

渠道扩张效果明显，传统中药快速增长

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年营业收入、扣非净利润分别约为 11.7 亿元、2.1 亿元，同比增速分别约为 24.7%、89.4%；2017Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 4.3 亿元、1.1 亿元，同比增速分别约为 36.1%、71.6%；2018Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 2.9 亿元、0.5 亿元，同比增速分别约为 45.6%、118%。
- **渠道扩张效果明显，传统中药快速增长。** 1) **收入端。** 公司 2017 年营业收入约为 12 亿元，同比增速约为 25%。医药工业约为 11 亿元，同比增速约为 44%，收入高速增长的主要原因为销售渠道扩张，目前公司管理及覆盖的药店终端超过 10 万家，医院终端 4000 家，同比均实现了翻倍增长。其中传统中药、精品中药分别约为 9.5 亿元、1.4 亿元，同比增速分别约为 64%、-22%。精品中药收入下滑，主要原因为产能限制，预计 2018 年新产能投建完成将实现恢复性增长；养生酒收入 0.25 亿元，同比增速约为 -37%，下滑的原因除产能限制外，同时也受销售队伍调整影响。医药商业约为 0.5 亿元，同比下滑约为 62%，主要是受行业政策影响战略调整，对整体收入及利润影响较小。2) **利润端。** 公司 2017 年净利润约为 2.1 亿元，同比增速约为 89%，具体分析如下：a、公司毛利率约为 82.4%，同比提升约 4.4 个百分点，主要是产品结构调整以及产品提价所致；b、期间费用率约为 57%，整体控制较好；c、子公司山西广誉远净利润约为 2.55 亿元，基本完成业绩承诺。3) **单季度。** 2017Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 4.3 亿元、1.1 亿元，同比增速分别约为 36.1%、71.6%，2017Q4 净利润约占全年 50%，公司 Q4 加大销售力度所致。2018Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 2.9 亿元、0.5 亿元，同比增速分别约为 45.6%、118%，单季度业绩略超预期，预计随着终端拓展继续，业绩仍将持续较快增长。
- **积极拓展销售网络，产品协同树立好药品牌。** 1) 继续推动产品渠道扩张，产品间协同作用体现。公司不仅继续强化与全国及区域龙头商业、百强连锁药店的合作，且在 2017 年下半年市场铺货及新开店铺的动销已经好转，同时品牌知名度提升拉动单体药店布局及终端消费，我们估计 2018 年核心产品龟龄集增速或超过 20%、定坤丹增速或超过 60%、安宫牛黄丸增速或超过 100%。公司对精品中药业务推广继续加强，做好药形象逐渐树立，产品间协同效应体现明显，以品牌、学术推广带动经典国药销量快速增长；2) 全方位激发员工积极性，控股股东继续增持。本次二期员工持股对销售员工份额大幅提升，激发一线员工积极性，促进产品销售推广。控股股东增持已接近尾声，几乎均为现价增持，对公司前景信心较强；3) 产能问题即将解决，打开新的增长空间。公司新产能预计 2018 年内完成扩大数倍，保健酒及口服液产能瓶颈将预计年内将得到缓解。不仅将对 2018 年承诺业绩增长提供支撑，同时也将新产品上市打下基础，预期西黄丸、甘露消渴胶囊、保婴散、小儿咳喘灵等新品上市后或将延续定坤丹销售增长趋势。
- **盈利预测及评级:** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.79 元、2.51 元 (原预测 2018-2019 年 EPS 分别为 1.16 元、1.58 元，调整的主要原因为公司对费用加强控制，且上调核心品种未来 3 年收入增速)，对应市盈率分别为 38 倍、27 倍、19 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，长期看好，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1168.68	1828.36	2508.89	3390.79
增长率	24.73%	56.45%	37.22%	35.15%
归属母公司净利润 (百万元)	236.80	449.61	631.94	885.23
增长率	92.82%	89.87%	40.55%	40.08%
每股收益 EPS (元)	0.67	1.27	1.79	2.51
净资产收益率 ROE	12.64%	18.50%	20.64%	22.43%
PE	71.28	37.54	26.71	19.07
PB	8.52	6.95	5.51	4.28

数据来源: Wind, 西南证券

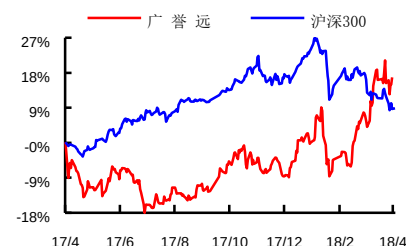
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 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)	2.68
52 周内股价区间(元)	35.21-51.92
总市值(亿元)	176.80
总资产(亿元)	25.29
每股净资产(元)	5.57

相关研究

1. 广誉远 (600771): 业绩超预期, 继续看好公司发展 (2018-01-30)
2. 广誉远 (600771): 收入增长稳定, 看好公司前景 (2017-10-22)
3. 广誉远 (600771): 业绩增速符合预期, 员工持股计划落地 (2017-08-22)
4. 广誉远 (600771): 季节因素影响收入, 看好全年业绩增长 (2017-04-26)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1168.68	1828.36	2508.89	3390.79	净利润	250.31	449.61	631.94	885.23
营业成本	205.81	351.18	490.82	676.93	折旧与摊销	11.36	12.55	12.55	12.55
营业税金及附加	22.06	34.90	47.72	64.49	财务费用	4.15	9.97	28.32	44.55
销售费用	515.87	731.35	978.47	1288.50	资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	145.73	201.12	250.89	305.17	经营营运资本变动	-705.88	-563.50	-671.84	-859.28
财务费用	4.15	9.97	28.32	44.55	其他	254.60	-9.96	-10.00	-10.01
资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-183.67	-101.34	-9.04	73.04
投资收益	5.78	10.00	10.00	10.00	资本支出	-293.91	-100.00	-350.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-278.85	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	-572.76	-90.00	-340.00	10.00
营业利润	279.88	509.85	722.68	1021.15	短期借款	68.67	103.19	445.41	49.70
其他非经营损益	24.54	19.11	20.77	20.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	304.43	528.96	743.46	1041.44	股权融资	-31.23	0.00	0.00	0.00
所得税	54.11	79.34	111.52	156.22	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	250.31	449.61	631.94	885.23	其他	31.47	-9.97	-28.32	-44.55
少数股东损益	13.51	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	68.91	93.23	417.09	5.15
归属母公司股东净利润	236.80	449.61	631.94	885.23	现金流量净额	-687.52	-98.11	68.05	88.19
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	280.95	182.84	250.89	339.08	成长能力				
应收和预付款项	1075.22	1559.21	2159.65	2953.45	销售收入增长率	24.73%	56.45%	37.22%	35.15%
存货	182.36	311.12	434.84	599.75	营业利润增长率	56.29%	82.16%	41.74%	41.30%
其他流动资产	310.53	485.81	666.64	900.97	净利润增长率	62.64%	79.62%	40.55%	40.08%
长期股权投资	7.53	7.53	7.53	7.53	EBITDA 增长率	54.49%	80.22%	43.43%	41.22%
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	511.49	609.41	957.34	955.26	毛利率	82.39%	80.79%	80.44%	80.04%
无形资产和开发支出	98.21	88.85	79.49	70.12	三费率	56.97%	51.55%	50.13%	48.31%
其他非流动资产	51.33	50.23	49.12	48.02	净利率	21.42%	24.59%	25.19%	26.11%
资产总计	2517.62	3295.00	4605.49	5874.17	ROE	12.64%	18.50%	20.64%	22.43%
短期借款	110.00	213.19	658.60	708.30	ROA	7.18%	9.94%	13.65%	13.72%
应付和预收款项	302.42	462.05	632.82	883.44	ROIC	17.26%	19.75%	20.36%	21.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.28%	29.12%	30.43%	31.80%
其他负债	125.08	190.01	252.38	335.51	营运能力				
负债合计	537.49	865.25	1543.81	1927.26	总资产周转率	0.50	0.63	0.64	0.65
股本	353.11	353.11	353.11	353.11	固定资产周转率	21.37	34.13	48.72	68.61
资本公积	1753.79	1753.79	1753.79	1753.79	应收账款周转率	1.95	2.11	2.08	2.02
留存收益	-193.08	256.54	888.48	1773.71	存货周转率	1.45	1.42	1.32	1.31
归属母公司股东权益	1913.83	2363.44	2995.38	3880.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	55.85%	—	—	—
少数股东权益	66.30	66.30	66.30	66.30	资本结构				
股东权益合计	1980.13	2429.74	3061.68	3946.91	资产负债率	21.35%	26.26%	33.52%	32.81%
负债和股东权益合计	2517.62	3295.00	4605.49	5874.17	带息债务/总负债	20.47%	24.64%	42.66%	36.75%
					流动比率	3.67	3.05	2.32	2.53
					速动比率	3.30	2.68	2.04	2.21
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.67	1.27	1.79	2.51
					每股净资产	5.61	6.88	8.67	11.18
					每股经营现金	-0.52	-0.29	-0.03	0.21
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	295.39	532.36	763.54	1078.25					
PE	71.28	37.54	26.71	19.07					
PB	8.52	6.95	5.51	4.28					
PS	14.44	9.23	6.73	4.98					
EV/EBITDA	56.43	31.69	22.59	15.96					
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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn