

广誉远 (600771)

继续加大市场拓展力度，业绩保持快速增长趋势

2018 年公司营收同比增长 38.51%，扣非净利润同比增长 81.43%

根据 2018 年年报，2018 年公司实现营收 16.19 亿元 (+38.51%)，归属上市公司股东净利润 3.74 亿元 (+57.98%)，扣非后净利润 3.76 亿元 (+81.43%)。单季度表现来看，2018 年 Q4 实现营业收入 5.97 亿元 (+38.57%)，扣非后净利润 1.53 亿元 (+35.74%)。

截至报告期末，公司应收账款 13.38 亿元，经营活动产生的现金流量净额比上年同期减少 1.14 亿元，经营活动产生的现金流量净额持续为负主要有以下原因：1、公司尚处于市场培育期，为了快速占领市场、覆盖终端渠道，公司给予了商业客户一定的信用账期，且商业客户以银行承兑汇票方式为主，报告期末公司持有的银行承兑汇票为 2.44 亿元；2、公司持续加大市场投入，销售费用同比增加，叠加中药材价格波动及原材料储备等导致经营性现金流出持续增多；3、公司自 2016 年起加大了研发投入的力度，2018 年研发投入金额为 6124 万元。

加大市场拓展力度，“传统中药+精品中药+养生酒”三驾马车齐头并进

分业务来看，2018 年公司医药工业营收 14.94 亿元 (+37.14%)，毛利率是 83.95%；其中，传统中药产品营收为 12.81 亿元 (+34.83%)，毛利率为 83.20%；精品中药产品营收为 2.13 亿元 (+52.93%)，毛利率为 88.49%。主要原因是公司不断加强内、外部优势资源整合，加大与区域龙头商业、百强连锁的战略合作，提升产品市场占有率和终端动销率。养生酒营收 5255.58 万 (+106.49%)，毛利率 68.73%，毛利率较上年同期增加 6.93%，主因公司持续开发重点区域市场潜力，同时提高新产品的供货价。

销售费用率控制良好，持续推进核心产品工艺研发

2018 年公司销售费用为 6.29 亿元 (+21.85%)，销售费用率为 38.83%，公司销售费用率控制良好，主因市场推广费增加 1.25 亿元，广告投入减少 0.35 亿元。公司在推进原有研发项目的同时，新增研发项目 12 个，重点围绕定坤丹、龟龄集等核心产品的二次开发，同时联合上海中医药大学、厦门大学成立联合实验室进行广誉远经典名方的二次开发。

估值与评级

公司不断加强医学、商务、KA 内外部优势资源整合，目前已覆盖全国连锁门店近 15 万家，其中管理终端近 40,000 家。考虑到 18 年营收略低于此前预期，我们将 2019、2020 年净利润由 5.89、7.75 亿元下调至 5.09、6.69 亿元，EPS 由 1.67、2.19 元下调至 1.44、1.90 元，维持“买入”评级。

风险提示：1. 终端动销不及预期导致应收账款持续增加；2. 多渠道推广模式导致公司销售费用较高；3. 新产能释放进度不及预期

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,168.68 | 1,618.76 | 2,188.78 | 2,849.44 | 3,576.99 |
| 增长率(%) | 24.73 | 38.51 | 35.21 | 30.18 | 25.53 |
| EBITDA(百万元) | 290.81 | 543.32 | 626.41 | 805.16 | 994.85 |
| 净利润(百万元) | 236.80 | 374.11 | 508.77 | 669.49 | 826.49 |
| 增长率(%) | 92.82 | 57.98 | 36.00 | 31.59 | 23.45 |
| EPS(元/股) | 0.67 | 1.06 | 1.44 | 1.90 | 2.34 |
| 市盈率(P/E) | 49.67 | 31.44 | 23.12 | 17.57 | 14.23 |
| 市净率(P/B) | 6.15 | 5.14 | 4.21 | 3.39 | 2.74 |
| 市销率(P/S) | 10.06 | 7.27 | 5.37 | 4.13 | 3.29 |
| EV/EBITDA | 48.98 | 18.84 | 17.91 | 15.14 | 10.80 |

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 | 33.33 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) | 11,761.46 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,075.83 |
| 每股净资产(元) | 6.48 |
| 资产负债率(%) | 23.47 |
| 一年内最高/最低(元) | 63.45/23.11 |

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-季报点评:加强终端覆盖力度，精细化营销驱动销量增长》 2018-11-01
- 2 《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) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 280.95 | 125.18 | 772.76 | 227.96 | 1,367.71 |
| 应收账款 | 819.48 | 1,405.61 | 1,325.38 | 2,410.65 | 2,165.88 |
| 预付账款 | 12.94 | 20.18 | 91.00 | 13.33 | 148.77 |
| 存货 | 182.36 | 373.36 | 306.67 | 657.46 | 543.82 |
| 其他 | 553.33 | 248.55 | 620.15 | 506.68 | 828.41 |
| 流动资产合计 | 1,849.05 | 2,172.88 | 3,115.96 | 3,816.07 | 5,054.58 |
| 长期股权投资 | 7.53 | 6.06 | 6.06 | 6.06 | 6.06 |
| 固定资产 | 54.61 | 669.91 | 706.47 | 755.65 | 799.39 |
| 在建工程 | 456.88 | 43.39 | 62.04 | 85.22 | 81.13 |
| 无形资产 | 98.21 | 97.93 | 94.86 | 91.78 | 88.70 |
| 其他 | 51.33 | 88.67 | 67.23 | 70.51 | 61.43 |
| 非流动资产合计 | 668.57 | 905.98 | 936.66 | 1,009.23 | 1,036.73 |
| 资产总计 | 2,517.62 | 3,078.86 | 4,052.61 | 4,825.30 | 6,091.31 |
| 短期借款 | 110.00 | 191.56 | 200.00 | 513.74 | 240.00 |
| 应付账款 | 258.23 | 91.47 | 633.83 | 170.13 | 966.71 |
| 其他 | 136.12 | 403.72 | 292.18 | 430.52 | 381.92 |
| 流动负债合计 | 504.35 | 686.76 | 1,126.01 | 1,114.38 | 1,588.63 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 78.43 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 33.14 | 35.92 | 34.53 | 35.22 | 34.88 |
| 非流动负债合计 | 33.14 | 35.92 | 34.53 | 113.66 | 34.88 |
| 负债合计 | 537.49 | 722.68 | 1,160.54 | 1,228.04 | 1,623.50 |
| 少数股东权益 | 66.30 | 68.61 | 95.73 | 131.42 | 175.48 |
| 股本 | 353.11 | 352.88 | 352.88 | 352.88 | 352.88 |
| 资本公积 | 1,753.79 | 1,753.66 | 1,753.66 | 1,753.66 | 1,753.66 |
| 留存收益 | 1,560.72 | 1,934.69 | 2,443.46 | 3,112.95 | 3,939.44 |
| 其他 | (1,753.79) | (1,753.66) | (1,753.66) | (1,753.66) | (1,753.66) |
| 股东权益合计 | 1,980.13 | 2,356.18 | 2,892.07 | 3,597.26 | 4,467.80 |
| 负债和股东权益总 | 2,517.62 | 3,078.86 | 4,052.61 | 4,825.30 | 6,091.31 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 250.31 | 394.05 | 508.77 | 669.49 | 826.49 |
| 折旧摊销 | 11.36 | 17.42 | 7.87 | 10.72 | 13.42 |
| 财务费用 | 5.33 | 14.96 | 12.50 | 0.00 | 0.00 |
| 投资损失 | (5.78) | (0.88) | (3.15) | (3.15) | (10.00) |
| 营运资金变动 | (688.23) | (450.26) | 155.38 | (1,572.87) | 657.96 |
| 其它 | 243.33 | (273.26) | 27.12 | 35.69 | 44.06 |
| 经营活动现金流 | (183.67) | (297.97) | 708.49 | (860.13) | 1,531.92 |
| 资本支出 | 319.66 | 210.44 | 61.39 | 79.31 | 50.35 |
| 长期投资 | (9.04) | (1.47) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (883.37) | (127.76) | (118.23) | (156.15) | (90.35) |
| 投资活动现金流 | (572.76) | 81.22 | (56.85) | (76.85) | (40.00) |
| 债权融资 | 110.00 | 191.56 | 200.00 | 592.17 | 240.00 |
| 股权融资 | (35.37) | (14.67) | (12.50) | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (5.72) | (115.91) | (191.56) | (200.00) | (592.17) |
| 筹资活动现金流 | 68.91 | 60.98 | (4.06) | 392.17 | (352.17) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (687.52) | (155.77) | 647.58 | (544.80) | 1,139.75 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,168.68 | 1,618.76 | 2,188.78 | 2,849.44 | 3,576.99 |
| 营业成本 | 205.81 | 305.69 | 425.48 | 564.45 | 726.64 |
| 营业税金及附加 | 22.06 | 24.58 | 38.78 | 49.18 | 59.81 |
| 营业费用 | 515.87 | 628.62 | 864.57 | 1,125.53 | 1,423.64 |
| 管理费用 | 145.73 | 96.13 | 240.77 | 313.44 | 393.47 |
| 财务费用 | 4.15 | 14.31 | 12.50 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 1.79 | 34.45 | 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 | 5.78 | 0.88 | 3.15 | 3.15 | 10.00 |
| 其他 | (12.39) | 55.93 | (6.31) | (6.31) | (20.00) |
| 营业利润 | 279.88 | 458.18 | 606.03 | 794.45 | 981.43 |
| 营业外收入 | 25.31 | 1.40 | 12.38 | 18.68 | 22.50 |
| 营业外支出 | 0.77 | 7.36 | 3.42 | 3.85 | 4.88 |
| 利润总额 | 304.43 | 452.22 | 615.00 | 809.28 | 999.05 |
| 所得税 | 54.11 | 58.17 | 79.10 | 104.09 | 128.50 |
| 净利润 | 250.31 | 394.05 | 535.89 | 705.18 | 870.55 |
| 少数股东损益 | 13.51 | 19.94 | 27.12 | 35.69 | 44.06 |
| 归属于母公司净利润 | 236.80 | 374.11 | 508.77 | 669.49 | 826.49 |
| 每股收益（元） | 0.67 | 1.06 | 1.44 | 1.90 | 2.34 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.73% | 38.51% | 35.21% | 30.18% | 25.53% |
| 营业利润 | 56.29% | 63.70% | 32.27% | 31.09% | 23.54% |
| 归属于母公司净利润 | 92.82% | 57.98% | 36.00% | 31.59% | 23.45% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 82.39% | 81.12% | 80.56% | 80.19% | 79.69% |
| 净利率 | 20.26% | 23.11% | 23.24% | 23.50% | 23.11% |
| ROE | 12.37% | 16.35% | 18.19% | 19.32% | 19.26% |
| ROIC | 31.67% | 23.42% | 23.09% | 30.74% | 21.98% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 21.35% | 23.47% | 28.64% | 25.45% | 26.65% |
| 净负债率 | -30.11% | 6.22% | 14.04% | 5.22% | 9.13% |
| 流动比率 | 3.67 | 3.16 | 2.77 | 3.42 | 3.18 |
| 速动比率 | 3.30 | 2.62 | 2.49 | 2.83 | 2.84 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.78 | 1.46 | 1.60 | 1.53 | 1.56 |
| 存货周转率 | 8.24 | 5.83 | 6.44 | 5.91 | 5.96 |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.58 | 0.61 | 0.64 | 0.66 |
| 每股指标（元） | | | | | |
| 每股收益 | 0.67 | 1.06 | 1.44 | 1.90 | 2.34 |
| 每股经营现金流 | -0.52 | -0.84 | 2.01 | -2.44 | 4.34 |
| 每股净资产 | 5.42 | 6.48 | 7.92 | 9.82 | 12.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 49.67 | 31.44 | 23.12 | 17.57 | 14.23 |
| 市净率 | 6.15 | 5.14 | 4.21 | 3.39 | 2.74 |
| EV/EBITDA | 48.98 | 18.84 | 17.91 | 15.14 | 10.80 |
| EV/EBIT | 50.30 | 19.30 | 18.14 | 15.34 | 10.95 |

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