

2018 年 06 月 27 日

广誉远 (600771.SH)

百年国药涅槃归来,销售体系日渐完善 驱动终端动销显著改善

■我们非常看好品牌中药的价值回归。如云南白药、片仔癀、同仁堂等无一例外都经过营销运作实现了做大做强,而在消费升级背景下,这些品牌中药拥有来自百年品牌赋予的持续提价能力。山西广誉远同样作为百年老字号中药品牌及定坤丹、龟龄集作为国家保密配方中药品种赋予的其强大产品力。同时,定坤丹、龟龄集适应症广泛,潜在使用人群数量巨大,仅部分适应症对应的市场容量都分别在 30~50 亿元,潜力巨大。大股东东盛集团此前十几年受困于历史遗留问题(历史债务)影响,没有精力和缺乏资金发展主业,公司对山西广誉远股权比例也几经变动,但,随着 2013 年债务问题彻底解决、2015 年底募集资金到位、2016 年底公司对山西广誉远持股比例达到 96.03%,上述问题已经全部解决。

■公司销售已经真正理顺,终端动销改善显著。表观看,2016 年是公司业绩拐点,2016 年收入和净利润分别同比增长 119%和大幅扭亏盈利 1.23 亿元,但深入到经营角度看,公司 OTC 销售模式真正理顺是 2017 年。2017 年以来,公司调整了销售模式,销售人员下沉到零售终端,对店员和患者进行专业化培训和教育,使得终端动销开始显著改善。2018 年,公司 OTC 销售体系进一步完善,销售队伍更加稳定和专业,销售人员有望从 2017 年末 500 人增加到今年 800~900 人,明年更有望达到 1000~1200 人,届时,公司 OTC 销售深度覆盖的管理终端将从现有 3 万家增加到 6 万家实现翻倍。通过草根调研,我们发现,2018 年以来,公司终端动销改善更加明显,放量显著。个别区域终端动销同比增长超过 50%。

■应收账款指标有望从 2019 年开始改善,未来净利润率有望持续提升。公司此前被质疑点主要来自经营性现金流较差,应收账款金额较高,截止 2018Q1,应收账款高达 8.74 亿元,我们判断,主要原因来自:公司产品渠道均处于终端加速拓展阶段和公司的产品单价过高两大因素(正文有详细分析),我们预计,随着公司终端动销开始加速改善,及公司高速拓展渠道终端阶段逐渐完成,从 2019 年开始,公司应收账款的增速有望下降甚至不再增长,公司现金流有望显著改善。

我们预计和判断,随着公司 OTC 销售推广体系逐步完善,OTC 与医院终端覆盖数量快速增长,OTC 销售队伍人员有望从当前 700 人左右增加到 2019 年底 1000~1200 人,重点覆盖的管理终端有望实现翻倍,从此前 3 万家增加到 6 万家,从而推动 OTC 销售继续保持高速增长。与此同时,随着公司未来几年广告费用在现有 2 亿元基础上增长幅度有

公司深度分析

证券研究报告

化学制剂

投资评级

买入-A

维持评级

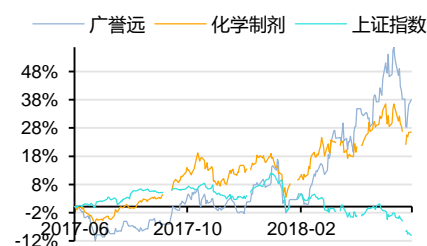
6 个月目标价: 79 元

股价 (2018-06-26) 54.26 元

交易数据

总市值(百万元)	19,512.93
流通市值(百万元)	14,826.54
总股本(百万股)	353.11
流通股本(百万股)	268.31
12 个月价格区间	35.21/62.68 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.02	33.13	47.26
绝对收益	-4.95	23.82	37.81

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

相关报告

广誉远: 广誉远一季报点评/崔文亮 2017-04-27

望显著低于收入增速，和销售人员大幅增加后逐步带来收入产出和规模效应，及利润率更高的 OTC 占比持续提升，公司未来几年仍将体现出净利润增速超出收入增速、净利润率持续提升的趋势。随着公司产品知名度的提升和议价能力提升，未来经营性现金流和财务费用等指标有望显著改善。

■**大股东累积增持过 5 亿和放杠杆员工持股计划彰显信心与决心。**2018 年 1 月以来，大股东增持公司股份已经达到 5.1 亿元（整体增持均价 42.88 元/股），同时实施了放杠杆员工持股计划（9000 万，放 2 倍杠杆，均价 40.23 元/股），虽然上述价格不能对公司股价形成绝对保障和支撑，但彰显了公司对未来发展的信心和决心，有利于提振市场信心。

■**盈利预测与投资建议。**我们预计，公司 2018~2020 年收入分别同比增长 49%/37%/32%，净利润分别同比增长 75%/49%/44%，对应净利润为 4.15/6.20/8.90 亿元，EPS 分别为 1.18 元、1.76 元、2.52 元，当前股价对应 2018/2019/2020 年 PE 分别为 47/32/22 倍，相比其未来 3 年 50% 以上复合增速，PEG 显著小于 1，与片仔癀、同仁堂、云南白药等品牌中药公司相比，是 PEG 持续显著小于 1 的公司，且市值显著低于同类公司，我们判断，随着公司业绩持续高增长，且终端动销改善带动公司经营性现金流和应收账款等指标改善，公司未来估值水平有望得到修复。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 79 元，相当于 2019 年 45 倍的动态市盈率，我们在此申明，把广誉远作为 2018 年首推品种之一。

风险提示：公司终端动销改善低于预期；公司产品销售低于预期；经营性现金流和应收账款等财务指标不能改善；2018 年 7 月 30 日公司定增限售股 3400 万股解禁，对股价冲击的风险。

特别提示，2018 年 7 月 30 日，公司 2015 年 7 月份非公开发行的股份达到 36 个月解禁期限，共有 3400 万股解禁，按照 6 月 22 日收盘价 54.52 元测算，对应解禁资金 18.53 亿元，短期对二级市场可能形成一定预期压力和冲击，但我们认为，任何一家次新股和非公开增发的公司都面临同样问题，这只是二级市场中短期的问题，不影响公司中长期基本面和投资价值。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	937.0	1,168.7	1,741.3	2,385.6	3,149.0
净利润	122.8	236.8	415.1	620.1	890.0
每股收益(元)	0.35	0.67	1.18	1.76	2.52
每股净资产(元)	4.84	5.42	6.58	8.35	10.87

