



Q3收入端高速增长，销售费用有效控制，业绩超出预期

——广誉远（600771）三季度报告点评

2018年10月29日

强烈推荐/维持

强烈推荐

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn 010-66554035	

事件：

公司发布 2018 年三季报：前三季度营业收入 10.22 亿元，同比增长 38.48%；归属上市公司股东净利润 2.26 亿元，同比增长 118.14%；归属上市公司股东扣非净利润为 2.24 亿元，同比增长 135.62%。实现 EPS 0.64 元。

2018 年 Q3 单季度公司实现营业收入 3.67 亿元，同比增长 56.63%，归属上市公司股东净利润 8172.99 万元，同比增长 228.00%。归属上市公司股东扣非净利润为 8249.25 万元，同比增长 270.60%。实现 EPS 0.23 元。

观点：

1. 前三季度业绩高速增长超出预期，药品毛利率明显提升，Q3 收入增速明显加快

广誉远前三季度收入增速 38.48%，归母净利增速 118.14%，超出我们之前的预期。公司整体毛利率相较于去年同期提升 2.32 个 pp，主要是药品毛利率上升所致，一定程度增厚了公司业绩。公司 Q3 的收入端增速 56.63%，与 Q2 相比，三季度收入端增速大幅度提速，一方面是公司加大了产品推广力度，另一方面是 2017 年 3 季度确认收入基数为 2.34 亿元，而 2 季度为 3.02 亿元，2 季度基数较大，3 季度基数较小，从收入绝对值看，18Q3 与 Q2 分别为 3.67 亿元与 3.62 亿元，基本持平。

分产品板块来看：

- 预计医药工业端收入约 9.4 亿元，增长 35-40%。四大单品中，预计定坤丹收入约 4 亿元，增速 55-65%，龟龄集增速约 20-30%，安宫牛黄丸增速加快，增速超过 100%，牛黄清心丸也实现了高速增长。

从财务指标上来看：

- 三项费用率：销售费用率、管理费用率（含研发费用）和财务费用率分别为 41.56%，9.87%，0.88%，较去年同期分别-6.12，-1.15，+0.62 个 pp。公司的中间费用率保持稳中有降的趋势，销售费用率明显降低。我们判断销售费用率下降主要原因是随着品牌力的增强，公司优化了广告投放策略，不再追求央视平台高举高打的广告策略，转而加强地方卫视、网络媒体及分众传媒等对潜在消费人群渗透率更高的媒体，在保证广告宣传效果的前提下，减少了 30-40 的广告费用。管理费用率降低原因是收入端保持高速增长，除研发费用外其他费用没有明显增加，规模效应显现后造成费用率下降。财务费用率升高主要原因是山西广誉远短期借款带来的利息支出增加，不过整体变化幅度较小，对公司的费用率没有明显影响。

- 应收账款及应收票据：公司三季度应收账款，应收票据分别为之和为 1.84 亿元和 10.67 亿元，合计 12.51 亿元，相较中报数据分别增长了 0.59 亿元，0.75 和 1.34 亿元。相较于 Q2 和 Q1，公司应收账款及应收票据延续的小幅增加的趋势，此前我们曾多次分析公司的应收账款增加的原因（1）公司作为二次创业的企业，在品牌初创期，公司议价能力较弱，为加快拓展销售终端，故给与客户一定的账期，造成应收账款累积（2）公司目前生产的产品中药品以定坤丹，龟龄集，安宫牛黄丸和牛黄清心丸四大单品为主，四大单品单价较高，在推广期，即使少量铺底货也会造成较多的应收账款（3）公司业务扩展速度较快，造成不停有新的合作伙伴需要复制此前的开发、铺底货、给账期、培训、销量大幅增加、顺利回款、二次进货的过程。我们判断，公司为了长期的发展及公司战略的推进，将在 2019 年继续强势推广龟龄集酒，恢复经典国药及精制饮片的生产，并加强药品账期的管理，在 2019 年实现公司发展以及财务数据健康的平衡。

PS: 从一组数据可以看出公司渠道的快速开拓情况：2016 年当年开发全国连锁药店 400 余家，OTC 终端门店 39,336 家，全年累计开发医院 734 家，医院开发数量超过了前五年开发的总和，OTC 终端门店是前 10 年总和的 1.97 倍；2017 年新增医院终端 1,953 家，新增连锁药店约 600 家。截至 2017 年底，公司合作的连锁药店已超过 1,000 家，管理药店近 30,000 家，覆盖终端近 100,000 家。18 年预计覆盖药店将达到 18 万家，管理超过 6 万家。

- 现金流：公司期末现金流为 2.00 亿元，净增加额为-0.81 亿元。其中，经营性活动产生的现金流净额为-2.70 亿元，比上年同期减少 0.44 亿元。经营性现金流为负及较去年减少的主要原因是公司发展所处的特殊时期及公司选择的发展战略决定的：（1）公司作为二次创业的企业，为恢复生产及品牌，前期品牌宣传投入较大，现金流较为紧张。（2）公司商业客户以承兑汇票方式付款对公司现金流，对经营性现金流也有一定影响（3）公司在快速发展期，市场拓展所需费用较多，进一步加重了经营性活动现金的支出（4）公司新的中医药产业园区建设造成一定的现金支出增加。随着公司产品牌力的不断提升和终端拓展的顺利推进，以及新厂区的投产，公司的账期有望缩短，收取的承兑汇票将逐步减少，市场推广费用将逐步稳定，其他支出减少，经营性现金流预计在 19 年得到明显改善。

