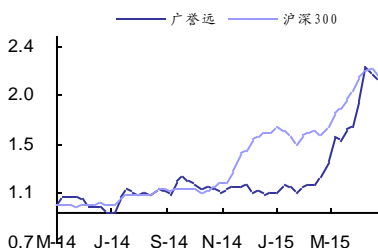


证券研究报告—首次覆盖报告
医药保健
制药与生物
广誉远(600771)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 48.04 元 (首次评级)

2015年05月13日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	244/190
总市值/流通(百万元)	11,713/9,116
上证综指/深圳成指	4,334/14,945
12个月最高/最低(元)	49.50/19.45

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030001

证券分析师: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

首次覆盖

积极关注医药战略转型

● 众筹模式加快国药堂、国医馆布局

公司近期采用众筹模式布局部分国药堂和全部国医馆, 有利于缓解公司的资金压力。目前营业的国医堂约为 130 家, 预计 2015 年突破 300 家。公司计划建设百家国医馆, 为国人提供中医养生服务, 并实现自有产品和中药饮片销售。国医馆采取的是会员制, 预计百家中医馆成熟后, 每年销售收入超 20 亿元。

● 定向增发增强造血功能, 主营产品进入加速增长阶段

公司公告拟发行股份总数为 3400 万股, 募集资金总额为 63920 万元, 用于补充公司流动资金。我们认为, 在造血功能增强并且国药堂和国医馆的布局得到加快后, 公司的传统中药、精品中药将显著受益。公司的药酒在 16 年产能释放后, 也将进入高速增长期。未来三年营业收入每年实现翻番的可能性较大。

● 公司是中医移动医疗先行者

公司凭借积累的中医专家资源, 开发对接中医专家和患者的 APP 平台, 实现远程中医诊疗服务, 为患者提供中药代煎服务, 实现中医的 O2O 诊疗。

● 风险提示

产品价格下跌; 医药政策的波动

● 公司合理估值

我们预测, 公司 15-17 年净利润为 0.66 亿、2.41 亿和 5.00 亿元, EPS 分别为 0.27、0.99 和 2.05 元, 处于高速增长期。采用 16 年业绩 (EPS 为 0.99 元) 为基准, 考虑到公司的高成长性, 给予 55 倍 PE, 合理估值为 54.45 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	268	354	666	1,357	2,520
(+/-%)	2.9%	32.1%	88.1%	103.7%	85.7%
净利润(百万元)	-20	37	66	241	500
(+/-%)	-105.5%	-287.3%	80.9%	264.0%	107.3%
摊薄每股收益(元)	-0.08	0.15	0.27	0.99	2.05
EBIT Margin	-6.9%	11.8%	9.7%	17.6%	19.5%
净资产收益率(ROE)	-41.2%	43.6%	45.4%	64.9%	59.5%
市盈率(PE)	-598.7	319.6	176.7	48.5	23.4
EV/EBITDA	-1405.6	253.2	172.1	51.8	27.1
市净率(PB)	246.8	139.3	80.1	31.5	13.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预测，公司 15-17 年净利润为 0.66 亿、2.41 亿和 5.00 亿元，EPS 分别为 0.27、0.99 和 2.05 元，处于高速增长期。采用 16 年业绩（EPS 为 0.99 元）为基准，考虑到公司的高成长性，给予 55 倍 PE，合理估值为 54.45 元，考虑到当前价为 43.54 元，给予“买入”评级。

与市场预期的差异之处

市场认为，广誉远品牌多年未得到有效开发，很难真正发挥品牌的潜力。我们认为，公司的品牌是核心竞争力，核心管理团队有多年的成功销售经历，经过几年的发展，已取得初步的成效，未来随着销售渠道的铺开、销售力度的加强以及借助互联网的优势，广誉远金字招牌的潜力必将得到释放。

市场认为，公司的主要产品定价较高，消费群体相对较窄。我们认为，公司的主营产品如定坤丹和龟龄集都是稀缺资源，定位于高端人群是由于这部分消费群体的人数和需求都在不断提升，而且相对高的定价也有助于公司利益最大化。

市场认为，公司的长期发展动力有限。我们认为，至少有药酒和中医馆是公司长期的看点：药酒是大健康时代下消费转型的重要产品；中医馆既是传统文化的载体，也是中药产品和饮片的重要销售保障。

核心假设或逻辑

(1) 目前有国药堂 130 家，2015 年底完成 300 家国药堂建设。国医馆 2015 年底有望达到 20 家，未来三年有望达到 100 家。(2) 传统中药与精品中药实现快速增长，预计传统中药和精品中药 15-17 年的销售收入增速分别为 80%、45%、30% 和 150.00%、100%、100%。(3) 保健酒产能得以释放，15-17 年的收入增速分别为 120%、400%、150%。(4) 中医问诊移动 APP 推广顺利，O2O 模式带来巨大效益。