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	158.9	82.4	47.0	31.5	21.9
市净率(倍)	11.4	10.2	8.4	6.6	5.1
净利润率	13.1%	20.3%	23.8%	26.0%	28.3%
净资产收益率	7.2%	12.4%	17.9%	21.0%	23.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	72.1%	31.7%	24.2%	50.0%	37.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 广誉远拥有丰富的品种资源优势	5
1.1. 公司历史悠久	5
2. 公司历史遗留问题已经解决	6
2.1. 看好品牌中药及品牌 OTC	6
2.2. 公司历史问题已经解决	7
2.2.1. 公司债务历史	7
2.2.2. 山西广誉远股权几经更迭	7
2.2.3. 公司债务危机解决	8
2.2.4. 先后两次募集资金，为公司输血	8
3. 公司进入加速成长期，经营拐点到来	9
3.1. 公司销售渠道持续完善	9
3.2. 公司品牌重塑取得显著成效，未来销售费用率有显著下降空间	9
3.3. 公司收入保持高速增长，终端动销开始显著改善	11
3.4. 公司应收账款大幅增加，终端快速开拓期和产品高单价是根本原因	11
3.4.1. 公司应收账款大幅增加	11
3.4.2. 公司处于终端快速开拓期导致应收账款大幅增加	12
3.4.3. 公司产品高单价是应收账款绝对值高的主要原因	13
3.4.4. 产品“高定价+高学术+高疗效”特性决定了动销放量厚积薄发	13
3.5. 公司产品长期看具有提价能力与空间	14
3.6. 公司产品潜在空间巨大	14
3.6.1. 定坤丹潜在空间 30~50 亿元	14
3.6.2. 龟龄集潜在空间在 50 亿元以上	15
3.6.3. 安宫牛黄丸和牛黄清心丸潜力巨大	16
3.7. 精品中药有利于提升公司品牌形象，利润率显著超出传统中药	16
3.8. 养生酒销售队伍重新调整，潜在空间大	19
4. 公司核心竞争力来自“产品+销售”	20
4.1. 百年品牌+古法炮制工艺构筑产品自身核心竞争力	20
4.1.1. 原材料精选道地药材	21
4.1.2. 工艺传承古法炮制	21
4.2. “广告拉动+终端推动”销售模式切中要点，终端动销显著改善	22
4.2.1. 公司 OTC 销售队伍和销售模式已经理顺	22
4.2.2. “广告拉动+终端推动”，终端动销显著改善	23
5. 中医药产业园即将投产，产能瓶颈制约因素即将消除	24
6. 大股东增持超过 5 亿元和放杠杆员工持股彰显信心	24
6.1. 2018 年 1 月份大股东累积增持 2.8 亿公司股份彰显信心	24
6.2. 实施放杠杆员工持股计划	25
7. 盈利预测	25
7.1. 盈利预测	25
7.2. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司产品历史辉煌 (1)	5
图 2: 公司产品历史辉煌 (2)	5
图 3: 公司资产负债率持续优化	8
图 4: 公司货币资金大幅改善	8
图 5: 公司广告费投入大幅增加	10
图 6: 公司销售费用率远高于同类公司	10
图 7: 公司传统中药板块收入高速增长	11
图 8: 公司各产品收入增长情况	11
图 9: 公司应收账款持续大幅增长	11
图 10: 公司应收账款 1 年以内占比 90%	12
图 11: 公司覆盖零售终端数量高速增长	13
图 12: 公司覆盖医院终端数量快速增长	13
图 13: 传统中药产品线龟龄集	17
图 14: 精品中药产品线龟龄集	17
图 15: 公司销售精品中药系列的国药堂	18
图 16: 公司销售精品中药系列的国药堂	18
图 17: 精品中药收入及增速	19
图 18: 精品中药毛利率	19
图 19: 药店销售的加味龟龄集酒	19
图 20: 餐饮零售端销售的龟龄集酒	19
图 21: 保健酒劲酒外观	20
图 22: 保健酒劲酒宣传	20
图 23: 公司产品原材料惊险道地药材	21
图 24: 公司建立九大 GAP 药材种植基地	21
图 25: 公司对熟地黄坚持古法炮制工艺	21
图 26: 公司对姜炭坚持古法炮制工艺	21
图 27: 定坤丹与龟龄集在药店终端展示	23
图 28: 定坤丹与龟龄集在药店终端展示	23
图 29: 公司销售人员在零售终端培训店员	24
图 30: 公司销售人员和店员在零售终端教育患者	24
表 1: 2016 年样本城市零售终端妇科用药排名	15
表 2: 公司精品中药系列产品	17
表 3: 与同类品牌中药公司相比, 公司在业绩增速、PEG、市值空间等方面具有显著优势	26

1. 广誉远拥有丰富的品种资源优势

1.1. 公司历史悠久

广誉远国药历史积淀深厚，距今已有 477 年的历史，是中国现存历史最为悠久的中药企业与药品品牌之一，曾与北京同仁堂、杭州胡庆余堂、广州陈李济并称为“清代四大名店”，现为国家商务部首批“中华老字号”企业。在 400 余年的历史发展中，“广誉远”先后历经了广盛号、广升聚、广升蔚、广升誉、广升远、山西中药厂、山西广誉远等十几个商号。

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，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”，它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”均已先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸则入选山西省非物质文化遗产名录。

图 1：公司产品历史辉煌（1）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 2：公司产品历史辉煌（2）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

➤ 龟龄集——御用圣药

嘉靖帝因此方广集天地珍品，久服如灵龟长寿，乃赐名“龟龄集”。康熙皇帝服食龟龄集养生，治疗胃肠功能紊乱，食欲不振。雍正皇帝常言：朕躬之安，皆得龟龄集所赐。乾隆皇帝时将龟龄集列为“不可一日不服”的六大补品之首，并亲自为龟龄集御批：甚好，足嘉。

龟龄集由鹿茸、人参、熟地黄、制穿山甲、生地黄、石燕、肉苁蓉、麻雀脑、地骨皮、杜仲、甘草、天门冬、枸杞子、川牛膝、故纸、锁阳、菟丝子、大蜻蜓、淫羊藿、海马、大青盐、蚕蛾、砂仁、急性子、公丁香、细辛、黑附子等二十八味药组成，方子中包括天上飞的（蜻蜓、麻雀等）、海里游的（乌龟、海马等）、地上跑的（鹿茸、穿山甲等），以及纯天然植物等。龟龄集不仅配方独特，复方升炼技术的炮制方法更是别具一格，使整个方子具有强身健脑、调整神经、促进新陈代谢、增强机体活力等功能，最终达到补而不腻、阴阳平衡、扶正驱邪的目的。

➤ 定坤丹——宫闱圣药

公元 1739 年，乾隆登基第四年，太医院召集全国名医汇集京师编纂《医宗金鉴》，乾隆下诏将后宫郁血病的医治列为重要研究内容，以调理坤宫，绵延千秋皇权。太医院昼夜不眠，历时三个月，对八百余种调血名方取长补短，研治出一种融调经、舒郁、理气、活血为一体的妇科综合制剂，施之后宫，效果彰显。乾隆大喜，赏赐三百名医黄金万两，良田千顷，亲自赐名“定坤丹”，并颁发密旨，列为“宫帷圣药”，专供内廷使用，不准载入《医宗金鉴》。

1900 年，八国联军攻陷北京时，慈禧太后仓惶西行避乱，打扮成普通老太婆的样子，一路

山高水低、风餐露宿，大受颠沛流离之苦。待行到山西太谷时，终于打熬不住，一时妇科病复发、腹痛难奈。幸亏当地县令进奉了定坤丹，慈禧太后服用后诸痛消失，如释负重，方可以继续西行成功。后来慈禧太后感念定坤丹的功德，留下御笔亲书：“平安富贵”。

定坤丹精选红参、鹿茸、三七、西红花、当归、熟地黄、阿胶等 30 味道地药材配伍而成。融四君子汤、四物汤、八珍汤、十全大补汤、八珍益母丸、逍遥散、柴胡疏肝散、理中汤等八大名方于一炉，围绕“女子以肝为先天”、“女子以血为本”、“肾藏精主生殖”、“脾胃为气血生化之源”的生理特征，针对“妇人之病，因虚、积冷、结气”的主要病机，通过益气养血、活血通络、疏肝理气、补肾健脾，以达到综合全面女性身体的效果，堪称治疗妇科诸般疾病的经典方。定坤丹以“妇科综合治疗良剂”而著称，充分体现了中医博采众长，专擅其一的文化精髓。以其特殊的制作技艺及神奇效果，被国家科技部、国家保密局联合认定为国家保密处方及工艺技术。

2. 公司历史遗留问题已经解决

2.1. 看好品牌中药及品牌 OTC

与西药的针对性治疗理念不同，中药的治病理念来自整体性和调理，特别是这些经过上百传承的经典名方，早已经过岁月的沉淀，具有难以复制的优势。

从几个国家绝密配方、国家保密配方的中成药看，根据上市公司财报，目前销售规模最大、最好的是云南白药和片仔癀，云南白药原本是骨伤科领域的用药，受适应症所限市场容量相对有限，属于治疗性用药，但云南白药管理层非常优秀，在传统云南白药散剂基础上陆续开发出气雾剂、贴膏、创可贴等各种剂型，借助 2009 年新医改产品进入基药目录的契机，实施渠道下沉，并于 2005 年推出云南白药牙膏，成功将云南白药止血的内涵嫁接到牙膏产品上，迅速做大做强；而片仔癀作为另一个中药绝密配方，相比云南白药最大的优势在于，其主要功效定位是清热解毒、凉血化瘀，消肿止痛，特别是对于保肝、护肝等适应症的应用，已经突破了治疗性药品的边界，扩展到保健品和大健康的范畴，再加上其天然麝香成分赋予其持续提价的能力，我们看到片仔癀销售和利润持续保持快速增长。相比之下，同仁堂的安宫牛黄丸在知名度上不亚于片仔癀，其成分中也含有天然麝香，但由于其功能定位主要用于中风急救，因此，在一定程度上限制了其成长（也有其产品非独家、同仁堂作为国企销售不够激进主动等原因，但主要原因还是其适应症所致）。

相比之下，我们认为，广誉远的龟龄集和定坤丹就非常具有优势，一方面，上述两个产品作为传承几百年的国家保密配方中药，具有十足的品牌底蕴，此前公司由于历史遗留问题导致的债务危机无暇顾及主业，在品牌宣传和塑造方面有所不足，但能够通过持续投入和宣传而弥补，另一方面，上述两个品种不单纯是治疗性品种，而是更注重调理，公司通过在 OCT 推行“好孕计划”将龟龄集和定坤丹定位成不孕不育的治疗，本身市场容量就足够大，同时，龟龄集的推广适应症还包括强身补脑，固肾补气，增进食欲，用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰痠腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振，特别适合 40 岁以上中老年人群。定坤丹的推广适应症还包括用于治疗气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、痛经；疏肝解郁、行气活血，有助于女性缓解压力、调畅情绪，防治未病；益气补血、疏肝理气，使气血得以滋养面部、润泽肌肤、淡化色斑，由内而外调理，属于治本之法；补益肝肾气血、调经舒郁止痛活血化瘀止血，有效治疗产后头眩，郁闷不舒，通身关节疼痛，肢体酸楚、麻木，产后恶露不行或行而不畅小腹畏寒冷痛等；改善内分泌及植物神经功能紊乱，推迟绝经期，减少更年期女性痛苦，改善脾气焦躁、潮热盗汗、失眠心悸等症状，帮助平稳度过更年期。

综上，我们认为，定坤丹和龟龄集适应症非常广泛，已经延伸到大健康范畴，而上述两个产品此前规模较小，主要是由于公司历史遗留问题拖累所致。

2.2. 公司历史问题已经解决（以下内容资料内容为公司公告）

2.2.1. 公司债务历史

公司前身同仁铝业股份有限公司，2000 年，通过资产置换，东盛药业将医药资产注入公司，实现了公司的转型。此后几年，东盛集团持续并购，旗下曾拥有 46 家公司，包括丽珠集团、潜江制药、盖天力制药、云药集团（云南白药）等，2005 年，东盛集团营业收入超过 100 亿元，拥有白加黑、盖天力等多个畅销品种。

2004 年，国家开始宏观调控银根紧缩，与东盛集团和上市公司有互保关系的国有企业陕西种业集团、咸阳偏转集团、河北沧化、宝硕集团等在紧接的几年内先后宣告破产，连带责任的承担以及自身收购步伐太快，致使集团和上市公司资金出现链断链。

此后，东盛集团和上市公司自 2005 年开始，利用八年时间，陆续出售资产，用于偿还债务，包括 12.64 亿出售白加黑（上市公司资产），1.7 亿出售丽珠股份（集团资产），7.5 亿出售云南白药（集团资产），直到 2012 年底，东盛系 32 亿的贷款全部还完，加上对国企担保偿还的 16 亿及利息，总共偿还了 48 亿。

2012 年底，上市公司偿还完债务后，公司又分别在 2013 年和 2014 年陆续出售了安徽东盛制药、东盛科技制药一厂、西安制药厂和启动盖天力等资产，仅保留了核心中药资产山西广誉远及其产业链相关业务。

2.2.2. 山西广誉远股权几经更迭

公司核心业务来自子公司山西广誉远，山西广誉远前身山西中药厂，2003 年国企改制时将 95% 股权转让给东盛集团，为了解决大股东违规占用上市公司资金问题，2006 年，东盛集团将山西广誉远 95% 股权通过“以资抵债”方式作价 6.5 亿元转让给上市公司。此后，由于债务问题，山西广誉远的部分股权又几经易手先后转让给集团及外部机构，直至 2016 年 12 月，公司通过发行股份购买资产的方式，将山西广誉远 40% 股权再次购回，并通过增资方式将山西广誉远持股比例从 95% 提升到 96.03%。

公司持有山西广誉远股权比例变更经历如下：

- 2003 年 6 月，晋中市经济贸易委员会将山西广誉远 100% 股权转让给东盛集团，2003 年 7 月晋中市人民政府授权晋中市国有资产经营管理公司持有重组后山西广誉远的 5% 股权。
- 2007 年 1 月，东盛集团将所持山西广誉远 95% 经评估后作价 6.49 亿元通过“以资抵债”方式转让给东盛科技。
- 2012 年 10 月，为了化解退市风险，公司持有的山西广誉远国药有限公司 40% 股权以 4 亿元转让给东盛集团。
- 2013 年 4 月，公司与长城公司石家庄办事处签署债务重组协议，东盛集团将其持有的山西广誉远 20% 股权以 2 亿元转让给长城公司。
- 2015 年 11 月，长城公司将其持有山西广誉远 20% 股权以 2 亿元的价格转让给东盛集团。
- 2016 年 1 月，因东盛集团到期债务较多，急需资金解决历史债务问题，东盛集团将其持有的山西广誉远 10% 的股权转让给鼎盛金禾，转让价格为 3.23 亿元，将山西广誉远 8% 的股权转让给磐鑫投资，转让价格为 2.584 亿元。
- 2016 年 11 月，公司通过发行股份购买资产方式，以合计 12.92 亿元价格购买东盛集团、鼎盛金禾、磐鑫投资合计持有的山西广誉远 40% 股权。
- 2017 年 1 月，公司通过募投资金向山西广誉远增资 8.36 亿元，持股比例从 95% 提升至 96.03%。

2.2.3. 公司债务危机解决

2012 年 12 月，公司实施债务重组，长城资产管理公司与交行西安分行等 14 家金融债权人签署债权转让合同，将上述 14 家金融债权人对公司享有的主债权（本金 53365 万元）其他法律文件项下的全部权益转让给长城资产管理公司。

2012 年 12 月 31 日，公司及控股子公司安徽东盛、东盛医药分别与长城资产管理公司签署《债务减让协议》，公司及东盛医药、安徽东盛在向其偿还 42030 万元后，长城公司减免了公司相应利息债务 47283 万元。

2013 年，公司先后与长城资产管理公司、石嘴山银行签署了债务减让协议，在清偿 16156 万元后，相应减免了公司债务利息 2995 万元。至此，公司已经清偿完毕了所有金融债务，公司债务危机历史遗留问题已经全部解决。

