

广誉远 (600771)

证券研究报告

2018 年 07 月 18 日

加大渠道推广力度，全产业链布局打造民族中药品牌

公司业绩稳步提升，应收账款增速较快主因渠道快速扩张

公司是商务部认定的首批“中华老字号”企业之一，历史积淀深厚，产品质量可靠。2015 年开始公司迎来业绩拐点，2016 年、2017 年业绩快速增长，2018 年一季度归母净利润同比增长 116.67%，延续高增长趋势。公司应收账款迅速增加，2017 年公司应收账款金额为 7.35 亿元，2018 年 Q1 应收账款继续增加至 8.74 亿元。我们认为应收账款增加与公司产品处于初期的推广阶段有关，由于市场议价能力相对薄弱，谈判的劣势地位使信用期的应收账款大幅增加。我们认为随着公司产品品牌力逐步提升，渠道拓展下终端动销趋势向好，应收账款的问题将逐步得到解决。

产品营销定位精细化，龟龄集、定坤丹等产品市场空间大

公司产品在营销拓展与渗透方面，未来以“传统中药+精品中药+养生酒”三驾马车齐头并进。传统中药实行“学术+品牌”双轮驱动，2017 年公司渠道商会议及学术会议比 2016 年增长超过一倍，终端门店覆盖超过 10 万家；精品中药选择高端路线，持续推进百家干店计划，公司投入运营的国医馆已入驻全国近 15 个省市；养生酒侧重快消品与药品的双重属性叠加，营销上餐饮店连锁、商超和名烟名酒店及 OTC 药店并重。公司的龟龄集和定坤丹为国家中药保密品种，从产品定位而言分别对应超过百亿规模的滋补类中药市场与妇科病市场，依托产品疗效与渠道加速拓展，未来公司核心产品的发展空间较大。

生产模式采取“以销定产”，打造全产业链布局的民族中药品牌

公司全产业链布局，上游建立高标准的中药材种养殖基地，发展中药饮片加工项目；在产业链下游，加快国医馆在全国的建设进度。公司加强品牌建设，通过传统媒体、网络及自媒体、“互联网+”等多种渠道进行品牌宣传。生产上公司采取“以销定产”，并保证一定的安全缓冲库存。

估值与评级

2015 年以来，公司以医院学术引领+OTC 品牌战略为核心，积极开拓终端市场，截至 2017 年底，公司合作的连锁药店已超过 1,000 家，管理药店近 3 万家，覆盖终端近 10 万家。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.18、1.67 和 2.19 元，参考同行业公司可比估值，片仔癀 2018 年 EPS 为 1.79 元（Wind 一致预期），预计同比增长 34%，对应 18 年 PE 为 71 倍，而同仁堂 EPS 为 0.82 元（Wind 一致预期），预计同比增长 11%，对应 18 年 PE 为 44 倍。考虑到公司 2018-2020 年净利润增速分别为 76%、41%和 32%，在推广初期，公司品牌力略逊于同仁堂和片仔癀，因此我们认为给予 2018 年 55 倍 PE 较为合理，目标价 64.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1. 产品销售不及预期；2. 多渠道推广模式导致公司销售费用较高；3. 原材料价格波动风险

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	51.80 元
目标价格	64.90 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	353.11
流通 A 股股本(百万股)	268.31
A 股总市值(百万元)	18,291.17
流通 A 股市值(百万元)	13,898.21
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	19.52
一年内最高/最低(元)	63.45/34.73

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
王金成	联系人
wangjincheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	936.99	1,168.68	1,792.79	2,550.68	3,396.01
增长率(%)	118.70	24.73	53.40	42.27	33.14
EBITDA(百万元)	188.70	290.81	542.34	764.48	1,005.92
净利润(百万元)	122.81	236.80	417.28	589.07	774.73
增长率(%)	5,948.84	92.82	76.21	41.17	31.52
EPS(元/股)	0.35	0.67	1.18	1.67	2.19
市盈率(P/E)	150.09	77.84	44.17	31.29	23.79
市净率(P/B)	10.79	9.63	7.91	6.31	4.99
市销率(P/S)	19.67	15.77	10.28	7.23	5.43
EV/EBITDA	57.43	48.98	32.12	23.50	16.83

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 公司发展历程及股权结构	4
1.2. 业绩持续稳健增长	5
1.3. 费用率保持平稳，负债率显著降低	7
2. 重点打造传统中药、精品中药和养生酒三大系列	8
2.1. 精细化营销管理	9
2.1.1. 传统中药：“学术+品牌”双轮驱动	9
2.1.2. 精品中药：选择高端路线	10
2.1.3. 养生酒：快消与药品的属性叠加	10
2.2. “协作经销”为主的销售模式	10
2.3. 重点品种“龟龄集”和“定坤丹”分析	11
2.3.1. 龟龄集	11
2.3.2. 定坤丹	11
2.4. 主要产品销售与生产情况	12
3. 研发与未来战略规划	14
3.1. 研发与新产品现状	14
3.2. 公司未来战略发展方向	14
4. 估值与评级	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：广誉远主要产品：龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集酒	4
图 2：公司股权结构图	5
图 3：2015 年公司迎来业绩拐点	6
图 4：2016 年公司主营业务构成	6
图 5：2017 年公司主营业务构成	6
图 6：整体毛利率受益于高毛的中药业务	7
图 7：大陆地区是公司主要收入来源	7
图 8：中国大陆地区业务较为分散	7
图 9：期间费用率各项控制良好	7
图 10：债务危机已过，公司抵抗风险能力增强	8
图 11：公司销售三大策略	10
图 12：龟龄集销售收入增长情况	11
图 13：龟龄集（精品）销售收入增长情况	11
图 14：定坤丹大蜜丸、水蜜丸销售收入增长情况	12
图 15：定坤丹口服液销售收入增长情况	12

图 16：2017 年定坤丹各剂型销售额占比	12
图 17：2017 年部分主要产品销量 1	13
图 18：2017 年部分主要产品销量 2	13
图 19：2017 年部分主要产品生产销售比 1	13
图 20：2017 年部分主要产品生产销售比 2	13
表 1：核心资产山西广誉远股权变更进程	4
表 2：2017 年公司主要控股和参股公司（单位：万元）	5
表 3：主要产品及用途	8
表 4：主要产品纳入国家医保和国家基药目录的情况	9
表 5：近两年渠道商会议情况	9
表 6：销售模式构成与占比及存在的经营风险	10
表 7：2017 年主要产品销售情况	12
表 8：目前部分在研项目	14
表 9：公司业绩拆分（单位：百万元）	15
表 10：同行业公司可比估值	15

1. 公司简介

公司主要从事中药产品的生产、销售，核心业务为中成药业务，其中包括传统中药、精品中药、养生酒的生产与销售。公司现有丸剂、胶囊剂、酒剂、片剂、颗粒剂、散剂、口服液、煎膏剂共八个剂型，继承着龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、六味地黄丸、乌鸡白凤丸等 103 种中药古方及炮制工艺。

图 1：广誉远主要产品：龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集酒



资料来源：公司网站，天风证券研究所

广誉远始创于明嘉靖二十年（公元 1541 年），距今已有 476 年的历史，在清代曾与广州陈李济（1600 年创建）、北京同仁堂（1669 年创建）、杭州胡庆余堂（1874 年创建）并称为“四大药店”，并在 2006 年成为国家商务部首批“中华老字号”企业。主导产品“龟龄集”和“定坤丹”现为国家级保密处方，龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸则被列入山西省非物质文化遗产名录。

公司精选道地药材，传承古法炮制，以“全产业链打造广誉远高品质中药”为发展战略。上游建立珍稀动植物中药种养殖基地、中药饮片基地以及中医药文化体验和中医养生度假旅游基地；中游提供中医药文化体验、中医药诊疗服务体验，建立中医药工业基地；下游建立广誉远国医馆、国药堂（文化诊疗服务体验及中医健康养生方案和产品提供）。最终将公司打造成为以中医药文化体验和中医诊疗服务体验为两翼，移动互联网化、为中国中高端家庭提供中医健康养生和个性化解决方案、成为高品质产品和服务的综合提供商。

1.1. 公司发展历程及股权结构

公司核心资产山西广誉远前身为山西中药厂，为当时全国十大中药企业之一，1997 年改制为广誉远中药有限公司，2003 年被东盛集团收购 95% 的股份。

表 1：核心资产山西广誉远股权变更进程

年份	事件
1997	山西中药厂改制为广誉远中药有限公司。
2003	东盛集团收购山西广誉远中药有限公司 95% 的股份。
2007	为解决大股东占用上市资金问题，东盛集团以集团持有的广誉远 95% 股份等

五项资产注入上市公司东盛科技（2013 改名为广誉远）。

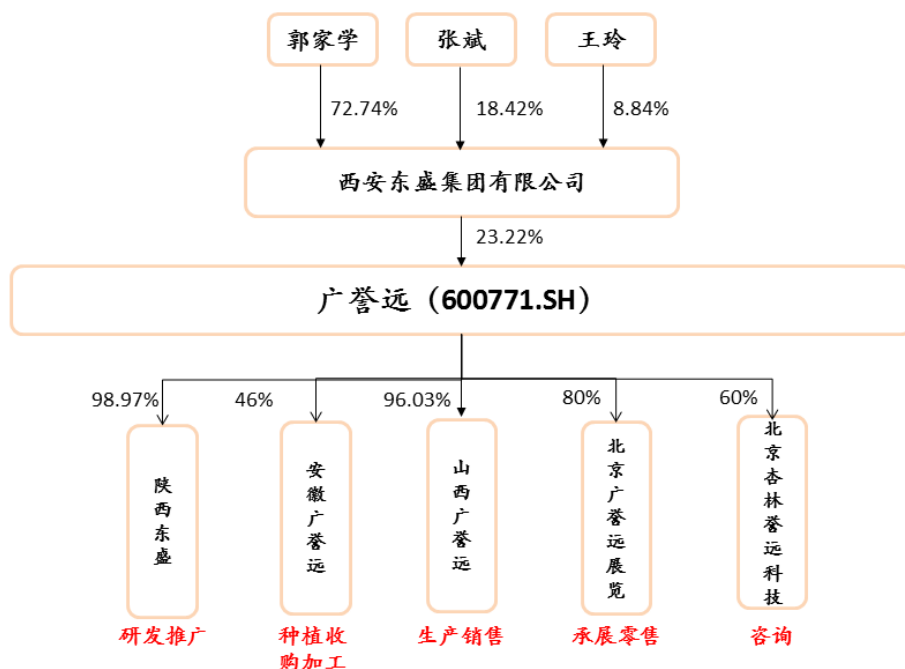
2012 为了缓解债务危机，东盛科技把核心资产山西广誉远的 40%股权转让给控股股东东盛集团，用“以资抵债”的形式消除对东盛集团的债务。

2016 广誉远通过定增回收山西广誉远 40%的股权，持股比例 95%。

资料来源：Wind，天风证券研究所

经过一系列股权变更，公司实际控制人郭家学，作为东盛集团的大股东持有其 72.74%。东盛集团对广誉远持股比例达到 23.22%，除东盛集团外不存在持股超过 5%股东。公司自 2013 年起陆续剥离东盛友邦、启东盖天力、制药一厂、西安制药厂等化药板块业务，之后公司以山西广誉远为核心，转型中药生产销售，并于 2016 年通过定增将山西广誉远的持股比例从 55%提升到 95%，完成少数股权收购，加强了对于核心子公司的控制。

图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

广誉远目前子公司架构较为精简，围绕着核心子公司山西广誉远国药共搭建了 5 个子公司，做到了中药从原材料准备到研发、生产、销售的全产业链布局。

表 2：2017 年公司主要控制和参股公司（单位：万元）

序号	被参控公司	直接持股比例	营业收入	净利润	主营业务
1	山西广誉远国药有限公司	96.03%	50,402.20	8,889.43	医药产品的生产和销售
2	陕西东盛医药有限责任公司	98.97%	0.00	-20.67	药品的技术研发,市场推广
3	安康广誉远药业有限公司	46.00%	0.00	-58.59	中药材种植收购加工
4	北京广誉远展览有限公司	80.00%	781.59	-487.61	承办展览展示及零售药品
5	北京杏林誉苑科技有限公司	60.00%	12.05	-257.92	技术及健康咨询等

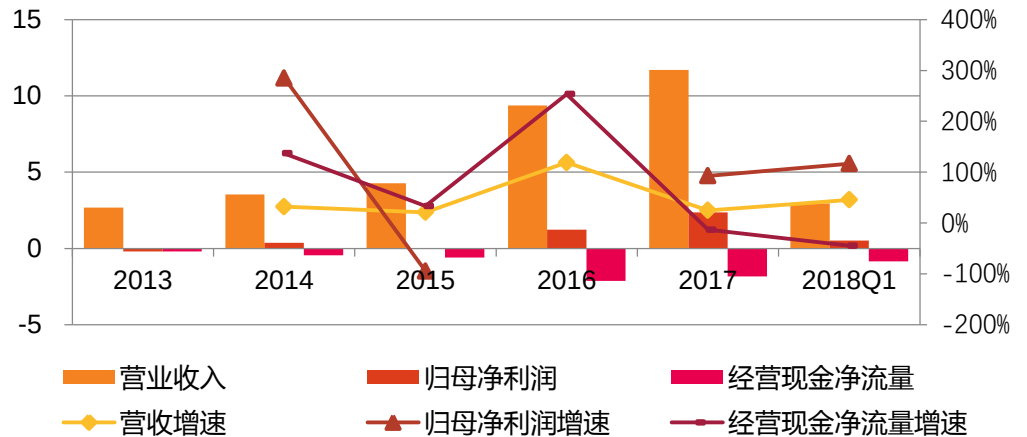
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 业绩持续稳健增长

经历了战略转型剥离化药业务板块、债务重组历史遗留问题后，2015 年公司迎来业绩拐点。2016 年收购山西广誉远少数股权收购，对应承诺的 2016 年、2017 年、2018 年净利润分别不低于 1.32 亿元、2.35 亿元和 4.33 亿元。2017 年公司营业收入 11.69 亿元，同比增长 24.76%，归母净利润 2.37 亿元，同比增长 92.68%。2018 年一季度，公司营业收入 2.94 亿

