



东兴证券
DONGXING SECURITIES

“川”流不息，迈步向前

——济川药业（600566）事件点评

2018年07月30日

强烈推荐/维持

济川药业 | 事件点评

事件：

2018年7月27日，公司发布中期报告：公司2018年上半年营业收入38.04亿元，同比增长35.36%；归属上市公司股东净利润8.43亿元，同比增长44.81%；归属上市公司股东扣非净利润为8.25亿元，同比增长51.22%；经营活动产生的现金流量净额为10.22亿元，同比增长43.72%。

主要观点：

1. 上半年业绩高增长符合预期，Q2业绩仍有29%增长

公司2018H1收入增长35.36%，归母净利润增长44.81%，基本符合我们的预期。单独拆分Q1和Q2，Q1受流感因素影响，公司收入与归母净利润分别增长51.45%和60.32%；Q2公司收入与归母净利润分别增长19.27%和29.06%，收入端与利润端环比增速均有所放缓，但2季度为药品销售的传统淡季，加之1季度公司产品受流感因素影响影响，终端需求猛增，2季度增速回落完全属于正常现象。与2017Q2同期相比（收入增长17.39%，归母净利润增长25.85%），2018Q2增速还有所加快。

分析师：张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：缪牧一

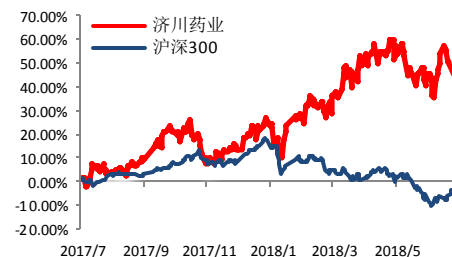
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	53.94-32.18
总市值（亿元）	404.48
流通市值（亿元）	404.48
总股本/流通A股（万股）	81434/81434
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.50

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《济川药业（600566.SH）：Q1受流感驱动业绩超预期，“大品种强化+二线品种发力”助力公司持续高增长》2018-04-23

此前市场有观点认为, 济川药业 18H1 的快速增长主要是受流感因素影响, 在大品种蒲地蓝在医院市场增速放缓的情况下, 公司业绩可能出现下滑。我们认为, 公司二季度 29% 的业绩增速表明, 公司在大品种战略推进进入新时期, 前期产品爆发式增长转为现在的稳定高质量式增长的情况下, 仍可以保证约 30% 的业绩内生增长, 公司的增长动力依然强大。展望 18 年全年, 公司有望实现 16.58 亿元净利润, 增长 35.5%。公司在小儿用药领域品牌力、产品力优势明显, 营销能力突出, 7 月 27 日收盘价为 49.67 元, 对应 18 年 25X PE, 19 年 20X PE, 我们给予公司 19 年 25X 的估值溢价, 目标价 64.5 元, 价格仍有一定的上升空间, 维持“强烈推荐”评级。

2、规模效应显现, 盈利能力增强

公司 2018H1 的净利率为 22.15%, 较去年同期提高 1.43 PP, 盈利能力持续增强。公司净利率提升的主要原因是销售规模体量增大后销售费用率和管理费用率的有效降低, 2018H1, 公司销售费用率和管理费用率为 51.13% 和 5.67%, 较去年同期分别下降 2.26 PP 和 1.34PP。公司作为市场上擅长销售的小儿用药龙头企业, 近三年销售费用率始终维持在 50%-55%, 但呈现连年降低的趋势。我们认为, 销售费用率和管理费用率的持续降低有利于公司经营质量的提高和盈利能力的增强。

3、存量大品种稳定增长, 二线品种与在研新品种成为潜在动力

公司的三大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, 三者合计销售收入占 2018H1 主营业务收入的 78.21%, 三大产品的增长很大程度上决定了公司整体的增长。公司 2018 上半年业绩增长的主要驱动力还是三大单品的销售收入快速增长。根据 17 年年报数据, 蒲地蓝、雷贝和小儿豉翘已分别成为 24 亿+, 9 亿+ 和 8 亿+ 的超级大单品, 面临着增速减缓的问题。公司通过医保区域和 OTC 终端渠道的拓展, 稳固了三大单品的增长, 2018 年上半年, 蒲地蓝新进入的河南、吉林、山东、安徽省新版医保目录开始执行。

在稳固老品种的同时, 公司的二线品种正在逐步发力。2018H1, 东科制药实现收入 1.2 亿元, 同比增长 30%, 净利润 1902.27 万元, 同比增长 116.78%。公司通过加强空白医院及药店的开发力度以及专业 OTC 销售团队的建设, 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。另外, 公司在研品种, 琥珀酸普芦卡必利片、他达拉非片完成了 BE 试验, 获得临床批件合计 17 件, 强力的研发为公司提供了后续品种的支持。

结论:

公司是擅长销售的小儿用药龙头企业。公司推行的大品种战略已经通过了市场的检验, 形成了一个 30 亿级别、两个 10 亿级别, 一个 5 亿级别, 一个 2 亿级别的大品种群, 以及多个千万级别优质潜力品种的二线梯队。通过公司专业的销售团队, 持续开拓医院空白市场和 OTC 端市场, 有望在 18-20 年实现 30% 的 CAGR。我们预计公司 2018 年-2020 年的营业收入分别为 69.90 亿元、84.86 亿元和 102.11 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 16.58 亿元、21.05 亿元和 26.61 亿元, 每股收益分别为 2.04 元、2.58 元和 3.27 元, 对应 PE 分别为 25X、20X、16X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

蒲地蓝增速下滑拖累业绩, 二线品种增速不及预期。

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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2761	3714	5246	6580	8197	营业收入	4678	5642	6990	8486	10211
货币资金	890	952	1995	2795	3804	营业成本	690	849	1049	1239	1434
应收账款	1332	1687	2090	2537	3053	营业税金及附加	90	108	133	161	194
其他应收款	9	9	11	14	16	营业费用	2507	2941	3539	4253	5067
预付款项	16	15	13	12	10	管理费用	338	381	402	446	485
存货	204	242	300	354	410	财务费用	-9	-10	-15	-20	-28
其他流动资产	216	690	690	690	689	资产减值损失	12.65	20.33	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	2227	2949	2685	2567	2456	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6	6	6	6	6	投资净收益	8.51	6.84	7.00	7.00	7.00
固定资产	1432	1653	1566	1371	1182	营业利润	1056	1369	1875	2399	3051
无形资产	226	223	200	178	156	营业外收入	38.38	71.81	75.00	75.00	75.00
其他非流动资产	70	162	162	162	162	营业外支出	6.83	5.25	5.00	5.00	5.00
资产总计	4988	6663	7931	9147	10653	利润总额	1088	1436	1945	2469	3121
流动负债合计	1234	1492	1622	1751	1882	所得税	154	212	287	364	460
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	934	1224	1658	2105	2661
应付账款	426	463	564	667	771	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	12	9	5	0	-6	归属母公司净利润	934	1223	1658	2105	2661
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1372	1714	1989	2496	3134
非流动负债合计	66	769	769	769	769	EPS (元)	1.15	1.50	2.04	2.58	3.27
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	698	698	698	698		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1300	2261	2391	2520	2651	成长能力					
少数股东权益	30	0	0	0	0	营业收入增长	24.15%	20.61%	23.90%	21.40%	20.33%
实收资本 (或股	398	398	814	814	814	营业利润增长	39.81%	29.59%	36.94%	27.94%	27.20%
资本公积	1576	1553	1553	1553	1553	归属于母公司净利润	36.06%	30.97%	35.52%	26.94%	26.43%
未分配利润	1522	2154	2791	3600	4623	获利能力					
归属母公司股东	3657	4402	5540	6627	8002	毛利率 (%)	85.24%	84.95%	84.99%	85.40%	85.95%
负债和所有者权	4988	6663	7931	9147	10653	净利率 (%)	19.97%	21.69%	23.72%	24.80%	26.06%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	18.73%	18.36%	20.91%	23.01%	24.98%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	25.54%	27.79%	29.93%	31.76%	33.25%
经营活动现金流	913	1189	1422	1805	2275	偿债能力					
净利润	934	1224	1658	2105	2661	资产负债率 (%)	26%	34%	30%	28%	25%
折旧摊销	324	355	0	117	111	流动比率	2.24	2.49	3.23	3.76	4.36
财务费用	-9	-10	-15	-20	-28	速动比率	2.07	2.33	3.05	3.56	4.14
应付账款的变化	0	0	-403	-447	-516	营运能力					
预收账款的变化	0	0	-4	-5	-6	总资产周转率	1.09	0.97	0.96	0.99	1.03
投资活动现金流	-394	-1241	-8	-8	-8	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	15.21	12.69	13.61	13.79	14.20
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	9	7	7	7	7	每股收益 (最新摊薄)	1.17	1.51	2.04	2.58	3.27
筹资活动现金流	81	133	-370	-997	-1258	每股净现金流 (最新	1.51	0.20	1.28	0.98	1.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	9.20	11.07	6.80	8.14	9.83
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	14	0	417	0	0	P/E	44.64	34.09	25.15	19.81	15.67
资本公积增加	588	-23	0	0	0	P/B	5.57	4.63	7.53	6.29	5.21
现金净增加额	600	81	1044	800	1009	EV/EBITDA	14.20	11.73	20.31	15.87	12.31

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，4 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。

研究助理简介

缪牧一

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。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。