

业绩符合预期，持续高增长确定性 强

2017年07月27日

推荐/维持

济川药业

财报点评

——济川药业（600566）中报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件：

公司于7月27日晚发布2017年中报，2017年1-6月，公司实现营业收入28.10亿元，同比+19.39%。归母净利润5.82亿元，+32.10%；扣非后归母净利润5.45亿元，+30.16%。

观点：

1、业绩符合预期，期间费用率呈持续下降趋势

1) 中报业绩符合预期。据公司中报，2017年1-6月公司主导产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒三者的合计销售收入占当期主营业务收入的77.28%（合并报表营业收入28.10亿元），以此计算三大核心品种上半年实现营收约21.7亿元，据此大致拆分，预计小儿豉翘清热颗粒营收在3.5亿左右，仍保持35%以上的较高增速；根据IMS1-5月样本医院数据（雷贝拉唑终端销售额为4.25亿，增速为16.6%）结合雷贝拉唑2016年同期销售情况，我们推测雷贝拉唑2017年1-6月营收在5.3-5.5亿区间范围内。公司在继续实施大品种战略同时，积极推进蛋白琥珀酸铁口服溶液以及东科制药产品的销售上量。据年报披露，上半年蛋白琥珀酸铁口服溶液及东科制药主要产品的销售实现了较大幅度的增长。东科制药1-6月实现营业收入9212.54万元，实现净利877.50万元（去年同期净利293.03万元）同比+199.46%。

2) 期间费用率进一步下降，经营管理效率逐年提升。17年上半年销售费用率为53.39%、同比下降约1.67个百分点，管理费用率7.01%、同比下降0.38个百分点，定增后财务状况进一步改善，财务费用率持续下降，同比下降0.09个百分点，综合来看公司费用率同比下降2.14个百分点，继续维持下降趋势，表明公司经营管理效率逐年提升。拳头产品的快速增长以及生产成本及费用有效管控，使公司半年实现扣非后净利同比增长30.16%，业绩符合市场预期。

2、大品种战略持续推进，未来仍有望维持25%左右的较高增速

1) 独家剂型的蒲地蓝消炎口服液仍将保持较高增速。蒲地蓝17年全年营收预计超21亿，在较大的基数的情况下仍然维持了较高增速，虽然体量较大，但因其临床价值较为显著，在医院端认可度高，其销量预计仍将保持稳定增长，且公司持续推进大品种战略，近年来公司积极参与各地医保和基药目录的增补工作，根据公司公告蒲地蓝已进入7省+新疆建设兵团的医保目录，可以预计在公司积极拓展下，估计蒲地蓝未来将进入到更多省份的增补目录。其次，公司除了继续巩固现有医院市场，还积极开拓蒲地蓝消炎口服液等产品的OTC市场，目前蒲地蓝OTC端销售占比不到30%，未来提升空间大；此外，蒲地蓝目前在医院端主要用于儿科科室，成人科室占比小，未来存在拓展空间。综合而言，进入更多省医保增补目录+OTC端拓展+成

人科室渗透三者叠加将有望为蒲地蓝未来增长打开空间。这将增强公司业绩持续高增长的确定性，部分消除市场对其体量大未来增速不能持续的担忧。

2) 小儿豉翘清热颗粒高速增长，二线品种有望接力。以小儿豉翘为主的儿科类产品高速增长，2016 年全年增速 36%，2017 年上半年预计儿科类产品仍持续 35%左右增长，未来受益于全面二胎及儿童药政策扶持高速增长有望持续。二线品种如三拗片、健胃消食口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液、川芎清脑颗粒目前处于高速增长期，未来有望接力成为公司业绩增长新的驱动力。

3) 整合推进，渠道协同，东科产品有望迅速放量。截至目前，公司已完成东科 100%的股权收购（2017 年 3 月完成剩余 20%东科股权的收购），整合工作持续推进。东科拥有 37 个品种（独家品种 7 个），产品主要集中于妇科、呼吸、消化等领域，如妇炎舒胶囊、黄龙止咳颗粒等潜力品种，主要产品与公司原有产品互补，并在渠道上形成协同。**2015 年东科制药营收约 3000 万元，2016 年进入济川渠道后实现营收 1.37 亿元，同比+88.60%，产业整合初显成效。**预计未来东科品种有望借助公司渠道实现快速放量。

结论：

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 11.95、14.88、18.39 亿元，对应增速分别为 27.94%、24.51%、23.57%。EPS 分别为 1.48、1.84、2.27 元，对应当前股价 PE 分别为 24X、19X、15X。公司拥有优秀的销售渠道以及完善的产品梯队，一线大品种蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒受益于二胎带来的市场增量、以及随着主要产品在医保、基药目录等方面的深入拓展，预计公司整体仍将保持较高增长；收购东科整合渠道资源，协同效应凸显，大品种战略持续推进，二线品种未来有望放量。综合来看，公司作为未来增长确定性高、估值相对合理的标的，兼具稳健和成长的双重属性，维持“推荐”评级。

风险提示：蒲地蓝口服液销售不及预期、东科制药整合不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,767.84	4,677.89	5,811.63	7,268.99	9,015.18
增长率（%）	26.17%	24.15%	24.24%	25.08%	24.02%
归母净利润（百万元）	683.12	934.36	1,195.41	1,488.37	1,839.25
增长率（%）	31.52%	36.78%	27.94%	24.51%	23.57%
净资产收益率（%）	25.73%	25.54%	23.79%	23.94%	23.92%
每股收益(元)	0.85	1.15	1.48	1.84	2.27
PE	41.44	30.45	23.80	19.12	15.47

PB	5.06	3.82	5.66	4.58	3.70
----	------	------	------	------	------

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1718	2761	4268	5499	7054	营业收入	3768	4678	5812	7269	9015
货币资金	270	890	1993	2701	3630	营业成本	590	690	855	1084	1350
应收账款	1099	1332	1655	2070	2567	营业税金及附加	64	90	99	124	153
其他应收款	12	9	11	13	17	营业费用	2045	2507	3109	3874	4805
预付款项	11	16	22	30	40	管理费用	318	338	410	512	631
存货	171	204	253	321	400	财务费用	-5	-9	-15	-20	-28
其他流动资产	130	216	217	218	219	资产减值损失	12.21	12.65	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1868	2227	2214	2355	2485	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	6	6	6	6	投资净收益	12.28	8.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	887	1432	1500	1563	1615	营业利润	756	1056	1354	1695	2104
无形资产	210	226	203	181	158	营业外收入	44.94	38.38	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	83	70	70	70	70	营业外支出	1.00	6.83	2.00	2.00	2.00
资产总计	3585	4988	6482	7854	9538	利润总额	800	1088	1392	1733	2142
流动负债合计	840	1234	1360	1542	1755	所得税	116	154	197	245	302
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	683	934	1195	1488	1839
应付账款	189	426	521	660	823	少数股东损益	-3	0	0	0	0
预收款项	3	12	24	38	56	归属母公司净利润	687	934	1195	1488	1839
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1051	1372	1474	1834	2246
非流动负债合计	32	66	66	66	66	BPS (元)	0.85	1.15	1.48	1.84	2.27
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	873	1300	1426	1608	1820	成长能力					
少数股东权益	45	30	30	30	30	营业收入增长	26.17%	24.15%	24.24%	25.08%	24.02%
实收资本 (或股	384	398	810	810	810	营业利润增长	33.86%	39.81%	28.16%	25.20%	24.10%
资本公积	988	1576	1576	1576	1576	归属于母公司净利润	27.96%	24.51%	27.96%	24.51%	23.57%
未分配利润	1135	1522	2271	3204	4357	获利能力					
归属母公司股东	2668	3657	5026	6216	7688	毛利率 (%)	84.34%	85.24%	85.29%	85.09%	85.02%
负债和所有者权	3585	4988	6482	7854	9538	净利率 (%)	18.13%	19.97%	20.57%	20.48%	20.40%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	645	913	1038	1285	1569	偿债能力					
净利润	683	934	1195	1488	1839	资产负债率 (%)	24%	26%	22%	20%	19%
折旧摊销	300	324	0	159	171	流动比率	2.04	2.24	3.14	3.57	4.02
财务费用	-5	-9	-15	-20	-28	速动比率	1.84	2.07	2.95	3.36	3.79
应收账款减少	0	0	-323	-415	-497	营运能力					
预收帐款增加	0	0	11	14	18	总资产周转率	1.09	1.09	1.01	1.01	1.04
投资活动现金流	-423	-394	-123	-300	-300	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.24	15.21	12.27	12.31	12.16
长期股权投资减	0	0	38	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	12	9	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.17	1.48	1.84	2.27
筹资活动现金流	-596	81	188	-278	-340	每股净现金流 (最新	-0.97	1.51	1.36	0.87	1.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.95	9.20	6.21	7.68	9.50
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	14	412	0	0	P/E	41.44	30.45	23.80	19.12	15.47
资本公积增加	0	588	0	0	0	P/B	5.06	3.82	5.66	4.58	3.70
现金净增加额	-374	600	1103	707	929	EV/EBITDA	12.58	9.54	17.95	14.04	11.05

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

医药行业分析师，2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。