元，同比增长 45.54%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 116.67%。

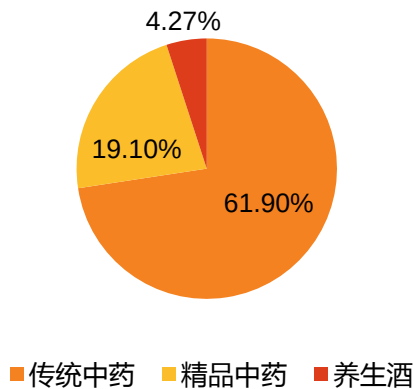
图 3：2015 年公司迎来业绩拐点



资料来源：Wind，天风证券研究所

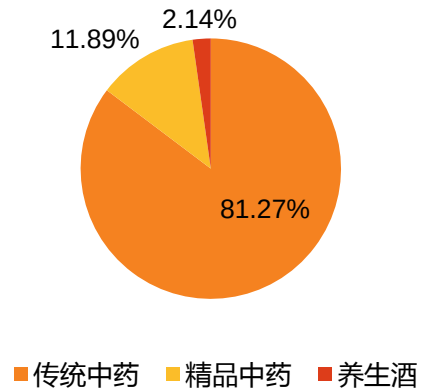
“百家千店”战略公司渠道扩张效果显著，带动了传统中药的快速增长。2017 年末药店管理终端近 3 万家，覆盖终端 10 万家，医院管理终端 4000 家。尤其是 2017 年 4 月“好孕中国”公益活动启动后，公司先后在全国落地 3000 余家好孕专柜，培养了 6000 余名“好孕中国”优生优育咨询师，进一步拉动了公司销售的增长。业务构成上来看，2017 年传统中药比重上升显著，2017 年传统中药比重为 81.27%，同比增加 19.37 个 pp。

图 4：2016 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

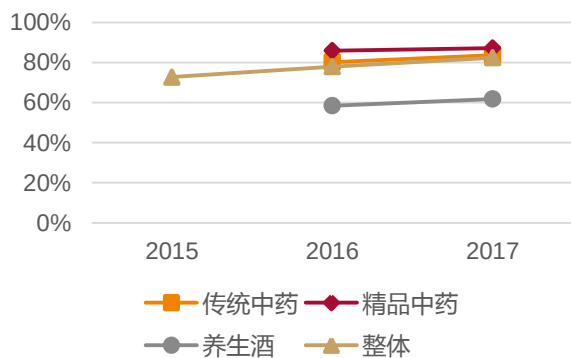
图 5：2017 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

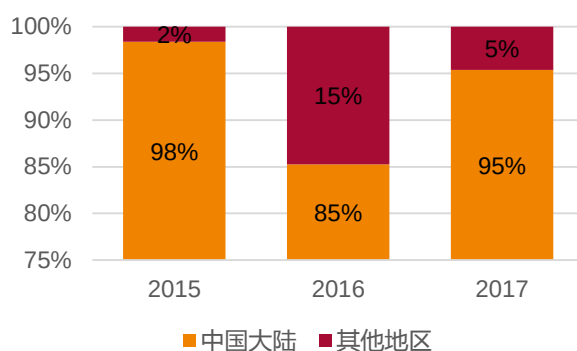
受益于渠道放量、产品结构优化以及费用受到合理控制的综合影响，公司整体毛利率呈稳健上升态势，精品中药毛利率水平略高于传统中药，二者毛利率水平平均处于 80%-90% 区间内，而养生酒毛利率约为 60%。分地区来看，大陆地区公司的收入占比超过总营收的 90%。

图 6：整体毛利率受益于高毛的中药业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

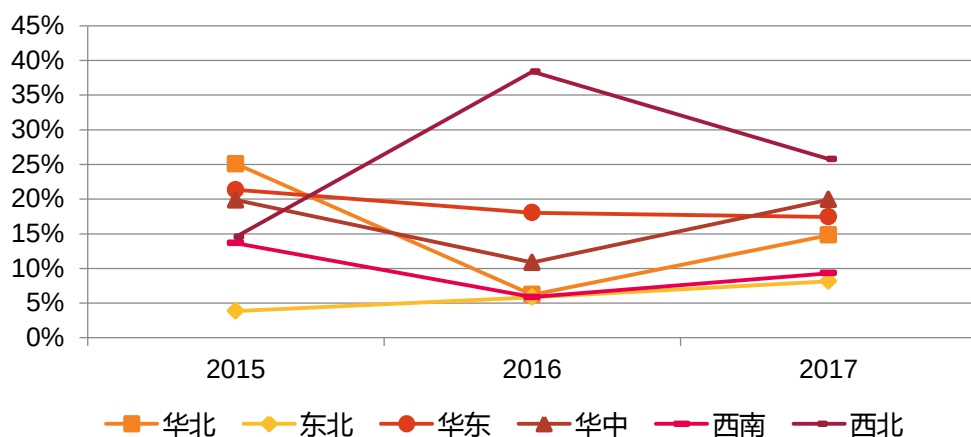
图 7：大陆地区是公司主要收入来源



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司在大陆地区业务较为分散。2017 年华北、东北、华东、华中西南及西北地区的营业收入占比分别为 14.8%、8.16%、17.44%、19.93%、9.30%及 25.78%，且各地区毛利率差别不大，均位于 80%-90%之间。

图 8：中国大陆地区业务较为分散

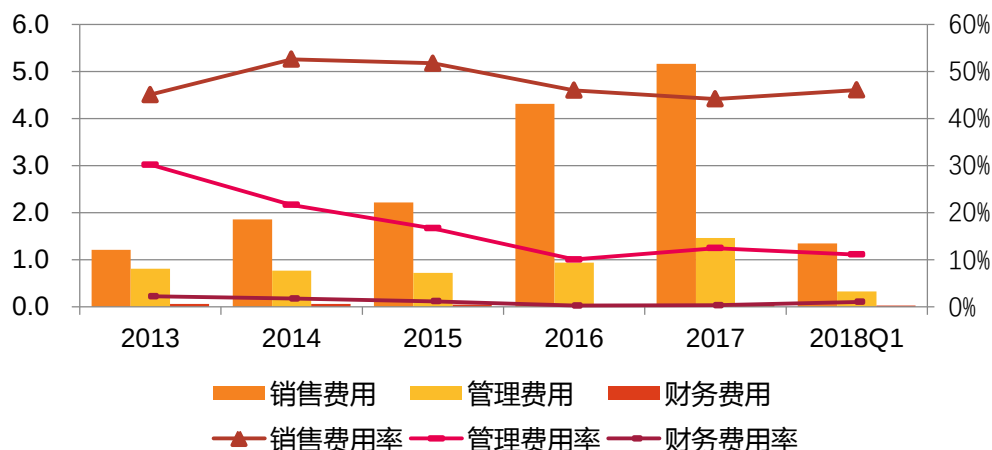


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 费用率保持平稳，负债率显著降低

公司销售费用率较高，主因渠道推广初期，加大了传统媒体、新媒体以及线上线下的广告投放。近年来销售费用率和管理费用率水平保持平稳，财务费用对整体费用率的影响不大。

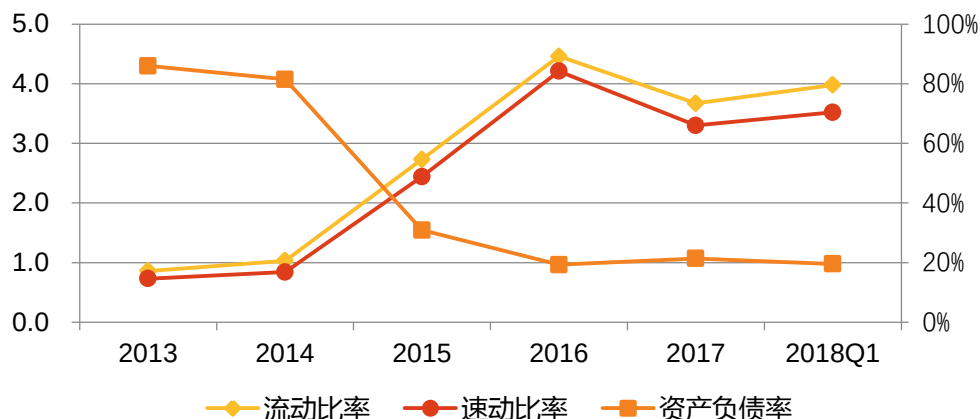
图 9：期间费用率各项控制良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前公司资本结构健康，资产负债率约 20% 上下，短期偿债能力较强，流动比率、速动比率均介于 3-4 之间。

图 10：债务危机已过，公司抵抗风险能力增强



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 重点打造传统中药、精品中药和养生酒三大系列

公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等百余种传统中药批准文号，现有丸剂、散剂、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、口服液、煎膏剂、酒剂等 8 种制剂，104 个药品注册批件、1 个保健食品注册批件、129 个商标、16 个专利技术。公司控股子公司山西广誉远共有 33 个医药品种被列入《国家基本药物目录（2012 年版）》、62 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（2017 年版）》。

表 3：主要产品及用途

序号	产品名称	治疗领域	功能主治	类别	归属业务板块	中药保护品种
1	龟龄集	内科扶正	强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰酸腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振	中药	传统/精品	国家秘密级
2	定坤丹大蜜丸	妇科扶正	滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛	中药	传统	国家秘密级
3	定坤丹水蜜丸	妇科扶正	滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛、崩漏下血、赤白带下、血晕血脱、产后诸虚、骨蒸潮热	中药	传统	国家秘密级
4	定坤丹口服液	妇科扶正	滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛、崩漏下血、赤白带下、血晕血脱、产后诸虚、骨蒸潮热	中药	精品	国家秘密级
5	安宫牛黄丸	内科开窍	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者	中药	传统/精品	-
6	牛黄清心丸	内科开窍	清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩，痰涎壅盛，神志混乱，言语不清及惊风抽搐、癫痫	中药	传统/精品	-
7	加味龟龄集酒	内科扶正	强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰酸腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振	中药	养生酒	-
8	龟龄集酒	-	延缓衰老、抗疲劳	保健食品	养生酒	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：主要产品纳入国家医保和国家基药目录的情况

序号	药品名称	剂型	规格	药品批准文号	是否纳入医保	是否纳入基药
1	安宫牛黄丸	丸剂（大蜜丸）	每丸重3g	国药准字 Z14020654	是	是
2	定坤丹	丸剂（大蜜丸）	每丸重10.8g	国药准字 Z14020656	是	否
3	定坤丹	丸剂（大蜜丸）	每丸重6g	国药准字 Z20026662	是	否
4	定坤丹	丸剂（水蜜丸）	每瓶装7g	国药准字 Z20059003	是	否
5	定坤丹口服液	合剂	每支装10ml	国药准字 Z20139014	否	否
6	龟龄集	胶囊剂	每粒装0.3g	国药准字 Z14020687	否	否
7	加味龟龄集酒	酒剂	每瓶装750ml、500ml、 250ml、125ml、30ml	国药准字 Z14021271	否	否

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司在产品战略上围绕“传统中药+精品中药+养生酒”三驾马车，以四大产品（龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸）为核心，既以价格较为亲民的优质传统中药作为公司的发展基石，又拓展定位于高品质针对高端人群的精品中药和养生酒，随着消费升级，可预见公司产品在高端保健市场的发展潜力。

2.1. 精细化营销管理

广誉远在渠道铺设以及营销策略上，针对驱动公司业绩增长的“传统中药+精品中药+养生酒”三驾马车各自不同特点量身定制了不同的策略。良好的市场策略以及较强的公司执行力是公司取得良好业绩的重要保证。

2.1.1. 传统中药：“学术+品牌”双轮驱动

传统中药公司坚持“学术+品牌”的营销策略。公司先后开展了包括“春蕾行动”、“秋收行动”、“雷霆行动”、“好孕中国”在内的多项营销手段，通过商业推广会议、商业对接会议以及商业特定人员宣讲会议等，重点加强公司产品在地县级市场的覆盖。同时，近年来开展了大量的经销商会议，进一步扩大商业覆盖面，提高产品覆盖率。

广誉远也持续在加强与全国及区域龙头商业公司以及医院终端的合作，与九州通、国药控股、重庆医药、浙江英特等大型医药公司建立战略合作关系。2016 年，公司管理药店终端和二甲以上医院分别达到 59336 家与 1834 家；2017 年，公司合作的连锁药店已超过 1000 家，管理药店近 3 万家，覆盖近 10 万家终端门店。公司已在全国落地 3000 余家好孕专柜，优生优育咨询师 6000 余名。

表 5：近两年渠道商会议情况

	2016年	2017年
一级经销商战略合作伙伴会议		1场
一级商分销会议	19场	49场
二级商分销会议	75场	189场
地县商业分销推广会议		500余场
商业宣讲会议		192场
学术会议	248场	318场

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.2. 精品中药：选择高端路线

精品中药上，公司选择了有别于一般的高端路线。公司自从 2013 年起“百家千店”计划，要建 100 家国医馆,1000 家国药堂，并通过高净值人群线下活动进行精准营销，线上组建“誉远健康俱乐部”等高端人群健康俱乐部，线下积极在全国推广健康沙龙等各类高端养生活动，同时借力“百家千店计划”整合中医名医资源、开设中医工作室，试水喜马拉雅等新媒体平台，在线传播名医养生课程，强化新媒体平台推广，不断凸显公司中医药文化传播的竞争优势。

