

谨慎推荐(维持)

2015年05月07日

- **债务清偿完毕** 公司近年来一直受困于历史巨额金融债务,不断通过包括处置资产、出售非核心业务、与金融机构达成债务减让协议等方式筹集资金偿债。截至目前,公司已偿还完毕上述借款金额。
- **战略转型** 2014年公司以“全产业链打造广誉远精品中药战略”为指导思想,围绕“精品中药+传统中药+养生酒”三驾马车,通过对广誉远品牌的挖掘和再塑,结合公司产品特点和优势,深入分析市场变化,全力实现销售提升。
- **业绩增长** 2014年,公司实现营业收入3.5亿元,较上年同比增长32.1%,扣除非经常性损益后净利润为-2429万元,较上年同比增长63.5%。
- **精品中药快速增长** 2014年精品中药实现营业收入7361万元,同比增长381.7%。其中,精品龟龄集实现营业收入5510万元,较上年同比增长223.7%;精品安宫牛黄丸实现营业收入1169万元,较上年同比增长410.3%;精品牛黄清心丸实现营业收入682万元,较上年同比增长488.7%。
- **传统中药稳步增长** 2014年传统中药实现营业收入2.2亿元,同比增长64.6%。其中龟龄集营业收入1.07亿元,同比增长223.7%;定坤丹大蜜丸实现营收6304万元,同比增长12.5%;定坤丹水蜜丸实现营收2297万元,同比增长67.0%;安宫牛黄丸实现营业收入1118万,同比增长27.7%。
- **保健酒业务** 2014年加味龟龄集酒实现营业收入542万元,较上年同期增长63.8%;龟龄集酒实现营业收入1602万元,较上年同期增长118.0%。保健酒生产基地建设预计2015年下半年可以建成,预计将于2016年投产。公司保健酒基地建设面积28000m²,全部投产单班产品30亿元。预计保健酒业务2016年上半年将全面铺开。
- **“百家千店”** 截至2014年12月31日,广誉远国药堂(终端店)已入驻全国23个省市自治区,进驻国内67个城市。目前广誉远国药堂共162家。截至2015年1月,国医馆已经有4-5家在装修和申报。
- 广誉远债务清偿完毕,战略转型聚焦“精品中药+传统中药+养生酒”三驾马车,成效显著。采用创新营销模式实现“百家千店”快速铺展,山西广誉远国药搬迁有望实现产能扩大,非公开发行补充公司所需流动资金,增强资本实力。故我们给予广誉远“谨慎推荐”评级。

证券分析师—许希晨

执业资格证书: S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

证券分析师—洪阳

执业资格证书: S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

相关报告

“百年品牌重生否,静观终端认可度”——广誉远调研报告——2014.7.19

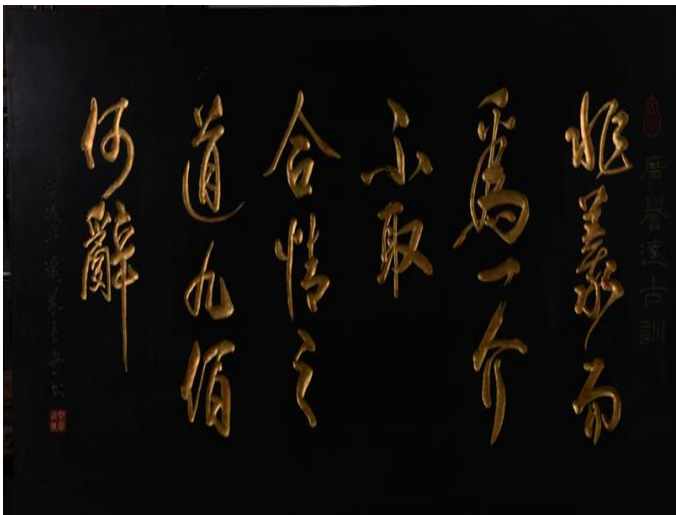
一、公司简介

1.1 历史传承

广誉远始创于明嘉靖二十年(公元1541年),距今已有473年历史,其间历经广盛号药店、广升聚、广升蔚、广升誉、广升远、山西中药厂、山西广誉远等十几个商号药厂更迭,是中国现存历史最为悠久的中药企业与药品品牌,曾与北京同仁堂、杭州胡庆余堂、广州陈李济并称为“清代四大名店”,现为国家商务部首批“中华老字号”企业。

广誉远国药四百多年传承的古训(非义而为,一介不取,合情之道,九百何辞)昭示了广誉远精品中药的企业经营理念以及“修合虽无人见,存心自有天知”的精品中药古法炮制理念。

图表1: 广誉远古训



资料来源: 公司网站

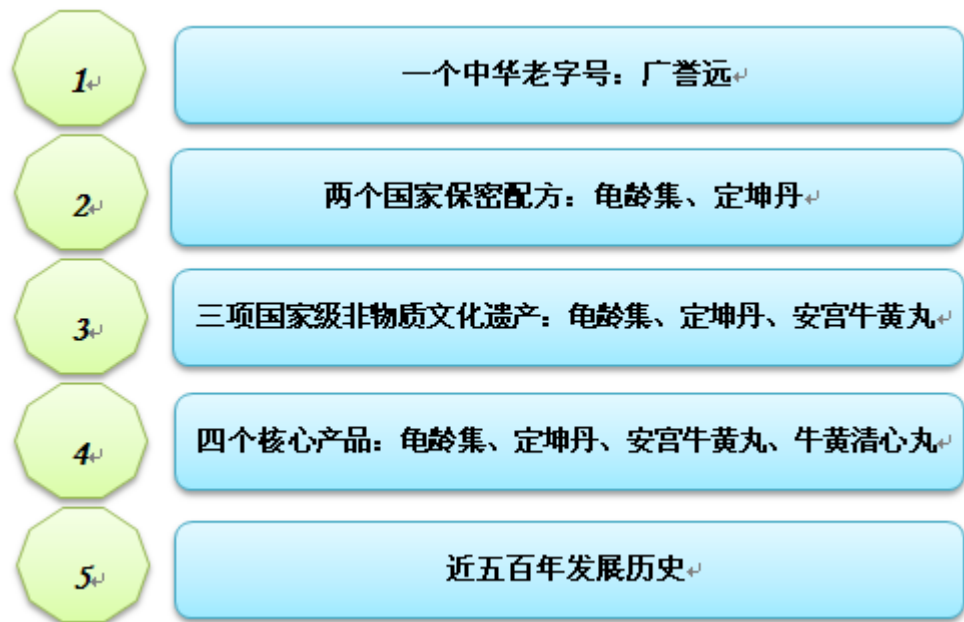
图表2: 广誉远古法炮制理念



资料来源: 公司网站

公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等百余种传统经典国药批准文号,其中龟龄集是国内目前为止存世最完整的复方升炼技术活标本,被誉为“中医药的活化石”。龟龄集与定坤丹均为国家保密品种。公司“龟龄集”、“定坤丹”及“安宫牛黄丸”先后入选国家级非物质文化遗产名录,牛黄清心丸则为目前国内唯一使用天然麝香、天然牛黄的“双天然”产品。

图表 3: 广誉远核心竞争力分析



资料来源：公开资料

1.2 债务清偿完毕

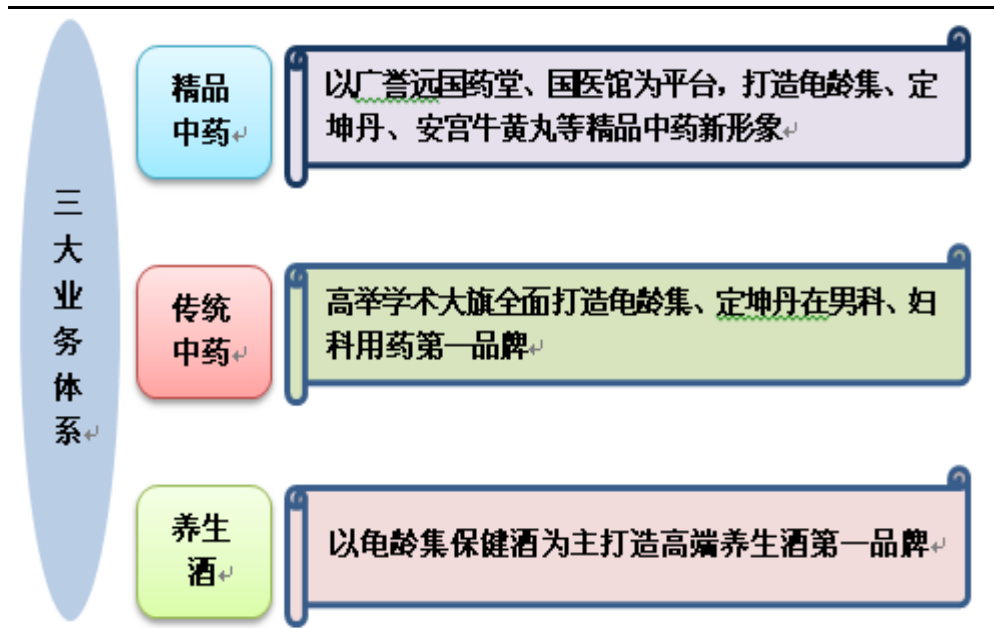
公司近年来一直受困于历史巨额金融债务，不断通过包括处置资产、出售非核心业务、与金融机构达成债务减让协议等方式筹集资金偿债。

截止 2012 年 12 月末，中国长城资产管理公司石家庄办事处分别与交行陕西分行、浦发银行成都分行等 14 家金融债权人签署合同，依法受让了上述金融债权人对公司享有的主债权及所对应的借款合同、还款协议、担保合同及其他法律文件项下的全部权益。2012 年 12 月、2013 年 6 月，公司及其子公司分别与长城资产管理公司签署《债务减免协议》，公司已按照协议约定向中国长城资产管理公司石家庄办事处偿付了全部款项。截至目前，上述相关金融债权人诉公司借款纠纷相关案件的权利主体变更手续尚未全部完成，公司虽已偿还完毕上述借款金额，但案件尚未宣告结案。

1.3 战略转型，业绩增长迅猛

2014 年是公司战略转型的重要一年，以“全产业链打造广誉远精品中药战略”为指导思想，围绕“精品中药+传统中药+养生酒”三驾马车，通过对广誉远品牌的挖掘和再塑，结合公司产品特点和优势，深入分析市场变化，全力实现销售提升。

图表 4: 广誉远三大业务体系



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

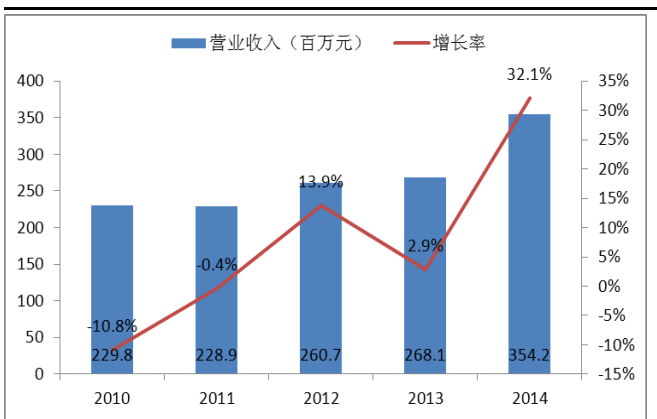
1.4 整合优化资产

为更加专注于广誉远传统国药、精品中药以及高尚养生酒的发展, 2014 年公司进一步整合现有医药资源, 出售以西药生产、销售为主营的启东盖天力, 设立以中药材种植、收购、初加工为主营的安康广誉远。

1.5 财务情况

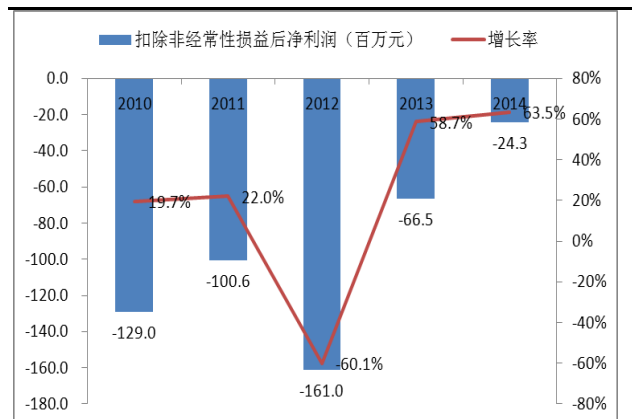
截至 2014 年末, 公司总资产为 4.6 亿元, 归属母公司股东权益为 8410.9 万元, 实现营业收入 3.5 亿元, 较上年同比增长 32.1%, 扣除非经常性损益后净利润-2429 万元, 较上年同比增长 63.5%。

图表 5: 2010-2014 年广誉远营业收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 2010-2014 年广誉远扣除非经常性损益后净利润及增长变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

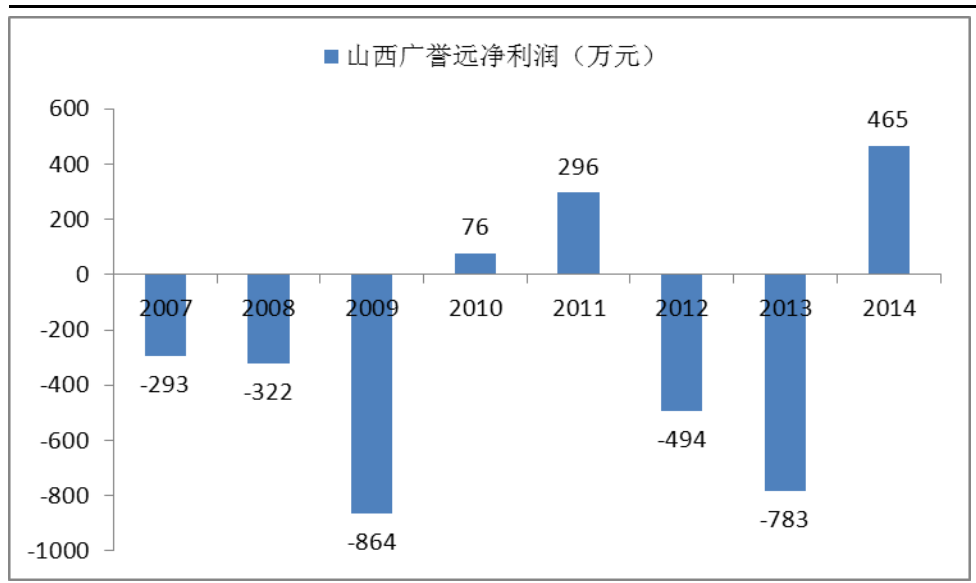
公司近三年扣非后净亏损较大,主要是受到历史逾期金融债务计提的大额利息影响;其次,多年来公司缺乏营运资金投入,各项业务的营业收入规模没有及时扩大,不能更好地覆盖固定运营费用;第三,随着公司精力更多地投到 2012 年启动的精品中药业务,营销费用、管理费用均有所增加。

1.6 主要子公司分析

► 山西广誉远国药有限公司

山西广誉远国药有限公司注册资本 3,600 万元,主营传统中药、酒剂生产、销售,主要产品为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等,公司持股比例 55%。截至 2014 年底,山西广誉远国药总资产 3.8 亿元、净资产 815 万元,2014 年度实现净利润 465 万元。

图表 7: 2007-2014 年山西广誉远净利润变化情况



资料来源:公司公告,东吴证券研究所

► 陕西东盛医药有限责任公司

陕西东盛医药有限责任公司注册资本 3,900 万元,主营中西药品的代理销售、批发以及新药产品的研发工作,公司持股比例 98.97%。截至 2014 年末,该公司总资产 1.7 亿元,净资产 1.2 万元,2014 年度实现净利润 513 万元。

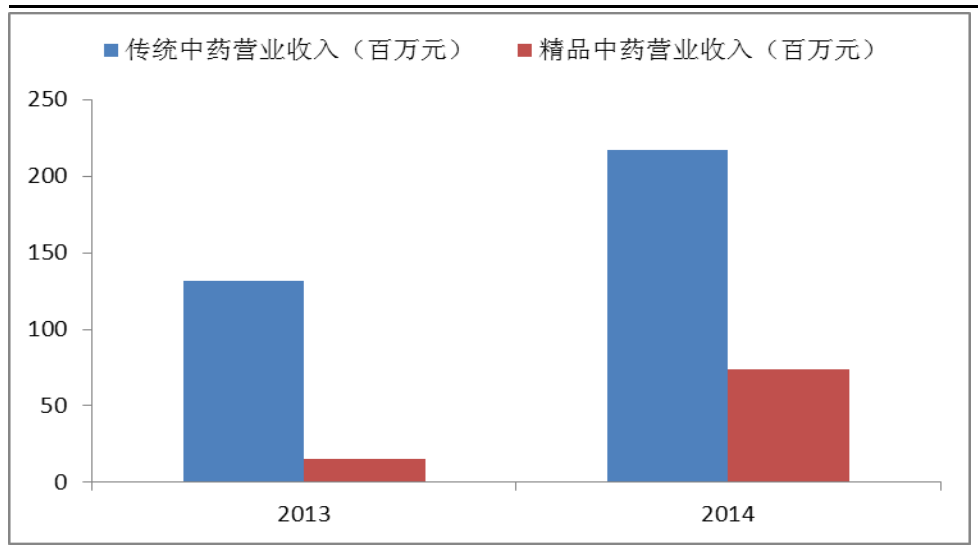
二、分类产品介绍

公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等百余种传

统经典国药批准文号，其中龟龄集是国内目前为止存世最完整的复方升炼技术活标本，被誉为“中医药的活化石”，它与定坤丹均为国家保密品种。公司“龟龄集”、“定坤丹”及“安宫牛黄丸”均已先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸则为目前国内唯一使用天然麝香、天然牛黄的“双天然”产品。

2014 年公司全力推进精品中药战略，加快“百家千店”的实施步伐，加大学术推广力度，不断完善市场及品牌建设，创新营销模式，致使公司精品中药、传统中药销售收入增长幅度较大，其中传统中药实现营业收入 2.2 亿，同比增长 64.6%，精品中药实现营业收入 7361 万元，同比增长 381.7%。

图表 8：2013-2014 年传统中药和精品中药营业收入变化情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 精品中药

在精品中药领域，公司以精品龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等系列产品为主，通过线上线下的多种推广模式，围绕渠道建设，加快“百家千店”工程实施步伐，推动精品中药战略在全国的发展和建设；定坤丹口服液目前正在筹备中，预计 2015 年下半年会上市销售。

图表 9：精品中药简介

药品名称	治疗领域	功能主治	中药保护品种
龟龄集	补益类	强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰酸腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振。	国家秘密级
安宫牛黄丸	清热开窍	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。	-
牛黄清心丸	精神抑郁类	清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩，痰涎	-

壅盛，神志混乱，言语不清及惊风抽搐、癫痫。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

“龟龄集”和“定坤丹”是我国中医药宝库中的瑰宝，也是根植于传统养生方剂的中医药文化的智慧结晶，现为“国家保密品种”，2009年和2011年分别被列入国家级非物质文化遗产推荐名录和保护名录。

➤ 龟龄集—皇家至宝，御用圣药

公元1536年，29岁的嘉靖皇帝，因限于子嗣，朝廷下诏广征暖肾良方。著名方士邵元节、陶仲文根据《云笈七签》所载“老君益寿散”，结合《黄帝内经》“肾主藏精”之医理，斟酌君臣，加减化裁，集天地养生滋补珍品，融道家“炉鼎升炼”技术，制成“仙丹”献上。嘉靖服后，绵延八位皇子和五位公主，赐名“龟龄集”，寓意如“灵龟”一样长寿，并列为“皇家至宝”，“御用圣药”。

选材：广集天地精品，运筹三才五行，暗合九宫八卦

龟龄集广集天上飞物如蜻蜓，陆地逐物如鹿茸，水中游物如海马；遍采植物根（熟地）、茎（锁阳）、叶（淫羊藿）、花（丁香）、果（枸杞）；更有浅表矿物（大青盐）和深层矿物（石燕）等，共计28味，应28星宿，外归三才五行，暗合九宫八卦，动静互涵，升降有序，良心修合，道法自然。

- 人参：六年生高丽红参之天参
- 鹿茸：5年以上梅花鹿或马鹿之二杠三岔茸尖
- 海马：体长20公分以上
- 穿山甲：优质大甲片
- 蜻蜓：年产量是冬虫夏草的1/2000

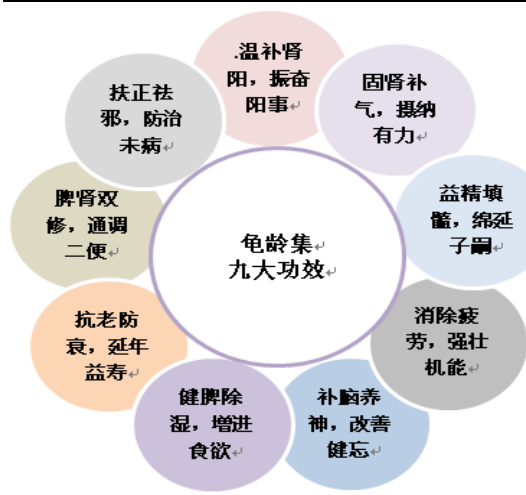
炮制：神奇的“复方升炼”炮制技术

28味名贵药材分别配伍28种辅料，炮制方法异于常规，激发最佳药性。前后历经99道大工序，360道小工序，历时九九八十一天。

龟龄集的制作技艺，在2008年被国务院认定为首批“中国非物质文化遗产”。

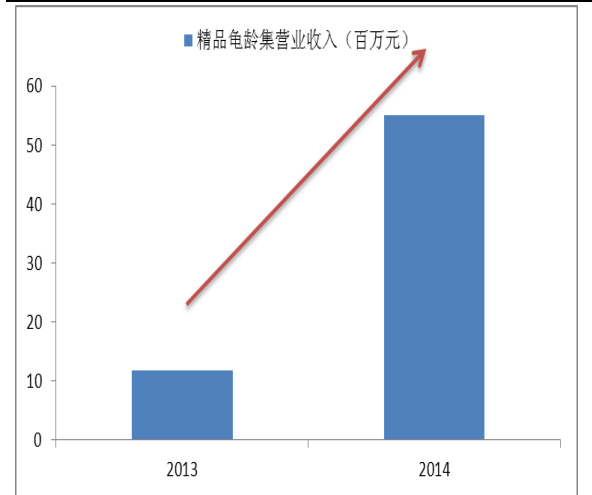
2014年精品龟龄集实现营业收入5510万元，较上年同比增加223.7%。随着“百家千店”工程的推进，2015年有望实现140%-150%的增长。

图表 10: 龟龄集九大功效



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 11: 2013-2014 年精品龟龄集营业收入变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➢ 定坤丹—宫帷圣药，古方所未备，珍秘而不传

公元 1739 年，太医院召集全国名医汇集京师编纂《医宗金鉴》，乾隆下诏将后宫郁血病的医治列为重要研究内容。太医院对八百余种调血名方取长补短，研治出一种融调经、舒郁、理气、活血为一体的妇科综合制剂，施之后宫，效果彰显。乾隆大喜，亲自赐名“定坤丹”，并颁发密旨，列为“宫帷圣药”，不准载入《医宗金鉴》。

图表 12: 精品中药定坤丹口服液 (即将上市)



资料来源: 公司网站

图表 13: 定坤丹组方



资料来源: 公司网站

女子以肝为先天，以血为本。定坤丹主要功效是舒肝调经，行气活血，益气养血等，重点调理女性经带类疾病。

目前定坤丹口服液尚在筹备中，预计 2015 年下半年上市销售。

► 精品安宫牛黄丸：获批使用天然麝香，打造中医急救圣药

安宫牛黄丸是我国传统药物中最负盛名的急症用药，中医将其与紫雪丹、至宝丹并称为“凉开（温病）三宝”，并奉为“三宝”之首。是唯一用做突发急症的中成药。

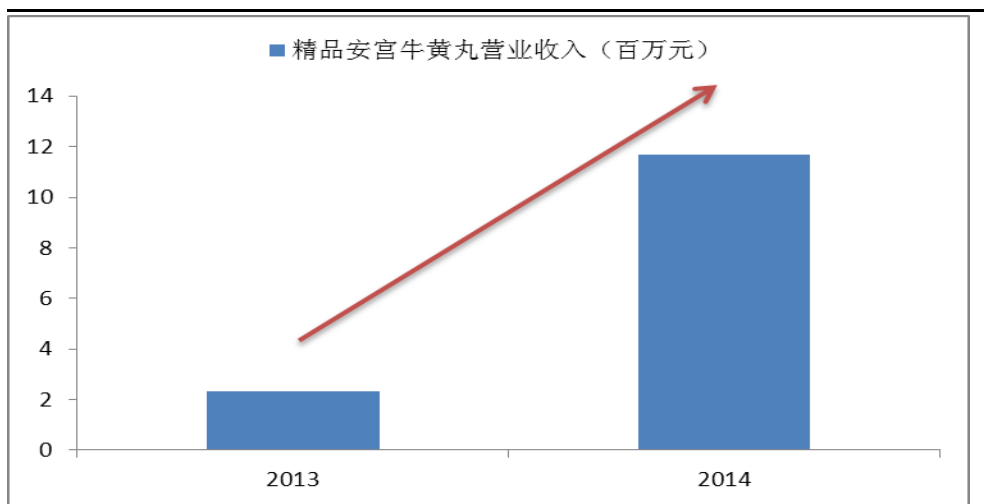
据《中国实验方剂学》杂志记载，安宫牛黄丸可改善脑缺血缺氧状态，延长缺氧状态下的存活时间，保护血脑屏障，从而修复受损的神经系统，对脑神经细胞有明显的保护作用；促使广泛的大脑皮层神经原被活化，缩短恢复清醒时间；降低血压，减轻水肿脑组织的含水量，抑制脑出血后的炎症，减轻脑出血导致的脑组织损伤，缩小脑梗死体积。因此广泛应用于中风、全身疾病引起的脑病、各种脑炎、各种脑损伤、急性重度一氧化碳中毒、癫痫发作期等疾病的急救

