

# 广誉远 (600771)

证券研究报告

2019年10月28日

## 业绩同比下滑，优化终端营销促进动销持续增长

前三季度营收同比下降 16%，归母净利下降 23%

公司发布三季报：前三季度营收 8.54 亿元，同比下降 16.39%，实现归母净利润 1.74 亿元，同比下降 23.09%，扣非后归母净利润 1.56 亿元，同比下降 30.38%。其中第三季度营收 3.13 亿元，同比下降 14.68%，实现归母净利润 5652.33 万元，同比下降 30.84%，整体业绩符合市场预期。公司前三季度经营活动产生的现金流量净额为-1.29 亿元，去年同期为-2.70 亿元，改善明显。

预计渠道库存持续消耗，终端收入增速良好

前三季度受宏观经济整体下行与行业监管政策变化等的影响，加之报告期内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，公司整体收入有所下滑。报告期内公司主要原材料、包装材料的采购价格较去年同期略有上升，新厂投产后固定资产折旧费用、燃料动力等制造费用相应上升，致使产品毛利率有所降低，公司前三季度毛利率为 78.17%，同比下降 4.03pp；另一方面，公司加大研发力度，研发费用同比增长 16.33%；同时，公司拓宽融资渠道，使得报告期内信用证支付费用、银行借款利息及承兑汇票贴现等财务费用较上年同期增长 187.18%，故净利润下降达到 30%。

期间费用方面，前三季度销售费用、管理费用、财务费用分别为 3.19 亿、0.75 亿、2595.04 万，占总收入的比例为 37.31%、8.76%、3.04%，较去年同期-4.25pp、+1.60pp、+2.16pp。前三季度研发费用为 3218.81 万、占总收入比例 3.77%，同比+1.06pp。前三季度净利率为 21.46%，同比下降 1.71pp。

公司持续优化升级终端营销，根据公司半年报：公司上半年新增医院终端 460 余家，加强学术推广，带动医院终端动销稳步提升，连锁方面，上半年围绕全亿健康、高济、一心堂、大参林、海王星辰、老百姓、国大药房等 top10 核心连锁及门店全面升级专业化培训、陈列、消费者教育和持久性地推活动，推动药店终端动销同样实现较快增长。同时公司将商业网络延伸到地县级市场，未来地县级商业、小连锁和第三终端将是传统中药业务发展的又一重点渠道。我们认为随着公司渠道的不断深入拓展，终端动销的持续快速增长，公司渠道库存预计将持续消化，带动公司经营质量的持续改善，有望推动业绩拐点加速到来。

公司经营有望持续优化，维持“买入”评级

前三季度受宏观经济整体下行与行业监管政策变化等的影响，公司整体收入有所下滑，预计 19/20/21 年净利润由之前的 4.12/4.67/5.44 亿元略微下调至 3.19/3.76/4.45 亿元，2019-2021 年 EPS 分别为 0.65/0.76/0.90 元，对应 PE 为 25、21、18 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济及医药政策影响；终端动销不及预期导致应收账款持续增加；多渠道推广模式导致销售费用较高；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	1,494.23	1,765.24	2,032.88
增长率(%)	24.73	38.51	(7.69)	18.14	15.16
EBITDA(百万元)	322.07	543.32	396.36	465.80	550.18
净利润(百万元)	236.80	374.11	318.50	376.19	445.09
增长率(%)	92.82	57.98	(14.86)	18.11	18.32
EPS(元/股)	0.48	0.76	0.65	0.76	0.90
市盈率(P/E)	33.53	21.23	24.93	21.11	17.84
市净率(P/B)	4.15	3.47	2.89	2.54	2.23
市销率(P/S)	6.79	4.91	5.31	4.50	3.91
EV/EBITDA	44.23	18.84	17.30	16.48	11.41

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	16.14 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)	7,940.88
流通 A 股市值(百万元)	6,823.91
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	26.15
一年内最高/最低(元)	37.58/15.41

### 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-半年报点评:上半年业绩有所下滑，现金流改善明显》2019-08-25
- 2 《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
- 3 《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



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	280.95	125.18	1,313.12	532.36	1,969.77
应收票据及应收账款	978.16	1,582.15	825.23	1,822.63	1,000.82
预付账款	12.94	20.18	64.02	6.77	92.16
存货	182.36	373.36	141.66	512.58	220.66
其他	394.65	72.02	179.37	231.45	182.63
<b>流动资产合计</b>	<b>1,849.05</b>	<b>2,172.88</b>	<b>2,523.40</b>	<b>3,105.79</b>	<b>3,466.05</b>
长期股权投资	7.53	6.06	6.06	6.06	6.06
固定资产	54.61	669.91	706.47	755.65	799.39
在建工程	456.88	43.39	62.04	85.22	81.13
无形资产	98.21	97.93	94.86	91.78	88.70
其他	51.33	88.67	65.40	61.66	61.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>668.57</b>	<b>905.98</b>	<b>934.83</b>	<b>1,000.37</b>	<b>1,037.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,517.62</b>	<b>3,078.86</b>	<b>3,458.22</b>	<b>4,106.16</b>	<b>4,503.33</b>
短期借款	110.00	191.56	210.00	225.00	240.00
应付票据及应付账款	171.10	239.59	143.19	347.89	215.91
其他	223.25	255.60	247.63	274.35	320.10
<b>流动负债合计</b>	<b>504.35</b>	<b>686.76</b>	<b>600.82</b>	<b>847.24</b>	<b>776.01</b>
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	33.14	35.92	26.63	31.90	31.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.14</b>	<b>35.92</b>	<b>26.63</b>	<b>31.90</b>	<b>31.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>537.49</b>	<b>722.68</b>	<b>627.44</b>	<b>879.14</b>	<b>807.49</b>
少数股东权益	66.30	68.61	85.59	105.64	129.37
股本	353.11	352.88	492.00	492.00	492.00
资本公积	1,753.79	1,753.66	1,753.66	1,753.66	1,753.66
留存收益	1,560.72	1,934.69	2,253.19	2,629.38	3,074.47
其他	(1,753.79)	(1,753.66)	(1,753.66)	(1,753.66)	(1,753.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,980.13</b>	<b>2,356.18</b>	<b>2,830.78</b>	<b>3,227.02</b>	<b>3,695.84</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,517.62</b>	<b>3,078.86</b>	<b>3,458.22</b>	<b>4,106.16</b>	<b>4,503.33</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	250.31	394.05	318.50	376.19	445.09
折旧摊销	11.36	17.42	7.87	10.72	13.42
财务费用	5.33	14.96	17.15	18.02	18.25
投资损失	(5.78)	(0.88)	(3.15)	(3.15)	(10.00)
营运资金变动	(683.82)	(453.95)	747.04	(1,122.72)	990.17
其它	238.93	(269.58)	16.98	20.05	23.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>(183.67)</b>	<b>(297.97)</b>	<b>1,104.39</b>	<b>(700.89)</b>	<b>1,480.65</b>
资本支出	319.66	210.44	69.29	74.73	50.42
长期投资	(9.04)	(1.47)	0.00	0.00	0.00
其他	(883.37)	(127.76)	(126.14)	(151.58)	(90.42)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(572.76)</b>	<b>81.22</b>	<b>(56.85)</b>	<b>(76.85)</b>	<b>(40.00)</b>
债权融资	110.00	191.56	210.00	225.00	240.00
股权融资	(35.37)	(14.67)	121.97	(18.02)	(18.25)
其他	(5.72)	(115.91)	(191.56)	(210.00)	(225.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>68.91</b>	<b>60.98</b>	<b>140.41</b>	<b>(3.02)</b>	<b>(3.25)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(687.52)</b>	<b>(155.77)</b>	<b>1,187.95</b>	<b>(780.76)</b>	<b>1,437.40</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,168.68</b>	<b>1,618.76</b>	<b>1,494.23</b>	<b>1,765.24</b>	<b>2,032.88</b>
营业成本	205.81	305.69	322.23	383.02	443.53
营业税金及附加	22.06	24.58	26.47	30.47	33.99
营业费用	515.87	628.62	590.22	695.50	800.96
管理费用	114.47	96.13	104.60	125.33	144.33
研发费用	31.26	58.44	61.56	73.43	81.32
财务费用	4.15	14.31	17.15	18.02	18.25
资产减值损失	1.79	34.45	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	5.78	0.88	3.15	3.15	10.00
其他	(12.39)	(2.51)	(6.31)	(6.31)	(20.00)
<b>营业利润</b>	<b>279.88</b>	<b>458.18</b>	<b>371.34</b>	<b>437.06</b>	<b>518.51</b>
营业外收入	25.31	1.40	17.08	21.52	24.39
营业外支出	0.77	7.36	3.42	3.85	4.88
<b>利润总额</b>	<b>304.43</b>	<b>452.22</b>	<b>385.00</b>	<b>454.73</b>	<b>538.02</b>
所得税	54.11	58.17	49.52	58.49	69.20
<b>净利润</b>	<b>250.31</b>	<b>394.05</b>	<b>335.48</b>	<b>396.24</b>	<b>468.82</b>
少数股东损益	13.51	19.94	16.98	20.05	23.73
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>236.80</b>	<b>374.11</b>	<b>318.50</b>	<b>376.19</b>	<b>445.09</b>
每股收益(元)	0.48	0.76	0.65	0.76	0.90

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.73%	38.51%	-7.69%	18.14%	15.16%
营业利润	56.29%	63.70%	-18.95%	17.70%	18.64%
归属于母公司净利润	92.82%	57.98%	-14.86%	18.11%	18.32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	82.39%	81.12%	78.44%	78.30%	78.18%
净利率	20.26%	23.11%	21.32%	21.31%	21.89%
ROE	12.37%	16.35%	11.60%	12.05%	12.48%
ROIC	31.67%	23.42%	14.50%	23.86%	16.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.35%	23.47%	18.14%	21.41%	17.93%
净负债率	-8.63%	2.82%	-38.97%	-9.52%	-46.80%
流动比率	3.67	3.16	4.20	3.67	4.47
速动比率	3.30	2.62	3.96	3.06	4.18
<b>营运能力</b>					
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	5.80	5.40	5.54
总资产周转率	0.50	0.58	0.46	0.47	0.47
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.48	0.76	0.65	0.76	0.90
每股经营现金流	-0.37	-0.61	2.24	-1.42	3.01
每股净资产	3.89	4.65	5.58	6.34	7.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.53	21.23	24.93	21.11	17.84
市净率	4.15	3.47	2.89	2.54	2.23
EV/EBITDA	44.23	18.84	17.30	16.48	11.41
EV/EBIT	45.30	19.30	17.65	16.87	11.70

### 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