

2017年08月21日

证券研究报告·2017年半年报点评

广誉远(600771)医药生物

买入(维持)

当前价: 37.98元

目标价: 一一元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩增速复合预期, 员工持股计划落地

投资要点

- **事件:** 公司 2017H1 营业收入、扣非净利润分别为 5.0 亿元、0.73 亿元, 同比增速分别为 27%、230%; 2017Q2 营业收入、扣非净利润分别为 3.0 亿元、0.5 亿元, 同比增速分别为 46%、261%; 公司同时发布第二期员工持股计划草案。
- **业绩增速复合预期, 终端建设持续加强。** 2017 年上半年营业收入同比增长约 27%, 主要因为公司持续扩大市场销售, 加强终端促销和学术推广所致。其中传统中药、精品中药分别为 4.2 亿元、0.5 亿元, 同比增速分别为 70%、-8.8%。由于公司期间内新开发近 600 家连锁药店和单店, 以及新增开发管理二甲以上医院 500 家, 且“好孕中国”全面展开以及广告投入效果逐渐显现, 传统中药领域保持高速增长。我们认为随着终端建设逐渐加强, 渠道及零售网点的覆盖数量增加, 收入规模将呈现逐季增加趋势, 故持续看好传统中药全年增长, 预计增速或超过 50%。2017 年上半年扣非净利润同比增长约 230%, 远超收入增速, 具体分析如下: 1) 毛利率提升及费用率下降, 使得公司整体毛利率约为 21%, 同比提升约 5.3 个百分点; 2) 山西广誉远并表及所得税率影响继续。上市公司对山西广誉远持股比例由 55% 上升到超过 96%, 且工商变更于 2016 年 11 月 29 日完成。期间内子公司山西广誉远净利润约为 0.9 亿元, 同比增速超过 100%, 符合预期。此外 2016 年 12 月 1 日起山西广誉远的企业所得税降为 15% 也对业绩也产生利好, 并表及税收优惠仍将持续利好 2017Q3 业绩。
- **员工持股计划落地, 继续看好公司前景。** 1) 绑定员工利益, 共享公司发展成果。本次员工持股计划筹集资金总额上限为 9000 万元, 并将全额认购信托计划一般份额(该信托优先份额及一般份额合计筹集资金不超过 2.7 亿元, 按照 2:1 的比例划分)。与第一期员工持股计划相比, 本次筹资规模增加 2.6 倍, 且对普通员工分配的认购份额也提升约 17 个百分点。我们认为本次员工持股计划对于普通员工的激励力度增加, 充分反应对公司前景的信心; 2) 完善销售渠道体系, 巩固核心产品优势。公司加强了与全国及区域龙头商业、百强连锁药店的合作, 我们预计到 2017 年公司铺货将达到 10 万家, 医院数量将超过 1000 家, 进而拉动产品收入快速增长; 3) 在精品中药方面, 加强原材料控制保证药材品质与供应, 在加强精品龟龄集、定坤丹口服液终端推广基础上, 陆续推出双天然安宫牛黄丸、牛黄清心丸等新品强化产品线, 建立企业品牌形象带动产品销售增长; 4) 在传统中药方面, 公司加大与全国及区域龙头商业的合作, 巩固核心产品的学术地位, 通过提升公司品牌形象和产品认知度, 带动终端销量稳步提升; 5) 公司保健酒在销售方面调整终端策略并加强营销, 公司继续以山西、江苏等现有区域市场为重点, 预计产能释放将支撑保健酒收入快速增长。
- **盈利预测及评级:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.70 元、1.12 元、1.53 元, 对应市盈率分别为 54 倍、34 倍、25 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, 收入增速或有超预期表现, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、产品销售或不达预期风险、产能建设进度或不达预期。

指标年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	936.99	1656.51	2391.27	3338.57
增长率	118.70%	76.79%	44.36%	39.61%
归属母公司净利润(百万元)	122.81	246.97	394.58	539.63
增长率	5948.84%	101.10%	59.77%	36.76%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.70	1.12	1.53
净资产收益率 ROE	8.90%	12.50%	16.64%	18.54%
PE	109.20	54.30	33.99	24.85
PB	7.76	6.79	5.66	4.61

数据来源: Wind, 西南证券整理

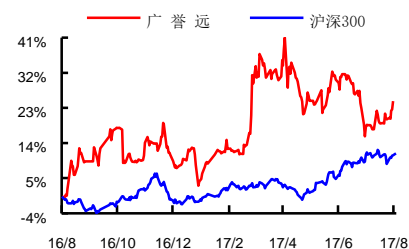
西南证券研究发展中心

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: hzl@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@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)	3.53
流通 A 股(亿股)	2.44
52 周内股价区间(元)	30.43-42.96
总市值(亿元)	134.11
总资产(亿元)	21.57
每股净资产(元)	5.06

相关研究

1. 广誉远(600771): 季节因素影响收入, 看好全年业绩增长 (2017-04-26)
2. 广誉远(600771): 全年业绩高速增长, 将迎来快速发展阶段 (2017-03-21)
3. 广誉远(600771): 加大终端开发力度, 业绩持续高速增长 (2016-10-30)
4. 广誉远(600771): 半年业绩增长恢复, 持续看好公司前景 (2016-08-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	936.99	1656.51	2391.27	3338.57	净利润	153.91	246.97	394.58	539.63
营业成本	206.68	409.62	618.41	872.97	折旧与摊销	9.47	9.08	9.08	9.08
营业税金及附加	17.89	35.25	48.52	68.17	财务费用	2.65	0.20	0.29	0.41
销售费用	430.91	761.99	1028.25	1435.59	资产减值损失	8.37	10.00	10.00	10.00
管理费用	94.21	165.65	239.13	333.86	经营营运资本变动	-403.01	-221.42	-323.28	-409.76
财务费用	2.65	0.20	0.29	0.41	其他	16.82	-20.06	-19.99	-19.99
资产减值损失	8.37	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-211.79	24.77	70.68	129.35
投资收益	2.80	10.00	10.00	10.00	资本支出	-119.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-59.93	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	-179.90	10.00	10.00	10.00
营业利润	179.08	283.80	456.67	627.58	短期借款	18.51	-41.33	0.00	0.00
其他非经营损益	8.32	6.76	7.54	7.27	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	187.40	290.55	464.21	634.85	股权融资	836.78	0.00	0.00	0.00
所得税	33.49	43.58	69.63	95.23	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	153.91	246.97	394.58	539.63	其他	1.38	-0.20	-0.29	-0.41
少数股东损益	31.10	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	856.67	-41.54	-0.29	-0.41
归属母公司股东净利润	122.81	246.97	394.58	539.63	现金流量净额	464.98	-6.77	80.39	138.94
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	968.46	961.70	1042.08	1181.03	成长能力				
应收和预付款项	722.92	1317.64	1896.92	2651.25	销售收入增长率	118.70%	76.79%	44.36%	39.61%
存货	101.39	201.13	303.67	428.69	营业利润增长率	1047.10%	58.47%	60.91%	37.43%
其他流动资产	2.53	4.47	6.46	9.02	净利润增长率	1550.12%	60.47%	59.77%	36.76%
长期股权投资	16.57	16.57	16.57	16.57	EBITDA 增长率	628.72%	53.28%	59.02%	36.70%
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	239.83	235.01	230.19	225.37	毛利率	77.94%	75.27%	74.14%	73.85%
无形资产和开发支出	26.36	23.45	20.54	17.63	三费率	56.33%	56.01%	53.01%	53.01%
其他非流动资产	64.80	63.45	62.11	60.77	净利率	16.43%	14.91%	16.50%	16.16%
资产总计	2142.87	2823.42	3578.55	4590.32	ROE	8.90%	12.50%	16.64%	18.54%
短期借款	41.33	0.00	0.00	0.00	ROA	0.87%	7.18%	8.75%	11.03%
应付和预收款项	221.34	558.67	777.67	1077.24	ROIC	28.02%	24.87%	29.69%	30.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.41%	17.69%	19.49%	19.08%
其他负债	150.93	288.51	430.06	602.64	营运能力				
负债合计	413.60	847.18	1207.73	1679.88	总资产周转率	0.58	0.67	0.75	0.82
股本	353.11	353.11	353.11	353.11	固定资产周转率	17.70	31.64	50.31	78.16
资本公积	1785.02	1785.02	1785.02	1785.02	应收账款周转率	2.95	2.80	2.66	2.58
留存收益	-429.88	-182.91	211.67	751.29	存货周转率	2.12	2.71	2.45	2.38
归属母公司股东权益	1708.25	1955.22	2349.79	2889.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	46.30%	—	—	—
少数股东权益	21.02	21.02	21.02	21.02	资本结构				
股东权益合计	1729.27	1976.24	2370.81	2910.44	资产负债率	19.30%	30.01%	33.75%	36.60%
负债和股东权益合计	2142.87	2823.42	3578.55	4590.32	带息债务/总负债	9.99%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.46	2.97	2.71	2.56
					速动比率	4.21	2.73	2.46	2.30
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.70	1.12	1.53
					每股净资产	4.90	5.60	6.71	8.24
					每股经营现金	-0.60	0.07	0.20	0.37
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	191.20	293.07	466.04	637.07					
PE	109.20	54.30	33.99	24.85					
PB	7.76	6.79	5.66	4.61					
PS	14.31	8.10	5.61	4.02					
EV/EBITDA	65.02	42.30	26.43	19.12					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券整理

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn