

业绩高速增长，静待2019财务指标改善

2019年3月26日

强烈推荐/维持

强烈推荐

财报点评

——广誉远（600771）年度报告点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
杨春雨	研究助理	
	yangcy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司发布 2018 年年报：全年营业收入 16.18 亿元，同比增长 38.51%；归属母公司股东净利润 3.74 亿元，同比增长 57.98%；归属母公司股东扣非净利润为 3.76 亿元，同比增长 81.43%。实现 EPS 1.06 元。拟每 10 股转增 4 股。

观点：

1.全年收入保持快速增长，非经常因素导致 Q4 业绩增速有所放缓

公司 2018 年全年收入增速 38.51%，相较 2017 年增速明显加快；2018 年归母净利润增速 57.98%，与 2017 年的 92.82%相比出现放缓；2018 年扣非后归母净利润增速为 81.43%，与 2017 年的 89.43%相比略有降低。

单独拆分 2018Q4，公司收入增速为 38.57%，归母净利润增速为 11.20%，扣非后归母净利润增速为 35.74%；公司 2018Q4 收入增速与前三季度持平。净利润增速明显低于收入增速主要是 2017Q4 特殊情况下的产品高净利率所致。2017Q4，公司的精品中药在企业家活动中的大量销售导致净利率异常高，净利率达到 32.60%，而 2017 年全年净利率为 21.42%，2018Q4 净利率为 26.34%，2018Q4 接近公司产品净利率的正常水平。另外 2017Q4 非经常性损益较多，导致 2018Q4 归母净利润增速较低，扣除非经常损益后 2018Q4 业绩增速与收入增速相差不多。

2.精品中药快速增长，安宫牛黄丸+牛清心+养生酒表现突出

分产品板块来看：

- 医药工业端收入约 14.94 亿元，增长 37.14%；医药商业端收入 0.69 亿元，增长 34.41%；传统中药收入 12.81 亿元，增长 34.83%，毛利率降低 0.45pp 至 83.20%；精品中药收入 2.13 亿元，增长 52.93%，毛利率提高 1.25 个 pp 至 88.49%；养生酒收入 0.53 亿元，增长 106.49%，毛利率提高 6.93 个 pp 至 68.73%。

分产品来看：

- 定坤丹收入 5.28 亿元，增长 62%，定坤丹（精品+珍藏）收入 0.22 亿元，增长 147.55%。定坤丹水蜜丸保持了高速增长，主要是公司前期在拓展终端覆盖、加强营销和店员培训方面的工作收到成效，品牌力持续增强所致。定坤丹精品 2017 年一度因产能问题停产，2018 年恢复产能后销售情况较好，预计 2019 年有望快速增长。

- 龟龄集收入 4.07 亿元, 增长 4.33%, 龟龄集 (精品+珍藏) 收入 1.19 亿元, 增长 37.59%。龟龄集普通装收入增速有所减缓, 主要是龟龄集为处方药, 不像定坤丹是双跨品种, 宣传上有障碍, 价值医院端市场费用控制, 一定程度影响了龟龄集普通装的销量。龟龄集精品主要通过自有国医馆、国药堂销售、保持快速增长。
- 安宫牛黄丸收入 2.59 亿元, 增长 99.12%, 龟龄集 (精品+双天然) 收入 0.55 亿元, 增长 37.68%。安宫牛黄丸连续三年超高速增长, 复合增速超过 100%, 成为公司的重要的增长点。由于安宫牛黄丸市场教育成熟, 推广难度较小, 在公司品牌力增强和持续营销下有望继续保持高速增长。
- 牛黄清心丸收入 0.87 亿元, 增长 153.76%, 龟龄集 (精品+双天然) 收入 0.17 亿元, 增长 342.00%。牛清心收入体量较少, 2018 年整体首次过亿, 预计与安宫牛黄丸一样, 未来 3 年将保持高速增长。
- 养生酒收入 0.53 亿元, 增长 106.49%。龟龄集酒和加味龟龄集酒是公司 2018 年设计的三大增长点之一, 在新厂投产、养生酒产能释放、营销团队持续拓展长三角、珠三角区域市场之下, 养生酒在 2019 年有望破亿, 成为公司新的增长点。

3. 中间费用率明显下降, 应收账款及现金流等待改善

- 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 38.83%, 9.55%, 0.88%, 较去年同期分别 -5.31, -2.92, +0.53 个 pp。公司的中间费用率下降明显, 销售费用率快速下降。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, 减少了广告费用。管理费用率降低原因是收入端保持高增速, 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 18 年末应收账款, 应收票据分别为 2.44 亿元和 13.38 亿元, 相较 2018Q3 数据分别增长了 0.6 亿元, 2.71 亿元, 公司应收账款及应收票据延续的小幅增加的趋势。分季度来看, 公司 2018Q4 应收账款与营业收入比为 45.39%, 与 2018Q1 相当, 高于 2018Q2 和 Q3 (分别为 32.62% 和 20.62%)。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。2018 年覆盖药店达到 15 万家, 管理超过 4 万家, 新增医院终端 1200 余家。

