

受销售费用拖累三季度净利增速不及预期，终端动销带动营收质量改善明显

——广誉远（600771）三季度报点评

2017 年 10 月 23 日

推荐/维持

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	分析师	执业证书编号: S1480517090002
	chenshun@dxzq.net.cn 0755-82832215	

事件:

公司 10 月 20 日晚发布三季报，2017 年前三季度实现营收 7.38 亿元，同比+18.94%，归母净利润 1.04 亿元，同比+129.85%；扣非后归母净利 9.49 亿元，同比+116.08%。

观点:

1、受销售费用拖累，前三季度净利增速不及预期

三季单季实现营收2.34亿元，归母净利0.25亿元，毛利率82.95%，Q1、Q2分别为78.93%、78.14%，整体毛利率环比上升，一方面是因为毛利率较低的商业大幅减少，另一方面可能是由于高毛利的产品占比提升。三季度单季净利不及预期的主要原因主要为销售费用投放有明显增加。三季单季销售费用率55.48%，Q1-Q2分别为45.88%、42.84%，估计主要原因是公司在OTC渠道、龟龄集酒渠道拓展以及“好孕中国”、“秋收行动”推广费用投入加大。

2、终端动销情况良好，前期销售额逐渐回款，营收质量改善明显

综合前三季度的情况来看，销售费用率 47.68%，较去年同期下降 0.52 个百分点，根据历史费用投放节奏，四季度费用投放可能减少，全年来看销售费用率有望下降。管理费用率 11.02%，较去年同期上升 0.59 个百分点，财务费用率 0.25%，与去年同期基本持平。前三季度应收账款/销售收入比例为 94.39%，较中报 132.87%出现明显下降，侧面也验证了终端动销情况良好，前期渠道销售额逐渐回款。（三季度单季应收账款仅净增加 0.27 亿，也说明前期销售逐渐回款）另外，根据草根调研，从终端了解到情况，定坤单已经成为国大药房的前二十大单品，逐渐成为“爆款”，且大部分药店定坤丹复购率约 40%，终端动销情况良好。

3、随着好孕中国及秋收计划推广深入，四季度营收及净利占比有望进一步提升，全年完成业绩承诺仍是大概率事件

山西广誉远全年完成业绩承诺仍是大概率事件。从公司经营周期来看，四季度为公司一年之中的销售旺季，营收和净利贡献占比超过 30%，2017 年随着好孕中国及秋收计划的推出，四季度营收和净利占比有望更高。预计随四季度销售增加，且叠加毛利率提升，费用投入趋稳，山西广誉远仍大概率能完成业绩承诺（2.35 亿净利承诺），预计归属上市公司净利有望在 2 亿左右。

4、中华老字号焕发新活力，传统中药+精品中药+养生酒三驾齐驱重驶发展快车道

1) **传统+精品系列并行，定位于高品质针对高端人群的滋补中药，受益消费升级，对应千亿保健市场。**公司**四大核心产品**（龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸），其中主导产品龟龄集、定坤丹为国家中药保密配方，实验和临床研究表明，龟龄集具有补肾固本、治疗男子因少精弱精导致的不孕不育、以及养生保健延缓衰老之功效；而定坤丹具有治疗妇科疾病、女性不孕不育及养生保健等功能。分别从三个方面测算其对应的市场空间：补肾固本或治疗妇科疾病领域，龟龄集和定坤丹分别对应着约 150 亿的补肾市场及 300 亿妇科疾病市场；不孕不育方面，相对应近 5000 亿的市场；养生保健方面，由于核心产品兼具治疗、预防、保健功效，在消费升级+老龄化的大背景下，其滋补养生的功效将在保健市场（中草药类）得以充分挖掘，可以预见其精品系列未来将在高端的保健市场谋得一席之地，共同分享复合增速约 15%、整体规模超过 2000 亿的保健品市场。综合来看，以龟龄集和定坤丹为核心的产品具备极强的产品力，在品牌知名度和美誉度逐渐提升的背景下，未来对应千亿市场，发展空间广阔。

2) **三驾齐驱，养生酒有望接力成公司未来持续高速增长新动力。**消费升级叠加健康养生理念兴起，可以预计高端保健酒未来在整个酒类市场占据更大份额，目前酒类整体市场近 9000 亿，对标海外保健酒 12%占比测算，至少千亿空间，且目前行业格局分散，仅劲酒一支独大（2016 年超 90 亿营收，占比约 30%），与劲酒主打中低端市场不同，龟龄集酒主要针对中高端餐饮市场和高端养生酒市场，有望在消费升级的大背景下，定位于劲酒升级版，逐步占据中高端保健酒市场（按保健酒行业 1000 亿，5%的渗透率测算，未来有望到 50 亿规模）。随着未来新厂竣工投产，养生酒产能得以释放，且公司已成立专业的营销团队进行推广，目前已经建立起温州、泰州等样板市场，取得了不错的成效，现在 200 家经销商已经实现了二次进货，未来会向杭州等地拓展，待模式成熟后未来将向全国铺开，有望成为公司持续高速增长的新动力。此外，我们认为随着龟龄集酒的逐步推广，未来也将带动龟龄集的销售（龟龄集作为处方药，无法进行广告宣传）。

3) **员工持股计划彰显管理层信心。**公司于 8 月 21 日发布第二期员工持股计划（草案），本次员工持股计划筹集资金总额上限为 9000 万元（参与对象为公司董监高及公司核心业务骨干，**目前募资已完成**），成立后委托长安信托进行管理，信托计划总额上限为 2.7 亿元，锁定期为 12 个月。本次计划设定的公司业绩考核标准为 2017 年度公司及控股子公司山西广誉远国药有限公司扣除非经常性损益后的净利润分别达到 2 亿元、2.35 亿元。此次员工持股总金额 2.7 亿，股票来源为二级市场购买等方式，按当前市值可购得总股本的 1.875%，管理层及核心员工积极参与，也彰显其对公司未来发展的强烈信心。

结论：

预计2017-2019年公司分别实现营收13.12、19.65和28.92亿元，实现归母净利润2.04、3.80和5.46亿元，对应增速分别为66.14%、86.42%、43.75%；EPS分别为0.58、1.08和1.55元，对应PE分别为70x、38x和26x。我们认为公司作为拥有近500年历史的中华老字号企业，历史久远、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，核心品种对应过千亿市场。渠道端商务、OTC、医院全方位启动，重点推动OTC战略（2017年的好孕中国、秋收计划等），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，将有力带动产品销售；且作为劲酒升级版的龟龄集酒未来推广顺利，成功放量有望成为公司长期持续高速增长的强劲动力，随着未来新厂逐步投产产能瓶颈问题解决，在未来2-3年大概率会迎来爆发式增长，看好公司长期发展，当前时点给予“推荐”评级。

风险提示：定坤丹 OTC、养生酒推广不及预期，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	1,312.97	1,964.67	2,891.57
增长率（%）	20.97%	118.70%	40.13%	49.63%	47.18%
归母净利润（百万元）	2.03	122.81	204.04	380.36	546.75
增长率（%）	-94.46%	5948.84%	66.14%	86.42%	43.75%
净资产收益率（%）	0.28%	7.19%	10.67%	16.59%	19.26%
每股收益(元)	0.01	0.35	0.58	1.08	1.55
PE	7,106.37	117.48	70.71	37.93	26.39
PB	15.87	8.45	7.54	6.29	5.08

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	870	1795	1897	2261	3051	营业收入	428	937	1313	1965	2892
货币资金	503	968	681	485	434	营业成本	117	207	297	366	549
应收账款	172	463	647	969	1426	营业税金及附加	8	18	25	36	52
其他应收款	58	28	39	58	85	营业费用	222	431	611	904	1330
预付款项	33	72	132	205	315	管理费用	72	94	144	206	304
存货	93	101	146	180	269	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	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	196	348	458	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	营业利润	16	179	256	470	672
无形资产	8	26	23	21	18	营业外收入	6.79	10.45	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	38	33	33	33	33	营业外支出	0.91	2.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	1066	2143	2355	2780	3623	利润总额	21	187	256	470	672
流动负债合计	319	403	401	434	716	所得税	12	33	42	78	111
短期借款	23	41	0	0	195	净利润	9	154	214	392	561
应付账款	88	70	98	121	182	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	204	380	547
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	34	214	257	490	705
非流动负债合计	11	11	11	11	11	BPS (元)	0.01	0.35	0.58	1.08	1.55
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	329	414	412	445	727	成长能力					
少数股东权益	22	21	31	43	57	营业收入增长	20.97%	118.70%	40.13%	49.63%	47.18%
实收资本 (或股	278	353	353	353	353	营业利润增长	-388.27%	1047.10%	43.14%	83.31%	42.92%
资本公积	1024	1785	1785	1785	1785	归属于母公司净利	66.14%	86.42%	66.14%	86.42%	43.75%
未分配利润	-616	-459	-306	-21	389	获利能力					
归属母公司股东	715	1708	1912	2293	2839	毛利率 (%)	72.77%	77.94%	77.40%	81.35%	81.01%
负债和所有者权	1066	2143	2355	2780	3623	净利率 (%)	2.18%	16.43%	16.30%	19.97%	19.39%
现金流量表						总资产净利润 (%)	8.90%	0.19%	5.73%	8.66%	13.68%
单位: 百万元						ROE (%)	0.28%	7.19%	10.67%	16.59%	19.26%
经营活动现金流	-60	-212	-133	-114	-162	偿债能力					
净利润	9	154	214	392	561	资产负债率 (%)	31%	19%	17%	16%	20%
折旧摊销	13	32	0	38	48	流动比率	2.73	4.46	4.73	5.21	4.26
财务费用	5	3	-20	-18	-15	速动比率	2.44	4.21	4.37	4.80	3.89
应收账款减少	0	0	-185	-321	-457	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.80	0.58	0.58	0.77	0.90
投资活动现金流	-68	-180	-131	-100	-100	应收账款周转率	5	3	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.79	11.93	15.64	17.87	19.05
长期股权投资减	0	0	18	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	13	3	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.01	0.35	0.58	1.08	1.55
筹资活动现金流	597	857	-23	18	210	每股净现金流 (最	1.69	1.32	-0.81	-0.55	-0.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	2.57	4.84	5.42	6.49	8.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	278	75	0	0	0	P/E	7106.37	117.48	70.71	37.93	26.39
资本公积增加	1024	761	0	0	0	P/B	15.87	8.45	7.54	6.29	5.08
现金净增加额	469	465	-287	-196	-52	EV/EBITDA	323.32	63.17	53.54	28.43	20.14

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。2016 年水晶球最佳分析师第一名，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。

陈顺

医药行业分析师，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。

联系人简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。