

济川药业 (600566)

公司研究/简评报告

一季度业绩超预期，核心品种持续增长

—2017 年度报告暨 2018 年一季报点评

简评报告/医药

2018 年 04 月 23 日

一、事件概述

4 月 21 日，公司发布 17 年年报与 18 年一季度业绩预告。17 年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 56.42 亿、12.23 亿、11.54 亿，同比增长 20.61%、30.97%、28.00%。EPS 为 1.51 元，符合我们此前点评报告的预期。18 年 Q1 营收、归母净利润、扣非净利润分别为 21.28 亿、4.67 亿、4.45 亿，同比增长 51.45%、60.58%、73.61%，显著高于 Wind 一致预期。

二、分析与判断

➤ 核心品种稳定增长，潜力品种快速上量，18 年 Q1 受流感季驱动

受益核心品种的持续增长和潜力品种的快速放量，17 年公司业绩稳步提升。蒲地蓝收入近 25 亿，同比增速逾 15%；雷贝拉唑和小儿豉翘清热颗粒稳定增长；蛋白琥珀酸铁和东科制药品种则依托公司强大营销网络迅速上量。18 年 Q1 业绩大幅度增长，主因年初流感进入高峰季，蒲地蓝清热解毒功效获认可，小儿豉翘清热颗粒被卫计委列入 18 年版流感诊疗方案，销量大幅度提升。

➤ 费用有效控制，研发投入加大

17 年销售、管理费用分别为 29.41 亿、3.81 亿，同比增长 17.3%、12.59%，费用率 52.12%、6.75%，相比前一年均有下降，费用增长得到有效控制。18 年 Q1 销售、管理费用分别为 11.08 亿、1.11 亿，同比增长 45.04%、6.12%，前者因销量增长带动而增速较快。17 年研发投入合计 1.95 亿，同比增长 34.48%。毛利率 84.95%，与 16 年相比基本稳定。

➤ 地方医保进展顺利，OTC 继续发力

预计公司现有品种 18 年继续保持强劲增长动力。蒲地蓝已进入 12 省医保增补目录，其中包括人口大省河南、山东及以往销售基础相对薄弱的东北省份，销售空间进一步打开。雷贝拉唑 9 省中标，进入放量期；小儿豉翘清热颗粒无糖型推广顺利，已在全国 16 个省市中标，对普通型的替代持续进行。潜力品种蛋白琥珀酸铁新进入江苏医保，有望继续维持高增速。公司在 OTC 端继续发力，加快 OTC 端队伍扩张，形成新的增量市场。

➤ 研发稳步推进，可转债维护优势产品领先地位

报告期内公司研发有序推进，养阴清胃颗粒报产获批，左乙拉西坦、小儿豉翘清热糖浆、黄龙咳喘糖浆完成申报，雷贝拉唑注射剂处于 2 期临床，他达拉非、普芦卡必利等品种 BE 进行中。可转债发行完成，有效提升主要产品产能，巩固现有优势产品的市场地位。

三、盈利预测与投资建议

公司核心品种在大基数下仍保持较高销售增速，潜力品种放量迅速、营造广阔成长空间，且受益于 OTC 市场拓展。预计 18~20 年 EPS 分别为 1.97、2.46、2.97 元，对应 PE 为 25X、20X 和 16X。目前化学制剂板块 PE 约 36X，公司 PE 低于行业 PE，维持谨慎推荐评级。

四、风险提示：

核心产品降价；招标进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,642	7,016	8,393	9,899
增长率 (%)	20.6%	24.4%	19.6%	17.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,223	1,596	1,995	2,407
增长率 (%)	31.0%	30.4%	25.0%	20.7%
每股收益 (元)	1.51	1.97	2.46	2.97
PE (现价)	32.1	24.6	19.7	16.3
PB	4.5	3.5	2.7	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

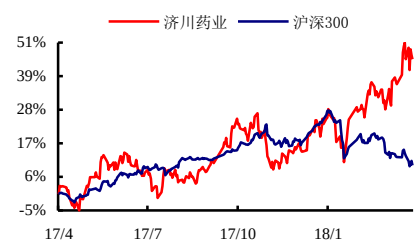
谨慎推荐 维持评级

当前价格 (元): 48.46 元

交易数据 2018-4-20

近 12 个月最高/最低	50.3/31.6
总股本 (百万股)	810
流通股本 (百万股)	810
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	392
流通市值 (亿元)	392

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号：S0100517080005

电话：021-60876722

邮箱：xiaohanshan@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

- 1.《济川药业 (600566)：蒲地蓝纳入吉林医保，空间再度扩容》20180112
- 2.《济川药业 (600566)：业绩符合预期，核心品种稳健增长》20181017

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5,642	7,016	8,393	9,899
营业成本	849	1,030	1,169	1,373
营业税金及附加	108	135	168	203
销售费用	2,941	3,587	4,260	4,985
管理费用	381	445	520	597
EBIT	1,363	1,819	2,276	2,741
财务费用	(10)	(10)	(23)	(36)
资产减值损失	20	26	30	23
投资收益	7	8	8	8
营业利润	1,369	1,811	2,278	2,761
营业外收支	67	0	0	0
利润总额	1,436	1,862	2,331	2,816
所得税	212	270	337	410
净利润	1,224	1,593	1,994	2,406
归属于母公司净利润	1,223	1,596	1,995	2,407
EBITDA	1,517	1,970	2,434	2,907

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	952	2322	3511	5201
应收账款及票据	1806	2011	2442	2896
预付款项	15	20	22	26
存货	242	272	310	363
其他流动资产	690	690	690	690
流动资产合计	3714	5301	6934	9114
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	1653	1773	1873	1958
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2949	3253	3545	3769
资产合计	6663	8555	10480	12883
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	604	747	894	1086
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1492	2189	2517	2911
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	769	769	769	769
非流动负债合计	769	769	769	769
负债合计	2261	2958	3286	3680
股本	398	398	398	398
少数股东权益	0	(3)	(3)	(5)
股东权益合计	4267	5462	7059	9067
负债和股东权益合计	6528	8420	10345	12748

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	20.6%	24.4%	19.6%	17.9%
EBIT 增长率	29.6%	33.5%	25.1%	20.4%
净利润增长率	31.0%	30.4%	25.0%	20.7%
盈利能力				
毛利率	85.0%	85.3%	86.1%	86.1%
净利润率	21.7%	22.7%	23.8%	24.3%
总资产收益率 ROA	18.7%	19.0%	19.3%	18.9%
净资产收益率 ROE	28.7%	29.2%	28.2%	26.5%
偿债能力				
流动比率	2.5	2.4	2.8	3.1
速动比率	2.3	2.3	2.6	3.0
现金比率	0.6	1.1	1.4	1.8
资产负债率	0.3	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	97.6	96.6	96.6	96.8
存货周转天数	96.0	96.2	96.7	96.4
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	2.0	2.5	3.0
每股净资产	10.7	13.7	17.8	22.8
每股经营现金流	3.0	4.4	5.0	6.1
每股股利	1.0	1.0	1.0	1.0
估值分析				
PE	32.1	24.6	19.7	16.3
PB	4.5	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	25.7	19.1	15.0	11.9
股息收益率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,224	1,593	1,994	2,406
折旧和摊销	174	177	188	190
营运资金变动	(202)	56	(146)	(118)
经营活动现金流	1,189	1,766	1,976	2,415
资本开支	745	404	397	335
投资	(535)	0	0	0
投资活动现金流	(1,241)	(396)	(389)	(328)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	819	0	0	0
筹资活动现金流	133	0	(398)	(398)
现金净流量	81	1,371	1,189	1,690

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。