

审慎推荐-A (维持)

广誉远 600771.SH

目标估值: N/A
当前股价: 12.2 元
2020 年 05 月 06 日

预计2020年重拾增长

基础数据

上证综指	2860
总股本(万股)	49200
已上市流通股(万股)	49200
总市值(亿元)	60
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	4.2
资产负债率	33.5%
主要股东	西安东盛集团有限公司
主要股东持股比例	14.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-27	-47
相对表现	-16	-27	-47



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《广誉远(600771)一回款持续改善,大股东资金问题解决》2019-10-28
- 2、《广誉远(600771)一夯实经营提升质量》2019-04-30
- 3、《广誉远(600771)一业绩持续快速增长,应收账款进一步改善》2018-10-28

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn
S1090518100001

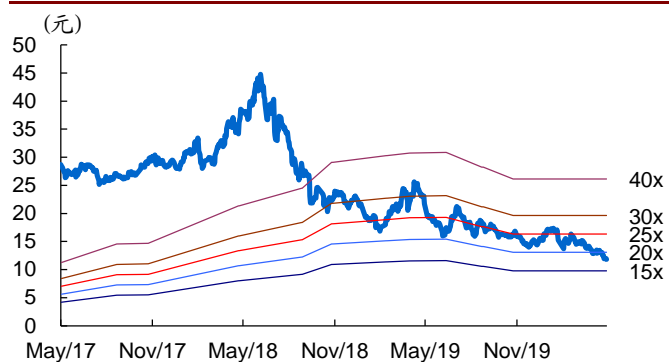
- **事件:** 公司发布 19 年年报和 20 年一季报, 19 年收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 12.17 亿、1.30 亿和 1.12 亿, 分别同比-25%、-65%和-70%。20 年一季度收入、归母净利润和扣非归母净利润分别同比-17%、-52%和-33%。点评如下:
- **19 年公司主动控货, 导致收入同比下滑。** 19 年收入同比-25%, 我们估计主要因为公司控货消化渠道库存。毛利率 77.8%, 同比下降 3.3 个百分点, 我们估计主要是公司对部分重点商业客户的销售支持采用票折的方式导致。销售费用率 44.5%, 同比上升 5.7 个百分点, 我们估计是公司持续加大终端营销投入、下沉销售渠道等导致。管理费用同比+10.6%, 由于收入减少管理费用率提升。
- **19 年回款改善。** 18/19 年收入分别为 16.2 亿和 12.2 亿, 收到销售商品的货款分别为 7.5 亿和 9.4 亿, 回款有所改善。
- **20 年一季度受疫情影响收入同比下降。** 虽然公司的安宫牛黄丸入选新冠治疗指南, 且我们估计销售额大幅增长, 但是其他产品由于药店人流的骤减同比大幅下降, 所以公司 20 年一季度收入和利润都大幅下滑。
- **预计 2020 年重拾增长。** 1、从第三方数据来看, 19 年公司重点产品的终端销售保持了快速增长, 渠道库存得到了有效的消化; 2、在公司持续的终端营销下, 主力产品后劲十足, 预计随着疫情的消退会恢复增长。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 20-22 年归母净利润同比分别 +30%/+30%/+25%, EPS 分别为 0.34/0.44/0.56 元, 当前股价对应 20 年 pe 估值 36x 左右。公司作为品牌中成药明星企业, 预计在在渠道库存消化完成后将重拾增长, 未来可期, 给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** 产品销售不达预期; 坏账风险; 生产经营风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1619	1217	1500	1914	2268
同比增长	39%	-25%	23%	28%	19%
营业利润(百万元)	458	140	208	269	336
同比增长	64%	-69%	48%	29%	25%
净利润(百万元)	374	130	169	219	273
同比增长	58%	-65%	30%	30%	25%
每股收益(元)	1.06	0.26	0.34	0.44	0.56
PE	11.5	46.2	35.6	27.4	22.0
PB	1.9	2.5	2.4	2.2	2.0

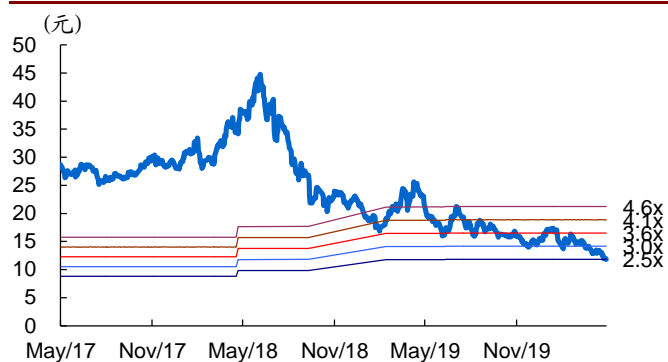
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1：广誉远历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：广誉远历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2173	2587	3039	3877	4566
现金	125	238	136	164	177
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1338	1445	1781	2272	2693
应收款项	0	145	157	200	237
其它应收款	67	109	134	171	203
存货	373	524	673	870	1018
其他	269	125	157	200	237
非流动资产	906	950	914	884	857
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	670	712	688	670	652
无形资产	98	98	89	80	72
其他	132	133	131	129	127
资产总计	3079	3537	3952	4762	5423
流动负债	687	1056	1293	1895	2301
短期借款	192	173	195	528	730
应付账款	240	680	887	1146	1341
预收账款	32	29	37	48	56
其他	224	174	174	174	174
长期负债	36	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	36	39	39	39	39
负债合计	723	1096	1333	1935	2340
股本	353	492	492	492	492
资本公积金	1754	1563	1563	1563	1563
留存收益	181	302	470	665	906
少数股东权益	69	85	94	107	122
归属于母公司所有者权益	2288	2357	2525	2721	2961
负债及权益合计	3079	3537	3952	4762	5423

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(298)	(141)	(82)	(245)	(118)
净利润	374	130	169	219	273
折旧摊销	17	37	42	40	38
财务费用	15	34	35	30	30
投资收益	(1)	2	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(715)	(345)	(342)	(551)	(479)
其它	11	1	18	21	22
投资活动现金流	81	(87)	(7)	(7)	(7)
资本支出	(200)	(87)	(10)	(10)	(10)
其他投资	282	(0)	3	3	3
筹资活动现金流	61	262	(13)	279	139
借款变动	74	346	22	333	202
普通股增加	(0)	139	0	0	0
资本公积增加	(0)	(190)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(24)	(33)
其他	(12)	(33)	(35)	(30)	(30)
现金净增加额	(156)	34	(102)	27	14

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1619	1217	1500	1914	2268
营业成本	306	270	353	455	533
营业税金及附加	25	15	19	24	29
营业费用	629	541	667	861	1021
管理费用	96	106	131	167	198
研发费用	58	63	77	99	117
财务费用	14	34	35	30	30
资产减值损失	34	(49)	(13)	(11)	(8)
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3
营业利润	458	140	208	269	336
营业外收入	1	22	2	2	2
营业外支出	7	5	5	5	5
利润总额	452	158	205	266	333
所得税	58	21	27	35	44
净利润	394	137	178	231	289
少数股东损益	20	7	9	12	15
归属于母公司净	374	130	169	219	273

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	39%	-25%	23%	28%	19%
营业利润	64%	-69%	48%	29%	25%
净利润	58%	-65%	30%	30%	25%
获利能力					
毛利率	81.1%	77.8%	76.5%	76.2%	76.5%
净利率	23.1%	10.7%	11.2%	11.4%	12.1%
ROE	16.4%	5.5%	6.7%	8.0%	9.2%
ROIC	16.2%	5.8%	7.5%	7.7%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	23.5%	31.0%	33.7%	40.6%	43.2%
净负债比率	6.2%	4.9%	4.9%	11.1%	13.5%
流动比率	3.2	2.4	2.3	2.0	2.0
速动比率	2.6	2.0	1.8	1.6	1.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	1.6	0.8	0.9	0.9	0.8
应付帐款周转率	1.5	0.6	0.5	0.4	0.4
每股资料 (元)					
EPS	1.06	0.26	0.34	0.44	0.56
每股经营现金	-0.84	-0.29	-0.17	-0.50	-0.24
每股净资产	6.48	4.79	5.13	5.53	6.02
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.08
估值比率					
PE	11.2	44.8	34.5	26.6	21.3
PB	1.8	2.5	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	14.7	34.9	24.9	21.0	17.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李点典 医药生物行业分析师

香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。