

广誉远（600771.SH）

国企改革初见成效，产权关系进一步理顺

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,131	1,284	1,303	1,368	1,478
增长率 yoy（%）	3.4	13.6	1.5	5.0	8.0
归母净利润（百万元）	-250	90	99	113	128
增长率 yoy（%）	-341.3	136.0	10.3	13.7	13.4
ROE（%）	-18.5	6.2	6.7	7.1	7.5
EPS 最新摊薄（元）	-0.51	0.18	0.20	0.23	0.26
P/E（倍）	-39.0	108.1	98.0	86.2	76.0
P/B（倍）	6.9	6.5	6.1	5.7	5.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：1）根据公司公告，2024 年 12 月 19 日，神农科技集团与晋创投资签署《股份转让协议》，神农科技集团通过协议方式受让晋创投资持有广誉远 71,508,968 股（占广誉远总股本的 14.61%）；2）近日，公司与中国中医科学院中药研究所签订开发合作协议。

现存历史最悠久的中药企业与药品品牌。根据公司 2023 年报，公司始创于明朝嘉靖二十年（公元 1541 年），距今已有 483 年的历史，是中国现存无断代传承历史最为悠久的中药企业与药品品牌，国家商务部首批“中华老字号”企业。根据公司官网，在清代，广誉远与广州陈李济（1600 年建立），北京同仁堂（1669 年建立），杭州胡庆余堂（1874 年建立）并称为“四大药店”。历经近 500 年的无断代传承，广誉远积累下了一百余个经典古方和多项中药古法炮制技艺。根据公司公告，2021 年 7 月，公司控股股东由东盛集团变更为晋创投资，公司实际控制人变更为山西省国资委。

核心产品历史悠久，具有品牌底蕴、彰显传承价值。根据公司 2023 年报，公司核心业务为中成药业务，涵盖传统中药、精品中药和养生酒三大板块。公司现有丸剂、散剂、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、口服液、煎膏剂、酒剂 8 种剂型，104 个药品注册批件、1 个保健食品许可批件、1 个白酒许可批件、241 个国内商标和 28 项专利技术。公司控股子公司山西广誉远共有 36 个药品被列入《国家基本药物目录》、61 个药品入选《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号，其中龟龄集是国内目前为止存世最完整的复方升炼技术的活标本，被誉为“中医药的活化石”，其与定坤丹均为国家保密品种。公司龟龄集、定坤丹及安宫牛黄丸的制作技艺均已先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸和西黄丸的制作技艺则入选山西省非物质文化遗产名录。同时，定坤丹、安宫牛黄丸获得首批“山西精品”认定，六味地黄丸传统制作技艺及姜炭制作技艺入选晋中市非物质文化遗产名录。

自 2021 年山西省国资委入主公司以来，改革初见成效：

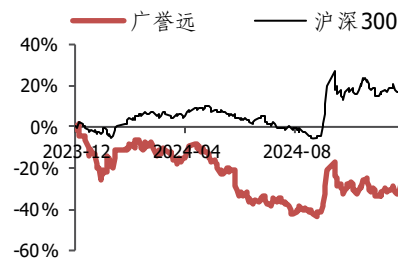
- **营收稳步上升，23 年归母净利润由亏转盈。**根据公司公告及 2023 年报，2019-2023 年，公司实现营收分别为 12.03 亿元（YoY -7.07%）、10.88 亿元（YoY -9.57%）、10.93 亿元（YoY 0.48%）、11.31 亿元（YoY 3.44%）、12.84 亿元（YoY 13.56%）；实现归母净利润分别为 0.59 亿元（YoY 11.33%）、0.12 亿元（YoY -80.16%）、-0.57 亿元（YoY -581.13%）、-2.50 亿元（YoY -341.25%）、0.90 亿元（YoY 136.03%）。

增持（首次评级）

股票信息

行业	医药
2024 年 12 月 23 日收盘价（元）	19.90
总市值（百万元）	9,740.87
流通市值（百万元）	9,740.87
总股本（百万股）	489.49
流通股本（百万股）	489.49
近 3 月日均成交额（百万元）	204.14

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgcws.com

分析师 蔡航

执业证书编号：S1070522050002

邮箱：caihang@cgcws.com

相关研究

- **公司内控有一定改善：**1) 销售商品收到的现金大幅增长，根据公司公告及 iFind，自 2022 年四季公司实行现款发货政策以来（除经典国药事业部对医院商业和数字经济事业部电商业务），2022-2023 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 12.56 亿元、15.35 亿元，分别同比增长 23.10%、22.20%；2) 应收账款降幅明显，根据公司公告及 iFind，2022 年、2023 年公司成立专门工作组开展“降应收”专项行动，应收账款分别为 8.75 亿元、4.88 亿元，同比下降 19.39%、44.19%；3) 销售费用率下降明显，公司于 2022 年 5 月 26 日下发《广誉远中药股份有限公司关于印发关于开展降本增效专项行动的实施方案的通知》，推动开展“降本增效”专项行动，根据 iFind，2023 年，公司销售费用为 6.43 亿元，同比下降 18.84%，销售费用率为 50.11%，同比下降 20pct。

神农科技集团受让晋创投资持有的公司股权，进一步理顺产权关系，使得公司管理权与股份产权相统一。根据公司公告，2024 年 12 月 19 日，神农科技集团与晋创投资签署《股份转让协议》，神农科技集团通过协议方式受让晋创投资持有公司 71,508,968 股（占公司总股本的 14.61%）。本次股份转让每股价格为 16.5346 元，交易总金额约为 11.82 亿元，资金来源由神农科技集团自有或者自筹资金。本次交易完成后，神农科技集团直接持有公司 74,233,468 股，占公司总股本的 15.17%，公司实际控制人未发生变化，山西省国资委仍为公司的实际控制人。

