

品牌中药的遗落明珠

——广誉远深度报告

核心提示

品牌中药定价高、壁垒高，公司也享有更高的 ROE。广誉远具备成为一个优秀中药品牌的所有特质，只差市场推广便可以乘风而起。经过 2015~2017 年的经营，公司的品牌建设已经初见成效，同时在药材储备、产能提升方面也做好了迎接业绩腾飞的准备。公司痛点应收账款、动销启动是发展初期的必经阶段，瑕不掩瑜。业绩承诺、员工持股、大股东增持等更坚定了公司的长期发展前景。

张静含
021-33830502-765
jhzhang@cebm.com.cn

贾雅希
010-8518 8170-8606
yxjia@cebm.com.cn

报告摘要

● 中药定位“治未病”市场空间广阔

无论是政策导向还是民间认知，中药在“治未病”领域的应用潜力都非常大。同时，与治疗疾病类药品相比，预防保健类药品的政策限制更少，市场潜力更大，一旦形成品牌效应，甚至可以做到“量价齐升”。

● “品牌”是中药成功的关键，广誉远万事俱备只欠东风

品牌中药的定价能力更强，公司也享有更高的 ROE。优秀的中药品牌通常具有历史悠久、药材珍贵、疗效显著的特点，而广誉远恰好具备以上所有特质。万事俱备只欠“市场推广”东风的广誉远恰好遇上了市场推广大师东盛集团。自 2015 年公司重新起航以来，公司一方面通过广告等手段着力建设品牌形象，一方面在渠道上大力开拓，品牌建设已经初见成效。

● 业绩承诺初实现，“持股+增持”显信心

公司于 2016 年已实现年度业绩承诺，结合公司运营策略和产品管线，预计公司未来将继续保持高增速，预计 2017 年~2018 年将继续兑现业绩承诺。公司已完成员工持股计划，并继续择机进行股东增持，其均价处于股价高位，彰显公司对未来业绩的充足信心。

目录

中药“治未病”市场广阔，品牌中药价格强势壁垒高	3
政策定位中医药“治未病”发挥预防保健作用	3
“治未病”的中医药面临广阔市场空间	4
预防保健类中药限制少、空间大	5
中药的成功关键是品牌价值	5
品牌价值的“核心科技”当属疗效	6
广誉远重装上阵，具备成为优秀品牌中药的一切特质	7
跌宕传承，广誉远重装上阵进入资本市场	7
品牌中药特质广誉远一应俱全	8
广誉远业务腾飞万事俱备	11
业务重新起步，聚焦四大品种三大板块	11
“品牌建设”+“渠道拓展”初见成效	12
药材储备+自供，减少中药材价格上涨影响	14
工厂改造升级，助力销售腾飞	15
适应公司发展阶段，应收账款增加是必然现象	16
经营性现金流主要受累与广告投入	16
应收账款向1年以内集中，坏账风险可控	16
业绩承诺初实现，“持股+增持”显信心	18

图表目录

图表 1: 《中国的中医药》白皮书中提到的中医药五大特点.....	3
图表 2: 促进中医药发展关键政策	4
图表 3: 11省市中药消费率*及消费目的	4
图表 4: 全国城镇基本医疗保险基金收支结余.....	5
图表 5: 国家药品价格谈判中成药降价幅度	5
图表 6: 片仔癀、东阿阿胶单次用药费用	5
图表 7: 品牌中药在胡润品牌榜品牌价值	6
图表 8: 品牌中药ROE普遍高于行业平均	6
图表 9: 片仔癀、东阿阿胶相关CNKI当年文章数量*	6
图表 10: 广誉远的历史沿革.....	7
图表 11: 广誉远现有股权结构	7
图表 12: 广誉远现有参控股公司	7
图表 13: 广誉远首批获得“中华老字号”称号	8
图表 14: 慈禧手书“平安富贵”称赞广誉远定坤丹.....	8
图表 15: 广誉远龟龄集.....	8
图表 16: 广誉远定坤丹.....	8
图表 17: 广誉远古训	9
图表 18: 定坤丹制作技艺入选非遗	9
图表 19: 广誉远2017年研发项目	10
图表 20: 定坤丹可以显著改善女性痛经.....	10
图表 21: 龟龄集可以提升大鼠大脑的SOD水平.....	10
图表 22: 广誉远三大业务板块与产品、渠道分布	11
图表 23: 广誉远营业收入产品构成	11
图表 24: 广誉远营业收入渠道构成	11
图表 25: 广誉远产品推广活动	12
图表 26: 广誉远产品的医院、零售药店终端覆盖数量提升	13
图表 27: 广誉远销售毛利率、净利率和费用率变化.....	13
图表 28: 公司主要产品*使用原材料及占成本比重	14
图表 29: 产品主要原材料中药材价格波动.....	14
图表 30: 广誉远销售现金流与营业收入.....	14
图表 31: 新工厂完工后产值推测情况.....	15
图表 32: 广誉远下游客户信用账期	16
图表 33: 广誉远销售现金流与营业收入.....	16
图表 34: 广誉远应收账款账龄分布	17
图表 35: 广誉远应收账款占总资产比例稳定	17

中药“治未病”市场广阔，品牌中药价格强势壁垒高

政策定位中医药“治未病”发挥预防保健作用

在2016年12月国务院新闻办公室发布的《中国的中医药》白皮书中，提出中医药有五大特点：重视整体、注重“平”与“和”、强调个体化、突出治未病、使用简便。

图表 1：《中国的中医药》白皮书中提到的中医药五大特点

重视整体
中医认为人与自然、人与社会是一个相互联系、不可分割的统一体，人体内部也是一个有机的整体。重视自然环境和社会环境对健康与疾病的影响，认为精神与形体密不可分，强调生理和心理的协同关系，重视生理与心理在健康与疾病中的相互影响。
注重“平”与“和”
中医强调和谐对健康具有重要作用，认为人的健康在于各脏腑功能和谐协调，情志表达适度中和，并能顺应不同环境的变化，其根本在于阴阳的动态平衡。疾病的发生，其根本是在内、外因素作用下，人的整体功能失去动态平衡。维护健康就是维护人的整体功能动态平衡，治疗疾病就是使失去动态平衡的整体功能恢复到协调与和谐状态。
强调个体化
中医诊疗强调因人、因时、因地制宜，体现为“辨证论治”。“辨证”，就是将四诊（望、闻、问、切）所采集的症状、体征等个体信息，通过分析、综合，判断为某种证候。“论治”，就是根据辨证结果确定相应治疗方法。中医诊疗着眼于“病的人”而不仅是“人的病”，着眼于调整致病因子作用于人体后整体功能失调的状态。
突出治未病
中医“治未病”核心体现在“预防为主”，重在“未病先防、既病防变、瘥后防复”。中医强调生活方式和健康有着密切关系，主张以养生为要务，认为可通过情志调摄、劳逸适度、膳食合理、起居有常等，也可根据不同体质或状态给予适当干预，以养神健体，培育正气，提高抗邪能力，从而达到保健和防病作用。
使用简便
中医诊断主要由医生自主通过望、闻、问、切等方法收集患者资料，不依赖于各种复杂的仪器设备。中医干预既有药物，也有针灸、推拿、拔罐、刮痧等非药物疗法。许多非药物疗法不需要复杂器具，其所需器具（如小夹板、刮痧板、火罐等）往往可以就地取材，易于推广使用。

来源：公开信息，莫尼塔研究

根据使用目的不同，**中药可以分为两类：治疗疾病类、预防保健类。**因为中医药有以上五大显著特点，中医药更加适合在人民的日常生活中扮演预防保健的角色。

近年来，政策对中医药的发展多有扶持，同时也都在强调中医药在“治未病”领域的预防保健作用。2016年2月国务院发表的《中医药发展战略规划纲要》（2016~2030年）中提到，大力发展中医养生保健服务。2016年10月中共中央国务院发表《“健康中国2030”规划纲要》，提出要发挥中医药在“治未病”中发挥主导作用。

图表 2：促进中医药发展关键政策

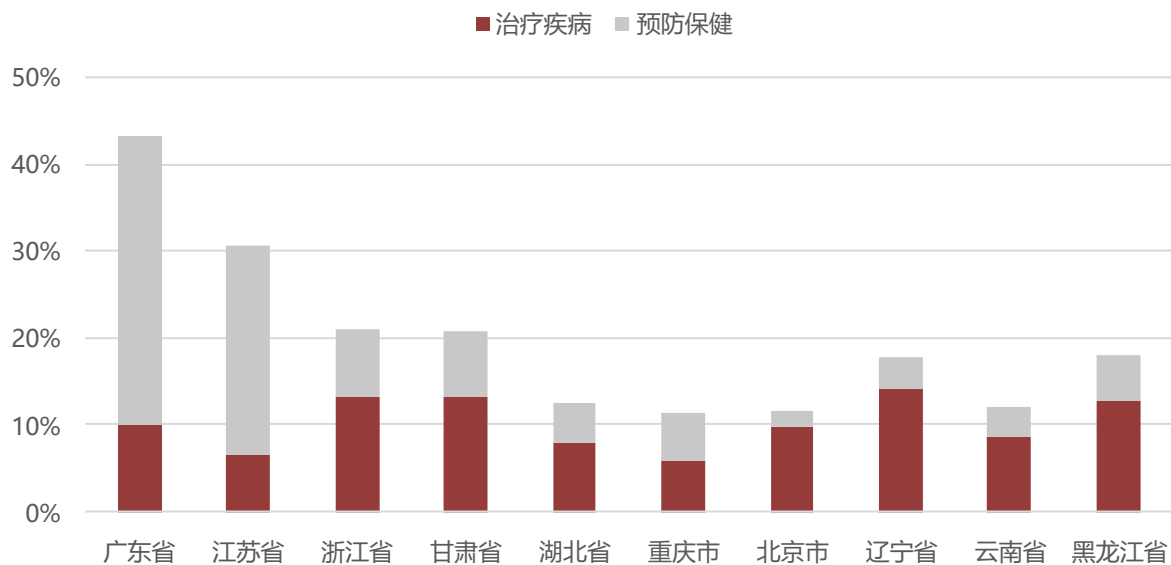
文件名称	发文时间	发文机关	相关文件内容
“健康中国2030”规划纲要	2016年10月25日	国务院	到2030年，中医药在治未病中的主导作用、在重大疾病治疗中的协同作用、在疾病康复中的核心作用得到充分发挥。融合现代科技成果，挖掘中药方剂，加强重大疑难疾病、慢性病等中医药防治技术和新药研发，不断推动中医药理论与实践发展。
中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）	2016年2月22日	国务院	适应未来医学从疾病医学向健康医学转变、医学模式从生物医学向生物—心理—社会模式转变的发展趋势，迫切需要继承和发展中医药的绿色健康理念、天人合一的整体观念、辨证施治和综合施治的诊疗模式、运用自然的防治手段和全生命周期的健康服务。 大力发展中医养生保健服务。加快中医养生保健服务体系建设。提升中医养生保健服务能力。提升中医养生保健服务能力。

来源：公开信息，莫尼塔研究

“治未病”的中医药面临广阔市场空间

不仅政策层面定位中医药“治未病”地位，在人民的认同，同样十分认可中医药的预防保健作用。根据《11省市成年居民中药消费状况调查》，在中药消费率较高的广东省和江苏省，以预防性用药以及食疗保健为目的的人群分别占消费中药人群的76.95%和78.33%。而在重要消费率较低的北京市、辽宁省等地区，中药消费则主要以治疗为目的。可以看出，各地以治疗为目的的中药消费比例相差不多，而以预防保健为目的的中医药消费相差甚远，同时潜力巨大。

图表 3：11省市中药消费率*及消费目的



来源：《11省市成年居民中药消费状况调查》，莫尼塔研究

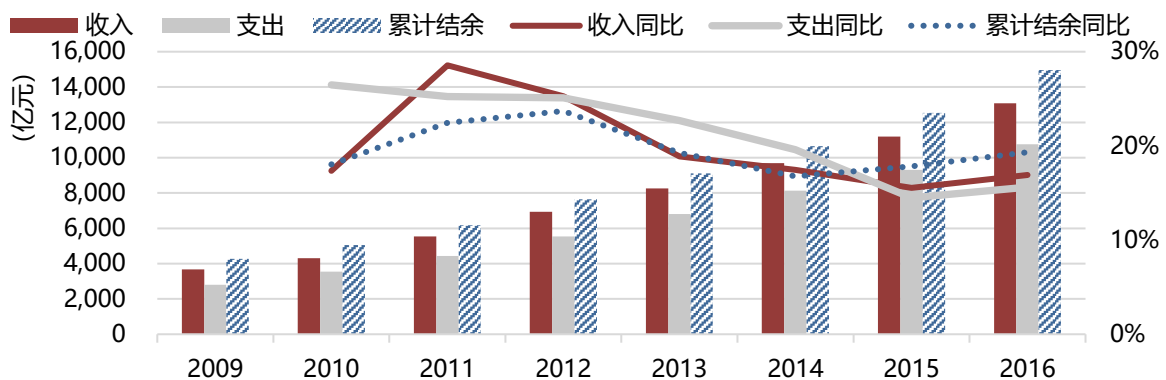
注释：*中药消费率指被调查人群过去6个月内消费中药的人数比例

预防保健类中药限制少、空间大

治疗疾病类药品与预防保健类药品有截然不同的市场属性。

治疗疾病类药品以复方黄黛片、银杏二萜内酯葡胺注射液为代表。这些药品通过了现代医学手段的检验，适应症明确、临床疗效确切，临床使用通常由医生和患者共同决定，纳入医保可以大大促进药品的销售放量。近年来医保覆盖范围不断扩大、报销比例不断提升，医保基金压力逐渐加大。为了进一步提高医保费用的使用效率，多项政策都体现出医保资金“少出钱、多干事”的改革大势。疾病治疗类中药为了放量而进入了医保目录，同时也收到了巨大的降价压力。在第二批国家药品价格谈判中，五款重要产品分别降价28%~46%换取了进入医保的资格。而不受医保资金限制的预防保健类药品则表现出了明显的价格优势。