2. 未来公司看点展望

新厂投产突破产能瓶颈：公司新厂区已于 8 月 31 日获得药品 GMP 认证。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。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。

公司的战略发展将进入第二阶段：公司将在 2018 年底至 2020 年陆续恢复六大系列 40 多款经典国药的生产，2018 年恢复中老年延年益寿系列（加味龟龄集酒）、慢病系列（如甘露消渴胶囊）、儿童用药系列（如小儿咳喘灵口服液、感冒清热颗粒、保婴散），2019 年恢复清热解毒系列（包括牛黄解毒片、清胃黄连丸、西黄丸），2020 年恢复中老年延年益寿系列（六味地黄丸、知柏地黄丸等）、清热解毒系列（银翘解毒丸等）及藿香正气胶囊，为公司业务增长提供新动能，实现产品线的极大丰富和经典国药、精品中药、保健酒、精品饮片业务板块之间的平衡发展。

保健酒有望迎来爆发：公司的龟龄集酒和加味龟龄集酒是公司三大引擎之一养生酒的主打产品。龟龄集酒主打高端餐饮市场，加味龟龄集酒主打医院药房市场。在 2017 年公司完成保健酒营销团队更新之后，18 年保健酒迅速拓展了江浙及珠三角区域市场，在新厂投产后，养生酒将释放约 10 亿产值的产能，彻底解决产能瓶颈的问题，2018 年的下半年养生酒板块可能迎来大爆发，未来 3-5 年，养生酒板块有望成为公司利润的重要增长点。

2018 年版基药目录调整带来机遇：卫健委发布的 2018 年版基药目录中，公司的定坤丹（水蜜丸、大蜜丸），西黄丸、石斛夜光丸新进入目录。基药目录的调整可能使公司的定坤丹在基层用药市场进一步开拓销路，加强终端覆盖。此外，预计公司将在 2019 年恢复西黄丸的生产，西黄丸纳入全国基药目录有助于公司加快西黄丸的推广工作。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.09 亿元、6.20 亿元、9.29 亿元，增长分别为 72.84%，51.67%，49.58%。EPS 分别为 1.16 元、1.76 元、2.63 元，对应 PE 分别为 27x，18x，12x。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，保健酒的产能释放，经典国药的恢复生产及精品饮片的推出，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	2877	3543	5170	营业收入	937	1169	1792	2621	3711
货币资金	968	281	1142	1150	1996	营业成本	207	206	288	431	600
应收账款	463	735	1124	1501	1922	营业税金及附加	18	22	34	50	70
其他应收款	28	84	129	189	267	营业费用	431	516	744	1062	1466
预付款项	72	13	13	13	13	管理费用	94	146	195	272	366
存货	101	182	162	242	338	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	55	55	49	44	39	营业利润	179	280	526	798	1194
无形资产	26	94	84	75	66	营业外收入	10.45	25.31	1.00	1.00	1.00
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	3526	4209	5822	利润总额	187	304	526	798	1194
流动负债合计	403	504	1092	1091	1728	所得税	33	54	94	142	212
短期借款	41	110	574	456	955	净利润	154	250	433	656	982
应付账款	70	166	230	343	479	少数股东损益	31	14	23	35	53
预收款项	45	23	23	23	23	归属母公司净利润	123	237	409	621	929
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	214	383	550	826	1227
非流动负债合计	11	33	24	57	57	EPS (元)	0.44	0.67	1.16	1.76	2.63
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	1116	1148	1785	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%	53.35%	46.25%	41.59%
实收资本(或股本)	353	353	353	353	353	营业利润增长	1047.10	56.29%	88.00%	51.67%	49.58%
资本公积	1785	1754	1754	1754	1754	归属于母公司净利润	72.84%	51.67%	72.84%	51.67%	49.58%
未分配利润	-459	-223	134	675	1485	获利能力					
归属母公司股东权	1708	1914	2320	2937	3859	毛利率(%)	77.94%	82.39%	83.90%	83.57%	83.83%
负债和所有者权	2143	2518	3526	4209	5822	净利率(%)	16.43%	21.42%	24.14%	25.04%	26.45%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	5.73%	5.73%	9.41%	11.61%	14.75%	
经营活动现金流	-212	-184	406	139	369	偿债能力					
净利润	154	250	433	656	982	资产负债率(%)	19%	21%	32%	27%	31%
折旧摊销	32	99	15	15	15	流动比率				3.25	2.99
财务费用	3	4	9	13	19	速动比率				3.02	2.80
应收账款减少	0	0	-389	-376	-421	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.50	0.59	0.68	0.74
投资活动现金流	-180	-573	12	4	4	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.93	9.90	9.04	9.14	9.03
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	6	6	6	6	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.67	1.16	1.76	2.63
筹资活动现金流	857	69	443	-135	473	每股净现金流(最新)	1.32	-1.95	2.44	0.02	2.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.84	5.42	6.57	8.32	10.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	75	0	0	0	0	P/E	70.86	46.54	26.88	17.72	11.85
资本公积增加	761	-31	0	0	0	P/B	6.45	5.75	4.74	3.75	2.85
现金净增加额	465	-688	861	8	846	EV/EBITDA	47.18	28.28	18.98	12.48	8.12

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。北京大学药理学硕士、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法律责任。

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。