携手中国中医科学院中药研究所，共谱中医药传承创新发展新篇章。根据公司公告，2024 年 12 月 16 日，公司与中国中医科学院中药研究所签订开发合作协议。中国中医科学院中药研究所始建于 1955 年，是我国成立最早的国家级中药研究专门机构，集聚了以诺贝尔奖获得者为代表的一大批优秀科研专家人才，拥有道地药材品质保障与资源持续利用全国重点实验室等多个国家级研究平台，产出了青蒿素等一系列重要科研成果，在中药研究领域具有强大的科研实力。公司作为中医药文化的重要传承者，始终以“老字号”焕发“新活力”为目标，此次与中国中医科学院中药研究的战略合作，将为公司注入强大的科研动力和发展信心。

投资建议：公司是中国现存无断代传承历史最为悠久的中药企业与药品品牌，核心产品历史悠久，具有品牌底蕴，自 2021 年山西省国资委入主公司以来，改革初见成效，随着国企改革持续深化，公司未来可期。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 13.03 亿元、13.68 亿元、14.78 亿元，实现归母净利润 0.99 亿元、1.13 亿元、1.28 亿元，分别同比增长 10.3%、13.7%、13.4%。对应 EPS 分别为 0.20 元、0.23 元、0.26 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 98X、86X、76X。考虑到公司过去国企改革效果明显，且未来随着国企改革持续深入，公司有望迎来高质量发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧的风险，原材料供给及价格波动的风险，集采降价的风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1764	1682	2075	1741	2308
现金	246	259	270	288	304
应收票据及应收账款	875	653	1262	642	1371
其他应收款	45	8	80	3	83
预付账款	8	10	11	10	13
存货	415	570	283	625	362
其他流动资产	174	183	170	173	174
非流动资产	937	946	897	900	918
长期股权投资	10	12	12	13	13
固定资产	703	663	643	647	674
无形资产	99	94	88	82	75
其他非流动资产	125	177	154	158	156
资产总计	2701	2628	2972	2641	3226
流动负债	1057	1044	1315	857	1299
短期借款	165	56	415	56	296
应付票据及应付账款	288	76	406	78	417
其他流动负债	605	911	494	724	586
非流动负债	220	77	41	44	47
长期借款	198	0	0	0	0
其他非流动负债	23	77	41	44	47
负债合计	1277	1121	1356	901	1345
少数股东权益	9	12	20	31	44
股本	489	489	489	489	489
资本公积	1588	1588	1588	1588	1588
留存收益	-669	-579	-471	-347	-207
归属母公司股东权益	1414	1496	1596	1709	1837
负债和股东权益	2701	2628	2972	2641	3226

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	253	215	-110	422	-162
净利润	-263	93	108	124	141
折旧摊销	42	42	39	38	39
财务费用	25	16	10	9	8
投资损失	1	-1	0	0	0
营运资金变动	379	38	-273	254	-350
其他经营现金流	70	29	6	-2	0
投资活动现金流	-7	-1	-1	-38	-57
资本支出	9	3	44	31	55
长期投资	0	0	-1	0	-1
其他投资现金流	1	1	44	-6	-1
筹资活动现金流	-103	-201	-237	-7	-6
短期借款	-81	-109	359	-359	240
长期借款	128	-198	0	0	0
普通股增加	-3	0	0	0	0
资本公积增加	-49	0	0	0	0
其他筹资现金流	-99	105	-595	352	-245
现金净增加额	143	13	-348	377	-224

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1131	1284	1303	1368	1478
营业成本	367	347	349	363	390
营业税金及附加	21	32	28	29	30
销售费用	793	643	658	688	739
管理费用	89	93	108	111	117
研发费用	29	31	40	43	47
财务费用	25	16	10	9	8
资产和信用减值损失	-57	-3	0	0	0
其他收益	2	20	17	15	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-273	115	126	142	160
营业外收入	9	0	0	0	0
营业外支出	0	15	11	10	9
利润总额	-265	100	116	132	151
所得税	-2	8	8	9	11
净利润	-263	93	108	124	141
少数股东损益	-13	3	9	11	13
归属母公司净利润	-250	90	99	113	128
EBITDA	-208	138	164	179	196
EPS (元/股)	-0.51	0.18	0.20	0.23	0.26

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	3.4	13.6	1.5	5.0	8.0
营业利润 (%)	-172.6	142.0	10.1	12.2	12.7
归属母公司净利润 (%)	-341.3	136.0	10.3	13.7	13.4
获利能力					
毛利率 (%)	67.5	72.9	73.2	73.5	73.6
净利率 (%)	-23.3	7.2	8.3	9.0	9.5
ROE (%)	-18.5	6.2	6.7	7.1	7.5
ROIC (%)	-13.3	5.0	5.8	7.4	6.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.3	42.6	45.6	34.1	41.7
净负债比率 (%)	13.6	0.6	9.9	-12.5	0.4
流动比率	1.7	1.6	1.6	2.0	1.8
速动比率	1.3	1.1	1.4	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.2	1.9	1.5	1.6	1.6
应付账款周转率	2.2	3.0	2.6	2.6	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.51	0.18	0.20	0.23	0.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.44	-0.23	0.86	-0.33
每股净资产 (最新摊薄)	2.89	3.06	3.26	3.49	3.75
估值比率					
P/E	-39.0	108.1	98.0	86.2	76.0
P/B	6.9	6.5	6.1	5.7	5.3
EV/EBITDA	-47.9	70.8	60.5	53.3	50.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686