2014年2月，国家林业局发布2014年第1号公告，批准公司生产、销售的安宫牛黄丸、牛黄清心丸使用天然麝香，并试点使用“中国野生动物经营利用管理专用标识”。

原本只有同仁堂的安宫牛黄丸允许使用天然麝香，公司的安宫牛黄丸使用的纯天然牛黄，对于牛黄胆红素的要求高达50%（药典标准为不低于35%），本次获准使用天然麝香，将加速实现公司产品的多样化，满足不同层次消费群体的需求，保障了精品中药战略的实施，有利于公司长远发展。

2014年公司精品安宫牛黄丸实现营业收入1169万元，较上年同比增长410.3%。未来随着“百家千店”工程的推进，2015年有望实现150%-160%的增长。

图表 14：2013-2014 年精品中药安宫牛黄丸营业收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

► 牛黄清心丸：唯一双天然产品，打造职场精英清补良方

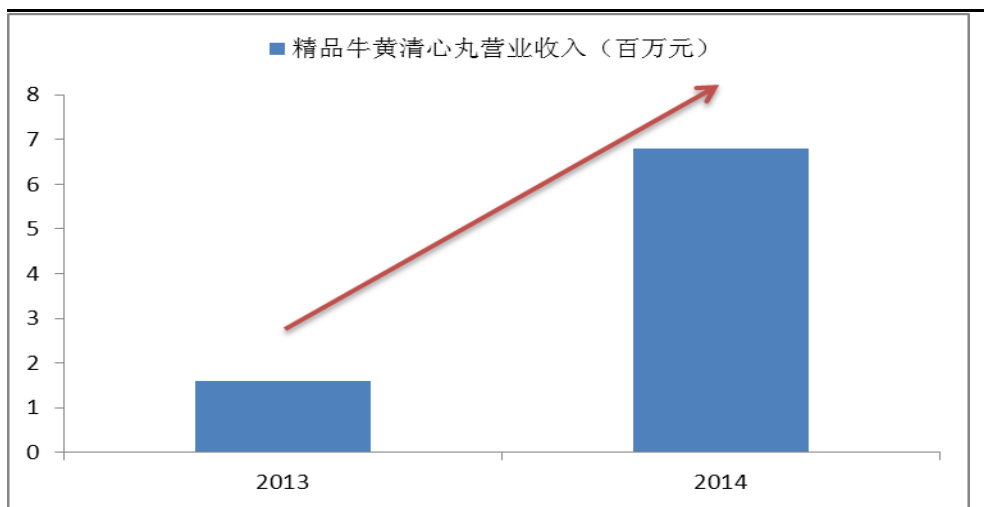
牛黄清心丸是历久不衰的名方验方，源自张仲景经典著作《金匱要略》中的“薯蓣丸”，后经宋代太医局加减化裁，实验有效，收录在政府主编的《太平惠民和剂局方》。传至清代，经太医院调整，定为宫廷秘方，只有达官贵人才能享用。1990 年收入《中国药典》，是一剂清中有补，虚实通调，标本兼顾的良方，无论体质虚实强弱，皆可服用。

牛黄清心丸组方既有苦寒清心豁痰之品，镇肝熄风之品，也有行气活血，益气养血之品，因此牛黄清心丸重可治病，轻可养生，是防治结合的名方验方。

产品定位：清补兼施，保护心脑血管健康，为职场精英必备；息风降压，护肝明目，清心化痰。

国家林业局发布 2014 年第 1 号公告，批准公司生产、销售的安宫牛黄丸、牛黄清心丸使用天然麝香，使得牛黄清心丸是目前国内唯一使用天然麝香、天然牛黄的“双天然”产品，市场竞争优势凸显。2014 年精品牛黄清心丸实现营业收入 682 万元，较上年同比增长 488.7%。未来随着“百家千店”工程的推进，2015 年有望实现 150%-160% 的增长。

图表 15：2013-2014 年精品中药牛黄清心丸营业收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

由于牛黄清心丸是防治结合的名方验方，韩国在牛黄清心丸的基础上开发出“牛黄清心液”口服液和微胶囊等新剂型，在国际市场销售接近 1 亿美元。国内最大的生产厂家同仁堂 2013 年牛黄清心丸的销售收入超过 2 亿元。

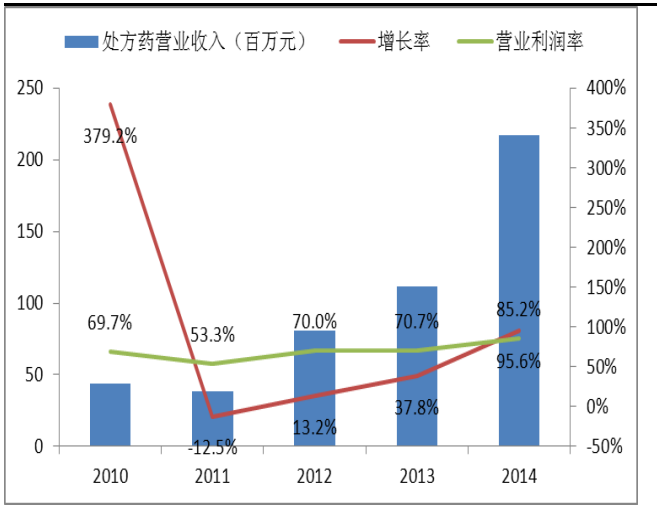
2.2 传统中药

传统中药主要销售渠道为医院和零售药店，以医院为主，进行产

品学术推广，拉动零售市场的发展，未来产品医院推广成熟后会逐渐向零售市场拓展。公司新成立招商、医院、otc 三个细分部门，在加大医院渠道招商和学术推广的同时，强化 otc 渠道，着重布局 3000 家核心药店终端，强化品牌在传统零售渠道的销售。

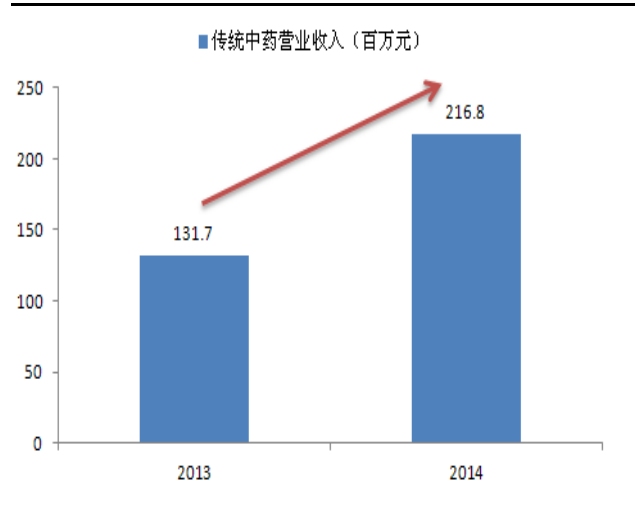
2014 年处方药实现营业收入 2.174 亿元，较上年同比增长 95.6%，毛利率达 85.2%，保持平稳增长。2014 年传统中药实现营业收入 2.168 亿元，较上年同比增长 64.6%。

图表 16: 2010-2014 年处方药营业收入增长及利润率变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 17: 2013-2014 年传统中药营业收入变化

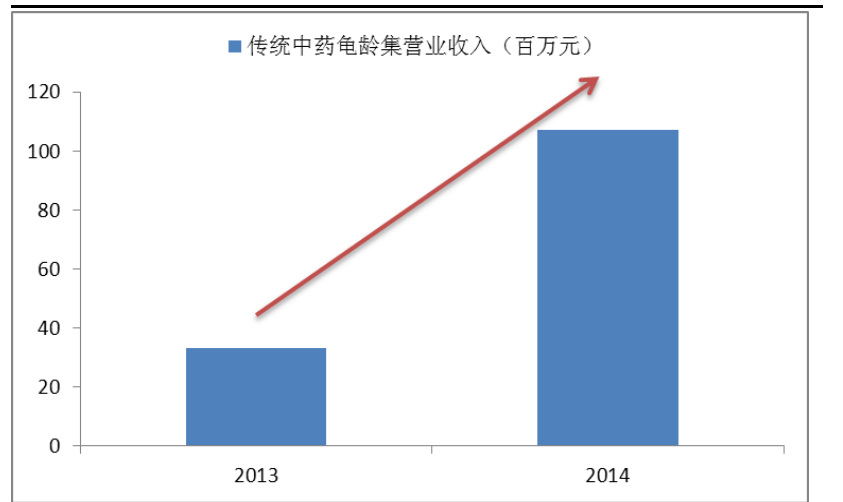


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

► 龟龄集

“普通龟龄集”主要走医院终端，针对科室主要为男科、不孕不育和生殖中心（与太安堂的“麒麟丸”直接竞争）。公司龟龄集使用 28 味名贵药材，太安堂麒麟丸使用 16 味，并且剔除其中的名贵药材，因此其成本更低。由于麒麟丸并非医保产品，因而定价更高，留给经销商的空间也就更大，市场推广相应很快。作为医保产品，在降价为主流的环境下是提价无法实现，因此公司 2009 年从医保中退出。“麒麟丸”目前日均治疗费用超过 30 元，公司过去只有 8 元，2013 年提价后，14 元/粒，日均治疗费用为 28 元。2013 年由于提价，1100 家医院中有 600-700 家不能接受，不得不从中退出，因而导致销售停滞，销售收入大幅下降。然而提价的优势在 2014 年上半年明显体现出来，实现含税约 6000 多万销售收入，全年营业收入达 1.07 亿元，较上年同比增长 223.7%。我们预计传统中药龟龄集 2015 年有望实现 50%-60% 的增长。

