

新厂如期获得认证, 开启公司发展新篇章

——广誉远（600771）事件点评

2018年09月04日

强烈推荐/维持

广誉远 事件点评

事件：

2018年9月3日，公司发布公告：公司子公司山西广誉远国药有限公司8月31日取得了山西省药监局颁发的《药品GMP证书》。认证范围包括片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、散剂，丸剂（糊丸、水丸、水蜜丸），丸剂（蜜丸、浓缩丸），酒剂，口服液和中药提取。

主要观点：

1. 新厂如期投产将彻底解决公司药品与保健酒产能问题

公司的新厂区在8月份之前已经开始试生产，本次在8月份最后一天通过GMP认证，和2017年年报披露的时间一致，符合我们之前的预期。

老厂产能严重不足限制产品销量增长及推广。公司原有的老厂是1963年建成的，使用时间超过50年，产能早已进入满负荷运转状态，不能满足公司药品和保健酒生产的需要。2016年公司产品销量快速增长后，公司的定坤丹大蜜丸、水蜜丸，安宫牛黄丸等药品均面临产能短缺的问题。2017年，公司对老厂生产线进行了改造，使定坤丹、安宫牛黄丸和牛黄清心丸产能分别增加了52%、550%和550%，缓解了产部不足的问题。然而，公司的定坤丹口服液因产能不足而在2017年被迫停产，定坤丹大蜜丸及安宫牛黄丸依然面临产能无法跟上产品销售增长的问题，公司的龟龄集保健酒，此前只有几千万的产能，无法铺开进行推广。

新厂9月份进入批量生产，彻底释放产能。公司本次获批的GMP车间，拥有1亿粒硬胶囊（龟龄集等），5000瓶丸剂（定坤丹水蜜丸等），8000万丸丸剂（定坤丹大蜜丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等），3000万支口服液（定坤丹口服液等），650万瓶酒剂（加味龟龄集酒）的产能。按公司年报披露数据，龟龄集产能约是现在的2.5倍，定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸的丸剂产能约是现在的2倍，龟龄集酒产能约是现在的10倍，定坤丹口服液产能约是停产前的100倍，产能得到彻底释放，中短期内不再有产能瓶颈问题。

分析师：张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：缪牧一

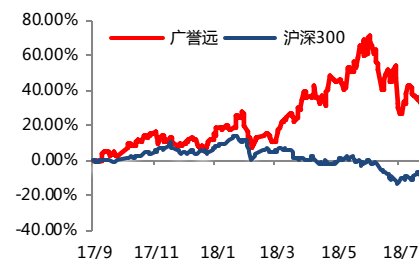
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	63.45-36.10
总市值（亿元）	132.88
流通市值（亿元）	113.76
总股本/流通A股（万股）	35311/30231
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.03

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《广誉远（600771.SH）：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》2018-05-14
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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

2、精品中药将继续高速增长

精品中药是公司塑造高端中药品牌形象的重要手段, 也是公司利润的主要增长点之一。2018H1, 公司精品中药收入 8769.83 万元, 同比增长 78.55%。毛利率 89.79%, 较上年同期增长 7.39 个 pp。随着 2017 年公司国医馆、国药堂终端的整理完成, 公司精品中药的销售工作已经捋顺。随着新厂的投产, 精品龟龄集、精品安宫牛黄丸、精品牛黄清心丸的将不再有产能瓶颈, 定坤丹口服液也将恢复生产。四季度是公司精品中药销售的传统旺季, 2017 年, Q4 净利润全年占比约 60%, 在四季度到来之前, 精品中药产能的释放解决的产能不足的后顾之忧, 定坤丹口服液的重新上市也给精品中药带来新的增量, 公司精品中药有望在 2-3 年内持续保持高速增长。

3、保健酒有望迎来爆发

保健酒此前受限于产能, 销售规模小, 无法铺开推广, 但销量增长迅速。养生酒是公司未来发展的重要业务之一, 由于产能受限及新组建营销团队的影响, 保健酒 2017 年销售额仅有 2545 万元, 规模小, 难以上量。2018H1, 保健酒收入 2218.13 万元, 同比增长 180.12%, 基本达到 2017 年全年销量。毛利率 68.24%, 较去年同期上升 13.12 个 pp。主要原因是 2018 年, 公司依靠新的营销队伍, 对龟龄集酒采取主打中高端餐饮市场测策略, 深挖山西、浙江、江苏、广东等重点区域市场潜力, 通过多途径进行市场营销, 使保健酒重拾高速增长。

产能爆炸式释放, 带来无限可能。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养生酒车间, 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 9 月份新工厂全面投入使用, 我们判断, 现有的生产车间可支持约 10 亿产值养生酒的生产, 养生酒产能得到爆炸式释放。此外, 公司的养生酒基酒已于 18 年 1 月拿到生产许可证, 产能 1000 吨左右(能够保证 10 亿保健酒的生产), 公司养生酒可以用自产的基酒, 不必再大量外购, 基酒成本预计将下降一半, 养生酒的毛利率也将随之提升。基于上半年养生酒的优秀的销售情况, 以及公司在药店端快速扩张, 积累的大量药酒销售的渠道和终端资源, 我们判断, 2018 年下半年至 2019 年上半年, 养生酒板块将会迎来大发展, 未来 2-3 年有望成为公司主要的新增业绩成长点。

