

济川药业 (600566)

公司研究/点评报告

清渠道过渡期，关注二线产品及研发策略变化

—2019 年年报分析

点评报告/医药

2020 年 03 月 16 日

一、事件概述

2020 年 3 月 13 日，公司发布 2019 年年报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别呈现-3.72%、-3.84%、-1.70%。经营活动产生的现金流净额达到 21.48 亿元，远高于净利润（15.66 亿元），显示 2019 年更加重视终端回款，体现较高的经营质量；2019Q4 收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别同比-6.62%、-16.27%、-12.16%，Q4 单季收入和利润的同比下滑速度，环比 2019Q3 明显收窄。

同时，公司公告《2020 年非公开发行股票预案》，发行数量不超过 2 亿股（<30%），募集资金不超过 14.05 亿元，用于小儿鼓翘生产、提取车间、研发项目等投资项目。

二、分析与判断

➤ 核心产品增速换挡，结构调整带动基本面进入过渡期

①收入端进入增速换挡期。收入端分析，2019 年是公司上市后连续 6 年高增长后首次的负增长，我们关心的是这是否意味着公司增速进入换挡期，这种换挡期的时间周期如何？从产品收入同比增速看，我们发现清热解毒类、妇科、心脑血管类产品出现增速下滑或者负增长（子公司东科制药披露口径也可以验证部分品种销售变化趋势），带动整体收入端的同比下滑，我们认为可能是修改说明书、连续 4-5 年零售端的快速增长带来的渠道库存压力、地方医保调整带来的政策预期压力等多方面影响的结果，2019Q2 以来的三个季度是公司渠道调整的窗口期，后续我们需要跟踪观察的是渠道调整节奏是否到位、地方医保目录调整在未来 2 年内的节奏以及公司的应对策略如何，从这两个因素考虑，我们认为公司的产品结构调整进入一个窗口期，这个窗口期内公司在二线产品上量和新增产品布局方面的努力非常关键，这也直接影响公司长期可持续增长的空间。

②毛利率保持稳定，维持较高的盈利水平。毛利端分析，公司 2019 年毛利率同比下降 0.97 个百分点达到 84%，仍然保持较高的盈利水平，我们一直强调中药品种的量价分析中，价格是个弱变量，在终端需求相对稳定的情况下，较高的盈利能力也是公司度过产品结构调整过渡期的重要保障。

➤ 经营性应收项目首次降低，体现了 2019 年重消化、轻发货、调库存的目的

2019 年净利率 23.34%，和 2018 年基本持平，维持在较高的水平，显示公司产品盈利能力和费用控制仍然较强；经营性现金流净额全年 21.48 亿元，远高于净利润，主要是因为经营性应收项目减少 2872 万元，不同于过去 4-5 年每年 3 亿+的应收项目增加，这也是公司上市以来该科目的首次降低，显示公司 2019 年重视终端渠道库存消化、回款工作，结合利润表分析显示发货端更加谨慎，这也验证了我们在前次报告中提到的、对于公司基本面进入过渡期的判断，我们也建议关注这种渠道调整的节奏和二线产品的放量带来的结构调整。

➤ 非公开发行，旨加强二线产品产能及研发力度

公司此次定增投向看，也是重点加强包括小儿鼓翘清热颗粒、三拗片等相关原料产能及公司研发投入，我们认为也体现了公司强化二线产品销售和拓展产品线的努力，对于这两方面的节奏，我们建议持续跟踪关注，这也是公司过渡期存量业绩及增量空间的重要评估变量。

三、投资建议

暂时不考虑此次定增的摊薄影响，我们预计 2020-2022 年 EPS2.23、2.51、2.85 元，按照 2020 年 3 月 13 日收盘价对应 2020 年估值 10 倍 PE（2021 年 9 倍），参考可比公司估值

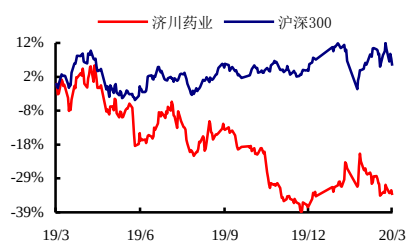
谨慎推荐 维持评级

当前价格： 22.53 元

交易数据 2020-3-13

近 12 个月最高/最低(元)	38.26/21.46
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)	184
流通市值(亿元)	184

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

相关研究

1. 济川药业(600566):基本面进入调整期，关注增量和研发
2. 济川药业(600566):低估值下，关注收入端

情况，同时考虑公司目前产品和渠道的调整期业绩的波动性，我们维持“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

地方医保目录调整的风险，二线产品 OTC 销售低于预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,940	7,551	8,302	9,193
增长率（%）	-3.7	8.8	10.0	10.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,623	1,814	2,042	2,325
增长率（%）	-3.8	11.8	12.6	13.9
每股收益（元）	1.99	2.23	2.51	2.85
PE（现价）	11.3	10.1	9.0	7.9
PB	1.5	1.3	1.0	0.8

资料来源：wind、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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,940	7,551	8,302	9,193
营业成本	1,110	1,103	1,208	1,324
营业税金及附加	110	119	131	145
销售费用	3,449	3,760	4,085	4,504
管理费用	258	279	308	341
研发费用	210	264	307	368
EBIT	1,803	2,024	2,263	2,510
财务费用	(22)	(32)	(63)	(126)
资产减值损失	0	10	11	13
投资收益	12	18	15	17
营业利润	1,858	2,085	2,352	2,661
营业外收支	35	35	35	35
利润总额	1,893	2,121	2,387	2,696
所得税	270	306	345	371
净利润	1,623	1,814	2,042	2,325
归属于母公司净利润	1,623	1,814	2,042	2,325
EBITDA	2,038	2,276	2,542	2,814
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2285	2926	4596	6923
应收账款及票据	1847	1963	2184	2404
预付款项	23	23	25	27
存货	338	271	420	324
其他流动资产	218	218	218	218
流动资产合计	4912	5603	7646	10102
长期股权投资	13	31	46	62
固定资产	2292	2579	2887	3122
无形资产	336	326	316	308
非流动资产合计	3753	4029	4204	4281
资产合计	8665	9537	11756	14288
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	703	699	765	839
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1840	1905	2081	2288
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	717	708	702	696
非流动负债合计	720	711	705	699
负债合计	2560	2615	2786	2988
股本	400	400	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6104	6922	8970	11301
负债和股东权益合计	8665	9537	11756	14288

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-3.7	8.8	10.0	10.7
EBIT 增长率	-4.2	12.3	11.8	10.9
净利润增长率	-3.8	11.8	12.6	13.9
盈利能力				
毛利率	84.0	85.4	85.5	85.6
净利润率	23.4	24.0	24.6	25.3
总资产收益率 ROA	18.7	19.0	17.4	16.3
净资产收益率 ROE	26.6	26.2	22.8	20.6
偿债能力				
流动比率	2.7	2.9	3.7	4.4
速动比率	2.5	2.8	3.5	4.3
现金比率	1.3	1.6	2.3	3.1
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	98.9	95.0	97.0	96.0
存货周转天数	106.5	99.3	102.9	101.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	2.0	2.2	2.5	2.9
每股净资产	15.3	17.3	22.4	28.2
每股经营现金流	5.4	2.5	2.6	3.3
每股股利	1.2	1.2	0.0	0.0
估值分析				
PE	11.3	10.1	9.0	7.9
PB	1.5	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	7.4	6.3	5.0	3.8
股息收益率	5.5	5.5	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,623	1,814	2,042	2,325
折旧和摊销	235	262	290	317
营运资金变动	257	5	(208)	66
经营活动现金流	2,147	2,046	2,092	2,674
资本开支	546	360	384	309
投资	89	(20)	(20)	(20)
投资活动现金流	(444)	(370)	(394)	(319)
股权募资	0	6	6	6
债务募资	(0)	(10)	(6)	(6)
筹资活动现金流	(1,005)	(1,035)	(29)	(28)
现金净流量	698	641	1,670	2,327

分析师简介

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。

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。