 公司经营效率持续改善的趋势很明显: 一方面毛利率持续提升, 逐个季度逐年稳步提升, 2017Q1毛利率为85.60%, 同比提升0.4pp, 与借壳刚完成时的2014Q1相比提升2.11pp。另一方面公司期间费用控制良好, 期间费率稳步下降, 2017Q1期间费率为61.63%, 同比下降1.9pp。公司经营管理效率极高, 毛利率稳步提升的同时期间费率稳步下降, 使得净利率持续提升, 2017Q1净利率为20.73%, 同比提升2.68pp, 也达到了借壳上市以来的最高水平。
- **产品持续高速放量, 强化营销拓展OTC终端。** 我们认为优质产品和超强营销能力是公司核心优势。从产品来看, 蒲地蓝口服液和小儿鼓翘颗粒疗效好且安全性高, 分别为独家剂型和独家品种, 产品生命力强。从营销来看, 公司销售人员超过2000人, 学术网络覆盖范围广、专业性强; 同时积极扩大药店覆盖规模, 积极延伸OTC渠道终端, 持续提升公司将产品迅速推向市场的能力。以蒲地蓝为例, 2016年销售额已超过20亿, 但增速仍在28%左右, 主要是因为随着医院覆盖终端增加和单个医院销售额提升, 产品销售延续高速增长趋势。我们认为独家品种小儿鼓翘颗粒有望复制蒲地蓝的高速成长路径。小儿鼓翘颗粒在2016年销售额已超过6亿, 但覆盖医院仅为蒲地蓝的一半, 随着覆盖医院数量提升, 预计未来3年有望保持30%的复合增速。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.48元、1.85元、2.28元, 对应PE分别为23倍、19倍、15倍, 考虑到公司内生增长强劲业绩持续高增长, 维持“买入”评级。给予公司2017年PEG=1, 对应28倍PE, 目标价为41.44元。
- **风险提示:** 药品招标或降价的风险、产品销售或不达预期的风险、蒲地蓝进全国医保或不达预期的风险。

| 指标/年度         | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4677.89 | 5730.90 | 6908.60 | 8336.69 |
| 增长率           | 24.15%  | 22.51%  | 20.55%  | 20.67%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 934.18  | 1195.10 | 1500.71 | 1849.15 |
| 增长率           | 36.06%  | 27.93%  | 25.57%  | 23.22%  |
| 每股收益EPS(元)    | 1.15    | 1.48    | 1.85    | 2.28    |
| 净资产收益率ROE     | 25.34%  | 28.88%  | 32.02%  | 34.63%  |
| PE            | 30      | 23      | 19      | 15      |
| PB            | 7.53    | 6.71    | 5.93    | 5.20    |

数据来源: Wind, 西南证券

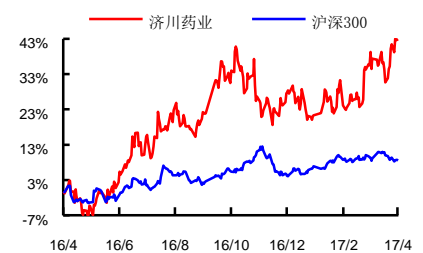
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃  
执业证号: S1250515080001  
电话: 021-68413878  
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 8.10        |
| 流通A股(亿股)    | 7.81        |
| 52周内股价区间(元) | 22.81-35.06 |
| 总市值(亿元)     | 277.70      |
| 总资产(亿元)     | 53.33       |
| 每股净资产(元)    | 4.82        |

### 相关研究

1. 济川药业(600566): 内生增长驱动的优质标的 (2017-03-26)
2. 济川药业(600566): 业绩略超预期, 蒲地蓝有望进全国医保 (2017-02-06)
3. 济川药业(600566): 业绩高增长持续, 全年或超预期 (2016-10-24)
4. 济川药业(600566): 核心产品高增长, 看好全年业绩 (2016-08-10)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E           |
| 营业收入          | 4677.89        | 5730.90        | 6908.60        | 8336.69        | 净利润               | 934.36         | 1195.10        | 1500.71        | 1849.15         |
| 营业成本          | 690.45         | 816.87         | 984.53         | 1185.72        | 折旧与摊销             | 118.03         | 185.27         | 185.27         | 185.27          |
| 营业税金及附加       | 90.38          | 110.73         | 133.48         | 161.08         | 财务费用              | -8.87          | -4.17          | -5.91          | -8.28           |
| 销售费用          | 2506.92        | 3037.38        | 3627.02        | 4335.08        | 资产减值损失            | 12.65          | 15.00          | 15.00          | 15.00           |
| 管理费用          | 338.44         | 401.16         | 449.06         | 541.88         | 经营营运资本变动          | -35.40         | -331.89        | -168.23        | -219.74         |
| 财务费用          | -8.87          | -4.17          | -5.91          | -8.28          | 其他                | -107.68        | -25.00         | -25.00         | -25.00          |
| 资产减值损失        | 12.65          | 15.00          | 15.00          | 15.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>913.10</b>  | <b>1034.31</b> | <b>1501.84</b> | <b>1796.40</b>  |
| 投资收益          | 8.51           | 10.00          | 10.00          | 10.00          | 资本支出              | -437.95        | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 43.52          | 10.00          | 10.00          | 10.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-394.43</b> | <b>10.00</b>   | <b>10.00</b>   | <b>10.00</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>1056.42</b> | <b>1363.93</b> | <b>1715.42</b> | <b>2116.21</b> | 短期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| 其他非经营损益       | 31.55          | 30.00          | 35.00          | 40.00          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>1087.97</b> | <b>1393.93</b> | <b>1750.42</b> | <b>2156.21</b> | 股权融资              | 602.19         | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| 所得税           | 153.61         | 198.83         | 249.71         | 307.05         | 支付股利              | -547.02        | -744.30        | -952.18        | -1195.67        |
| 净利润           | 934.36         | 1195.10        | 1500.71        | 1849.15        | 其他                | 26.27          | 4.17           | 5.91           | 8.28            |
| 少数股东损益        | 0.18           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>81.44</b>   | <b>-740.13</b> | <b>-946.27</b> | <b>-1187.40</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 934.18         | 1195.10        | 1500.71        | 1849.15        | <b>现金流量净额</b>     | <b>600.11</b>  | <b>304.18</b>  | <b>565.57</b>  | <b>619.00</b>   |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                 |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |                |                 |
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E           |
| 货币资金          | 890.32         | 1194.50        | 1760.07        | 2379.07        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                 |
| 应收和预付款项       | 1450.05        | 1805.14        | 2167.76        | 2613.51        | 销售收入增长率           | 24.15%         | 22.51%         | 20.55%         | 20.67%          |
| 存货            | 204.40         | 241.83         | 291.46         | 351.02         | 营业利润增长率           | 39.81%         | 29.11%         | 25.77%         | 23.36%          |
| 其他流动资产        | 216.26         | 264.94         | 319.38         | 385.40         | 净利润增长率            | 36.78%         | 27.90%         | 25.57%         | 23.22%          |
| 长期股权投资        | 6.07           | 6.07           | 6.07           | 6.07           | EBITDA 增长率        | 35.03%         | 32.55%         | 22.64%         | 21.03%          |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                 |
| 固定资产和在建工程     | 1692.44        | 1513.45        | 1334.45        | 1155.46        | 毛利率               | 85.24%         | 85.75%         | 85.75%         | 85.78%          |
| 无形资产和开发支出     | 392.95         | 387.34         | 381.74         | 376.14         | 三费率               | 60.64%         | 59.93%         | 58.91%         | 58.40%          |
| 其他非流动资产       | 135.12         | 134.46         | 133.79         | 133.12         | 净利率               | 19.97%         | 20.85%         | 21.72%         | 22.18%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>4987.61</b> | <b>5547.72</b> | <b>6394.71</b> | <b>7399.78</b> | ROE               | 25.34%         | 28.88%         | 32.02%         | 34.63%          |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 18.73%         | 21.54%         | 23.47%         | 24.99%          |
| 应付和预收款项       | 728.41         | 745.08         | 920.68         | 1124.84        | ROIC              | 30.95%         | 35.80%         | 42.68%         | 50.59%          |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 24.92%         | 26.96%         | 27.43%         | 27.51%          |
| 其他负债          | 571.69         | 664.33         | 787.19         | 934.62         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>1300.10</b> | <b>1409.41</b> | <b>1707.88</b> | <b>2059.47</b> | 总资产周转率            | 1.09           | 1.09           | 1.16           | 1.21            |
| 股本            | 397.64         | 809.62         | 809.62         | 809.62         | 固定资产周转率           | 4.03           | 4.27           | 5.94           | 8.47            |
| 资本公积          | 1576.04        | 1164.06        | 1164.06        | 1164.06        | 应收账款周转率           | 3.85           | 3.83           | 3.78           | 3.79            |
| 留存收益          | 1683.66        | 2134.46        | 2682.99        | 3336.46        | 存货周转率             | 3.68           | 3.66           | 3.69           | 3.69            |
| 归属母公司股东权益     | 3657.34        | 4108.14        | 4656.66        | 5310.14        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.67%        | —              | —              | —               |
| 少数股东权益        | 30.17          | 30.17          | 30.17          | 30.17          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3687.51</b> | <b>4138.31</b> | <b>4686.83</b> | <b>5340.31</b> | 资产负债率             | 26.07%         | 25.41%         | 26.71%         | 27.83%          |
| 负债和股东权益合计     | 4987.61        | 5547.72        | 6394.71        | 7399.78        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%           |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.24           | 2.61           | 2.76           | 2.87            |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.07           | 2.43           | 2.59           | 2.70            |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 58.56%         | 62.28%         | 63.45%         | 64.66%          |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                 |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 1.15           | 1.48           | 1.85           | 2.28            |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.55           | 5.11           | 5.79           | 6.60            |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 1.13           | 1.28           | 1.85           | 2.22            |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.68           | 0.92           | 1.18           | 1.48            |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                |                   |                |                |                |                 |
| EBITDA        | 1165.58        | 1545.03        | 1894.78        | 2293.20        |                   |                |                |                |                 |
| PE            | 29.73          | 23.24          | 18.50          | 15.02          |                   |                |                |                |                 |
| PB            | 7.53           | 6.71           | 5.93           | 5.20           |                   |                |                |                |                 |
| PS            | 5.94           | 4.85           | 4.02           | 3.33           |                   |                |                |                |                 |
| EV/EBITDA     | 10.83          | 17.12          | 13.66          | 11.02          |                   |                |                |                |                 |
| 股息率           | 1.97%          | 2.68%          | 3.43%          | 4.31%          |                   |                |                |                |                 |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名   | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽  | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅  | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰  | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺  | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟  | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威 | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 赵佳   | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩  | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 徐也   | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
|    | 任骁   | 机构销售   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷   | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁   | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫  | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |
|    | 熊亮   | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳  | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |