

流感过后，公司收入与利润持续保持高速增长，Q2 业绩同比提升 29.1%，符合预期 买入（维持）

2018 年 07 月 29 日

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,642	7,387	9,099	11,104
同比（%）	20.6%	30.9%	23.2%	22.0%
归母净利润（百万元）	1,223	1,660	2,101	2,618
同比（%）	31.0%	35.7%	26.6%	24.6%
每股收益（元/股）	1.51	2.04	2.58	3.22
P/E（倍）	32.87	24.37	19.25	15.45

投资要点

- **事件：**2018 年 1-6 月实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 35.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.43 亿元、同比增长 44.81%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 8.25 亿元，同比增长 51.22%，符合预期。

公司 2018 年 Q2，实现营业收入 16.76 亿元，同比增长 19.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.76 亿元、同比增长 29.06%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 3.79 亿元，同比增长 31.35%，符合预期。

- **点评：1、核心产品增长强劲，流感过后 Q2 仍保持高速增长。**公司的蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒均为国内知名产品，其中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位列首位。公司的消化用药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亦排名第一。优质的品种是公司持续成长的坚实基础，也为公司开拓 OTC 等院外市场确立了明显的优势。

公司战略布局开始聚焦 OTC 终端，形成了处方销售带动 OTC 销售的有效市场联动扩张方式。目前，公司营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有超过 3,000 人的营销团队提供专业化的学术推广与产品营销。与此同时，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，并且仍在迅速扩张终端的覆盖面积。

- **点评：2、销售费用率与管理费用率逐步下降，净利率稳步提升。**公司的销售费用率和管理费用率分别为 51.13%和 5.67%，分别同比下降了 2.26 个百分点和 1.34 个百分点；公司的毛利率和净利润率分别为 84.72%和 22.15%，分别同比下降了 0.59 pct 和上升了 1.43 pct。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，公司的净利润率水平在毛利率水平相对稳定的情况下有望持续提升。

- **盈利预测与投资评级：**2018-2020 年公司销售收入为 73.87 亿元、90.99 亿元和 111.04 亿元，同比分别增长 30.9%、23.2%和 22.0%；归属母公司净利润为 16.60 亿元、21.01 亿元和 26.18 亿元，同比分别增长 35.7%、26.6%和 24.6%；对应摊薄 EPS 分别为 2.04 元、2.58 元和 3.22 元。

- **风险提示：**OTC 市场开发低于预期；产品降价超出预期；大股东之一致行动人今日公告减持计划，或将对股价有负面影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.67
一年最低/最高价	32.18/53.94
市净率(倍)	9.01
流通 A 股市值(百万元)	40448.05

基础数据

每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	34.52
总股本(百万股)	814.34
流通 A 股(百万股)	814.34

相关研究

1、《【东吴医药】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》

2018-04-24

2、《【东吴医药】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

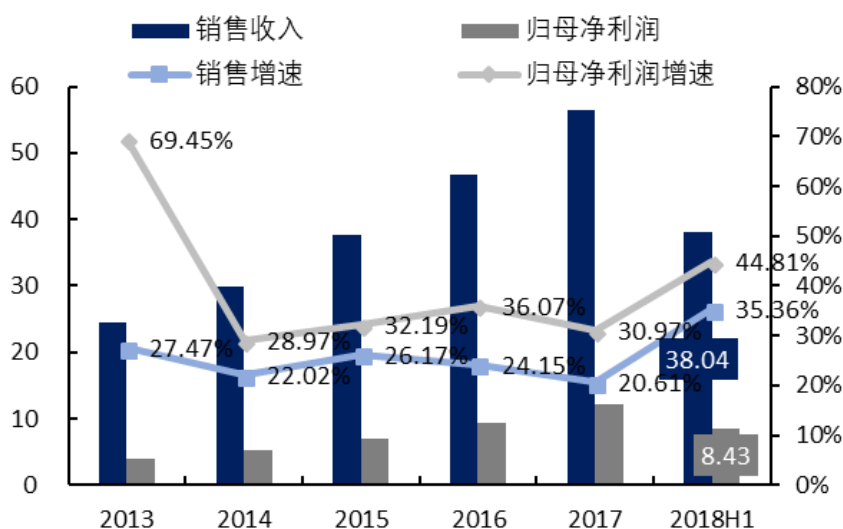
3、《济川药业 2017 半年报点评：大品种增长稳定，业绩符合预期》2017-07-31

1. 事件：公司发布 2018 年半年报，实现收入增长 35.36%，归母净利润增长 44.81%，扣非净利润增长 51.22%，符合预期。

2018 年 1-6 月实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 35.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.43 亿元、同比增长 44.81%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 8.25 亿元，同比增长 51.22%，符合预期。

公司 2018 年 Q2，实现营业收入 16.76 亿元，同比增长 19.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.76 亿元、同比增长 29.06%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 3.79 亿元，同比增长 31.35%，符合预期。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 核心产品增长强劲，流感过后 Q2 仍保持高速增长。

2018 年 Q1 由于流感的爆发，公司核心产品蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒爆发式增长。而 Q2 在流感过后，公司产品依然保持了高速的增长，充分表明公司产品力和销售能力的突出。

公司的蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒均为国内知名产品，其中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位列首位。公司的消化用药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亦排名第一。优质的品种是公司持续成长的坚实基础，也为公司开阔 OTC 等院外市场确立了明显的优势。

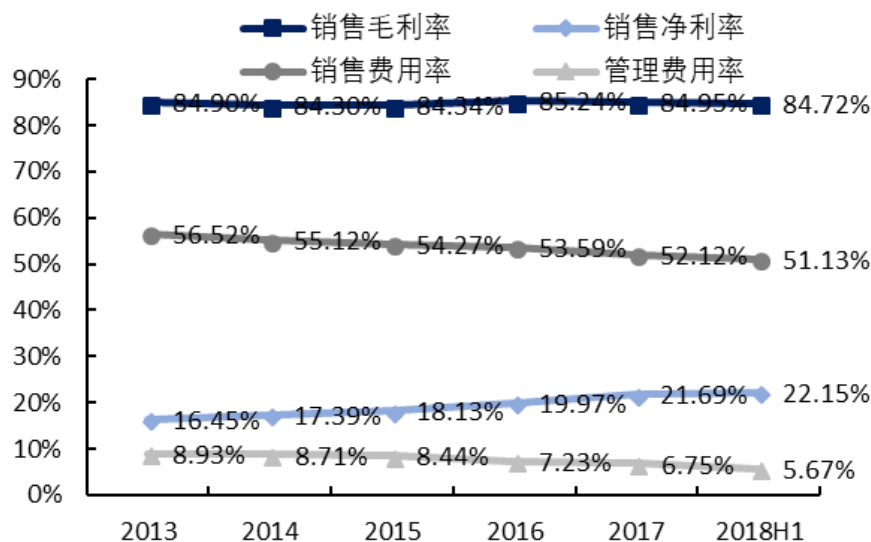
公司的核心品种适应症均为 OTC 市场的常见病症，因此，近年来公司战略布局开始聚焦 OTC 终端，形成了处方销售带动 OTC 销售的有效市场联动扩张方式。公司 OTC 销售团队仍然处于高速扩建期，处方拉动 OTC 的营销策略清晰。目前，公司营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有超过 3,000 人的营销团队提供专业化的学术推广与产品营销。与此同时，公司加强与 OTC 连锁平台合作，目前公司产品终端覆盖超过 9 万家活跃药店，并且仍在迅速扩张终端的覆盖面积。

3. 销售费用率与管理费用率逐步下降，净利率稳步提升

2018 年 1-6 月公司销售费用和管理费用支出分别为 19.45 亿元和 2.16 亿元，同比增长 29.63%和 9.40%，低于营业收入增幅。同期公司的销售费用率和管理费用率分别为 51.13%和 5.67%，分别同比下降了 2.26 个百分点和 1.34 个百分点。销售费用率与管理费用率的下降一方面与流感爆发带来的业绩规模相对应，同时公司多年来保持的销售费用率和管理费用率下降的趋势得以延续，从而稳步提高了公司的净利率水平。

公司的毛利率和净利率分别为 84.72%和 22.15%，分别同比下降了 0.59pct 和上升了 1.43pct。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 2：公司的销售毛利率、净利率与销售费用率、管理费用率变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 73.87 亿元、90.99 亿元和 111.04 亿元，同比分别增长 30.9%、23.2%和 22.0%；归属母公司净利润为 16.60 亿元、21.01 亿元和 26.18 亿元，同比分别增长 35.7%、26.6%和 24.6%；对应摊薄 EPS 分别为 2.04 元、2.58 元和

3.22 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，我们维持对公司的“买入”评级。

5. 风险提示

OTC 市场开发低于预期；产品降价超出预期；大股东之一致行动人今日公告减持计划，或将对股价有负面影响。

济川药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3714	5367	6272	8036	营业收入	5642	7387	9099	11104
现金	952	2208	2649	3412	减:营业成本	849	1117	1379	1686
应收账款	1687	2265	2603	3338	营业税金及附加	108	140	173	211
存货	242	345	380	507	营业费用	2941	3734	4555	5502
其他流动资产	833	549	640	779	管理费用	381	476	584	709
非流动资产	2949	3497	3971	4509	财务费用	-10	-26	-56	-78
长期股权投资	6	5	5	5	资产减值损失	20	0	0	0
固定资产	1653	2183	2646	3144	加:投资净收益	7	9	8	8
在建工程	667	658	658	684	其他收益	0	0	0	0
无形资产	223	251	265	280	营业利润	1369	1954	2473	3082
其他非流动资产	400	399	397	396	加:营业外净收支	67	0	0	0
资产总计	6663	8864	10243	12545	利润总额	1436	1954	2473	3082
流动负债	1492	2132	2346	2963	减:所得税费用	212	293	371	462
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	1
应付账款	463	707	737	1029	归属母公司净利润	1223	1660	2101	2618
其他流动负债	1029	1425	1609	1934	EBIT	1453	1927	2417	3004
非流动负债	769	651	528	408	EBITDA	1607	2083	2621	3258
长期借款	698	580	457	336					
其他非流动负债	71	71	71	71	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2261	2783	2874	3371	每股收益(元)	1.51	2.04	2.58	3.22
少数股东权益	0	1	1	3	每股净资产(元)	5.27	7.47	9.05	11.26
					发行在外股份(百万股)	810	814	814	814
归属母公司股东权益	4402	6081	7368	9172	ROIC(%)	24.0%	23.9%	25.6%	26.3%
负债和股东权益	6663	8864	10243	12545	ROE(%)	27.8%	27.3%	28.5%	28.6%
					毛利率(%)	85.0%	84.9%	84.8%	84.8%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	21.7%	22.5%	23.1%	23.6%
经营活动现金流	1189	1878	1986	2397	资产负债率(%)	33.9%	31.4%	28.1%	26.9%
投资活动现金流	-1241	-694	-669	-784	收入增长率(%)	20.6%	30.9%	23.2%	22.0%
筹资活动现金流	133	72	-876	-849	净利润增长率(%)	31.0%	35.7%	26.6%	24.6%
现金净增加额	81	1256	441	763	P/E	32.87	24.37	19.25	15.45
折旧和摊销	154	155	204	255	P/B	9.43	6.65	5.49	4.41
资本开支	746	549	474	538	EV/EBITDA	25.04	18.74	14.67	11.54
营运资本变动	-197	98	-256	-391					

数据来源: 贝格数据, 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 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>