

济川药业 (600566)

公司研究/点评报告

基本面进入调整期，关注增量和研发

—济川药业 2019 年三季度报点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

2019.10.25, 公司发布 2019 年三季度报, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为-2.85%、-0.24%、1.49%, 经营活动产生的现金流净额 17.8 亿元, 同比增长 14.48%, 2019 年三季度单季数据分析, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为-15.0%、-26.7%、-17.3%。

二、分析与判断

➤ 蒲地蓝进入产品周期末端, 增量品种快速增长, 建议持续关注产品、渠道调整过渡期收入端增长的持续性

这是在经历 2019Q1 收入因高基数原因同比增速下滑后, 在正常季度经历的首次明显收入增速同比下滑的情况, 超过我们预期, 我们估计可能是核心品种蒲地蓝在经历过去多年连续高增长之后进入新的产品周期, 渠道的增量拓展难度加大, 考虑蒲地蓝销售占比 (35%左右), 结合三季度单季的收入下滑幅度, 我们预测蒲地蓝收入下滑在 50%左右, 其他品种保持较快的增长速度 (收入同比增速方面, 我们估计小儿鼓翘 20%+、雷贝拉唑 10%、东科制药 40%+、蛋白琥珀酸铁 50%左右), 由此, 我们判断公司的产品结构和渠道结构进入新的调整期, 这个阶段, 我们持续建议关注收入端的变化。

➤ 经营现金流显示较高的增长质量

2019Q3 单季毛利率同比和环比略有下滑, 我们估计是产品结构调整期部分产品存在降价原因导致; 费用率方面, 公司销售费用率呈持续下降的趋势, 显示规模性效应的体现, 三季度单季研发费用同比增长 18%, 高于收入增速, 显示公司远期对产品管线的重视。经营性现金流前三季度同比增长 14.48%, 显示较高的增长质量。

三、投资建议

考虑三季度核心品种下滑趋势, 我们下调盈利预测, 预计 2019-2021 年 EPS2.16、2.48、2.92 元 (前次预测 2.38、2.74、3.24 元), 按照 2019.10.25 收盘价对应 2019 年 13 倍 PE (2020 年 11 倍 PE), 参考可比公司估值情况, 同时考虑公司处于产品及渠道结构调整期, 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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,208	7,229	8,143	9,100
增长率 (%)	27.8	0.3	12.6	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,688	1,761	2,020	2,377
增长率 (%)	38.0	4.4	14.7	17.7
每股收益 (元)	2.08	2.16	2.48	2.92
PE (现价)	13.4	12.9	11.2	9.5
PB	2.0	1.8	1.4	1.0

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

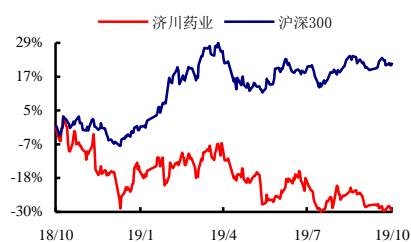
谨慎推荐 维持评级

当前价格: 27.84 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	42.15/27.4
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)	227
流通市值 (亿元)	227

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): 低估值下, 关注收入端
2. 济川药业(600566): 符合预期, 看好 OTC 渠道、增量产品驱动力

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	7,229	8,143	9,100
营业成本	1,096	1,158	1,286	1,398
营业税金及附加	132	132	149	166
销售费用	3,664	3,564	3,949	4,395
管理费用	239	239	269	300
研发费用	196	210	228	273
EBIT	1,881	1,926	2,262	2,566
财务费用	4	(14)	(33)	(88)
资产减值损失	14	(12)	42	(17)
投资收益	25	16	20	18
营业利润	1,901	1,993	2,298	2,714
营业外收支	75	71	73	72
利润总额	1,977	2,064	2,371	2,786
所得税	289	303	350	409
净利润	1,688	1,761	2,020	2,377
归属于母公司净利润	1,688	1,761	2,020	2,377
EBITDA	2,059	2,147	2,529	2,878
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1587	1716	3081	4941
应收账款及票据	2106	2241	2524	2821
预付款项	32	27	30	35
存货	318	282	384	339
其他流动资产	304	304	304	304
流动资产合计	4358	4578	6336	8452
长期股权投资	13	28	49	67
固定资产	2184	2714	3245	3775
无形资产	321	343	387	417
非流动资产合计	3439	4015	4466	4913
资产合计	7797	8593	10803	13366
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	664	702	779	847
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1668	1708	1898	2084
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	668	659	653	647
非流动负债合计	672	662	656	651
负债合计	2340	2370	2554	2734
股本	400	400	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5458	6222	8249	10631
负债和股东权益合计	7797	8593	10803	13366

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	0.3	12.6	11.8
EBIT 增长率	38.0	2.4	17.4	13.5
净利润增长率	38.0	4.4	14.7	17.7
盈利能力				
毛利率	84.8	84.0	84.2	84.6
净利率	23.4	24.4	24.8	26.1
总资产收益率 ROA	21.6	20.5	18.7	17.8
净资产收益率 ROE	30.9	28.3	24.5	22.4
偿债能力				
流动比率	2.6	2.7	3.3	4.1
速动比率	2.4	2.5	3.1	3.9
现金比率	1.0	1.0	1.6	2.4
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	91.2	92.0	93.2	92.1
存货周转天数	92.1	93.0	93.0	93.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	2.1	2.2	2.5	2.9
每股净资产	13.6	15.5	20.6	26.5
每股经营现金流	4.3	2.3	2.5	3.1
每股股利	1.2	1.2	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.4	12.9	11.2	9.5
PB	2.0	1.8	1.4	1.0
EV/EBITDA	9.6	9.1	7.3	5.8
股息收益率	4.4	4.4	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,688	1,761	2,020	2,377
折旧和摊销	192	209	308	294
营运资金变动	(232)	(38)	(245)	(53)
经营活动现金流	1,709	1,864	2,009	2,546
资本开支	654	690	605	649
投资	366	(20)	(20)	(20)
投资活动现金流	(263)	(700)	(615)	(659)
股权募资	0	6	6	6
债务募资	(0)	(10)	(6)	(6)
筹资活动现金流	(811)	(1,035)	(29)	(28)
现金净流量	635	129	1,366	1,860

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。