图表 4：全国城镇基本医疗保险基金收支结余



来源：公开信息，莫尼塔研究

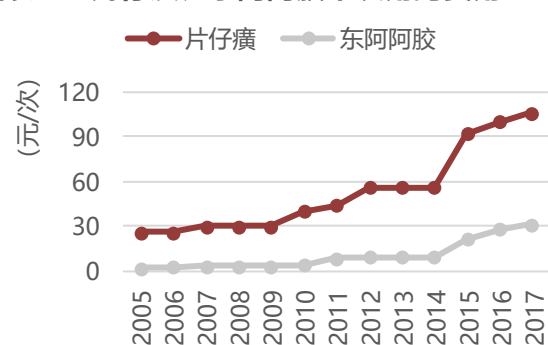
而**预防保健类**药品则不同，以片仔癀、阿胶为代表。这些药品的购买通常是以患者为主导的消费选择，因此品牌效应明显。同时，预防保健类中药不占用医保资金，并不会直接面临来自于政策的降价压力。在“品牌效应”及“非医保”两大前提下，预防保健类药品甚至可以接连涨价，甚至可以实现“量价齐升”。

图表 5：国家药品价格谈判中成药降价幅度

药品名称	生产企业	降价幅度
银杏二萜内酯葡胺注射液	康缘药业	46%
银杏内酯注射液	百裕制药	39%
复方黄黛片	天长亿帆	37%
注射用黄芪多糖	赛诺制药	44%
参一胶囊	亚泰制药	28%

来源：人社部，莫尼塔研究

图表 6：片仔癀、东阿阿胶单次用药费用



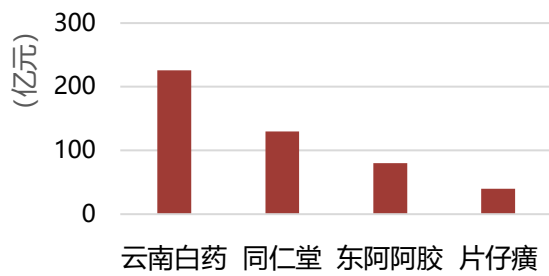
来源：公司年报，莫尼塔研究

中药的成功关键是品牌价值

在预防保健类中药中，“品牌”是提升中药价值的核心。目前比较成功的中药品牌有片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、云南白药。与一般消费品相同，一旦“品牌”形象建立，尤其是高端品牌，产

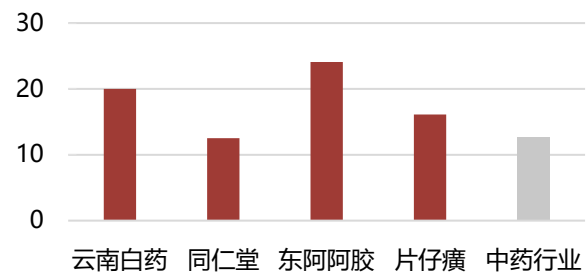
品销量将不再显著受到产品价格的影响。同时品牌中药公司的ROE也普遍高于其他中药公司。

图表 7: 品牌中药在胡润品牌榜品牌价值



来源: 胡润品牌榜, 莫尼塔研究

图表 8: 品牌中药 ROE 普遍高于行业平均



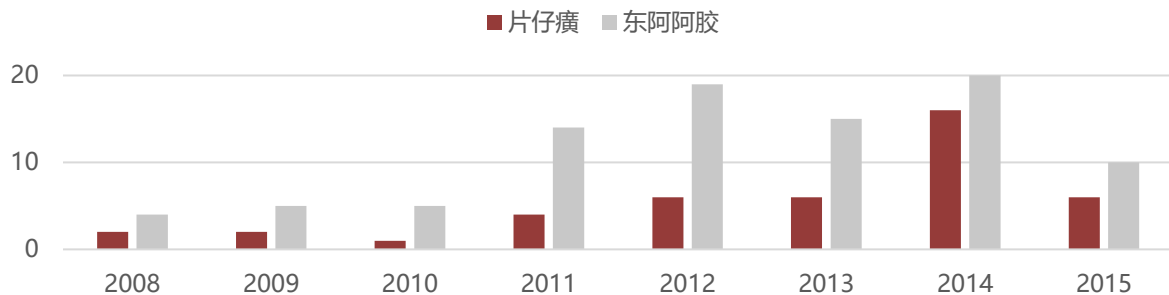
来源: Wind, 莫尼塔研究

品牌价值的“核心科技”当属疗效

与一般消费品不同的是, 中药的品牌构建要素更为复杂, 通常需要以下三大要点:

- **历史悠久:** 片仔癀原为明朝太医的秘方, 后流落民间; 阿胶传承近3000年, 《神农本草经》、《本草纲目》中均有记载; 同仁堂与云南白药也同样都是中华老字号, 并且在各自的地区也有非常高的品牌认知度。
- **药材珍贵:** 高端的品牌定位+限量供应是保证药品量价齐升的成功关键, 比如茅台、片仔癀。而在中药领域中, 使用贵细药材是提升中药品牌定位的重要因素之一。高端中药片仔癀所用的麝香、安宫牛黄丸所用的牛黄均是传统贵细药材, 因而可以成为一粒530元、一丸180元的高端产品。而使用常见平价药材的云南白药则只能坚持大众品牌路线。
- **疗效显著:** 疗效是药品的第一生产力。在百余年前, 药品的品牌往往是在疗效显著的口口相传中建立的, 而在现代社会, 品牌中药公司纷纷开展科研, 以现代科学的手段验证产品的疗效。例如, 片仔癀与东阿阿胶在近年来的文献数量均显著升高。

图表 9: 片仔癀、东阿阿胶相关 CNKI 当年文章数量*



来源: CNKI, 莫尼塔研究

注释: *在NCBI分别搜索“Pien Tze Huang” “Colla Corii Asini” 并去除中国期刊

广誉远重装上阵，具备成为优秀品牌中药的一切特质

跌宕传承，广誉远重装上阵进入资本市场

明嘉靖年间名老中医石立生在山西太谷城开设“广盛药铺”（广盛号）。清嘉庆十三年（1808年）广盛药铺改组成为“广升聚”（广升药店聚记）规模日渐扩展并在全国各地设立分号，从汤剂饮片、销售成药，迅速向零整批发药材和制造丸散膏丹方面发展。清光绪四年（1878年）广升聚改组为“广生蔚”（广升药店蔚号），七年后（1885年）二掌柜与一众高级职工集体退出并在广生蔚对面成立“广升远”（广升药店远号），自此两广生并存长达70年。期间光绪三十三年（1907年）广生蔚聘请太谷名族孟广誉入股，将字号从广生蔚改为“广升誉”。