2.2.4. 先后两次募集资金，为公司输血

虽然 2013 年公司已经偿还完债务，但由于公司此前持续变卖资产，截止 2014 年底，公司归母净资产仅 0.84 亿元，资产负债率高达 81%，运营资金为负，账上现金（货币资金）仅 0.36 亿元，公司更没有资金投入用于广誉远核心品种的推广与销售，基于此，公司于 2015 年实施了非公开发行募集资金 6.2 亿元，全部用于补充流动资金，非公开发行于 2015 年 7 月完成，2015 年末，公司归母净资产大幅提升至 7.15 亿元，资产负债率下降至 31%，账上现金（货币资金）5.03 亿元，公司现金流显著改善，并为公司 2016 年全力发展 OTC 渠道奠定基础。

2016 年，公司实施非公开发行购买山西广誉远 40% 股权，同时发行股份募集配套资金 8.6 亿元，本次非公开发行于 2016 年 12 月完成，一方面，公司对核心子公司山西广誉远的持股比例从 55% 大幅提升至 95%（此后通过增资进一步提升至 96.03%），另一方面，募集配套资金完成后，2016 年底，公司归母净资产大幅提升至 17.08 亿元，资产负债率进一步下降至 19%，账上现金（货币资金）9.68 亿元，公司财务状况已经发生本质性优化，为公司全力发展业务奠定坚实基础。

图 3：公司资产负债率持续优化



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 4：公司货币资金大幅改善



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3. 公司进入加速成长期，经营拐点到来

3.1. 公司销售渠道持续完善

我们认为，公司核心业务山西广誉远的发展经历了三个阶段。

➤ 第一阶段：2013~2014 年

2013 年是公司战略转型第一年，公司债务问题得到解决，公司开始专注医药主业发展，明确了“养生精品中药”的定位，开始实施“百城千店”计划，在各地开设精品中药店。截止 2014 年底，公司共建成广誉远国药堂终端店 134 家。

与此同时，受制于资金限制，公司主要销售集中在医院端，并开始加大学术推广力度，走循证医学路线，开展对定坤丹、龟龄集的大样本多中心的临床观察。

➤ 第二阶段：2015~2016 年

2015 年，公司开始将传统中药的销售放在首位，与此同时，除了医院渠道，公司开始大力开拓 OCT 渠道。

但公司真正全力进军 OTC 市场是在 2016 年，得益于 2015 年非公开发行带来的流动资金，借助 2016 年定坤丹水蜜丸上市之际（双跨品种），公司开始全面启动 OTC 发展战略，与全国 100 多家一级经销商和 600 多家分销商建立合作关系，与此同时，终端药店数量从 2015 年的 2 万家大幅增加至 2016 年末的 5.93 万家。但在此阶段，公司的销售模式尚处于探索之中，采取了传统的 OTC 销售模式，终端推广工作力度不足，终端价格执行不到位导致药店缺乏销售积极性，动销不足。

➤ 第三阶段：2017 年至今

2017 年，公司真正意识到自身产品的特性，走传统 OTC 的销售模式行不通，开始建立真正的 OTC 销售队伍，去终端进行培训、教育店员和患者，终端动销开始出现改善。

通过“学术+品牌”双轮驱动，一方面强化医院端顶级学术项目合作，二甲以上医院终端从 2016 年的 1834 家大幅提升至 4000 家，另一方面，公司深化“春蕾行动”、“秋收行动”，推动渠道进一步下沉及覆盖，药店终端覆盖数量从 2016 年的 59336 家增加到 100000 家左右，与此同时，针对 KA 连锁，公司 2017 年 4 月启动了“好孕中国”，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，为 KA 连锁提供各种增值服务，进一步拓展了与全国百强连锁药店战略合作的深度与广度。

3.2. 公司品牌重塑取得显著成效，未来销售费用率有显著下降空间

广誉远拥有几百年的国宝品种，但受困于此前历史遗留债务问题，品牌重塑亟待解决，公司从医院学术、KA 连锁、商务分销各渠道和广告宣传多个维度入手：

➤ 医院方面，公司加大医院开发力度，强化学术研究，与国内多家医院联合开展针对定坤丹治疗多囊卵巢综合征、PCOS 促排效应及子宫内膜异位症等，针对龟龄集治疗轻-中度老年认知功能障碍（肾虚髓减证）以及特发性少、弱、畸精子症的多中心大样本临床研究和机理研究，并与厦门大学医学院成立广誉远联合实验室，依托高校资源优势对定坤丹开展多项课题研究，进一步提高核心产品的学术内涵和市场声誉，将产品的学术优势转化为市场优势。仅 2017 年，公司就先后参与全国妇科内分泌巡讲、全国性及省市级中医妇科、妇产科、中西医结合妇科、生殖类学术会议 318 场，及时将公司产品最新研究结果在学术会上发布，进一步巩固核心产品学术地位，提升公司品牌形象和产品认知度，进一步带动终端销量稳步提升。

➤ KA 方面，公司继续加强与全国百强连锁药店的深度合作，在加大线下推广力度的同时，以“好孕中国”公益活动为切入点，围绕“专业化培训+精细化服务+闺蜜化客情”三个

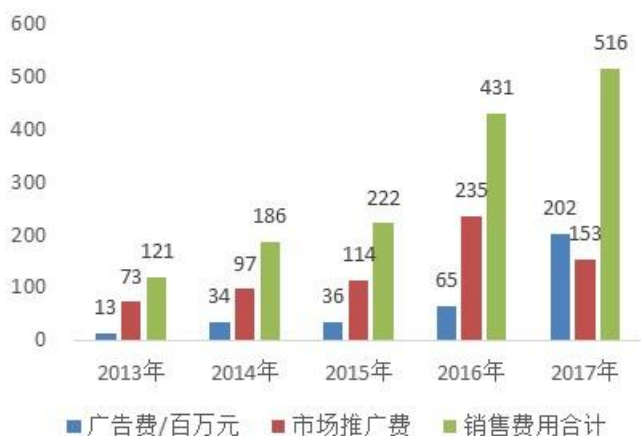
维度进一步为消费者提供增值服务。仅2017年,公司开展广誉远文化旅游活动30场次,专场店员培训12,000余场,不断提升连锁药店及消费者对公司文化价值和产品的认可度,提升终端动销及产品市场占有率。

- 商务方面,公司以“春蕾行动”和“秋收行动”为主线,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。2017年,公司先后组织了1场全国一级经销商战略合作伙伴会议、49场一级商分销会议、189场二级商分销会议、500余场地县商业分销推广会议、192场商业宣讲会议,进一步扩大商业覆盖面,提高产品覆盖率。
- 广告方面,公司以央视及江苏卫视、湖南卫视、浙江卫视、北京卫视等一线卫视的广告投放为切入点,聚焦一二线城市的分众传媒、电梯框架媒体,同时通过央视《品牌中国》、《非遗中国行》、湖南卫视《国之利器》、《我和父亲是同行》等平台制作并播出一系列纪录片,通过黄金档热播剧《那年花开月正圆》、热播栏目《我是演说家》、《创意中国》以及西普会、西安城墙马拉松等大型活动进行多样化广告投放;在公共传播方面,冠名“第二届全国《黄帝内经》知识大赛”,亮相“巴黎时装周国际甄尚奖颁奖典礼”;在社会化营销方面,公司形成以今日头条、爱奇艺、美柚、百度、360、39健康网等多家端口覆盖布局,再加之公司40多个自媒体账号,多平台联合传播。

公司广告费从2015年0.36亿到2016年0.65亿,再到2017年大幅增加到2.02亿元,销售推广费从2015年1.14亿元到2016年2.35亿元,再到2017年1.53亿元,同时随着销售人员数量的增加,使得公司整体销售费用从2015年2.22亿元到2016年4.31亿元再到5.16亿元,增长非常迅速。

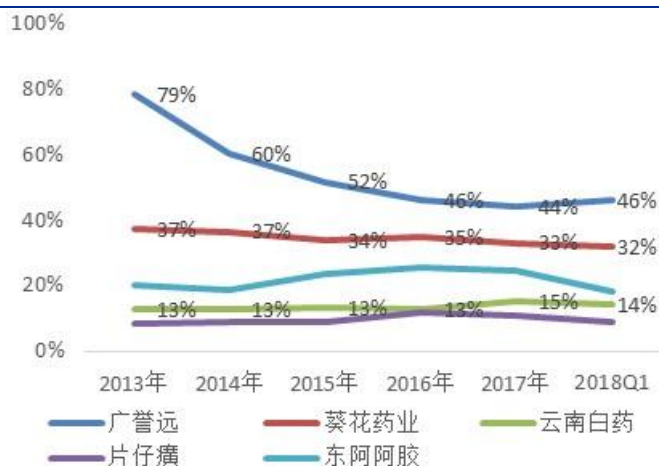
按照公司2017年销售费用和山西广誉远收入测算,公司销售费用率高达44%,显著高于OTC上市公司如葵花药业、云南白药等销售费用率10个百分点以上,与东阿阿胶、片仔癀相比销售费用率差距更大,归根到底,在于公司当前正处于品牌重塑阶段,需要投入更多资金在宣传和终端活动方面,而整体收入规模还不足以完全摊薄销售费用率,我们预计,随着未来几年公司品牌和产品力持续加强,公司的销售费用率将会持续显著下降,净利润率将会持续提升。

图 5: 公司广告费投入大幅增加



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 6: 公司销售费用率远高于同类公司



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

3.3. 公司收入保持高速增长，终端动销开始显著改善

随着公司自 2013 年以来实施营销转型，代表公司核心产品的传统中药板块收入从 2013 年 1.32 亿元增长到 2017 年 9.5 亿元，4 年复合增长率 64%，其中 2016 年和 2017 年收入分别同比大幅增长 116%和 64%，其中以定坤丹水蜜丸增长最快，2016 年和 2017 年分别同比大幅增长 297%和 108%，收入从 2015 年 0.34 亿元增长到 2017 年 2.8 亿元，公司自 2016 年以来全面开拓 OTC 渠道和市场的效果非常显著。

图 7：公司传统中药板块收入高速增长



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 8：公司各产品收入增长情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

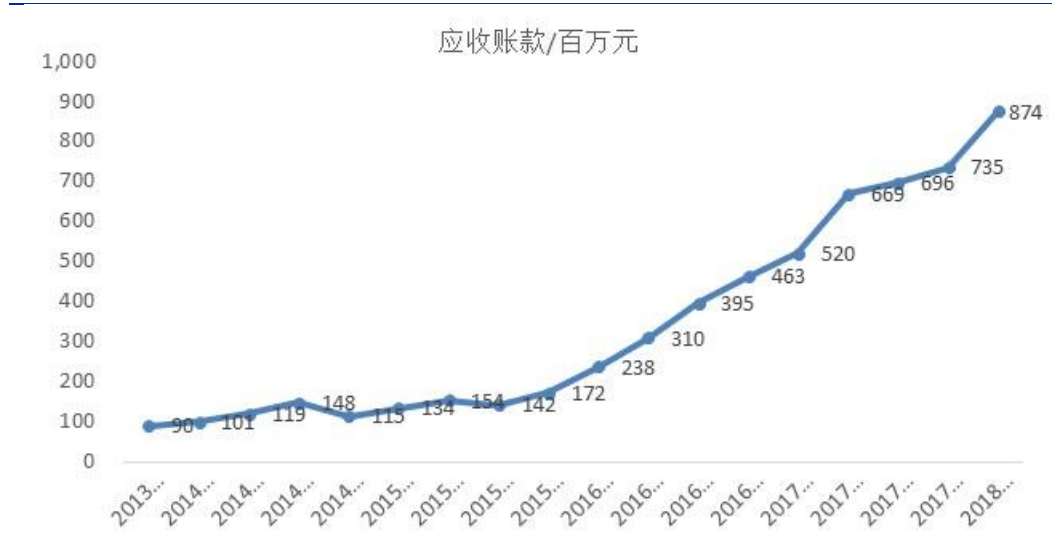
3.4. 公司应收账款大幅增加，终端快速开拓期和产品高单价是根本原因

3.4.1. 公司应收账款大幅增加

在公司收入规模和净利润持续高增长的同时，公司的应收账款也持续大幅增长，从而导致市场质疑公司业绩高增长主要来自 OTC 渠道铺货甚至压货所致，高增长并不具有持续性。

如下图所示，公司应收账款自 2016 年以来快速提升，2015 年底，公司应收账款仅 1.72 亿元，而 2017 年末和 2018Q1，公司应收账款分别高达 7.35 亿元和 8.74 亿元。

图 9：公司应收账款持续大幅增长



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3.4.2. 公司处于终端快速开拓期导致应收账款大幅增加

但我们认为，这是公司快速成长阶段所不可避免的。

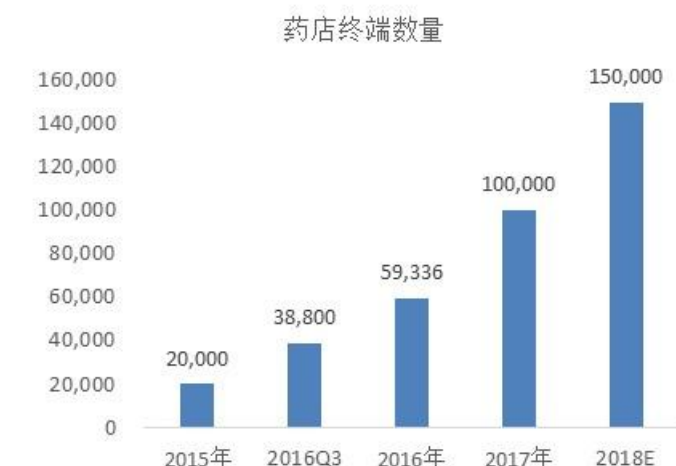
- 公司自 2016 年以来全力加速拓展渠道，其中二甲以上医院终端从 2015 年末 1498 家增加到 2017 年末 4000 家，而医院渠道向来比较强势，特别是 2017 年执行药品零加成以后，医院普遍通过二次议价和延长占款期等方式向上游工业和商业企业转嫁成本，因此，在医院渠道终端快速扩张过程中，公司应收账款随之快速增加，是合理现象。
- 公司自 2016 年以来全面转型拓展 OTC 渠道，公司 OCT 终端从 2015 年底 2 万家增加到 2017 年底 10 万家，因此，整个渠道扩张过程也伴随铺货的过程，此前公司产品无论定坤丹还是龟龄集都未在 OTC 渠道大规模销售过，终端动销起量需要一个过程。因此，我们判断，公司 2016 年传统中药收入大幅增长 116% 到 5.8 亿元，在一定程度上主要驱动因素来自渠道扩张带来的铺货效应。
- 与此同时，对于强势品牌，OTC 渠道的账款期是可以很短甚至先款后货的，但对于公司来讲，此前在 OTC 没有成熟的销售资源，且品牌本身也处于重塑过程，相比其他强势品种如片仔癀、东阿阿胶、葵花药业等品种，议价能力偏弱，因此，公司为了迅速做大做强，给予 OTC 渠道的 90 天账期和资信（通过分销公司实现），从而导致公司 OTC 快速扩张过程中，应收账款规模也大幅增长。归根到底，还是公司现阶段品牌力不足，导致议价能力偏弱，但未来随着终端动销持续优化和品牌力提升，上述状况有望显著改善。
- 虽然公司 2016 年和 2017 年高增长的确部分来自渠道扩张带来的铺货因素，但，公司在渠道扩张和铺货的同时，通过全方位广告宣传拉动、及终端“好孕中国”等各种地面宣传推动，推拉结合，使得产品知名度和认可度迅速提升，终端动销快速改善，这是比短期表观收入和业绩更为重要的，充分说明公司的销售在显著改善，销售策略成效明显，产品的潜力得到释放。通过终端草根调研，我们跟踪到，从 2017 年 Q3 开始，公司的终端销量已经开始显著放量，且 2017Q3~2018Q1，各季度环比进一步显著改善，根据草根调研和米内网数据库，2018Q1 终端动销收入同比增长 50% 以上。
- 此外，公司虽然应收账款绝对值较高，但 2017 年末，一年以内应收账款占比达到 90%，相比 2015 年和 2016 年结构有所优化。

