

济川药业 (600566)

公司研究/点评报告

符合预期，看好 OTC 渠道、增量产品驱动力

—2018 年年报及 2019 年一季报点评

点评报告/医药

2019 年 04 月 22 日

一、披露 2019 年一季报及 2018 年年报

2019 年 4 月 19 日，公司发布 2019 年一季报及 2018 年年报。1) 2019 年一季报显示：营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长-2.26%、9.28%、6.06%，2019Q1 经营活动产生的现金流 6.22 亿元（净利润 5.10 亿元），同比增长 13.12%。2) 2018 年年报显示：2018 年全年营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 27.76%、37.96%、37.98%，经营活动产生的现金流净额 17.09 亿元（净利润 16.88 亿元），同比增长 43.78%。

二、符合预期，保持较高的增长质量，中长期看好其妇儿药品牌药企成长路径的推进

我们认为公司年报和一季报的业绩符合预期，该业绩的达成有赖公司核心产品（存量产品：蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、雷贝拉唑肠溶胶囊，增量产品：蛋白琥珀酸铁及东科制药系列妇儿科用药）的持续快速增长以及公司在零售渠道的快速拓展。

我们认为公司成长路径发展三阶段：1) 依托 1-2 个核心产品打造公司在医院端妇儿科、呼吸内科等的渠道优势，验证其初步的产品力和销售能力；2) 依托医院端培育成熟的产品拓展 OTC 及广泛终端渠道，拓展核心产品成长生命周期的同时，进一步拓展自身产品梯队；3) 打造公司在妇儿科用药领域的品牌地位，成为跨渠道、产品丰富的妇儿用药品牌公司。基于此认识，我们判断未来 3-5 年是第二阶段的关键拓展期，关注产品丰富性和 OTC 渠道夯实度。

➤ 渠道拓展（内因）、新进医保增量（外因），驱动核心产品保持快速增长

1) OTC 渠道的快速拓展及增量产品的盈利能力是公司短中期业绩快速增长的重要驱动因素。根据 2018 年年报对各条产品管线表现的披露，我们估计公司核心产品均保持了快速增长，核心产品具体收入增长方面，我们估计蒲地蓝、小儿豉翘、雷贝拉唑收入同比增长 28%、40%、15%左右，增量产品方面，蛋白琥珀酸铁收入 3 亿左右，同比增长 70%左右、东科制药收入 2.78 亿元，同比增长 34%。而存量产品的增长是公司业绩最主要的支撑，我们认为不考虑短期流感因素的影响，蒲地蓝新进医保省份招标以及 OTC 的拓展是收入端快速增长的重要原因，而从业绩的角度看，OTC 渠道的收入占比提升以及增量产品盈利能力提升是利润增速高于收入增速的重要原因（蛋白琥珀酸铁及东科制药逐步渡过费用高投入期，这一点在东科制药的净利润表现也可以发现，2018 年净利润 4473 万元，同比增长 105%，远高于收入增速）。

2) 2019 年仍有望延续 2018 年的增长趋势，盈利能力的提升仍是重要看点。2019 年一季报的数据显示，收入略降，净利润同比增长 9.28%，显示在 2018 年一季度高基数基础上，公司整体产品收入表现较好，净利润增速高于收入增速，显示公司 OTC 渠道收入占比持续提升，另外增量产品渡过高投入期，利润率提升也逐步呈现明显贡献。

推荐

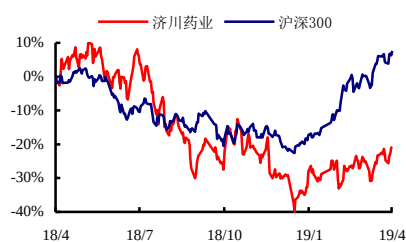
上调评级

当前价格： 38.18 元

交易数据 2019-4-19

近 12 个月最高/最低(元)	54.03/28.92
总股本(百万股)	815
流通股本(百万股)	815
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	311
流通市值(亿元)	311

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：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@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)：一季度业绩超预期，核心品种持续增长
2. 济川药业 (600566)：蒲地蓝纳入吉林医保，空间再度扩容

➤ **产品定价能力决定毛利率长期的稳定性，规模性、渠道议价能力体现费用率逐步下降，现金流显示业绩增长质量较高**

2018 年、2019Q1 毛利率分别为 84.8%、85.55%，基本显示稳定，我们认为这主要公司核心产品多为独家产品，受当下以化学仿制药为控费重点的政策环境影响较小，因此我们估计公司较高定价能力较长时间会存在。费用率方面，销售费用率呈现持续下降的趋势，我们估计主要是因为 OTC 渠道收入占比持续提高及增量产品盈利能力提升导致；经营活动产生的现金流方面显示，持续和净利润的匹配度较高，显示利润表的增长质量较高，这一点在众多医药板块公司中具有比较强的稀缺性，也是我们中长期看好公司的重要评估指标，特别是在 OTC 渠道收入占比持续提高的同时，我们更加关注公司现金流和利润的匹配度，显示公司新渠道拓展过程中的应收账款等指标的控制是否良好。

三、投资建议

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.54、3.11、3.87 元。我们盈利预测中 2019-21 年净利润增速高于收入增速，主要假设包括核心品种毛利率提高（比如二线产品儿科类、妇科类、呼吸类产品因为产品提价及改剂型毛利率有望进一步提升）、销售费用率逐步降低（销售规模化效应考虑，及低费用率的 OTC 渠道销售占比提升考虑）。目前股价对应 2019 年 15 倍 PE。作为产品线布局丰富、销售能力极强、外延积极拓展的中药企业，有望优先受益于地方医保目录调整带来的市场释放加速，我们认为公司目前估值处于较低区域，考虑未来 3 年其净利润复合增速有望达到 24% 左右，参考可比公司估值情况，给予 2019 年 18-20 倍 PE，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

招标进度延后导致核心产品放量不及预期的风险、二线产品 OTC 领域拓展不顺导致销售低于预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,208	8,513	10,013	11,837
增长率（%）	27.8	18.1	17.6	18.2
归属母公司股东净利润（百万元）	1,688	2,067	2,535	3,156
增长率（%）	38.0	22.5	22.6	24.5
每股收益（元）	2.08	2.54	3.11	3.87
PE（现价）	18.4	15.0	12.3	9.9
PB	2.8	2.0	1.5	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,208	8,513	10,013	11,837
营业成本	1,096	1,279	1,481	1,724
营业税金及附加	132	156	183	217
销售费用	3,664	4,240	4,856	5,564
管理费用	436	511	601	710
EBIT	1,881	2,329	2,892	3,623
财务费用	4	0	0	0
资产减值损失	14	3	20	23
投资收益	25	25	25	25
营业利润	1,901	2,350	2,896	3,625
营业外收支	75	0	0	0
利润总额	1,977	2,421	2,969	3,697
所得税	289	354	434	540
净利润	1,688	2,067	2,535	3,156
归属于母公司净利润	1,688	2,067	2,535	3,156
EBITDA	2,059	2,518	3,114	3,880

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1587	3436	5517	8264
应收账款及票据	2215	2515	2968	3493
预付款项	32	30	35	44
存货	318	332	381	446
其他流动资产	304	304	304	304
流动资产合计	4347	6509	9079	12402
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	2184	2560	3013	3427
无形资产	321	369	442	503
非流动资产合计	3439	3638	3905	4087
资产合计	7787	10147	12984	16489
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	660	752	871	1014
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1664	1957	2259	2608
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	668	668	668	668
非流动负债合计	668	668	668	668
负债合计	2333	2625	2927	3276
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5454	7522	10057	13213
负债和股东权益合计	7787	10147	12984	16489

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	27.8	18.1	17.6	18.2
EBIT 增长率	38.0	23.8	24.2	25.3
净利润增长率	38.0	22.5	22.6	24.5
盈利能力				
毛利率	84.8	85.0	85.2	85.4
净利润率	23.4	24.3	25.3	26.7
总资产收益率 ROA	21.7	20.4	19.5	19.1
净资产收益率 ROE	30.9	27.5	25.2	23.9
偿债能力				
流动比率	2.6	3.3	4.0	4.8
速动比率	2.4	3.2	3.9	4.6
现金比率	1.0	1.8	2.4	3.2
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	95.2	95.9	96.3	95.8
存货周转天数	93.3	94.7	94.0	94.4
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	2.1	2.5	3.1	3.9
每股净资产	13.6	18.8	25.1	33.0
每股经营现金流	4.3	2.6	3.0	3.8
每股股利	1.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	18.4	15.0	12.3	9.9
PB	2.8	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	14.6	11.2	8.4	6.0
股息收益率	3.2	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,688	2,067	2,535	3,156
折旧和摊销	192	192	242	280
营运资金变动	(232)	(23)	(207)	(251)
经营活动现金流	1,709	2,140	2,473	3,089
资本开支	654	316	417	367
投资	366	0	0	0
投资活动现金流	(263)	(292)	(392)	(342)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(0)	0	0	0
筹资活动现金流	(811)	0	0	0
现金净流量	635	1,849	2,081	2,747

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。