

济川药业中报业绩点评——核心品种持续发力，OTC 放量推动业绩高增长

核心提示

7月27日晚，济川药业发布2018年中报业绩，上半年实现营收38.04亿元，同比增长35.36%；实现扣非归母净利8.25亿元，同比增长51.22%。济川药业作为深耕呼吸、消化、清热解毒等大病种专科领域的优质中成药企业，在中药注射剂受限和儿童药受政策倾斜的背景下，一线主力品种和二线产品梯队有望保持平稳快速增长。预计2018年全年收入30%以上增速，净利润40%左右增长。预计2019-2021年保持复合30%的利润增速，2021年有望成为销售收入超130亿，净利润超30亿的大型口服中成药企业。看好济川药业长期稳健增长。

张静含

021-33830502-765

jhzhang@cebm.com.cn

余玉君

021-33830502-766

yiju@cebm.com.cn

报告摘要

● 各大品种稳健快速增长

经过多年的布局发展，济川药业已经逐步形成一线品种+二线品种的产品梯队，其中一线重磅品种蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒仍处于高速成长阶段，二者合计占公司营业收入比重64%。二线品种雷贝拉唑、蛋白琥珀酸铁、三拗片以及东科旗下品种处于放量增长阶段。

蒲地蓝消炎口服液院端2018年上半年保持35%左右增长，二季度单季15%-20%增速；药店端2018年上半年保持55%左右增速，二季度单季40%以上增速。小儿豉翘清热颗粒2018年上半年整体50%左右增速，二季度单季度35%左右增速。雷贝拉唑钠肠溶胶囊整体保持15%左右增速。东科旗下产品，主要品种有妇炎舒胶囊、黄龙止咳颗粒、黄龙咳喘胶囊、养阴清胃胶囊等，2018年上半年东科产品整体保持60%以上增长，其中二季度单季度增速50%左右。蛋白琥珀酸铁口服液上半年保持翻倍增长。

● OTC 快速放量带动公司整体业绩增长

2013年起公司加大在OTC端的推广，截至2018年上半年公司整体收入在药店端销售占比已接近30%。公司整体OTC但增长主要得益于以下两方面：（1）销售队伍扩容：OTC团队由几百人队伍扩至近2000人；（2）终端覆盖率提升：16年底公司产品进了11万家药店，17年底进了18万家，截至目前已进了20多万家，18年预计将增至25万家药店，最终预计将铺货至30多万家药店，终端覆盖率将提升至70%。

济川药业中报业绩点评——核心品种持续发力，OTC放量推动业绩高增长

事件：7月27日晚，济川药业发布2018年中报业绩，上半年实现营收38.04亿元，同比增长35.36%；实现扣非归母净利8.25亿元，同比增长51.22%；其中，二季度单季度实现营收16.76亿元，同比增长19.28%，实现扣非归母净利3.80亿元，同比增长31.94%。业绩增长略超预期。

各大品种稳健快速增长

经过多年的布局发展，济川药业已经逐步形成一线品种+二线品种的产品梯队，其中一线重磅品种蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒仍处于高速成长阶段，二者合计占公司营业收入比重64%。二线品种雷贝拉唑、蛋白琥珀酸铁、三拗片以及东科旗下品种处于放量增长阶段。各大品种具体增长情况如下：

(1) 蒲地蓝消炎口服液主要销售渠道有医院端和药店端，其中医院端受益于一季度流感爆发、进入多个省份医保增补目录、成人科室拓展等多方面因素影响，2018年上半年保持35%左右增长，二季度单季15%-20%增速；药店端上半年铺货率继续提高，且受益于2017年下半年新进5万家药店的放量增长，2018年上半年整体保持55%左右增速，二季度单季40%以上增速。

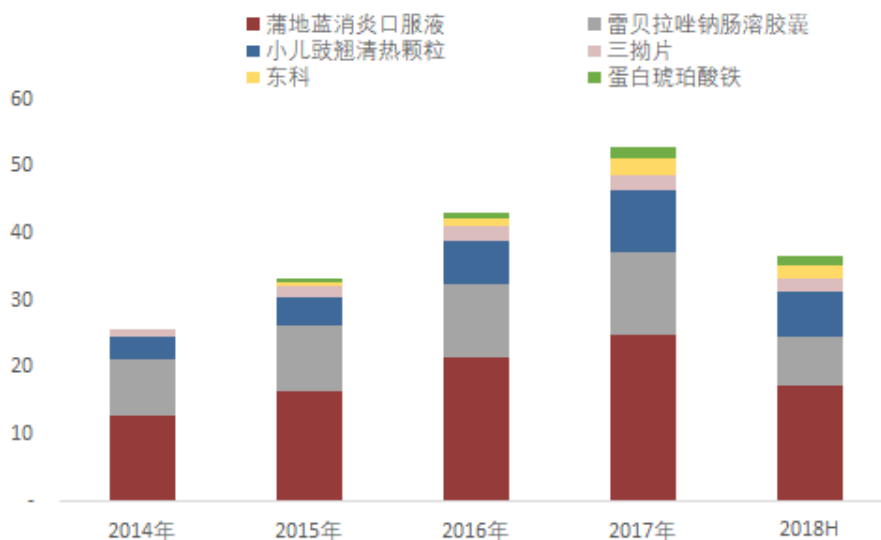
(2) 小儿豉翘清热解毒颗粒，目前主要销售渠道在医院，药店端占比不足20%。小儿豉翘2018年上半年整体50%左右增速，二季度单季度35%左右增速。小儿豉翘医院渠道覆盖仅2000家，医院端渠道还有待扩张，每年新进医院200-300家，且正在进行无糖剂型替换，一定程度上实现了提价：6*2g袋/盒规格的小儿豉翘，无糖型产品的价格是43.89元/盒，传统剂型价格是23.74元，因此无糖型产品定价接近传统价格的2倍。目前无糖剂型占比达到50%以上。

(3) 雷贝拉唑钠肠溶胶囊，主要用于治疗胃溃疡、十二指肠溃疡等消化性溃疡，由于雷贝拉唑同通用名产品竞争较为激烈，雷贝拉唑制剂批文共有13个厂家，其中片剂有7个生产厂家，胶囊剂有济川药业、珠海润都和丽珠制药3个生产厂家，注射剂有3个生产厂家，且注射剂上市后放量迅速，胶囊剂型整体市场份额缓慢下降，济川药业的雷贝拉唑钠肠溶胶囊面临较大竞争压力，整体保持15%左右增速。

(4) 东科旗下产品，主要品种有妇炎舒胶囊、黄龙止咳颗粒、黄龙咳喘胶囊、养阴清胃胶囊等，2018年上半年东科产品整体保持60%以上增长，其中二季度单季度增速50%左右。

(5) 蛋白琥珀酸铁口服液上半年保持翻倍增长，公司的蛋白琥珀酸铁口服溶液为首仿，2014年开始上市销售，目前国内仅有原研厂家 ITALFARMACO S.A.和公司在销售，而原研产品在国内销售采用代理模式，而公司采用自营模式，销售优势显著，进口替代势头明显。

图表 1：济川药业各大主力品种增长情况



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

OTC快速放量带动公司整体业绩增长

2013 年起公司加大在 OTC 端的推广，截至2018年上半年公司整体收入在药店端销售占比已接近30%。公司整体OTC但增长主要得益于以下两方面：（1）销售队伍扩容：OTC 团队由几百人队伍扩至近 2000 人；（2）终端覆盖率提升：16年底公司产品进了11万家药店，17年底进了18万家，截至目前已进了20多万家，18年预计将增至25万家药店，最终预计将铺货至30多万家药店，终端覆盖率将提升至70%。

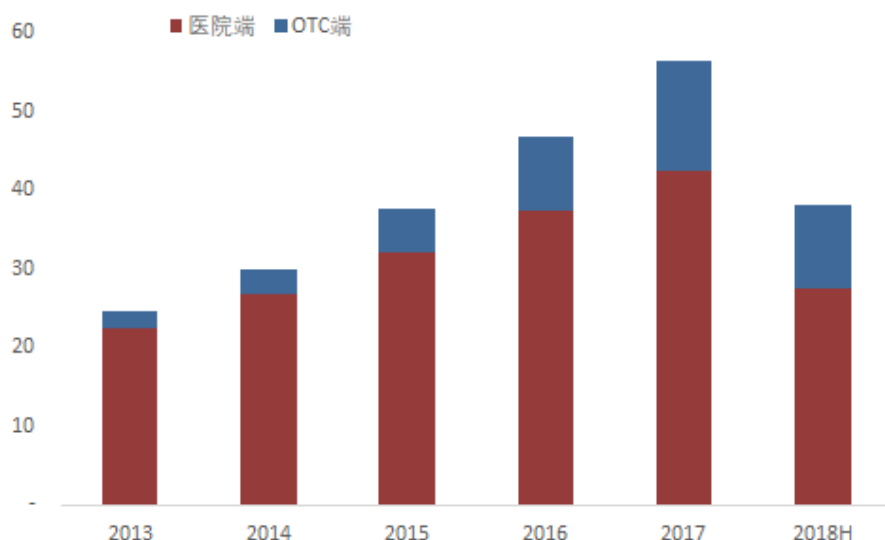
OTC 端的推广，对于公司来讲将带来以下几点益处：

（1）贡献增量收入，打开产品更大增长空间：例如OTC主力品种蒲地蓝，目前蒲地蓝在OTC端增速30%-50%，OTC销售占全部销售额的35%，而蒲地蓝在医院端增速仅15%左右，OTC的快速扩容带动了蒲地蓝整体更快增长，打开了更大的增长空间。

（2）压缩销售费用，提高公司整体净利润率：OTC端费用率相较医院端费用率会低10%-15%，因此近几年来可以看出公司整体销售费用占营业收入比重在逐年下滑，从2013年的56.52% 下降至2018年上半年的51.13%，随之带来的是公司净利润率的提升，从2013年的16.45%提 升至2018年上半年的22.15%。目前公司OTC端整体收入占比接近30%，公司目标OTC占比将提升至50%，因此随着OTC占比的提升，公司的净利润率还有一定提升空间。

（3）定价相对自主，产品单价更高：例如蒲地蓝在医院端销售规格有6支/盒与12支/盒两种，单支价格平均为3.67元/支，在药店端仅销售10支/盒，单支价格4元/支以上，而且蒲地蓝在 OTC端定价由济川药业自主，定价权相对更强；小儿豉翘在OTC端6*2g袋/ 盒规格无糖型产品的价格为60元/盒左右，比医院端价格高40%。

图表 2：济川药业医院端和 OTC 渠道增长情况



数据来源：莫尼塔研究

总结：销售发力推动平稳高增长，大品种策略打造优质口服中成药企业

济川药业作为深耕呼吸、消化、清热解毒等大病种专科领域的优质中成药企业，在中药注射剂受限和儿童药受政策倾斜的背景下，一线主力品种和二线产品梯队有望保持平稳快速增长。预计2018年全年收入30%以上增速，净利润40%左右增长。预计 2019-2021 年保持复合 30%的利润增速，2021 年有望成为销售收入超130亿，净利润超30亿的大型口服中成药企业。看好济川药业长期稳健增长。

近期报告

- 2018年7月15日 中药注射剂重压在肩，儿童药市场方兴未艾——《医疗机构处方审核规范》点评
- 2018年7月13日 中美贸易战继续升温，对医药行业影响几何？——贸易战快评（二）
- 2018年6月30日 网售处方药开闸在即，助力医药电商行业大变革
- 2018年6月24日 望眼欲穿终得见——百时美施贵宝PD-1单抗Opdivo获批生产点评
- 2018年5月30日 锐意进取换新颜，枯木逢春满枝鲜——东诚药业深度报告
- 2018年5月10日 长春高新鼻喷流感疫苗生产申请受理点评
- 2018年5月5日 恒瑞医药非格司亭获批上市点评
- 2018年4月30日 抗癌药增值税率大幅下降，重大利好国内肿瘤药企
- 2018年4月25日 透过现象看本质，业绩维持稳定增长——九州通2017年报和2018一季报点评
- 2018年4月20日 厉兵秣马，重装上阵——品牌中药企业广誉远的价值再审视
- 2018年4月10日 总把新桃换旧符——千金药业快评
- 2018年4月09日 中美贸易战升温，对医药行业影响几何？
- 2018年3月31日 步步为营，屡屡出新——康泰生物深度报告
- 2018年3月22日 立足山东，放眼全国——瑞康医药快评

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66
号东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://> Email: cebmservice@cebm.com.cn