4. 普通药品将陆续恢复生产, 公司进入二次创业新阶段

公司的 100 多个普药品种将在新厂投产之后陆续恢复生产, 四大单品独奏走向百花齐放。公司拥有 104 个药品注册批件, 此前除了 4 大单品外, 基本没有生产, 一方面是产能有限, 无法满足生产, 另一方面, 公司在 2013 年二次创业后, 品牌力有限, 现金流较差, 无法满足所有普药的品牌推广和产品宣传。公司以四大单品率先在市场上打品牌, 扩销路, 发展客户关系, 经过 2016, 17 年的快速发展, 公司经营已经进入正轨, 随着新厂的投产, 公司的众多普药中的优质品种也将陆续恢复生产, 为公司的药品业务带来新的增量。预计 2018 年下半年将会推出西黄丸、清胃黄连丸、保婴夺命散、小儿咳喘灵口服液、甘露消渴胶囊、三鞭温阳胶囊、牛黄解毒片、元胡止痛片、羚羊感冒片、感冒清热颗粒、板蓝根颗粒等品种; 2019 年还会继续恢复其他品种的生产。

结论:

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.15 亿元、6.20 亿元、9.23 亿元, 增长分别为 75.39%、49.41%、48.72%。EPS 分别为 1.18 元、1.76 元、2.61 元, 对应 PE 分别为 34x, 23x, 16x。我们认为公司是中药消费

品重磅潜力股，公司护城河强大，四大单品的绝对性竞争优势能够保证公司长期的竞争性壁垒。随着公司精品中药的恢复增长及保健酒的产能释放，公司有望持续前期高速增长。随着公司品牌力和议价能力增强，公司财务状况也将改善。基于对公司前景的看好，我们维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

传统中药增速减缓，保健酒推广不及预期，现金流短时间内不能改善。

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	2963	3608	5253	营业收入	937	1169	1846	2671	3773
货币资金	968	281	1176	1172	2029	营业成本	207	206	298	436	606
应收账款	463	735	1158	1529	1954	营业税金及附加	18	22	35	51	71
其他应收款	28	84	133	192	272	营业费用	431	516	778	1100	1516
预付款项	72	13	13	13	13	管理费用	94	146	219	301	403
存货	101	182	168	246	341	财务费用	3	4	9	13	19
其他流动资产	3	308	0	0	0	资产减值损失	8.37	1.79	1.79	1.79	1.79
非流动资产合计	348	669	649	667	652	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	5.78	5.78	5.78
固定资产	54.76	54.61	49.42	44.24	39.05	营业利润	179	280	510	774	1162
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	3612	4275	5906	利润总额	187	304	534	798	1186
流动负债合计	403	504	1171	1150	1812	所得税	33	54	95	142	211
短期借款	41	110	645	511	1033	净利润	154	250	439	656	975
应付账款	70	166	238	348	484	少数股东损益	31	14	24	35	53
预收款项	45	23	23	23	23	归属母公司净利润	123	237	415	621	923
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	214	383	534	802	1196
非流动负债合计	11	33	24	57	57	EPS (元)	0.44	0.67	1.18	1.76	2.61
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	1196	1207	1868	成长能力					
少数股东权益	21	66	90	125	178	营业收入增长	118.70%	24.73%	57.92%	44.70%	41.26%
实收资本 (或股	353	353	353	353	353	营业利润增长	1047.10%	56.29%	82.19%	51.73%	50.23%
资本公积	1785	1754	1754	1754	1754	归属于母公司净利	75.39%	49.41%	75.39%	49.41%	48.72%
未分配利润	-459	-223	139	680	1485	获利能力					
归属母公司股东	1708	1914	2326	2943	3859	毛利率 (%)	84.32%	56.17%	62.17%	62.17%	62.17%
负债和所有者权	2143	2518	3612	4275	5906	净利率 (%)	16.43%	21.42%	23.79%	24.56%	25.86%
现金流量表						偿债能力					
	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	18.73%	18.73%	5.73%	9.41%	11.50%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	7.19%	12.37%	17.85%	21.09%	23.91%
经营活动现金流	-212	-184	369	144	357	运营能力					
净利润	154	250	439	656	975	总资产周转率	0.58	0.50	0.60	0.68	0.74
折旧摊销	31.99	99.18	14.55	14.55	14.55	应收账款周转率	3	2	2	2	2
财务费用	3	4	9	13	19	应付账款周转率	11.93	9.90	9.13	9.11	9.07
应付账款的变化	0	0	-423	-371	-424	每股指标 (元)					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.44	0.67	1.18	1.76	2.61
投资活动现金流	-180	-573	12	4	4	每股净现金流 (最新	1.32	-1.95	2.53	-0.01	2.43
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.84	5.42	6.59	8.33	10.93
长期股权投资减	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	3	6	6	6	6	P/E	92.05	60.45	34.43	23.05	15.50
筹资活动现金流	857	69	514	-152	497	P/B	8.37	7.47	6.15	4.86	3.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	62.57	36.87	25.81	17.02	11.13
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	75	0	0	0	0						
资本公积增加	761	-31	0	0	0						
现金净增加额	465	-688	895	-4	858						

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, 4 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。