



济川药业(600566.SH)

【联讯医药公司点评】济川药业 (600566.SH): 主力产品蒲地蓝迎来增长压力，二线品种逐渐走上前台

2019 年 08 月 27 日

事项:

买入(维持)

当前价: 30.8 元

分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

相关研究

《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) _ 【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》2018-07-30

《济川药业 (600566) _ 【联讯医药公司点评】济川药业 (600566.SH): 三季报业绩维持快速增长，费用率继续下降》2018-10-22

事件: 济川药业发布 2019H1 业绩公告，期内营业收入为 39.07 亿元，较上年同期增 2.71%；归属于母公司所有者的净利润为 9.64 亿元，较上年同期增 14.38%；全面摊薄基本每股收益为 1.18 元。公司 19Q2 单季度营业收入为 18.27 亿元，较上年同期增 9.03%；归属母公司所有者的净利润为 4.53 亿元，较上年同期增 20.71%。

评论:

◇ 去年同期高基数下，业绩增长经受住压力测试

19H1 营业收入为 39.07 亿元 (+2.71%)，归母净利润为 9.64 亿元 (+14.38%)，其中 Q1-Q2 单季度营收分别为 20.79 亿元和 18.28 亿元，归母净利润分别为 5.10 亿元和 4.53 亿元。去年同期由于冬春全国流感爆发因素，主力产品蒲地蓝、小儿豉翘清热颗粒等销售基数较高，今年冬春流感形势平缓，但公司营收和利润仍然取得增长，经受住压力测试。19Q2 单季度营收恢复增长，增速 9.03%，归母净利增速保持较快增速 (20.71%)。公司历史过往季度业绩非常稳定，除 18Q1 流感因素影响超常规增长外（营收同比增速 51.45%），没有明显季节性特征，我们预计全年业绩稳定一如既往，Q3-Q4 单季度维持约 19 亿元左右营收规模，业绩可预见性高。

◇ 主力产品蒲地蓝迎来增长压力，二线品种逐渐走上前台

公司三个主力产品为蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒，19H1 三者的合计销售收入占主营业务收入的 75.53%，比去年同期营收占比下降约 2.7pct（去年占比为 78.21%）。核心品种蒲地蓝消炎口服液销售收入较上年同期有所下降，我们认为主要受去年流感爆发销量上升影响，另外蒲地蓝产品产销体量已经较大，2018 年产销分别已经达到 1.81 亿盒和 1.66 亿盒，叠加蒲地蓝产品未获纳入最新版国家医保目录，我们预计单品将迎来增长压力；二线雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液等产品的销售收入持续增长，东科制药的产品亦实现了快速发展，我们估计上半年雷贝拉唑销量保持 10%-15% 稳健增长（2018 年 19.74%，2017 年 15.8%），小儿豉翘销量增速可能 30% 左右（2018 年 32.5%，2017 年 23.1%）；东科制药纳入公司销售渠道后，业绩改善尤其亮眼，半年度营收 1.81 亿元、净利润 0.31 亿元，分别约为去年全年 65% 和 70%，二线品种逐渐走上前台。

◇ 费用率仍有改善空间，助推盈利能力提升

医保控费大环境下，公司产品销售毛利率维持基本稳定，上半年综合毛利率约 85.12%，最近三年平均毛利率约为 84.99%，正负偏差仅 0.2pct 左右；但是受益于各项费用（主要是销售和管理费用）良好，销售净利润率走高，促使公司利润增速快于营收增速。上半年，公司净利润率 24.67%，创出历史新高；销售费用率 50.07%，同比下降 1.06 个百分点，继续保持下降趋势；管理费用率 3.25%，比去年全年下降 0.07 个百分点。我们预计随着产品销售规模扩大，以蒲地蓝消炎口服液为代表的主力产品品牌效应逐渐深入人心，公司在 OTC 渠道的深入布局，规模效应和品牌效应合力推动费用率继续



下降，费用率仍有改善空间，推动公司盈利能力逐渐提升。

✧ 盈利预测与评级

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 78.4/90.8/104.4 亿元，归母净利润分别为 18.9/22.3/26.2 亿元，对应每股 EPS 为 2.32/2.74/3.22 元，今日收盘价对应市盈率分别为 13.3/11.3/9.6 倍。公司当前收盘价对应 PE (2019E) 约 13.3 倍，股息率约为 4%，估值较低，借壳上市以来分红率保持 60%以上，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

药价下降超预期；医保控费等政策影响；市场开拓及销售不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4357.8	5682.7	6980.6	8406.1	经营活动现金流	1709.2	1891.9	2106.6	2473.3
货币资金	1586.9	2266.1	3039.7	3974.5	净利润	1687.9	1888.4	2230.9	2624.3
应收账款和票据	2106.1	2430.7	2816.9	3235.6	折旧摊销	177.8	196.5	205.8	214.3
其他应收款	10.6	10.0	10.0	11.0	财务费用	34.1	-10.0	-15.0	-20.0
存货	318.2	341.1	395.3	454.0	投资损失	14.4	20.0	20.0	20.0
预付账款	32.5	25.0	27.0	28.0	营运资金变动	-316.3	-192.7	-321.9	-353.1
其他流动资产	303.6	609.8	691.8	703.0	其它	111.2	-10.3	-13.2	-12.2
非流动资产	3439.5	3284.0	3273.1	3254.8	投资活动现金流	-263.2	-200.0	-200.0	-200.0
在建工程	630.5	530.5	430.5	330.5	资本支出	-654.0	-200.0	-200.0	-200.0
固定资产	2183.7	2287.2	2381.3	2467.0	长期投资	390.9	0.0	0.0	0.0
无形资产和商誉	321.3	316.3	311.3	306.3	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	304.0	150.0	150.0	151.0	筹资活动现金流	-810.7	-1012.7	-1133.1	-1338.5
资产总计	7797.3	8966.7	10253.7	11660.9	吸收投资	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	1667.8	1851.1	2041.3	2166.7	可转债	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	1.0	分配股利	-810.7	-1012.7	-1133.1	-1338.5
应付账款和票据	663.9	818.7	937.1	1061.5	现金流量净额	635.3	679.2	773.6	934.8
其他流动负债	1003.9	1032.4	1104.2	1104.2					
非流动负债	671.7	782.1	781.1	777.1	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	552.6	706.9	706.9	706.9	成长能力				
其他非流动负债	119.1	75.2	74.2	70.2	营业收入	27.96%	8.78%	15.89%	14.87%
负债合计	2339.5	2633.2	2822.4	2943.8	营业利润	39.91%	14.06%	18.70%	17.87%
归属母公司股东权益	5457.8	6333.5	7431.4	8717.1	归属母公司净利润	37.96%	11.88%	18.14%	17.59%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	获利能力				
股东权益合计	5457.8	6333.5	7431.4	8717.1	毛利率	84.79%	85.29%	85.48%	85.68%
					净利率	23.42%	24.08%	24.55%	25.14%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	30.93%	29.82%	30.02%	30.09%
营业收入	7208.0	7841.0	9086.7	10437.6	ROIC	31.09%	29.09%	29.42%	29.61%
营业成本	1096.3	1153.1	1319.8	1495.1	偿债能力				
营业税金及附加	131.9	133.3	154.5	177.4	资产负债率	30.00%	29.37%	27.53%	25.24%
营业费用	3663.7	3920.5	4497.9	5114.4	净资产负债率	42.87%	41.58%	37.98%	33.77%
管理费用	435.8	470.5	545.2	626.3	流动比率	2.61	3.07	3.42	3.88
财务费用	4.4	-10.0	-15.0	-20.0	速动比率	2.42	2.89	3.23	3.67
资产减值损失	14.4	20.0	20.0	20.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.00	0.94	0.95	0.95
投资净收益	34.7	15.0	10.0	10.0	应收账款周转率	3.69	3.46	3.46	3.45
营业利润	1901.4	2168.7	2574.3	3034.4	存货周转率	3.91	3.50	3.58	3.52
营业外收入	105.2	45.0	40.0	40.0	每股指标(元)				
营业外支出	29.8	5.0	5.0	5.0	每股收益	2.07	2.32	2.74	3.22
利润总额	1976.8	2208.7	2609.3	3069.4	每股经营现金	6.70	7.77	9.12	10.70
所得税	288.9	320.3	378.3	445.1	每股净资产	2.10	2.32	2.58	3.03
净利润	1687.9	1888.4	2230.9	2624.3	估值比率				
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	1.0	P/E	14.9	13.3	11.3	9.6
归属母公司净利润	1687.9	1888.4	2230.9	2623.3	P/B	4.6	4.0	3.4	2.9
EBITDA	2054.2	2395.2	2800.1	3263.7	EV/EBITDA	12.49	10.78	9.22	7.91
EPS（元）	2.07	2.32	2.74	3.22					

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	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@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