



2019年05月28日

买入(维持)

当前价: 25.56 元
目标价: 39.53 元

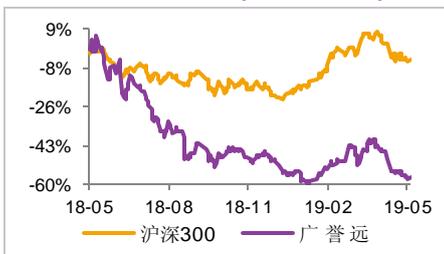
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1619.0	2043.1	2521.5	3063.4
(+/-)		26.2%	23.4%	21.5%
归母净利润	374.1	474.3	607.3	763.5
(+/-)		26.8%	28.0%	25.7%
EPS(元)	1.06	1.34	1.72	2.16
P/E	24.1	19.0	14.9	11.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《广誉远(600771)》_【联讯医药公司中报点评】广誉远(600771):传统中药高速增长,公司业绩迎来释放期》

2017-08-22

《广誉远(600771)》_【联讯医药公司点评】广誉远(600771.SH):渠道拓展促业绩快速释放,传统中药四大单品增速亮眼》2018-04-24

广誉远(600771.SH)

【联讯医药公司深度研究报告】广誉远(600771):精品国药老字号,厚积薄发焕新颜

投资要点

◇ 清代“四大名店”之一,精品国药基因纯正

广誉远历史悠久,距今已有 470 多年(早于同仁堂),是中国现存历史最为悠久的中药企业与药品品牌之一,与北京同仁堂、杭州胡庆余堂、广州陈李济并称为“清代四大名店”。公司拥有共 104 种中药古方及独特的炮制工艺,6 个独家品种,2 个国家保密品种(龟龄集和定坤丹),3 个国家非物质文化遗产产品(龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸)。

◇ 制约公司发展的各种因素消除,精品国药老字号焕新颜

大股东东盛集团历史债务风险逐渐化解,所持公司股份相继解押和解冻,负债率下降到 50% 以下,大股东履约不确定性风险化解;公司 2015 年和 2016 年相继成功非公开发行股份,净融资 14.5 亿元现金,资本市场融资功能的重新恢复,制约公司发展的资金枷锁逐渐打破,公司迎来各项经营活动落地的良机;另外,收购主要子公司山西广誉远 40% 少数股东权益后,公司持股比例上升到 95%,极大地巩固上市公司的主业,同时也理顺了与东盛集团、山西广誉远的多方利益关系。制约公司发展的各项因素消除,精品国药企,一遇风云变化龙。

◇ 龟龄集、定坤丹和安宫牛黄丸,三大核心品种量升价稳

核心产品龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸均先后入选国家级非物质文化遗产名录,且龟龄集和定坤丹是两大国家级保密配方。三大核心产品贡献公司主要业绩,2016-2018 年,龟龄集(不含龟龄集酒)、定坤丹(包括大蜜丸、水密丸和口服液等)、安宫牛黄丸合计贡献公司营收 7.11 亿元、10.51 和 13.90 亿元,分别占公司营业总收入的 76.0%、89.9% 和 85.9%。2018 年,定坤丹系列营收 5.49 亿元,龟龄集系列 5.26 亿元,定坤丹营收超越龟龄集,成为公司营收最大细分品种。价格方面,精品中药受天然原材料供应限制,定位高端消费,近年来价格稳步提升,传统中药虽然以医院和药店为销售渠道,价格主要是由招投标确定,中标价格基本稳定,在医保控费降药价大环境下,体现良好政策免疫特征。

◇ 产、销奠定广誉远未来几年快速增长基础

产: 一是对老厂的挖潜扩能,二是积极推进中医药产业园建设项目,从根本上解决产能紧张问题。中医药产业项目已经通过 GMP 认证,达到预定使用状态,全部达产后,公司各剂型生产线产能提升明显,为日后产品营销开展、销售规模扩大打下坚实基础。

销: 营销策略以传统中医药文化为引领,以学术为根本,围绕“学术+品牌”双轮驱动路线,与中华医学会等机构展开常年合作,参加各种全国性及省级等学术会议,提高对产品的学术认可度。**渠道建设**上加大医院开发力度,大



力发展 OTC 业务，继续与国内知名医药流通企业建立良好合作关系，2018 年同比 2015 年分别提升 3 倍和 6.5 倍，有力的支撑了近年来公司持续增长的经营业绩。我们认为公司在渠道建设上仍有较大提升空间。2018 年末公司产品二级以上医院覆盖率刚过半（56.6%），药店终端覆盖率仅有 33%左右。销售队伍上，山西广誉远的营销团队具有丰富的行业经验和成功营销案例，公司销售队伍持续扩大，2018 年销售人员 1925 人，占员工总数的 61.8%。

◇ 盈利预测与估值

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 20.4/25.2/30.6 亿元，归母净利润分别为 4.74/6.07/7.63 亿元，公司总股本 3.53 亿股，对应每股 EPS 为 1.34/1.72/2.16 元，现价对应 PE 为 19.0/14.9/11.8 倍。

目前，精品国药细分行业 PE（TTM）为 28.4 倍、PEG（未来三年净利年复合）2.0，广誉远 PE（TTM）估值处于行业中位数偏下，但是公司未来几年业绩持续快速增长，PEG（未来三年净利年复合）行业最低，保守给予 2019 年 PEG 估值 1.1 倍，对应 PE（2019E）29.5 倍，目标价 39.53 元，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

贵细中药材供给及价格大幅波动风险；应收账款坏账风险；医保控费药品降价超预期；医院及药店渠道拓展低于预期。



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	6
一、精品国药，清朝“四大名店”之一	7
（一）凤凰涅槃：从国资到民营，从铝业到精品国药	7
（二）广誉远：精品国药，清朝四大名店之一	7
（三）制约公司发展各项因素消除，一遇风云变化龙	9
二、国药精品基因纯正，三大核心品种量升价稳	10
（一）三大核心品种龟龄集、定坤丹和安宫牛黄丸贡献公司主要营业收入	10
（二）精品中药长期提价，传统中药细分品种量升价稳	11
（三）国家保密产品之龟龄集：男科独家品种，中药补肾文化认同度高	12
（四）国家保密产品之定坤丹：宫廷妇科圣药	13
三、产、销支撑广誉远未来几年快速增长	15
（一）产：中医药产业园达到预定可使用状态，产能问题基本解决	15
（二）销：营销发力，渠道覆盖持续扩大	16
四、盈利预测与估值	18
（一）盈利预测	18
（二）估值及投资评级	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 公司历史重大事件时间轴	7
图表 2： 广誉远主要产品一览	8
图表 3： 广誉远优秀的国药品种及产品储备	9
图表 4： 广誉远股权结构图	10
图表 5： 三大核心品种贡献公司主要营业收入	11
图表 6： 传统中药主要细分品种历年产销情况	11
图表 7： 主要细分品种近年来平均销售单价一览（元/粒、丸、瓶等）	12
图表 8： 我国补肾类用药市场规模及增速	12
图表 9： 2015 年我国补肾类药物市场前五大产品	13
图表 10： 龟龄集产品系列	13
图表 11： 龟龄集历年营收及在补肾类药物中市占率	13
图表 12： 广誉远定坤丹产品系列	14
图表 13： 2016-2018 年定坤丹各规格销售额及增速	14



图表 14: 2016-2018 年定坤丹各规格毛利率变化.....	14
图表 15: 2016 年山西广誉远产能利用率.....	16
图表 16: 中医药产业项目达产后产能提升情况.....	16
图表 17: 公司产品进入二级以上医院数量.....	17
图表 18: 公司产品覆盖全国连锁药店数量.....	17
图表 19: 2015-2018 年广誉远销售队伍建设情况.....	17
图表 20: 广誉远产品营销策略与队伍、渠道建设情况.....	17
图表 21: 关键财务数据预测.....	18
图表 22: 可比公司估值比对.....	19
附录: 公司财务预测表(百万元).....	21



投资案件

投资评级与估值

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 20.4/25.2/30.6 亿元，归母净利润分别为 4.74/6.07/7.63 亿元，公司总股本 3.53 亿股，对应每股 EPS 为 1.34/1.72/2.16 元，现价对应 PE 为 19.0/14.9/11.8 倍。

公司主要产品龟龄集、定坤丹为国家保密品种（秘密级），安宫牛黄丸为国家非物质文化遗产产品，广誉远是一家生产精品国药的“老字号”上市公司，我们可以对标精品国药类上市公司片仔癀（片仔癀为国家绝密品种）、中新药业（拥有 1 个国家机密品种、3 个国家秘密品种）、同仁堂、东阿阿胶、云南白药等。目前，精品国药细分行业 PE(TTM) 为 28.4 倍、PEG（未来三年净利年复合）2.0，广誉远 PE（TTM）估值处于行业中位数偏下，但是公司未来几年业绩持续快速增长，PEG（未来三年净利年复合）行业最低，保守给予 2019 年 PEG 估值 1.1 倍，对应 PE（2019E）29.5 倍，目标价 39.53 元，给予“买入”评级。

关键假设点

1、精品中药：广誉远国药堂（终端+店中店）和国医馆的开发、新设，以及部分药店渠道开发，另外精品中药由于天然贵细药材稀缺性，我们预测精品中药稳定增长，2019-2021 年，我们假设年均增速为 15%，对应营业收入 2.45/2.82/3.24 亿元。

2、传统中药：三大主力产品龟龄集、定坤丹和安宫牛黄丸，龟龄集在基数较大的基础上，假设继续保持年均 15%的增速，定坤丹水蜜丸为独家剂型，相对大蜜丸有便携、服用友好的特点，假设三年增速保持 30%、25%和 25%，大蜜丸假设 20%、15%和 15%；安宫牛黄丸是公司近年来增速比较快的品种，2017 和 2018 年连续两年保持营收翻倍增长，我们假设未来三年保持 50%、40%和 30%增长。2019-2021 年，传统中药增速为 28.7%、25.0%和 22.5%，对应营业收入 16.5/20.6/25.2 亿元，贡献公司主要业绩。

3、其他产品 2019-2020 年假设年均增速为 20%，对应营业收入 1.5/1.8/2.2 亿元。

有别于大众的认识

市场对中药行业重销售、轻研发诟病不断，我们认为如广誉远龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸等产品和片仔癀、东阿阿胶、云南白药一样，代表民族中医药瑰宝，经典验方历经几百甚至上千年中医长期使用实践，传承大于创新。

同时市场也认为中药无法避免医保控费带来的降价压力，但是中医文化源远流长、深入人心，尤其是国药精品消费属性较明显，同时受制于部分名贵中药材原材料供应限制和价格上涨，甚至存在不断提价的趋势，控费降价压力小于其他普通中成药和化药细分行业。

股价表现催化剂

渠道持续拓展；经营现金流好转。



核心风险提示

贵细中药材供给及价格大幅波动风险；应收账款坏账风险；医保控费药品降价超预期；医院及药店渠道拓展低于预期。



一、精品国药，清朝“四大名店”之一

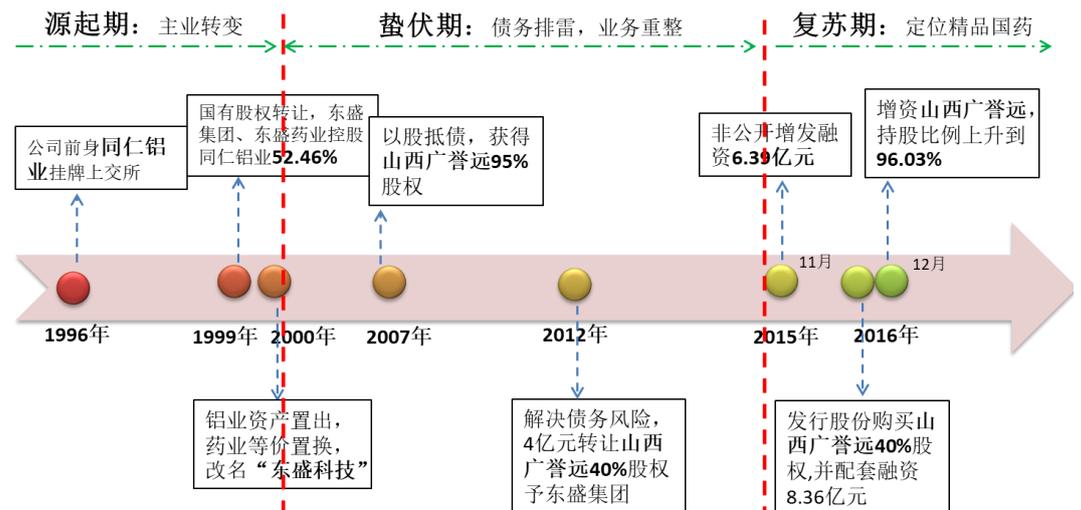
(一) 凤凰涅槃：从国资到民营，从铝业到精品国药

公司前身为青海同仁铝业，1996年11月在上交所挂牌上市。

1999年11月，同仁铝业与东盛集团签署《股权转让协议》，受让东盛集团所持陕西东盛医药销售有限公司；随后，第一大股东青海同仁县国资管理局与东盛集团、东盛药业分别签署了国有股转让协议，完成后青海同仁县国资全部退出，东盛集团和东盛药业分别成为同仁铝业第一、第二大股东，持股上市公司52.46%股份；2000年，同仁铝业改名为“东盛科技”，东盛系完成入主上市公司，上市公司实现从国资控股到民营控股的身份转变。

2000年9月，公司与东盛药业签署资产置换协议，原铝业资产与东盛药业等价置换，公司主营退出铝业，进入医药行业。2003年，东盛集团0元收购资不抵债的山西广誉远（净资产为-1463万元）全部股权进行重组，晋中市国资以土地入股，重组后晋中市国资占5%股权，东盛集团占95%。2007年1月，东盛集团将所持95%山西广誉远等公司股权抵偿占用上市公司资金，上市公司东盛科技成为山西广誉远控股股东；2012年3月，为尽快解决历史债务问题，化解退市风险，公司以4亿元转让40%山西广誉远给控股股东东盛集团；2016年1月，东盛集团再转让部分股权予鼎盛金禾（10%）和磐鑫投资（8%）；此后，山西广誉远国药经营逐渐走上正轨，上市公司也成功非公开发行股份融资解决资金瓶颈，2016年11月，公司以发行股份的方式购买东盛集团、鼎盛金禾、磐鑫投资合计持有的山西广誉远40%股权的收购，山西广誉远40%股权重回上市公司怀抱，收购后合计持股95%股份（山西晋中国资委持股5%）；12月，公司单方面向山西广誉远增资8.36亿元，增资后持股比例上升到96.03%，剩余3.97%股份仍由晋中市国资委持有。几经周折，山西广誉远基本完成全部注入上市公司体系，成为目前上市公司的核心子公司。

图表1：公司历史重大事件时间轴



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

(二) 广誉远：精品国药，清朝四大名店之一

旗下核心子公司山西广誉远历史悠久，最早可追溯至明朝嘉靖年间设立的广盛药店



（早于同仁堂 128 年），距今已有 478 年，是中国现存历史最为悠久的中药企业与药品品牌之一，为无断代传承时间最长的制药企业，曾与北京同仁堂、杭州胡庆余堂、广州陈李济并称为“清代四大名店”，为国家商务部首批“中华老字号”企业。

公司拥有丰富的产品组群，有有丸剂、胶囊剂、酒剂、片剂、颗粒剂、散剂、口服液、煎膏剂共八个剂型，涵盖了妇科、男科、儿科、老年疾病等各个领域，共 104 种中药古方及独特的炮制工艺，6 个独家品种（12 个品规），OTC 品种 63 个，62 个被列入国家《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 版）》，36 个被列入《国家基本药物目录（2018 版）》。

公司核心品种龟龄集与定坤丹均为中药国家级保密品种，其特效配方及独特工艺受国家秘密保护，中药保密品种是目前国内对中药的最高级别保护，是根据《中华人民共和国保守国家秘密法》、《科学技术保密规定》等有关规定，对已列入国家秘密技术项目的中药品种，其处方、剂量、制法等内容进行保密，代表国药精粹。龟龄集、定坤丹及安宫牛黄丸也先后入选国家级非物质文化遗产名录，广誉远是国内一家拥有两个保密品种和三个国家级非物质文化遗产项目的医药企业。

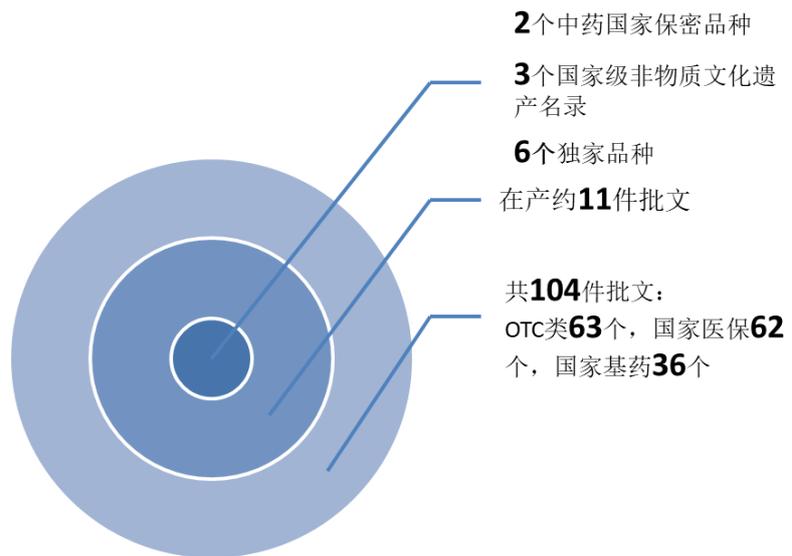
图表2：广誉远主要产品一览

品种名称	批准文号	剂型、规格	医保类别	国家基药	OTC/处方药	中标价格区间	荣誉
定坤丹(大蜜丸)	国药准字 Z14020656	大蜜丸，10.8g/丸	医保乙类（24 省乙类，北京甲类）	否	OTC	8.2-13.5 元/丸	中药国家级保密品种 国家级非物质文化遗产名录
定坤丹(大蜜丸)	国药准字 Z20026662	大蜜丸，6g/丸	医保乙类	否	处方药	8.5 元/丸	
定坤丹(水蜜丸)	国药准字 Z20059003	水蜜丸，7g/瓶	医保乙类（24 省乙类，北京甲类）	否	OTC	9.3-13.5 元/瓶	
定坤丹口服液	国药准字 Z20139014	合剂，10ml/支	否	否	处方药	54 元/支	
龟龄集（传统）	国药准字 Z14020687	胶囊剂，0.3g/粒	乙类（4 省乙类）	否	处方药	9.5 元/粒	中药国家级保密品种 国家级非物质文化遗产名录
牛黄清心丸	国药准字 Z14021721	丸剂大蜜丸，3g/丸	医保乙类	否	处方药	8 元/丸	
安宫牛黄丸	国药准字 Z14020654	丸剂大蜜丸，3g/丸	医保甲类	是	处方药	45 元/丸	
加味龟龄集酒	国药准字 Z14021271	酒剂	否	否	处方药	450 元/500ml	
远字牌龟龄集酒	卫食健（1998） 第 0486 号	-	-	-	保健品	328 元/500ml*2	保健酒

资料来源：公司资料，联讯证券研究院



图表3：广誉远优秀的国药品种及产品储备



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

（三）制约公司发展各项因素消除，一遇风云变化龙

目前，制约公司发展的大股东债务风险、资金风险和山西广誉远少数股东利益风险等各项因素消除，静待广誉远“一遇风云变化龙”。

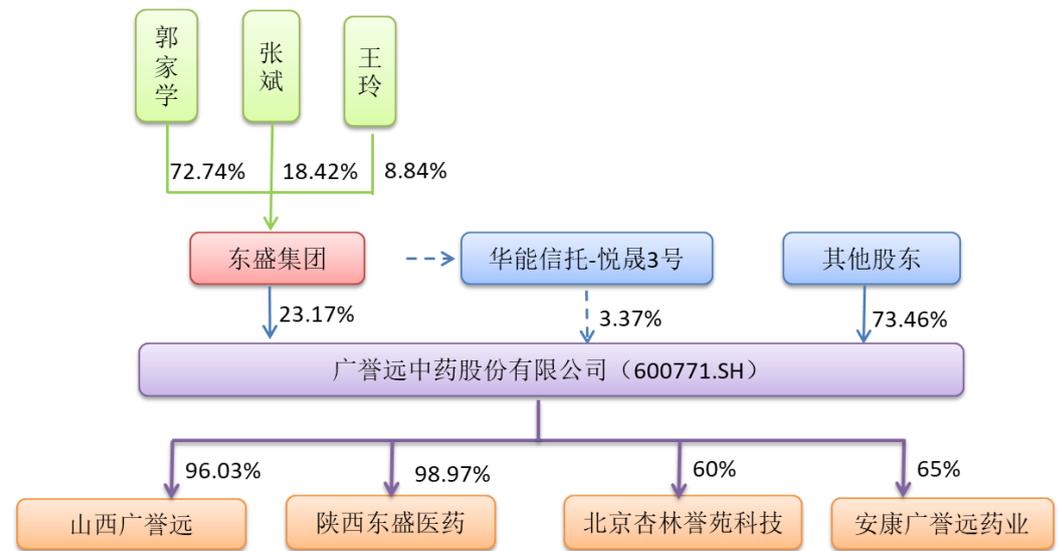
1、大股东债务风险基本化解

公司大股东为西安东盛集团，持股公司 23.17%股份，实际控制人为郭家学。2000年初，东盛集团接连先后并购江苏启东盖天力制药（后出售予拜耳）、青海制药集团、湖北潜江制药以及山西广誉远国药，并介入丽珠集团最初收购战，2004年巨资入股云药集团蛇吞象式收购轰动医药界。由于外延扩张过快和外部资金压力，导致集团资金链断裂，集团公司走向长达十年的债务风险化解之路。

2016年1月，东盛集团将所持山西广誉远18%股权以约5.8亿元价格转让给鼎盛金禾、磐鑫投资后，集团资产负债率由2015年的76.9%下降到2016年6月末的48.4%，资产负债率大幅下降，资产负债表修复明显。另外，集团所涉民事诉讼款项已经全部结清，已摆脱其所持全部股份均处于质押和冻结状态；制约东盛集团长期发展的资金问题将得到解决，其生产经营逐步改善将产生新的现金流入解决，生产经营情况逐步改善。对上市公司而言，大股东因债务风险导致实际控制人变更和无法履行本次收购40%山西广誉远业绩承诺的风险因素显著降低。



图表4：广誉远股权结构图



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

2、收购山西广誉远 40%股权，理顺利益关系

公司发行股份收购山西广誉远 40%股权，完成后山西广誉远成为上市公司持股 95% 的控股子公司，另外 5%仍由晋中市国资委持有。大股东东盛集团承诺山西广誉远 2016-2018 年实现利润 1.33 亿元、2.35 亿元和 4.32 亿元，山西广誉远 40%少数股权对应的经营业绩将全部归属于上市公司，近三年，山西广誉远实现扣非后的归母净利润基本达到承诺利润，累计完成比例达到 97.3%；2019 年度，公司确定的经营目标为：收入 20 亿元，净利润 4.2 亿元，保持业绩增长延续。收购山西广誉远少数股东权益极大地巩固上市公司的主业，同时也理顺了与东盛集团、山西广誉远的多方利益关系。

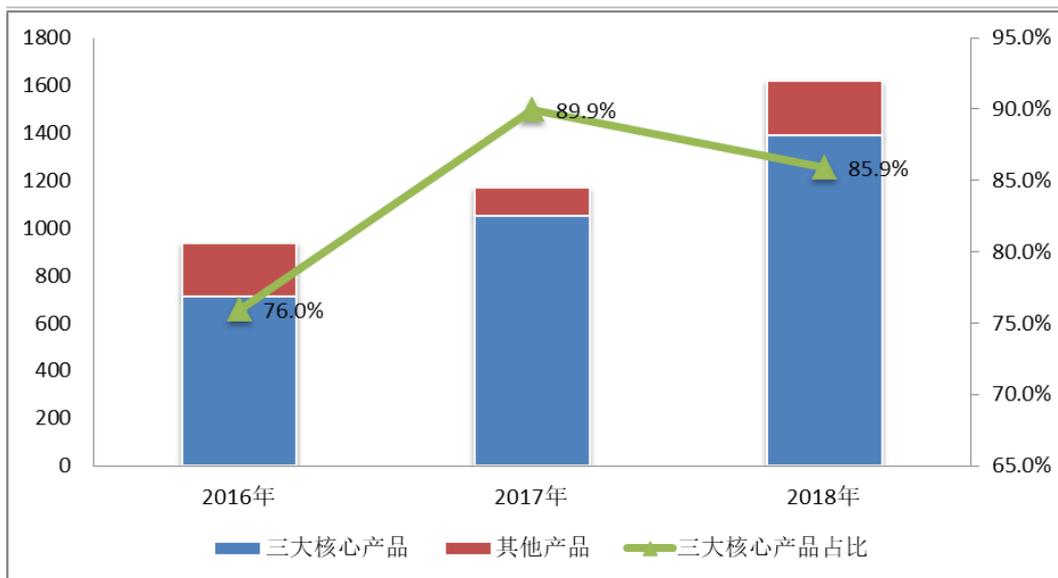
二、国药精品基因纯正，三大核心品种量升价稳

（一）三大核心品种龟龄集、定坤丹和安宫牛黄丸贡献公司主要营业收入

上市公司主营业务收入基本全部来自山西广誉远，其核心产品龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸均先后入选国家级非物质文化遗产名录，且龟龄集和定坤丹是两大国家级保密配方。三大核心产品贡献公司主要业绩，2016-2018 年，龟龄集（不含龟龄集酒）、定坤丹（包括大蜜丸、水密丸和口服液等）、安宫牛黄丸合计贡献公司营收 7.11 亿元、10.51 和 13.90 亿元，分别占公司营业总收入的 76.0%、89.9%和 85.9%。2018 年，定坤丹系列营收 5.49 亿元，龟龄集系列 5.26 亿元，定坤丹营收超越龟龄集，成为公司营收最大细分品种。



图表5：三大核心品种贡献公司主要营业收入



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

（二）精品中药长期提价，传统中药细分品种量升价稳

产品根据生产所使用中药材原料的等级，又分为精品中药和传统中药，精品中药使用天然名贵中药材（如天然牛黄、天然麝香），定位高端消费，由于原材料限制，年产量和销量波动较大；传统中药定位大众消费，医院和药店是主要销售渠道，近年来传统中药主要细分品种量升价稳，产销量逐年增大。

产销量上，2018年龟龄集产销都在3800万粒左右，比2016年提升约31%；定坤丹大蜜丸和水蜜丸并举，2016-2018年，大蜜丸产量年复合增速，销量30.4%，独家剂型水蜜丸产销增速更快，年复合增速分别为42.8%和52.7%；安宫牛黄丸和牛黄清心丸连续两年（2017、2018年）保持翻倍增长。2018年，几个主要传统中药品牌产销比都在90%以上（牛黄清心丸为85.8%），呈现产销两旺良好经营态势。

图表6：传统中药主要细分品种历年产销情况

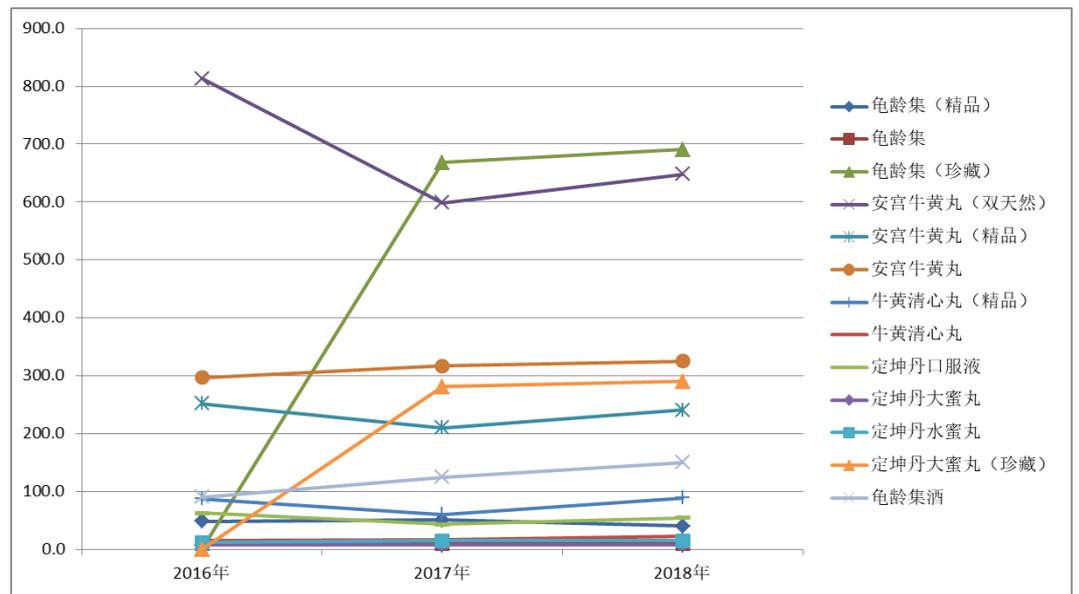
细分品种	2016年			2017年			2018年		
	生产量	销售量	销产比	生产量	销售量	销产比	生产量	销售量	销产比
龟龄集	2938.0	2863.8	97.5%	3,785.9	3,611.7	95.4%	3743.2	3845.2	102.7%
定坤丹大蜜丸	1085.2	1081.7	99.7%	2,062.3	1,488.9	72.2%	1667.7	1839.4	110.3%
定坤丹水蜜丸	1307.4	1112.8	85.1%	1,814.9	1,902.8	104.8%	2664.7	2595.3	97.4%
安宫牛黄丸	16.3	17.3	106.3%	55.1	41.1	74.6%	84.6	79.7	94.2%
牛黄清心丸	79.9	77.5	97.0%	200.2	195.1	97.4%	440.5	377.9	85.8%

资料来源：公司年报，联讯证券研究院

价格方面，精品中药受天然原材料供应限制，定位高端消费，近年来价格稳步提升，具备长期提价基础；传统中药虽然以医院和药店为销售渠道，价格主要是由招投标确定，但近年来中标价格基本稳定，在医保控费降药价大环境下，体现良好政策免疫特征。



图表7： 主要细分品种近年来平均销售单价一览（元/粒、丸、瓶等）



资料来源：公司年报，联讯证券研究院

（三）国家保密产品之龟龄集：男科独家品种，中药补肾文化认同度高

“龟龄集”为山西广誉远独家中成药品种，用于肾亏阳弱、夜梦精溢等男科疾病，属于中医固肾补气类药物，其独有的“复方升炼”制造技术被誉为中药“活化石”，传统五行组方原理使龟龄集产品特色鲜明。

随着生活工作压力加大和人口老龄化，近年来补肾类药物保持较快增速。根据 CMH 的统计数据，2012-2016 年我国补肾类药物市场规模由 50.09 亿元增长至 96.78 亿元，年均复合增长率为 17.9%，同时 CMH 预测，至 2020 年我国补肾类用药市场规模将达到约 150 亿元。

图表8： 我国补肾类用药市场规模及增速



资料来源：中康 CMH，联讯证券研究院 备注：2018 年、2020 年为预测值



由于中医文化认同和品牌认知影响，我国补肾类药物以国产中药品牌为主，补肾药物种类较多，产品同质化情况较为常见，如六味地黄丸便有多家企业生产。2015 年我国补肾类用药市场前五大产品分别为肾宝片、六味地黄丸（宛西制药）、金水宝胶囊、古汉养生精口服液和六味地黄丸（同仁堂科技）。

图表9： 2015 年我国补肾类药物市场前五大产品

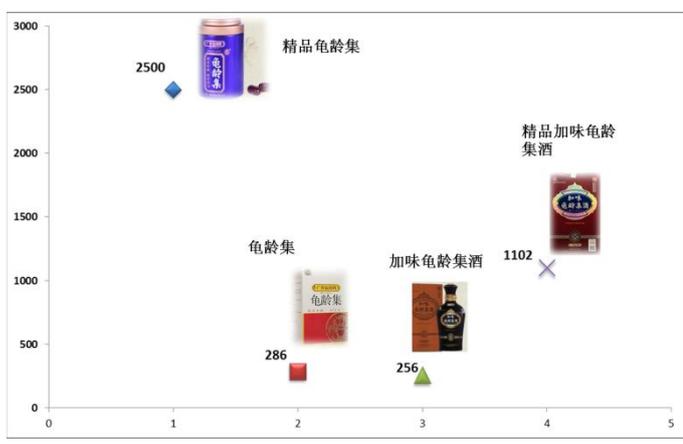
序号	产品名称	生产厂家	市场份额
1	肾宝片	江西汇仁药业股份有限公司	17.83%
2	六味地黄丸	仲景宛西制药股份有限公司	5.86%
3	金水宝胶囊	江西济民可信金水宝制药有限公司	4.88%
4	古汉养生精口服液	启迪古汉集团股份有限公司	4.50%
5	六味地黄丸	北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂	4.14%

资料来源：中康 CMH，联讯证券研究院

龟龄集集配方珍奇、炮制奥妙、工艺独特，原料有人参、鹿茸、海马、雀脑、地黄、苁蓉、枸杞、淫羊藿等二十多种珍贵药材；中药材原料炮制更是别具一格的，例如鹿茸，一般在炮制其它药品时都用黄酒炮制，龟龄集则用陈醋炮制；公丁香则要用椒水浸泡，并炒至蒂头出现白点为止等等。炮制所需辅料除陈醋、花椒外，有黄酒、牛乳、蜂蜜、姜汁等多种。制造工艺有煮、蒸、拌、爆、土埋、露夜等等，共九十九道工序。

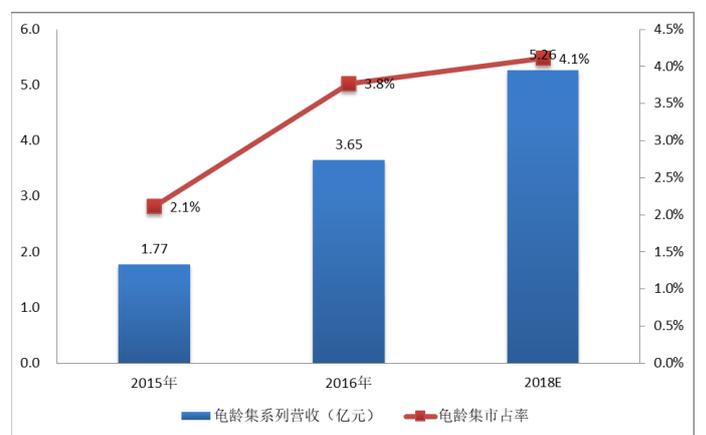
公司龟龄集系列产品包括精品龟龄集、龟龄集及龟龄集酒（含加味龟龄集酒、龟龄集酒），产品覆盖高端、大众群体，剂型也丰富多样，丸剂和酒合剂。2015-2018 年，龟龄集系列产品营收高速增长，营收从 1.77 亿元增长到 5.26 亿元，年复合增速 43.8%，行业市占率持续提升，2015 年约为 2.1%，2018 年预计为 4.1%。

图表10： 龟龄集产品系列



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

图表11： 龟龄集历年营收及在补肾类药物中市占率



资料来源：公司年报，联讯证券研究院

（四）国家保密产品之定坤丹：宫廷妇科圣药

定坤丹源自清代太医院的研治成果，用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛，定坤丹在联合国第四次世界妇女儿童大会上被推荐为唯一指定妇科疾病治疗保健中药。

目前，定坤丹形成了大蜜丸（10.8g、6g 两种规格）、水蜜丸、口服液多规格多剂型产品体系，覆盖处方药和 OTC 两大类，其中口服液为处方药，大蜜丸和水蜜丸为 OTC



类；除口服液外，定坤丹大蜜丸（10.8g、6g 两种规格）和水蜜丸均纳入国家医保目录，水蜜丸和 10.8g 大蜜丸新获选进入 2018 年版国家基药目录，将有利于该定坤丹产品的市场销售。

图表12： 广誉远定坤丹产品系列

序号	药品名称	剂型	规格	OTC/处方药	是否纳入 医保目录	是否纳入 基药目录	是否新入 基药目录
1	定坤丹	丸剂（大蜜丸）	每丸重 6g	OTC	是	否	-
2	定坤丹	丸剂（大蜜丸）	每丸重 10.8g	OTC	是	是	是
3	定坤丹	丸剂（水蜜丸）	每瓶装 7g	OTC	是	是	是
4	定坤丹口服液	合剂	每支装 10ml	处方药	否	否	-

资料来源：公司年报，联讯证券研究院

2018 年，广誉远定坤丹大蜜丸（10.8g*6 丸）已在全国 21 个省的药品集中招标采购中中标，定坤丹水蜜丸（7g*6 瓶）在 22 个省中标。定坤丹水蜜丸剂型 2016 年 3 月正式上市，一改传统大蜜丸“傻大黑粗”形象，水蜜丸方便吸收、携带、服用，为公司独家剂型，2016 年一上市即为定坤丹主力销售剂型，销售额持续快速增长。

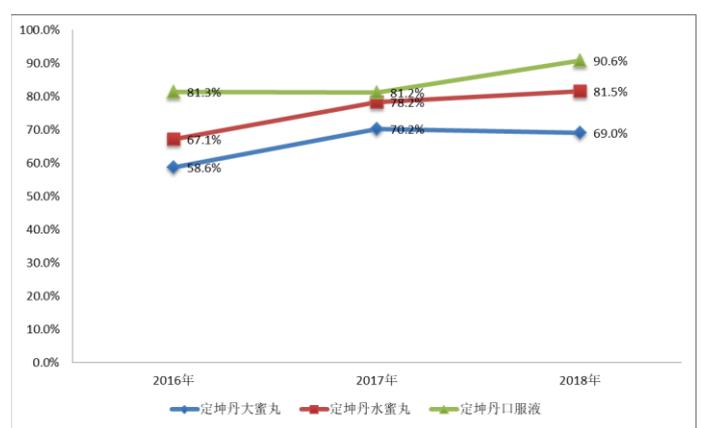
产品最近一年平均中标价分别为：10.8g 大蜜丸 9.5 元/丸，7g 水蜜丸 9.37 元/瓶。定坤丹两种主力剂型毛利率逐年走高，水蜜丸剂型定坤丹毛利率较大蜜丸高出 10pct 左右，2018 年为 81.5%。

图表13： 2016-2018 年定坤丹各规格销售额及增速



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

图表14： 2016-2018 年定坤丹各规格毛利率变化



资料来源：公司年报，联讯证券研究院

市场竞争：调经类中成药市场分散：痛经、月经不调等月经紊乱在育龄妇女（15-49 岁）中为常见疾病。据全国妇女月经生理常数协作组调查分析，2014 年我国育龄妇女人数为 3.68 亿人，按痛经最低发病率 33.19% 计算，潜在用药患者基数高达 1.22 亿。女性月经紊乱患者占妇科疾病患病总人数的 48% 左右，调经类药物在妇科用药细分中排第二，仅次于妇科炎症市场。调经药物具备较强的中医特色，另外中药具有药性温和、副作用小、标本兼治的特点，女性治疗调经止痛方面用药更倾向于优先选择中成药，因此在妇科调经止痛药物中，中成药占据了 71% 的市场份额，而化学药物制剂仅占 29%。在终端流向方面，又以药店零售市场为主要的销售终端，资料显示，其中近 64% 的妇女自行购买 OTC 药物以缓解疼痛，药店零售约占整个妇科调经止痛用药比例的 68%，而医院市场则约占 32%。

妇科调经止痛用药品种繁多、竞争非常激烈，市场比较分散。在样本医院中前五品



种合计占据 29%，市场呈分散状。位居前列的五个品种中，除一个注射液外，其余均为胶囊剂。冠军品种是鲜益母草胶囊，占比 8.5%，与散结镇痛胶囊 8.2% 的份额差距微小。另外三个品种份额在 4% 左右。乌鸡白凤丸生产厂家众多，基本以零售市场为主要战场。

妇科调经止痛类药物领域分散的市场特征，缺乏领军品牌，为广誉远定坤丹市场开发提供广阔空间，近年来定坤丹市占率不断提高。据广州中康调查数据，2014 年-2015 年我国调经类药品市场规模分别为 55.3 亿元和 65.7 亿元，2014 年广誉远定坤丹销售额 0.86 亿元，占当年调经类药品市场份额 1.56%，2015 年广誉远定坤丹销售额 1.09 亿元，市占率上升到 1.67%；2016 年，广誉远定坤丹市占率进一步上升到 2.53%。

国内定坤丹批文较多，但广誉远占据主要市场。据 CFDA 药品数据库，目前国内拥有定坤丹生产批文的厂家除广誉远外，还有内蒙古京新药业、吉林鹿王制药、葵花药业、牡丹江灵泰药业、四川济生堂药业、哈药世一堂制药等 11 家药企，除广誉远定坤丹拥有大蜜丸（10.8g、6g 两种规格）、7g 水蜜丸、10ml 口服液多规格多剂型外，其他各厂家只有 10.8g 规格大蜜丸剂型。2018 年，广誉远定坤丹系列销售额达到 5.5 亿元左右，我们预计在妇科调经止痛类药物中市占率上升到 6% 左右。

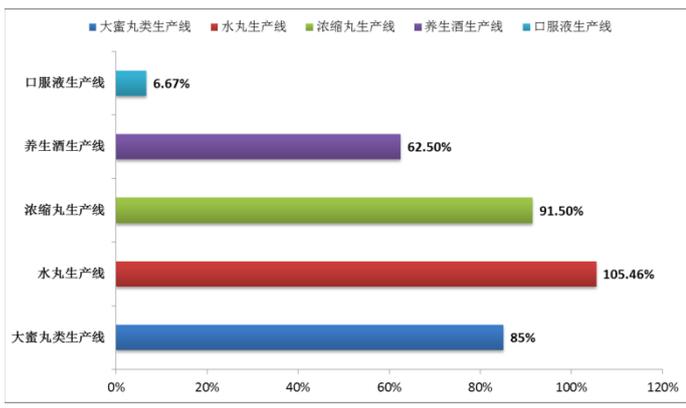
三、产、销支撑广誉远未来几年快速增长

（一）产：中医药产业园达到预定可使用状态，产能问题基本解决

山西广誉远目前虽然拥有药品及保健食品注册批件共 105 个，其中药品 104 个、保健品 1 个，但是由于之前资金投入不足、产能限制等原因，目前只生产定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等少数产品。2016 年，随着公司募资投入山西广誉远，产品营销逐渐展开，销售规模的逐渐扩大，主要产品产能利用率接近饱和，龟龄集产能利用率达 91.5%，定坤丹大蜜丸、牛黄清心丸、安宫牛黄丸等产品达到 85%，定坤丹水蜜丸产能利用率甚至达到 105.46%。

在产能不足问题上，公司通过两种渠道解决问题：一是对老厂的挖潜扩能，通过新增丸剂生产线、前处理熟地烘箱、新增人员和班次、新增库房及配套设施等方式，不断突破生产瓶颈，2017 年实现了丸剂产品定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸的同时生产，使各丸剂产品的生产产能较 2016 年均得以大幅提升，其中定坤丹提高 52%，安宫牛黄丸、牛黄清心丸提高 550%；二是积极推进中医药产业园建设项目，从根本上解决产能紧张问题。项目于 2018 年 8 月完成建设并通过 GMP 认证，达到预定可使用状态。

中医药产业项目全部达产后，公司各剂型生产线产能提升明显。定坤丹、牛黄清心丸、安宫牛黄丸等大蜜丸生产线产能从年 1500 万丸提升到 8500 万丸，提升 5.6 倍；销售增长较快，产能完全饱和的定坤丹水蜜丸从 1300 万瓶提升到 5000 万瓶，提升近 4 倍；主力产品龟龄集等浓缩丸生产线从 3600 万粒提升到 10000 万粒，提升近 3 倍；养生酒项目产能提升巨大，改变此前基酒外采为自产，提升产品毛利率，产能大幅提升 37 倍到 16250 吨水平；定坤丹口服液从 300 万支提升到 3000 万支。产能问题的解决，为日后产品营销开展、销售规模扩大打下坚实基础。


图表15： 2016 年山西广誉远产能利用率


资料来源：公司资料，联讯证券研究院

图表16： 中医药产业项目达产后产能提升情况


资料来源：公司资料，联讯证券研究院

解决目前主力产品问题后，公司还可以推动具有抗肿瘤功效的西黄丸，妇科用药如乌鸡白凤丸，男性补益类用药如三鞭温阳胶囊，特色儿科用药如保婴夺命散等经典产品的上市，以丰富产品结构，充分发掘公司拥有的百张药品批文价值。

（二）销：营销发力，渠道覆盖持续扩大

产品营销方面，针对公司不同产品定位，采取与之适应的营销策略、渠道建设和销售人员配备。

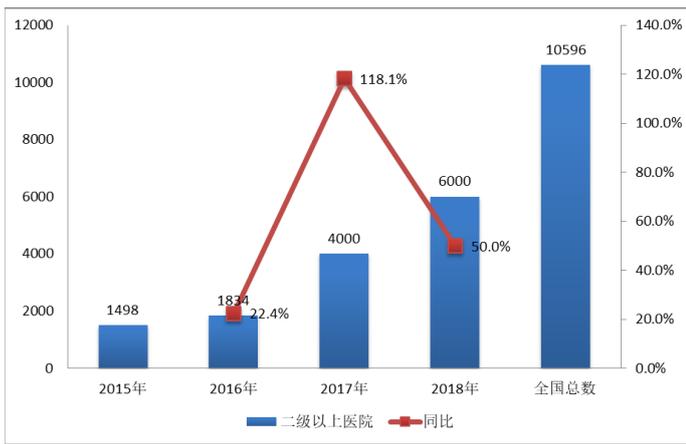
营销策略，以传统中医药文化为引领，以学术为根本，围绕“学术+品牌”双轮驱动路线，与中华医学会、中华中医学会、中国科学院、北京协和医院等机构展开常年合作，积极参加各种全国性及省级等学术会议，提高对产品的学术认可度。另外主题营销为载体，产品功效场景化，提高产品和品牌传播效率，如“春蕾行动”、“秋收行动”、“好孕中国”公益项目，目前“好孕中国”已在全国 29 个省市自治区，开展好孕专柜培训 5,000 余场，贴柜培训店员 3 万余名，落地好孕专柜近 12,000 家，增强公司龟龄集和定坤丹的客户黏性。

渠道建设上加大医院开发力度，大力发展 OTC 业务，继续与国内知名医药流通企业建立良好合作关系。近年来，公司在渠道建设上成效显著，截止 2018 年底，公司产品进入二级以上医院共 6000 家，已覆盖全国连锁门店近 15 万家，其中管理终端近 40,000 家，覆盖终端数量同比 2015 年分别提升 3 倍和 6.5 倍，有力的支撑了近年来公司持续增长的经营业绩。精品中药以提升品牌影响力为主要目的。加快国药堂终端店+店中店和国医馆的建设，目标 2018 年底山西广誉远计划在全国累计开设 500 家广誉远国药堂（终端店）和 100 家国医馆。养生酒针对药店、餐饮企业、名烟名酒店、商超全面提升渠道开发力度，聘请专业机构量身定制养生酒发展规划，圆点模式探索成功后的全国复制，快速打开市场。

我们认为公司在渠道建设上仍有较大提升空间。2018 年末公司产品进入 6000 家左右二级以上医院，全国二级以上医院数量为 10596 家（2017 年末卫计委数据），医院覆盖率刚过半（56.6%），仍有 4600 多家二级以上医院尚未覆盖；OTC 渠道覆盖率更低，全国零售药店总数 45 万家左右，2018 年公司产品覆盖连锁零售药店数量 15 万家，药店终端覆盖率仅有 33%左右。产能问题解决后，精品国药良好的基因，结合品牌认知度提升，公司渠道开发效益产出将持续释放。

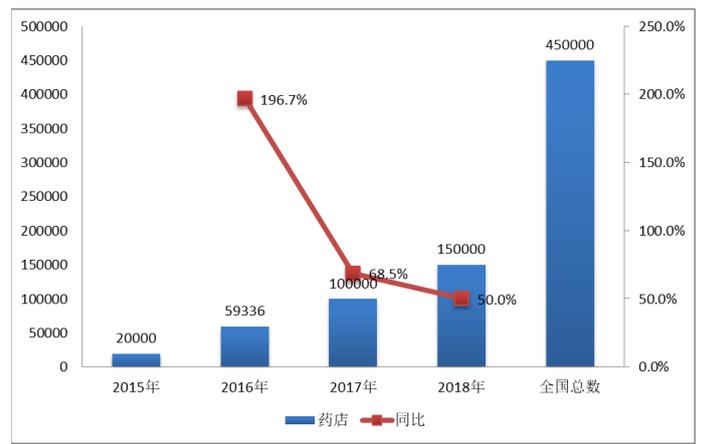


图表17: 公司产品进入二级以上医院数量



资料来源: 公司资料, 卫计委, 联讯证券研究院

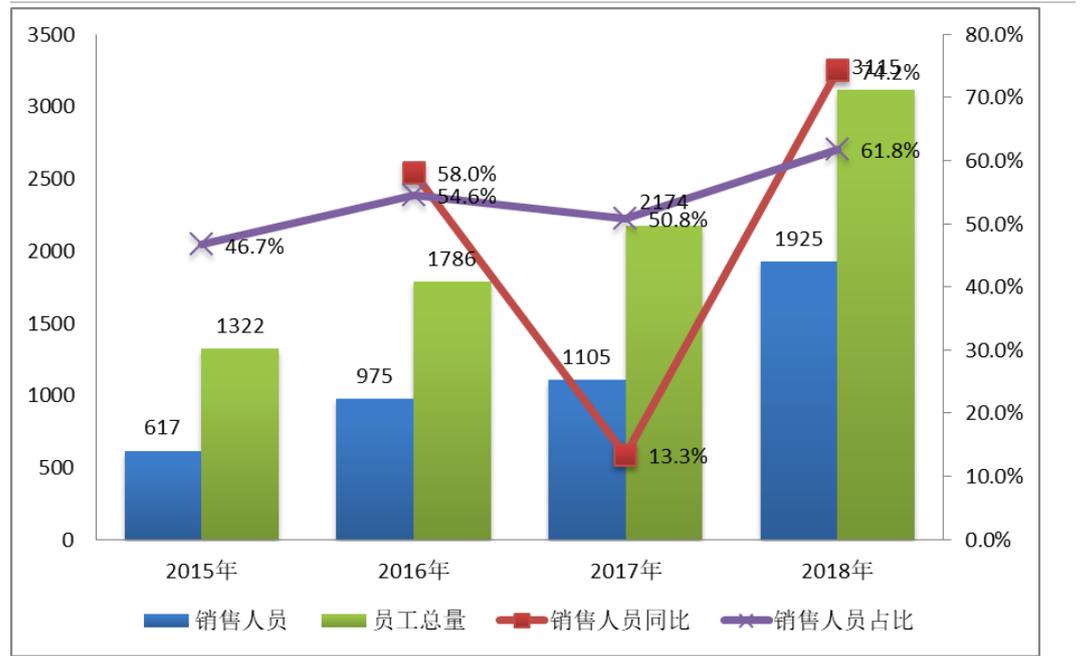
图表18: 公司产品覆盖全国连锁药店数量



资料来源: 公司资料, 联讯证券研究院

销售队伍方面, 山西广誉远的营销团队具有丰富的行业经验和成功营销案例, 如曾于 2000 年操作了感冒药“白加黑”产品的成功再上市案例, 使“白加黑”产品起死回生, 于 2002 年成功跻身国内感冒药市场占有率第一。配合公司“传统中药+精品中药+养生酒”的三大发展战略, 随着公司生产规模逐渐扩大, 2015 年-2018 年, 公司销售队伍持续扩大, 2018 年销售人员 1925 人, 占员工总数的 61.8%。

图表19: 2015-2018 年广誉远销售队伍建设情况



资料来源: 公司历年年报, 联讯证券研究院

图表20: 广誉远产品营销策略与队伍、渠道建设情况

品类	营销策略	销售模式	目标渠道	销售队伍	2018 年底渠道开拓成绩和原设定目标
传统中药	专家定位+学术推广	协作经销+代理销售	医院 连锁药店 分销商	3115 人, 占员工总数 61.8%	成绩: 二级以上医院 6000 多家; OTC 连锁药店 15 万家, 管理终端 40000 家; 落地好孕专柜近 12,000 家。
精品中药	文化体验+品牌形象	经销	国药堂终端店+店中店、国医馆		目标: 500 家广誉远国药堂(终端店)和 100 家国医馆



品类	营销策略	销售模式	目标渠道	销售队伍	2018 年底渠道开拓成绩和原设定目标
养生酒	大消费，保健品	经销	药店、餐饮企业、名烟名酒店、商超		目标：5 万家药店、5 万家餐饮企业、1 万家名烟名酒店、8,000 家商超

资料来源：公司资料，联讯证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

关键营收假设：

- 精品中药：广誉远国药堂（终端+店中店）和国医馆的开发、新设，以及部分药店渠道开发，另外精品中药由于天然贵细药材稀缺性，我们预测精品中药稳定增长，2019-2021 年，我们假设年均增速为 15%，对应营业收入 2.45/2.82/3.24 亿元。
- 传统中药：三大主力产品龟龄集、定坤丹和安宫牛黄丸，龟龄集在基数较大的基础上，假设继续保持年均 15%的增速，定坤丹水蜜丸为独家剂型，相对大蜜丸有便携、服用友好的特点，假设三年增速保持 30%、25%和 25%，大蜜丸假设 20%、15%和 15%；安宫牛黄丸是公司近年来增速比较快的品种，2017 和 2018 年连续两年保持营收翻倍增长，我们假设未来三年保持 50%、40%和 30% 增长。2019-2021 年，传统中药增速为 28.7%、25.0%和 22.5%，对应营业收入 16.5/20.6/25.2 亿元，贡献公司主要业绩。
- 其他产品 2019-2020 年假设年均增速为 20%，对应营业收入 1.5/1.8/2.2 亿元。

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 20.4/25.2/30.6 亿元，归母净利润分别为 4.7/6.1/7.6 亿元，公司总股本 3.53 亿股，对应每股 EPS 为 1.34/1.72/2.16 元，现价对应 PE 为 19.0/14.9/11.8 倍。

图表21： 关键财务数据预测

单位：亿元	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
公司营收合计	9.37	11.69	16.19	20.43	25.22	30.63
营收同比		24.8%	38.5%	26.2%	23.4%	21.5%
毛利率	77.94%	82.39%	81.12%	80.93%	80.81%	80.74%
一、精品中药营收	1.79	1.39	2.13	2.45	2.82	3.24
精品同比		-22.3%	53.2%	15%	15%	15%
精品毛利率	85.94%	87.24%	88.49%	89.00%	89.00%	89.00%
二、传统中药营收	5.80	9.50	12.81	16.48	20.60	25.23
传统同比		63.8%	34.8%	28.7%	25.0%	22.5%
传统毛利率	80.17%	83.65%	83.20%	83.00%	82.82%	82.74%
其中：1、龟龄集	2.93	3.9	4.07	4.68	5.38	6.19
龟龄集同比		33.1%	4.4%	15%	15%	15%
龟龄集毛利率	91.4%	91.9%	93.1%	93.0%	93.0%	93.0%
2、定坤丹水蜜丸	1.35	2.81	3.89	5.06	6.32	7.90



水蜜丸同比		108.1%	38.4%	30%	25%	25%
水蜜丸毛利率	67.1%	78.2%	81.5%	82.0%	82.0%	82.0%
3、定坤丹大蜜丸	0.81	1.17	1.45	1.74	2.00	2.30
大蜜丸同比		44.4%	23.9%	20%	15%	15%
大蜜丸毛利率	58.6%	70.2%	69.0%	70.0%	70.0%	70.0%
4、定坤丹口服液	0.11	0.06	0.15	0.20	0.25	0.33
大蜜丸同比		-45.5%	150.0%	30%	30%	30%
大蜜丸毛利率	81.3%	81.2%	90.6%	90.0%	90.0%	90.0%
5、安宫牛黄丸	0.51	1.13	2.59	3.89	5.44	7.07
安宫牛黄丸同比		121.6%	129.2%	50%	40%	30%
安宫牛黄丸毛利率	88.7%	86.8%	82.4%	82.0%	82.0%	82.0%
6、其他传统产品	0.09	0.43	0.66	0.92	1.20	1.44
其他传统同比		377.8%	53.5%	40%	30%	20%
其他传统毛利率	56.5%	73.0%	65.1%	65.0%	65.0%	65.0%
三、其他产品	1.78	0.80	1.25	1.50	1.80	2.16
其他产品同比		-55.1%	56.3%	20%	20%	20%
其他产品毛利率	62.6%	59.0%	47.2%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

(二) 估值及投资评级

公司主要产品龟龄集、定坤丹为国家保密品种(秘密级),安宫牛黄丸为国家非物质文化遗产产品,广誉远是一家生产精品国药的“老字号”上市公司,我们可以对标精品国药类上市公司片仔癀(片仔癀为国家绝密品种)、中新药业(拥有1个国家机密品种、3个国家秘密品种)、同仁堂、东阿阿胶、云南白药等。目前,精品国药细分行业PE(TTM)为28.4倍、PEG(未来三年净利年复合)2.0,广誉远PE(TTM)估值处于行业中位数偏下,但是公司未来几年业绩持续快速增长,PEG(未来三年净利年复合)行业最低,保守给予2019年PEG估值1.1倍,对应PE(2019E)29.5倍,目标价39.53元,给予“买入”评级。

图表22: 可比公司估值比对

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	2018 营收增速(%)	2018 利润增速(%)	未来三年净利润年复合(%)	PE(TTM)	PB(LF)	PEG(未来三年净利年复合)
000538	云南白药	833.1	9.84	5.14	13.17	24.89	4.02	1.89
600436	片仔癀	638.6	28.33	41.62	29.69	52.29	11.59	1.76
600085	同仁堂	406.8	6.23	11.49	9.17	34.87	4.24	3.80
000423	东阿阿胶	269.7	-0.46	1.98	5.26	14.43	2.31	2.74
600329	中新药业	132.9	11.77	17.98	22.06	19.96	2.25	0.90
600771	广誉远	90.2	38.51	57.98	26.80	23.75	3.89	0.89
行业均值						28.37	4.72	2.00

资料来源: Wind, 联讯证券研究院



五、风险提示

贵细中药材供给及价格大幅波动风险；应收账款坏账风险；医保控费药品降价超预期；医院及药店渠道拓展低于预期。



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com