

广誉远 (600771)

上半年业绩有所下滑，现金流改善明显

上半年营收下降 17.35%，归母扣非净利润下降 29.17%

公司发布 2019 半年报：上半年实现营业收入 5.41 亿元(-17.35%)，归母净利润 1.17 亿元 (-18.69%)，归母扣非净利润 1.00 亿元 (-29.17%)，公司业绩略低于预期，但运营质量明显改善。

报告期内公司现金流进一步改善，应收账款得到有效控制，为 14.78 亿元，较 2018 全年增速放缓至 10.46%；公司经营性现金流净额为-7,847.72 万元，较去年同期的-2.35 亿元取得显著改善，随着公司后续经营调整，现金流净额有望持续改善。

传统中药和精品中药收入下降，养生酒业务表现靓丽

2019 年 H1 公司医药工业营收 4.69 亿元 (-21.81%)，毛利率为 82.67% (-2.60pp)。营收下降主要因为我国宏观经济整体下行，医药消费面临较大压力；加之受医保控费落地和行业监管趋严等政策因素影响。

分产品看：传统中药产品营收为 4.06 亿元 (-20.59%)，毛利率 82.06% (-2.44pp)；精品中药产品营收为 0.62 亿元 (-28.96%)，毛利率 86.67% (-3.12pp)。我们认为营收下降的主要原因是医药行业监管趋严，毛利率下降主要因为原材料价格上涨以及远新厂投产后折旧、燃料动力等制造费用相应升高。2019 年 H1 养生酒营收 3362.16 万 (+47.07%)，主因公司组建新的药渠营销团队以扩大销售，新上市产品收入并入。毛利率 63.23% (-5.01pp)，主因部分产品包材价格上涨及新厂投产后制造费用升高，产品成本上升。

分地区看：不包含医药商业收入，华中地区营业收入较上年同期增长 29.66%，主要是因为公司利用九州通医药集团平台深耕河南、湖南市场，不断下沉业务链条扩大终端商业覆盖面和产品动销，带动传统中药板块销售收入较上年同期增幅 28.66%。

新厂投产初期，费用整体控制良好

公司上半年销售费用为 1.91 亿元 (-30.17%)，销售费用率为 35.2%；研发费用为 0.18 亿元，较上年同期增长 14.60%，占营业收入比例 3.33% (+0.9pp)，主要原因是报告期内公司研发折旧与摊销大幅上涨，材料及能源费用同比上涨 72.1%；管理费用为 0.53 亿元 (+10.35%)，管理费用率为 9.80%；财务费用为 0.18 亿元 (+268.65%)，财务费用率为 3.41%，财务费用大幅上涨主要是因为手续费和利息支出大幅上升。

公司后续业绩有望回升，维持“买入”评级

由于宏观经济整体下行，医药行业监管趋严，公司中药原材料价格波动变化，公司上半年业绩出现下滑，我们小幅下调盈利预测，将 2019-2021 年净利润预测由 5.09、6.69、8.26 亿元调整为 4.12、4.67、5.44 亿元，当前价格对应 PE 为 22、20、17 倍。公司新厂建成后初期投入较大，后期新厂实行运营之后业绩有望回升，维持“买入”评级。

风险提示：1. 宏观经济及医药政策影响；2. 终端动销不及预期导致应收账款持续增加；3. 多渠道推广模式导致公司销售费用较高；4. 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	1,783.88	2,040.76	2,355.03
增长率(%)	24.73	38.51	10.20	14.40	15.40
EBITDA(百万元)	290.81	543.32	509.72	575.75	669.37
净利润(百万元)	236.80	374.11	411.67	466.93	543.75
增长率(%)	92.82	57.98	10.04	13.42	16.45
EPS(元/股)	0.48	0.76	0.84	0.95	1.11
市盈率(P/E)	38.48	24.36	22.13	19.51	16.76
市净率(P/B)	4.76	3.98	3.21	2.76	2.37
市销率(P/S)	7.80	5.63	5.11	4.46	3.87
EV/EBITDA	48.98	18.84	16.51	14.96	11.48

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	18.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	492.00
流通 A 股股本(百万股)	422.79
A 股总市值(百万元)	9,111.83
流通 A 股市值(百万元)	7,830.16
每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	24.51
一年内最高/最低(元)	40.60/15.81

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@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

