

广誉远 (600771)

前途光明，道路曲折

增持 (维持)

2016年3月8日

投资要点

- **业绩增长低于预期:** 2015年,公司实现营业收入4.28亿元,同比增长20.97%;实现归属于上市公司股东净利润203.03万元,同比下降94.46%;实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润-524.45万元,同比增长78.41%。业绩低于预期原因如下:受国家经济增长下行及医药行业调整改革的双重压力影响,国内市场消费能力下滑,目标客户开发难度增加;公司加大品牌提升、促进销售网络建设、加大市场投入,市场推广费、会议费大幅上升,较上年分别增加1720.69万元、1242.68万元;公司产品主要原材料均为市价较高的贵细药材,其市场价格受自然原因、供应量、游资炒作等因素影响较大。
- **医药工业板块增速放缓:** 2015年,公司医药工业板块实现营业收入3.36亿元,同比增长3.97%,占营业收入比重的78.3%;医药商业板块实现营业收入5983.87万元,同比增长5440.36%(借助拉萨当地税收及商品流通优势),占营业收入比重的14.0%;养生酒业务实现营业收入2587.82万元,同比增长20.68%,占营业收入比重的6.0%。
- **定坤丹口服液开局涨势佳:** 2015年,精品龟龄集实现营业收入3606.85万元,同比减少34.54%;精品安宫牛黄丸实现营业收入1488.85万元,同比增长27.39%;精品牛黄清心丸实现营业收入713.56万元,同比增长4.65%;定坤丹口服液上市仅1个月左右时间实现营业收入782.81万元,开局良好。
- **传统中药板块有待进一步开拓市场:** 2015年,传统中药板块龟龄集实现营业收入1.35亿元,同比增长26.56%;定坤丹大蜜丸实现营业收入6789.37万元,同比增长7.70%;定坤丹水蜜丸实现营业收入3406.21万元,同比增长48.29%;安宫牛黄丸实现营业收入2197.77万元,同比增长96.62%;牛黄清心丸实现营业收入812.04万元,同比增长64.45%。
- **经营目标:** 2016年度,公司确定的经营目标为:收入9.8亿元,净利润5700万元(该经营目标未考虑公司此次重大资产重组的影响)。为达成经营目标,公司将重点围绕创新经营管理模式,培育公司成长新引擎、着力推进重大项目建设,提升产品创新研发能力、统筹生产,提升供应链流程管理、持续转变工作作风、强化执行力四个方面开展工作。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测广誉远(600771)2016-2018年营业收入分别为6.5亿、10.2亿和14.2亿元,归属于母公司股东净利润分别为0.38亿、0.94亿和1.56亿元。考虑本次股份发行方案,折合2016-2018年EPS分别为0.10元、0.25元和0.42元,对应动态市盈率分别为312倍、127倍和77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。虽2015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:** 行业政策风险;原材料供给及价格波动风险;“百家千店”拓展速度低于预期风险。

证券分析师 洪阳

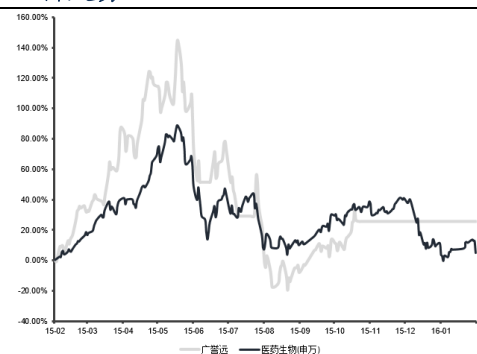
执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.98
一年最低/最高价	63.59/20.00
市净率	12.44
流通A股市值(百万元)	7797

基础数据

每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	32.95
总股本(百万股)	278
流通A股(百万股)	244

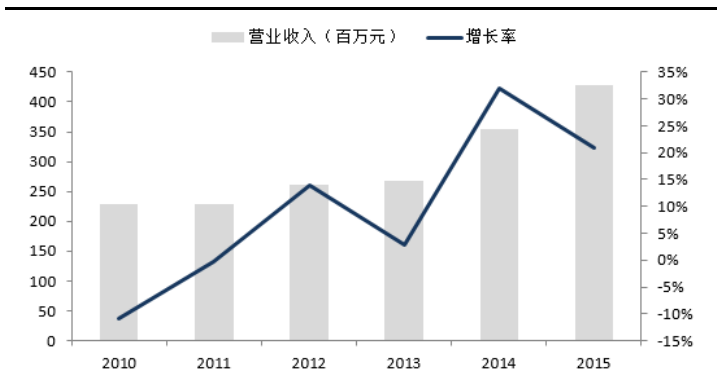
相关报告

历史的,创新的,成长的价值
年报点评 2015.05.12
“厚积”中,长风破浪会有时
中报点评 2015.09.02

1. 业绩增长低于预期

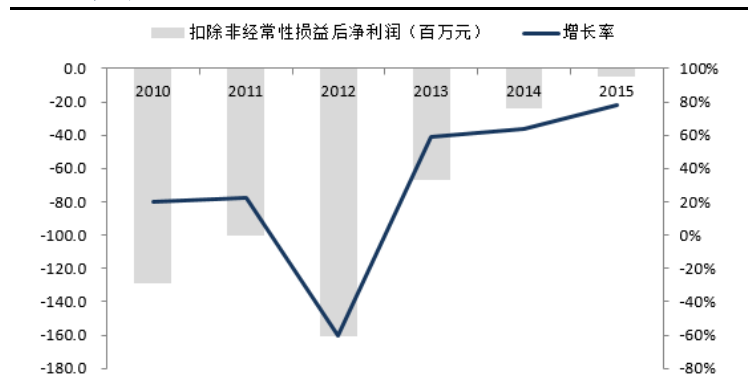
2015年，公司实现营业收入4.28亿元，同比增长20.97%；实现归属于上市公司股东净利润203.03万元，同比下降94.46%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润-524.45万元，同比增长78.41%。

图表 1: 2010-2015 年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

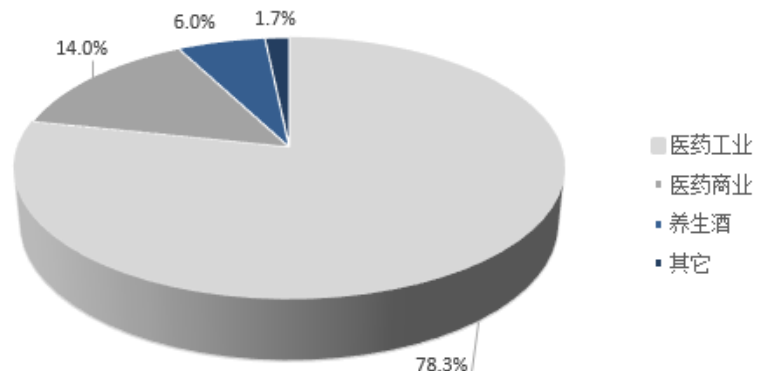
图表 2: 2010-2015 年广誉远扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，医药工业板块实现营业收入3.36亿元，同比增长3.97%，占营业收入比重的78.3%，增速放缓；医药商业板块实现营业收入5983.87万元，同比增长5440.36%（借助拉萨当地税收及商品流通优势），占营业收入比重的14.0%；养生酒业务实现营业收入2587.82万元，同比增长20.68%，占营业收入比重的6.0%。

图表 3: 2015 年广誉远三大板块营收比重图



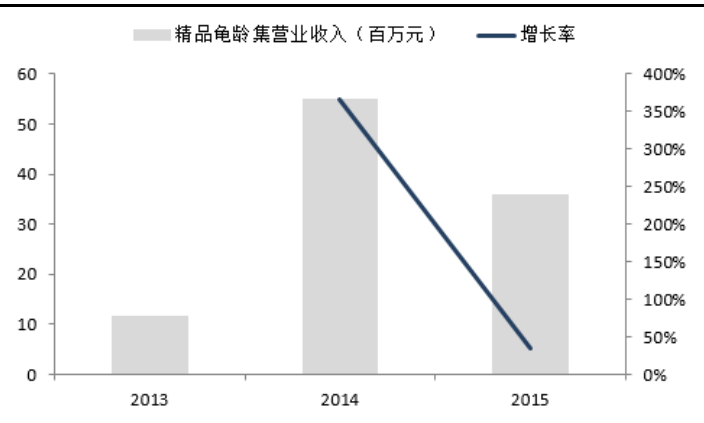
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

精品中药领域，公司在有序推进百家千店工程同时，以现有终端为依托，将线上、线下多种推广模式相结合，推动精品系列产品发展。

2015年，精品龟龄集实现营业收入3606.85万元，同比减少34.54%；

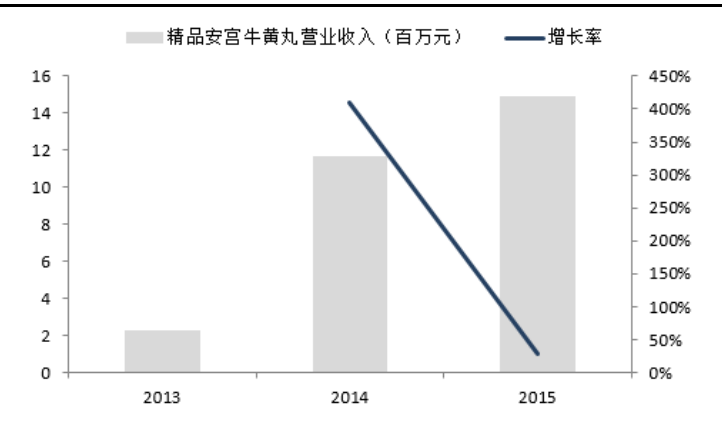
精品安宫牛黄丸实现营业收入 1488.85 万元，同比增长 27.39%；精品牛黄清心丸实现营业收入 713.56 万元，同比增长 4.65%；定坤丹口服液上市仅 1 个月左右时间实现营业收入 782.81 万元，开局良好。

图表 4: 2013-2015 年精品龟龄集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 5: 2013-2015 年精品安宫牛黄丸营业收入及增长率情况

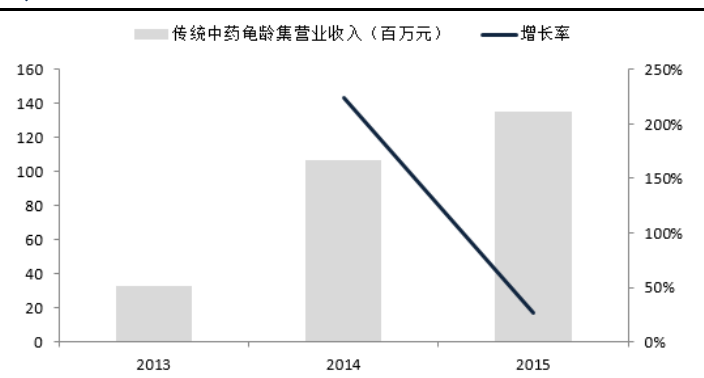


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

传统中药领域, 公司以学术推广为引领, 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, 全力将定坤丹、龟龄集分别打造成妇科、男科中药第一品牌。

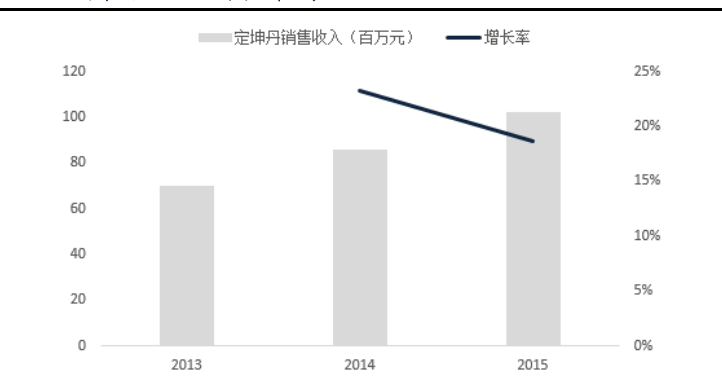
2015 年, 传统中药板块龟龄集实现营业收入 1.35 亿元, 同比增长 26.56%; 定坤丹大蜜丸实现营业收入 6789.37 万元, 同比增长 7.70%; 定坤丹水蜜丸实现营业收入 3406.21 万元, 同比增长 48.29%; 安宫牛黄丸实现营业收入 2197.77 万元, 同比增长 96.62%; 牛黄清心丸实现营业收入 812.04 万元, 同比增长 64.45%。

图表 6: 2013-2015 年传统中药龟龄集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 7: 2013-2015 年传统中药定坤丹 (含大蜜丸、水蜜丸) 销售收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着公司品牌推广、诊疗体验、信息反馈为一体的网络营销体系的

逐步建立，有效地建立起广誉远产品忠实消费群，公司精品安宫牛黄丸和安宫牛黄丸及牛黄清心丸的市场需求大幅增加，销量随之增加。

2015 年，公司传统中药板块主要产品销量均大于生产量，且库存量较少，我们认为公司传统中药板块现主要受制于产能问题，随着山西广誉远搬迁项目推进、产能释放，传统中药板块有望迎来新一轮销售增量。

图表 8: 广誉远传统中药生产量与销售对比

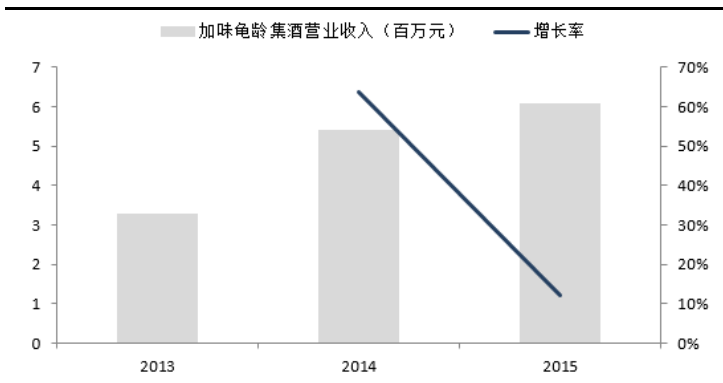
主要产品	生产量	销售量	库存量
龟龄集（万粒）	1263.7	1426.4	5.0
定坤丹大蜜丸（万丸）	746.3	874.7	9.3
定坤丹水蜜丸（万瓶）	368.9	410.9	12.4
安宫牛黄丸（万丸）	9.7	10.4	1.3
牛黄清心丸（万丸）	79.9	95.0	0.3

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

养生酒领域，公司从市场布局、队伍组建、终端建设及客户培训等方面着手，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，确保销售稳步增长。

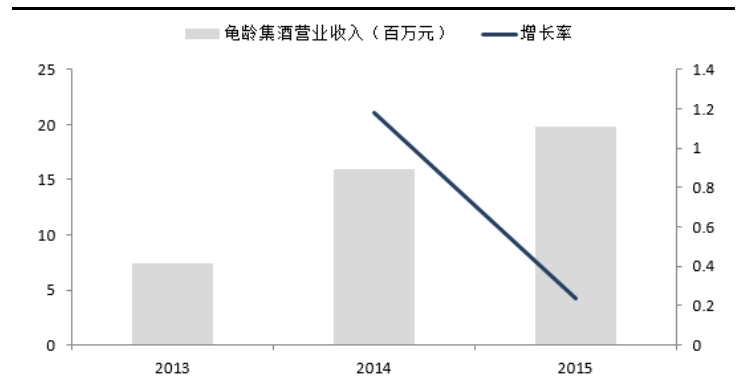
2015 年，加味龟龄集酒实现营业收入 608.45 万元，同比增长 12.22%；龟龄集酒实现营业收入 1979.37 万元，同比增长 23.54%。

图表 9: 2013-2015 年加味龟龄集酒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 10: 2013-2015 年龟龄集酒营业收入及增长率情况



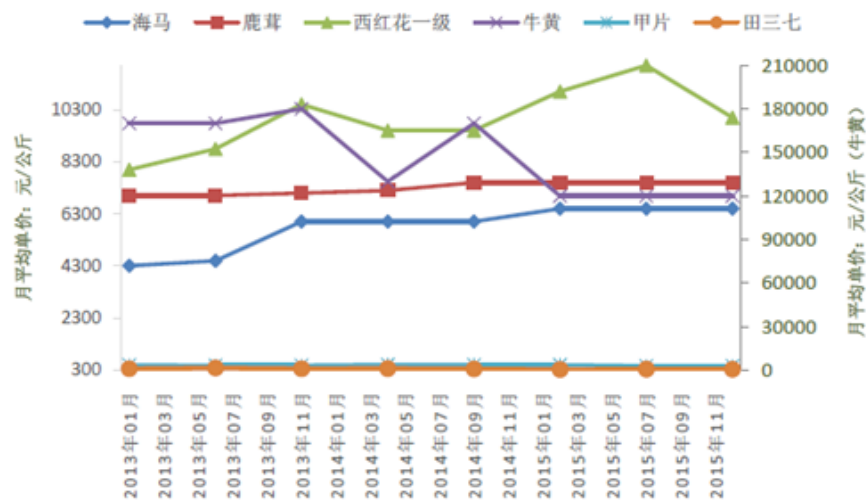
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年，公司实现销售收入同比口径增长 39.82%。与年初确定的经营计划相比，2015 年度销售收入完成率为 77.05%，净利润完成率为 6.59%。分析 2015 年公司未能完成经营计划的主要原因如下：

- 受国家经济增长下行及医药行业调整改革的双重压力影响，国内市场消费能力下滑，目标客户开发难度增加，致使公司产品销量没有达到预期；

- 2015年，公司继续加大品牌提升、促进销售网络建设、加大市场投入，其中市场推广费、会议费较上年分别增加1720.69万元、1242.68万元。
- 公司产品主要原材料海马、鹿茸、甲片、田三七、牛黄等均为市价较高的贵细药材，由于产地分布具备区域性及自然生长、季节采集的特征，故其市场价格受自然原因、供应量、游资炒作等因素影响较大。

图表 11: 2013-2015年公司生产所用部分贵细药材市场价格波动图



资料来源：药通网，东吴证券研究所

由上图可知，2013年至2015年，牛黄、海马、西红花价格波动幅度较大，对公司的经营成本造成一定的不利影响。

我们认为公司产品质量优秀，定位准确，目标客户清晰，前途光明，然而受医药行业甚至整体经济下行影响，客户开发存在一定难度，我们认为公司精品中药适当降价或有利于产品销量提升；随着山西广誉远搬迁项目推进、产能释放，传统中药板块有望迎来新一轮销售增量。同时公司前期营销投入亦抵消部分盈利，导致发展道路略显曲折。整体而言，我们看好公司发展模式，对于业绩体现需要一定耐性。

2. 经营模式分析

公司主营业务分为医药工业和医药商业两大板块。两大板块经营模式分析如下：

2.1 医药工业

公司自产药品均采用买断销售方式进行销售，下游客户包括医药批发经销商、连锁药店、国药堂等，目前采用的经销销售模式具体可细分为三种销售模式，即协作经销模式、代理销售模式和经销模式。

➤ 协作经销模式

协作经销模式即公司将产品采取买断经销方式销售给医药商业批发企业，并协助批发企业开发、维护医疗机构等终端客户的模式。公司自有销售队伍在各自区域内寻找到合适的协作经销商，签订经销合同。公司与区域经销商整合资源，开拓区域内零售药店，以及通过临床推广、学术推广共同开发区域内的医院终端市场，并提供销售及售后服务，公司销售队伍同时对医药商业批发客户提供相应的服务支持。

➤ 代理销售模式

公司对于部分药品采取代理销售模式，由具有一定经济实力或市场渠道资源的代理商在特定区域代理公司产品，代理商在特定区域自主开拓销售渠道、开拓终端市场，并协调公司产品在代理区域内的市场准入工作，包括物价备案、产品检验、招标投标、进入医保、农保等，确保公司产品中标。公司将产品销售给代理商合作的区域性医药商业企业后，一般不提供其他后续支持和服务，亦不承担市场风险。

➤ 经销模式

公司精品中药及养生保健酒采取经销模式，即将产品以买断方式销售给与区域合作伙伴设立的国药堂或酒业公司（公司大多仅参股 10%左右）、经销商，由其零售给消费者。

图表 12：广誉远销售模式构成与占比及存在的经营风险情况

经营模式	主营收入（百万元）	收入比重（%）	存在经营风险
协作经销	245.76	58.33	经营风险较小
代理销售	114.97	27.29	存在应收款账期较长，代理业务收入存在不稳定因素
经销	60.58	14.38	风险较小
合计	421.31	100.00	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2015 年末，公司参股 10%使用“广誉远”品牌的公司共有 12 家，公司向其收取品牌使用费，该公司的店面装修、房屋租赁、运营费用等均由其自行承担，所销售的产品仅限公司生产的龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等精品中药以及保健酒。

参股公司为公司当地的区域经销商，采用买断的方式经销公司产

品。参股公司统一使用“广誉远”商标，统一标识，统一服务标准，有利于更快扩大公司产品市场覆盖区域和知名度，有利于提高公司的销售额。“广誉远”商标归公司所有，公司以协议授权的形式允许国药堂按照公司的要求标准使用“广誉远”商标。

2.2 医药商业

公司以拉萨东盛广誉远医药有限公司为平台，自其他医药生产企业购进产品，通过自有销售渠道销售往国内医药商业企业或零售终端，相关销售费用公司承担。

借助拉萨当地税收及商品流通优势，公司医药商业板块实现快速增长，2015 年公司医药商业收入占营业收入的比重为 13.97%，同比增长 5440.36%，发展势头良好。

3. 重大资产重组

公司拟以发行股份的方式购买东盛集团、磐鑫投资、鼎盛金禾合法持有的山西广誉远合计 40% 股权。根据万隆评估预评估结果，山西广誉远股东全部权益预估值为 32.3 亿元。截至评估基准日，山西广誉远经审计归属于母公司的净资产账面价值为 3876.16 万元，评估增值率 8232.99%。参考预评估结果，经各方协商，初步确定交易标的山西广誉远 40% 股权的交易对价暂定为 12.9 亿元。

山西广誉远国药有限公司主要产品为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等。2015 年，山西广誉远实现主营业务收入 4.28 亿元、营业利润 2380.07 万元，净利润 1964.01 万元。

同时，公司拟向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 12.25 亿元，募集配套资金拟用于标的公司和上市公司具体项目的建设以及支付中介机构费用。

图表 13: 募集配套资金投向情况

募集配套资金使用项目	总投资规模(百万元)	拟投入募集配套资金(百万元)
中医药产业项目	637.46	637.46
研发中心项目	199.58	199.58
互联网+中医药 O2O	800.00	362.96
支付中介机构费用	-	25.00
合计	1637.04	1225.00

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

4. 搬迁项目进度

2015 年,山西广誉远在山西太谷县侯城乡侯城村实施整体搬迁项目建设,该项目为 2015 年晋中市重点工程,截至 2015 年底,前处理提取车间、中药丸剂车间、龟龄集酒车间、综合制剂大楼等项目主体结构已基本施工完工,累计投入 6217.06 万元。

5. 2016 年经营计划

2016 年度,公司确定的经营目标为:收入 9.8 亿元,净利润 5700 万元(该经营目标未考虑公司此次重大资产重组的影响)。为达成经营目标,公司将重点围绕创新经营管理模式,培育公司成长新引擎、着力推进重大项目建设,提升产品创新研发能力、统筹生产,提升供应链流程管理、持续转变工作作风、强化执行力四个方面开展工作。

6. 盈利预测

盈利预测基础:

- 2015 年精品中药实现营业收入 6592 万元,2016 年增长 350%-450%;
- 2015 年传统中药实现营业收入 2.7 亿元,2016 年增长 15%-25%;
- 2015 年保健酒实现营业收入 2588 万元,2016 年增长 150%-250%;

我们预测广誉远(600771)2016-2018 年营业收入分别为 6.5 亿、10.2 亿和 14.2 亿元,归属于母公司股东净利润分别为 0.38 亿、0.94 亿和 1.56 亿元。考虑本次股份发行方案,折合 2016-2018 年 EPS 分别为 0.10 元、

0.25元和0.42元，对应动态市盈率分别为312倍、127倍和77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。虽2015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。

7. 风险提示

- (1) 行业政策风险；
- (2) 原材料供给及价格波动风险；
- (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					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	870	1325	1938	2622	营业收入	428	646	1021	1423
现金	503	685	803	945	营业成本	117	163	278	387
应收和预付款项	263	534	975	1283	营业税金及附加	8	11	17	24
存货	93	145	195	225	营业费用	222	319	485	667
非流动资产	196	303	458	619	管理费用	72	105	122	146
长期股权投资	18	18	18	18	财务费用	5	8	9	11
固定资产	51	60	65	70	投资收益	13	14	15	15
无形资产	8	9	10	11	营业利润	16	54	125	203
资产总计	1066	1352	1998	2765	营业外收入	7	5	8	11
流动负债	319	574	737	804	营业外支出	9	3	5	7
短期负债	23	43	59	68	利润总额	21	56	128	207
应付账款	88	98	112	123	所得税	12	8	17	28
长期负债	-	-	-	-	少数股东损益	7	10	16	23
负债总计	329	497	678	755	归属母公司净利润	2	38	94	156
少数股东权益	22	29	41	63	重要财务估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
母公司所有者权益	737	947	1292	1687	EPS	0.01	0.10	0.25	0.42
负债和股东权益总计	1066	1323	1887	2384	净利率	2.18%	12.5%	20.2%	25.4%
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	1.27%	2.84%	10.35%	15.97%
经营活动现金流	-60	-27	23	68	ROIC	5.29%	14.32%	45.73%	60.79%
投资活动现金流	-68	87	63	99	PE	3198	312	127	77
投资支付现金	452	228	310	512	ROA	5.5%	0.9%	2.2%	6.6%
筹资活动现金流	597	1225	937	1358	资产负债率	30.9%	25.5%	37.3%	45.0%
偿还债务支付现金	35	27	14	9	每股净资产	2.65	5.39	8.07	9.65
其它	125	147	163	185	总股本	278	278	278	278

资料来源：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>