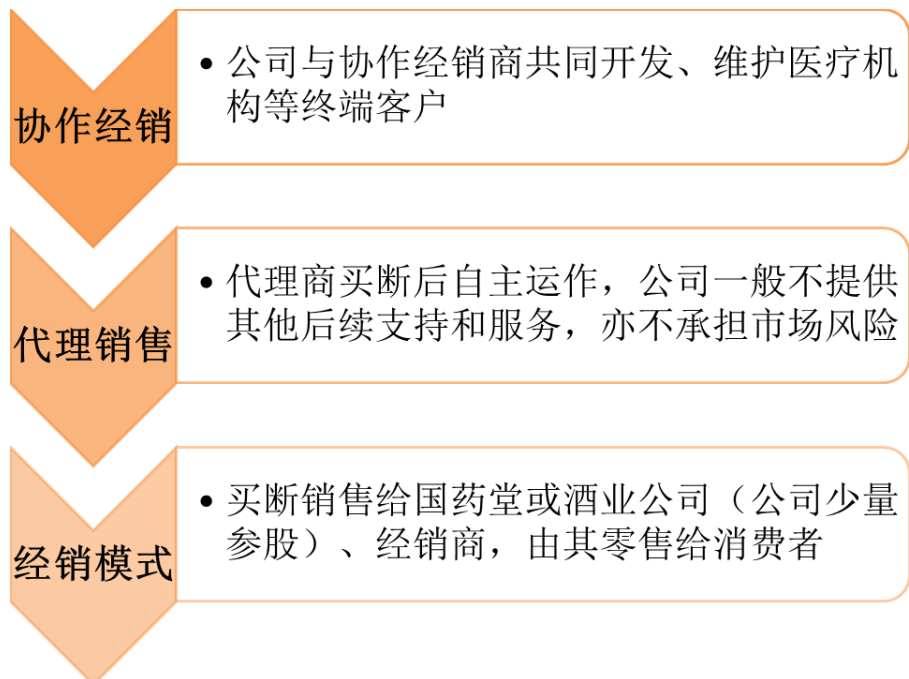
2.1.3. 养生酒：快消与药品的属性叠加

广誉远的养生酒板块兼具着消费品和药品的属性。例如龟龄集酒具有消费品属性，营销上将聚焦餐饮店连锁、商超和名烟名酒店等核心终端；加味龟龄集酒具有药品属性，营销上侧重 OTC 药店渠道。整体上营销渠道线上线下紧密结合，线上持续加大天猫、京东、新零售等平台的营销创新，线下渠道从以往注重江苏山西的存量市场到如今围绕温台、太晋、深莞、闽南、苏南、胶东等区域重点市场，目标市场格局的放大也为公司养生酒的产能释放、销量提升提供保障。

2.2. “协作经销”为主的销售模式

销售策略上，公司自产药品均采用买断销售方式进行销售，下游客户包括医药批发经销商、连锁药店、国药堂等，目前采用的销售模式具体可细分为三种销售模式，包括协作经销模式、代理销售模式和经销模式，其中养生酒兼具消费品和药品属性，营销上需要与餐饮店连锁、商超和名烟名酒店合作，主要采用经销模式。

图 11：公司销售三大策略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

整体上来看，协作经销模式收入占比超过了 85%，是公司最主要的经销模式。

表 6：销售模式构成与占比及存在的经营风险

经营模式	主营收入（万元）	收入比重（%）	经营风险
协作经销	96,019.45	86.11	经营风险较小
代理销售	4,983.26	4.47	应收款账期较长

经销模式	10,500.44	9.42	风险较小
合计	111,503.15	100.00	

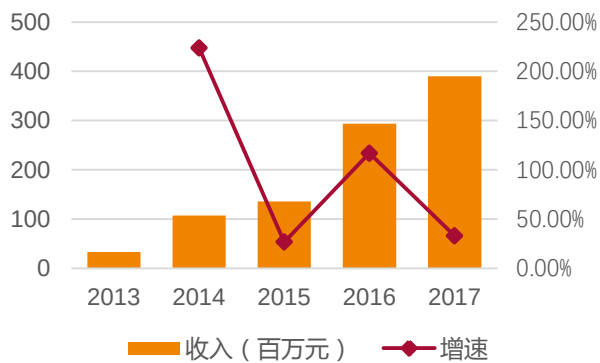
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 重点品种“龟龄集”和“定坤丹”分析

2.3.1. 龟龄集

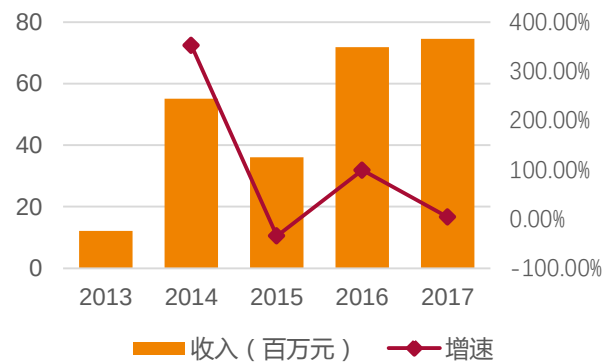
龟龄集是公司主打产品，为从前宫廷御药，为国家中药保密品种。主要功能在于调五脏、行气血、通经络，综合调理人体脏腑、经络、气血各项功能，用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰痠腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振。龟龄集药物组成虽较复杂，但其方中 29 味药有 19 味属补肾之品，特别是方中以鹿茸为君，其含量占全方总量近 15%，鹿茸甘咸性温，入肝、肾经，能峻补肾阳，益精养血。目前临床主要使用龟龄集治疗肾阳虚。龟龄集凭借高疗效好口碑，牢牢占据市场份额，2017 年总销售额超过 4 亿元（传统+精品）。

图 12：龟龄集销售收入增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：龟龄集（精品）销售收入增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

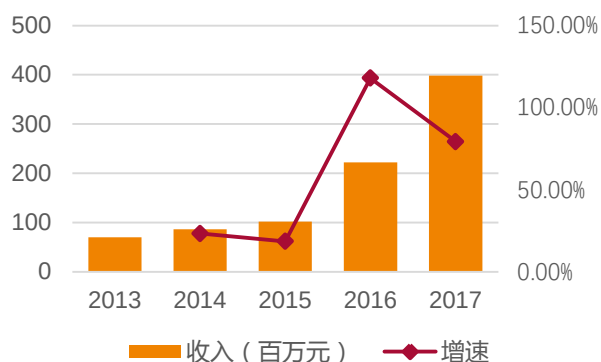
龟龄集目前的推广主要围绕“学术+品牌”两大策略，通过医院和终端药店两条渠道进行产品推广，与医院重点科室（不孕不育科室）进行合作、学术推广，和终端药店签署年度合作协议。2017 年 4 月公司大力推行“好孕中国”公益计划，龟龄集和定坤丹的组合提供了产品保障。公司在全国 3000 家药店落地好孕专柜，培养 6000 余名“好孕中国”优生优育咨询师，邀请全国著名专家展开优生优育公益巡讲，进一步拓展了公司与终端药店的合作，有力促进了公司核心产品市场占有率的提升，销售额同比增长 32.76%。2017 年公司已覆盖近 10 万家终端门店，医院管理终端 4000 家，未来在医院终端的覆盖仍有较大提升空间。

2.3.2. 定坤丹

定坤丹为乾隆时期宫廷处方，后流入山西落于民间药店，现日益成为医师治疗妇科疾病的首选良药，为国家医保目录乙类产品。除广誉远外，国内有多家企业生产定坤丹，但各厂家处方不尽相同，其中广誉远在品牌知名度和疗效上都占据领先地位。

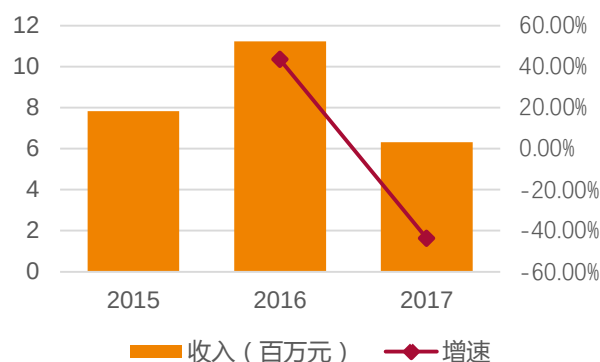
广誉远定坤丹由红参、白术、茯苓、炙甘草、白芍等 30 味药物组成，并辅料味蜂蜜，主治月经不调和不孕。现代从方剂学角度分析，定坤丹包含四君子汤、四物汤、八珍汤等方剂，故按其药理主治范围可外延，对妇女体虚多病，性欲冷淡、腰膝酸软、食欲不振、更年期提前、带下清稀量多、情绪抑郁烦躁等诸多病症，均有良效，同时按照药效还有治疗先兆流产、习惯性流产等作用。四季常服可预防保健。市场上同为妇科扶正的竞品主要有乌鸡白凤丸、益母草颗粒等。

图 14：定坤丹大蜜丸、水蜜丸销售收入增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

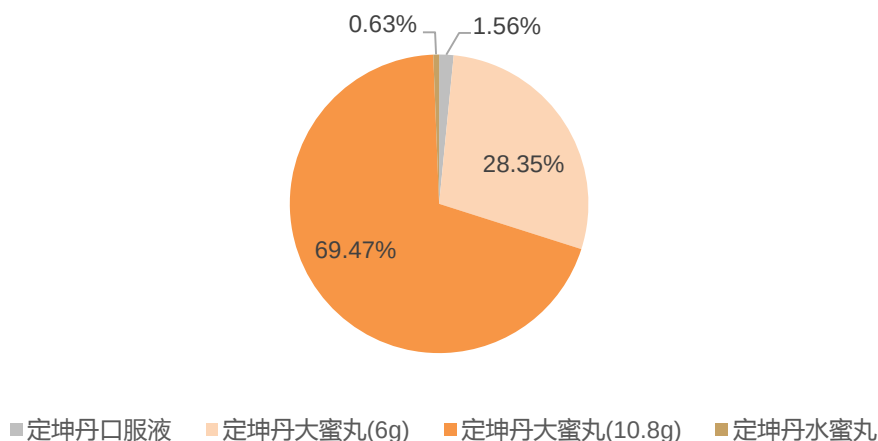
图 15：定坤丹口服液销售收入增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

定坤丹有大蜜丸、水蜜丸和口服液三种剂型。大蜜丸 6g 主要在医院销售，大蜜丸 10.5g 和水蜜丸依靠公司“好孕中国”等计划主要通过 OTC 渠道进行大力推广，同时公司还开展了“春蕾行动”、“秋收行动”等营销活动，推动渠道向地县市场下沉覆盖，在华北、华中、西南等地区出现高增长，2017 年达到近 4 亿销售额，预计未来将针对华南、华东地区进行市场拓展。定坤丹口服液为精品中药，主要在国药堂、国医馆进行推广，2017 年由于产量不足且公司对产品进行提价，销售额负增长，未来产能的提升对公司十分关键。

图 16：2017 年定坤丹各剂型销售额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

定坤丹目前临床主要用于治疗不孕不育，未来公司会推广在更年期综合征领域的应用。此外，定坤丹对于多囊卵巢综合征、卵巢功能低下的作用正在临床验证中，未来有望进一步扩大适应症，拓宽市场。

2.4. 主要产品销售与生产情况

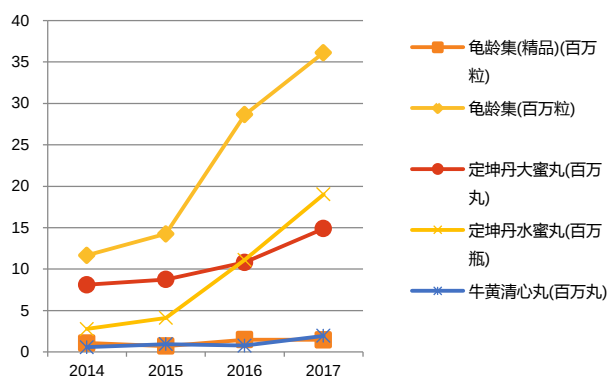
表 7：2017 年主要产品销售情况

主要产品	生产量(粒/瓶、公斤)	销售量(粒/瓶、公斤)	库存量(粒/瓶、公斤)	销售收入(元)	销售量比上年增减(%)	贡献毛利(元)	毛利占比	是否是处方药
龟龄集(精品)	1,229,880	1,468,614	2,720,862	74,555,189.83	-1.08	69684246.77	7.48%	是
龟龄集	37,858,962	36,117,300	2,989,542	390,015,914	26.12	358454119.32	38.46%	是
龟龄集(珍藏)	196,200	18,000	178,200	12,024,476	-	11218459.03	1.20%	是
加味龟龄集酒	-	3,389	12,118	2,084,220	-14.88	1828969.17	0.20%	是
安宫牛黄丸(双天然)	-	36,620	24,090	21,910,190	-36.86	18423357.34	1.98%	是

安宫牛黄丸(精品)	112,666	85,684	26,563	18,017,152.10	11.32	12458144.80	1.34%	是
安宫牛黄丸	551,323	411,072	138,174	130,180,982.85	137.88	113033619.54	12.13%	是
牛黄清心丸(精品)	200,898	63,858	137,724	3,871,252.18	-21.08	2174636.39	0.23%	是
牛黄清心丸	2,002,334	1,950,708	42,870	34,097,247.79	151.74	22955279.06	2.46%	是
定坤丹口服液		144,500		6,309,529.76	-19.37	5121187.72	0.55%	是
定坤丹大蜜丸	20,623,080	14,889,294	5,788,279	114,671,584.42	30.64	80505964.36	8.64%	否
定坤丹大蜜丸(珍藏)	53,724	9,000	44,724	281,006,876.00		219760994.89	23.58%	否
定坤丹水蜜丸	18,148,840	19,028,262	822,219	2,531,468.55	70.99	2361780.87	0.25%	否
龟龄集酒	327,064	188,731	146,314	23,548,698.24	-32.35	14068549.85	1.51%	否

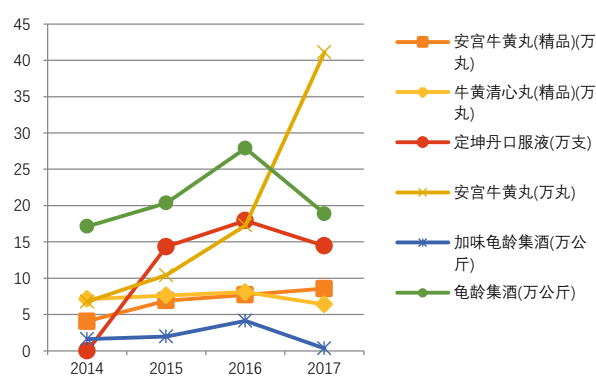
资料来源:公司公告, 天风证券研究所

图 17: 2017 年部分主要产品销量 1



资料来源: Wind, 天风证券研究所

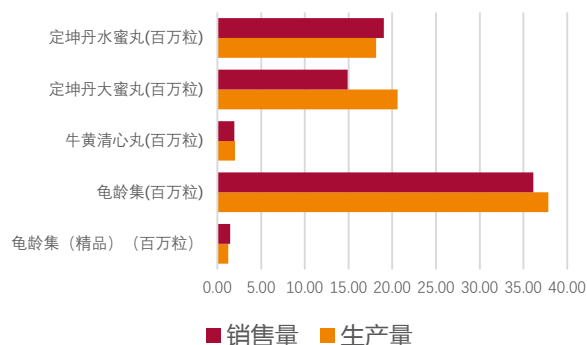
图 18: 2017 年部分主要产品销量 2



资料来源: Wind, 天风证券研究所

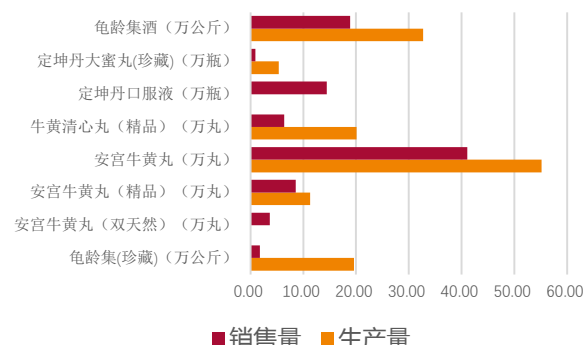
2017 年公司销量良好, 公司销售占比 80%以上的传统中药(龟龄集、定坤丹、牛黄清心丸、安宫牛黄丸等) 实现销售收入 9.5 亿元, 较上年增长 63.93%, 而销量占比较小的精品中药销售额 1.4 亿元, 同比下挫 22%, 主要原因是产能的限制, 公司相对更倾向于生产毛利率高更畅销的传统中药。养生酒销售额达到 0.25 亿元, 同比下降 36.77%, 主要是因为 2017 年公司调整养生酒营销策略, 重塑品牌定位, 并引入快销团队进行销售, 团队处于磨合阶段, 因养生酒兼具快销和药品双重属性, 未来具备快速成长的潜力。

图 19: 2017 年部分主要产品生产销售比 1



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2017 年部分主要产品生产销售比 2



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司生产模式主要采用“以销定产”的方式, 现有产能不足制约销售增长的瓶颈。原则上按照销售需求制定生产计划, 并保持一定量的安全缓冲库存。2017 年公司的产能基本能保证销量供应, 但由于公司山西新建中药产业园建设进度晚于预期, 因此公司近期采取了多种措施, 如新增丸剂生产线, 前处理熟地烘箱、新增人员和班次、新增库房及配套设施等, 才得以维持了产量, 现有产能是制约销售增长的瓶颈。公司山西新厂区目前已进入试生产和 GMP 验证工作准备阶段, 预计 2018 年 8 月投产, 将使现有产能扩大十倍, 未来产能将

得到一定保证。

3. 研发与未来战略规划

3.1. 研发与新产品现状

公司围绕“高品质中药战略”，以市场需求为导向，聚焦精品中药进行研发，主要重点在产品的二次开发、临床系统生物学研究、新剂型的工艺研究等。目前自研和合作科研项目共有 23 个，主要包括对核心产品龟龄集和定坤丹适应症的拓展、对线上健康管理系统的开发。由于中药适用人群较模糊，通过研究可以对疗效进行明确，未来对适用人群的拓宽以及市场认可度有较大帮助。

表 8：目前部分在研项目

项目名称	研发投入金额（万元）	研发投入占营业收入比例（%）
定坤丹治疗 PCOS 的临床系统生物学研究	624.33	0.53
龟龄集治疗轻-中度老年认知功能障碍（肾虚髓减证）的临床研究	588.97	0.5
杏林壹号健康管理系统	488.65	0.42
四个中药经典名方品种的开发	420.5	0.36
定坤丹对 PCOS 促排效应研究	332.46	0.28
山西传统名优中成药龟龄集的二次开发	208.35	0.18
厦门大学医学院-广誉远联合实验室研究	172.55	0.15
定坤丹（水蜜丸）对卵巢低反应患者 IVF/ICSI-ET 结局的影响	152.36	0.13
山西大学广誉远药物研究院研究项目	135.77	0.12
定坤丹的质量提升研究	123	0.11
六味地黄系列水蜜丸工艺研究	45.04	0.04
安宫牛黄丸工艺研究	25.81	0.02
其他研究项目	213.2	0.18

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司除了现主要产品外还有近百个精品古方，新厂投产后公司 10 月拟推出保婴夺命散、西黄丸等多个新品种。凭借公司品质、工艺、文化作为核心竞争力，预计新产品将在市场上有良好表现。

3.2. 公司未来战略发展方向

公司以“全产业链打造广誉远高品质中药”为发展战略，未来不仅定位于医药产品的供应，目标在为中国中高端家庭提供个性化的养生健康产品和服务。公司将进一步拓宽销售渠道，加强与医院、药店和电商的合作，提高合作规模，同时提高产品 OTC 占比，通过与终端以及线上、媒体等渠道合作，加强品牌宣传，突出古法古方、优质优艺的品牌特点，从而全方位的打造国民大健康管理者形象。

4. 估值与评级

关键假设一：考虑到传统龟龄集和定坤丹的渠道快速拓展，假设传统中药领域 2018-2020 年同比增长率分别为 55%、44%和 33%，规模效应提升后，毛利率假设稳定在 84%；

关键假设二：精品中药定位高端人群，考虑到尚市场推广初期，假设 2018-2020 年同比增长率分别为 10%、10%和 10%，毛利率假设稳定在 87%；

关键假设三：养生酒处于快速推广阶段，假设 2018-2020 年同比增长率分别为 150%、100%

和 80%，毛利率假定稳定在 62%；

关键假设四：药品销售领域 17 年受政策影响，18 年预计恢复性增长。假设 2018-2020 年增长率分别为 100%、30%和 20%，毛利率保持在 60%。

表 9：公司业绩拆分（单位：百万元）

分类	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
传统中药	26796.65	57961.15	95017.93	147,277.79	212,080.02	282,066.43
YOY		116.30%	63.93%	55.00%	44.00%	33.00%
毛利率		80.17%	83.65%	84.00%	84.00%	84.00%
精品中药	6591.96	17887.95	13940.07	15,334.08	16,867.48	18,554.23
YOY		171.36%	-22.07%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率		85.94%	87.24%	87.00%	87.00%	87.00%
养生酒	2587.88	4024.93	2545.15	6,362.88	12,725.75	22,906.35
YOY		55.53%	-36.77%	150%	100%	80%
毛利率		58.43%	61.80%	62.00%	62.00%	62.00%
药品销售	5986.16	13604.75	5152	10,304.00	13,395.20	16,074.24
YOY		127.27%	-62.13%	100%	30%	20%
毛利率		63.45%	55.55%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.18、1.67 和 2.19 元，参考同行业公司可比估值，片仔癀 2018 年 EPS 为 1.79 元（Wind 一致预期），预计同比增长 34%，对应 18 年 PE 为 71 倍，而同仁堂 EPS 为 0.82 元（Wind 一致预期），预计同比增长 11%，对应 18 年 PE 为 44 倍。考虑到公司 2018-2020 年净利润增速分别为 76%、41%和 32%，在推广初期，公司品牌力略逊于同仁堂和片仔癀，因此我们认为给予 2018 年 55 倍 PE 较为合理，目标价为 64.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：同行业公司可比估值

证券代码	证券名称	最新收盘价（元）	预测 PE（2018）	预测 PE（2019）	预测 EPS（2018）	预测 EPS（2019）
600085.SH	同仁堂	36.35	44.33	39.51	0.82	0.92
600436.SH	片仔癀	127.05	70.98	53.61	1.79	2.37
000423.SH	东阿阿胶	53.36	15.20	13.54	3.51	3.94
000999.SZ	华润三九	28.13	18.63	16.35	1.51	1.72

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：收盘价为 2018 年 7 月 17 日收盘价，EPS 为 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1.产品销售不及预期。**产品处于快速推广阶段，终端库存消化情况与市场需求相关，如果终端动销不畅，将导致产品销售不及预期。
- 2.多渠道推广模式导致公司销售费用较高。**2017 年公司销售费用率为 44.14%，在同行业中处于较高水平，2015 年以来销售费用率保持平稳，随着终端渠道推广费用增加，销售费用率有进一步提高的可能。
- 3.原材料价格波动风险。**公司主要产品的原材料如麝香、阿胶等存在价格波动，若原材料价格长期处于高位，会影响公司产品毛利率水平。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	968.46	280.95	1,045.64	539.37	1,627.61
应收账款	490.47	819.48	935.70	1,361.80	1,697.12
预付账款	72.33	12.94	152.85	69.49	225.26
存货	101.39	182.36	215.61	334.26	436.25
其他	162.65	553.33	204.68	649.01	552.45
流动资产合计	1,795.30	1,849.05	2,554.49	2,953.93	4,538.70
长期股权投资	16.57	7.53	7.53	7.53	7.53
固定资产	54.85	54.61	248.28	383.45	470.52
在建工程	185.07	456.88	310.13	234.08	170.45
无形资产	26.36	98.21	94.95	91.68	88.41
其他	64.71	51.33	56.92	51.21	46.37
非流动资产合计	347.56	668.57	717.80	767.94	783.27
资产总计	2,142.87	2,517.62	3,272.29	3,721.88	5,321.97
短期借款	41.33	110.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	208.02	258.23	537.49	494.17	962.39
其他	153.43	136.12	295.39	163.11	472.76
流动负债合计	402.79	504.35	832.88	657.28	1,435.15
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	10.82	33.14	18.20	20.72	24.02
非流动负债合计	10.82	33.14	18.20	20.72	24.02
负债合计	413.60	537.49	851.08	678.00	1,459.17
少数股东权益	21.02	66.30	90.10	123.71	167.90
股本	353.11	353.11	353.11	353.11	353.11
资本公积	1,785.02	1,753.79	1,753.79	1,753.79	1,753.79
留存收益	1,355.14	1,560.72	1,977.99	2,567.06	3,341.79
其他	(1,785.02)	(1,753.79)	(1,753.79)	(1,753.79)	(1,753.79)
股东权益合计	1,729.27	1,980.13	2,421.21	3,043.88	3,862.80
负债和股东权益总	2,142.87	2,517.62	3,272.29	3,721.88	5,321.97

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	153.91	250.31	417.28	589.07	774.73
折旧摊销	9.47	11.36	16.35	24.15	29.83
财务费用	3.00	5.33	2.46	(1.69)	(2.31)
投资损失	(2.80)	(5.78)	(7.08)	(7.08)	(7.08)
营运资金变动	(371.49)	(688.23)	477.26	(1,073.09)	289.48
其它	(3.87)	243.33	23.80	33.60	44.19
经营活动现金流	(211.79)	(183.67)	930.08	(435.04)	1,128.86
资本支出	142.86	319.66	74.95	77.48	46.70
长期投资	(1.04)	(9.04)	0.00	0.00	0.00
其他	(321.73)	(883.37)	(127.87)	(150.40)	(89.62)
投资活动现金流	(179.90)	(572.76)	(52.92)	(72.92)	(42.92)
债权融资	41.33	110.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	834.13	(35.37)	(2.46)	1.69	2.31
其他	(18.79)	(5.72)	(110.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	856.67	68.91	(112.46)	1.69	2.31
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	464.98	(687.52)	764.69	(506.27)	1,088.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	936.99	1,168.68	1,792.79	2,550.68	3,396.01
营业成本	206.68	205.81	320.97	463.19	626.77
营业税金及附加	17.89	22.06	34.48	48.63	64.72
营业费用	430.91	515.87	717.11	1,020.27	1,358.41
管理费用	94.21	145.73	197.21	280.58	373.56
财务费用	2.65	4.15	2.46	(1.69)	(2.31)
资产减值损失	8.37	1.79	4.10	4.76	3.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.80	5.78	7.08	7.08	7.08
其他	(5.60)	(12.39)	(14.16)	(14.16)	(14.16)
营业利润	179.08	279.88	523.52	742.02	978.39
营业外收入	10.45	25.31	14.18	16.65	18.71
营业外支出	2.13	0.77	1.27	1.39	1.14
利润总额	187.40	304.43	536.44	757.28	995.96
所得税	33.49	54.11	95.36	134.61	177.04
净利润	153.91	250.31	441.08	622.67	818.92
少数股东损益	31.10	13.51	23.80	33.60	44.19
归属于母公司净利润	122.81	236.80	417.28	589.07	774.73
每股收益（元）	0.35	0.67	1.18	1.67	2.19

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	118.70%	24.73%	53.40%	42.27%	33.14%
营业利润	1047.10%	56.29%	87.05%	41.74%	31.86%
归属于母公司净利润	5948.84%	92.82%	76.21%	41.17%	31.52%
获利能力					
毛利率	77.94%	82.39%	82.10%	81.84%	81.54%
净利率	13.11%	20.26%	23.28%	23.09%	22.81%
ROE	7.19%	12.37%	17.90%	20.17%	20.97%
ROIC	72.06%	31.67%	24.60%	46.16%	32.71%
偿债能力					
资产负债率	19.30%	21.35%	26.01%	18.22%	27.42%
净负债率	-11.39%	-30.11%	6.05%	-6.39%	3.59%
流动比率	4.46	3.67	3.07	4.49	3.16
速动比率	4.21	3.30	2.81	3.99	2.86
营运能力					
应收账款周转率	2.60	1.78	2.04	2.22	2.22
存货周转率	9.62	8.24	9.01	9.28	8.81
总资产周转率	0.58	0.50	0.62	0.73	0.75
每股指标（元）					
每股收益	0.35	0.67	1.18	1.67	2.19
每股经营现金流	-0.60	-0.52	2.63	-1.23	3.20
每股净资产	4.84	5.42	6.60	8.27	10.46
估值比率					
市盈率	150.09	77.84	44.17	31.29	23.79
市净率	10.79	9.63	7.91	6.31	4.99
EV/EBITDA	57.43	48.98	32.12	23.50	16.83
EV/EBIT	59.63	50.30	33.12	24.27	17.34

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com