

广誉远 (600771)

证券研究报告

2020年05月03日

行业政策与疫情影响公司业绩，营销建设有望推进终端动销

2019年业绩下滑 65.23%，一季度受疫情影响业绩下滑 93.48%

公司发布 2019 年年报：公司本财年实现营收 12.17 亿元，同比下降 24.81%，归母净利润 1.3 亿元，同比下降 65.23%，扣非后归母净利润 1.12 亿元，同比下降 70.30%。分季度看，本财年 Q4 实现营收 3.63 亿元，同比下降 39.22%，归母净利润-4373.76 万元，同比下降 129.53%，扣非后归母净利润-4389.33 万元，同比下降 128.72%。公司经营活动产生的现金流量净额为-1.41 亿元，比上年同期增加 1.57 亿元，主要因为销售回款中收到的现金增加 1.82 亿元。

公司同时发布 2020 年一季报：实现营收 2.25 亿元，同比下降 17.10%，归母净利润为 2757.3 万元，同比下降 51.89%，扣非后归母净利润为 2830.07 万元，同比下降 32.50%。主要因为受宏观经济下行、新冠肺炎疫情的影响，我们预计随着疫情逐步控制，公司未来业绩有望回升。

主要产品销售收入有所下滑，养生酒收入同比+43%

2019 年分产品营收：①医药工业收入 10.59 亿元，同比-29.16%，主要受到国内宏观经济下行、消费降级及国家医保控费、处方药监管等行业政策影响，加之公司对部分重点商业客户的销售支持采用票折的方式进行。医药工业毛利率 81.95%，同比-2.00pp，主要因为主要原材料鹿茸、海马、蜻蜓等的领用成本较去年同期增加，定坤丹、龟龄集更新产品包装，部分包材价格略有上升等原因；医药工业中传统中药收入 9.49 亿元，同比-25.89%，毛利率 81.33%，同比-1.87pp，精品中药收入 1.09 亿元，同比-48.8%，毛利率 87.33%，同比-1.16pp。②医药商业收入 8075 万元，同比+16.60%，毛利率 32.55%，同比+3.06pp，主要因为公司持续深耕西藏地区医院业务，不断拓展乡、县、市级渠道开发，使得医药商业收入持续上升，同时随着销售毛利率较高的品种比重上升，使得毛利率有所升高。③养生酒收入 7515 万元，同比+43.00%，主要因为公司对养生酒业务组建新的药渠营销团队，采用创新营销模式扩大销售，同时也有新产品的增量贡献；毛利率 68.03%，同比-0.70pp，主要因为部分产品包材价格上涨及新厂投产制造费用升高，产品成本上升。

2019 年公司毛利率为 77.79%，同比下降 3.33pp，净利率为 11.28%，同比下降 13.06pp。报告期内，期间费用占比 61.21%，同比增加 11.94pp，其中销售费用率为 44.49%，同比增加 5.66pp，管理费用率为 13.89%，同比增加 4.34pp，财务费用率为 2.83%，同比增加 1.95pp，研发费用率为 5.15%，同比增加 1.54pp。

积极推进销售推广，研发项目持续推进

营销方面，一方面公司积极推进营销管理和商业模式变革，推动数字化营销转型，同时以终端销售增长为第一考核目标，并积极开拓县域市场等第三终端，探索实践电商等互联网销售模式；另一方面，公司努力提升精细化管理水平，推进公司业务流程数字化升级，提高公司运营效率。截至 2019 年末，公司产品已覆盖全国医院终端（含院外药房、招商）突破 14,000 家，建立长期合作的连锁医药企业达 1,000 余家，管理连锁终端门店数量近 5 万家，产品覆盖连锁终端门店近 15 万家。

2019 年度，公司在研及完成的研发项目共 34 个，研发投入达 6,403.51 万元，共发表相关研究论文近 40 篇，其中 SCI 期刊收录论文 5 篇。报告期内，公司主要研发项目包括定坤丹非临床安全评价和毒理学研究、定坤丹治疗子宫内膜异位症多中心临床试验、定坤丹保护卵巢功能不全卵母细胞线粒体 DNA 氧化损伤的作用及机制研究、龟龄集非临床安全性评价和毒理学研究以及广誉远经典方二次开发联合实验室等，通过学术研究和推广，有利于提升品牌知名度，让更多消费者了解和认识公司产品。

看好公司未来发展，维持“买入”评级

受宏观经济整体下行与行业监管政策变化等的影响，公司产品销售未达预期；加之公司对部分重点商业客户的销售支持采用票折的方式进行，使得公司销售收入受到影响。考虑到一季度，公司收入受到新冠肺炎疫情的影响，我们将 2020-2021 年净利润由 3.76、4.45 亿元下调至 1.63、2.04 亿元，新增 2022 年净利润 2.46 亿元，对应 PE 分别为 37、29、24 倍，看好公司未来发展，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济及医药政策影响；终端动销不及预期；多渠道推广模式导致销售费用较高

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	12.2 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)	492.00
A 股总市值(百万元)	6,002.40
流通 A 股市值(百万元)	6,002.40
每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	33.46
一年内最高/最低(元)	29.30/11.48

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

- 1 《广誉远-季报点评:业绩同比下滑,优化终端营销促进动销持续增长》2019-10-28
- 2 《广誉远-半年报点评:上半年业绩有所下滑,现金流改善明显》2019-08-25
- 3 《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



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,618.76	1,217.10	1,502.31	1,811.89	2,142.42
增长率(%)	38.51	(24.81)	23.43	20.61	18.24
EBITDA(百万元)	543.32	313.92	257.82	311.00	364.25
净利润(百万元)	374.11	130.07	162.82	203.92	245.48
增长率(%)	57.98	(65.23)	25.18	25.24	20.38
EPS(元/股)	0.76	0.26	0.33	0.41	0.50
市盈率(P/E)	16.04	46.15	36.87	29.44	24.45
市净率(P/B)	2.62	2.55	2.33	2.16	1.99
市销率(P/S)	3.71	4.93	4.00	3.31	2.80
EV/EBITDA	18.84	26.35	22.51	18.23	15.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	125.18	238.33	443.37	598.61	829.15
应收票据及应收账款	1,582.15	1,529.96	1,190.89	1,627.61	1,490.79
预付账款	20.18	28.15	23.61	45.80	31.92
存货	373.36	524.32	401.96	866.24	540.04
其他	72.02	266.15	216.90	216.91	231.54
流动资产合计	2,172.88	2,586.91	2,276.72	3,355.17	3,123.45
长期股权投资	6.06	6.27	6.27	6.27	6.27
固定资产	669.91	712.25	717.39	735.44	748.24
在建工程	43.39	41.68	61.01	84.60	80.76
无形资产	97.93	98.46	95.27	92.08	88.89
其他	88.67	91.80	59.99	65.07	64.21
非流动资产合计	905.98	950.45	939.92	983.47	988.38
资产总计	3,078.86	3,537.36	3,216.64	4,338.63	4,111.82
短期借款	191.56	173.43	210.00	225.00	240.00
应付票据及应付账款	239.59	680.05	48.25	922.93	382.33
其他	255.60	202.67	257.94	274.47	314.27
流动负债合计	686.76	1,056.15	516.19	1,422.39	936.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.92	39.43	36.17	37.17	37.59
非流动负债合计	35.92	39.43	36.17	37.17	37.59
负债合计	722.68	1,095.58	552.36	1,459.56	974.18
少数股东权益	68.61	84.84	93.52	104.39	117.48
股本	352.88	492.00	492.00	492.00	492.00
资本公积	1,753.66	1,614.54	1,614.54	1,614.54	1,614.54
留存收益	1,934.69	1,915.95	2,078.76	2,282.68	2,528.16
其他	(1,753.66)	(1,665.55)	(1,614.54)	(1,614.54)	(1,614.54)
股东权益合计	2,356.18	2,441.78	2,664.28	2,879.07	3,137.64
负债和股东权益总	3,078.86	3,537.36	3,216.64	4,338.63	4,111.82

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	394.05	137.35	162.82	203.92	245.48
折旧摊销	17.42	37.33	38.72	41.54	44.23
财务费用	14.96	34.39	35.64	40.25	42.80
投资损失	(0.88)	1.60	(3.15)	(3.15)	(10.00)
营运资金变动	(453.95)	(616.46)	(32.77)	(36.09)	(37.25)
其它	(269.58)	264.98	8.68	10.87	13.09
经营活动现金流	(297.97)	(140.82)	209.94	257.33	298.35
资本支出	210.44	69.82	63.27	78.99	49.58
长期投资	(1.47)	0.20	0.00	0.00	0.00
其他	(127.76)	(157.50)	(120.12)	(155.84)	(89.58)
投资活动现金流	81.22	(87.48)	(56.85)	(76.85)	(40.00)
债权融资	191.56	173.43	210.00	225.00	240.00
股权融资	(14.67)	(85.50)	15.37	(40.25)	(42.80)
其他	(115.91)	174.03	(173.43)	(210.00)	(225.00)
筹资活动现金流	60.98	261.96	51.94	(25.25)	(27.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(155.77)	33.66	205.03	155.24	230.55

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,618.76	1,217.10	1,502.31	1,811.89	2,142.42
营业成本	305.69	270.37	360.55	430.69	510.11
营业税金及附加	24.58	15.48	26.62	31.27	36.98
营业费用	628.62	541.43	691.06	833.47	989.80
管理费用	96.13	106.37	130.70	152.20	175.68
研发费用	58.44	62.71	73.61	92.41	117.83
财务费用	14.31	34.49	35.64	40.25	42.80
资产减值损失	34.45	(0.08)	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	0.88	(1.60)	3.15	3.15	10.00
其他	(2.51)	47.60	(6.31)	(6.31)	(20.00)
营业利润	458.18	140.33	183.46	229.21	277.22
营业外收入	1.40	22.41	17.08	21.52	24.39
营业外支出	7.36	4.77	3.42	3.85	4.88
利润总额	452.22	157.97	197.12	246.88	296.74
所得税	58.17	20.63	25.63	32.09	38.17
净利润	394.05	137.35	171.50	214.79	258.57
少数股东损益	19.94	7.28	8.68	10.87	13.09
归属于母公司净利润	374.11	130.07	162.82	203.92	245.48
每股收益(元)	0.76	0.26	0.33	0.41	0.50

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	38.51%	-24.81%	23.43%	20.61%	18.24%
营业利润	63.70%	-69.37%	30.73%	24.94%	20.95%
归属于母公司净利润	57.98%	-65.23%	25.18%	25.24%	20.38%
获利能力					
毛利率	81.12%	77.79%	76.00%	76.23%	76.19%
净利率	23.11%	10.69%	10.84%	11.25%	11.46%
ROE	16.35%	5.52%	6.33%	7.35%	8.13%
ROIC	23.42%	6.51%	8.34%	9.89%	11.43%
偿债能力					
资产负债率	23.47%	30.97%	17.17%	33.64%	23.69%
净负债率	2.82%	-2.66%	-8.76%	-12.98%	-18.78%
流动比率	3.16	2.45	4.41	2.36	3.33
速动比率	2.62	1.95	3.63	1.75	2.76
营运能力					
应收账款周转率	1.26	0.78	1.10	1.29	1.37
存货周转率	5.83	2.71	3.24	2.86	3.05
总资产周转率	0.58	0.37	0.44	0.48	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.26	0.33	0.41	0.50
每股经营现金流	-0.61	-0.29	0.43	0.52	0.61
每股净资产	4.65	4.79	5.23	5.64	6.14
估值比率					
市盈率	16.04	46.15	36.87	29.44	24.45
市净率	2.62	2.55	2.33	2.16	1.99
EV/EBITDA	18.84	26.35	22.51	18.23	15.01
EV/EBIT	19.30	29.34	26.48	21.04	17.08

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