



# 业绩符合预期，传统中药+精品中药+养生酒并驾齐驱拉动高速增长

——广誉远（600771）年报点评

2017年3月21日

推荐/首次

广誉远

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

## 事件:

公司3月20日晚发布2016年年报，2016年全年实现营收9.37亿元，同比+118.70%；归母净利润1.23亿元，同比+5948.84%。扣非后归母净利润1.10亿元（上年为-524万元）。

## 观点:

### 1、营收增速符合预期，传统中药仍是营收和净利的主要来源

1) 业绩增长符合预期。分板块来看，医药工业实现营收7.59亿元（传统中药5.80亿元+精品中药1.79亿），同比+126.02%，整体毛利率提升4.58个百分点，其中精品中药毛利率提升9.15个百分点（主要原因为自营大客户销售增幅较大以及公司在16年推出更高毛利率的双天然安宫牛黄丸及双天然牛黄清心丸，销售占精品中药比例为38.75%）；医药商业营收1.36亿元，同比+127.36%，毛利率提升9.79个百分点；养生酒营收0.4亿元，同比+49.81%，毛利率提升1.59个百分点。公司营收和净利的主要来源仍然是来自于营收占比近60%的传统中药，公司2016年通过强化包括商务（与全国或区域性商业龙头合作）、OTC及医院端等主要渠道布局（目前已覆盖近6万家药店及约1900家二甲以上医院），实现传统中药板块的翻倍增长。

2) 从量的增速看，核心产品均实现高速增长：龟龄集（普通）销量同比+102.19%，龟龄集（精品）同比+110%，定坤丹水蜜丸（瓶）量同比+173.95%，定坤丹大蜜丸（丸）同比+24.18%，安宫牛黄丸+67.52%，而16年新推出的毛利率更高的双天然（天然牛黄+天然麝香）的安宫牛黄丸、牛黄清心丸也实现了快速上量。主要产品中定坤丹水蜜丸增速最快近180%，主要原因是公司2016年全年启动OTC战略，且以定坤丹水蜜丸为核心，逐步实现现在公司系列产品在终端的全覆盖。

3) 费用方面，三大费用率均有明显下降。其中销售费用率下降5.74个百分点，管理费用率下降6.64个百分点，财务费用由于子公司山西广誉远偿还了利率较高的银行借款2149万，同比下降47.73%，财务费用率较上年下降0.9个百分点，在公司营收快速增长的情况下，各项费用率呈下降趋势，表明公司在费用控制方面成效显著，管理和经营效率进一步提升。

### 2、定增收回核心子公司40%股权显著增厚业绩，奠定发展坚实基础

公司在2016年以发行股份的方式向东盛集团、鼎盛金禾、磐鑫投资收回其合计持有的子公司山西广誉远40%股权，交易完成后公司持有山西广誉远95%的股权（目前已完成过户）。山西广誉远为优质的中药资产，2016年实现营收9.37亿元，净利润1.69亿元，而定增后公司对其持股比例由之前的55%上升至95%，显著增厚公

司净利润和净资产规模, 奠定了公司未来发展的坚实基础。且定增完成后大股东东盛集团对上市公司持股比例上升至23.22%, 增加对公司掌控力, 有利于公司组织架构的稳定及长期规划的贯彻执行。

### 3、“传统中药+精品中药+养生酒”三驾马车齐驱, 全产业链打造广誉远高品质中药

2003年-2013年, 公司因控股股东东盛集团深陷债务危机而发展受限, 仅能依靠自然销售缓慢增长, 未能获得股东投入支持, 发展一度停滞。但随着东盛集团债务危机逐步解决, 东盛集团将发展战略重心转为中兴广誉远, 预计在股东大力支持下, 公司有望迎来发展机遇期。公司坚持“传统中药+精品中药+养生酒”产业发展战略, 立足三大业务板块: 在传统中药方面, 公司将进一步整合商业渠道及两个终端资源, 强化销售团队建设, 商务、OTC、医院互相配合、全方位启动, 以实现销售的新突破; 在精品中药方面, 公司将进一步创新精品中药商业模式, 继续推进“百家千店”工程的建设, 同时积极探索成功可复制的商业模式, 全面提升门店单产销量, 提升其管理和服务水平; 在养生酒方面, 以山西、江苏等现有区域市场为重点, 积极开展差异化, 精细化的市场开发, 确立了养生酒的特色市场定位, 为养生酒的发展探索成熟的营销模式。此外, 公司逐步向上下游延伸, 涉足上游, 打造原料生产基地(建设9大药材基地, 对重点原材料如鹿茸等从源头上加强掌控, 公司已在云南和广东建立了穿山甲养殖基地, 在云南建设了犀牛养殖基地, 在陕西建设了麝香养殖基地); 立足中游, 打造中国经典名店(“百家千店”战略目标); 布局下游, 加强品牌建设(公司将中央一台、中央八台和互联网媒体投放大量广告, 全面塑造广誉远品牌), 全产业链打造广誉远高品质中药。

#### 结论:

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.35 亿元、4.17 亿元、5.22 亿元, EPS 分别为 0.67、1.18、1.48 元, 对应 PE 分别为 61X、34X、28X。公司作为拥有近 500 年历史的中华老字号企业, 历史悠久、积淀深厚。其核心产品龟龄集、定坤丹为国家保密品种, 且在 2016 年新推出双天然的安宫牛黄丸及牛黄清心丸, 渠道端商务、OTC、医院全方位启动, 重点推动 OTC 战略, 随着定坤丹在央视及主流视频网站的广告投放, 公司知名度将进一步提升, 且 16 年定增发行股份收回核心资产山西广誉远剩下 40% 股权, 募资建设太谷新厂区解决产能瓶颈问题, 未来发展基础得以进一步夯实。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

#### 风险提示: OTC 推广不及预期, 销售费用率大幅上升

##### 主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	428.44	936.99	1,790.00	2,630.00	3,390.00
增长率(%)	20.97%	118.70%	91.04%	46.93%	28.90%
净利润(百万元)	2.03	122.81	234.88	417.47	521.88
增长率(%)	-94.46%	5948.84%	91.25%	77.74%	25.01%
净资产收益率(%)	0.28%	7.19%	12.09%	17.68%	18.11%
每股收益(元, 摊薄)	0.01	0.35	0.67	1.18	1.48
PE	7,083.76	117.11	61.23	34.45	27.56
PB	15.82	8.42	7.40	6.09	4.99

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	870	1795	2025	2814	3711	<b>营业收入</b>	428	937	1790	2630	3390
货币资金	503	968	409	395	509	<b>营业成本</b>	117	207	397	602	799
应收账款	172	463	883	1297	1672	营业税金及附加	8	18	34	49	61
其他应收款	58	28	53	77	100	营业费用	222	431	886	1210	1559
预付款项	33	72	152	272	432	管理费用	72	94	197	276	346
存货	93	101	195	295	392	财务费用	5	3	-20	-18	-15
其他流动资产	1	3	28	28	28	资产减值损失	2.15	8.37	4.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	196	348	408	520	572	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18	17	17	17	17	投资净收益	12.66	2.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	51	55	157	271	386	<b>营业利润</b>	16	179	292	511	640
无形资产	8	26	23	21	18	营业外收入	6.79	10.45	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	38	33	33	33	33	营业外支出	0.91	2.13	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	1066	2143	2433	3334	4283	<b>利润总额</b>	21	187	298	517	646
<b>流动负债合计</b>	319	403	448	919	1333	所得税	12	33	53	88	110
短期借款	23	41	0	374	694	<b>净利润</b>	9	154	245	429	536
应付账款	88	70	132	200	265	少数股东损益	7	31	10	12	14
预收款项	33	45	45	45	45	归属母公司净利润	2	123	235	417	522
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	34	214	293	532	673
<b>非流动负债合计</b>	11	11	11	11	11	<b>EPS (元)</b>	0.01	0.35	0.67	1.18	1.48
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	329	414	459	930	1344	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	22	21	31	43	57	营业收入增长	20.97%	118.70%	91.04%	46.93%	28.90%
实收资本(或股本)	278	353	353	353	353	营业利润增长	-388.27	1047.1%	63.14%	75.05%	25.07%
资本公积	1024	1785	1785	1785	1785	归属于母公司净利润	91.25%	77.74%	91.25%	77.74%	25.01%
未分配利润	-616	-459	-283	30	421	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	715	1708	1943	2361	2882	毛利率(%)	72.77%	77.94%	77.83%	77.11%	76.43%
<b>负债和所有者权</b>	1066	2143	2433	3334	4283	净利率(%)	2.18%	16.43%	13.68%	16.33%	15.81%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元						0.19%	5.73%	9.65%	12.52%	12.18%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE(%)</b>					
						0.28%	7.19%	12.09%	17.68%	18.11%	
<b>经营活动现金流</b>	-60	-212	-451	-256	-121	<b>偿债能力</b>					
净利润	9	154	245	429	536	资产负债率(%)	31%	19%	19%	28%	31%
折旧摊销	13	32	0	38	48	流动比率	2.73	4.46	4.52	3.06	2.78
财务费用	5	3	-20	-18	-15	速动比率	2.44	4.21	4.08	2.74	2.49
应收账款减少	0	0	-420	-414	-375	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.58	0.78	0.91	0.89
<b>投资活动现金流</b>	-68	-180	-85	-150	-100	应收账款周转率	3	3	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.45	11.93	17.80	15.89	14.60
长期股权投资减少	0	0	18	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	13	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.01	0.35	0.67	1.18	1.48
<b>筹资活动现金流</b>	597	857	-23	392	335	每股净现金流(最新)	1.69	1.32	-1.58	-0.04	0.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.57	4.84	5.50	6.69	8.16
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	34	75	0	0	0	P/E	7083.7	117.11	61.23	34.45	27.56
资本公积增加	587	761	0	0	0	P/B	15.82	8.42	7.40	6.09	4.99
<b>现金净增加额</b>	469	465	-559	-15	114	EV/EBITDA	322.25	62.95	47.75	27.00	21.66

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 陈顺

2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。