新中国成立后，广升誉获得国家贷款恢复了战时一度停滞的生产工作，广升远北京分号也以“义丰庆”的名义取得了进出口贸易的经营许可证。1955年应职工要求，两广生合营并改名“陕西省公私合营太谷广誉远制药厂”。次年，创建于清同治五年（1866年）的“广源兴”和创建于明天启六年（1626年）的“延龄堂”并入广誉远制药厂。

图表 10：广誉远的历史沿革

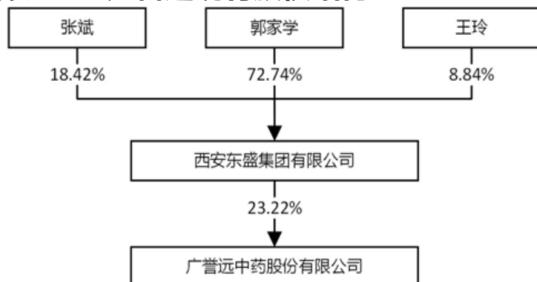


来源：公司网站，莫尼塔研究

1999年，东盛科技控股青海同仁并完成借壳上市；同年，上市公司东盛科技先后受让山西广誉远95%股权。2008年，上市公司债务危机爆发，出售核心资产以减免债务，包括将山西广誉远40%的股权转让给控股股东东盛集团。2013年，上市公司核心资产仅剩山西广誉远及相关公司，更名广誉远。2016年，上市公司定向增发购买山西广誉远40%股权，目前上市公司直接持有山西广誉远96.03%股份。

广誉远虽然传承悠久，但是受累于债务危机直至2015年才重症旗鼓开启新航程。

图表 11：广誉远现有股权结构



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 12：广誉远现有参控股公司

被参控公司	直接持股比例
山西广誉远国药有限公司	96.03%
陕西东盛医药有限责任公司	98.97%
安康广誉远药业有限公司	46.00%
北京广誉远展览有限公司	80.00%
北京杏林誉苑科技有限公司	60.00%

来源：公司年报，莫尼塔研究

品牌中药特质广誉远一应俱全

- 历史悠久：不间断传承近500年，文化底蕴极为厚重

广誉远始创于明嘉靖年间（公元1541年），历经历经广盛号药店、广升聚、广升蔚、广升誉、广升远、山西 中药厂、山西广誉远等十几个商号药厂更迭。在清代曾与广州陈李济、北京同仁堂、杭州胡庆余堂并称为“四大药店”；2006 年成为首批被中华人民共和国商务部认定的“中华老字号”企业。

公司拥有“龟龄集”、“定坤丹” 公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等百余种传统中药批准文号，其中龟龄集是国内目前为止存世最完整的复方升炼技术的活标本，被誉为“中医药的活化石”。而定坤丹则有着慈禧太后因感念药效御笔亲书“平安富贵”的宫廷事迹。目前龟龄集、定坤丹均为国家保密品种，同时龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸均已先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸则入选山西省非物质文化遗产名录。

图表 13：广誉远首批获得“中华老字号”称号



来源：公开信息，莫尼塔研究

图表 15：广誉远龟龄集



来源：公开信息，莫尼塔研究

图表 14：慈禧手书“平安富贵”称赞广誉远定坤丹



来源：公开信息，莫尼塔研究

图表 16：广誉远定坤丹



来源：公开信息，莫尼塔研究

● 药材珍贵：核心品种炮制工艺独特，应用珍惜贵细药材

山西广誉远自创立以来一直传承“修合虽无人见，存心自有天知”的古训，严苛雕琢百余种高端养生精品中药，其炮制工艺从477年前代代相传。在产品的制造过程中，采用炒、蒸、煮、熏、爆、日晒夜露、烧炭法、火燻法、土埋法、水润法、升炼法等诸多炮制工艺，尤其是陈醋炮制、煨干姜炭以及地黄九蒸九晒等传统而又独特的古法炮制工艺，成为公司核心竞争力之一。

龟龄集采用天然动植物为药，例如**蜻蜓、海龙、海马、鹿茸**等，集东西南北中各种名贵药材于一体。以银锅升炼、烧炭法、火燻法、土埋法、水润法精制而成，达到抗衰老，温补肾阳等目的。

定坤丹精选药材，采用**梅花鹿初耳茸、六年生高丽红参、一等三七、野生西红花、榆设阿胶**等30味道地药材配伍而成。融合四君子汤，四物汤、柴胡疏肝散等八大名方于一炉，传承古法技艺制成。通过益气养血、活血通络、疏肝理气等机制达到治疗妇科诸病的目的。

图表 17：广誉远古训



来源：公开信息，莫尼塔研究

图表 18：定坤丹制作技艺入选非遗



来源：公开信息，莫尼塔研究

● 疗效显著：男科龟龄集、妇科定坤丹

龟龄集在有限临床文献中的治疗作用多集中于少精、弱精症及勃起障碍研究，其疗效显著优于对照组。但是，在基础研究中表现出了更大的保健价值，研究发现龟龄集能明显提高三氯化铁诱导的癫痫大鼠大脑中的SOD（过氧化物歧化酶）含量，而SOD的抗氧化作用一直是近年的基础研究热点之一，美国国立卫生研究院（National Institutes of Health）的研究报告显示，SOD具有一定的抗衰老作用。

定坤丹有数百年的历史，有关其的临床研究近十年已逐渐增多，这与中医的现代化密切相关。据现有资料统计，定坤丹现有临床研究集中于在痛经、不孕、月经不调等方面，多篇临床文献表明，广誉远在治疗痛经、月经不调等有较为显著的疗效。同时有部分临床试验表明，定坤丹在联合克罗米芬治疗PCOS（多囊卵巢综合征）伴不孕患者有一定优势。

同时，公司仍然在加强学术建设。2017年公司新增研发项目13个，研发支出较上年度增加2700万元，增幅360.44%。特别是针对龟龄集和定坤丹展开深度研究，投入2200万元，除自主研发外，还联合了厦门大学、山西大学等高等院校和专业机构共同研发，深挖学术潜力。

图表 19: 广誉远 2017 年研发项目

药 (产) 品	研发投入金额 (万元)	研发投入占营业 收入比例 (%)
定坤丹治疗 PCOS 的临床系统生物学研究	624.33	0.53
龟龄集治疗轻-中度老年认知功能障碍 (肾虚髓减证) 的临床研究	588.97	0.5
杏林壹号健康管理系统	488.65	0.42
四个中药经典名方品种的开发	420.5	0.36
定坤丹对 PCOS 促排效应研究	332.46	0.28
山西传统名优中成药龟龄集的二次开发	208.35	0.18
厦门大学医学院-广誉远联合实验室研究项目	172.55	0.15
定坤丹 (水蜜丸) 对卵巢低反应患者 IVF/ICSI-ET 结局的影响	152.36	0.13
山西大学广誉远药物研究院研究项目	135.77	0.12
定坤丹的质量提升研究	123	0.11
六味地黄系列水蜜丸工艺研究	45.04	0.04
安宫牛黄丸工艺研究	25.81	0.02
其他研究项目	213.2	0.18

来源: 公司年报, 莫尼塔研究

图表 20: 定坤丹可以显著改善女性痛经

陈燕霞等: 定坤丹临床应用的系统评价

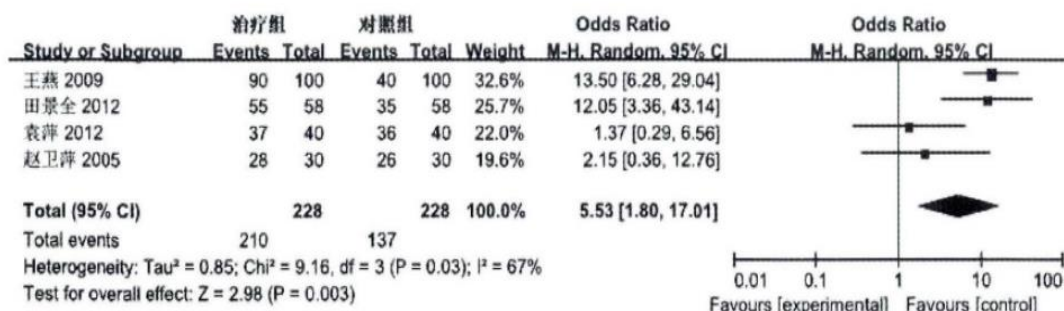


图 1 定坤丹治疗痛经随机对照试验临床研究文献的 Meta 分析

Fig. 1 Meta analysis of clinical research literature on Dingkun Dan streatment of dysmenorrhoea

来源: 定坤丹组方研究及临床应用现状分析, 莫尼塔研究

图表 21: 龟龄集可以提升大鼠大脑的 SOD 水平

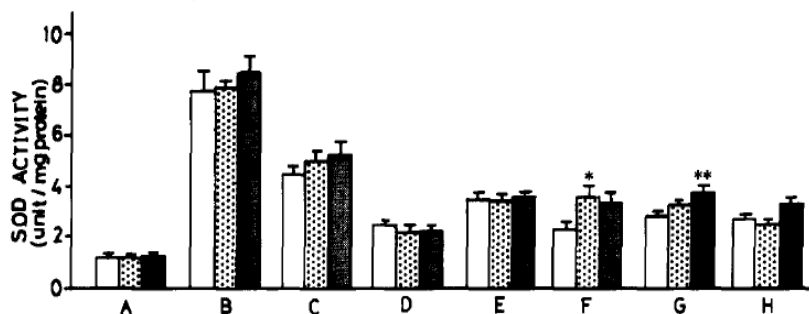


Fig. 2. Effect of pretreatment with Guilingji on the SOD activity in the dissected brain regions of FeCl₃-induced epileptic rats (A: olfactory lobe; B: cerebellum; C: pons-medulla oblongata; D: striatum; E: cortex; F: hypothalamus; G: midbrain; and H: hippocampus). Five microliter of 0.1 M FeCl₃ was injected into rat sensorimotor cortex, Guilingji (dotted columns: 100 mg/kg, and shaded columns: 200 mg/kg) or saline (open columns for control) was injected, i.p. 30 min before FeCl₃ injection. Data are mean ± SEM (bars) values from six rats for each group. The p values were obtained by one-way analysis of variance: *p < 0.05 and **p < 0.01 for treated versus control.

来源: Antioxidant action of guilingji in the brain of rats with FeCl₃-induced epilepsy, 莫尼塔研究

广誉远业务腾飞万事俱备

业务重新起步，聚焦四大品种三大板块

历经波折之后，广誉远集中资源从四款核心品种重新起步，公司核心产品包括龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸。而根据产品的市场定位细分，公司的业务分为三大板块，并分别安排了不同的市场推广策略：

传统中药板块：产品主要包括龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、以及牛黄清心丸。传统中药的渠道分为三种，即医院、百强连锁药店、及分销。**医院为纯销渠道，产品以龟龄集系列为主；百强连锁药店以及分销为OTC渠道，产品以定坤丹系列为主。**百强连锁药店渠道直接供货药店终端，而分销渠道则是与医药商业公司合作进行更分散、更基层的中小型药店覆盖。预计公司将继续推进传统中药销售，未来有较大可能继续保持高增速。

精品中药板块：产品主要包括精品龟龄集、定坤丹口服液、精品安宫牛黄丸以及精品牛黄清心丸为主，产品采用高于国家标准的珍品中药材，使用疗效更佳。精品中药售价较高，消费群体也定位高净值人群。因此，精品中药的营销方式也与传统中药大为不同，精品中药主要通过讲座进行宣传，通过国医馆、国药堂进行体验式销售。

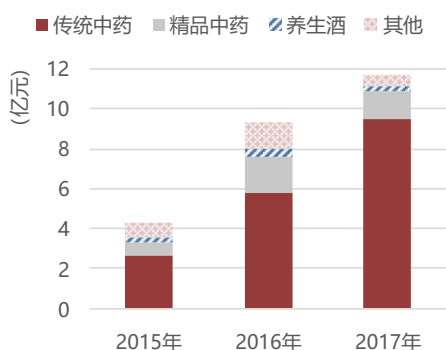
养生酒板块：产品主要包括龟龄集酒系列。由于保健品与药品的不同属性，公司单独成立了子公司搭建全新的餐饮消费渠道，进行龟龄集酒系列产品的推广销售。

图表 22：广誉远三大业务板块与产品、渠道分布



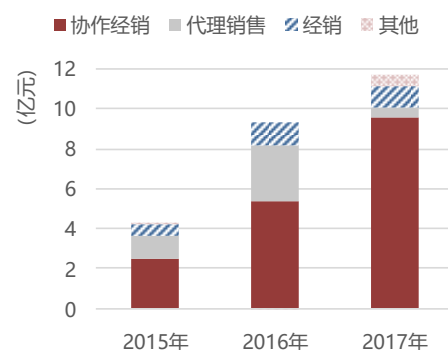
来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 23：广誉远营业收入产品构成



