



2017 年 03 月 22 日

增持(首次评级)

当前价: 39.81 元
目标价: 45 元

医药行业研究组

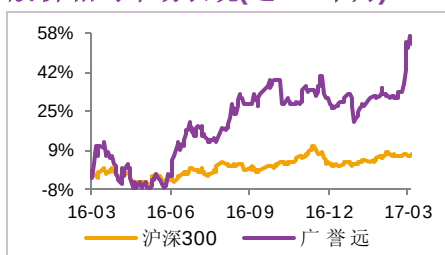
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516
邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	937	1640	2460	3443
(+/-)		75.0%	50.0%	40.0%
净利润	123	260	424	587
(+/-)		112.0%	62.7%	38.5%
EPS(元)	0.35	0.74	1.20	1.66
P/E	114	54	33	24

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

广誉远(600771.SH)

【联讯医药公司年报点评】广誉远：单季业绩环比持续增长，国药老字号迎春发新芽

投资要点

◇ 事件

公司昨日晚间公布 2016 年年度报告，期内公司实现营业总收入 9.36 亿元，同比大增 118.7%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比大增 5948%，实现基本每股收益 0.44 元（全面摊薄 EPS 0.35 元），不送转和派息分配。

◇ 单季业绩连续 5 个季度环比增长，老字号迎春发新芽

自 2015Q4 以来，山西广誉远国药及母公司连续 5 个季度营业收入和营业利润双双保持环比增长态势。单季营业收入从 2015Q4 的 1.52 亿元大幅增长到 2016Q4 的 3.16 亿元，单季实现营业利润也从 1243 万元大幅增长到 7266 万元。2015Q3 公司成功定向增发募集资金 6.39 亿元，实现公司 1999 年上市首发以来，首次二级市场再融资，资产负债率从近 80% 下降到 30% 左右，2015Q4 公司经营迎来转折点，广誉远老字号迎春发新芽。

◇ 终端开拓成绩斐然，覆盖率仍较低，尚有广阔天地大展宏图

公司终端开拓成绩斐然。公司传统中药销售渠道主要是医院和零售药店，报告期内，公司开发管理的药店终端和二甲以上医院数量累计分别达到 59,336 家与 1,834 家，分别同比去年大增 39336 家和 734 家，快速拉动传统中药销售收入的大幅提升，最终实现了 5.8 亿元的销售新突破。我国二级以上医院共 9617 家（2015 年数据），零售药店终端数量约 44.81 万家，目前公司药品二级以上医院覆盖率 19.07%，药店零售终端覆盖率 13.17%，各类终端覆盖率仍有较大上升空间。精品中药业务主要通过国医馆和药店店中店模式销售，目前主要在山西各地市开拓国医馆，计划 2017 年全年在山西各地市县开设 10-15 家国医馆；同时，也进入 4345 家药店开设广誉远精品国药店中店（2016 年上半年）。

◇ 产销两旺，经营改善明显，费用率持续下降

产能方面，囿于发展资金和产能不足，公司目前只生产约 11 个批文产品（共拥有 104 个批文），各类生产线产能利用率接近 100%，公司新建中医药产业项目目前已完成工程建设，正在加紧设备安装、调试工作，投产后将极大解决产能不足问题。产销方面，期内核心产品龟龄集(传统)产销率 97.5%、定坤丹（大蜜丸）99.7%、定坤丹（水蜜丸）85.1%、牛黄清心丸（精品+传统）95%左右、安宫牛黄丸（精品+传统）106%以上，产销两旺，衔接良好。各项费用率持续下降，销售费用率和管理费用率连续 3 年下降，销售费用率下降到 45.99%，管理费用率下降到 10.05%，公司经营改善明显。

◇ 盈利与估值

我们预测 2017-2019 年，公司营业收入为 16.4/24.6/34.4 亿元，归母净利润分别为 2.6/4.2/5.8 亿元，对应每股 EPS 为 0.74/1.20/1.66 元，对应市盈



率分别为 54/33/24 倍。

对标精品国药类上市公司片仔癀（片仔癀为国家绝密品种）和中新药业（拥有 1 个国家机密品种、3 个国家秘密品种），目前片仔癀动态 PE 为 54.7 倍，中新药业 31.9 倍，中药行业（SW）整体 PE32.5 倍。考虑到公司未来几年处于业绩爆发期，营收和利润增速明显快于片仔癀和中新药业，PE 下降较快，给予 2017 年 PE 估值 60 倍，目标价 45 元。首次给予“增持评级”。

✧ 风险提示

1、贵细原材料供给及价格大幅波动风险；2、“百家千店”拓展速度低于预期；3、医保控费，医院渠道销售低于预期

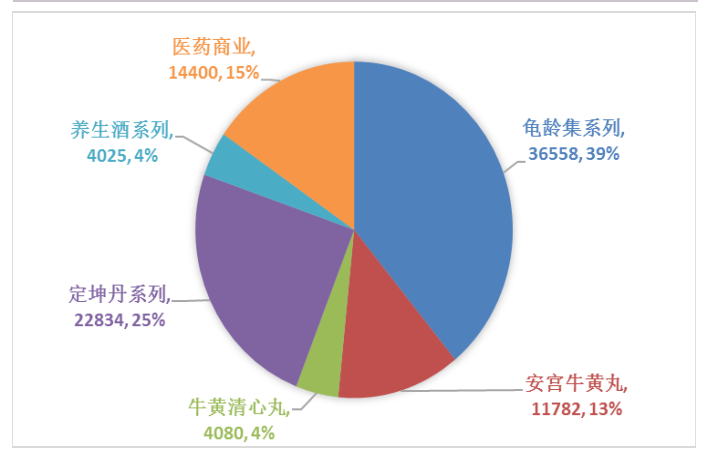


图表1: 营收连续 5 个季度环比增长(2015Q4-2016Q4)



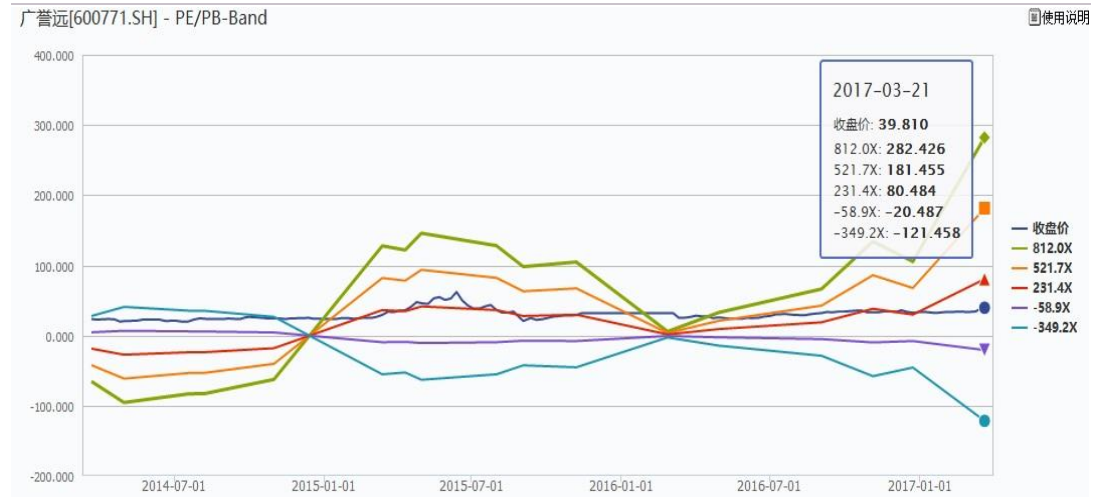
资料来源: 公司资料, 联讯证券研究院

图表2: 营收产品结构 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 联讯证券研究院

图表3: 公司 3 年(2014-2017)PE-Band



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	179531	223850	270415	336681	经营活动现金流	-21179	4538	13421	22476
现金	96846	86551	79472	71448	净利润	15391	27409	44596	61762
应收账款和票据	62299	98384	135278	189389	折旧摊销	947	586	1919	4586
其它应收款	2759	5000	5000	5000	财务费用	265	-968	-1179	-1200
预付账款	7232	12298	18447	25826	投资损失	280	500	500	500
存货	10139	21317	31975	44765	营运资金变动	-38062	-23032	-32450	-43204
其他	256	300	243	253	其它	12	43	34	32
非流动资产	34756	27244	45114	76494	投资活动现金流	-17990	-10600	-20600	-30600
长期投资	1657	1657	1657	1657	资本支出	-17396	-10000	-20000	-30000
固定资产	5476	6676	26676	66676	长期投资	0	0	0	0
无形资产	2584	2443	2302	2161	其他	-594	-600	-600	-600
其他	25039	16468	14479	6000	筹资活动现金流	85667	-4233	100	100
资产总计	214287	251094	315528	394446	短期借款	1851	-4133	0	0
流动负债	40279	49677	69515	86671	长期借款	83899	0	0	0
短期借款	4133	0	0	0	其他	-83	-100	100	100
应付账款和票据	9954	19677	29515	41321	现金净增加额	46498	-10295	-7079	-8024
其他	26192	30000	40000	45350					
非流动负债	1081	1081	1081	1081	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1081	1081	1081	1081	营业收入	118.70%	75.00%	50.00%	40.00%
负债合计	41360	50758	70596	87752	营业利润	1047.10%	79.38%	64.46%	39.15%
少数股东权益	2101	2101	2101	2101	归属母公司净利润	5948.80%	112.02%	62.71%	38.49%
归属母公司股东权益	170826	198235	242831	304593	获利能力				
负债和股东权益	214287	251094	315528	394446	毛利率	77.94%	76.00%	76.00%	76.00%
					净利率	16.43%	16.72%	18.13%	17.94%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	7.19%	13.14%	17.45%	19.27%
营业收入	93699	163973	245960	344344	ROIC	9.74%	13.28%	17.81%	19.81%
营业成本	20668	39354	59030	82643	偿债能力				
营业税金及附加	1789	3279	4919	6887	资产负债率	19.30%	20.21%	22.37%	22.25%
营业费用	43091	73788	105763	148068	净负债比率	23.92%	25.34%	28.82%	28.61%
管理费用	9421	16397	24596	34434	流动比率	4.46	4.51	3.89	3.88
财务费用	265	-968	-1179	-1200	速动比率	4.21	4.08	3.43	3.37
资产减值损失	837	500	500	500	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.70	0.87	0.97
投资净收益	280	500	500	500	应收账款周转率	2.33	2.04	2.11	2.12
营业利润	17908	32123	52830	73512	应付账款周转率	2.21	2.66	2.40	2.33
营业外收入	1045	1000	1000	1000	每股指标(元)				
营业外支出	213	100	100	100	每股收益	0.35	0.74	1.20	1.66
利润总额	18740	33023	53730	74412	每股经营现金	-0.60	0.13	0.38	0.64
所得税	3349	5614	9134	12650	每股净资产	4.84	5.61	6.88	8.63
净利润	15391	27409	44596	61762	估值比率				
少数股东损益	3110	1370	2230	3088	P/E	114	54	33	24
归属母公司净利润	12281	26039	42366	58674	P/B	8.2	7.1	5.8	4.6
EBITDA	18840	32641	54471	77798	EV/EBITDA	72	42	26	18
全面摊薄 EPS (元)	0.35	0.74	1.20	1.66					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com