- 《广誉远-季报点评:一季度收入增速略有下滑，经营活动现金流净额转正》2019-05-05
- 《广誉远-年报点评报告:继续加大市场拓展力度，业绩保持快速增长趋势》2019-03-26
- 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	280.95	125.18	931.32	779.43	1,752.84	营业收入	1,168.68	1,618.76	1,783.88	2,040.76	2,355.03
应收票据及应收账款	978.16	1,582.15	1,291.88	1,769.25	1,501.62	营业成本	205.81	305.69	346.77	404.26	478.41
预付账款	12.94	20.18	70.43	4.29	102.43	营业税金及附加	22.06	24.58	31.61	35.22	39.38
存货	182.36	373.36	180.87	509.63	281.27	营业费用	515.87	628.62	704.63	804.06	927.88
其他	394.65	72.02	206.82	230.02	214.49	管理费用	145.73	96.13	124.87	144.89	167.21
流动资产合计	1,849.05	2,172.88	2,681.32	3,292.62	3,852.66	研发费用	0.00	58.44	73.50	84.90	94.20
长期股权投资	7.53	6.06	6.06	6.06	6.06	财务费用	4.15	14.31	17.89	18.28	18.19
固定资产	54.61	669.91	706.47	755.65	799.39	资产减值损失	1.79	34.45	3.81	5.55	2.00
在建工程	456.88	43.39	62.04	85.22	81.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	98.21	97.93	94.86	91.78	88.70	投资净收益	5.78	0.88	3.15	3.15	10.00
其他	51.33	88.67	65.40	61.66	61.99	其他	(12.39)	(2.51)	(6.31)	(6.31)	(20.00)
非流动资产合计	668.57	905.98	934.83	1,000.37	1,037.29	营业利润	279.88	458.18	483.96	546.75	637.77
资产总计	2,517.62	3,078.86	3,616.15	4,292.99	4,889.94	营业外收入	25.31	1.40	17.08	21.52	24.39
短期借款	110.00	191.56	210.00	225.00	240.00	营业外支出	0.77	7.36	3.42	3.85	4.88
应付票据及应付账款	171.10	239.59	172.33	345.97	262.16	利润总额	304.43	452.22	497.62	564.42	657.28
其他	223.25	255.60	278.27	269.39	362.83	所得税	54.11	58.17	64.01	72.60	84.54
流动负债合计	504.35	686.76	660.60	840.36	864.99	净利润	250.31	394.05	433.61	491.82	572.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	13.51	19.94	21.95	24.89	28.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	236.80	374.11	411.67	466.93	543.75
其他	33.14	35.92	26.63	31.90	31.48	每股收益(元)	0.48	0.76	0.84	0.95	1.11
非流动负债合计	33.14	35.92	26.63	31.90	31.48						
负债合计	537.49	722.68	687.23	872.26	896.47						
少数股东权益	66.30	68.61	90.56	115.45	144.44	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	353.11	352.88	492.00	492.00	492.00	成长能力					
资本公积	1,753.79	1,753.66	1,753.66	1,753.66	1,753.66	营业收入	24.73%	38.51%	10.20%	14.40%	15.40%
留存收益	1,560.72	1,934.69	2,346.36	2,813.29	3,357.04	营业利润	56.29%	63.70%	5.63%	12.97%	16.65%
其他	(1,753.79)	(1,753.66)	(1,753.66)	(1,753.66)	(1,753.66)	归属于母公司净利润	92.82%	57.98%	10.04%	13.42%	16.45%
股东权益合计	1,980.13	2,356.18	2,928.92	3,420.74	3,993.47	获利能力					
负债和股东权益总	2,517.62	3,078.86	3,616.15	4,292.99	4,889.94	毛利率	82.39%	81.12%	80.56%	80.19%	79.69%
						净利率	20.26%	23.11%	23.08%	22.88%	23.09%
						ROE	12.37%	16.35%	14.50%	14.13%	14.13%
						ROIC	31.67%	23.42%	18.74%	22.98%	20.38%
						偿债能力					
						资产负债率	21.35%	23.47%	19.00%	20.32%	18.33%
						净负债率	-8.63%	2.82%	-24.63%	-16.21%	-37.88%
						流动比率	3.67	3.16	4.06	3.92	4.45
						速动比率	3.30	2.62	3.79	3.31	4.13
						营运能力					
						应收账款周转率	1.46	1.26	1.24	1.33	1.44
						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	0.53	0.52	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	0.48	0.76	0.84	0.95	1.11
						每股经营现金流	-0.37	-0.61	1.47	-0.15	2.07
						每股净资产	3.89	4.65	5.77	6.72	7.82
						估值比率					
						市盈率	38.48	24.36	22.13	19.51	16.76
						市净率	4.76	3.98	3.21	2.76	2.37
						EV/EBITDA	48.98	18.84	16.51	14.96	11.48
						EV/EBIT	50.30	19.30	16.77	15.24	11.71

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