- 现金流: 公司期末现金流为 1.25 亿元, 净增加额为-1.56 亿元。其中, 经营性活动产生的现金流净额为-2.98 亿元, 比上年同期减少 1.14 亿元。经营性现金流为负及相较于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。

4. 未来公司看点展望

新厂投产突破产能瓶颈, 2019 年全面释放: 公司新厂区已于 2019 年 8 月 31 日获得药品 GMP 认证。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。在经过 2018 年下半年的调试与磨合阶段后, 产能在 2019 年将得到彻底释放, 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 2019-2021 年归母净利润分别为 4.93 亿元、6.80 亿元、9.28 亿元, 增长分别为 31.71%, 38.17%, 36.35%。EPS 分别为 1.40 元、1.93 元、2.63 元, 对应 PE 分别为 24x, 17x, 13x。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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1849	2173	2811	3731	4933	营业收入	1169	1619	2076	2732	3583
货币资金	281	125	161	211	277	营业成本	206	306	409	562	768
应收账款	735	1338	1716	2259	2963	营业税金及附加	22	25	39	48	62
其他应收款	84	67	86	113	149	营业费用	516	629	830	1066	1362
预付款项	13	20	30	43	61	管理费用	146	96	125	150	179
存货	182	373	499	686	938	财务费用	4	14	18	24	32
其他流动资产	308	5	6	6	6	资产减值损失	1.79	34.45	60.00	60.00	60.00
非流动资产合计	669	906	832	759	686	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8	6	6	6	6	投资净收益	5.78	0.88	0.88	0.88	0.88
固定资产	55	670	606	543	479	营业利润	280	458	596	823	1122
无形资产	94	96	86	76	67	营业外收入	25.31	1.40	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	19	43	43	43	43	营业外支出	0.77	7.36	1.00	1.00	1.00
资产总计	2518	3079	3643	4490	5619	利润总额	304	452	596	823	1122
流动负债合计	504	687	769	948	1167	所得税	54	58	77	106	144
短期借款	110	192	193	252	309	净利润	250	394	519	717	978
应付账款	166	0	0	0	0	少数股东损益	14	20	26	36	49
预收款项	23	32	32	32	32	归属母公司净利润	237	374	493	681	928
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	383	578	687	920	1227
非流动负债合计	33	36	35	35	35	EPS (元)	0.67	1.06	1.40	1.93	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		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	537	723	804	983	1202	成长能力					
少数股东权益	66	69	95	131	181	营业收入增长	24.73%	38.51%	28.25%	31.61%	31.14%
实收资本(或股本)	353	353	353	353	353	营业利润增长	56.29%	63.70%	30.00%	38.17%	36.35%
资本公积	1754	1754	1754	1754	1754	归属于母公司净利润	31.71%	38.17%	31.71%	38.17%	36.35%
未分配利润	-223	151	569	1147	1934	获利能力					
归属母公司股东权	1914	2288	2745	3376	4237	毛利率(%)	82.39%	81.12%	80.31%	79.43%	78.57%
负债和所有者权	2518	3079	3643	4490	5619	净利率(%)	21.42%	24.34%	25.00%	26.25%	27.29%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-184	-298	147	125	167	偿债能力					
净利润	250	394	519	717	978	资产负债率(%)	21%	23%	22%	22%	21%
折旧摊销	99	106	73	73	73	流动比率	3.67	3.16	3.66	3.94	4.23
财务费用	4	14	18	24	32	速动比率	3.30	2.62	3.01	3.21	3.42
应收账款减少	0	0	-378	-543	-703	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.58	0.62	0.67	0.71
投资活动现金流	-573	81	-59	-59	-59	应收账款周转率	2	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.90	19.45	0.00	0.00	0.00
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	6	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.67	1.06	1.40	1.93	2.63
筹资活动现金流	69	61	-53	-15	-42	每股净现金流(最新)	-1.95	-0.44	0.10	0.14	0.19
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.42	6.48	7.78	9.57	12.01
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	49.75	31.44	23.87	17.28	12.67
资本公积增加	-31	0	0	0	0	P/B	6.15	5.14	4.29	3.48	2.78
现金净增加额	-688	-156	35	51	66	EV/EBITDA	30.27	20.46	17.16	12.82	9.61

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

杨春雨

医药行业研究员。中国中医科学院中药学博士，中国药科大学药剂学硕士，美国药典委员会访问学者。2018 年水晶球第六名团队核心成员。曾就职于国家药典委员会，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药领域。

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。