图表 18: 2013-2014 年传统中药龟龄集营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

未来公司将在男科推广的基础上, 向泌尿科、生殖中心、老年科、保健科方向发展, 通过循证医学研究, 强化产品在医院渠道的拓展, 目前公司已组织营销队伍, 主要在二、三级医院开展学术推广活动。

► 定坤丹

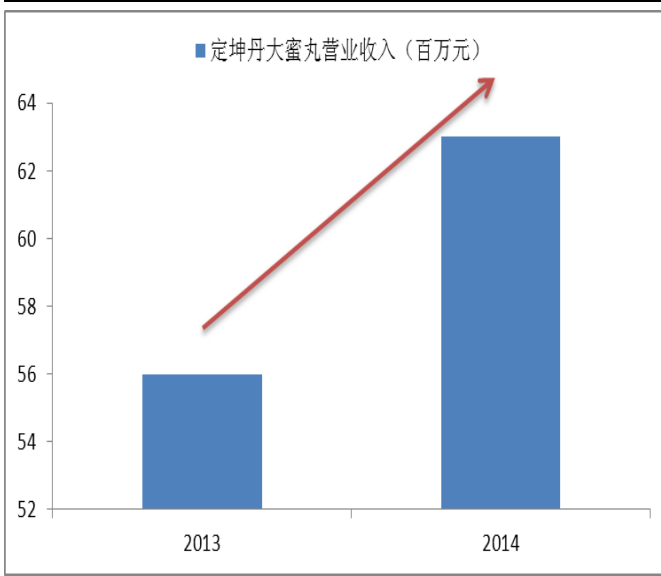
多家生产批文的“独家”品种

公司拥有定坤丹三个产品批文, 分别是大蜜丸、水蜜丸和口服液, 传统中药渠道主要销售大蜜丸和水蜜丸。目前国内拥有定坤丹批准文号的企业有 12 家, 除了广誉远外, 其他企业的产品规格均是 10.8g 的大蜜丸。

目前, 定坤丹作为国家医保乙类品种, 虽然有 12 家企业拥有定坤丹生产批文, 然而公司作为定坤丹的传承者, 其制作工艺入选国家非物质文化遗产, 外界难以仿制。远字牌定坤丹在 2004 年获批为国家保密处方和工艺技术, 公司在为《药典》撰写定坤丹组方和炮制时, 在国家许可范围内进行了保留。因此, 其他厂家即便生产定坤丹, 可能在组方和炮制上也和远字牌定坤丹有本质区别。从 2009 年至今各省中标情况看, 目前仅有广誉远生产该产品。

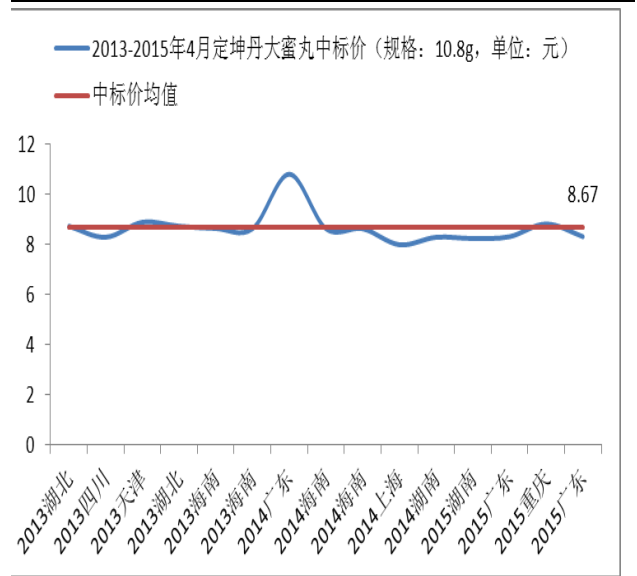
“定坤丹”主要是中西医妇科推广, 2014 年定坤丹大蜜丸实现营业收入 6304 万元, 同比增长 12.5%。我们预计定坤丹大蜜丸 2015 年有望实现 30%-40% 的增长。从 2013 年至今的中标情况来看, 价格维护良好, 中标价均值约 8.67 元 (10.8g 规格)。

图表 19: 2013-2014 年定坤丹大蜜丸营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

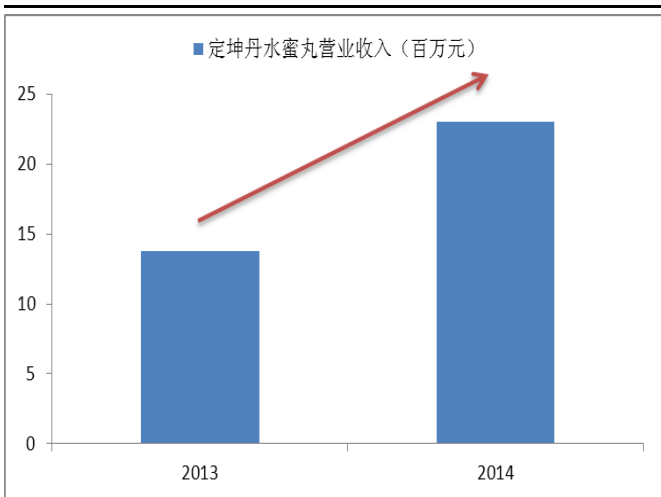
图表 20: 2013-2015 年 4 月定坤丹大蜜丸中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

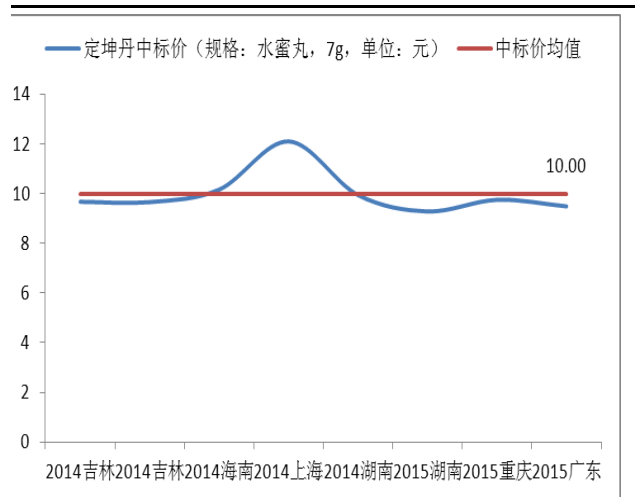
2014 年定坤丹水蜜丸实现营业收入 2297 万元, 同比增长 67.0%。我们预计定坤丹水蜜丸 2015 年有望实现 10%-15% 的增长。从 2014 年至今的中标情况来看, 价格维护良好, 中标价均值约 10.00 元 (7g 规格)。

图表 21: 2013-2014 年定坤丹水蜜丸营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 22: 2014-2015 年 4 月定坤丹水蜜丸中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

► 安宫牛黄丸

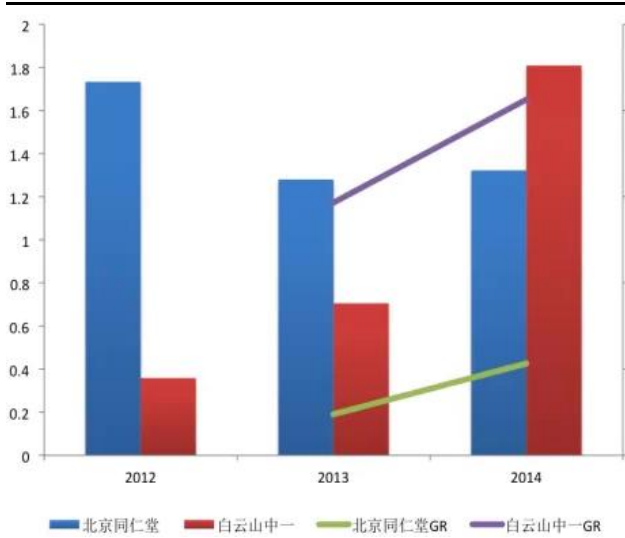
CFDA 数据显示, 安宫牛黄丸生产企业近 130 家, 但 2014 年仍能监测到销售数据的仅 18 家。

中康 CMH 数据显示，2014 年中国药品零售市场安宫牛黄丸销量（此处销量、销售额市场份额均特指在零售药店渠道，零售药店是安宫牛黄丸最主要的销售渠道，占据九成左右的市场）最大的品牌为白云山中一，达 180 万丸，超过北京同仁堂的 132 万丸，两个品牌分别占据安宫牛黄丸 51%和 37%的市场份额。

然而北京同仁堂拥有价格优势，其定价是中一的 7~8 倍，所以尽管销量第一的位置被白云山中一占据，销售额冠军宝座仍由同仁堂稳坐。

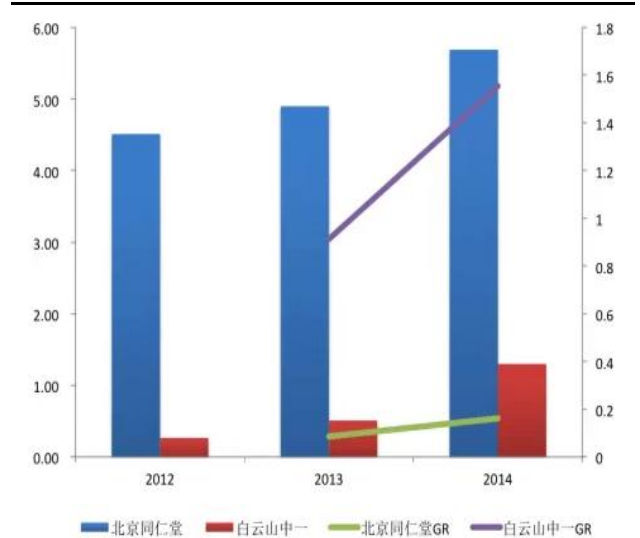
中康 CMH 数据显示，2014 年安宫牛黄丸在中国零售药店渠道市场规模达 7.35 亿元，同比增长 29.5%。其中，销售额最高的是北京同仁堂牌，达 5.7 亿元，同比增长 16%，其次为白云山中一，销售额为 1.3 亿元，同比增长 155%。

图表 23: 2012-2014 年北京同仁堂和白云山中一安宫牛黄丸销售量 (单位: 百万丸) 情况



资料来源: 新康届

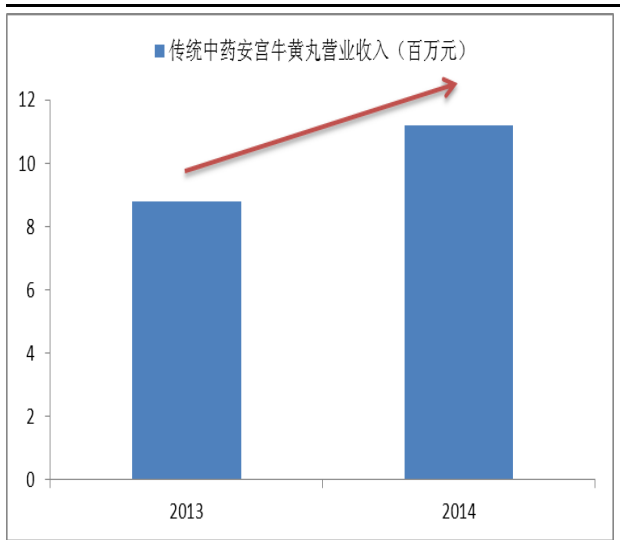
图表 24: 2012-2014 年北京同仁堂和白云山中一安宫牛黄丸销售额 (单位: 亿元) 情况



资料来源: 新康届

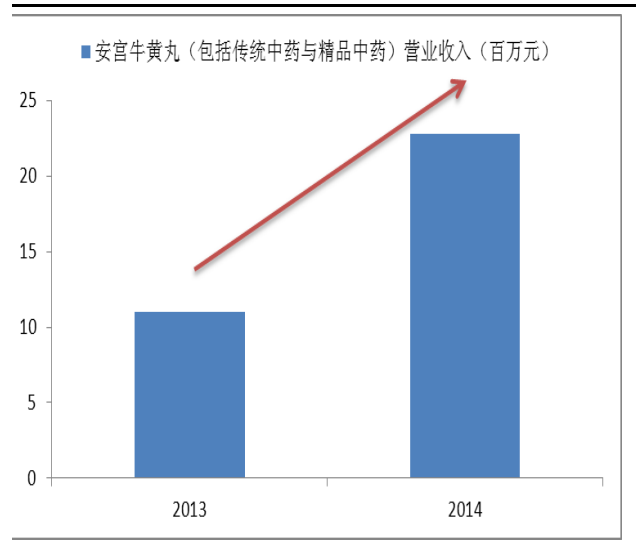
2014 年公司传统中药安宫牛黄丸实现营业收入 1118 万，较上年同比增长 27.7%。我们预计安宫牛黄丸 2015 年有望实现 15%-25%的增长。2014 年安宫牛黄丸（包括精品中药与传统中药）共实现营业收入 2286 万元，较上年同期增长 107.0%。

图表 25: 2013-2014 年传统中药安宫牛黄丸营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 26: 2013-2014 年安宫牛黄丸 (包括传统中药与精品中药) 营业收入情况



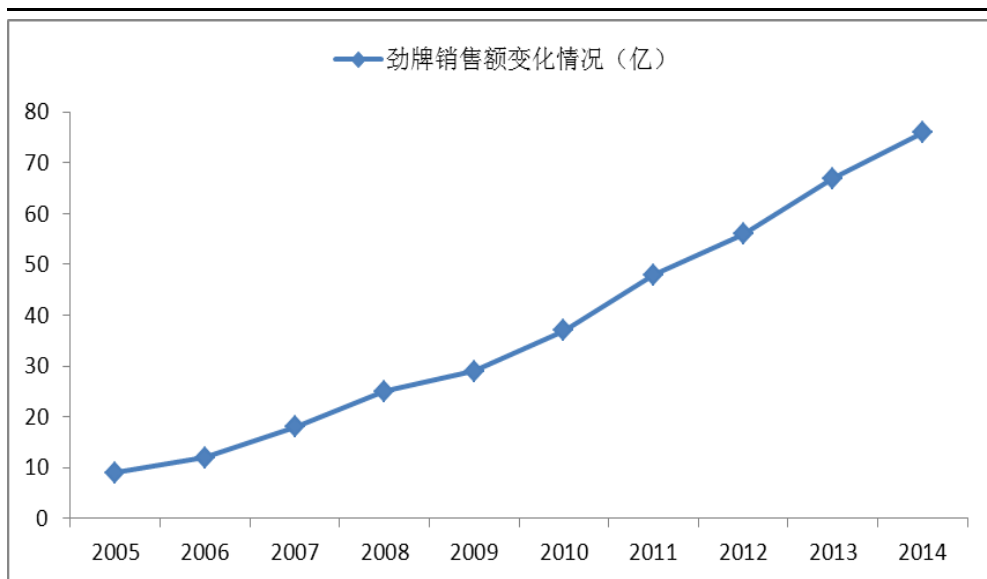
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3 保健酒业务

保健酒市场, 目前劲酒一家独大

在保健酒领域, 目前劲酒公司一家独大, 14 年销售额达 76 亿元。其他保健酒品牌诸如茅台不老酒、黄金酒、椰岛鹿龟酒、广西古岭神酒等目前均处于初始发展阶段或仅在某一地区拥有一定影响力。

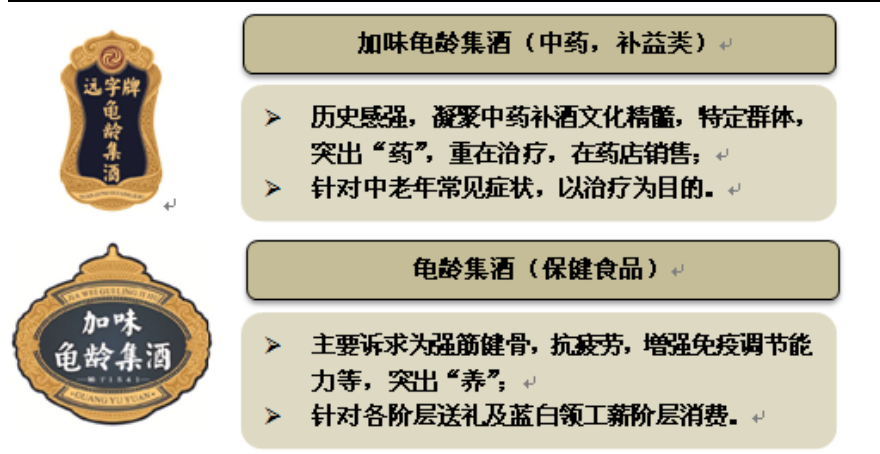
图表 27: 2005-2014 年劲牌销售额变化情况



资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

龟龄集酒具有扶正固本、补益强身、消解疲劳、延缓衰老、增强人体免疫功能的奇特功效。为了区别于目前在市场上占据主导地位的劲酒，同时为了快速打开市场，公司在产品上市之前对产品的品类、定价和目标人群进行了定位，公司目标主要是做餐饮酒和高端养生酒，以区别于行业老大劲酒中低端市场的发展路线。

图表 28: 龟龄集酒产品布局



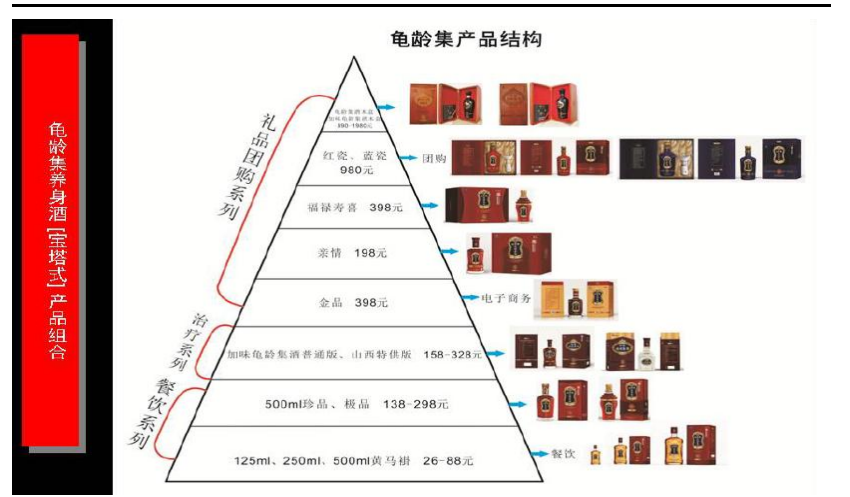
资料来源: 公司资料, 东吴证券研究所

公司龟龄集酒目标市场主要为: 团购市场 (网上电子商务平台) + 礼品市场 (商超) + 餐饮市场 (A/B 类餐厅) + 药店治疗 (OTC 终端)。

销售渠道扁平化

龟龄集酒目前建立了三大系列 8 类产品, 多元的产品线为市场多渠道运作提供了更多选择。经销商可以在不同市场, 根据自身优势, 有选择地进入自己的优势市场, 降低市场风险, 同时也最大程度消除淡旺季之分。产品的互补性, 也可以在促销方面互为捆绑, 从而拉动销售增长。

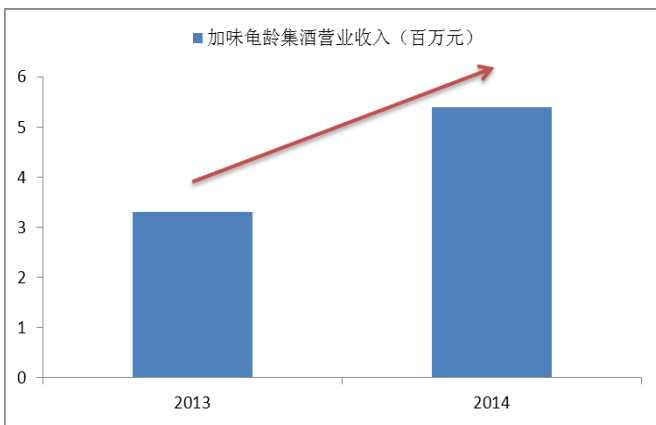
图表 29: “广誉远” 保健酒产品结构图



资料来源：公司资料

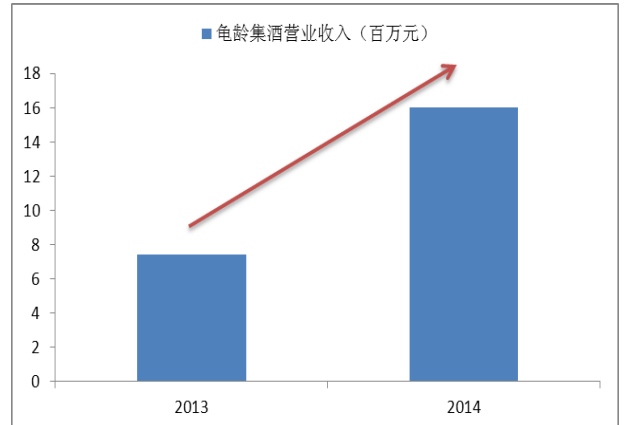
保健酒类产品，部分采用代理销售模式，部分直销，部分以自有销售队伍推广。目前以自有销售队伍推广为主，未来也将加大自有销售队伍的资源投入，使规模扩大。2014 年加味龟龄集酒实现营业收入 542 万元，较上年同期增长 63.8%，龟龄集酒实现营业收入 1602 万元，较上年同期增长 118.0%。

图表 30: 2013-2014 年加味龟龄集酒营业收入



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 31: 2013-2014 年龟龄集酒营业收入



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

保健酒的生产基地建设预计 2015 年下半年可以建成，整体新基地建设 2015 年年底全部建成。预计将于 2016 年投产。公司的保健酒基地建设面积 28000 m²，全部投产单班产品 30 亿元。预计保健酒业务 2016 年上半年会全面铺开。

三、 布局九大药材基地

为了保证药材道地，广誉远在全国建立了九大 GAP 药材种养殖基地，发展中药饮片加工项目。

图表 32: 九大 GAP 药材种养殖基地



资料来源：东吴证券研究所

公司建立九大 GAP 药材种养殖基地，保障广誉远精品中药品质；同时建立了更加严格的中药材古法炮制的内控标准，通过百家国医馆，带动国医大师传承和服务精品中药客户，打造广誉远“优质中药饮片+国医大师”的中医服务平台。从道地药材到精品中药，从优质饮片到国医大师一对一服务，全产业链布局实现协调发展。

四、 营销管理

► 精品中药领域

公司以精品龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等系列产品为主，通过线上线下多种推广模式，围绕渠道建设，加快“百家千店”工程实施步伐，推动精品中药战略在全国的发展和建设。

广誉远国药堂入住的终端以高端商场、私人会所、五星酒店为主。截至 2014 年末，广誉远国药堂（终端店）已入驻全国 23 个省市自治区，进驻国内 67 个城市。目前广誉远国药堂共 162 家。

截至 2015 年 1 月，国医馆已经有 4-5 家在装修和申报。

图表 33：广誉远国药堂分布图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 34：国医大师张灿珺为广誉远国医堂揭牌



资料来源：中国山东网

公司在精品中药推广上，采用创新营销模式，结合自身资金紧张的现状，通过合伙、地区专营模式，充分发挥合作方区域优势，建立起利益共享的紧密合作关系。

目前公司一般持股 10%，并且公司承诺：双方合作满 3 年后，

在满足相关规定的前提下，如合作方愿意出售部分股权，广誉远愿意受让合作方所持有的公司 19% 股权，给予合作方保持 30% 的股权。回购部分的股权收益参照前三年度的利润平均数按照标准市盈率 8-12 倍给予作价。

► 传统中药领域

公司加大学术推广力度，走循证医学路线，积极开展对定坤丹、龟龄集大样本多中心的临床观察，以期得出更加详实科学的临床验证资料，将其分别打造成妇科、男科中药第一品牌。

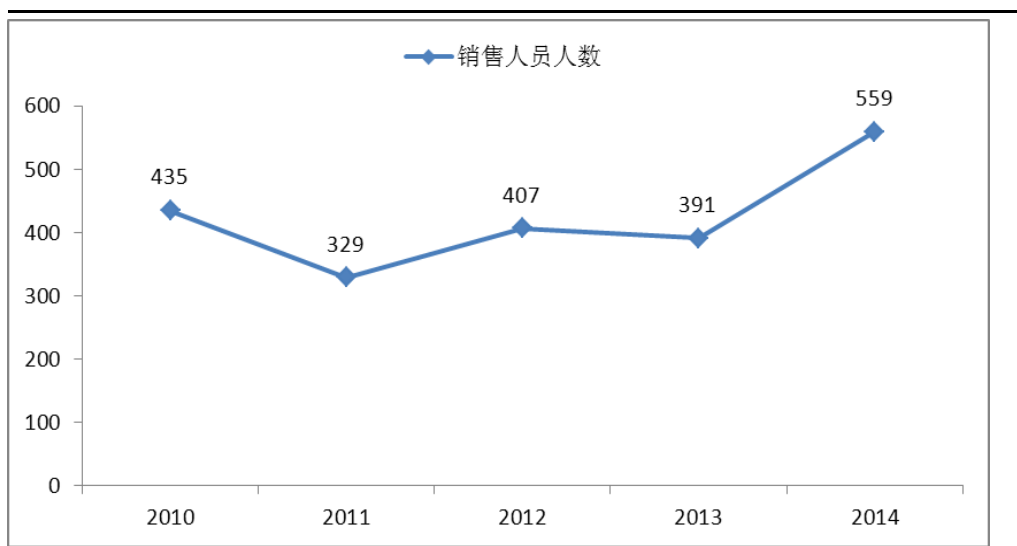
自 2015 年初开始，公司在已有传统经典中药销售渠道基础上对其进行调整充实和扩大，包括细分医院、OTC 药店和代理商渠道的销售管理，并充实人员，更专业、专注于每个渠道的拓展建设，驱动销售收入较快提升。

► 养生酒领域

公司将进一步完善市场化建设，从市场布局、队伍组建、终端建设及客户培训等方面着手，积极布局京东、天猫、1 号店三大商城，试水微信营销，全面推进龟龄集酒的品牌建设。在养生保健酒渠道方面，公司将继续主攻长三角、珠三角等保健酒潜力巨大的市场，2015 年计划新开发药店、核心餐饮和大型商超渠道，力图逐步打造中国养生第一酒品牌。

公司计划改变旧有的以经销商大包大揽的粗放式管理，拟以自建队伍进行促销管理的精细化销售模式。经销商只负责配送，回款和商超开发任务。终端开发、推广、促销、奖励等任务转由公司人员实施。

图表 35：2010-2014 年销售人员数量变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

五、非公开发行

为增强公司资本实力，满足未来业务发展需要，经公司 2014 年第一次临时股东大会批准，公司拟向重庆涪商投资控股集团股份有限公司、蒋仕波、陈慕群等共 6 名发行对象非公开发行股票，发行股份总数为 3,400 万股，发行价格为 18.80 元/股，募集资金总额为 6.39 亿元，募集资金将全部用于补充公司流动资金。该事宜已于 2014 年 11 月 3 日获得中国证监会正式受理，尚需得到最终核准后方可实施。

广誉远安宫清心资管计划认购 1600 万股，其计划份额的 45% 拟由广誉远董事长、总裁和部分中层管理人员认购，其中广誉远董事长张斌认购 2350 万股，总裁杨红飞认购 1316 万股。

本次发行完成后，公司总资产和净资产将有较大增加，公司资产负债率将由 87.43% 下降至 38.84%，营运资金得到补充，有利于增强公司的资本实力，改善公司的财务状况，提高偿债能力，降低财务风险，保持稳健的财务结构。

六、其他重要事项

公司计划在 2015 年内完成山西广誉远老厂的 GMP 改造和技改，避免因老厂 GMP 到期而停产，同时也可在一定程度上提升产能。

2013 年 12 月 3 日，子公司山西广誉远国药有限公司与太谷县人民政府签署《山西广誉远国药有限公司迁址新建项目合作协议书》，协议书约定子公司山西广誉远国药有限公司将以出让方式取得新厂区项目建设用地 500 亩，该项目总投资约 4 亿元。公司目前已向太谷县人民政府支付了首期土地款 3,020 万元，该项目已于 4 月 1 日奠基，预计 2015 年年底可竣工。项目完成后将提升几倍于目前产能，进一步提高产品质量，为公司未来几年的持续高增长奠定基础。

七、盈利预测与投资建议

盈利预测基础：

- 2014 年传统中药实现营业收入 2.2 亿元，2015 年增长 40%；
- 2014 年精品中药实现营业收入 7361 万元，2015 年增长 200%；
- 2014 年加味龟龄集酒实现营业收入 542 万元，2015 年增长 50%；
- 2015 年定坤丹口服液实现销售收入 4000 万元。

我们预测广誉远 2015 年营业收入为 6.4 亿元，归属母公司净利润为 7240 万元。折合 2015 年 EPS0.26 元，对应动态市盈率 178.1 倍。

广誉远债务清偿完毕，战略转型聚焦“精品中药+传统中药+养生酒”三驾马车，成效显著。采用创新营销模式实现“百家千店”快

速铺展，山西广誉远国药搬迁有望实现产能扩大，非公开发行补充公司所需流动资金，增强资本实力。故我们给予广誉远“谨慎推荐”评级。

八、风险提示

► GMP 认证风险

公司主要产品龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集酒等均在子公司山西广誉远生产。山西广誉远 GMP 证书 2015 年 11 月到期，到期后可申请延期最长至 2015 年 12 月 31 日。根据《关于加强<药品生产质量管理规范（2010 修订）>的实施工作的通知》（国食药监安【2012】8 号）的规定：2013 年 12 月 31 日后没有通过认证的血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品以及在 2015 年 12 月 31 日后未能通过认证的其他药品生产企业（车间），必须按照国食药监安〔2011〕101 号文件要求停止生产。若公司生产车间无法按时完成改造及 GMP 认证工作，将对公司持续经营能力造成重大不利影响。

► 欠付大额税款及职工社保所可能产生的处罚风险

截至 2014 年 12 月 31 日，公司共计欠缴逾期税款为 1,342.83 万元，主要系子公司山西广誉远欠缴逾期税款 813.58 万元，东盛医药欠缴逾期税款 371.11 万元；公司共计欠缴职工历史社保 1,687.88 万元，全部系山西广誉远欠缴款。公司上述欠缴大额税款及职工社保均为逾期未缴，尽管目前并未受到当地相关部门警告及处罚，但未来仍存在被行政处罚的风险。

► 实际控制人控制风险

本次非公开发行股票前，东盛集团持有发行人 22.17% 的股份，为发行人控股股东，郭家学持有东盛集团 72.74% 的股份，为发行人实际控制人。本次非公开发行股票后，控股股东及实际控制人地位未发生变化。另外，郭家学于 2010 年 4 月被中国证监会处以十年市场禁入的处罚，目前仍处于市场禁入期间，存在诚信风险。虽然发行人已经建立健全公司治理和内部控制制度且实际控制人未处于绝对控股地位，实际控制人仍可能利用其表决权对公司的经营方针、投资计划、选举董事和监事、利润分配等重大事项施加控制或产生重要影响。

附表 1: 广誉远主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2013	2014	2015E	利润表	2013	2014	2015E
流动资产	335.8	379.2	709.6	营业收入	268.1	354.2	640.7
现金	36.8	36.5	75.3	营业成本	109.2	81.8	155.7
应收账款	90.4	114.5	266.9	营业税金及附加	3.1	10.9	17.5
存货	51.0	72.8	88.2	营业费用	120.9	188.6	275.3
非流动资产	190.4	86.3	218.9	管理费用	80.9	76.8	113.2
长期股权投资	13.0	15.3	144.6	财务费用	6.1	6.2	3.1
固定资产	129.0	46.0	37.6	投资收益	6.9	21.4	23.5
无形资产	15.7	8.5	9.6	营业利润	-65.8	-2.2	84.8
资产总计	526.1	465.4	995.7	营业外收入	42.6	47.5	42.5
流动负债	389.3	365.6	613.8	营业外支出	1.5	6.6	2.3
短期负债	13.3	38.8	5.9	所得税	0.7	10.2	20.7
应付账款	61.5	69.6	109.2	少数股东损益	-5.8	-9.9	42.6
长期负债	63.2	10.9	113.5	归属母公司净利润	-19.6	38.4	72.4
负债总计	452.5	376.6	727.3	EPS	-0.08	0.15	0.26
少数股东权益	26.2	3.0	39.0	重要财务 估值指标	2013	2014	2015E
母公司所有者权 益	47.5	85.9	153.1	毛利率	59.3%	76.9%	80.9%
负债和股东权益 总计	526.1	465.4	936.7	净利率	-9.5%	8.1%	8.9%
现金流量表 (百 万元)	2013	2014	2015E	ROE	-41.2%	44.7%	44.8%
经营活动现金流	-39.4	-56.5	124.5	ROIC	-21.4%	35.2%	76.1%
投资活动现金流	132.0	135.6	-71.1	PE	-358.04	182.35	178.1
资本支出	149.4	144.7	4.7	PB	147.58	81.57	48.84
筹资活动现金流	26.3	-20.6	136.7	资产负债率	86.0%	80.9%	38.84%
股利分配	0	0	0	每股股利	0	0	0
其它	-4.6	-46.1	133.6	总股本	243.8	243.8	277.8

资料来源: 东吴证券研究所

附表 2: 定坤丹获批生产企业一览

药品名称	规格	生产企业
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	吉林一正药业集团有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	哈药集团世一堂制药厂
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	四川省尚善堂制药有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	重庆希尔安药业有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	四川省宜宾五粮液集团宜宾制药有限责任公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	四川济生堂药业有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	内蒙古京新药业有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	吉林市鹿王制药股份有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	葵花药业集团(佳木斯)有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	牡丹江灵泰药业股份有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	黑龙江参鸽药业有限公司
定坤丹 (水蜜丸)	每瓶装 7g	山西广誉远国药有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 6g	山西广誉远国药有限公司
定坤丹 (大蜜丸)	每丸重 10.8g	山西广誉远国药有限公司
定坤丹口服液	每支装 10ml	山西广誉远国药有限公司

资料来源: SFDA, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观望：预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖出：预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：0512-62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>