

继续拓展药店终端, 经营质量或迎来改善

投资要点

- **事件:** 公司2018年营业收入、扣非后净利润分别约为16.2亿元、3.8亿元, 同比增速分别约为38.5%、81.4%; 2018Q4营业收入、扣非后净利润分别约为6.0亿元、1.5亿元, 同比增速分别约为38.6%、35.7%。
- **继续拓展药店终端, 经营质量或迎来改善。** 公司2018年收入约为16.2亿元, 同比增速约为38.5%。其中传统中药收入约为12.8亿元, 同比增长约34.8%; 精品中药收入约为2.1亿元, 同比增长约52.9%; 养生酒收入约为0.5亿元, 同比增长约106%。分产品来看, 普通龟龄集收入约为4亿元, 同比增长4.3%; 定坤丹水蜜丸收入约为3.9亿元, 同比增长39%; 普通安宫牛黄丸收入约为2.6亿元, 同比增速约为99%。公司收入快速增长的主要原因为加强终端渠道开发, 目前其产品已覆盖全国连锁门店近15万家(+50%), 其中管理终端近40000家(+33%)。通过不断完善市场布局和营销体系建设, 推动渠道下沉及覆盖, 产品市场占有率和终端动销率均有提升。公司期间内扣非净利润约为3.8亿元, 同比增长约81%, 具体分析如下: 1) 毛利率约为81%, 同比下降约1.3个百分点, 主要是商业占比提升, 收入结构变化所致; 2) 期间费用率约为49.3%, 同比下降约7.6个百分点; 其中管理费用持平, 销售费用增速低于收入增速, 整体控制较好。2018Q4营业收入、扣非后净利润分别约为6.0亿元、1.5亿元, 同比增速分别约为38.6%、35.7%, 单季度毛利率下降, 与新增部分折旧有关。期末应收账款约为13.4亿元, 同比增长约为82%, 与新开终端数量上升有关。公司在2018年报中提出了2019年经营目标即“收入20亿、利润4.2亿”, 降低业绩增速预期, 或将管理重心转移到提升经营质量。随着产品议价能力提升及制度落实, 预计2019年应收账款及现金流或有所好转。
- **产能瓶颈问题解决, 产品线逐渐丰富。** 1) 产能瓶颈解决, 产品线逐渐丰富。公司储备产品丰富, 大多数属于医保OTC品种, 多品种开发协同作用明显。目前新厂区已经投入使用, 产品线丰富有利于公司突破收入瓶颈, 巩固其在连锁终端的品牌力。同时我们预计定坤丹口服液、龟龄集酒的市场投放量均将上升, 或带来新的增长点; 2) 积极拓展销售网络, 产品协同打造品牌。继续强化与全国及区域龙头商业、百强连锁药店的合作, 目前公司覆盖的二级以上医院数量增加至4791家, OTC终端增加至15万家, 且管理终端近4万家。同时且推进好孕专柜等活动, 品牌力逐渐提升。
- **盈利预测及评级:** 预计2019-2021年EPS为1.27元、1.61元、2.03元(原预测2019-2020年分别为1.86元、2.62元, 下调原因为产品增速预期下降, 同时销售费用率提升), 对应市盈率分别为26倍、21倍、16倍。我们认为随着公司对产品的推广力度增加, 终端渠道布局数量快速增长, 业绩增速及质量提升或超预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期, 市场拓展或不达预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1618.76	2041.27	2570.06	3149.14
增长率	38.51%	26.10%	25.90%	22.53%
归属母公司净利润(百万元)	374.11	448.95	567.22	717.38
增长率	57.98%	20.01%	26.34%	26.47%
每股收益EPS(元)	1.06	1.27	1.61	2.03
净资产收益率ROE	16.72%	16.00%	16.82%	17.54%
PE	31.44	26.20	20.74	16.40
PB	4.99	4.19	3.49	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

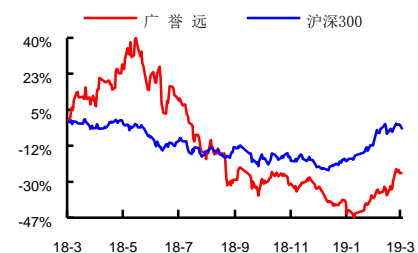
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.53
流通A股(亿股)	3.02
52周内股价区间(元)	23.61-62.68
总市值(亿元)	117.61
总资产(亿元)	30.79
每股净资产(元)	6.48

相关研究

1. 广誉远(600771): 业绩持续快速增长, 经营质量或逐渐改善 (2018-10-29)
2. 广誉远(600771): 产能瓶颈问题解决, 产品线或将丰富 (2018-09-03)
3. 广誉远(600771): 业绩增长符合预期, 经营质量有待提升 (2018-08-28)
4. 广誉远(600771): 数百年历史沉淀, 厚积薄发 (2018-05-27)
5. 广誉远(600771): 渠道扩张效果明显, 传统中药快速增长 (2018-04-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1618.76	2041.27	2570.06	3149.14	净利润	394.05	448.95	567.22	717.38
营业成本	305.69	429.09	568.93	720.81	折旧与摊销	17.42	36.55	36.55	36.55
营业税金及附加	24.58	34.84	43.03	52.25	财务费用	14.31	5.74	-1.59	-3.44
销售费用	628.62	857.33	1053.72	1259.65	资产减值损失	34.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	96.13	204.13	257.01	299.17	经营营运资本变动	-382.44	-174.26	-183.70	-120.55
财务费用	14.31	5.74	-1.59	-3.44	其他	-375.75	0.21	-0.01	-0.03
资产减值损失	34.45	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-297.97	317.18	418.46	629.90
投资收益	0.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-269.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	350.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	81.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	458.18	510.14	648.96	820.69	短期借款	81.56	-191.56	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.96	5.08	1.98	2.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	452.22	515.22	650.95	823.27	股权融资	-0.36	0.00	0.00	0.00
所得税	58.17	66.27	83.73	105.89	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	394.05	448.95	567.22	717.38	其他	-20.22	-5.74	1.59	3.44
少数股东损益	19.94	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	60.98	-197.31	1.59	3.44
归属母公司股东净利润	374.11	448.95	567.22	717.38	现金流量净额	-155.77	119.88	420.05	633.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	125.18	245.05	665.10	1298.44	成长能力				
应收和预付款项	1669.55	1864.34	2094.94	2247.66	销售收入增长率	38.51%	26.10%	25.90%	22.53%
存货	373.36	523.86	694.67	880.20	营业利润增长率	63.70%	11.34%	27.21%	26.46%
其他流动资产	4.79	6.04	7.61	9.32	净利润增长率	57.42%	13.93%	26.34%	26.47%
长期股权投资	6.06	6.06	6.06	6.06	EBITDA 增长率	65.85%	12.76%	23.80%	24.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	713.31	687.85	662.39	636.94	毛利率	81.12%	78.98%	77.86%	77.11%
无形资产和开发支出	97.93	88.38	78.82	69.26	三费率	45.66%	52.28%	50.94%	49.39%
其他非流动资产	88.67	87.14	85.61	84.08	净利率	24.34%	21.99%	22.07%	22.78%
资产总计	3078.86	3508.73	4295.22	5231.97	ROE	16.72%	16.00%	16.82%	17.54%
短期借款	191.56	0.00	0.00	0.00	ROA	9.94%	12.80%	12.80%	13.21%
应付和预收款项	402.80	537.99	715.00	888.47	ROIC	18.79%	17.32%	20.24%	24.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.26%	27.06%	26.61%	27.11%
其他负债	128.31	165.60	207.87	253.77	营运能力				
负债合计	722.68	703.60	922.87	1142.24	总资产周转率	0.58	0.62	0.66	0.66
股本	352.88	352.88	352.88	352.88	固定资产周转率	4.47	3.11	4.07	5.19
资本公积	1753.66	1753.66	1753.66	1753.66	应收账款周转率	1.56	1.48	1.73	2.02
留存收益	181.03	629.98	1197.20	1914.58	存货周转率	1.10	0.96	0.93	0.92
归属母公司股东权益	2287.57	2736.52	3303.74	4021.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	46.57%	—	—	—
少数股东权益	68.61	68.61	68.61	68.61	资本结构				
股东权益合计	2356.18	2805.13	3372.35	4089.73	资产负债率	23.47%	20.05%	21.49%	21.83%
负债和股东权益合计	3078.86	3508.73	4295.22	5231.97	带息债务/总负债	26.51%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.16	3.95	3.90	4.01
					速动比率	2.62	3.17	3.12	3.21
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.06	1.27	1.61	2.03
					每股净资产	6.68	7.95	9.56	11.59
					每股经营现金	-0.84	0.90	1.19	1.79
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	489.91	552.43	683.92	853.80					
PE	31.44	26.20	20.74	16.40					
PB	4.99	4.19	3.49	2.88					
PS	7.27	5.76	4.58	3.73					
EV/EBITDA	23.99	20.71	16.12	12.17					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn