

加大终端开发力度，业绩持续高速增长

投资要点

- **财务概况:** 公司2016年前三季度营业收入、扣非净利润分别约为6.2亿元、0.44亿元，同比增长分别为125%、685%；2016Q3营业收入、扣非净利润分别约为2.2亿元、0.22亿元，同比增长分别约为208%、42倍。
- **加大终端开发力度，业绩持续高速增长。** 2016年前三季度营业收入约为6.2亿元，同比增长约为125%。收入大幅增长除可比基数较低的原因外，也因为公司加大市场投入，强化学术研究和学术推广，增加对医院、百强连锁药店业务合作所致。公司前三季度传统中药、精品中药、养生酒分别预计为3.7亿元、0.95亿元、0.3亿元，同比增长分别约为114%、117%、90%。在终端开发方面，前三季度子公司山西广誉远新增开发二甲以上医院398家，并与300家百强连锁药店及区域连锁药店建立合作关系，新增开发连锁药店下属终端门店16600家及其他药店2200家。2016年前三季度扣非净利润约为0.44亿元，同比增长约为685%，具体分析如下：1) 产品结构优化，控制采购成本。公司毛利率约为78%，提升约7个百分点。高毛利率的药品系列增速快于保健酒，收入结构变化导致公司毛利率上升。其次为公司加强采购，对原材料进行季节性储备，产品成本有所下降；2) 加强费用控制。期间费用率约为59%，同比下滑约11个百分点；其中销售费用率下滑约3.5个百分点，管理费用率下滑约6个百分点。从单季度情况来看，2016Q3营业收入、扣非净利润分别约为2.2亿元、0.22亿元，同比增长分别约为208%、42倍。我们认为随着公司对产品的推广力度增加，终端渠道布局数量快速增长，预计2016年收入或超过9亿元。
- **整合优质资产，多点发力促增长。** 1) 山西广誉远为中药优质标的，通过收购加强控制和整合力度，增强上市公司的持续盈利能力和抗风险能力，进一步提升上市公司的整体管理效率，实现资源更有效配置；2) 在精品中药方面，对原材料种植源头如枸杞、鹿茸、人参种植领域大力投入，按照GAP要求建设九大药材基地，保证药材品质与供应。通过精品中药战略，打造精品龟龄集、定坤丹口服液、双天然安宫牛黄丸等，建立企业品牌形象，再以精品中药带动整个企业产品销售增长，预计2016年精品中药收入超过2亿元；3) 在传统中药方面，公司将进一步整合终端资源，坚持以学术为引领，加强中医专家队伍建设，大力推进精细化招商，加大空白市场开发，提高产品市场占有率，预计传统中药收入超过6亿元；4) 公司保健酒在销售方面有100余人队伍，预计将做到200-300人规模。2016年将进行加味龟龄集酒车间GMP认证，同时调整终端策略，以药品终端为主导，围绕山西、江苏两大中心，加大市场开发力度，预计2016收入超过6000万元。
- **盈利预测及评级:** 我们预计2016-2018年摊薄后EPS分别为0.16元、0.66元、1.20元(原预测2016-2018年分别为0.16元、0.63元、1.16元，调整原因为增发方案发生变化，使得摊薄股本数量减少)，对应市盈率为203倍、51倍、28倍，经过对终端的持续投入，“传统中药+精品中药+保健酒”三驾马车战略逐渐明晰，全年收入增速或有超预期表现，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售网络建设或慢于预期、产品销售收入或低于预期、定增收购方案进展或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	428.44	957.83	1744.33	2754.36
增长率	20.97%	123.56%	82.11%	57.90%
归属母公司净利润(百万元)	2.03	59.19	236.87	434.56
增长率	-94.46%	2815.25%	300.20%	83.46%
每股收益EPS(元)	0.01	0.16	0.66	1.20
净资产收益率ROE	1.27%	5.85%	18.97%	25.82%
PE	4542.78	202.53	50.61	27.59
PB	12.51	11.85	7.39	5.48

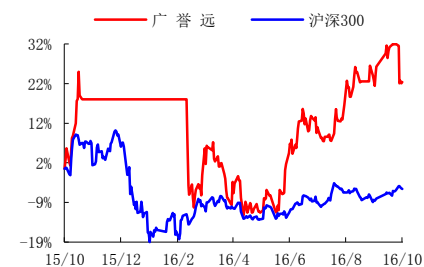
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.78
流通A股(亿股)	2.44
52周内股价区间(元)	23.81-35.88
总市值(亿元)	92.23
总资产(亿元)	11.73
每股净资产(元)	2.74

相关研究

1. 广誉远(600771): 半年业绩增长恢复, 持续看好公司前景 (2016-08-29)
2. 广誉远(600771): 销售持续投入, 业绩增速低于预期 (2016-02-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	428.44	957.83	1744.33	2754.36	净利润	9.33	59.19	236.87	434.56
营业成本	116.65	251.03	509.50	884.76	折旧与摊销	5.55	6.15	6.15	6.15
营业税金及附加	8.46	21.17	39.73	60.72	财务费用	5.08	1.59	2.65	4.80
销售费用	221.63	478.91	645.40	881.39	资产减值损失	2.15	10.00	10.00	10.00
管理费用	71.53	143.67	244.21	358.07	经营营运资本变动	-54.76	-132.20	-90.38	-128.21
财务费用	5.08	1.59	2.65	4.80	其他	-27.35	-19.14	-20.43	-19.93
资产减值损失	2.15	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-60.01	-74.42	144.86	307.38
投资收益	12.66	10.00	10.00	10.00	资本支出	-62.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.13	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-68.09	10.00	10.00	10.00
营业利润	15.61	61.46	302.85	564.62	短期借款	-16.00	-22.82	0.00	0.00
其他非经营损益	5.89	17.46	12.98	14.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	21.50	78.92	315.83	579.42	股权融资	621.37	215.40	0.00	0.00
所得税	12.17	19.73	78.96	144.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	9.33	59.19	236.87	434.56	其他	-8.34	-1.59	-2.65	-4.80
少数股东损益	7.30	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	597.03	190.99	-2.65	-4.80
归属母公司股东净利润	2.03	59.19	236.87	434.56	现金流量净额	468.93	126.57	152.22	312.58
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	503.48	630.05	782.27	1094.84	成长能力				
应收和预付款项	272.76	680.94	1217.48	1949.77	销售收入增长率	20.97%	123.56%	82.11%	57.90%
存货	93.48	200.30	407.85	708.50	营业利润增长率	188.27%	293.67%	392.76%	86.44%
其他流动资产	0.60	1.33	2.43	3.83	净利润增长率	-63.15%	534.59%	300.20%	83.46%
长期股权投资	17.61	17.61	17.61	17.61	EBITDA 增长率	282.98%	163.74%	350.36%	84.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	119.97	115.40	110.84	106.27	毛利率	72.77%	73.79%	70.79%	67.88%
无形资产和开发支出	9.20	8.11	7.02	5.92	三费率	69.61%	65.17%	51.15%	45.17%
其他非流动资产	49.34	48.84	48.35	47.85	净利率	2.18%	6.18%	13.58%	15.78%
资产总计	1066.44	1702.60	2593.84	3934.61	ROE	1.27%	5.85%	18.97%	25.82%
短期借款	22.82	0.00	0.00	0.00	ROA	5.48%	0.87%	3.48%	9.13%
应付和预收款项	189.37	451.10	869.54	1433.20	ROIC	5.29%	14.48%	46.02%	61.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.12%	7.22%	17.87%	20.90%
其他负债	117.11	239.77	475.71	818.26	营运能力				
负债合计	329.31	690.88	1345.25	2251.46	总资产周转率	0.56	0.69	0.81	0.84
股本	277.81	361.07	361.07	361.07	固定资产周转率	8.83	19.63	39.43	69.43
资本公积	1023.54	1155.68	1155.68	1155.68	应收账款周转率	2.99	3.67	3.50	3.28
留存收益	-586.30	-527.11	-290.24	144.32	存货周转率	1.43	1.70	1.67	1.58
归属母公司股东权益	715.04	989.63	1226.50	1661.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.79%	—	—	—
少数股东权益	22.09	22.09	22.09	22.09	资本结构				
股东权益合计	737.13	1011.72	1248.59	1683.15	资产负债率	30.88%	40.58%	51.86%	57.22%
负债和股东权益合计	1066.44	1702.60	2593.84	3934.61	带息债务/总负债	6.93%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.73	2.22	1.81	1.68
					速动比率	2.44	1.93	1.50	1.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.16	0.66	1.20
					每股净资产	2.65	2.80	4.49	6.06
					每股经营现金	-0.22	-0.21	0.52	1.11
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	26.24	69.20	311.65	575.57					
PE	4542.78	202.53	50.61	27.59					
PB	12.51	11.85	7.39	5.48					
PS	21.53	12.52	5.29	3.35					
EV/EBITDA	331.51	163.48	35.81	18.85					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn