

济川药业 (600566.SH)

2018 年 04 月 23 日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

济川药业核心品种增长稳健，流感因素驱动 2018 年 Q1 业绩爆发买入（上调）

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,642.0	7,386.2	9,098.8	11,103.0
同比	20.6%	30.9%	23.2%	22.0%
归母净利润（百万元）	1,223.5	1,656.1	2,081.9	2,592.4
同比	30.9%	35.4%	25.7%	24.5%
ROE	27.8%	27.3%	25.6%	24.2%
每股收益（元）	1.5	2.0	2.6	3.2
P/E	31.9	23.9	18.4	15.0
P/B	8.8	6.4	4.7	3.6

投资要点

一、事件：公司发布 2017 年年报和 2018 年一季度报

2017 年公司实现销售收入 56.42 亿元，同比增长 20.61%；实现归属母公司净利润 12.23 亿元，同比增长 30.97%；扣非后归属母公司净利润 11.54 亿元，同比增长 28.00%，公司业绩符合预期。

2017 年公司 Q4 单季度实现销售收入 14.28 亿元，同比增长 21.94%；实现归属母公司净利润 3.16 亿元，同比增长 22.53%；扣非后归属母公司净利润 3.13 亿元，同比增长 22.02%，公司业绩符合预期。

2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 21.28 亿元，同比增长 51.45%；归属于上市公司所有者的净利润为 4.67 亿元，同比增长 60.58%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.45 亿元，同比增长 73.61%。公司第一季度业绩超预期。

同时公司公告了 2017 年利润分配预案，公司将按照实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派现金红利 10 元（含税），共分配利润 809,623,999 元（含税）。

二、我们的观点：蒲地蓝口服液、小二鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊等核心产品维持高速增长，驱动公司业绩持续爆发

股价走势



市场数据

收盘价（元）	47.86
一年最低价/最高价（元）	31.45/52.37
流通 A 股市值（亿元）	387

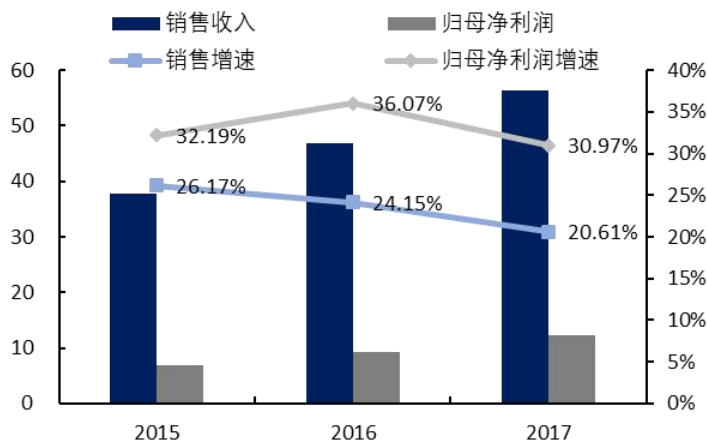
基础数据

每股净资产（元）	5.85
市净率	8.18
资产负债率（%）	34.33%
总股本（亿股）	8.10
流通 A 股（亿股）	8.10

相关报告

- 1、济川药业 2017 年三季报点评：公司收入增速稳定，净利润率持续提升，业绩符合预期—2017/10/17
- 2、济川药业 2017 年中报点评：大品种增长稳定，业绩符合预期—2017/07/30
- 3、稳中求进，可以更快一点！—2016/03/24

图表 1:公司营收与归母净利润变化情况（亿元）



资料来源：Wind、东吴证券研究所

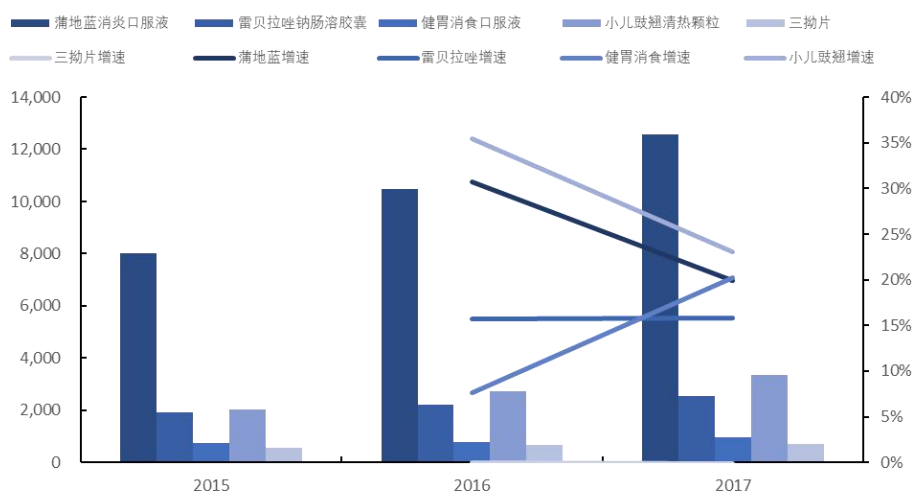
公司在核心大品种蒲地蓝口服液、小二豉翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊等维持了在 OTC 端与医院端稳步销售增长，以及公司在销售费用与管理效率的提升，驱动公司在 2017 年业绩实现了持续高速增长。2017 年公司实现销售收入 56.42 亿元，同比增长 20.61%；实现归属母公司净利润 12.23 亿元，同比增长 30.97%，公司业绩 2015 年至今均保持了 30% 以上持续增长。

1、2017 年公司核心品种销量增长稳定，确保公司业绩持续高速增长。

清热解毒类、消化类、儿科类药品为公司主要的销售产品，三大类产品销售额分别占公司 2017 年营业收入的 44.0%、22.2%和 16.1%，合计占比高达 82.3%。经过多年的经营发展，公司的核心产品均处于相应市场的领导地位。根据 CFDA 南方医药经济研究所的临床用药监测报告，蒲地蓝消炎通用名产品在 2016 年全国公立医院清热解毒中成药市场占有率为 8.40%，排名第四，而公司独家剂型蒲地蓝消炎口服液在蒲地蓝消炎通用名产品中市场占有率为 93.39%，排名第一；雷贝拉唑钠肠溶胶囊在 2016 年全国公立医院雷贝拉唑市场占有率为 27.82%，排名第一；小儿豉翘清热颗粒在全国公立医院 2016 年儿科感冒用中成药市场占有率为 39.65%，位列首位。

根据公司发布的年报，从产品的销售量分析，公司清热解毒类药品蒲地蓝口服液 2017 年销售量达到 12557.39 万盒，同比增长 19.9%；消化类产品雷贝拉唑钠肠溶胶囊和健胃消食口服液分别销售 2554.24 万盒和 956.54 万盒，同比增长分别为 15.8%和 20.2%；儿科类的小二豉翘颗粒销售 3363.73 万盒，同比增长 23%；呼吸系统类产品三拗片销售达到 709.28 万盒，同比增长 8.9%。公司主要的核心产品均维持了 20%左右的高速成长，是公司业绩稳定增长的核心驱动力。

图表 2:公司主要产品销售量增长情况（万盒）



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2、OTC 市场开拓迅猛，成为拉动公司产品销量上升的又一领域。

近年来公司战略布局由聚焦医院端逐渐向医院+OTC 端过度，形成了处方销售来动 OTC 销售的有效市场联动扩张方式，公司的核心产品迅速在 OTC 终端得到有效推广。公司 OTC 销售团队仍然处于高速扩建期，同时公司加强与 OTC 连锁平台合作，目前公司产品终端覆盖超过 9 万家活跃药店，并且仍具备较大的扩张空间。

OTC 销售的产品上，目前以蒲地蓝消炎口服液和雷贝拉唑钠肠溶胶囊为主。我们预计 2017 年蒲地蓝口服液在 OTC 端销售额突破 6 个亿，增速在 30%-40%之间，OTC 端的销售占比接近 30%左右。雷贝拉唑钠肠溶胶囊 OTC 端销售额预计在 2.2 亿元左右，占雷贝拉唑钠肠溶胶囊收入的 20%左右，增速也达到 30%以上。

小儿豉翘清热颗粒目前还是以处方端销售为主，2017 年预计销售收入在 8 亿左右，公司新推出的无糖型小二豉翘颗粒成为销售亮点，有效的拉动了产品收入的快速增长。小儿豉翘清热颗粒具备了在 OTC 端销售放量的产品力与品牌力，有望复制蒲地蓝口服液从医院端向 OTC 端扩张发展的路径，为公司带来新的销售增量。

3、东科制药二线品种逐渐体现渠道协同效应，产品放量增长显著。

东科制药 2015 年进入公司体系之后，通过济川药业的销售网络的协同营销，其主要产品黄龙止咳颗粒、黄龙咳喘胶囊、甘海胃康胶囊、妇炎舒胶囊迎来放量增长的爆发期。2017 年东科制药销售收入达到 20756.43 万元，同比增长 51.6%，东科制药迎来了业绩的爆发期。

东科制药目前仍处于销售发展期，公司虽然收入端有了快速的增长，但由于体量小，其毛利率与净利润率水平仍低于济川药业的平均水平。目前公司继续坚持加快东科制药的产品在医院、OTC、诊所等全渠道市场开发，持续提升产品销售规模，随着渠道进步扩张，其产品销量有望保持高速增长，驱动规模化效应，从而进一步提高东科制药的毛利率与净利率水平，成为公司二线品种放量增长的又一基础。

4、流感驱动公司 Q1 业绩爆发式增长。

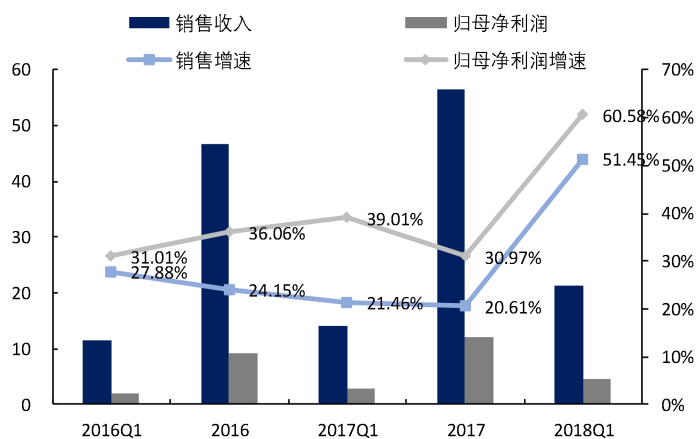
根据卫计委公告以及各地新闻报道，我国 2017 年冬季流感报告病例明显高于往年同期水平，其中儿童流感更成为重灾区，多地儿童医院出现超负荷爆满情况。国家卫计委疾病预防控制局数据显示，2018 年流行性感感冒发病数达 27.39 万人，2017 年 12 月发病数为 12.18 万人，2017 年一月份仅为 3.01 万人。

公司的核心产品蒲地蓝口服液、小儿豉翘清热颗粒、三拗片、以及东科制药的黄龙止咳颗粒和黄龙咳喘胶囊均是流感爆发时期主要的儿童用药产品。其中，小儿豉翘清热颗粒是公司的独家品种，在国家卫计委、河南省卫计委发布的《流行性感感冒诊疗方案（2018 版）》、《河南省儿童流行性感感冒中医药防治方案（2018 年版）》中，均将小儿豉翘清热颗

粒列为预防和治疗儿童流感的推荐用药。

公司产品质量优异，在治疗流感方面具备独特的疗效，因此在 2017 年末的流感爆发中，公司产品凸显疗效与品牌价值，驱动公司 2018 一季度的业绩爆发，实现营业收入 21.28 亿元，同比增长 51.45%；归属于上市公司所有者的净利润为 4.67 亿元，同比增长 60.58%。

图表 3：公司销售收入和净利润变化情况（亿元）



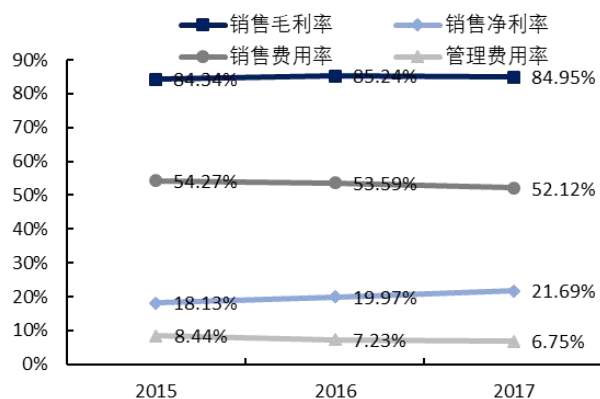
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

5、费用率得到有效控制，净利润稳步提升。

2017 年公司销售费用和管理费用支出为 29.4 亿元和 3.8 亿元，同比增长 17.30%和 12.6%，低于营业收入增幅。公司 2017 年的销售费用率和管理费用率分别为 52.12%%和 6.75%，分别同比下降了 1.47 个百分点和 0.48 个百分点。

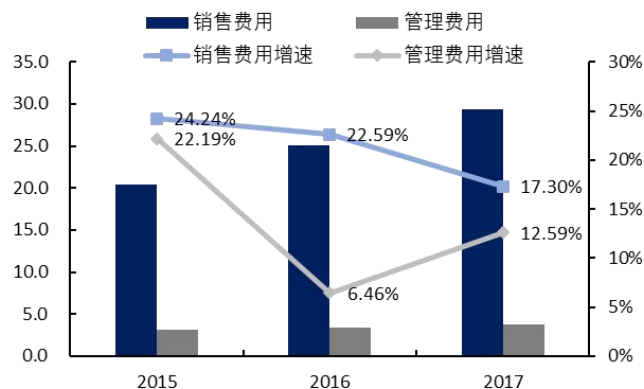
公司的毛利率和净利率分别为 84.95%和 21.69%，分别同比下降了 0.29%和上升了 1.72%。随着公司在不断扩展 OTC 渠道的销售，整体经营的规模效应更加显著，以及销售费用率和管理费用率的有效控制，公司的净利率水平在毛利率水平相对稳定的情况下持续提升，释放业绩加成。

