



2018 年 07 月 30 日

买入(维持)

当前价: 47.41 元

医药行业研究组

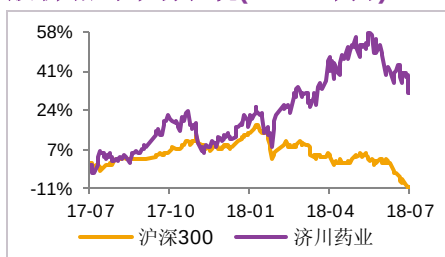
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	5642.0	7127.6	8903.0	11004.0
(+/-)	20.61%	26.33%	24.91%	23.60%
归母净利润	1223.5	1608.7	2000.7	2447.0
(+/-)	30.97%	31.48%	24.37%	22.30%
EPS(元)	1.51	1.99	2.47	3.02
P/E	31.7	23.9	19.2	15.7

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《济川药业(600566)——【联讯医药年报点评】济川药业: 核心品种延续高增长, 低估值高增长好标的》2017-03-29

《济川药业(600566)——【联讯医药中报点评】济川药业: 中报业绩稳定高增长, 确定性强低估值好标的》2017-07-28

《济川药业(600566)——【联讯医药公司点评】济川药业(600566.SH): 核心品种销售迭创新高, 一季报增速超市场预期》2018-04-23

济川药业(600566.SH)

【联讯医药公司点评】济川药业(600566.SH): 18Q2 业绩略超预期, 费用率下降助推盈利能力持续提升

投资要点

◇ 事件

公司公告 2018 年中报, 期内实现营业收入 38.0 亿元(+35.4%)、归母净利润 8.4 亿(+44.8%)、扣非后归母净利润 8.2 亿(+51.2%); 其中, 2018Q2 单季度实现营业收入 16.8 亿元(+19.3%), 归母净利润 3.8 亿(+29.1%), 扣非后归母净利润 3.8 亿(+31.4%)。

点评:

◇ 费用率下降助推 18Q2 业绩略超预期, 盈利能力持续提升

受冬春之际全国流感疫情影响, 公司 2018Q1 业绩超速增长, 2018Q2 公司经营回归常态, 单季度营收 16.8 亿元(+19.3%), 归母净利润 3.8 亿(+29.1%), 扣非后归母净利润 3.8 亿(+31.4%)。2018Q2 销售费用控制良好, 销售费用营收占比下降到 49.95%, 同比和环比都下降逾 2 个百分点, 创历史最好, 管理费用率 6.24%, 同比也略有下降(2017Q2 为 6.58%), 公司 Q2 净利润受益于费用控制良好, 增速略超预期。我们预期未来费用率将持续下降, 其一是规模效应显现, 东科制药产品加入济川销售平台, 原有产品销售规模增长, 降低销售成本; 二是运营效率提升, 同期费用增速低于营收增速; 费用率下降同时, 毛利率稳定, 提升公司 ROE 和销售净利率率(2018H1 22.15%)水平。

◇ 三大单品营收占比小幅提升, 地方医保目录增补助推蒲地蓝快速增长

公司三个主力产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和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 78.21%, 比 2017 年占比继续上升 1 个百分点(2017 年为 77.08%)。我们预计蒲地蓝和小儿豉翘受益于流感疫情影响, 销售收入高速增长, 上半年蒲地蓝保持 30%+的营收增速(2017 年销量增速 19.9%), 小儿豉翘增速可能 40-50%(2017 年 23.1%), 雷贝拉唑约 10%稳健增长(2017 年 15.8%)。核心品种蒲地蓝消炎口服液目前已经累计进入 13 个省的医保目录, 其中 2017 年下半年以来陆续新进入的青海、黑龙江、河南、吉林、山东、安徽省等 6 省市新版医保目录, 增补进入地方医保目录速度明显加快; 在扩大医院市场同时, 公司也加大 OTC 销售渠道拓展, 目前蒲地蓝 OTC 渠道销售收入占比约 25%左右。

◇ 东科制药整合成效显著, 盈利持续大幅改善

东科制药经过三年的磨合和重整后, 主要产品依托公司的销售网络销售快速增长, 营收上台阶, 盈利持续大幅改善。期内, 东科制药实现营收 1.2 亿元(+30.4%), 净利润 1902 万元(+116.8%), 上半年净利润基本赶上去年全年水平(2017 年 2177 万元)。东科制药连续三年营收大幅增长, 净利润在 2016 年实现扭亏后持续大幅改善, 外延并购后整合效果显著。东科制药拥有



7 个独家品种，妇炎舒胶囊、甘海胃康胶囊、黄龙咳喘胶囊等产品实现了快速发展。相关品种近年来持续获纳入各地方医保目录，未来随着东科制药与母公司销售渠道的进一步整合，预期业绩仍将有持续大幅增长。

✧ 盈利预测与投资评级

我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 71.3/89.0/110.0 亿元，归母净利润分别为 16.1/20.0/24.5 亿元，对应每股 EPS 为 1.99/2.47/3.02 元，今日收盘价对应市盈率分别为 23.9/19.2/15.7 倍。

