

# 广誉远 (600771)

证券研究报告

2018年11月01日

## 加强终端覆盖力度，精细化营销驱动销量增长

业绩延续快速增长，前三季度扣非净利润增长 135.62%

2018年前三季度，公司实现营收 10.22 亿元 (+38.48%)，归母净利润 2.26 亿元 (+118.14%)，扣非后归母净利润 2.24 亿元 (+135.62%)，业绩延续快速增长趋势。前三季度应收票据及应收账款 12.51 亿元，同比增长 27.87%，报告期营业收入增加使得信用期内应收账款增加 3.32 亿元及期末应收票据较期初减少 0.59 亿元。前三季度应收账款 10.67 亿元，上半年应收账款 9.92 亿元，在营收继续增长的情况下应收账款保持相对平稳，我们认为主要是终端动销逐步走量的结果。

### 精细化营销带来“传统中药+精品中药+养生酒”三核驱动

上半年传统中药实现销售 5.12 亿元，同比增长 22.08%，主因公司针对传统中药实行“学术+品牌”双轮驱动的营销策略。上半年新增开发医院 600 余家，举办百余场学术宣讲会，提升品牌影响力；加快 OTC 市场全国商务系统性布局、深化百强连锁药店的合作，在全国布局好孕专柜等，有效提高了资源共享率和销售效率。上半年精品中药实现营收 0.88 亿元，同比大幅增长 78.55%，公司对精品中药精准聚焦高端消费人群，通过国药堂、国医馆等文化体验店深入推广，并针对高端客户搭建健康俱乐部，沉淀优质客户提高客户黏性。养生酒上半年营收 0.22 亿元，同比大幅增长 180.12%，公司对养生酒引入快消团队进行营销。上半年公司产品毛利率 82.37%，较上年同期增长 4.43pp，主因规模扩大化效应和公司不断精细全链条产业生产管控，降低原材料成本。

### 管理效率进一步提升，期间费用率控制良好

前三季度公司销售费用为 4.25 亿元，同比增长 20.7%，主因公司加大市场推广投入，包括加强市场终端开发、医院拓展、好孕专柜增设等。前三季度管理费用 0.73 亿元，同比下降 4.1%。财务费用 904 万元，同比上升 372.35%，主因山西广誉远短期借款增加导致利息支出相应增加。

### 估值与评级

公司围绕“传统中药+精品中药+养生酒”三驾马车，因品定策打造营销策略，持续扩大市场销售，加强终端促销和学术推广，品牌效应进一步释放，使得公司各业务板块销售收入进一步提升。山西广誉远累计完成 2016、2017 年东盛集团承诺业绩的 99.01%，根据业绩补偿协议的约定，回购注销东盛集团持有的公司 232,316 股限售流通股。我们预测 2018-2020 年 EPS 分别为 1.18、1.67 和 2.20 元，维持“买入”评级。

**风险提示:** 1.产品销售不及预期; 2.多渠道推广模式导致公司销售费用较高; 3.原材料价格波动风险

| 财务数据和估值     | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 936.99   | 1,168.68 | 1,792.79 | 2,550.68 | 3,396.01 |
| 增长率(%)      | 118.70   | 24.73    | 53.40    | 42.27    | 33.14    |
| EBITDA(百万元) | 188.70   | 290.81   | 552.37   | 776.81   | 1,017.84 |
| 净利润(百万元)    | 122.81   | 236.80   | 417.28   | 589.07   | 774.72   |
| 增长率(%)      | 5,948.84 | 92.82    | 76.21    | 41.17    | 31.52    |
| EPS(元/股)    | 0.35     | 0.67     | 1.18     | 1.67     | 2.20     |
| 市盈率(P/E)    | 92.81    | 48.13    | 27.31    | 19.35    | 14.71    |
| 市净率(P/B)    | 6.67     | 5.96     | 4.89     | 3.90     | 3.08     |
| 市销率(P/S)    | 12.16    | 9.75     | 6.36     | 4.47     | 3.36     |
| EV/EBITDA   | 57.43    | 48.98    | 18.80    | 14.07    | 9.72     |

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 医药生物/中药   |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 32.30 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 352.88      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 302.31      |
| A 股总市值(百万元)   | 11,397.99   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,764.46    |
| 每股净资产(元)      | 6.02        |
| 资产负债率(%)      | 18.77       |
| 一年内最高/最低(元)   | 63.45/27.61 |

### 作者

**王金成** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070002  
wangjincheng@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

1 《广誉远-首次覆盖报告:加大渠道推广力度,全产业链布局打造民族中药品牌》 2018-07-18

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 968.46          | 280.95          | 1,245.41        | 759.15          | 1,867.38        |
| 应收账款            | 490.47          | 819.48          | 935.70          | 1,361.80        | 1,697.12        |
| 预付账款            | 72.33           | 12.94           | 152.85          | 69.49           | 225.26          |
| 存货              | 101.39          | 182.36          | 215.61          | 334.26          | 436.25          |
| 其他              | 162.65          | 553.33          | 204.68          | 649.01          | 552.45          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,795.30</b> | <b>1,849.05</b> | <b>2,754.26</b> | <b>3,173.71</b> | <b>4,778.46</b> |
| 长期股权投资          | 16.57           | 7.53            | 7.53            | 7.53            | 7.53            |
| 固定资产            | 54.85           | 54.61           | 248.28          | 383.45          | 470.52          |
| 在建工程            | 185.07          | 456.88          | 310.13          | 234.08          | 170.45          |
| 无形资产            | 26.36           | 98.21           | 94.95           | 91.68           | 88.41           |
| 其他              | 64.71           | 51.33           | 56.92           | 51.21           | 46.37           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>347.56</b>   | <b>668.57</b>   | <b>717.80</b>   | <b>767.94</b>   | <b>783.27</b>   |
| <b>资产总计</b>     | <b>2,142.87</b> | <b>2,517.62</b> | <b>3,472.06</b> | <b>3,941.65</b> | <b>5,561.74</b> |
| 短期借款            | 41.33           | 110.00          | 200.00          | 220.00          | 240.00          |
| 应付账款            | 208.02          | 258.23          | 537.49          | 494.17          | 962.39          |
| 其他              | 153.43          | 136.12          | 295.39          | 163.11          | 472.76          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>402.79</b>   | <b>504.35</b>   | <b>1,032.88</b> | <b>877.28</b>   | <b>1,675.15</b> |
| 长期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 10.82           | 33.14           | 18.20           | 20.72           | 24.02           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>10.82</b>    | <b>33.14</b>    | <b>18.20</b>    | <b>20.72</b>    | <b>24.02</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>413.60</b>   | <b>537.49</b>   | <b>1,051.08</b> | <b>898.00</b>   | <b>1,699.17</b> |
| 少数股东权益          | 21.02           | 66.30           | 90.10           | 123.71          | 167.90          |
| 股本              | 353.11          | 353.11          | 352.88          | 352.88          | 352.88          |
| 资本公积            | 1,785.02        | 1,753.79        | 1,753.79        | 1,753.79        | 1,753.79        |
| 留存收益            | 1,355.14        | 1,560.72        | 1,978.00        | 2,567.07        | 3,341.79        |
| 其他              | (1,785.02)      | (1,753.79)      | (1,753.79)      | (1,753.79)      | (1,753.79)      |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>1,729.27</b> | <b>1,980.13</b> | <b>2,420.98</b> | <b>3,043.65</b> | <b>3,862.57</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>2,142.87</b> | <b>2,517.62</b> | <b>3,472.06</b> | <b>3,941.65</b> | <b>5,561.74</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2016            | 2017            | 2018E          | 2019E           | 2020E           |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 153.91          | 250.31          | 417.28         | 589.07          | 774.72          |
| 折旧摊销           | 9.47            | 11.36           | 16.35          | 24.15           | 29.83           |
| 财务费用           | 3.00            | 5.33            | 12.50          | 12.66           | 13.41           |
| 投资损失           | (2.80)          | (5.78)          | (7.08)         | (7.08)          | (10.00)         |
| 营运资金变动         | (371.49)        | (688.23)        | 477.26         | (1,073.09)      | 289.48          |
| 其它             | (3.87)          | 243.33          | 23.80          | 33.60           | 44.19           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(211.79)</b> | <b>(183.67)</b> | <b>940.11</b>  | <b>(420.68)</b> | <b>1,141.64</b> |
| 资本支出           | 142.86          | 319.66          | 74.95          | 77.48           | 46.70           |
| 长期投资           | (1.04)          | (9.04)          | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (321.73)        | (883.37)        | (127.87)       | (150.40)        | (86.70)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(179.90)</b> | <b>(572.76)</b> | <b>(52.92)</b> | <b>(72.92)</b>  | <b>(40.00)</b>  |
| 债权融资           | 41.33           | 110.00          | 200.00         | 220.00          | 240.00          |
| 股权融资           | 834.13          | (35.37)         | (12.73)        | (12.66)         | (13.41)         |
| 其他             | (18.79)         | (5.72)          | (110.00)       | (200.00)        | (220.00)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>856.67</b>   | <b>68.91</b>    | <b>77.27</b>   | <b>7.34</b>     | <b>6.59</b>     |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>464.98</b>   | <b>(687.52)</b> | <b>964.46</b>  | <b>(486.26)</b> | <b>1,108.23</b> |

| 利润表(百万元)         | 2016          | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>936.99</b> | <b>1,168.68</b> | <b>1,792.79</b> | <b>2,550.68</b> | <b>3,396.01</b> |
| 营业成本             | 206.68        | 205.81          | 320.97          | 463.19          | 626.77          |
| 营业税金及附加          | 17.89         | 22.06           | 33.70           | 48.26           | 64.07           |
| 营业费用             | 430.91        | 515.87          | 708.15          | 1,007.52        | 1,351.61        |
| 管理费用             | 94.21         | 145.73          | 197.21          | 280.58          | 373.56          |
| 财务费用             | 2.65          | 4.15            | 12.50           | 12.66           | 13.41           |
| 资产减值损失           | 8.37          | 1.79            | 3.81            | 5.55            | 2.00            |
| 公允价值变动收益         | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 2.80          | 5.78            | 7.08            | 7.08            | 10.00           |
| 其他               | (5.60)        | (12.39)         | (14.16)         | (14.16)         | (20.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>179.08</b> | <b>279.88</b>   | <b>523.52</b>   | <b>740.00</b>   | <b>974.59</b>   |
| 营业外收入            | 10.45         | 25.31           | 14.18           | 18.68           | 22.50           |
| 营业外支出            | 2.13          | 0.77            | 1.27            | 1.39            | 1.14            |
| <b>利润总额</b>      | <b>187.40</b> | <b>304.43</b>   | <b>536.44</b>   | <b>757.29</b>   | <b>995.95</b>   |
| 所得税              | 33.49         | 54.11           | 95.36           | 134.61          | 177.04          |
| <b>净利润</b>       | <b>153.91</b> | <b>250.31</b>   | <b>441.08</b>   | <b>622.68</b>   | <b>818.91</b>   |
| 少数股东损益           | 31.10         | 13.51           | 23.80           | 33.60           | 44.19           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>122.81</b> | <b>236.80</b>   | <b>417.28</b>   | <b>589.07</b>   | <b>774.72</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.35          | 0.67            | 1.18            | 1.67            | 2.20            |

| 主要财务比率         | 2016     | 2017    | 2018E  | 2019E   | 2020E  |
|----------------|----------|---------|--------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>    |          |         |        |         |        |
| 营业收入           | 118.70%  | 24.73%  | 53.40% | 42.27%  | 33.14% |
| 营业利润           | 1047.10% | 56.29%  | 87.05% | 41.35%  | 31.70% |
| 归属于母公司净利润      | 5948.84% | 92.82%  | 76.21% | 41.17%  | 31.52% |
| <b>获利能力</b>    |          |         |        |         |        |
| 毛利率            | 77.94%   | 82.39%  | 82.10% | 81.84%  | 81.54% |
| 净利率            | 13.11%   | 20.26%  | 23.28% | 23.09%  | 22.81% |
| ROE            | 7.19%    | 12.37%  | 17.90% | 20.17%  | 20.97% |
| ROIC           | 72.06%   | 31.67%  | 25.07% | 46.93%  | 33.11% |
| <b>偿债能力</b>    |          |         |        |         |        |
| 资产负债率          | 19.30%   | 21.35%  | 30.27% | 22.78%  | 30.55% |
| 净负债率           | -11.39%  | -30.11% | 6.05%  | -12.96% | -2.10% |
| 流动比率           | 4.46     | 3.67    | 2.67   | 3.62    | 2.85   |
| 速动比率           | 4.21     | 3.30    | 2.46   | 3.24    | 2.59   |
| <b>营运能力</b>    |          |         |        |         |        |
| 应收账款周转率        | 2.60     | 1.78    | 2.04   | 2.22    | 2.22   |
| 存货周转率          | 9.62     | 8.24    | 9.01   | 9.28    | 8.81   |
| 总资产周转率         | 0.58     | 0.50    | 0.60   | 0.69    | 0.71   |
| <b>每股指标(元)</b> |          |         |        |         |        |
| 每股收益           | 0.35     | 0.67    | 1.18   | 1.67    | 2.20   |
| 每股经营现金流        | -0.60    | -0.52   | 2.66   | -1.19   | 3.24   |
| 每股净资产          | 4.84     | 5.42    | 6.61   | 8.27    | 10.47  |
| <b>估值比率</b>    |          |         |        |         |        |
| 市盈率            | 92.81    | 48.13   | 27.31  | 19.35   | 14.71  |
| 市净率            | 6.67     | 5.96    | 4.89   | 3.90    | 3.08   |
| EV/EBITDA      | 57.43    | 48.98   | 18.80  | 14.07   | 9.72   |
| EV/EBIT        | 59.63    | 50.30   | 19.38  | 14.52   | 10.01  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |