

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

——广誉远（600771）深度报告

2018年05月14日

强烈推荐/维持

广誉远

深度报告

报告摘要：

东盛集团债务问题已解决，公司作为集团核心将迎来发展机遇期。2013年前大股东东盛集团陷入债务危机而无暇顾及公司发展，待2013年债务危机基本解除后，逐渐腾出手来将广誉远作为集团核心重点发展，经过两年蛰伏，2016年公司营收实现翻倍增长，进入加速发展的快车道。并于2016年以定增方式向东盛集团等收回其合计持有的子公司山西广誉远40%股权，2017年1月又利用募集资金向山西广誉远注资，持股比例由之前的55%上升至96.03%，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。此外，公司在2017年12月完成了第二期员工持股计划（占公司总股本1.76%），彰显公司和员工对未来发展信心。

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，仅从治疗角度，分别对应着约150亿的补肾市场及300亿妇科疾病市场，相比同类竞品其占比较小，未来空间广阔。随着消费升级，公司逐渐定位高端，推出精品系列，安宫牛黄丸、牛黄清心丸推出双天然系列（天然牛黄+天然麝香），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。

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，保健酒市场不足300亿，未来空间广阔（对标海外，按12%占比测算，至少千亿空间），且格局分散，目前市场缺乏定位高端的养生酒，龟龄集酒主要针对中高端市场（包括普通和精品两大系列），有望凭借其悠久的历史渊源和丰厚的文化底蕴、尊贵的品味和独特的功效，占据中高端保健酒市场（5%的渗透率测算，龟龄集酒未来有望到15亿规模）。公司目前已成立子公司和专业营销团队进行推广，未来养生酒有望接力龟龄集、定坤丹成为公司持续高速增长的新动力。

拓展上下游，打造全产业链高品质中药品牌。涉足上游，建立、人参、鹿茸等九大GAP生产基地；立足中游，打造高品质中医药生产基地；布局下游，实施“百家千店”战略，在全国各地布局200多家国医馆，打造中国经典名店；加强品牌建设，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。在未来更加注重品牌消费大背景下，公司作为唯一具有公司品牌（中华老字号广誉远）和两大产品品牌（龟龄集及定坤丹）的中药企业，双品牌的优势将凸显。

公司盈利预测及投资评级。预计2018-2020年公司分别实现营收18.32、27.02和37.55亿元；实现净利润4.47、6.60和9.24亿元；EPS分别为1.23、1.83和2.58元；对应PE分别为43x、29x和21x。我们认为公司在未来2-3年大概率会迎来爆发式增长，龟龄集酒未来有望成为公司长期持续高速增长的强劲动力，看好公司长期发展，当前时点给予“强烈推荐”评级。参照可比公司（片仔癀等）估值水平，考虑到公司的双品牌及大股东及其管理团队的敢于担当且极具执行力，给予公司一定的估值溢价（18年60X），目标价74元。

风险提示：定坤丹、养生酒推广不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	936.99	1,168.68	1,831.74	2,702.15	3,755.34
增长率(%)	118.70%	24.73%	56.74%	47.52%	38.98%
净利润(百万元)	153.91	250.31	446.77	660.29	923.65
增长率(%)	1550.12%	62.64%	78.48%	47.79%	39.89%
净资产收益率(%)	7.19%	12.37%	18.50%	21.67%	23.40%
每股收益(元)	0.44	0.67	1.23	1.83	2.58
PE	121.41	79.73	43.49	29.14	20.71
PB	11.04	9.86	8.05	6.31	4.85

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：缪牧一

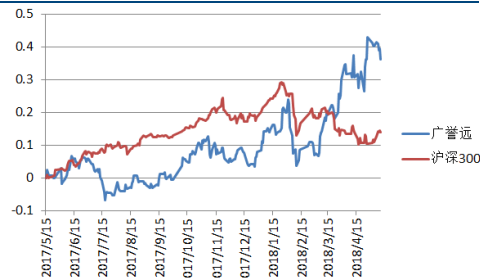
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	51.44-36.93
总市值(亿元)	181.64
流通市值(亿元)	138.02
总股本/流通A股(万股)	35311/26831
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.77

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《东兴证券-广誉远（600771）季报点评：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》2017-10-23
- 2、《广誉远中报预告点评：净利符合预期，全年大概率能完成业绩承诺》2017-07-11
- 3、《广誉远（600771）年报点评：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》2017-03-22

目录

投资逻辑概述.....	5
1. 中华老字号焕发新活力.....	7
1.1 五百年文化传承，清代“四大名店”之一.....	7
1.2 中药瑰宝，久享盛誉.....	9
1.3 发展新阶段，重拾高增长.....	11
2. 两大主导品种，传统+精品并行.....	14
2.1 龟龄集：补脾胃之元阳，益命门之真火.....	14
2.1.1 皇室尊贵“御用圣药”，养生国宝.....	14
2.1.2 补肾市场超百亿，中成药受消费者喜爱.....	17
2.1.3 龟龄集加快市场拓展，有望实现后来居上.....	18
2.2 定坤丹：万千宠爱，一丸定乾坤.....	19
2.2.1 宫帏圣药，养血舒郁，疗效显著.....	19
2.2.2 妇科疾病用药市场超 300 亿，定坤丹有望快速赶超.....	20
2.3 养生滋补对应千亿保健品市场.....	22
3. 高端养生龟龄集酒，迎合消费升级诉求.....	22
3.1 龟龄集酒：养身至尊，国之瑰宝.....	22
3.2 消费崛起，酒类消费升级诉求高.....	23
3.3 白酒龙头进军养生酒，市场广阔、集中度低，高端差异化品牌将受益.....	25
4. 遵循古法炮制，独家“三绝工艺”.....	27
5. 品牌建设，百家千店，打造全产业链精品中药.....	28
5.1 延伸上游，建立九大 GAP 药材基地，保障中药品质和供应.....	29
5.2 全面布局全国，实施精品中药“百家千店”工程.....	29
5.3 品牌建设、营销管理齐头并进，快速拉动销售.....	30
6. 定增收回核心子公司 40% 股权，奠定发展坚实基础.....	32
7. 盈利预测及估值.....	32
8. 风险提示.....	33

插图目录

图 1：东盛入主，更名广誉远国药.....	8
图 2：广誉远核心竞争力“12345”.....	10
图 3：2013 年后营收重拾高增长.....	12
图 4：2012-2017 年归母净利润及增速.....	12
图 5：传统中药营收占比超 80%.....	12
图 6：传统中药目前仍为公司利润的主要来源（毛利结构）.....	12
图 7：三大费用率呈下降趋势.....	13
图 8：毛利率和净利率水平稳步提升.....	13
图 9：公司处于快速推广阶段，应收账款增加明显，预计后续将恢复到正常水平.....	13
图 10：明官历史记载修合（制作）龟龄集的文字资料.....	14
图 11：龟龄集清代包装.....	14
图 12：雍正皇帝赏赐王公大臣龟龄集历史档案.....	14
图 13：龟龄集选材与阴阳五行思想.....	15
图 14：清代龟龄集说明书.....	16
图 15：龟龄集部分中药材.....	16
图 16：全国居民泌尿生殖系统疾病死亡率（1/10 万）.....	17
图 17：泌尿生殖系统疾病出院者平均医药费用（元，%）.....	17
图 18：补肾药物市场规模及增速.....	17
图 19：2013-2016H1 肾宝片销售额与公司销售费用率.....	19
图 20：龟龄集销售额与公司销售费用率.....	19
图 21：慈禧太后为定坤丹题词“平安富贵”.....	19
图 22：定坤丹选材暗合阴阳八卦.....	20
图 23：定坤丹名贵中药成分.....	20
图 24：2013-2016 年妇科疾病药物市场规模（亿元）.....	20
图 25：2013-2016 年妇科疾病中西药市场规模（亿元）.....	20
图 26：2015 年妇科疾病药物市场份额细分占比.....	21
图 27：2013-2016 年妇科疾病用药 Rx/OTC 市场份额.....	21
图 28：国之瑰宝：龟龄集酒.....	23
图 29：住宿和餐饮业对 GDP 贡献率不断提升.....	24
图 30：住宿和餐饮业进入复苏阶段.....	24
图 31：2013-2017 年全国居民人居可支配收入.....	24
图 32：2017 年消费者信心指数不断增强.....	24
图 33：消费者从大众产品向高端产品升级 %.....	25
图 34：龟龄集制药工艺.....	28
图 35：鹿茸、海马炮制工艺.....	28
图 36：广誉远九大 GAP 药材基地.....	29
图 37：全国已开业 219 家广誉远国药堂.....	30
图 38：广誉远国药堂门店.....	30

图 39：“好孕中国”公益计划启动携手千家药店助力健康中国	30
图 40：龟龄集电视剧广告植入	31
图 41：定坤丹电视剧广告植入	31
图 42：公司覆盖的药店终端大幅增长	32

表格目录

表 1：公司为现存历史最悠久的中药企业	7
表 2：龟龄集、定坤丹均为国家中药保密品种	7
表 3：广誉远掌门人为有医药业资本操盘手之称的郭家学	8
表 4：公司四大核心产品	9
表 5：专注保健领域的龟龄集酒	9
表 6：两大国家级保密配方龟龄集、定坤丹，历经百年传承，久享盛誉	10
表 7：大股东东盛集团债务问题已经解决	11
表 8：龟龄集在选材、组方、炮制上都贯穿着五行生克的思想	15
表 9：龟龄集九大神奇功效	16
表 10：主要补肾药物对比，龟龄集优势明显	18
表 11：主要妇科药物对比，定坤丹优势明显	22
表 12：广誉远、泸州老窖、劲牌养生酒对比	26
表 13：创新性移动互联网品牌建设	31
表 14：分业务收入预测（单位：百万元）	33
表 15：公司盈利预测表	34

投资逻辑概述

为了使投资者更好理解广誉远的核心看点，我们从产品空间、产品壁垒、估值以及推荐时点等四个方面对公司进行了详细论述，以便投资者更好理解公司。

1、从产品市场空间看，消费升级，核心产品养生滋补功能挖掘，对应千亿保健市场

两大主导品种龟龄集、定坤丹 17 年营收分别为 4.77 亿，4.05 亿，其中经典国药系列仍然是营收和净利的来源（龟龄集经典 3.90 亿，定坤丹经典 3.96 亿），市场认为公司核心产品如龟龄集、定坤丹主要定位于中高端人群，定价相对较高，消费群体比较小众，担心产品市场空间。我们认为龟龄集、定坤丹为贵细药材经古法炮制工艺制得，本为稀缺资源，较高定价体现其价值，在供应量有限的情况下，合理的定价策略也符合公司价值最大化的原则。单从治疗角度讲，龟龄集对应 100 亿的补肾用药市场，定坤丹对应 300 多亿的妇科疾病市场，相对于公司产品的体量空间还非常大；且在消费升级的大背景下，产品养生滋补功能将得到进一步的挖掘，从治疗到保健、养生，消费人群将增加，产品也对应着过 2000 亿，年均复合增速约 15% 的保健市场。

2、从产品壁垒看，组方、工艺均为国家秘密技术，比肩片仔癀和云南白药

公司拥有一个传承近 500 年的中华老字号，两个国家保密配方（龟龄集和定坤丹），三个国家级非物质文化遗产（龟龄集、定坤丹及安宫牛黄丸），古法炮制，采用“炉鼎升炼”技术，99 道大工序、360 道小工序，其组方和工艺均为国家秘密技术，比肩绝密品种片仔癀和云南白药。

3、从公司估值看，作为唯一具备公司、产品双品牌，且大股东及管理层极具担当，资源整合能力强，应给予估值溢价，静态看 18 年 43x 估值合理，动态看仍有提升空间

唯一具备公司、产品双品牌，大股东及管理层极具担当，资源整合能力强，应给予估值溢价。

1) 广誉远为商务部首批授予的中华老字号，企业历史悠久，品牌美誉度高，可比如同仁堂；主导产品龟龄集、定坤丹为国家保密配方，久享盛誉，可比如片仔癀、云南白药；公司作为唯一具备公司、及核心产品双品牌的企业，我们认为在给予估值倍数时，应给予公司额外溢价；

2) 公司实际掌门人东盛集团董事长郭家学及其管理团队极具企业家精神和责任担当，在东盛集团经营极端困难的情况下，坚持偿还自身及担保、互保的债务，2005-2012 年 8 年间，清偿共计 48 亿的巨额债务（其中主债权 32 亿、担保互保债务 16 亿），在改革开放三十多年来债务问题能够得以如此解决，仅东盛一家；

3) 郭家学及其团队并购整合，嫁接资源能力优秀，郭家学有医药业资本操盘手之称，在 2000 年收购江苏启东盖天力后，通过品牌营销，使“盖天力”、“白加黑”声名鹊起，次年白加黑即实现营收 2.39 亿，盖天力实现营收 1.09 亿。我们认为在考虑估值问题需要将品牌及实际控制人、管理团队这些隐性但十分重要的因素纳入综合考虑，公司具备美誉度极高的双品牌，实际控制人及管理团队极具担当精神、同时具备较强资源整合、资本运作能力，相比同类型企业（片仔癀对应 18 年 50x），理应给予估值溢价，当前时点公司对应 18 年 43x，静态看合理，在消费升级或将带动医药消费类公司整体估值中枢上移大背景下，动态看，公司估值仍有提升空间。

4、为什么当前时点推荐？发展新阶段，未来三年或迎来爆发式增长

2012年之前由于大股东东盛集团深陷债务危机，无暇顾及公司发展，2013年东盛债务问题基本解决，掌门人郭家学和东盛集团也开启了新的征程即中兴广誉远，目标是将其打造成精而美、久而美的企业，从传承500年到千年老字号，广誉远由此迎来历史发展的机遇期。经过3年调整，公司在2016年实现了营收翻倍增长，归母净利增长近60倍，2017年营收增长24.73%，归母净利增长92.82%。我们认为2018年是公司发展新阶段承前启后的一年，公司未来凭借经典国药+精品中药+养生酒三大产品系列齐驱，大概率将在发展的快车道上加速前行。随着定坤丹和龟龄集养生酒顺利推广，未来三年或迎来爆发式增长，当前时点，建议投资者提前布局，分享公司快速发展阶段盈利和估值持续提升的双击过程。

1. 中华老字号焕发新活力

1.1 五百年文化传承，清代“四大名店”之一

广誉远为现存历史最悠久的中药企业。其前身广盛号始创于明嘉靖二十年（公元 1541 年），距今已有 477 年的历史，先后经历了“广盛号”、“广源兴”、“广升聚”、“广升誉”、“广盛远”及“山西中药厂”等十几个商号厂家。在清代曾与广州陈李济（建于 1600 年）、北京同仁堂（1669 年建立）、杭州胡庆余堂（1874 年建立）并称为“四大名店”，现为山西省中药企业典范，并在 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，是国内唯一拥有两个“国家保密品种”和三项“国家级非物质文化遗产”的企业。

表 1：公司为现存历史最悠久的中药企业

时间	大事记
1511	明嘉靖二十年，“广盛号”药铺开设于山西省太谷西街钱市巷；
1736-	清乾隆年间，祖籍山西太谷的监察御史孙廷夔因母病重求药，设法从太医院将宫廷用药定坤丹的处方抄出；
1795	龟龄集作为乾隆皇帝“不可一日不用”的六种补品之首，得御批“甚好，足嘉也”；
1808	清嘉庆十三年，太谷广盛号改组为广升聚（亦称广升药店聚记），并在汉口、怀庆（河南沁阳）两地设立分庄；
1878	清光绪四年，广升聚再次改组，增加 7 家新的资本，商号更名为广升蔚；
1881	清光绪十年，广升远记在太谷县成立，前为门市，后设批发部并制造丸散膏丹；
1907	清光绪三十三年，广升蔚因股东改变，商号改名为广升誉，而后改名为广升誉正记；
1912	广升远在香港等地设立分支机构，将龟龄集运港转向南洋一带推销；此为龟龄集出口之始；
1951	广升远、广升誉，向国家提出合营申请，4 月 1 日，由山西省公私合营太谷广誉远制药厂正式成立；
1963	广誉远制药厂在太谷城外西南隅选定的 6 万平方米的新厂房建成投产；
1966	山西太谷广誉远制药厂更名为红卫制药厂；
1973	太谷红卫制药厂更名为山西中药厂；
1997	山西中药厂更名为山西广誉远中药有限公司；
2003	2003 年 8 月，西安东盛集团投资控股广誉远，并更名为山西广誉远国药有限公司。

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

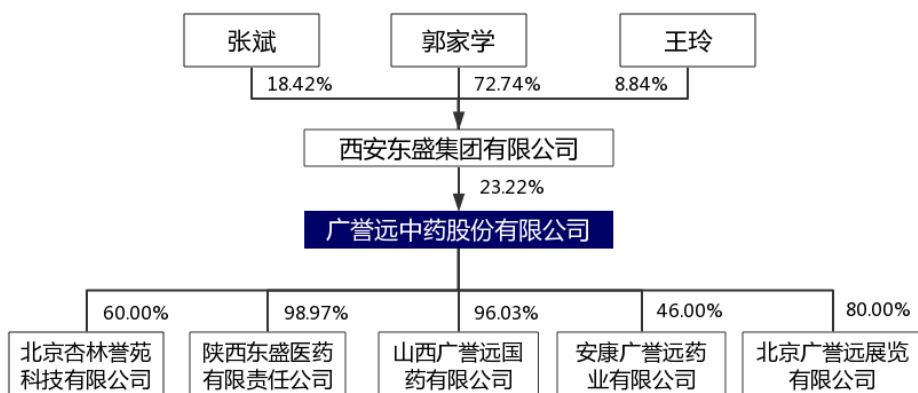
表 2：龟龄集、定坤丹均为国家中药保密品种

序号	药品名称	生产厂家	级别
1	云南白药	云南白药	绝密级
2	片仔癀	漳州片仔癀	绝密级
3	安宫牛黄丸	同仁堂	保密级
4	华佗再造丸	广州奇星	保密级
5	麝香保心丸	上海和黄	保密级
6	六神丸	苏州雷允上	保密级
7	龟龄集、定坤丹	广誉远	保密级

资料来源：CNKI，东兴证券研究所

东盛入主，更名广誉远国药。2003年8月，西安大型现代化医药企业东盛集团入主公司，并更名为山西广誉远国药有限公司，公司由此成为集中成药研发、生产、销售于一体的高科技现代化的制药企业。

图 1：东盛入主，更名广誉远国药



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

实际控制人为有医药业资本操盘手之称的郭家学，资源嫁接整合能力优秀。东盛入主后公司实际控制人由晋中市政府变为郭家学——一位在其 21 岁（1987 年）时从学校辞职下海创业，创办东盛集团，并于 1999 年并购同仁铝业成功借壳上市，实现资本和实业的结合，并为随后收购一系列的医药产业获得了一个战略性的平台，2000 年 3 月“同仁铝业”改名“东盛科技”。

表 3：广誉远掌门人为有医药业资本操盘手之称的郭家学

时间	大事记
1999-2000	<ul style="list-style-type: none"> 1999.11，东盛集团受让青海同仁铝业股份有限公司 28.92% 国家股股权，成为该公司的第一大股东； 2000.03，“同仁铝业”改名“东盛科技”； 2000.08，完成铝业资产和医药资产置换；
2000	<ul style="list-style-type: none"> 2000.08，东盛科技以 7000 万认购青海制药集团 52.9% 的股权；青海制药为国家麻醉药基地； 2000.11，东盛科技以 1200 万收购江苏启东盖天力制药 80% 的股权，后受让法人股和内部股，持股比例上升到 89.66%，合计投资 1682 万元； 通过品牌营销，“盖天力”、“白加黑”声名鹊起，次年即 2001 年实现营收 2.39 亿，盖天力实现营收 1.09 亿；
2003	<ul style="list-style-type: none"> 2003.06，以 1.384 亿收购湖北上市公司潜江制药 29.51% 的股权；潜江制药为国家眼药基地； 2003.08，东盛集团收购了 400 多年历史传承的山西广誉远；
2004	<ul style="list-style-type: none"> 2004.10，东盛集团牵手国药集团共同组建中国医药工业有限公司（国药工业，东盛持股 49%），国药工业支付 7.5 亿元收购云药集团 50% 的股份；

资料来源：公司年报，公司公告，东兴证券研究所

之后，东盛科技在 2000 年 11 月以 1200 万价格收购了启东国资局所持盖天力制药 80% 的股权，盖天力旗下有品牌“盖天力”和“白加黑”两大系列，公司收入囊中后通过

对消费者进行画像，形成比较具象的目标人群，分析其行为特征，实现广告的精准的投放，（白加黑主要针对是都市白领，白天上班，下班后应酬后回家接近晚 9-10，会收看晚间新闻和上门户网站浏览最新热点事件，故公司将广告主要投放在晚间新闻和各大门户网站），实现了盖天力旗下两大系列产品的迅速放量。根据公司 2001 年年报数据，“白加黑+小白糖浆”全年营收较上同比+563.38%，盖天力同比+113.05%。白加黑在 2002 年也一跃成为国内销量第一的感冒药。

1.2 中药瑰宝，久享盛誉

广誉远主要从事中药产品的生产、销售，核心业务为中成药业务。现有丸剂、散剂、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、口服液、煎膏剂、酒剂等 8 种制剂，104 个药品注册批件、1 个保健食品注册批件、129 个商标、16 个专利技术。控股子公司山西广誉远共有 33 个医药品种被列入《国家基本药物目录（2012 年版）》、62 个药品入选了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》。其四大核心产品为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸，其中龟龄集、定坤丹为国家级保密处方，诞生于明朝中叶的龟龄集、清朝中叶的定坤丹，原为皇室养生珍宝，后辗转流入民间，历经几百年的历史传承，屡获国际和国家重大奖项，久享盛誉。

表 4：公司四大核心产品

序号	药品名称	治疗领域	功能主治	保护品种
1	龟龄集	内科扶正	强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱、记忆减退，夜梦精溢，腰酸腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振。	国家秘密级
2	定坤丹（大蜜丸）	妇科扶正	滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛。	国家秘密级
3	定坤丹（水蜜丸） 定坤丹（口服液）	妇科扶正	滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛、崩漏下血、赤白带下、血晕血脱、产后诸虚、骨蒸潮热。	国家秘密级
4	安宫牛黄丸	内科开窍	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。	--
5	牛黄清心丸	内科开窍	清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩，痰涎壅盛，神志混乱，言语不清及惊风抽搐、癫痫。	--

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 5：专注保健领域的龟龄集酒

序号	药品名称	治疗领域	功能主治	注册药品分类
1	加味龟龄集酒	内科扶正	强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰酸腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振。	中药
2	龟龄集酒	--	延缓衰老、抗疲劳	保健食品

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

主导产品“龟龄集”和“定坤丹”现为国家级保密处方，分别在 2008 年和 2011 年被中华人民共和国国务院评为国家级非物质文化遗产。龟龄集、定坤丹，“御用圣品”的宫廷出身，数百年的药用历史，深刻佐证了其功效卓著；多位皇帝的相关御批，真实确凿

的史料档案，更显其品味尊贵。包括龟龄集、定坤丹在内，广誉远系列产品荣获众多国际级奖项、国家级荣誉，在国际传统医药界有深远影响。






表 6：两大国家级保密配方龟龄集、定坤丹，历经百年传承，久享盛誉

时间	所获奖项（荣誉）
1736	• 清乾隆年间，龟龄集作为乾隆皇帝“不可一日不用”的六种补品之首，得御批“甚好，足嘉也”；
1915	• 龟龄集获巴拿马博览会金质奖；
1957	• 龟龄集获国家级中药保护处方；
1960	• 龟龄集、定坤丹作为山西独有的有效成方的代表列入山西省卫生厅校订的《山西中成药成方选集》；
1979	• 龟龄集获国家优质产品银质奖。同年，叶剑英元帅为山西制药厂题名厂名；
1980	• 定坤丹获国家优质产品银质奖；
1981	• 龟龄集获国家质量金奖；
1985	• 定坤丹获国家优质产品金奖，牛黄清心丸获国家医药管理局优质产品奖；
1986	• 龟龄集和龟龄集酒首次踏上南极乔治王岛，成为中国南极科考队首选保健品；
1988	• 龟龄集、定坤丹在全国首届中成药“健康杯”评奖中，荣获传统产品金杯奖；
1990	• 龟龄集酒获得中国保健食品金奖；
1991	• 龟龄集获得北京长城国际金奖；
1993	• 雅加达中国医药卫生科技成就展金奖；
1995	• 联合国第四次妇女大会唯一指定妇科中药；
1998	• 龟龄集、定坤丹被列入国家基本药物名录；
2000	• 龟龄集被列入国家中药保护品种；
2001	• 龟龄集、定坤丹获山西省标志性名牌产品称号；
2004	• 龟龄集、定坤丹获秘密级国家秘密技术；
2008	• 龟龄集获国家级非物质文化遗产；
2011	• 定坤丹获国家级非物质文化遗产；安宫牛黄丸获省级非物质文化遗产；
	• 龟龄集荣获气血津液疾病类中药 10 强；定坤丹荣获妇科疾病类中药 10 强；

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

公司核心竞争力可以概括为“12345”。即 1 个中华老字号，2 个国家保密配方，3 个非物质文化遗产，4 个核心产品，近 500 年文化传承。

图 2：广誉远核心竞争力“12345”

-  一个中华老字号：广誉远，曾与同仁堂、胡庆余堂、陈李济并称为“清代四大名店”
-  两个国家级中药保密配方：龟龄集和定坤丹
-  三项国家非物质文化遗产，且山西广誉远是中国仅有的三家中药文化传承场所之一
-  四大核心产品：龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸
-  五百年文化传承：古法炮制的理念和工艺，其他中药企业无法复制和学习

资料来源：东兴证券研究所

1.3 发展新阶段，重拾高增长

大股东八年清偿 48 亿巨债，历史债务问题已经解决。自 1999 年东盛集团收购同仁铝业后拥有了自己的并购平台，在随后的 5 年内先后大手笔收购了江苏启东盖天力、青海制药、丽珠集团（后退出）、湖北潜江制药、借道入主云药集团（牵手国药集团组建国药工业，由国药工业支付 7.5 亿收购云药集团 50% 的股权），一时风光无限。然而始料未及的是，2004 年国家开始宏观调控银根紧缩，次年东盛集团担保的两家陕西国企破产，银行挤兑东盛集团的银行账号被冻结，这使东盛集团前期因大规模扩张原本紧绷的资金链开始出现危机。屋漏偏逢连夜雨，东盛集团前期一笔银行贷款到期后未获得银行后续贷款成为了资金链断裂的最后一根稻草，而前期并购占用上市公司东盛科技 15.88 亿的资金的事情也在 2006 年被爆出，这对大股东以及郭家学都是致命一击，本可以通过破产重组解决债务问题，进而重拾世界 500 强的梦想，但作为极具担当和企业家精神的郭家学和其管理团队选择通过处置资产的方式来清偿债务，2005-2012 年，东盛集团用八年时间，通过出售白加黑等资产方式清偿了 48 个亿的债务（其中主债权 32 亿，以及担保互保债务 16 亿），改革开放三十几年间，巨额债务能够得以如此解决的，独东盛一家。2013 年大股东东盛集团历史债务问题已经解决，开启新征程，中兴广誉远，公司由此迎来历史发展机遇期。所涉及民事诉讼款项全部结清，受冻结股份已解除冻结。郭家学和东盛集团也开启了新的征程即中兴广誉远，目标是将其打造成精而美、久而美的企业，从传承 500 年到千年老字号，广誉远由此迎来历史发展的机遇期。

表 7：大股东东盛集团债务问题已经解决

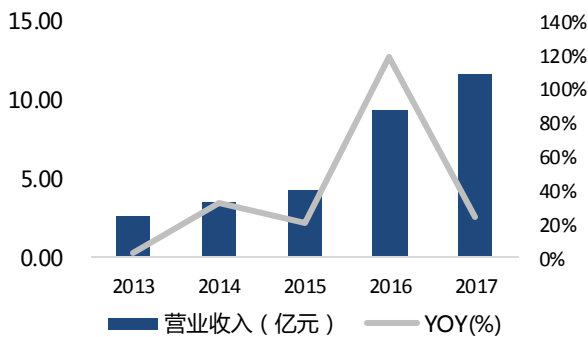
债权人	债务金额(万元)	借款期限	备注
陕西王府实业有限公司、王登广	8,250	2010.5.10-2014.6.30	已于 2016 年 1 月 28 日支付 9,200 万元（含利息），已结案
湖北圣泽有限公司	500	2014.9.30 到期	已于 2016 年 1 月 29 日支付 511.46 万元(含诉讼费)，已结案
陕西金源投资控股集团 有限公司	160	2010.2.4-2010.3.31	已于 2016 年 2 月 1 日清偿完毕，已结案
浦发银行西宁分行	6,600	2014.10.9-2016.4.9	已于 2016 年 6 月偿还本息
长城国瑞证券有限公司	50,000	2015.11.10-2016.11.9	已于 2016 年 6 月提前回购
开源证券股份有限公司	44,000	2016.06.02-2017.06.02	-
未到期债务合计	44,000	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所；备注：截至 2016.6.30 东盛集团债务清偿情况

定增收回核心子公司 40% 股份。广誉远在 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，持股比例由之前的 55% 上升至 95%，2017 年 1 月又利用募集资金向山西广誉远注资，持股比例上升至 96.03%，大股东东盛集团持有公司股份比例上升至 23.22%。公司发展重心转为**振兴和传承广誉远国药文化，进入加速发展的快车道。**

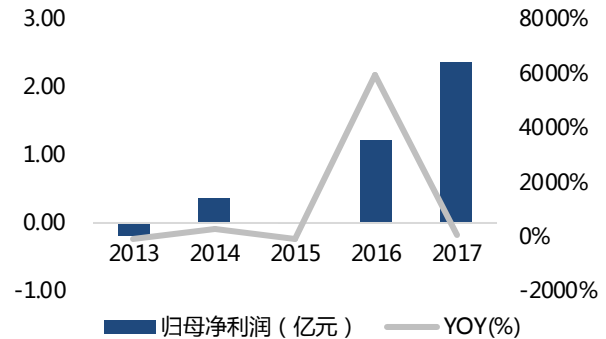
公司营收、净利重拾高增长。广誉远2016年全年实现营收9.37亿元，同比+118.70%，归母净利润1.23亿元，同比+5948.84%；2017年全年实现营收11.69亿元，同比+24.73%，归母净利润2.37亿元，同比+92.82%。主要因为“传统中药+精品中药”两大业务板块发展得到有力支持，市场活动全面开展，投入不断加大，医院、OTC、商业等终端渠道快速增长，销售收入快速提升；同时，核心子公司山西广誉远开始享受高新技术企业所得税税收优惠，定增及注资完成后山西广誉远并表比例从55%上升至96.03%，使2016/17年归母净利爆发性增长。

图 3：2013 年后营收重拾高增长



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

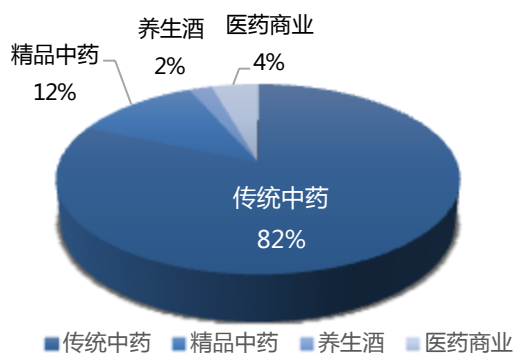
图 4：2012-2017 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

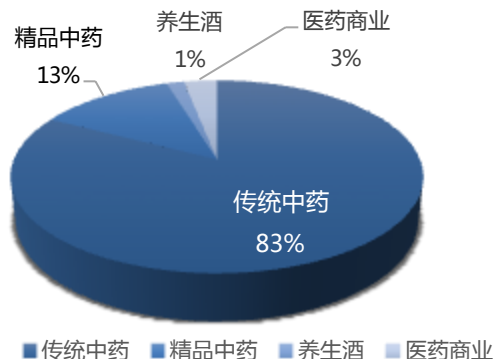
分板块来看，2017年医药工业实现营收10.90亿元（传统中药9.50亿元+精品中药1.39亿），同比+43.65%，整体毛利率提升2.58个百分点；医药商业营收5152.37万元，同比-62.13%，毛利率下降6.04个百分点；养生酒营收2545.15万元，同比-36.77%，毛利率提升3.37个百分点。公司营收和净利的主要来源仍然是来自于营收占比超过80%的传统中药，公司通过强化包括商务（与全国或区域性商业龙头合作）、OTC及医院端等主要渠道布局（目前已覆盖近10万家药店终端及约4000家医院终端），实现传统中药板块63.93%的增长。医药商业的下滑主要是受到两票制政策的影响，养生酒业务因生产车间未如期完工受到拖累。随着市场对两票制政策的消化以及新厂在2018年的投入使用，以上两项业务预计将重回增长态势。

图 5：传统中药营收占比超 80%



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

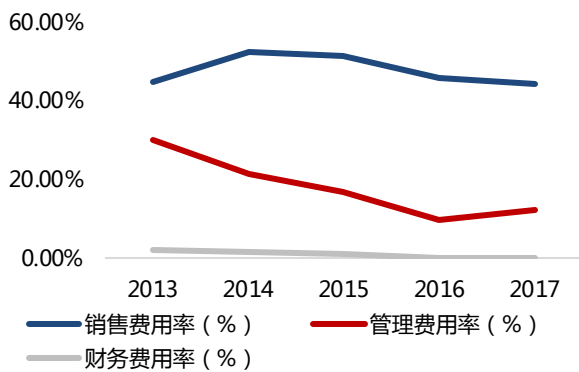
图 6：传统中药目前仍为公司利润的主要来源（毛利结构）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

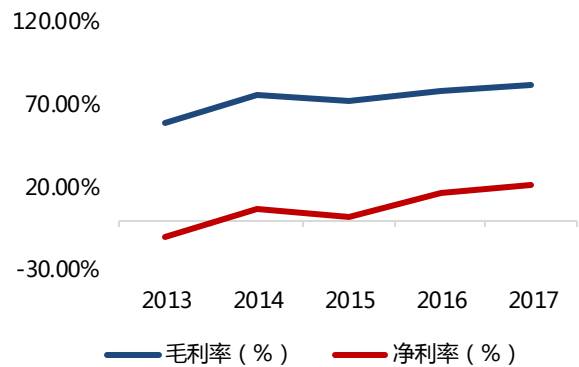
费用方面, 三大费用率保持相对稳定。随着公司品牌知名度和影响力逐步提升, 销售网络广度和深度持续加强, 规模效应进一步摊薄了销售费用, 销售费用率较上年下降 1.85 个百分点; 管理费用率上升 2.42 个百分点, 主要原因是研发投入增加及员工薪资福利的改善; 财务费用率较上年上升 0.07 个百分点, 变化不大。在公司营收快速增长的情况下, 各项费用率基本保持稳定, 表明公司在费用控制方面措施得力, 工作到位。公司毛利率提升 4.45 个百分点, 净利率提升 4.99 个百分点, 主要是产品提价及高毛利品种占比增加所致, 公司的盈利能力继续增强。

图 7: 三大费用率呈下降趋势



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

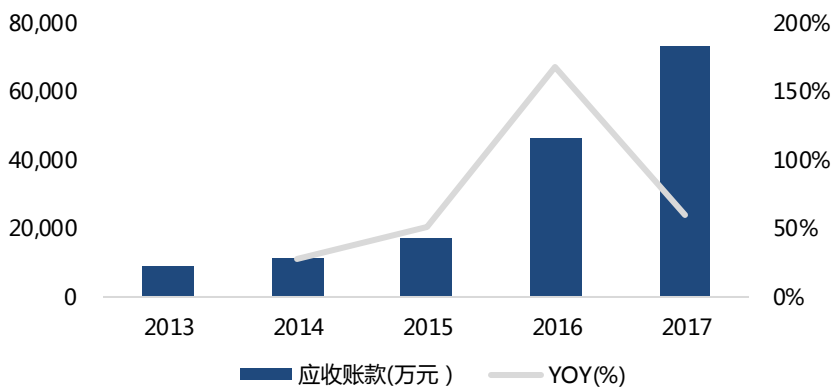
图 8: 毛利率和净利率水平稳步提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

快速推广期, 应收账款增加明显, 预计后期将逐渐恢复正常。公司 2017 年年底应收账款余额 7.35 亿, 同比增长+58.87%, 公司应收账款大幅增加, 主要由传统中药产品销售收入快速增加。2017 年, 公司开启了“学术+品牌”双轮驱动, 强化顶级学术项目合作, 深化“春蕾行动”、“秋收行动”, 推动渠道进一步下沉及覆盖, 药店管理终端近 30000 家, 覆盖终端 10 万家, 医院管理终端 4000 家, 在拉动了销售收入快速增长的同时, 使得应收账款也随之大幅度增长, 但风险可控。我们认为随着公司渠道布局的完成, 应收账款/营业收入在后期将逐渐恢复到正常水平。

图 9: 公司处于快速推广阶段, 应收账款增加明显, 预计后续将恢复到正常水平



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 两大主导品种，传统+精品并行

2.1 龟龄集：补脾胃之元阳，益命门之真火

2.1.1 皇室尊贵“御用圣药”，养生国宝

龟龄集源自明清两代宫廷秘方，1957年被列为国家中药一级保密处方，与云南白药、片仔癀、上海六神丸并称为中药四大秘方，且为首方。龟龄集源于我国道家的炼丹术，前身是道家经典《云笈七笈》所珍藏的凝结道家千年养生文化精华的“老君益寿散”。明代嘉靖皇帝在二十九岁时，重病不起又无子嗣，为延续皇室血脉下诏广征医方。当时两位著名方士邵元节和陶仲文在“老君益寿散”的基础上，加减化裁、集天地养生滋补珍品，融道家“炉鼎升炼”技术，制成“仙丹”。嘉靖服用后，身体日臻强壮，并诞下七位皇子、五位公主，大喜之余将此仙丹赐名“龟龄集”，奉为“御用圣药”。

图 10：明宫历史记载修合（制作）龟龄集的文字资料



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

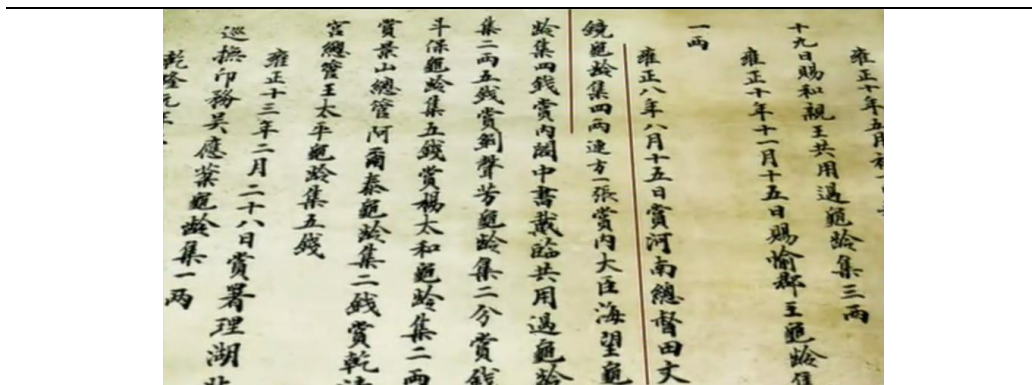
图 11：龟龄集清代包装



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

龟龄集深受明清两代皇帝的喜爱，据《清宫医案研究》统计，从明嘉靖皇帝到清宣统皇帝几百年间共有 18 代皇帝将龟龄集奉为“秘享之宝、养生圣品”。雍正曾赏赐河南总督田文镜四两龟龄集，而赏赐其他王公大臣一般都是几钱，特别表明了雍正对田文镜的格外信宠。

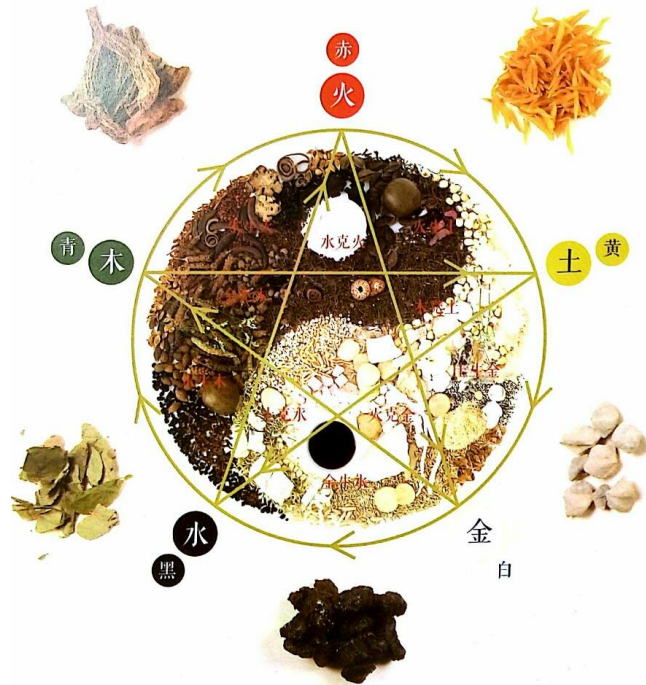
图 12：雍正皇帝赏赐王公大臣龟龄集历史档案



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

龟龄集在选材、组方和炮制上都贯穿着阴阳五行的思想。通过五行对应五方、五色、五季、五味、五脏，加天地人三才，荟萃 28 味天地珍品，以应 28 味星宿，进行选材、组方、炮制，不仅是道家炼丹术的活化石，也是中医药的活化石，占据国家级非物质文化遗产中不可替代的一席。

图 13：龟龄集选材与阴阳五行思想



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

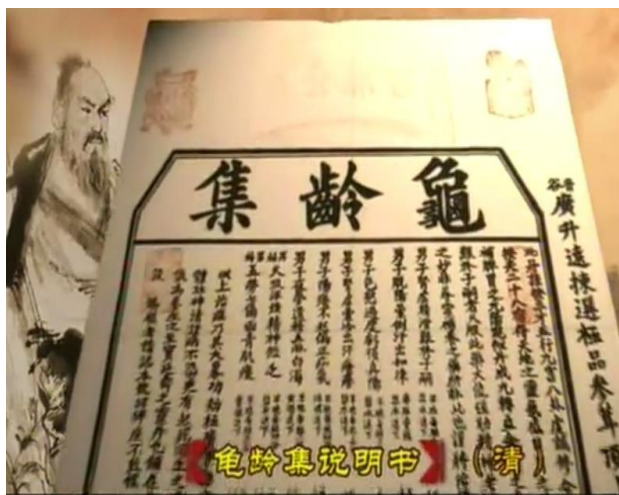
表 8：龟龄集在选材、组方、炮制上都贯穿着五行生克的思想

五行	五方	五色	五季	五味	炮制	五脏
木	东：人参	青：石燕	春：锁阳	酸：醋	烧炭法	肝
火	南：附子	赤：枸杞	夏：淫羊藿	苦：黄酒	火燻法	心
土	中：地黄	黄：甘草	长夏：鹿茸	甘：蜂蜜	土埋法	脾
金	西：枸杞	白：天冬	秋：人参	辛：姜汁	银锅升炼法	肺
水	北：肉苁蓉	黑：熟地	冬：雀脑	咸：盐	水浴法	肾

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

清代龟龄集说明书记载着“三才五行，二十八宿”。三才指天冬、地黄和人参，暗应天、地、人三才合一；五行指根据阴阳五行中的五方、五味、五星等选料，依据五方“东西南北中”选用东北人参、四川天雄、中原生地、西夏枸杞、内蒙古肉苁蓉等来自五个方位的药物；依据五季采集应时药材，如春挖锁阳、夏采淫羊藿、冬取雀脑等；二十八宿对应天上的二十八星宿，暗指配方包含二十八味中药材，包括天上飞的，地上跑的，水里游的，土里长的等众多名贵药材。

图 14：清代龟龄集说明书



资料来源：国宝档案、东兴证券研究所

图 15：龟龄集部分中药材



资料来源：国宝档案、东兴证券研究所

龟龄集的主要功效是强身补脑、固肾补气，有着深厚的中医理论基础。中医传统理论认为肾为先天之本，人的生命来源于父母的精血，这种先天得来的元气藏于肾，决定着一个人的生长、发育和繁殖，是生命运动的原动力。

表 9：龟龄集九大神奇功效

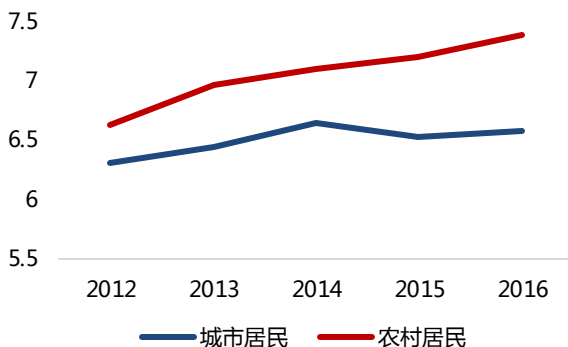
功效	中医理论依据	功效说明
温补肾阳，振奋阳事	肾藏元阳，命门之火衰微，则阳事不兴	以鹿茸、海马、淫羊藿等振奋肾阳之品，可治疗和预防阳痿、性冷淡，显著提高性机能
固肾补气，摄纳有力	肾主纳气，肾气衰减，则摄纳无力，呼吸表浅，动则气喘	以人参、鹿茸、杜仲等固肾补气，以使肾摄纳有力，呼吸有根，治疗气短、喘促等肾不纳气症状
益精填髓，绵延子嗣	肾藏精，主生殖。肾失封藏，则容易出现早泄、遗精等症状；肾精不足，则容易出现不育	以鹿茸、补骨脂、肉苁蓉等益精填髓，用于不育症、早泄、遗精、老年骨折难愈等症状
大补元气，增强体质	气者，人之根本也。气虚则精神不振，疲倦乏力，常自汗出	以人参、鹿茸等大补元气，充盈精气神，以消除疲劳，增强体质
健运脾胃，增进食欲	脾主运化，脾失健运，则影响食物的消化和水谷精微的吸收，而出现食欲减退、腹部胀满	以人参、丁香、砂仁等健运脾胃，促进消化、增强食欲
补脑养神，改善健忘	脑为髓海，元神之府，主人的记忆。精血亏虚，脑失所养，则精神不振、健忘、头晕	以鹿茸、熟地黄、菟丝子以益精填髓，补脑养神，增强记忆力
补心益肺，通调气机	肺主呼吸，心主血脉，心气不足，不能养心则见心悸。肺气虚弱，卫阳不固则见气短、自汗	以人参、鹿茸等补益宗气以增强心肺之功能
扶正祛邪，防治未病	圣人不治已病治未病	滋补为主，辅以穿山甲、牛膝、石燕、大青盐等活血通络，清热祛湿，扶正不留邪，防治未病
抗老防衰，延年益寿	肾精、肾气主人之生长发育，人体的生、长、壮、老、已过程，取决于肾精、肾气的盛衰	以人参、鹿茸为君药，补肾气，益肾精以陪护人的根本，久服则能抗老防衰，延年益寿

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

2.1.2 补肾市场超百亿，中成药受消费者喜爱

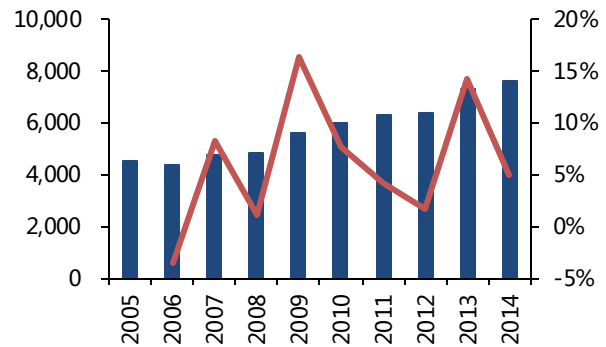
龟龄集对应着我国超规模百亿，增速 15%左右的补肾市场。我国补肾历史悠久，传统中医理论认为肾为“先天之本”、“生命之源”，其生理功能是藏精、主水、主纳气、主骨、生髓，与人体骨骼、血液、肌肤等息息相关。据《2017 年中国统计年鉴》，我国 2016 年居民的泌尿生殖系统疾病死亡率，城市居民达到 6.58（1/10 万），占比为 1.07%，农村居民达到 7.38（1/10 万），占比为 1.09%，是导致我国居民死亡的第九大因素。另外，泌尿生殖系统疾病出院者平均医药费用从 2005 年 4553.14 元增加至 2014 年 7645.22 元，年化增速 6%左右。

图 16：全国居民泌尿生殖系统疾病死亡率（1/10 万）



资料来源：wind、东兴证券研究所

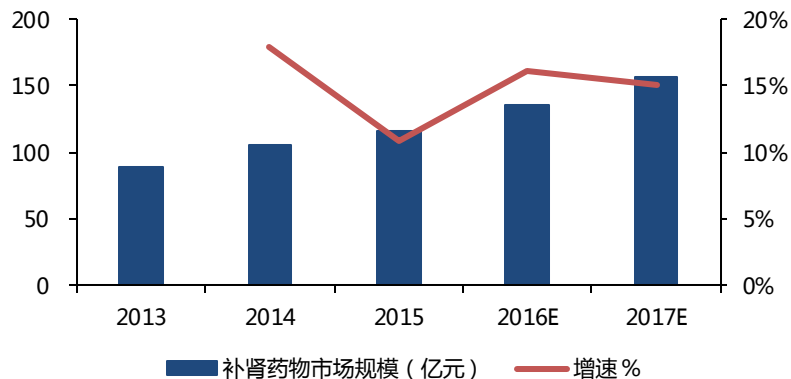
图 17：泌尿生殖系统疾病出院者平均医药费用（元，%）



资料来源：wind、东兴证券研究所

补肾市场规模超百亿，中成药受消费者喜爱，占比超 60%。现代人工作压力较大、生活不规律、环境污染较严重，导致肾虚患者不断增加，同时消费者健康意识越来越强，补肾类药物逐渐从老年人群体扩展到中青年群体，近几年市场规模保持较高的增长率，2015 年，补肾药物市场规模为 116.84 亿元，同比增长 11%，2016 年市场规模约 135.7 亿元，同比增长 16.2%。未来补肾药物市场前景更加广阔，2017 年有望达到 150 亿元。

图 18：补肾药物市场规模及增速



资料来源：CMH、东兴证券研究所

中成药是补肾药物市场主导品类，占比超过 60%，这归根于中国历来传承的补肾文

化。2015年, 化学药方面, 市场份额第一的是费森尤斯卡比的复方 α -酮酸片, 占比6.9%; 中成药方面, 排名第一的是汇仁药业的肾宝片, 占比4.95%。排名前十中, 中成药占据6席。

2.1.3 龟龄集加快市场拓展, 有望实现后来居上

“御用圣品”龟龄集在补肾药市场上优势明显。目前市场上主流的补肾药物, 除了广誉远的龟龄集还有汇仁肾宝、古汉养生精口服液、太极补肾益寿胶囊、仲景六味地黄丸。从主要成分来看, 龟龄集包含红参、鹿茸、穿山甲等28种名贵中药, 经独特的古法炮制工艺而成, 相比竞品更有优势。从品牌底蕴来看, 龟龄集是明清两代皇帝“御用圣品”, 拥有近500年文化传承, 有着令人神往的功效和令人尊崇的历史, 得到过朱德委员长、叶剑英元帅、邓颖超、陈毅、杨成武、班禅额尔多尼等十余位中央领导的赞许。从每日服用费用来看, 龟龄集32元、肾宝片23元、古汉养生精口服液9.2-27.5元、太极补肾益寿胶囊4.3元、仲景六味地黄丸1.7元, 可见龟龄集定位最为高端。

表 10: 主要补肾药物对比, 龟龄集优势明显

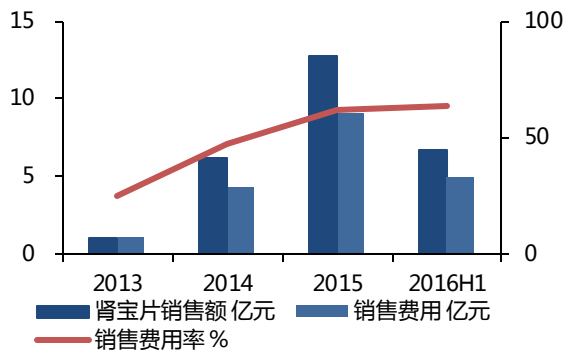
公司名称	广誉远	汇仁药业	启迪古汉	太极集团	宛西制药
药品名称	龟龄集	肾宝片	古汉养生精口服液	补肾益寿胶囊	六味地黄丸
主要成分	本品为人参、鹿茸、海马、枸杞子、丁香、穿山甲、雀脑、牛膝、锁阳、熟地黄、补骨脂、菟丝子、杜仲、石燕、肉苁蓉、甘草、天冬、淫羊藿、大青盐、砂仁等药味经加工制成的胶囊。	淫羊藿、葫芦巴、金樱子、熟地黄、补骨脂、蛇床子、制何首乌、肉苁蓉、枸杞子、菟丝子、五味子、覆盆子、黄芪、红参、白术、山药、茯苓、当归、川芎、小茴香、车前子、炙甘草。	人参、炙黄芪、枸杞子、女贞子(制)、菟丝子、金樱子肉、淫羊藿、白芍、麦芽(炒)、黄精(制)、蜂蜜(精制)、炙甘草。辅料为蜂蜜(精制)、苯甲酸、羟苯乙酯。	红参、何首乌(制)、枸杞子、淫羊藿、黄精、灵芝、珍珠、丹参、甘草辅料为淀粉。	熟地黄、酒萸肉、牡丹皮、山药、茯苓、泽泻。
产品功效	强身补脑, 固肾补气, 增进食欲。	调和阴阳, 温阳补肾, 扶正固本。	补气, 滋肾, 益精。	补肾益气, 能调节老年人免疫功能趋于正常。	滋阴补肾。
每日服用费用	32	23	9.2-27.5	4.3	1.7
分类	Rx	OTC	OTC	OTC	OTC
中药保护品种	国家秘密级	国家中药二级保护	曾为国家中药保护品种	-	-
公司是否上市	是	否	是	是	否

资料来源: 康爱多, 东兴证券研究所。备注: 每日服用费用根据康爱多网上药店价格, 按用法用量计算。

汇仁肾宝片销售额从2013年不足1亿元快速增长到2015年12.8亿元, 迅速占据国内补肾药市场第一位, 表面上成绩骄人, 但仔细分析可以发现, 肾宝片的快速增长主要来自广告营销的大力推动, 肾宝片占汇仁药业收入73.8%, 汇仁药业销售费用也从2013年1.1亿元猛增至2015年9.1亿元, 2016年销售费用率进一步上升到64%。随着新媒体对传统电视广告的冲击, 以及广告投放的边际效益递减, 预计肾宝片将难以保持高速增长。

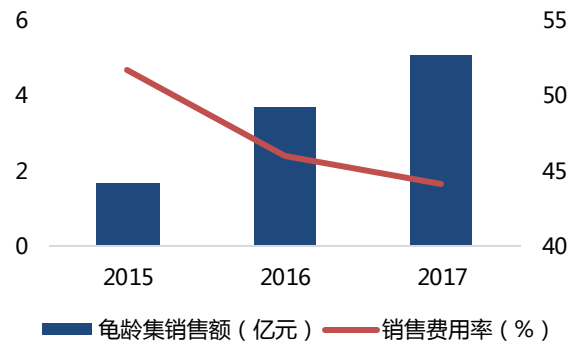
龟龄集疗效口碑俱佳, 无需堆积销售费用谋增长。2017年龟龄集销售额3.7亿元, 同比大增38%, 不同于汇仁药业巨额广告投入, 广誉远近三年的销售费用率保持下降, 呈现良性发展趋势, 2017年销售费用率为44.14%。虽然目前龟龄集在市场份额上不占优势, 但综合来看, 龟龄集拥有以下诸多优势: 国家保密配方、非物质文化遗产、明清皇帝“御用圣药”、独特的古法炮制工艺、五百年文化传承及口碑。

图 19: 2013-2016H1 肾宝片销售额与公司销售费用率



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 20: 龟龄集销售额与公司销售费用率



资料来源: wind、东兴证券研究所

2.2 定坤丹：万千宠爱，一丸定乾坤

2.2.1 宫帏圣药，养血舒郁，疗效显著

定坤丹深受乾隆皇帝与慈禧太后肯定。公元1739年，乾隆皇帝诏令70多名精通医学兼通文理的医官编撰《医宗金鉴》，在编撰期间，乾隆皇帝还下诏医官拟定一方以解决后宫嫔妃因终年深锁红墙出现的情志抑郁、月经不调等诸多身心问题。施之后宫，疗效颇佳，乾隆取“安定坤富”赐名“定坤丹”。1900年，八国联军侵华，慈禧太后仓皇西行避乱，途中妇科顽疾复发，行至山西太谷时，服用县令进奉的两粒定坤丹后康复，慈禧感念定坤丹药效不凡御笔亲书“平安富贵”牌匾。

图 21: 慈禧太后为定坤丹题词“平安富贵”



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

定坤丹汇集中医中药精粹, 疗效确定。广誉远秉承“药材虽贵, 不减物力”的理念, 严苛把关, 精选地道药材。定坤丹集八大名方于一炉, 围绕“女子以肝为先天”、“以血为本”、“肾藏精主生殖”、“脾胃为气血生化之源”的生理特征, 通过益气养血、活血通络、疏肝理气、补肾健脾, 以达到综合全面调理女性身体的效果。精选红参、鹿茸、三七、

西红花、当归、熟地、阿胶等 30 味药材配伍而成。功效为滋补气血、调经舒郁，用于气血两旺、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛。每一味药材皆遵循古法炮制，采用复方升炼工艺，从火候、时间、辅料投放到炒制的颜色、气味，皆由经验丰富、有着数十年从业经验并得师承的老药工亲自把关。每道工序均设有严格的工艺参数和要求，绝不偷工加料，更无苟且马虎。

图 22：定坤丹选材暗合阴阳八卦



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 23：定坤丹名贵中药成分

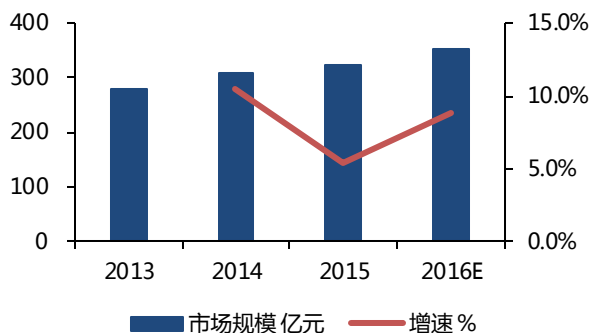


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

定坤丹在临床应用中有着卓越的疗效，研究表明，在子宫内膜异位、痛经、不孕症、乳腺增生等疾病的治疗有效率高达 90% 以上。因此，定坤丹也被收录于《中国妇科疾病常见疾病诊疗指南》、《妇科寒病诊疗指南》、《中成药临床应用指南》以及大学教材《中医妇科学》、《中西医结合妇产科学》等。

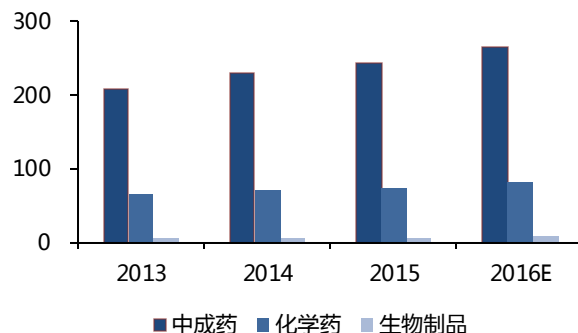
2.2.2 妇科疾病用药市场超 300 亿，定坤丹有望快速赶超

图 24：2013-2016 年妇科疾病药物市场规模（亿元）



资料来源：CMH，东兴证券研究所

图 25：2013-2016 年妇科疾病中西药市场规模（亿元）

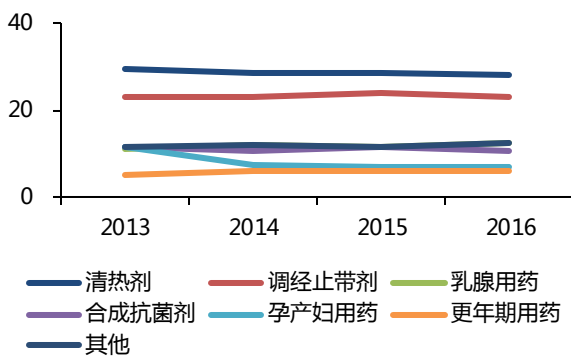


资料来源：CMH，东兴证券研究所

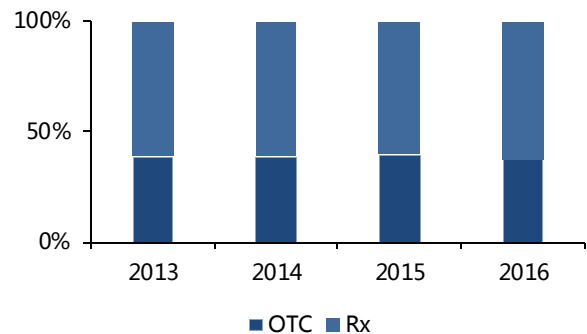
中成药独秀于 300 多亿妇科用药市场。据 WHO 调查：全球妇科疾病发生率超过 65%，而育龄期妇女发病率高到 70% 以上，我国妇科疾病患病人数近 2.8 亿；据《2017 年中国统计年鉴》数据，我国居民泌尿生殖系统疾病死亡率，城市女性为 5.69（1/10 万），占比 1.08%；农村女性为 6.10（1/10 万），占比 1.05%，是造成女性死亡的第九大因素。

2015 年我国妇科疾病用药规模达 324 亿元，同比增长 5.4%，2016 年用药规模估计超过 350 亿元。其中，中成药规模达 242.8 亿元，占比 74.9%，近几年基本维持在 75% 左右，预计妇科中成药市场将有更大的增长空间。

2015 年妇科疾病药物 TOP6 总销售额高达 286.9 亿元，前两名为清热剂和调经止带药，合计占妇科疾病药物 52.2% 市场份额，且几乎都是中成药。处方药占 60% 左右，非处方药占 40% 左右。

图 26：2015 年妇科疾病药物市场份额细分占比


资料来源：CMH、东兴证券研究所

图 27：2013-2016 年妇科疾病用药 Rx/OTC 市场份额


资料来源：CMH、东兴证券研究所

定坤丹有望后来居上。从单品来看，妇科用药市场较为分散，TOP10 单品合计占有 16.9% 市场份额，约 52 亿元。排名第一、第二的为陕西摩美得的气血和胶囊、江苏康缘药业的桂枝茯苓胶囊，估计销售额分别为 7.5 亿元和 6.8 亿元。

相比前两者，定坤丹产品优势明显，主要体现在精选 30 味名贵中药配伍而成，遵循古法炮制工艺，且为国家级保密配方，定位也相对高端。随着公司“高品质中药”战略实施，不断加大品牌影响力和终端推广，定坤丹有望继续保持高速增长。

表 11：主要妇科药物对比，定坤丹优势明显

公司名称	广誉远	摩美得	康缘药业
药品名称	定坤丹（水蜜丸）	气血和胶囊	桂枝茯苓胶囊
主要成分	红参、鹿茸、西红花、三七、白芍、熟地黄、当归、白术、枸杞子、黄芩、香附、菟蔚子、川芎、鹿角霜、阿胶、延胡索、鸡血藤膏、红花、益母草、五灵脂、茯苓、柴胡、乌药、砂仁、杜仲、干姜、细辛、川牛膝、肉桂、炙甘草。辅料为蜂蜜。	当归、赤芍、川芎、桃仁、红花、桔梗、牛膝、枳壳、柴胡、香附、乌药、丹参、延胡索、升麻、甘草。	桂枝、茯苓、牡丹皮、桃仁、白芍。
产品功效	滋补气血，调经舒郁。	疏肝理气，活血止痛。	活血，化瘀，消癥。
每日服用费用	12.5-25	16	5.4
分类	OTC	OTC	Rx
中药保护品种	国家秘密级	-	-
公司是否上市	是	否	是

资料来源：康爱多，东兴证券研究所。

2.3 养生滋补对应千亿保健品市场

消费升级，龟龄集、定坤丹滋补养生的功能将得以充分挖掘，对应千亿的保健品市场。从功效及适应症上来看，龟龄集、定坤丹不仅对应着百亿的补肾类、妇科用药市场，其预防、滋补的功能更是对应着千亿的保健品市场，在消费升级的大背景下，其滋补养生的功效将在保健市场（中草药类）得以充分挖掘，可以预见龟龄集、定坤丹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。

3. 高端养生龟龄集酒，迎合消费升级诉求

3.1 龟龄集酒：养身至尊，国之瑰宝

龟龄集酒源自龟龄集“御用圣药”，始创于明朝中叶，是明、清两代珍贵的“皇家至宝”，距今已有将近 500 年历史。乾隆皇帝对龟龄集酒推崇有加，他不仅每日服用，也常用来赏赐亲信大臣，以示恩宠。乾隆日常服用的六种补品，排在第一第二位的分别是龟龄集和龟龄集酒，足见其弥足珍贵和至高无上的地位。

图 28：国之瑰宝：龟龄集酒

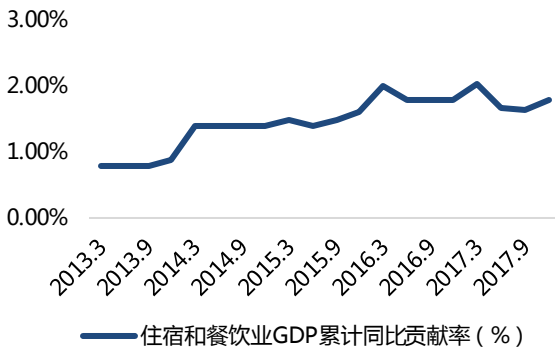

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

龟龄集酒的保健治疗作用、文化传承和尊贵属性，有别于其他保健酒、白酒。（1）历史渊源和文化底蕴：“龟龄集”名字由嘉靖皇帝钦定，与生俱来就有着高贵的“皇家血统”，从明嘉靖到清乾隆再到慈禧太后，龟龄集酒凝聚了皇家的尊贵、皇家的奢华和皇家的气派。（2）独特的功效：据清宫《龟龄集方药原委》所示：龟龄集方中，以补肾助阳药居多，每服五钱，以酒送服后即周身发热，百窍通和，丹田微暖，萋阳立兴。现代出版的《中国长寿大辞典》，亦把龟龄集列在益寿强身内服药物之首，并赋予她“内服益寿谁第一，山西太谷龟龄集”的历史评定。（3）可靠的质量保证：作为中国最早的中药复方升炼剂，其组方依据传统医学“天人合一”、“阴阳五行”的整体观念，采用天然植物药材，集东西南北中各种名贵药材于一体，组方严谨、配伍得当；龟龄集的炮制加工工艺极其考究，它将各种中药材精心筛选去伪存真、去粗取精，沿用流传几千年的道家炼丹原理，炉鼎升炼，并依“天干地支”理论“日晒夜露”，经 99 道大工序精心炮炙，“采天地之灵气，蕴日月之精华”，最终达到补而不腻、阴阳平衡、扶正驱邪之目的。清香型 28 度陈年汾酒工艺与龟龄集 28 味药材结合后，由于酒本身在浸泡中草药的过程中具有极强的渗透与吸收作用，使龟龄集系列酒的药用和保健功能更显突出。（4）怡人的口感风格：龟龄集酒色若琥珀、香比幽兰，品到口中绵甜丰满、馥郁芳醇、齿颊留香。虽保留了药香的口感，但这种药香绝不令人反感，反而优雅怡人、美妙清新得令人神往。

3.2 消费崛起，酒类消费升级诉求高

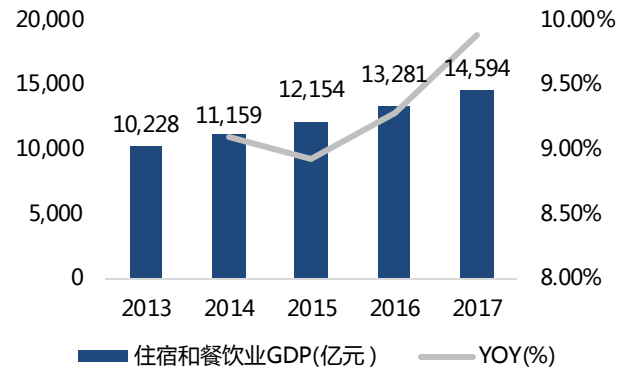
住宿和餐饮业回暖，酒类需求有望随之增高。2017 年，消费超越投资和出口，成为我国经济增长的主要动力，其中，住宿和餐饮业度过 2013 年的低谷期，逐渐回暖，对 2017 年 GDP 的贡献率提升至 2% 左右。经过 2012-2015 年的转型调整期，下滑局面已发生扭转，2017 年住宿和餐饮业生产总值达到 1.46 万亿，创下历史新高，进入加速复苏阶段。

图 29: 住宿和餐饮业对 GDP 贡献率不断提升



资料来源: wind、东兴证券研究所

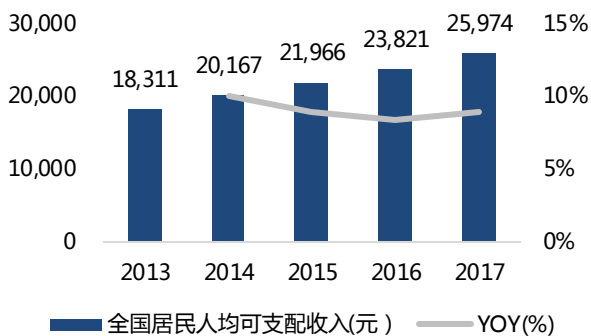
图 30: 住宿和餐饮业进入复苏阶段



资料来源: wind、东兴证券研究所

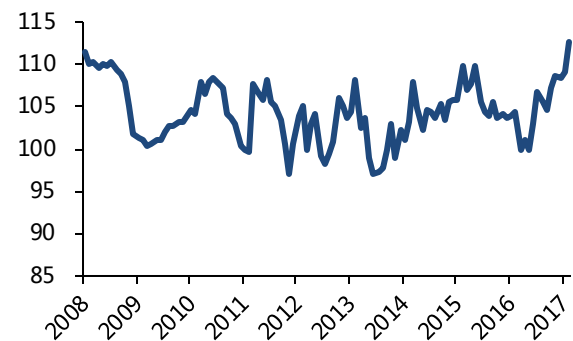
居民可支配收入持续攀升, 消费信心到达高点。国家统计局数据显示, 2017 年全国居民人均可支配收入达到 25974 元, 同比增长 9.04%, 增速加快。消费者信心指数触底反弹, 高于 2008 年 1 月的此前高点。

图 31: 2013-2017 年全国居民人均可支配收入



资料来源: wind、东兴证券研究所

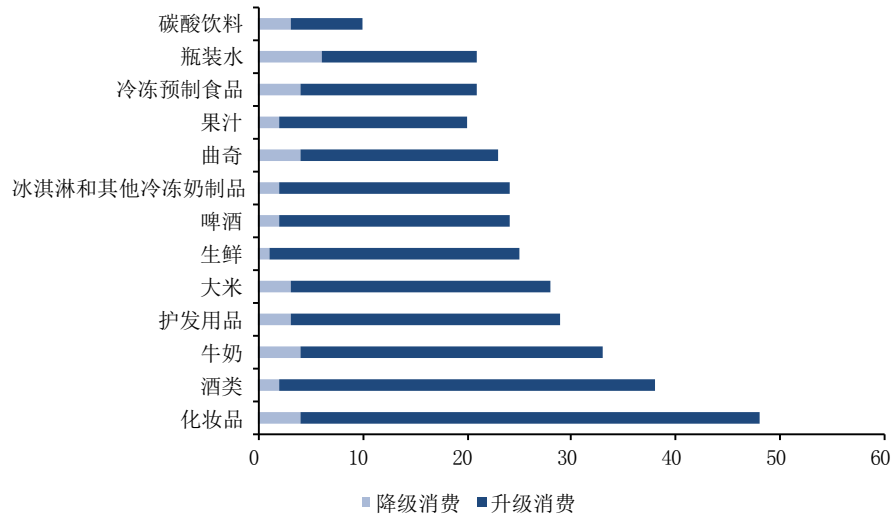
图 32: 2017 年消费者信心指数不断增强



资料来源: wind、东兴证券研究所

消费升级扩展高端酒类市场。根据《2017 年麦肯锡中国消费者调研报告》, 消费者正从大众产品向高端产品升级, 20%的消费者声称自己在快消品(包括酒精饮料)上追求更昂贵的品牌, 这一比例较前些年有显著提高, 消费升级正呈现出旺盛的势头和活力。同时, 本土品牌逐渐抢占以往由全球品牌所垄断的高价值消费领域。另外, 消费者开始寻找更为均衡的生活方式——健康、家庭和体验成为主要关注。其中, 酒类是食品饮料中消费升级最明显的。

图 33：消费者从大众产品向高端产品升级%



资料来源：麦肯锡、东兴证券研究所

3.3 白酒龙头进军养生酒，市场广阔、集中度低，高端差异化品牌将受益



我国酒类市场规模接近 9000 亿，但养生保健酒才 250 亿左右，占比不到 3%，未来空间广阔。在国际市场上，养生保健酒大类的消费量占酒类消费总量的比例约为 12%，照此估算，我国养生保健酒规模应该达到千亿以上。目前行业规模仍很小，成长空间还非常大，预计未来仍将保持年均 20% 以上的增速。

- ◆ 在大健康消费趋势下，养生酒大有可为。消费者倾向于追求健康高品质的生活，唤起健康饮酒、文明饮酒的意识，白酒等烈性酒消费频次和数量开始放缓，而一些酒精度数较低、有养生功效，口感更为柔和、丰富的产品逐渐受到消费者青睐。
- ◆ 保健酒滋补养生功效早已深入人心，市场推广难度小。民间滋补、养生观念十分盛行，特别在南方和华东沿海地区，饮用保健酒不存在观念或习惯上的障碍。老年人、年轻人都将保健酒作为日常习惯的消费，保健酒能够成为餐桌主角。
- ◆ 行业集中度低，高端品牌少。全国目前存在着大大小小 1500 家以上的保健酒企业，保健酒品牌多达 4000 个，未来随着行业的规范化发展，一批中小企业逐步淘汰，行业内部的结构调整，必将形成数家大规模龙头企业。

大健康产业时代，白酒企业纷纷涉足健康白酒领域，有助于培育市场。2017 年 1 月，泸州老窖收购集团旗下养生酒公司，宣布功能性养生酒、草本花果类养生白酒及道地食原材健康白酒“三位一体”的产品战略矩阵，进军健康养生白酒市场。中国酒业近几十年经历了卖品质-调整-复苏-卖品牌-卖文化的发展主题，下个十年的发展主题，将是“健康”。白酒龙头进军养生保健酒领域，有利于培育市场、拓宽市场空间。目前仅有劲酒一家独大，2017 年，劲牌公司销售额约 100 亿元。

表 12：广誉远、泸州老窖、劲牌养生酒对比

产品	成分	功能主治	规格	价格
 加味龟龄集酒 (黑瓷装)			750ml/瓶	2580 元
 龟龄集酒 (蓝宝石)			700ml/瓶	1280 元
 龟龄集酒 (红瓷装)	红参、鹿茸、海马、枸杞子、丁香、穿山甲、雀脑、牛膝、锁阳、熟地黄、补骨脂、菟丝子、杜仲、石燕、肉苁蓉、甘草、天冬、淫羊藿、大青盐、砂仁等	补脑固肾，强壮机能，延年益寿。用于气虚血亏，健忘失眠，食欲不振，腰酸背痛，阴虚阳弱，阳痿早泄，宫冷腹痛，产后诸虚。	700ml/瓶	1580 元
 加味龟龄集酒（普装）	药味经加工制成的龟龄集药粉溶于 28 度的陈年汾酒（加味龟龄集酒）。		500ml/瓶	498 元
 新极品龟龄集酒			500ml/瓶	428 元
 新亲情龟龄集酒			500ml/瓶 *2	498 元
 泸州老窖滋补大曲酒	浓香型白酒、人参、黄芪为主要功效原料，辅以麦冬、当归	免疫调节	38 度 520ml/瓶	398 元
 泸州老窖玫瑰 RED300	-	-	46 度 500ml/瓶	348 元

	优质白酒、水、人参、山药、当归、熟地、枸杞子、黄芪、菟丝子、鹿茸、低聚果糖	抗疲劳	38度 2瓶 500ml/瓶	196元
	优质白酒、水、苦荞麦、葛根、枸杞子、山楂、木瓜等	-	42.8度 500ml/瓶	133元

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

目前市场上比较缺乏高端定位的养生酒，龟龄集酒凭借一悠久的历史渊源和丰厚的文化底蕴、尊贵的品味和独特的功效，有望打通一条高端差异化的发展道路。对标劲酒，它一直专注在餐饮领域，是实实在在给消费者的，不同于礼品定位，有一定的天花板。从全球的大消费品来看，目前是没有第二家保健酒跟进餐饮市场，只有持续的在餐饮上发展，消费掉，才能让客户了解到好处。广誉远龟龄集酒将专注在餐饮领域，把保健酒做成一个消费升级的产品。龟龄集酒是首当其冲的，产品力有历史文化，从酒方、口感、原浆汾酒酒基、保健功能来讲都有消费升级的基础。

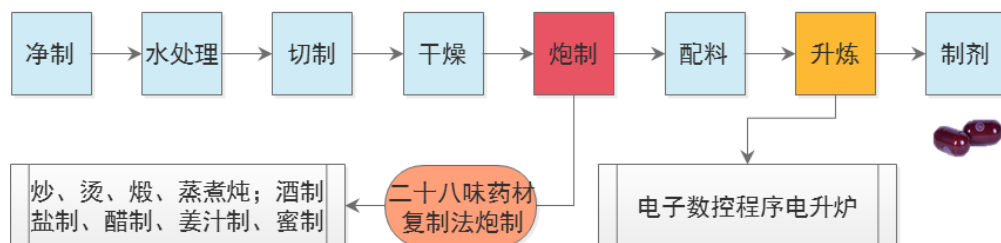
新工厂竣工投产在即，产能逐步释放，龟龄集酒将成为未来公司增长强劲动力。由于产能受限及新组建营销团队的影响，养生酒2017年销售额仅有2545万元。公司的新工厂建设有两栋楼作为龟龄集的生产车间。其中最大的楼是龟龄集保健酒车间，面积近1.5万平方米。另一个车间为药酒车间，面积约5千平方米。2018年8月份新工厂将全面投入使用，产能得以释放，2018年的下半年养生酒板块将会迎来大发展，通过3-5年努力，养生酒板块营收有望到10亿规模。

4. 遵循古法炮制，独家“三绝工艺”

龟龄集的选材、炮制和升炼“三绝工艺”打造产品独特的竞争优势。龟龄集的炮制工艺，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”。据清代龟龄集说明书记载，“此丹谨按九宫八卦虔诚修合，药品按夫二十八宿，得天地之灵气，感日月之精华”。龟龄集的炮制工艺十分讲究，被称为“广誉远炮制名药三绝”：第一，选料上乘。所用原料均为珍贵品种，如人参、鹿茸、穿山甲等，原料获取都按最佳时节。第二，炮制独特。从传统技艺上讲有99道工序，现在仍用其中的五星制法，比如水浴、土埋、夜露、日晒、炒爆、煨、炙，这些方法只有一小部分在中药制药中共用，而大部分则是龟龄集炮制中所独有。龟龄集的28种药材，分别使用了28种不同的炮制方法，熟地黄的炮制过程要经过九炙、九蒸、九晒历时27天，才能达到药用要求，鹿茸一般用黄酒炮制，而配置龟龄集时必须用陈醋炮制，公丁香用花椒水炮制，并炒至蒂头出现白点为止。第三，升炼玄妙，是我国唯一一个复方升炼剂。所有药材在净制炮制后，放进特铸的炼丹炉中，经过十七个昼夜炼制，期间不断跟进升炼炉温度控制时间。龟龄集的炮制工艺在传统炉鼎升炼的基础上，七十年

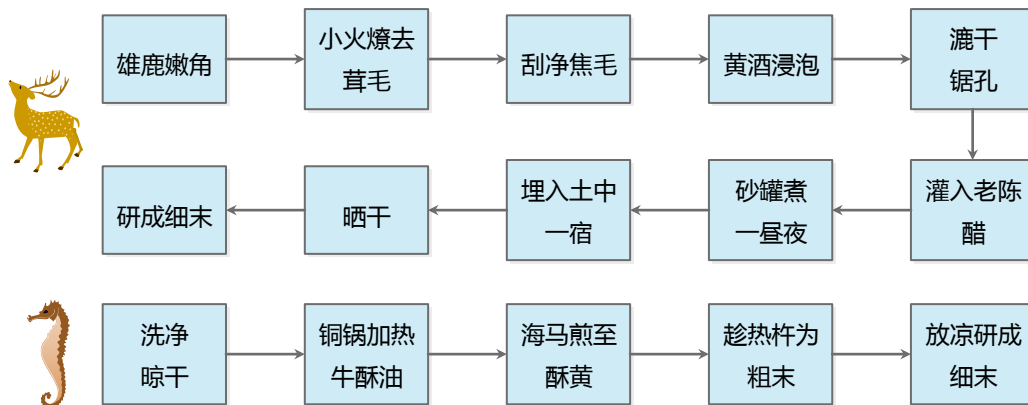
代经华罗庚指导，由龟龄集升炼大师等专家研制出“龟龄集电子数控程序电升炉”，将升炼周期由 49 天压缩至 17 天，并实现升炼过程自动化。

图 34：龟龄集制药工艺



资料来源：知网、东兴证券研究所

图 35：鹿茸、海马炮制工艺



资料来源：知网、东兴证券研究所

非遗传承人保证广誉远传统技艺传承。广誉远现有核心技术人员均已任职 20 年以上，保障了古法炮制的传承。其中柳惠武先生为国家级非物质文化遗产龟龄集、定坤丹传统制作技艺代表性传承人，李建春、李建东、孟庆珊、高占龙等亦为省级、市级等传统制作技艺代表性传承人。他们以严苛的标准甄选地道药材，以古老的工艺炮制所需的药材，不惧繁琐，遵循古法，力求每一味药都能发挥其在组方中的最大功效，因此，龟龄集、定坤丹的制作工艺也被国务院评选为“国家级非物质文化遗产”。

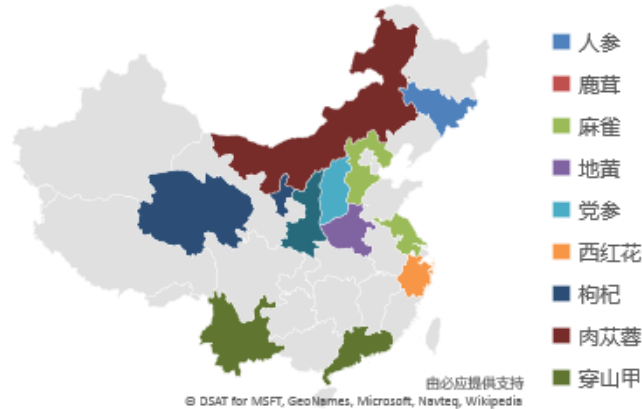
5. 品牌建设，百家千店，打造全产业链精品中药

广誉远逐步向上下游延伸，涉足上游，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；立足中游，打造高品质中医药生产基地；布局下游，实施“百家千店”战略，在全国各地布局 200 多家国医馆，打造中国经典名店；加强品牌建设，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。

5.1 延伸上游，建立九大 GAP 药材基地，保障中药品质和供应

广誉远将向产业链上游延伸，建立九大 GAP 药材种养殖基地，发展中药饮片加工项目。其中九大药材基地包括：吉林抚顺的人参基地、东北的鹿茸基地、河北和江苏的麻雀养殖基地、河南的地黄基地、山西的党参基地、浙江建德的西红花种植基地、宁夏青海的枸杞基地、内蒙的肉苁蓉基地、穿山甲养殖基地。

图 36：广誉远九大 GAP 药材基地



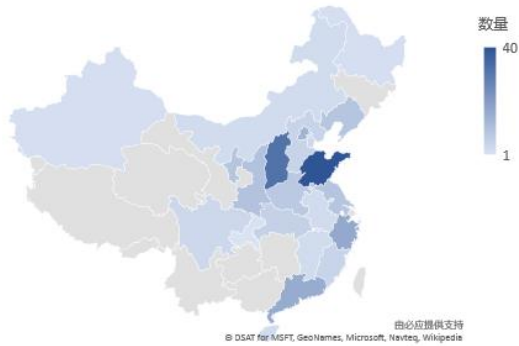
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

5.2 全面布局全国，实施精品中药“百家千店”工程

广誉远将在全国范围内逐步开设 1000 家广誉远国药堂和 100 家国医馆。联合全国各地在资金、资源方面有强烈合作意愿的合作伙伴，通过资本的纽带，建立广誉远的国药堂和国医馆、国家级非物质文化遗产馆、中药标本馆、中医药养生馆和名医馆。

“精品中药”战略将致力打造三大品牌：一、建立龟龄集、定坤丹核心品牌形象，将龟龄集、定坤丹打造成为男科、妇科界用药的领导品牌；二、以龟龄集、定坤丹的品牌形象，持续带动广誉远企业品牌，将广誉远老字号信誉保证，精品中药特色疗效建立在广大消费者的心智模式上；三、在广誉远品牌的带领下，全面启动和恢复安宫牛黄丸、牛黄清心丸、六味地黄丸、乌鸡白凤丸、保婴散、七珍丹、八宝玉枢丸、麝雄至宝丸等系列高端精品中药，让在广誉远存续百年的古方，惠及广大的消费者。目前开业 200 余家国药堂，覆盖全国 20 多个省市，基本完成全国布局。积极探索精品中药销售模式，以高净值线下活动为主线，围绕高端客户和精准目标人群，持续开展养生、健康等为主题的讲座，吸引并聚焦大量优质客户。

图 37：全国已开业 219 家广誉远国药堂



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 38：广誉远国药堂门店



资料来源：wind、东兴证券研究所

5.3 品牌建设、营销管理齐头并进，快速拉动销售

创新性通过互联网、媒体等线上线下多种途径建设品牌。传统中医药老字号遵循时代大势，拥抱互联网顺应经济潮流，充分利用微信、微博公众号及杏林壹号等自媒体宣传作用，尝试与花椒、斗鱼等网络直播合作，拓宽宣传渠道，再次领跑商业前沿。

图 39：“好孕中国”公益计划启动携手千家药店助力健康中国



资料来源：互联网，东兴证券研究所

2017 年广誉远围绕“健康中国”和“互联网+”，启动“孕育希望共创未来——广誉远‘好孕中国’公益计划”，线下在全国 3000 家药店开设专柜，义务为顾客提供优生优育咨询；将邀请全国著名专家开展优生优育公益巡讲和培训；同时开设“好孕中国”热线及线上专家对接入口。线上通过“杏林壹号”APP，以互联互通的“健康云服务平台”为核心，推出线上中医公益课程，实现“互联网+大健康+大数据+大金融+大营销”服务模式的创新。当前不孕不育人群、高龄产妇在增加，二胎政策放开，消费者对备孕需求越来越强，随着“好孕中国”计划深入开展，有助于塑造广誉远品牌影响力，进而推动业绩增长。

表 13：创新性移动互联网品牌建设

时间	事件	影响
2015 年 5 月	凭借超高人气和互联网平台的深度有效布局	荣膺“本世纪最具互联网精神医药企业”称号
2015 年 6 月	北京晋商故事会	广誉远北京第一筹以 1500 万元收官
2017 年 4 月	第五届大健康产业西湖论坛	启动“好孕中国”，助力优生优育

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

此外，在央视《焦点访谈》栏目、浙江卫视黄金时段、热播剧《三生三世十里桃花》等渠道进行广告投放，有效植入《嘿，孩子》、《咱们相爱吧》等精选影视剧。持续依托证券基金公司、商会、行业协会等平台资源，传播广誉远品牌历史、文化等。

图 40：龟龄集电视剧广告植入


资料来源：Ku6.com，东兴证券研究所

图 41：定坤丹电视剧广告植入

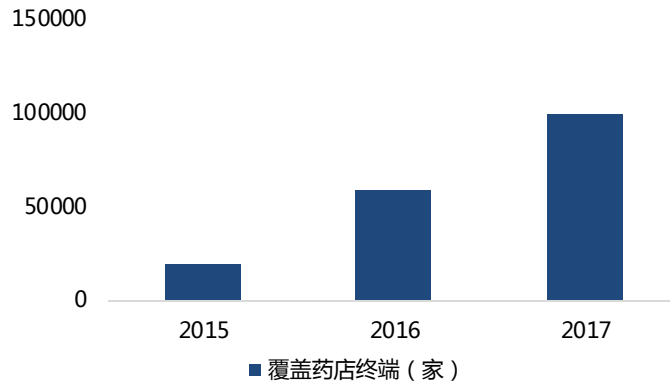

资料来源：Ku6.com，东兴证券研究所

营销管理创新，多管齐下，覆盖面不断加大。公司以学术为根本，按照“学术+品牌”双轮驱动，围绕“归拢一级商，发展二级商”的商业渠道架构思路，进一步拓展营销渠道，提高核心产品市场占有率。商务方面，公司加大与全国及区域龙头商业的合作，建立战略合作关系，形成了以九州通、国药控股、重庆医药等大型医药公司为核心的二级经销商网络，同时以“春蕾行动”、“秋收行动”为主线，通过商业推广会议、商业对接会议以及商业特定人员宣讲会议等，会卷全国，先后召开 1 场全国一级经销商战略合作伙伴会议、49 场一级商分销会议、189 场二级商分销会议、500 余场地县商业分销推广会议、192 场商业宣讲会议，逐步在部分区域建立二级商分销网络，进一步扩大商业覆盖面，保证公司产品在短时间内通过商业通路迅速到达各个终端，最终实现市场的全面无缝覆盖。

OTC 方面，公司加大与全国连锁药店、区域连锁药店的合作，与百强连锁建立战略合作关系，在产品陈列、动销等方面通力配合，快速铺货。同时，公司加强中医馆、坐堂医等的开发，通过组织店员培训，广誉远文化旅游、消费者体验等营销活动，不断提升店员和消费者的认可度，逐步提升公司产品的市场占有率。2017 年覆盖终端药店近 10 万家，管理近 3 万家，合作的连锁药店超过 1000 家。医院方面，公司继续高举学术大旗，与国内多家医院联合开展定坤丹、龟龄集多中心大样本临床研究和机理研究，新增开发医院终端 1953 家，先后参与全国妇科内分泌巡讲、全国性及省市级中医妇科、妇产科、中西医结合妇科、生殖类学术会议 318 场，将公司产品最新研究结果在学术会上发布，以进一步巩固核心产品的学术地位，提升公司品牌形象和

产品认知度，带动终端销量稳步提升。

图 42：公司覆盖的药店终端大幅增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 收回核心子公司 40%股权+员工持股，奠定发展坚实基础

公司通过定增收回子公司山西广誉远 40%股权。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。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，定增后公司对其持股比例由之前的 55% 上升至 95%，2017 年 1 月又利用募集资金向山西广誉远注资，持股比例上升至 96.03%，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。

公司在 2017 年 12 月完成了第二期员工持股计划。累计买入公司股票 621 万股，成交金额 2.50 亿元，买入数量占公司总股本的 1.76%。与一期持股计划相比，本期持股计划规模更大（2.6 倍），基层员工持股份额更多，彰显公司及员工对未来发展的信心。

7. 盈利预测及估值

关键假设：

- 1) 龟龄集、定坤丹在未来三年仍维持高速增长，假设龟龄集（经典）2018-20 年收入增速分别为 50%、40%、30%，定坤丹（经典）2018-20 年收入增速分别为 50%、40%、30%；
- 2) 随着双天然系列推出，安宫牛黄丸、牛黄清心丸将逐渐放量，假设安宫牛黄丸（经典）和牛黄清心丸（经典）2017-19 年营收增速分别为 100%、80%、60%；

3) 新厂预计将于 2018 年 8 月投产，产能瓶颈问题解决；预计养生酒营收增速分别为 150%、100%、80%。

表 14：分业务收入预测（单位：百万元）

产品（业务）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
龟龄集（经典）	293.77	390.02	585.02	819.03	1064.74
增速	116.80%	32.76%	50.00%	40.00%	30.00%
龟龄集（精品+典藏）	71.81	86.58	95.24	104.76	115.24
增速	99.09%	20.57%	10.00%	10.00%	10.00%
定坤丹（经典）	222.14	395.68	593.52	830.92	1080.20
增速	117.87%	78.12%	50.00%	40.00%	30.00%
定坤丹（精品+典藏）	11.23	8.84	9.73	10.70	11.77
增速	43.42%	-21.27%	10.00%	10.00%	10.00%
安宫牛黄丸（经典）	51.26	130.18	260.36	468.65	749.84
增速	133.21%	153.96%	100.00%	80.00%	60.00%
安宫牛黄丸（精品+双天然）	66.56	39.93	47.91	57.50	68.99
增速	242.92%	-40.01%	20.00%	20.00%	20.00%
牛黄清心丸（经典）	11.52	34.10	68.19	122.75	196.40
增速	41.87%	195.98%	100.00%	80.00%	60.00%
牛黄清心丸（精品）	29.28	3.87	4.65	5.11	5.62
增速	310.08%	-86.78%	20.00%	10.00%	10.00%
龟龄集酒	40.25	25.63	64.08	128.16	230.70
增速	55.53%	-36.32%	150.00%	100.00%	80.00%
商业	136	51.52	103.04	154.56	231.84
增速	127.27%	-62.12%	100.00%	50.00%	50.00%
营收合计	933.82	1166.34	1831.74	2702.15	3755.34

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

预计 2018-2020 年公司分别实现营收 18.32、27.02 和 37.55 亿元，对应增速分别为 56.74%，47.52%，38.98%；我们认为公司在未来 2-3 年大概率会迎来爆发式增长，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，看好公司长期发展，当前时点给予“强烈推荐”评级。参照可比公司（片仔癀等）估值水平，考虑到公司的双品牌及大股东及其管理团队的敢于担当且极具执行力，给予公司一定的估值溢价（18 年 60X），目标价 74 元。

8. 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。

表 15: 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1795	1849	2951	3829	5717	营业收入	937	1169	1832	2702	3755
货币资金	968	281	1167	1185	2020	营业成本	207	206	268	381	530
应收账款	463	735	1149	1695	2356	营业税金及附加	18	22	35	51	71
其他应收款	28	84	132	194	270	营业费用	431	516	790	1166	1620
预付款项	72	13	40	78	131	管理费用	94	146	206	321	434
存货	101	182	151	215	298	财务费用	3	4	4	4	4
其他流动资产	3	308	0	0	0	资产减值损失	8.37	1.79	9.00	9.00	9.00
非流动资产合计	348	669	643	657	637	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	17	8	8	8	8	投资净收益	2.80	5.78	0.00	0.00	0.00
固定资产	55	55	44	34	23	营业利润	179	280	520	770	1087
无形资产	26	94	84	75	66	营业外收入	10.45	25.31	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	33	19	19	19	19	营业外支出	2.13	0.77	1.00	1.00	1.00
资产总计	2143	2518	3594	4486	6354	利润总额	187	304	544	794	1111
流动负债合计	403	504	1146	1349	2300	所得税	33	54	97	134	187
短期借款	41	110	707	800	1676	净利润	154	250	447	660	924
应付账款	70	166	151	260	330	少数股东损益	31	14	13	13	13
预收款项	45	23	23	23	23	归属母公司净利润	123	237	434	647	911
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	214	383	544	794	1111
非流动负债合计	11	33	24	57	65	EPS (元)	0.44	0.67	1.23	1.83	2.58
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	414	537	1157	1360	2311	成长能力					
少数股东权益	21	66	79	92	105	营业收入增长	118.70%	24.73%	56.74%	47.52%	38.98%
实收资本(或股	353	353	353	353	353	营业利润增长	1047.10%	56.29%	85.79%	48.14%	41.13%
资本公积	1785	1754	1754	1754	1754	归属于母公司净利	83.18%	49.22%	83.18%	49.22%	40.69%
未分配利润	-459	-223	155	720	1514	获利能力					
归属母公司股东	1708	1914	2345	2988	3892	毛利率(%)	77.94%	82.39%	85.39%	85.89%	85.89%
负债和所有者权	2143	2518	3594	4486	6354	净利率(%)	16.43%	21.42%	24.39%	24.44%	24.60%
现金流量表						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	2.13%	5.73%	9.41%	12.07%	14.43%
经营活动现金流	-212	-184	305	-55	-23	ROE(%)	7.19%	12.37%	18.50%	21.67%	23.40%
净利润	154	250	447	660	924	偿债能力					
折旧摊销	32	99	20	20	20	资产负债率(%)	19%	21%	32%	31%	37%
财务费用	3	4	4	4	4	流动比率	4.46	3.67	2.58	2.84	2.49
应付帐款的变化	0	0	-414	-546	-661	速动比率	4.21	3.30	2.44	2.68	2.36
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-180	-573	0	-10	-9	总资产周转率	0.58	0.50	0.60	0.67	0.70
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3	2	2	2	2
长期股权投资减	0	0	1	-1	0	应付账款周转率	11.93	9.90	11.53	13.15	12.73
投资收益	3	6	0	0	0	每股指标(元)					
筹资活动现金流	857	69	582	84	866	每股收益(最新摊	0.44	0.67	1.23	1.83	2.58
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	1.32	-1.95	2.51	0.05	2.36
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.84	5.42	6.64	8.46	11.02
普通股增加	75	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	761	-31	0	0	0	P/E	121.41	79.73	43.49	29.14	20.71
现金净增加额	465	-688	886	19	834	P/B	11.04	9.86	8.05	6.31	4.85
						EV/EBITDA	83.92	48.78	33.85	23.27	16.67

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。

研究助理简介

缪牧一

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。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

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。

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。