股价变化的催化因素

短期看传统中药的放量；中期看精品中药龟龄集、定坤丹的销售放量；长期看药酒的发力。

核心假设或逻辑的主要风险

产品价格下跌；医药政策的波动

内容目录

公司概况	5
公司概况.....	5
变革之路上的广誉远.....	5
“三驾马车”推动公司业绩快速增长	6
传统中药有望保持稳健增长.....	6
精品中药是未来主要看点.....	6
精品中药定坤丹.....	7
其他精品中药.....	8
保健酒是长期发展的重要动力.....	9
战略布局国药堂和国医馆，众筹模式新颖	11
国药堂门店处于高速增长期.....	11
国医馆—传承中医文化的载体.....	11
众筹模式加快药店和医馆布局步伐.....	11
中医问诊 APP 将成为中医移动医疗的重要平台.....	12
公司独特竞争优势	13
无法复制的古法炮制工艺.....	13
九大药材基地保障产品品质.....	13
定向增发，大幅增强造血功能.....	14
估值与投资建议	14
关键假设.....	14
盈利预测.....	15
相对法估值.....	15
附表：财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 公司股份构成	5
图 2: 广誉远历年营业收入	6
图 3: 广誉远历年净利润	6
图 4: 精品中药龟龄集	7
图 5: 保健酒销售额	10
图 6: 保健酒市场份额	10
图 7: 精品中药龟龄集	11
图 8: 广誉远众筹模式	12
图 9: 广誉远药材基地	14
表 1: 广誉远的定坤丹组方	8
表 2: 广誉远其他精品中药	8
表 3: 龟龄集酒与劲酒比较	10
表 4: 龟龄集酒与劲酒比较	10
表 5: 市面上主要移动医疗 APP 对比	12
表 6: 广誉远分产品收入预测	14
表 7: 与可比公司的估值对比 (以 2015 年 5 月 8 日收盘价为基准)	15

公司概况

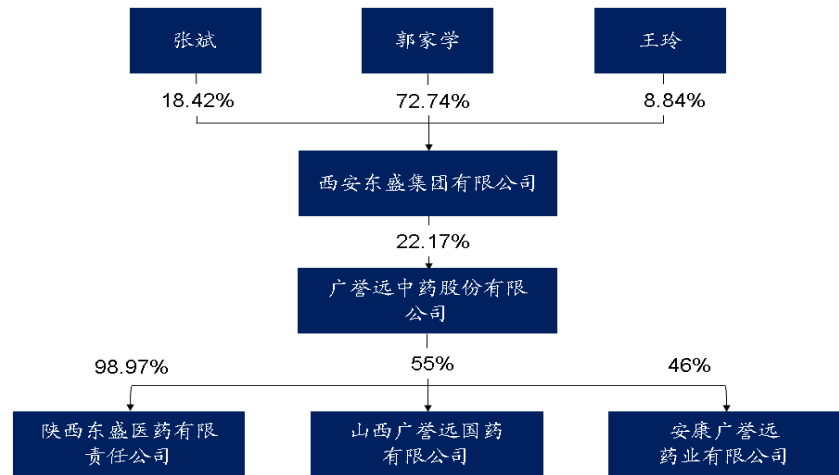
公司概况

广誉远始创于明嘉靖二十年（公元 1541 年），距今已有 473 年的历史，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。在清代曾与广州陈李济（1600 年创建）、北京同仁堂（1669 年创建）、杭州胡庆余堂（1874 年创建）并称为“四大药店”，现为山西省中药企业典范，并在 2006 年成为首批被中华人民共和国商务部认定的“中华老字号”企业。广誉远主导产品“龟龄集”和“定坤丹”，是中华中医药宝库珍藏的养生至宝，是博大精深的中医药文化的智慧结晶，现为国家级保密处方，分别在 2008 年和 2011 年被中华人民共和国国务院评为国家级非物质文化遗产。

变革之路上的广誉远

2014 年，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，公司进一步整合现有医药资源，出售了以西药生产、销售为主营的启东盖天力，设立了以中药材种植、收购、初加工为主营的安康广誉远。公司高举学术推广大旗，多渠道进行了医院队伍建设和临床工作，为公司产品在终端的落地奠定了良好的基础，同时公司创新互联网思维，创新融资方式，打造新型的销售平台，提升了公司运营效率和品牌竞争力。

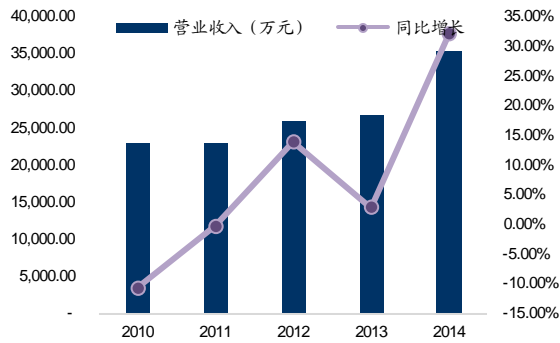
图 1：公司股份构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

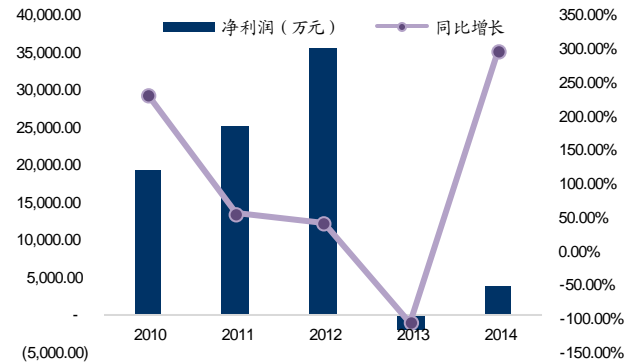
2014 年，公司实现销售收入 35415 万元，较上年度增加 8604 万元，增幅为 32.09%。2014 年，公司全力推进精品中药战略，加快“百家千店”的实施步伐，加大学术推广力度，不断完善市场及品牌建设，创新营销模式，公司变革成效初步显现。

图 2: 广誉远历年营业收入



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 3: 广誉远历年净利润



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

“三驾马车”推动公司业绩快速增长

公司业务分为传统中药、精品中药、保健酒三大模块，“三驾马车”业务战略清晰，定位明确。

传统中药有望保持稳健增长

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的活标本，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。在传统中药领域，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。

在中药生产方面，公司严格甄选道地药材，遵循古法工艺，按照 GMP 要求，围绕生产计划，认真做好生产过程控制，对生产和现场进行精细化管理，同时，进一步完善质量保障体系，根据不同剂型、产品特性，围绕影响药品质量的各个环节和因素开展质量风险管理，提升产品质量，确保安全、规范生产。

2015 年，公司继续围绕“全产业链打造广誉远精品中药战略”的指导思想，谨遵“修合虽无人见，存心自有天知”的制药古训，坚定“创领精品中药典范，传承中医药文化精髓”的目标，不断提高精细化管理水平，提升运营效率，全力构建企业核心竞争力，以确保公司的持续、健康发展。因此，我们认为广誉远传统中药业务增长快速并且稳健，在可预见的未来里依然会保持可观的增长，并带来丰厚的利润。

未来三年，我们认为传统中药的增长一方面来自于国人对健康意识的增强，同时更主要来自于销售渠道布局的发力，尤其是国药堂在 15 年的爆发式增长和国医馆的建设（3.1 和 3.3 节）。根据公司的推广力度以及销售增速，我们预计传统中药 15-17 年的销售收入增速可达到 80%、45%、30%。

精品中药是未来主要看点

从 2013 年开始，广誉远以精品龟龄集、精品加味龟龄集酒、定坤丹、牛黄清心丸、安宫牛黄丸等系列产品为主，推动广誉远国药“精品中药”战略在全国的发展和建设。2014 年，由于公司清偿了所有债务，剥离不良资产专心做好广

誉远国药，精品中药领域开始发力。

图 4: 精品中药龟龄集



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所

公元 1536 年，29 岁的嘉靖皇帝，因自幼体弱，艰于子嗣，朝廷为延续皇室血脉，挽救江山社稷，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，身体日臻强健，并绵延八位皇子和五位公主，惊喜之余，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”，为皇室专用药品。

龟龄集最令人称道的，应该是它的炮制工艺，中药炮制工艺原本就是，祖国医学宝库中最具特色的一项，是重要生产中的精华部分，而龟龄集的炮制工艺可谓精华中的精华，它的深藏玄妙更为龟龄集蒙上了一层神秘的面纱，龟龄集的制作工艺，来源于道家的炼丹术，也就是炉鼎升炼建国后龟龄集的传统炮制工艺即被列为中药四大保密品种之一，2004 年，再次被国家科技部、国家保密局，列为国家保密品种，受国家最高行政保护。

龟龄集的传统炮制工艺经几十代师徒传承制沿袭，至今仍在沿用，炮制工艺的不用环节，可由不同人员完成，而关键环节只能由传承人独自完成，龟龄集的炮制工艺十分讲究，从传统技艺上讲有 99 道工序，现在仍用其中的五星制法，比如水浴、土埋、夜露、日晒、炒爆、煨、炙这些方法只有一小部分在中药制药中共用，而大部分则是龟龄集炮制中所独有的，龟龄集的 28 种药材，分别使用了 28 种不同的炮制方法，熟地黄的炮制过程要经过，九炙，九蒸，九晒历时 27 天，才能达到要用要求，鹿茸一般用黄酒炮制，而配置龟龄集时必须用陈醋炮制，公丁香花用花椒水炮制，并炒至蒂头出现白点为止，龟龄集的炮制工艺在传统炉鼎升炼的基础上，又融入了华罗庚的优选法，体现了传统工艺和现代技术的结合。

精品中药定坤丹

定坤丹主要功效是舒肝调经，行气活血，益气养血等，重点调理女性的经带类疾病。女子以肝为先天，以血为本，现代社会，工作压力大，往往导致气、血、经、带类疾病增多，定坤丹的符合了现代健康的理念。据《清宫医案》记载，慈禧曾备受经带病折磨，苦不堪言。八国联军攻陷北京时，慈禧仓皇西逃，妇科病复发，贴身宫女喂服定坤丹后，症状全消，如释重负，感念定坤丹功德，留下御笔亲书“平安富贵”。

定坤丹一方为清代名医集体拟就，是我国古代医药宝库中妇科良药的最高总结。作为妇科综合制剂的代表，治疗范围非常广泛。凡妇女身体虚弱、气血瘀滞、行经腹胀腹痛，经期提前或排后，经量太多太少，经色不正或淡或紫黑，白带、赤带、骨蒸潮热、血崩、血漏、血晕、血脱，不到绝经期而月经闭止以及气郁不舒、食欲不振、久婚不孕、产后诸虚等症，服用后都可以收到显著的效果。

不拘年龄，四季常服，可使身体矫健，抗病力增强，更年期能安然度过，避免杂病缠袭。近年来，随着临床实践及用户信息反馈的总结，其应用范围不断扩大，在现代人群的运用中，不断凸显其发展潜力。定坤丹临床新应用痛经：对于非器质性痛经，定坤丹有 90% 的治愈率。还可以用于现代人群备孕：现代生活压力于妇科的直接反映是气血不足，宫寒体虚，“宫动力”不足。再加上部分备孕女性年龄偏大，或多次流产，体质无法达到怀孕要求。定坤丹通过改善妇女体质，提高怀孕质量，促进子宫发育，对于非器质性不孕，总有效率可达 90%。