图表 4:公司毛利率、净利率与费用率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 5:公司销售费用与管理费用变化情况(亿元)



资料来源: Wind、东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 73.86 亿元、90.99 亿元和 111.03 亿元, 同比分别增长 30.9%、23.2%和 22.0%; 归属母公司净利润为 16.56 亿元、20.82 亿元和 25.92 亿元, 同比分别增长 35.4%、25.7%和 24.5%; 对应摊薄 EPS 分别为 2.0、2.6 和 3.2 元。我们认为, 公司大品种策略带动下, 三大品种蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒能够维持高速增长, 同时蛋白琥珀酸铁口服溶和东科药业为公司业绩爆发提供新的动力。因此, 我们上调公司评级, 给予“买入”评级。

四、风险提示:

OTC 市场开发低于预期; 产品降价超出预期。

济川药业（600566）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3713.5	5262.7	7629.8	10450.6	营业收入	5642.0	7386.2	9098.8	11103.0
现金	660.5	1836.7	3757.6	5726.4	营业成本	849.0	986.0	1206.7	1462.9
应收票据&账款	1805.8	2424.7	2786.7	3572.6	营业税金及附加	108.5	114.5	145.6	177.6
其它应收款	9.0	14.2	14.4	20.4	营业费用	2940.7	3638.1	4459.2	5414.3
预付账款	14.6	20.6	22.4	29.7	管理费用	381.1	476.4	583.9	709.0
存货	242.4	276.5	358.6	411.3	财务费用	-9.7	12.6	-22.2	-66.0
其他	690.1	690.1	690.1	690.1	资产减值损失	20.3	20.3	20.3	20.3
非流动资产	2949.0	2831.1	2741.9	2654.8	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	5.8	5.8	5.8	5.8	投资净收益	6.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	1653.2	2233.3	2146.2	2059.2	营业利润	1368.9	2138.3	2705.2	3384.9
无形资产	222.6	222.6	222.6	222.6	营业外损益	66.6	66.6	66.6	66.6
其他	1038.7	369.5	367.3	367.3	利润总额	1435.5	2204.9	2771.8	3451.4
资产总计	6662.5	8093.8	10371.7	13105.4	所得税	211.6	551.2	693.0	862.9
流动负债	1491.6	1336.7	1535.8	1680.9	净利润	1223.9	1653.6	2078.9	2588.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.5	-2.5	-3.1	-3.8
应付账款	603.9	691.4	893.9	1027.9	归属母公司净利润	1223.5	1656.1	2081.9	2592.4
其他	635.3	645.3	641.9	653.0	EBITDA	1569.3	2285.8	2817.9	3451.6
非流动负债	769.2	701.6	701.6	701.6	EPS（元）	1.5	2.0	2.6	3.2
长期借款	697.9	697.9	697.9	697.9	主要财务比率				
其他	3.7	3.7	3.7	3.7					
负债合计	2260.8	2038.3	2237.4	2382.5	营业收入增速	20.6%	30.9%	23.2%	22.0%
发行在外股本	809.6	809.6	809.6	809.6	归母公司净利润增速	30.9%	35.4%	25.7%	24.5%
少数股东权益	0.0	-2.5	-5.5	-9.4	毛利率	85.0%	86.7%	86.7%	86.8%
归属母公司股东权益	4401.8	6057.9	8139.9	10732.3	净利率	21.6%	22.4%	22.8%	23.3%
负债和股东权益	6662.5	8093.8	10371.7	13105.4	ROE	27.8%	27.3%	25.6%	24.2%
现金流量表					ROIC	27.2%	36.2%	40.6%	48.5%
经营活动现金流	1188.8	1138.4	1848.3	1852.4	资产负债率	33.9%	25.2%	21.6%	18.2%
折旧摊销	154.1	68.9	68.9	66.7	总资产周转率	1.0%	0.91	0.88	0.85
营运资金变动	196.6	1742.8	2168.1	2675.6	P/E	31.9	23.9	18.4	15.0
投资活动现金流	-1240.7	49.9	49.9	49.9	P/B	8.8	6.4	4.7	3.6
筹资活动现金流	133.0	-12.1	22.7	66.5	EV/EBITDA	12.3	7.9	5.8	4.1
现金净增加额	81.0	1836.7	3757.6	5726.4	每股净资产(元)	5.4	7.5	10.1	13.3

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>