公司 2013-2017 年归母净利润年复合增速 32.1%，现价对应 PE（2018E）约 24 倍，PEG 约 0.75，估值偏低，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

1、药品降价超预期；2、市场开拓及销售不及预期。



图表1: 3 年 PE-Band 历史波动区间



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3713.5	4857.7	5678.1	7021.6	经营活动现金流净额	1188.8	1543.5	1791.5	2181.0
货币资金	951.6	1529.3	2225.4	2911.5	净利润	1224.0	1608.7	2000.7	2447.0
应收账款和票据	1805.7	2138.3	2670.9	3301.3	折旧与摊销	132.1	148.8	175.8	193.8
其他应收款	9.0	10.0	10.0	10.0	财务费用	5.5	10.0	10.0	10.0
存货	242.4	310.0	387.3	478.7	资产减值损失	20.3	21.0	20.0	20.0
预付账款	14.6	22.0	25.0	27.0	经营营运资本变动	-325.4	-231.8	-404.8	-476.6
其他流动资产	690.2	848.1	359.5	293.1	其他	132.3	-13.2	-10.3	-13.2
非流动资产	2949.0	3155.2	3250.2	3345.2	投资活动现金流净额	-1240.7	-155.8	-30.4	-170.4
在建工程	667.1	667.1	567.1	467.1	资本支出	-746.3	-300.0	-200.0	-200.0
固定资产	1653.2	1953.2	2153.2	2353.2	投资支出	-261.2	124.0	137.2	0.0
无形资产和商誉	389.9	384.9	379.9	374.9	其他	-233.3	20.2	32.4	29.6
其他非流动资产	238.8	150.0	150.0	150.0	筹资活动现金流净额	252.2	-810.0	-1064.9	-1324.5
资产总计	6662.5	8012.9	8928.3	10366.8	吸收投资	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	1491.6	2032.5	2009.9	2326.9	可转债	843.2	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	分配股利	-591.0	-810.0	-1064.9	-1324.5
应付账款和票据	604.0	772.4	977.5	1222.7	现金流量净额	200.2	577.7	696.1	686.1
其他流动负债	887.6	1260.1	1032.4	1104.2					
非流动负债	769.2	779.9	782.1	781.1	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	697.9	706.9	706.9	706.9	成长能力				
其他非流动负债	71.3	73.0	75.2	74.2	营业收入	20.61%	26.53%	24.91%	23.60%
负债合计	2260.7	2812.4	2792.0	3108.0	营业利润	28.63%	33.85%	25.25%	22.91%
归属母公司股东权益	4401.8	5200.5	6136.3	7258.8	归属母公司净利润	30.95%	31.48%	24.37%	22.30%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	获利能力				
股东权益合计	4401.8	5200.5	6136.3	7258.8	毛利率	84.95%	84.74%	84.54%	84.35%
					净利率	21.69%	22.57%	22.47%	22.24%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	27.80%	30.93%	32.61%	33.71%
营业收入	5642.0	7127.6	8903.0	11004.3	ROIC	26.60%	29.55%	31.58%	32.93%
营业成本	849.0	1087.9	1376.8	1722.1	偿债能力				
营业税金及附加	108.5	136.8	170.9	211.3	资产负债率	33.93%	35.10%	31.27%	29.98%
营业费用	2940.6	3670.7	4585.0	5667.2	净负债比率	51.36%	54.08%	45.50%	42.82%
管理费用	381.1	392.0	471.9	583.2	流动比率	2.49	2.39	2.83	3.02
财务费用	-9.7	10.0	10.0	10.0	速动比率	2.33	2.24	2.63	2.81
资产减值损失	20.3	21.0	20.0	20.0	营运能力				
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.97	0.97	1.05	1.14
投资净收益	6.8	10.0	10.0	10.0	应收账款周转率	3.49	3.61	3.70	3.69
营业利润	1359.0	1819.1	2278.4	2800.4	应付账款周转率	3.80	3.94	3.95	3.98
营业外收入	71.8	50.0	45.0	40.0	每股指标(元)				
营业外支出	5.3	5.0	5.0	5.0	每股收益	1.51	1.99	2.47	3.02
利润总额	1435.6	1864.1	2318.4	2835.4	每股净资产	5.43	6.42	7.58	8.96
所得税	211.6	255.4	317.6	388.5	每股经营现金	1.47	1.91	2.21	2.69
净利润	1224.0	1608.7	2000.7	2447.0	估值比率				
少数股东损益	0.4	0.0	0.0	0.0	P/E	31.4	23.9	19.2	15.7
归属母公司净利润	1223.5	1608.7	2000.7	2447.0	P/B	8.7	7.4	6.3	5.3
EBITDA	1573.1	2022.8	2504.1	3039.2	EV/EBITDA	24.86	19.33	15.62	12.87
EPS（元）	1.51	1.99	2.47	3.02					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李志新：中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015 年 11 月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com