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 24：广誉远营业收入渠道构成



来源：公司年报，莫尼塔研究

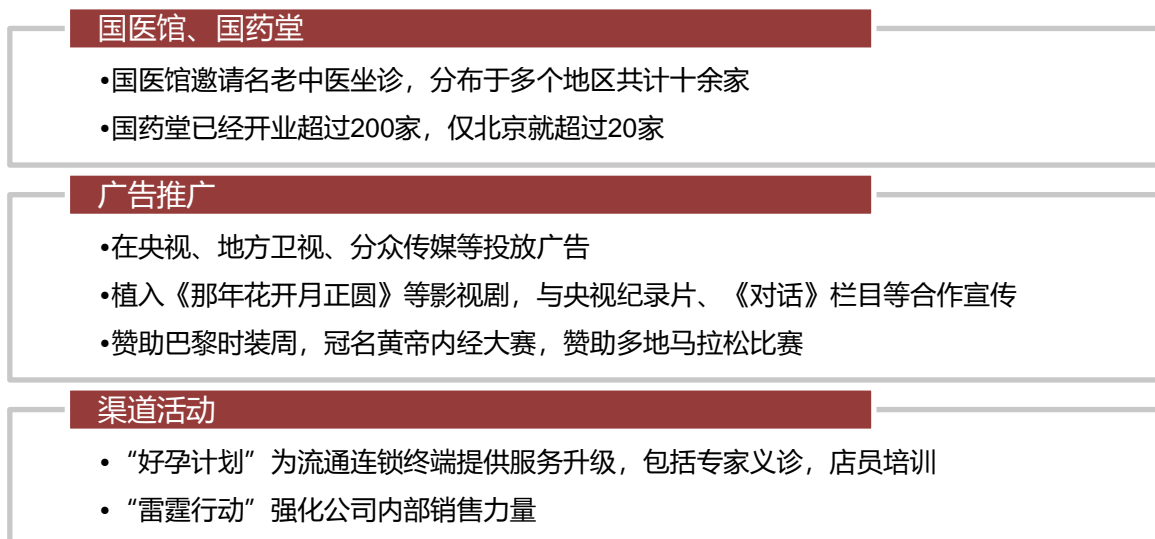
“品牌建设” + “渠道拓展” 初见成效

从历史悠久、贵细药材、疗效显著方面，广誉远具备成为一个好品牌的一切品质，离真正成为一个好品牌只差一步——市场推广。恰在此时，广誉远遇到了市场推广大师东盛集团。东盛集团最为人所熟知的市场推广案例当属“白加黑”。公司依托独特的产品性质，明确定位市场，选择恰当的主题和方式，与目标消费者精准沟通，成功打造了脍炙人口的广告语与深入人心的产品形象。1995年“白加黑”产品上市仅180天便销售额突破1.6亿元，在感冒药市场上占据了15%的份额。

在同一套市场推广班底的运作下，广誉远的市场推广同样出色，核心关键词“**精准定位**”。集中资源只对目标消费者进行产品推广。

- **传统中药：**传统中药的市场推广以“广告” + “渠道活动” 为主
广告推广定坤丹系列。定坤丹大蜜丸、水蜜丸定位25岁以上女性，口服液定位35岁以上女性。广告投放在目标人群最为感兴趣的领域，包括热播电视剧、电视纪录片、马拉松比赛、自媒体端口等。
渠道推广龟龄集、定坤丹两个系列。公司对战略合作连锁药店的店员通过“好孕计划” 进行培训，通过询问症状等方式筛选出适合使用龟龄集、定坤丹的目标客户进行精准推荐，大大提高了产品的终端动销。
- **精品中药：**精品中药的市场推广以国医馆、国药堂的体验模式为主
精品中药价格昂贵，定位企业家等高端金领人群，主要以全方位服务的体验推广模式为主。国医馆是广誉远首创的体验店模式，由企业家成立社交中心通过私人关系拓展客户群体，由名老中医坐堂诊断提供诊疗服务并宣扬传统文化。

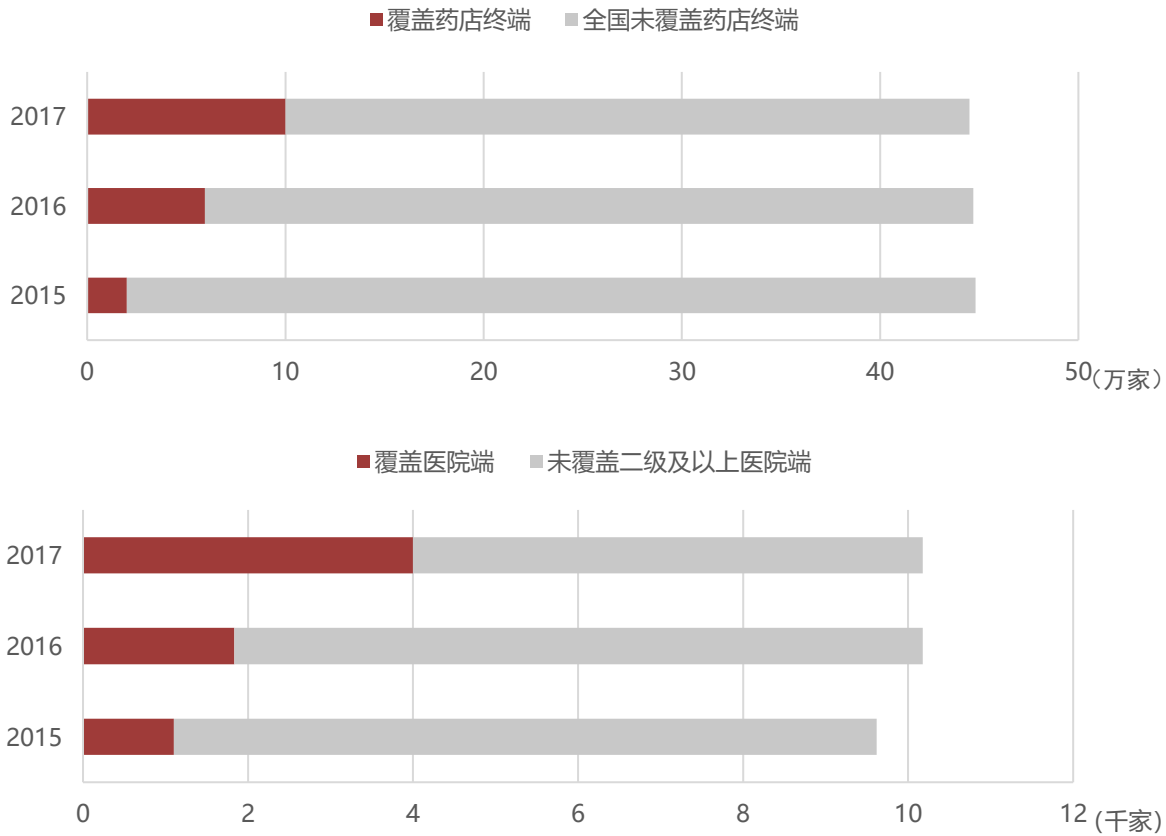
图表 25：广誉远产品推广活动



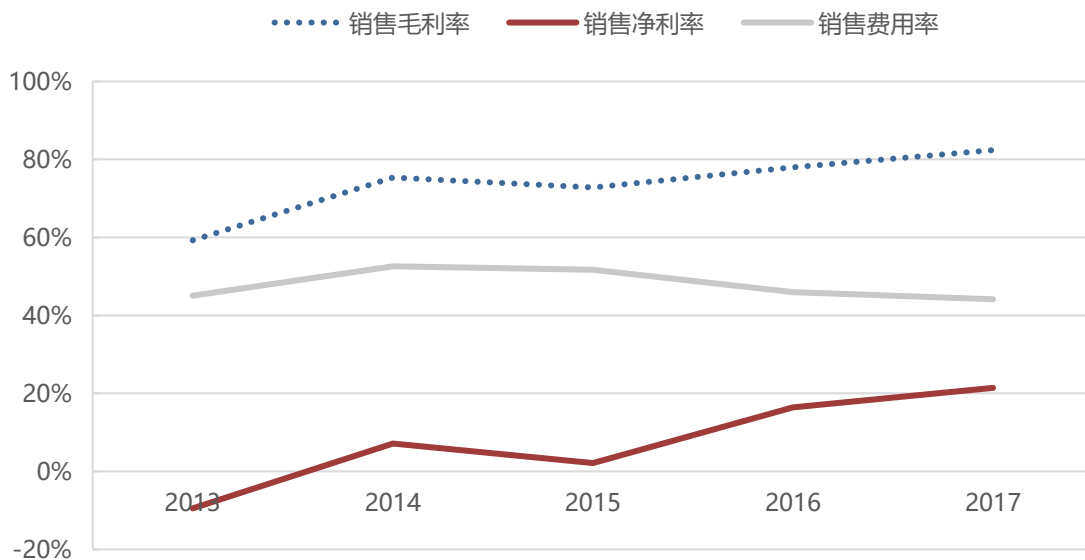
来源：莫尼塔研究

公司一方面在品牌建设上大力投入，另一方面在终端渠道上也在积极开拓。2015~2017年，公司产品在医院、药店两大终端渠道上新开拓了大量的客户。2017年与2015年相比，进入医院数量提升近3倍，进入药店门店数量提升近4倍。

图表 26：广誉远产品的医院、零售药店终端覆盖数量提升



图表 27：广誉远销售毛利率、净利率和费用率变化



来源：Wind，莫尼塔研究

药材储备+自供，减少中药材价格上涨影响

公司甄选顶级药材坚持古法炮制，贵细中药材的价格对生产成本影响较大。公司核心品种的生产成本中，黄茸、红参、海马、牛黄、西红花占比较高，因此控制原材料成本对维持毛利率、持续发展至关重要。

图表 28：公司主要产品*使用原材料及占成本比重

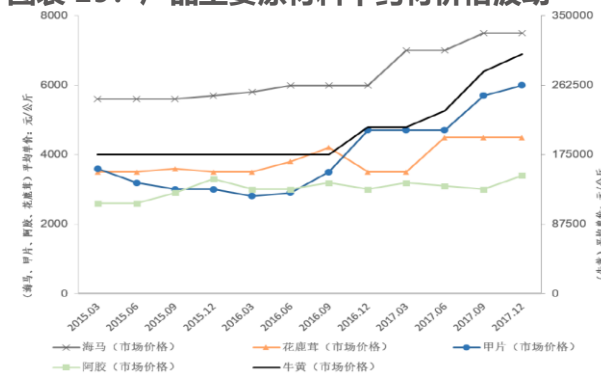
药品	主要原材料	采购模式	传统		精品	
			等级	占成本	等级	占成本
龟龄集*	黄茸	招标采购	三叉二等	--	二杠排血一等	--
	红参	招标采购	--	--	20支	--
	海马	招标采购	10公分	--	20公分	--
定坤丹*	黄茸	招标采购	三叉二等	--	--	--
	红参	招标采购	--	--	--	--
安宫牛黄丸	牛黄	招标采购	普通	72.43%	精品	61.88%
牛黄清心丸	牛黄	招标采购	普通	71.93%	精品	39.15%
	人工麝香	定向采购	--	4.42%	--	2.24%
	羚羊角	招标采购	--	6.54%	--	3.43%

来源：公司年报，莫尼塔研究

注释：*龟龄集、定坤丹处方和工艺技术均为公司国家保密技术，无法提供主要原材料品种占成本比重

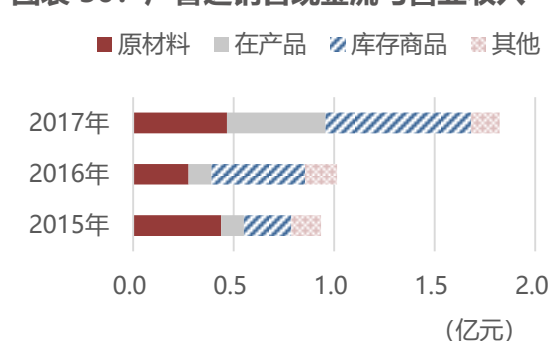
目前，公司的生产原材料主要通过招标采购获得。由于中药材价格持续上涨，广誉远所选用的顶级贵细药材的价格上涨幅度更加明显，因此公司在2017年及时进行了低价储备，以期抵御未来中药材大幅度提价带来的风险。同时，公司还与与山东东阿国胶堂签署战略合作协议缓解原材料价格上涨的压力。

图表 29：产品主要原材料中药材价格波动



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 30：广誉远销售现金流与营业收入



来源：公司年报，莫尼塔研究

另外，公司正在建设中药材种植、养殖基地，对生产影响较大且较为名贵的药材进行自主生产。养殖范围包括提供麝香的林麝、提供鹿茸的梅花鹿、提供甲片的穿山甲等。2018年1月4日公司获得了白酒（原酒）生产许可，随着中药材种植、养殖基地的逐渐成熟，白酒许可的获准。公司有望实现关键贵细药材的自给自足，尽量减少中药材价格上涨为公司带来的不良影响。

工厂改造升级，助力销售腾飞

公司山西太古工厂建于1958年，产值大约为14亿元。而公司2017年营业收入已经达到11.7亿元，产能不足是限制公司腾飞的关键掣肘因素。为了解决产能限制，公司一方面对老工厂进行升级改造，另一方面投资建设新工厂。

升级改造老工厂：2017年9月，老工厂获得GMP认证完成升级改造，去除了保健酒、口服液等生产项目，集中生产丸剂，包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、定坤丹等。升级改造完成后，使各丸剂产品的生产产能较2016年均得以大幅提升，其中定坤丹提高52%，安宫牛黄丸、牛黄清心丸提高550%。

投资建设新工厂：公司在山西省太谷县规划了占地500亩的新工厂，2015年正式开工建设。新工厂分两期进行，一期项目预计于2018年三季度获得GMP认证并正式投产，二期项目也将于2018年正式开工建设。预计新工厂完全投产后，新老工厂合计产值将扩大到65~70亿元。

图表 31：新工厂完工后产值推测情况

主要产品名称	推测产能	单位	药店零售价	推测产值（亿元）
定坤丹大蜜丸	7,600	万丸	22元/丸	8.4
牛黄清心丸	450	万丸	67元/丸	1.5
安宫牛黄丸	450	万丸	560元/丸	12.6
定坤丹水蜜丸	5,000	万瓶	49.5元/丸	12.4
龟龄集	10,000	万粒	17.6元/粒	8.8
养生酒	16,250	吨	498元/公斤	24.3
总计	--	--	--	67.9

来源：公司年报，莫尼塔研究

适应公司发展阶段，应收账款增加是必然现象

广誉远重新起航后业务发展迅速，应收账款大幅增长，经营性现金流大幅转负，均是与公司现有发展阶段相适应的必然现象，也是暂时现象。

经营性现金流主要受累与广告投入

公司2017年经营性现金流-1.84亿元，当年公司投入广告费用约2亿元。若不考虑广告费用公司的现金流状况会显著改善。考虑到公司目前正处于品牌建设期，广告费用也正处于高投入期，这与公司的发展战略及远期规划是相适应的。

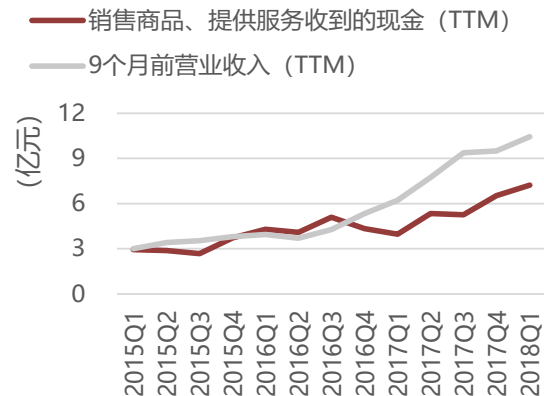
公司的下游客户包括医院、连锁药店、商业流通，账款通常可以在9个月内回收。观察公司“销售商品、提供劳务获得的现金”与“9个月前的营业收入”可以看出，现金流与营业收入平行上升，相对差距在逐渐缩小。

图表 32：广誉远下游客户信用账期

商业类别	信用账期
医院商业	9-12个月
OTC商业	3-6个月
综合商业	6-9个月

来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 33：广誉远销售现金流与营业收入



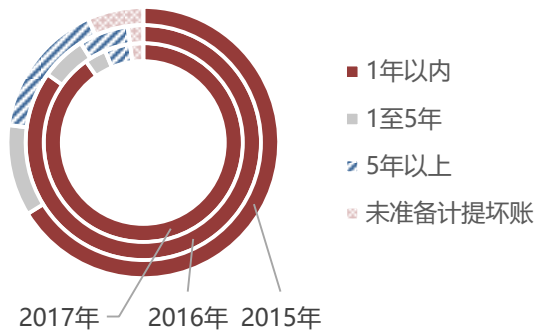
来源：Wind，莫尼塔研究

应收账款向1年以内集中，坏账风险可控

公司正处在大规模拓展渠道的早期，新客户数量提升明显。2017年公司新增加客户包括1900余家医院，300余家大小连锁药店，新增加客户通常会会在第一次合作时要求授信，在后续合作中滚动付款。因此公司的应收账款在2015~2017年迅速提升，并且向一年以内应收账款集中，与公司的发展阶段相适应。一年以内应收账款的回收可能性很高，同时医院及连锁药店的信用状况较好，因此公司应收账款的坏账风险整体可控。

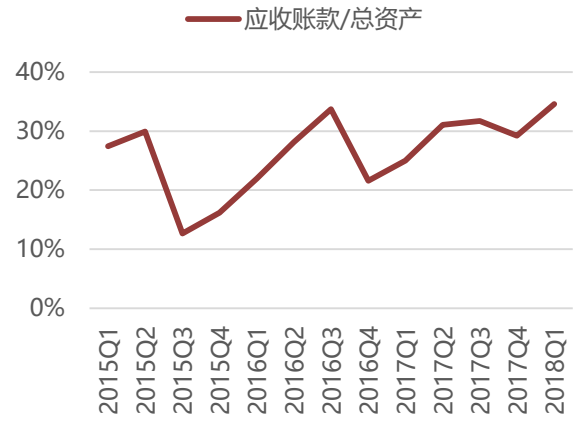
同时，随着公司的发展壮大，应收账款占总资产的比例维持稳定，并未出现显著提升。

图表 34：广誉远应收账款账龄分布



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 35：广誉远应收账款占总资产比例稳定



来源：Wind，莫尼塔研究

业绩承诺初实现，“持股+增持”显信心

业绩承诺初步兑现：2016年2月公司定增12.25亿元购买其控股股东东盛集团、鼎盛金禾、磐鑫投资合计持有的山西广誉远40%股权，同时承诺山西广誉远2016年、2017年、2018年实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于1.34亿元、2.35亿元、4.33亿元。2016年业绩超预期完成，2017年完成承诺利润的92.20%，其主要原因是研发费用的增加。

员工持股完成、股东高位增持：截至2017年12月5日，公司第二期员工持股计划已完成二级市场累计买入公司股票620万股，成交金额2.5亿元，成交均价为40.23元/股，买入数量占公司总股本的1.76%，所购股票锁定期12个月。

截至2018年1月20日，东盛集团已通过华能信托·悦晟3号单一资金信托增持公司股票653万股，占公司总股本的比例为1.85%，增持均价42.82元，未来可能择机进一步增持。

员工持股计划的完成和股东高位增持彰显公司认可目前公司的经营现状，彰显了管理层和员工对公司未来保持高速发展的信心，有助于进一步提高市场认可。

近期报告

- 2018年04月12日 总把新桃换旧符——千金医药快评•
- 2018年04月09日 中美贸易战升温，对医药行业影响几何？
- 2018年03月30日 步步为营，屡屡出新——康泰生物深度报告
- 2018年03月26日 立足山东，放眼全国——瑞康医药快评纪要
- 2018年03月19日 厉兵秣马，重装上阵——广誉远快评
- 2018年03月11日 渐积跬步，终致千里——九州通深度报告
- 2018年03月07日 博观约取，厚积薄发——通化东宝调研纪要
- 2018年01月24日 健康体检，龙头先行——健康体检行业专题研究
- 2018年01月30日 创新药重磅频频，国际化锦上添花——恒瑞医药深度报告

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://>

Email:cebmservice@cebm.com.cn