

广誉远 (600771)

“厚积”中，长风破浪会有时 增持（维持）

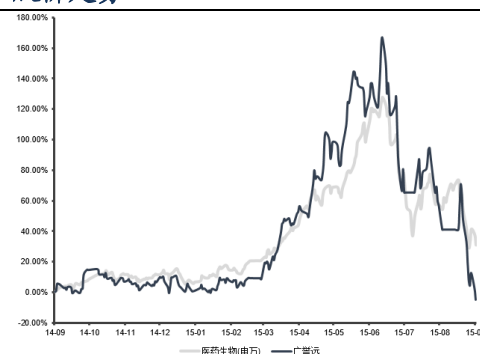
2015年9月2日

投资要点

证券分析师 洪阳
执业资格证书号码：
S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

- **业绩增长低于预期：**上半年，公司实现营业收入 2.03 亿元，同比增长 25.45%；实现归属于上市公司股东净利润 77.17 万元，同比下降 79.52%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润-801.91 万元，同比减少 465.96%。
- **营业成本增加：**上半年公司营业成本为 5878.89 万元，较上年同期增加 2285 万元，增幅为 63.56%，主要是因为：公司不再合并山西国药堂与广誉远医药投资财务报表，对其销售的精品中药按照对经销商的结算价格计算，不再按终端销售价格计算，该部分的影响使得成本率相应升高；上半年拉萨广誉远实现医药商业收入 2023 万元，上年同期医药商业业务基本未开展，其销售成本率为 48.18%，高于公司核心品种销售成本率，使得公司整体销售成本率有所升高。
- **分行业增长良好：**上半年，公司 OTC 产品实现营业收入 6213.0 万元，同比增长 36.52%；处方药实现营业收入 1.1 亿元，同比增长 3.13%；保健品实现营业收入 916.1 万元，同比增长 40.31%。处方药增长缓慢主要因 2014 年公司转让启东盖天力股权及处置制药一厂和西安制药厂，按相同口径计，我们测算处方药实际增长率为 35%-45%。
- **发展战略：**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。
- **完成非公开发行：**2015 年 6 月 8 日，公司收到中国证监会《关于核准广誉远中药股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2015]1120 号），核准公司本次非公开发行股票事宜。截至目前，公司已完成本次发行工作。此次非公开发行股份总数为 3400 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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测广誉远 2015-2018 年实现营业收入分别为 4.6 亿、6.8 亿、10.2 亿和 14.2 亿元，归属母公司净利润分别为 2103 万、8517 万、2.1 亿和 3.6 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.08 元、0.31 元、0.74 元和 1.30 元，对应动态市盈率分别为 316 倍、78 倍、32 倍和 18 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。虽上半年业绩低于预期，考虑到公司处于“厚积”阶段，“发力”可期，我们维持广誉远“增持”评级。
- **风险提示：**GMP 认证风险、招标降价风险、“百家千店”拓展速度低于预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.84
一年最低价/最高价	23.49 / 63.59
市净率	8.71
流通A股市值(百万元)	5812.4

基础数据

每股净资产(元)	0.35
资产负债率(%)	79.14
总股本(百万股)	277.81
流通A股(百万股)	243.81

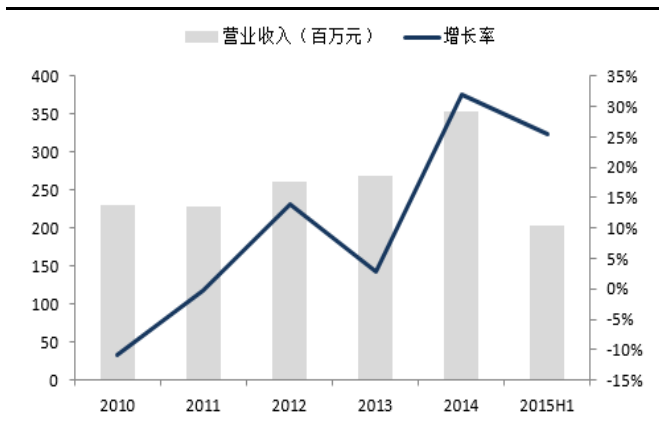
相关报告

历史的，创新的，成长的价值——
广誉远年报点评 2015.05.12

1. 业绩增长低于预期

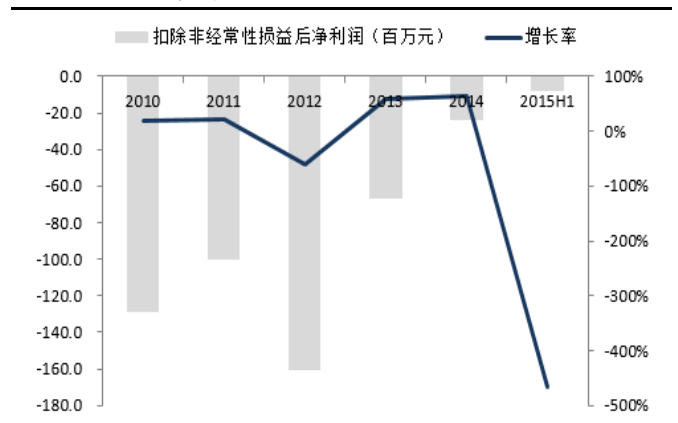
上半年，公司实现营业收入 2.03 亿元，同比增长 25.45%；实现归属于上市公司股东净利润 77.17 万元，同比下降 79.52%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润-801.91 万元，同比减少 465.96%。

图表 1: 2010-2015H1 广誉远营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 2010-2015H1 广誉远扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

上半年，公司净利润主要来源于投资收益，而归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润为-801.91 万元，比上年度减少 465.96%，主要因为公司销售费用投入加大，销售费用率比上年同期增加 6.45%，同时销售成本率比上年同期升高 6.73%。

1.1 营业成本变动原因

今年上半年公司营业成本为 5878.89 万元，较上年同期增加 2285 万元，增幅为 63.56%，主要原因为：

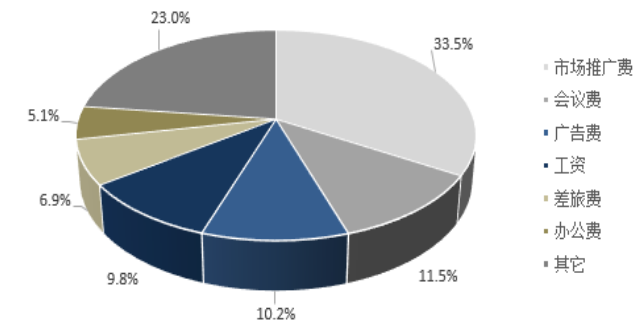
- 公司不再合并山西国药堂与广誉远医药投资财务报表，对其销售的精品中药按照对经销商的结算价格计算，不再按终端销售价格计算，该部分的影响使得成本率相应升高；
- 上半年拉萨广誉远实现医药商业收入 2023 万元，上年同期医药商业业务基本未开展，其销售成本率为 48.18%，高于公司核心品种销售成本率，使得公司整体销售成本率有所升高。

1.2 销售费用变动原因

上半年公司销售费用为 1.05 亿元，较上年同期增加 3176 万元，增幅

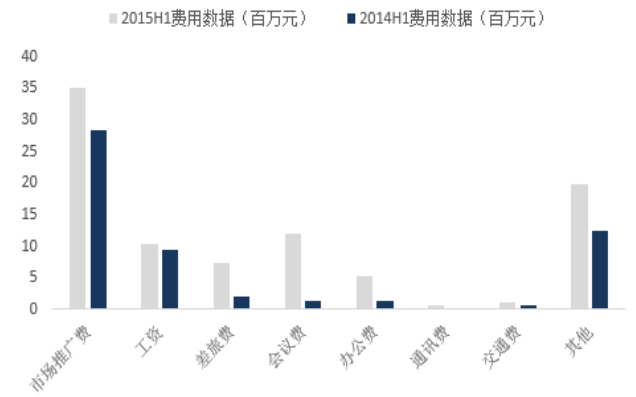
为 43.35%，主要因为公司继续加大品牌提升、促进销售网络建设、提升产品销售规模等核心工作，销售费用随之增加，其中市场推广费、广告费、会议费等比上年度增加 1418 万元。

图表 3: 2015H1 广誉远销售费用结构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4: 2014H1、2015H1 广誉远部分销售费用对比图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

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。

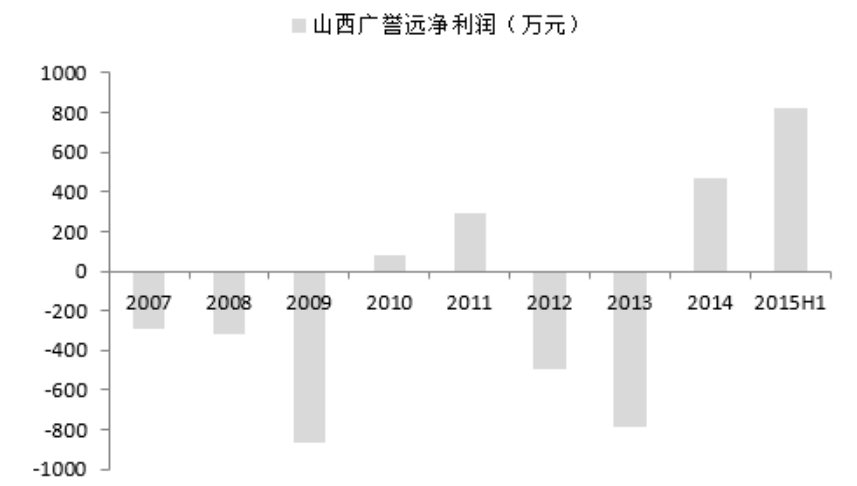
截止 2012 年 12 月末，中国长城资产管理公司石家庄办事处分别与交行陕西分行、浦发银行成都分行、大连银行、光大银行西安分行、华夏银行深圳天安支行、浦发银行广州分行、工行西安高新支行、招行西安城南支行、中行陕西省分行、农行西安长安路支行、西安银行碑林支行、建行西安雁塔路支行、工行淮南分行、华夏银行西安分行等 14 家金融债权人签署合同，依法受让了上述金融债权人对公司享有的主债权及所对应的借款合同、还款协议、担保合同及其他法律文件项下的全部权益。2012 年 12 月、2013 年 6 月，公司及其子公司分别与长城资产管理公司签署了《债务减免协议》，公司已按照协议的约定向中国长城资产管理公司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，但部分案件尚未宣告结案。

3. 主要子公司分析

3.1 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 3600 万元，主营传统中药、酒剂的生产、销售，主要产品为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等。截至 2015 年 6 月 30 日，该公司总资产 45631 万元、净资产 1634 万元，上半年实现净利润 820 万元。

图表 5: 2007-2015H1 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

公司目前持有山西广誉远国药 55% 股权，我们认为随着公司发展，未来有望进一步扩大对山西广誉远国药的股权控制。

3.2 陕西东盛医药有限责任公司

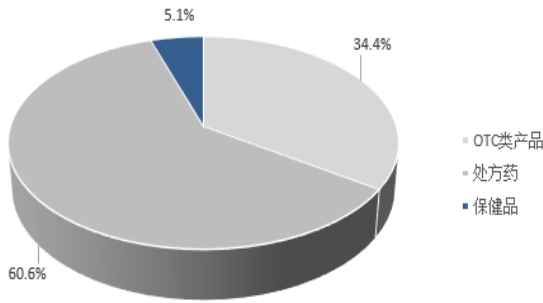
公司持有陕西东盛医药有限责任公司 98.97% 的股权，该子公司注册资本 3900 万元，主营中西药品的代理销售、批发以及新药产品的研发工作。截至 2015 年 6 月 30 日，该公司总资产 16572 万元，净资产 12327 万元，上半年实现净利润-98 万元。

4. 产品分析

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。

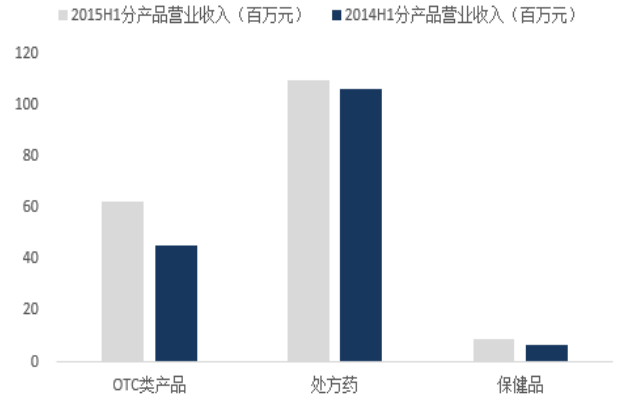
上半年,公司 OTC 产品实现营业收入 6213.0 万元,同比增长 36.52%;
处方药实现营业收入 1.1 亿元,同比增长 3.13%; 保健品实现营业收入
916.1 万元,同比增长 40.31%。

图表 6: 2015H1 广誉远主营业务分产品结构图



资料来源:公司公告,东吴证券研究所

图表 7: 2014H1、2015H1 广誉远主营业务分产品营业收入对比图



资料来源:公司公告,东吴证券研究所

4.1 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。

图表 8: 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

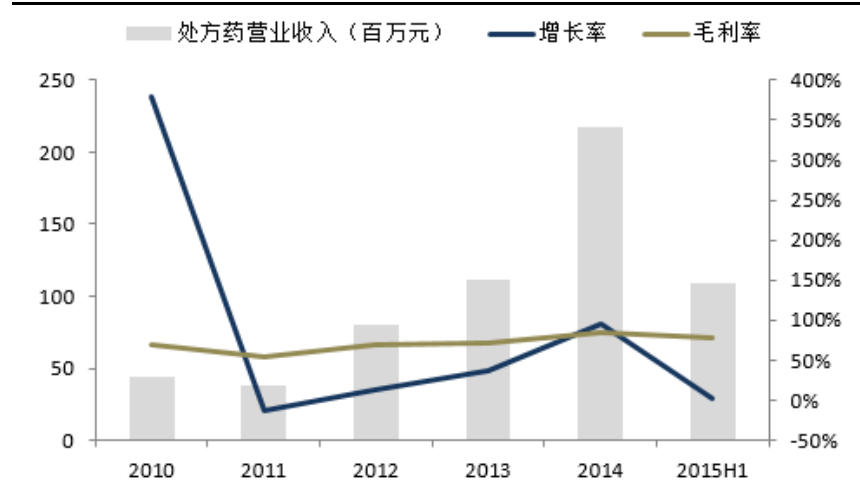
目前国药堂数量约 168 家,定坤丹口服液目前正在积极筹备中,预计 2015 年下半年会上市销售。我们预计上半年公司精品中药类产品营业收入增长率为 15%-25%,全年有望实现 25%-40%的增长。

4.2 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 2.2 亿元，较上年同比增长 95.6%，毛利率达 85.2%，保持平稳增长。2015 年上半年处方药实现营业收入 1.1 亿元，同比增长 3.13%。

图表 9：2010-2015H1 广誉远处方药营业收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

上半年处方药销售收入同比增长 3.13%，主要因 2014 年公司转让启东盖天力股权及处置制药一厂和西安制药厂，按相同口径计，我们测算处方药实际增长率为 35%-45%。

4.3 保健酒业务

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）。

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。

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。目前产品以自有销售队伍推广为主，未来有望加大自有销售队伍的资源投入，使规模扩大。

保健酒生产基地建设预计 2015 年下半年建成，整体新基地建设 2015 年底全部建成，预计将于 2016 年投产。公司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 年全面铺开。

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%。我们预计保健酒业务上半年实现约 15%-25% 的增长，全年有望实现 20%-30% 的增长。

5. 营销管理

公司继续全面推进精品中药战略，围绕“精品中药+传统中药+养生酒”三驾马车，不断创新营销，通过对广誉远品牌的挖掘和再塑，实现销售的提升。

在精品中药领域，公司围绕渠道建设，积极实施百家千店工程，同时将线上线下多种推广模式相结合，推动精品龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸系列核心产品的发展；

在传统中药领域，公司加大学术推广力度，以医院为基础，加强现有队伍建设与考核，巩固现有医院销售，升级增量，精细管理。同时，大力开拓 OTC 市场，着力加强医院招商力度，采取优势互补，利益共享的方式，开拓空白市场，全力将龟龄集、定坤丹分别打造成男科、妇科中药第一品牌；

在养生酒领域，公司进一步调整终端策略，以药店终端为主导，围绕山西、江苏两大中心，加大市场开发力度，精耕细作，并以传统节日为中心，开展主题多样的促销活动。

6. 再融资方面

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、第五届董事会第十六次会议审议通过，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 3400 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。

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。

2015 年 6 月 8 日，公司收到中国证监会《关于核准广誉远中药股份有限公司非公开发行股票批复》(证监许可[2015]1120 号)，核准了公司本次非公开发行股票事宜。目前公司已完成本次发行工作。

7. 出售资产情况

2015 年 3 月 7 日，公司子公司北京广誉远与段勇山签署《股权转让协议》，根据该协议的约定，北京广誉远将其持有的山西国药堂以及广誉远医药投资 41% 股权转让给段勇山，交易价格以利安达会计师事务所(特殊普通合伙)审计的山西国药堂、广誉远医药投资 2014 年 12 月 31 日的净资产为作价依据，双方协商分别确定为 205 万元、246 万元。该事宜已经公司第五届董事会第十七次会议审议通过。目前，相关股权变更登记手续已办理完毕。该交易为公司贡献净利润 601 万元。

8. 担保情况

上半年，公司对子公司担保发生额为 1965 万元，担保总额 4865 万元，占公司净资产比例为 57.32%。

图表 10: 广誉远担保情况

项目	金额(万元)
报告期内对子公司担保发生额合计	1965
报告期末对子公司担保余额合计	4865
担保总额	4865
担保总额占公司净资产的比例(%)	57.32
其中:	
直接或间接为资产负债率超过 70% 的被担保对象提供的债务担保金额	4865

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

9. 其他重要事项

9.1 山西广誉远国药有限公司迁址新建项目

2013年12月,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,首期需付款3000万元。截止6月末,公司已按照协议约定支付3451万元。

山西广誉远国药有限公司迁址新建项目已于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。

9.2 与日常经营相关的关联交易

2014年3月10日,广誉远国药与广誉远(上海)龟龄集药业有限公司签署《经销协议书》,给予其在上海市场销售远字牌龟龄集酒的经营权,有效期为三年。该事宜已经公司第五届董事会第八次会议及公司2013年度股东大会审议通过。上半年,广誉远国药向其销售产品0.81万元。

10. 盈利预测

盈利预测基础:

- 2014年OTC产品实现营业收入1.1亿元,2015年增长45%-55%;
- 2014年处方药实现营业收入2.2亿元,2015年增长2%-7%;
- 2014年保健品实现营业收入1602万元,2015年增长50%-70%;
- 2015年定坤丹口服液实现销售收入1000万元。

我们预测广誉远2015-2018年实现营业收入4.6亿、6.8亿、10.2亿和14.2亿元,归属母公司净利润分别为2103万、8517万、2.1亿和3.6亿元。折合2015-2018年EPS分别为0.08元、0.31元、0.74元和1.30元,对应动态市盈率分别为316倍、78倍、32倍和18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。虽上半年业绩低于预期,考虑到公司处于“厚积”阶段,“发力”可期,我们维持广誉远“增持”评级。

11.风险提示

- (1) GMP 认证风险
- (2) 招标降价风险
- (3) “百家千店” 拓展速度低于预期风险

广誉远 (600771) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1259	1725	2538	3122	营业收入	464	677	1021	1423
现金	575	685	803	945	营业成本	147	215	334	463
应收和预付款项	666	894	1275	1583	营业税金及附加	10	13	19	24
存货	135	165	195	225	营业费用	213	269	347	437
非流动资产	115	143	178	219	管理费用	65	75	88	97
长期股权投资	15	15	15	15	财务费用	6	8	9	11
固定资产	55	60	65	70	投资收益	11	10	10	10
无形资产	10	10	10	10	营业利润	34	107	234	401
资产总计	785	1352	1998	2765	营业外收入	4	5	8	11
流动负债	439	574	737	804	营业外支出	1	3	5	7
短期负债	43	53	67	68	利润总额	37	109	237	405
应付账款	85	98	112	123	所得税	7	10	14	19
长期负债	124	124	124	124	少数股东损益	9	14	17	24
负债总计	487	623	678	775	归属母公司净利润	21	85	206	362
少数股东权益	9	14	17	22	重要财务估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
母公司所有者权益	103	147	192	287	EPS	0.08	0.31	0.74	1.30
负债和股东权益总计	784	1023	1487	1984	净利率	5%	12.5%	20.2%	25.4%
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	ROE	45%	48%	53%	60%
经营活动现金流	8	27	73	168	ROIC	22%	35%	43%	56%
投资活动现金流	146	127	157	169	PE	316	78	32	18
资本支出	6	8	10	12	ROA	5%	8%	10%	13%
筹资活动现金流	-64	21	37	58	资产负债率	80%	70%	60%	45%
股利分配	2	3	4	5	每股净资产	0.8	1.2	1.7	2.3
其它	125	147	163	185	总股本	278	278	278	278

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