表 1: 广誉远的定坤丹组方

定位	原料	功能主治
益气养血	红参	大补元气，补脾益肺，生津，安神益智
	阿胶	补血、滋阴、润肺、止血
	熟地	补血养阴，填精益髓
	当归	补血调经，活血止痛，润肠通便
活血通络	西红花	活血通经，祛瘀止痛
	三七	化瘀止血，活血定痛
	鸡血藤	行气补血，调经，舒活经络
	延胡索	活血，行气，止痛
疏肝理气	柴胡	解表退热，疏肝解郁，升举阳气
	香附	疏肝解郁，调经止痛，理气调中
	白芍	养血敛阴，柔肝止痛，平抑肝阳
	乌药	行气止痛，温肾散寒
补肾健脾	鹿茸	补肾阳，益精血，强筋骨，调冲任
	杜仲	补肝肾，强筋骨，安胎
	枸杞	滋补肝肾，益精明目
	白术	益气健脾，燥湿利水，止汗，安胎

资料来源：公司网站，国信证券经济研究所



虽然市面上有众多厂家生产定坤丹，但其炮制工艺远非广誉远定坤丹的正宗炮制工艺。远字牌定坤丹在 2004 年获得国家保密处方和工艺技术，之后又被列为秘密级国家秘密技术，因此，其他厂家就算生产定坤丹，在组方和炮制上也和远字牌定坤丹有本质区别。





其他精品中药

在广誉远品牌的带领下，公司将全面启动和恢复安宫牛黄丸、牛黄清心丸、六味地黄丸、乌鸡白凤丸、保婴散、七珍丹、八宝玉枢丸、麝香至宝丸等系列高端精品中药，让在广誉远存续百年的古方，以代代传承的炮制工艺修合，惠及广大的消费者。

其中广誉远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，因此我们认为其在精品中药中有较大市场潜力。

表 2: 广誉远其他精品中药

名称	功能主治	配方	产品
安宫牛黄丸	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、水牛角浓缩粉、人工麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子、郁金、冰片	
牛黄清心丸	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。	牛黄、当归、川芎、甘草、山药、黄芩、苦杏仁（炒）、大豆黄卷、大枣（去核）、白术（炒）、茯苓、桔梗、防风、柴胡、阿胶、干姜、白芍、人参、六神曲（炒）、肉桂、麦冬、白藜、蒲黄（炒）、人工麝香、冰片、水牛角浓缩粉、羚羊角、朱砂、雄黄	

乌鸡白凤丸	补气养血，调经止带。用于气血两虚，身体瘦弱，腰膝酸软，月经不调，白带量多。	乌鸡(去毛爪肠)、鹿角胶、鳖甲(制)、牡蛎(煅)、桑螵蛸、人参、黄芪、当归、白芍、香附(醋制)、天冬、甘草、地黄、熟地黄、川芎、银柴胡、丹参、山药、芡实(炒)、鹿角霜，辅料为蜂蜜	
保婴散	除痰，定惊，清热解毒。用于小儿惊风，痰涎壅盛。	牛黄、麝香、胆南星、全蝎(制)、钩藤、天麻(姜制)、僵蚕(姜制)、琥珀、白附子(姜醋制)、朱砂等 15 味	
七珍丹	消积导滞，通便泻火，镇惊退热，化痰息风。用于小儿感冒发热，夹食夹惊，乳食停滞，大便不通，惊风抽搐，痰涎壅盛。	雄黄、天麻、天竺黄、全蝎、僵蚕、清半夏、钩藤、桔梗、黄芩、巴豆霜、胆南星、蝉蜕、蟋蟀、沉香、水牛角浓缩粉、羚羊角、人工牛黄、麝香、朱砂	
八宝玉枢丸	清瘟解毒，开窍辟秽。适用于时疫传染，伤寒郁热，烦乱狂言，胸膈滞寒，山岚瘴气。	麝香、冰片、毛慈菇、千金子霜、五倍子、朱砂、雄黄、红大戟、牛黄、珍珠、琥珀、寒食面	

资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

在精品中药方面，公司已明确主打龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大精品中药，相对于传统中药，精品中药选材更加严格，药效更好。精品中药遵循古法炮制工艺而非流水线生产，因此具有更高品质的产品疗效。我们认为，公司精品中药的主要增长来自于销售渠道的发力，主要通过“百家千店”计划把精品中药从国医馆和国药堂推广向消费者。目前公司已建成 134 家国药堂，2017 年至少建成 600 家。

考虑公司推广力度的加强和销售渠道的发力，以及精品中药此前销售基数相对较小的情况，我们预计精品中药 15-17 年的销售收入可达 150%、100%、100%。

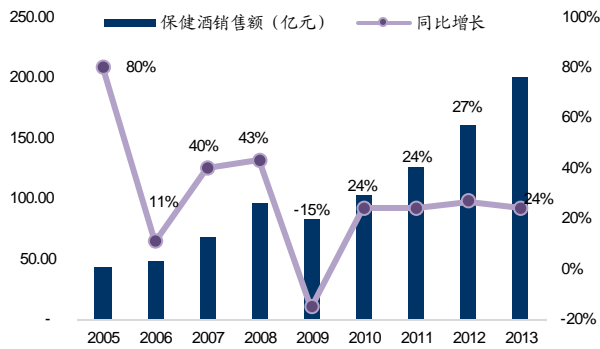
保健酒是长期发展的重要动力

在国际市场上，保健酒、养生酒、营养酒消费量占酒类消费总量的比例约为 12%。在中国，保健酒的 200 多亿元市场容量仅为白酒市场容量的 5%。目前全国市场从事保健酒生产和销售的企业约有 5000 家，分布比较散；拥有国家认定卫食健字批号大约一半，而真正拥有一定资源优势（主要是技术优势、原材料优势、人才优势）并不普遍。从目前市场销售来看，实力较强、市场表现较好的品牌，主要包括中国劲酒、秦钟皇樽酒、椰岛鹿龟、张裕三鞭酒等一线品牌；仲景药馆酒、天行健、佛也醉养生酒、龟龄集等二线品牌，还有国内一些知名的白酒厂家涉足保健酒行业推出的新品牌。相比国内白酒市场坐拥 5000 亿的市场空间，保健酒仍有较大发展潜力，以白酒市场的 12% 进行估算，保健酒仍有 300~400 亿的发展空间。相关资料显示，从 2010 年开始，保健养生酒行业平均每年保持 30% 左右的增长速度。而到了 2012 年之后，与白酒行业相对比，这种态势更为明显。从 2012 年开始，占据中国酒类统治地位的白酒行业出现整体下滑，从而为长期饱受挤压的保健酒行业带来绝佳的发展机遇。与普通白酒所受的限制性政策不同，保健酒行业的发展得到了政府政策支持。在《中国酿酒产业“十二五”（2011-2015 年）发展规划》中，保健酒被列为支持发展的子行业。

另一方面，保健酒行业的大发展也得益于健康理念的深入人心。业内认为，白酒出现困局，除了由于严控“三公消费”带来的高端酒下滑的打击，还有一个重要原因就是消费者健康理念的发展，导致对于白酒品类的消费热情不如从前。而这对于保健酒行业来说，无疑是一个绝佳的机会点。目前来看，保健酒行业劲酒一家独大，约占整个市场的 27%，其他企业分布较为零散，保健酒市场仍

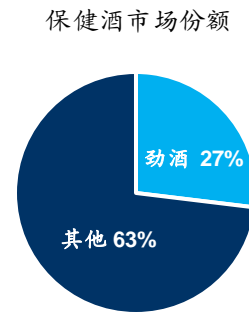
然存在很多机会。

图 5: 保健酒销售额



资料来源: 华夏酒报、国信证券经济研究所

图 6: 保健酒市场份额



资料来源: 华夏酒报、国信证券经济研究所

广誉远此时切入市场, 结合自身中药老字号品牌主打龟龄集养生酒定将大有所为。在保健酒市场份额的争夺上, 老牌药企的优势明显, 而且不可复制。比如老牌药企的口碑和品牌公信力, 这些都不是保健酒企业能够模仿的。由于这种专业优势, 老牌药企在保健酒产品推广上可谓名正言顺。仅以当前市场份额的 5% 估算, 公司养生酒的年收入也可能会达到 10 亿左右。

龟龄集酒可大补元阳, 固本益肾。适用于肾阳亏虚所致的神疲乏力、肢冷畏寒、腰膝酸软、筋骨疼痛、阳痿早泄等症。同劲酒相比, 二者功效相近, 皆有缓解疲劳、延年益寿滋阴壮阳的功效。在产品定位上, 龟龄集酒将目标人群定位于高净值的高端消费者, 而劲酒偏向定位于中低端消费者, 所以二者在价格上有较大差异, 龟龄集酒定价明显高于劲酒。

表 3: 龟龄集酒与劲酒比较

产品	功效	价位
龟龄集酒	大补元阳, 固本益肾, 缓解疲劳, 延年益寿。	68-2380 元不等
劲酒	补肾填精、滋阴壮阳, 缓解疲劳, 调节免疫力。	10-691 元不等

资料来源: 国信证券经济研究所

在产品结构上, 公司推出多个价位的保健酒, 形成价格梯度, 迎合不同特征的消费者群体, 经销商可以根据自身特点, 有针对性地选择目标群体。产品的多元化与互补性, 可以最大程度利用消费者的个性差异。

表 4: 龟龄集酒与劲酒比较

图示	种类	价位
	加味龟龄集酒 (木质黑瓷装)	2580 元/盒
	龟龄集酒 (蓝宝石装)	1280 元/盒
	龟龄集酒 (红瓷装)	980 元/盒
	龟龄集酒 (极品装)	398 元/盒
	龟龄集酒 (亲情礼盒装)	328 元/盒
	加味龟龄集酒 (普通装)	待定

资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

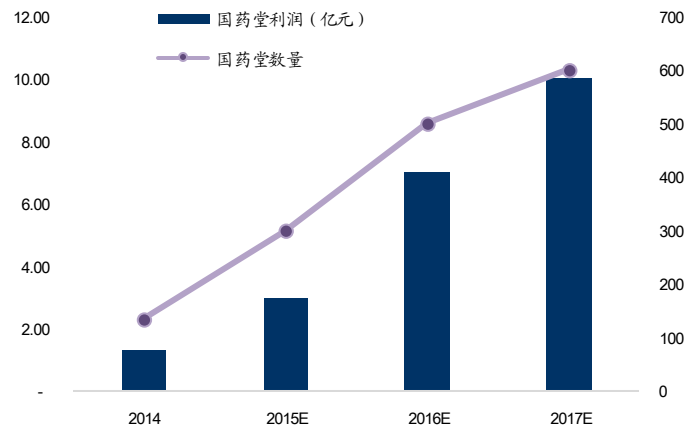
2014 年, 公司保健酒产能尚未释放, 销售收入约为 3600 万, 2015 年产能将逐步得到释放。到 2016 年, 公司保健酒的年产能配置将达到 30 亿元。此后, 药酒在产能上将不存在障碍, 重点看公司销售的发力。我们预计, 未来三年药酒的增长率分别达到 120%、400% 和 150%。

战略布局国药堂和国医馆，众筹模式新颖

国药堂门店处于高速增长期

2014年，公司围绕“全产业链打造广誉远精品中药战略”的指导思想，全面深入推进精品中药战略，通过线上线下活动，深度挖掘广誉远国药品牌和产品优势，不断创新营销模式，积极推行“百家千店”实施计划。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，已建成营业的广誉远国药堂终端店共134家，预计2015年可建成300家广誉远国药堂终端店，到2016年将增至500家；到2017年，将建成600家广誉远国药堂。按照每家国药堂销售收入500万，净利润20%估算，预计2015年底，国药堂将带来净利润3亿元，2017年底带来净利润6亿元。

图7：精品中药龟龄集



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

国医馆—传承中医文化的载体

在国药堂快速建设的同时，公司正在布局100家国医馆，通过聘请各地知名老中医坐诊，结合广誉远自身丰富的药品为患者进行诊断，挂号费以及诊断费用归中医所有，药品费用归广誉远所有，打造公司、患者、老中医多方共赢的体系，同时也将大幅度提升广誉远的品牌认知度。国医馆将聘请国内各类顶尖名中医，也包括退休的知名老中医和年轻有潜力的中医新人。广誉远国医馆将作为传统中医发扬光大的重要载体，为老中医提供广阔的平台，同时也为中医新人提供成宝贵的经验。

2015年，公司预计开设20家国医馆，未来将达到100家，覆盖国内主要大城市。国医馆将通过中医的诊疗服务，为国人提供高档的中医保健服务——高端会员制。目标客户群体为关注健康问题的高净值人群，通过发展会员并向会员销售公司产品盈利。公司计划通过饮片销售创造巨大价值，预计目标为每个国医馆发展1000个会员，通过销售广誉远产品以及中药饮片，预计每个会员每年消费3万元。100家国医馆共实现30亿/年的收入，这将成为公司发展的重要增长引擎。

众筹模式加快药店和医馆布局步伐

在2014年中国社群领袖峰会上，公司推出网络众筹“广誉远国药堂”这一新的营销模式，要求每位发起人联合至少10位企业家以股东身份参与，每位企业家出资至少10万元，开设总投资在100万元以上的广誉远国药堂。这种模式

下，广誉远无需投资，也不占有药堂的股份，主要通过药堂实现产品的销售。同时，3~5年后经公司审批，可对国药堂众筹店以5~8倍市盈率进行股权回购。在投资人中，发起人约占30%的股份，而且发起人必须是主要的经营者，全时参与国药堂的经营。其次，发起人必须有一定的高端朋友圈，这意味着广誉远同时众筹了人脉，让它的高端消费者变成了自己的股东，让股东们去链接更多的消费者。广誉远也由此获得了最宝贵和宽广的终端网络。

图 8: 广誉远众筹模式



资料来源：国信证券经济研究所

这意味着，所有众筹店的投资者都将是高净值人群，而这些投资者以及他们的人脉，本身就是广誉远公司产品的目标客户群体。通过让高端消费者成为自己的股东，广誉远不仅获得了众多的终端，同时也获得了更加宝贵的股东的人脉，也就是说，广誉远将拥有更多的高端消费者。在广誉远“百家千店”的快速发展过程中，大部分国药堂和所有国医馆都将以众筹模式建设，此次众筹，广誉远不仅仅获得了资金，更相当于进行了大力度的宣传。我们认为，在未来的三年内，公司业绩将会呈现高速增长，为投资者带来丰厚的回报。

中医问诊 APP 将成为中医移动医疗的重要平台

当前，移动互联的热潮席卷着每一个传统行业。在医药领域，已有多家企业以 APP 为出发端发展移动医疗业务，如目前市场上用户相对活跃的春雨医生、好大夫和丁香园等。以上这几家主要以西医问诊为主，目前在中医问诊领域鲜有相关的移动 APP 出现，广誉远有望成为中医移动领域的佼佼者。

表 5: 市面上主要移动医疗 APP 对比

APP	主要业务	盈利模式
广誉远	轻问诊——以男科、妇科疾病以及养生保健为主	APP 问诊费
春雨医生	轻问诊——皮肤科、性病、妇科、消化科、老年病为主	APP 问诊费
好大夫	重问诊——以慢性病、重病为主	APP 问诊费 电话咨询费 术后随诊费
丁香园	患者问诊、医生学术交流平台、亿元人才招聘、医院观察数据库、生物企业宣传平台	招聘业务 生物企业宣传 数据库费用

资料来源：晋商网，国信证券经济研究所

广誉远致力于采用互联网思维，对广誉远中医中药的历史文化和产品知识进行传播，通过打通线上互联网和线下体验店的全方位结合，包括与移动 APP 的良好结合，全面打通线上线下为会员提供全方位的中医诊疗服务。广誉远未来将

上线中医 APP 终端，为会员提供客观、科学的医学解答及专业的临床建议。中医由于诊断步骤相对西医要简单，采用移动互联的形式实际上更有优势。

广誉远的中医 APP 突出中医问诊，会员可以上传中医处方，各地线下的国医馆根据处方配制饮片并煎制方便服用的中药方剂送至会员手中。饮片供应全部来自广誉远，不仅实现了中医问诊的 O2O，也是广誉远后续饮片产品增长的一个独特而巨大的平台。

公司独特竞争优势

无法复制的古法炮制工艺

广誉远国药始创明朝嘉靖二十年(公元 1541 年)，距今也有五百年历史，是中国现存历史最悠久的中药企业，2006 年被商务部认定为首批中华老字号企业，自创立以来广誉远传承“修合虽无人见，存心自由天知”的古训，严苛雕琢百余种高端养生精品中药。广誉远精品中药配方并无奇特之处，但由于其炮制工艺是从 474 年前代代相传的，所以其他公司无法复制，这也保障了精品中药的高端特性。

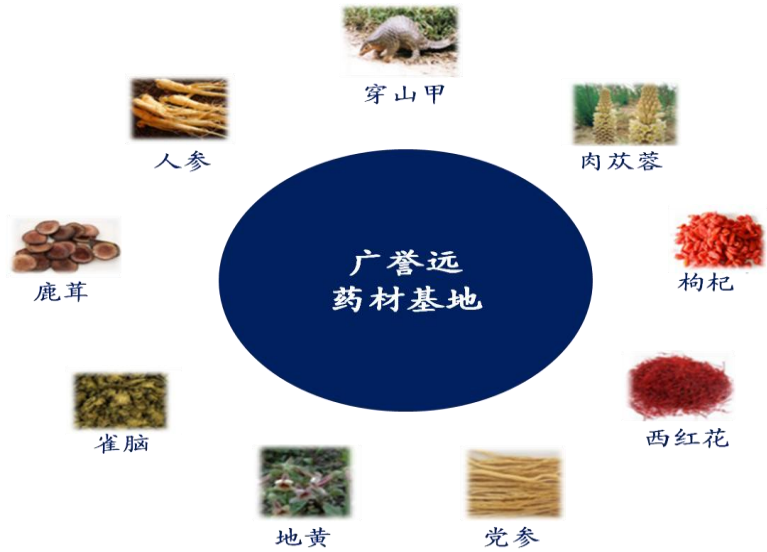
龟龄集在选材上严格遵循古法，遴选道地药材，生地黄洗净，按照一定的比例加入纯正的黄酒，搅拌均匀，封闭容器，使生地黄闷在容器内，直到生地黄将黄酒吸尽，然后对吸尽黄酒的地黄进行加热、蒸制，用容器收集蒸制而流出来的熟地汁，蒸至熟地黄发虚发黑为度，取出发黑发虚的熟地黄晒一天，拌入容器收集的熟地汁和黄酒，再蒸一天，取出，再晒一天，如此反复，蒸晒九次，直至黑如漆、亮如油、甜如蜜、香如怡才能成为真正意义上的一味药，以备制作龟龄集时使用，这是龟龄集制作加工工艺中保存完整的古老工序之一。依据传统医学，天人合一。阴阳五行的整体观念，龟龄集融合天上飞禽、陆地走兽、水中游物以及精华植物、矿物等，以应天、地、人三材共 28 味，应二十八星宿，拌合九宫八卦，外归五行生克，动静互含，天人合一，道法自然。

在中药的加工中，“炮”的应用非常广泛。“炮”是会意字，指把药材包裹起来放在火里隔火做熟，这种方法能保持药材的本味。药工们在炮制“姜碳”时，先取姜块放置砂锅或者陶罐内，用特殊干草和泥巴密闭，放碳火加热一天一夜，至姜块焦黑色，具有滋阴止血之功效，用于定坤丹。

九大药材基地保障产品品质

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其中九大中药材基地包括：吉林抚顺的人参基地、东北的鹿茸基地、河北和江苏的麻雀养殖基地、河南的地黄基地、山西的党参基地、浙江建德的西红花种植基地、宁夏青海的枸杞基地、内蒙的肉苁蓉基地、广西的穿山甲养殖基地。通过九大中药材基地的建设，将为广誉远精品中药的品质和供应提供强有力的保证。

图 9: 广誉远药材基地



资料来源: 国信证券经济研究所整理

定向增发, 大幅增强造血功能

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、陈慕群以及长安基金管理有限公司拟设立的长安天天向上龟龄集资产管理计划、长安平安富贵定坤丹资产管理计划、财富证券有限责任公司拟设立的财富证券-广誉远安宫清心集合资产管理计划非公开发行股票, 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 63,920 万元, 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。

公司增发如果成功后, 公司的资产负债率可大幅降低, 不仅为公司带来了大量资金, 同时提高了风险承受能力, 有助于提高公司的银行融资能力。

估值与投资建议

关键假设

(1) 目前有国药堂 130 家, 2015 年底完成 300 家国药堂建设。国医馆 2015 年底有望达到 20 家, 未来三年有望达到 100 家。

(2) 传统中药与精品中药实现快速增长, 预计传统中药和精品中药 15-17 年的销售收入增速分别为 80%、45%、30%和 150.00%、100%、100%。

(3) 保健酒产能得以释放, 15-17 年的收入增速分别为 120%、400%、150%。

表 6: 广誉远分产品收入预测

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
收入(万元)	35,415.45	66,620.00	135,715.00	251,949.50
YOY	32.09%	88.11%	103.72%	85.65%
成本(万元)	8,731.76	14,922.02	27,954.62	48,292.76
毛利率	75.34%	77.60%	79.40%	80.83%

分项明细				
传统中药				
收入(万元)	21,500.00	38,700.00	56,115.00	72,949.50
YOY	53.57%	80%	45%	30%
成本(万元)	6,020.00	10,836.00	15,712.20	20,425.86
毛利率	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%
精品中药				
收入(万元)	8,000.00	20,000.00	40,000.00	80,000.00
YOY	166.67%	150%	100%	100%
成本(万元)	800.00	1,900.00	3,600.00	7,200.00
毛利率	90.00%	90.50%	91.00%	91.00%
保健酒				
收入(万元)	3,600.00	7,920.00	39,600.00	99,000.00
YOY	20.00%	120%	400%	150%
成本(万元)	720.00	1,584.00	7,920.00	19,800.00
毛利率	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

盈利预测

我们预测，公司 15-17 年净利润为 0.66 亿、2.41 亿和 5.00 亿元，EPS 分别为 0.27、0.99 和 2.05 元，处于高速增长期。

相对法估值

广誉远的主营产品为传统中药，选取了产品结构类似的同仁堂、云南白药和片仔癀进行对比。以上三家上市公司成长性较为稳定，而广誉远处于高速成长期，以 16 年的业绩为基准，三家对标公司的 PEG 平均值为 1.66，而广誉远为 0.17。考虑到广誉远的成长性，给予广誉远 16 年的 PEG 为 55 倍，对应的合理估值为 54.45 元。

表 7：与可比公司的估值对比（以 2015 年 5 月 8 日收盘价为准）

名称	当前价	EPS			PE		净利润增速(%)		PEG	
		14 年	15 年	16 年	15 年	16 年	15 年	16 年	15 年	16 年
同仁堂	31	0.58	0.66	0.78	46.97	39.74	18.83	17.68	2.49	2.25
片仔癀	151.99	2.73	3.18	3.88	47.8	39.17	16.81	21.67	2.84	1.81
云南白药	68.14	2.41	2.91	3.51	23.42	19.41	20.9	20.68	1.12	0.94
平均值	—	—	—	—	39.39	32.78	17.82	19.68	2.15	1.66
广誉远	45.08	0.15	0.27	0.99	166.9	45.54	80.91	263.99	2.06	0.17

资料来源：国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	37	37	37	37	营业收入	354	666	1357	2520
应收款项	229	431	879	1631	营业成本	87	149	280	483
存货净额	70	115	220	386	营业税金及附加	11	12	25	46
其他流动资产	41	76	155	288	销售费用	186	306	546	1008
流动资产合计	376	659	1291	2342	管理费用	77	134	268	492
固定资产	48	54	61	66	财务费用	6	6	11	12
无形资产及其他	9	8	8	8	投资收益	21	10	10	10
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	(13)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	15	15	15	15	其他收入	0	0	0	0
资产总计	462	752	1389	2445	营业利润	(5)	64	234	484
短期借款及交易性金融负债	39	121	179	144	营业外净收支	41	0	0	0
应付款项	74	121	233	408	利润总额	35	64	234	484
其他流动负债	253	422	788	1434	所得税费用	10	18	67	139
流动负债合计	366	665	1200	1987	少数股东损益	(11)	(21)	(75)	(155)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	37	66	241	500
其他长期负债	11	(41)	(93)	(146)					
长期负债合计	11	(41)	(93)	(146)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	377	623	1106	1841	净利润	37	66	241	500
少数股东权益	2	(18)	(89)	(236)	资产减值准备	(7)	2	1	1
股东权益	84	146	372	840	折旧摊销	5	7	8	9
负债和股东权益总计	462	752	1389	2445	公允价值变动损失	13	5	5	5
					财务费用	6	6	11	12
关键财务与估值指标					营运资本变动	(144)	(117)	(206)	(281)
每股收益	0.15	0.27	0.99	2.05	其它	(3)	(21)	(72)	(148)
每股红利	0.01	0.02	0.06	0.13	经营活动现金流	(100)	(58)	(22)	86
每股净资产	0.34	0.60	1.53	3.45	资本开支	110	(20)	(20)	(20)
ROIC	-5%	26%	50%	59%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	44%	45%	65%	60%	投资活动现金流	108	(20)	(20)	(20)
毛利率	75%	78%	79%	81%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	-2%	10%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	11%	18%	20%	支付股利、利息	(2)	(4)	(15)	(32)
收入增长	32%	88%	104%	86%	其它融资现金流	(6)	82	58	(34)
净利润增长率	-287%	81%	264%	107%	融资活动现金流	(8)	78	42	(66)
资产负债率	82%	81%	73%	66%	现金净变动	0	0	0	0
息率					货币资金的期初余额	37	37	37	37
P/E	319.6	176.7	48.5	23.4	货币资金的期末余额	37	37	37	37
P/B	139.3	80.1	31.5	13.9	企业自由现金流	(34)	(84)	(47)	58
EV/EBITDA	-5,068.6	172.1	51.8	27.1	权益自由现金流	(40)	(5)	3	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资 评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资 评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				