图 10：公司应收账款 1 年以内占比 90%



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 11：公司覆盖零售终端数量高速增长



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 12：公司覆盖医院终端数量快速增长



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3.4.3. 公司产品高单价是应收账款绝对值高的主要原因

2018 年 Q1，公司应收账款高达 8.74 亿元，市场投资者一味盯住这个绝对值过高，但实际上，我们判断，除了上述公司处于终端加速拓展阶段外，公司的产品单价过高也是主要因素之一。

公司定坤丹水蜜丸（7g*4 瓶）终端零售价 198 元/盒，假设我们根据行业惯例，按照六零扣计算出厂价，则定坤丹出厂价预计在 120 元/盒，假设一家药店备货（铺底货）10 盒定坤丹，则对应公司口径应收账款就是 1200 元；公司龟龄集（0.3g*30 粒）终端零售价 528 元/盒，按照七零扣计算出厂价 380 元/盒，假设一家药店备货（铺底货）5 盒龟龄集，则对应公司口径应收账款就是 1900 元，即使不考虑安宫牛黄丸和牛黄清心丸的铺货因素，则一家药店仅铺货 5 盒定坤丹和 3 盒龟龄集就带来应收账款 3100 元，10 万家零售药店对应的铺货带来的应收账款就是 3.1 亿元，这还没考虑到医院渠道和商务分销渠道对应的 10 万家左右单散药店。

实际上，公司 KA 连锁终端覆盖的药店基本都是全国前 600 连锁药店，单一药店铺货 10 盒定坤丹和 5 盒龟龄集是合理数量，并非大量往渠道堆积产品，但就是由于上述产品定价都较高，出厂价也不低，导致核算出来的应收账款绝对值较高。假设公司的产品出厂价不是 120 元/盒和 380 元/盒，而是类似于其他普通 OTC 产品 12 元/盒和 38 元/盒，则按照上述测算，理论上公司的应收账款绝对值将缩小至现在金额的十分之一，到 0.85 亿元，就不再那么突兀。

3.4.4. 产品“高定价+高学术+高疗效”特性决定了动销放量厚积薄发

对于一个定价较低的 OTC 品种，仅仅铺天盖地的广告空中拉动就能起到带动终端销售的作用，因为这些产品定价低，患者/消费者试错成本低，但对于定坤丹、龟龄集这种定价较高的产品，仅仅靠广告拉动是不够的，从患者角度讲，出于高定价考虑，患者仅仅受广告影响而选择这么高定价的产品的可能性是相对较低的，以定坤丹为例，对于调理经期、痛经的患者，完全可以选择定价更低的益母草膏、八珍益母丸等定价仅十几元一盒的产品，为什么选择定价 198 元/盒的定坤丹，定坤丹好在哪里，需要店员和销售做学术推广、宣传和教育；而对于药店来讲，很多药店开始考虑到定坤丹定价过高，盲目推给患者有伤客的风险，药店也缺乏推广的信心，这些，都需要公司销售人员从学术角度对店员进行培训和教育。

事实上，八珍益母丸组方包含益母草和党参、白术、茯苓、甘草、当归、白芍、川芎、熟地

黄等八味中药组分，而定坤丹组方包含了红参、鹿茸、西红花、三七、白芍、熟地黄、当归、白术、枸杞子、黄芩、香附、菟丝子、川穹、鹿角霜、阿胶、延胡索、鸡血藤膏、红花、益母草、五灵脂、茯苓、柴胡、乌药、砂仁、杜仲、干姜、细辛、川牛膝、肉桂、炙甘草等 30 多种中药组分，是具有活血化瘀功效的妇科用药，从组方成分来看，其用料珍贵程度也不言而喻，但这些都是专业化的中医中药知识，需要公司销售对店员进行专业知识培训进而对患者进行教育。

综上，公司产品上述“三高”特性就决定了即使有广告拉动和终端铺完货以后，也不是终端动销立即就能放量，还需要一个教育推广的过程，这又进一步延长了公司从铺货到终端动销放量的时间窗口，从而延长了相应应收账款的持续时间。

但是，另一方面，一旦公司销售对终端店员培训完成、对患者教育到位、终端动销开始放量，则对药店来讲将会是重要的利好，一方面，公司 2017 年陆续提高了各产品的终端零售价，留给药店的毛利率预计在 40%~50%，相比其他产品没有劣势，但公司产品定价高，销售放量后，能够大幅提升药店的客单价，另外，公司产品属于中高端消费人群和调理的特性，一旦患者开始服用后，长期服用和复购的概率较大，且根据草根调研，公司产品疗效显著，在患者人群中形成良好口碑，因此，我们判断，公司产品具有厚积薄发的特性。

根据我们草根调研，2018 年以来，公司产品终端销售在显著改善，放量十分明显。

3.5. 公司产品长期看具有提价能力与空间

在当前整个品牌 OTC 产品普遍提价的背景下，公司产品同时作为国家保密配方的品牌中药，参考同类片仔癀、同仁堂、东阿阿胶等产品，具有显著的提价预期。

事实上，根据我们终端草根调研，2017 年以来，公司核心品种终端价均有所提升，定坤丹水蜜丸（7g*4 瓶）在不同区域终端零售价进一步执行到位，从 158 元和 178 元提升到 198 元/盒，提价幅度在 10%~25% 区间，我们预计，公司出厂价也相应提价 20% 左右；龟龄集（0.3g*30 粒）终端零售价从 420 元提升到 480 元再提升到 528 元，提价幅度在 25% 左右，我们预计，公司出厂价也有显著提价幅度；同样的，安宫牛黄丸和牛黄清心丸终端价都有不同程度提高，我们预计公司出厂价也会有相应幅度提高。

我们认为，公司产品作为国家保密配方的品牌中药，提价是价值回归，具有两方面重要意义：

- 一方面，终端价提高后，留给 OTC 终端药店的盈利空间更大，终端药店更加具有动力主推和销售公司产品。
- 另一方面，公司出厂价相应提高，一方面抵御各方面成本上涨带来的压力，同时能够提高毛利率和盈利能力。

长期看，我们认为，随着公司的品牌重塑工作不断夯实品牌和产品力，同时消费者逐步认识到公司产品的工艺和稀缺性，公司产品长期看还具有提价空间。

3.6. 公司产品潜在空间巨大

3.6.1. 预计定坤丹潜在空间 30~50 亿元

公司定坤丹有大蜜丸、水蜜丸和口服液 3 个剂型，其中大蜜丸和水蜜丸属于传统中药板块，OTC 渠道销售水蜜丸，口服液属于精品中药系列，主要在国医堂、国药馆等渠道销售。

国内拥有定坤丹批文的企业多达十几家，但公司作为定坤丹的传承者，其制作工艺入选国家非物质文化遗产，外界难以仿制。远字牌定坤丹在 2004 年获批为国家保密处方和工艺技术，公司在为《药典》撰写定坤丹组方和炮制时，在国家许可范围内进行了保留。因此，其他厂家即便生产定坤丹，可能在组方和炮制上也和远字牌定坤丹有本质区别。而从市场实际情况

看，目前仅有广誉远在生产和销售定坤丹，且水蜜丸和口服液也是公司独有的剂型。

“定坤丹”定位妇科用药，据世界卫生组织(WHO)统计，我国妇科疾病患病率高达 40%，常见的包括妇科炎症、月经不调、妇科肿瘤等，其中妇科炎症以患病率高、复发率高等特点备受关注。而中药品种在治疗妇科疾病方面具有化学药不可比拟的优势，在我国城市零售药店销售排名靠前的妇科用药中，都被中成药牢牢占据。

根据 CMH 统计，2016 年我国妇科疾病用药市场整体规模在 354 亿元，其中中成药占比预计在 75%左右，而 2016 年零售市场妇科用药规模在 107 亿元。

表 1：2016 年样本城市零售终端妇科用药排名

排名	产品名称	销售额 (亿元)	市场份额	亚类
1	气血和胶囊	4.83	9.17%	妇科调经药
2	洁尔阴洗液	2.31	4.39%	妇科炎症用药
3	逍遥丸	2.16	4.10%	妇科调经药
4	驴胶补血颗粒	1.90	3.62%	妇科调经药
5	消糜栓	1.78	3.38%	妇科炎症用药
6	保妇康栓	1.70	3.23%	妇科炎症用药
7	妇科千金片	1.64	3.12%	妇科炎症用药
8	乌鸡白凤丸	1.40	2.66%	妇科调经药
9	妇炎康片	1.32	2.51%	妇科炎症用药
10	红核妇洁洗液	1.31	2.50%	妇科炎症用药

资料来源：米内网，安信证券研究中心

以排名第一的气血和胶囊为例，是陕西摩美得制药有限公司的独家产品，根据样本数据测算，我们预计其终端销售金额在 15 亿左右，其日用药金额 12 元左右（京东自营价格 218 元/216 粒，日用 12 粒）。

而定坤丹适应症相比气血和胶囊更广阔，兼具调经、助孕、保养、更年、产生等多个适应症功效，理论上受众人更广。与此同时，定坤丹水蜜丸日用药金额在 50~100 元（京东自营价格 198 元/7g*4 瓶，一次 3.5~7g，一日两次），假设定坤丹使用人群能够达到气血和胶囊的数量，则预计对应终端销售金额在 60~125 亿元，预计对应出厂口径收入也将在 30~50 亿元。

另一层面，根据 2016 年统计局抽样，我国 30~49 岁年龄段的女性人数在 1.8 亿人，这个年龄段的女性一方面具有一定消费能力，另一方面比较符合定坤丹对应的适应症，其中 30~40 岁女性以备孕和调理不孕不育为主，40~50 岁女性以调理更年期为主，按照消费水平和产品渗透率假设其中 1%女性（对应 180 万女性）选择持续使用定坤丹，每年使用定坤丹时间达到 100 天（不同适应症用药频率不同），按照日用药金额 60 元计算，则对应销售金额在 1.8 亿*1%*60*100=108 亿元。

实际上，与其他妇科用药不用，广誉远定坤丹具有深厚的历史沉淀，其定位能够拔到足够高的高度，未来也具有广阔的提价空间，例如精品中药系列的定坤丹口服液。随着我国人群健康意识的提升和消费升级推动，定坤丹未来销售空间和天花板将足够想象空间。

3.6.2. 预计龟龄集潜在空间在 50 亿元以上。

龟龄集主要定位除了补肾、还包括不孕不育、强肾补脑、调理身体、延年益寿等，其中补肾市场空间巨大，包括汇仁肾宝、六味地黄丸等，根据米内网数据库，其中汇仁药业的肾宝片 2015 年销售收入 12.8 亿元，2017 年预计收入达到 15 亿元左右，对应终端销售预计在 20~30 亿元。

汇仁肾宝片日用药金额在 25 元（京东自营价格 125 元/45 片，一日 3 次，一次 3 片），而龟龄集日用药金额在 35 元（京东自营价格 528 元/0.3g*30 粒，一日一次，一次 0.6g（2 粒）），即使达到汇仁肾宝片的销售规模，则对应终端收入也将达到 28~42 亿元，按照七零扣出厂价测算，对应出厂口径收入在 20~30 亿元，这还没有考虑到医院端收入，事实上，龟龄集此前主要在医院渠道销售。与此同时，龟龄集作为国家中药保密配方和国宝品种，随着产品力和品牌形象的持续提升，未来产品价格还有较大提升空间。我国补肾市场产品混乱，除了上述产品外，还充斥着各种杂牌子和不规范产品，整个品牌的市场容量应该超过妇科用药，未来随着公司龟龄集品牌的强势崛起、消费者辨别能力的提升、终端店员教育工作的完善，公司龟龄集产品放量将水到渠成。

实际上，公司 OTC 端推广龟龄集的主要目标人群是 40 岁以上的中老年人群，针对调理身体、延年益寿等适应症，目前人群及空间相比上述补肾市场都更大。

因此，综合考虑，我们判断，龟龄集整体市场容量（医院+OTC 渠道，补肾+中老年人群调理）应该在 50 亿元以上。

3.6.3. 安宫牛黄丸和牛黄清心丸潜力巨大

公司安宫牛黄丸和牛黄清心丸实际上也都具有显著的竞争优势，公司的两个产品都获得了双天然的用料资质，允许使用天然麝香和天然牛黄，但此前公司主要精力在推广定坤丹和龟龄集，安宫牛黄丸和牛黄清心丸并没有获得太多推广资源。

安宫牛黄丸的优势在于，同仁堂的安宫牛黄丸知名度极高，已经把整个市场培育的比较成熟，很大部分人都了解安宫牛黄丸是做什么的，不需要公司在花费过多力气去推广和教育。

因此，从 2018 年 2 季度开始，公司开始较大力度实施安宫牛黄丸在零售药店的铺货工作，考虑到公司的 OTC 销售渠道逐步完善，随着公司安宫牛黄丸在 OTC 终端铺货完成，我们预计，这个产品销售将会提速，参考同仁堂安宫牛黄丸当前 10~20 亿元销售收入（公司公告披露），根据公司突出的销售能力我们判断，公司的安宫牛黄丸有望实现 5~10 亿元的销售收入。

公司的牛黄清心丸采取天然牛黄，适应症包括中风后遗症、亚健康、脱发、牙龈肿痛、高血压、改善睡眠质量等，但这个产品的主要问题是生产厂家众多且参差不齐，加之公司主要资源和精力主要推广更具优势的产品定坤丹和龟龄集，因此，牛黄清心丸本身销售规模不大，预计未来随着公司销售体系愈发成熟，和定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸销售逐步壮大，该品种未来也十分具有潜力。

3.7. 精品中药有利于提升公司品牌形象，利润率显著超出传统中药

2013 年初，公司推出精品中药系列，包括龟龄集（精品）、安宫牛黄丸（精品）、牛黄清心丸（精品），并于此后几年陆续推出定坤丹口服液、龟龄集（珍藏）、安宫牛黄丸（双天然）、牛黄清心丸（双天然）、定坤丹大蜜丸（珍藏）等，精品中药系列产品不断丰富。与公司传统中药相比，精品中药系列产品在选材上更加讲究，对药材产地、年限、关键内容物含量都有更高的标准，以龟龄集和精品龟龄集为例，龟龄集使用 10 公分海马，而精品龟龄集使用 20 公分海马；龟龄集使用三叉二等级别的黄茸，而精品龟龄集使用二杠排血一等级别的黄茸，同样地，定坤丹使用三叉二等级别的黄茸，而精品系列的定坤丹口服液使用二杠排血一等级别的黄茸；安宫牛黄丸使用胆红素含量 46% 的牛黄，而精品安宫牛黄丸使用胆红素含量 50% 以上的牛黄。

表 2：公司精品中药系列产品

产品	特点	规格	价格（京东自营）	用量	日用药金额	外观
龟龄集（精品）		0.3g*60 粒 *2 瓶	12800 元	一次 0.6g(2 粒)， 一日一次	213	
安宫牛黄丸（精品）	天然牛黄	3g*6 丸	3540 元	一次一丸，一日 一次	590	
安宫牛黄丸(双天然)	天然牛黄+天然 麝香	3g*6 丸	9480 元	一次一丸，一日 一次	1580	
牛黄清心丸（精品）	天然牛黄	3g*18 丸	3600 元	一次一丸，一日 一次	200	
牛黄清心丸(双天然)	天然牛黄+天然 麝香	3g*24 丸	6720 元	一次一丸，一日 一次	280	

资料来源：公司网站，安信证券研究中心

与传统中药相比，精品中药主要在专卖店“国药堂”和高端中药连锁超市进行销售，定价方面也远超传统中药，面向的也是以中高收入阶层为主的高净值人群。以精品龟龄集和传统中药龟龄集对比，精品龟龄集价格为 12800 元/0.3g*60 粒*2 瓶（京东自营价格），日用药金额为 213 元/日，而普通龟龄集价格为 528 元/0.3g*30（京东自营价格），日用药金额为 35.2 元/日，两者相差 8 倍。

图 13：传统中药产品线龟龄集


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 14：精品中药产品线龟龄集


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

2013 年公司战略转型同步推出精品中药系列之初，曾经高举高打，提出“百家千店”计划，通过控股投资开设国药堂和国医馆的形式，大力推行精品中药，2015 年之前，甚至将精品中药放在比传统中药更重要的位置，但站在现在时点回头看，当时公司战略上走了弯路

- 一方面，公司当时品牌形象已经多年没有维护，产品力不足，按照精品中药系列的定价日用药金额比片仔癀还高，以公司当时的品牌力来讲很难成功。
- 另一方面，直接投资开店属于重资产投入，且公司开店地点多位于一二线城市黄金地段和高端场所，租金等成本极高，近些年又遇上反腐，送礼需求大幅下滑，因此，寄希望国药堂能够直接盈利是非常困难的。
- 公司当时收入和利润体量不足，应该迅速拓展受众更广的中端市场产品，即传统中药系列，迅速将收入和利润体量做大，有了充足的资金投入基础，再推动产品升级。

公司及时意识到这一问题，2014 年底已经建成了 134 个国药堂，此后公司开始放缓开店速度，同时于 2015 年转让部分国药堂股权，仅保留少数股权，这样就避免了重资产投资和对上市公司业绩的拖累。

图 15：公司销售精品中药系列的国药堂



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 16：公司销售精品中药系列的国药堂



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

2016 年，公司开始将传统中药作为首要板块，销售体系全力进军 OTC 市场，并加大医院学术市场开拓，从而驱动传统中药业务实现快速增长。

但站在当前时点看，我们又非常看好和认同公司继续实施精品中药战略。

- 首先，保留部分精品中药的国药堂，除了贡献销售和利润本身，更重要的在于提升品牌形象，其他类似高端保健品片仔癀也同样开设国药堂提升品牌形象，东阿阿胶、同仁堂等精品系列也开设精品专柜来达到提升形象和宣传的作用。
- 其次，与 2013 年不同，经过几年的品牌重塑，公司产品形象已经得到了维护和提升，知名度已经显著增加，同时配合公司全方位的广告宣传拉动和地面人员终端推动，公司现阶段推出精品中药系列，满足高端人群的需求，符合消费升级的趋势。
- 精品中药整体毛利率更高，且由于是代理模式，公司以较低价格结算后不再承担任何销售费用，因此，我们预计和测算，精品中药的净利润率将显著超过传统中药板块，按照行业产品通例我们预计精品中药净利润率有望达到 40%~50%，因此，2017 年精品中药虽然收入仅 1.39 亿元，但贡献净利润有望在 6000~8000 万元。

图 17：精品中药收入及增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 18：精品中药毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

自公司 2013 年推出精品中药系列以来，精品中药也实现了较快增长，2016 年实现了 1.79 亿元的销售规模，2017 年受产能瓶颈和限制，2017 年收入规模下降到 1.39 亿元。

- 2017 年，因产能不足，公司将口服液生产线停产，造成定坤丹口服液停产，收入下滑 500 多万。
- 双天然产品因使用天然麝香，需要生产一批报备一批，2017 年未生产双天然产品，两个双天然产品收入下滑合计 4700 多万。
- 2017 年以来，由于公司此前多家国药堂精品店面积达不到标准，未能取得正规药店资质，陆续关停了 200 多家，也在一定程度上影响了精品中药的销售。

但公司新产能将于今年 9 月份投产，届时，公司产能瓶颈问题将得到全面解决，与此同时，公司通过在金象大药房等 KA 连锁药店和商超等通过开店中店的形式，来迅速扩展精品中药销售网络，我们预计，2018 年公司精品中药有望实现恢复性高增长，根据产能和销售布局收入预计达到 2.5 亿元左右，考虑到其净利润率较高，从而带动公司净利润进一步高速增长。

3.8. 养生酒销售队伍重新调整，潜在空间大

公司养生酒业务 2013 年上市，有两条产品线，分别为加味龟龄集酒和龟龄集酒，其中加味龟龄集酒和龟龄集成分完全一样，属于处方药范畴，在药店销售，而龟龄集酒则在龟龄集处方基础上仅保留了 14 种非动物成分，属于保健酒范畴，主要在餐饮渠道销售。

图 19：药店销售的加味龟龄集酒



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 20：餐饮零售端销售的龟龄集酒



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

公司此前龟龄集酒主要在山西和江苏部分区域销售,销售渠道包括礼品市场、商超等,而2017年4月,公司从其他酒业公司引入全新的销售团队,并成立拉萨龟龄集酒业有限公司,统一运作管理全国龟龄集保健酒市场,重新调整龟龄集酒的销售渠道和定位,全面转型至快消品模式,确立产品“更懂健康的中国酒”的品牌定位,升级产品品牌形象,渠道方面,初期围绕温台、太晋、深莞、闽南、苏南、胶东等区域重点市场,主要走餐饮渠道,药店为辅。

根据我们草根调研,目前龟龄集酒在浙江温州、台州、杭州等餐饮渠道销售良好,上千家餐饮渠道实现了复购,而2018年以来,公司已经把浙江地区餐饮渠道的成功销售经验,推广到深圳等珠三角城市,并取得了良好的销售趋势。

2017年,公司养生酒收入合计0.26亿元,同比下滑36%,主要原因是加味龟龄集酒因产能瓶颈而停产,同时销售团队调整和产品及渠道重新定位导致,根据草根调研,我们预计,2018年,公司养生酒有望重拾较快增长,实现6000万以上收入。

事实上,我国保健酒市场空间巨大,包括劲酒、鸿茅药酒等,其中劲酒就是以白酒为基底,加入淮山药、仙茅、当归、肉苁蓉、枸杞子、黄芪、淫羊藿、肉桂等多种中药材成分,定位抗疲劳、免疫调节、补肾等保健功能,主要在餐饮等渠道销售为主,2017年销售收入105亿元,是我国销售最成功的保健酒。

图 21: 保健酒劲酒外观



资料来源: 京东, 安信证券研究中心

图 22: 保健酒劲酒宣传



资料来源: 京东, 安信证券研究中心

公司的龟龄集酒具有同样类似的保健功能,且背靠龟龄集强大的百年中药品牌,定位成比禁酒更高端的餐饮渠道保健酒,如果未来专业团队运作成功,未来的潜在市场空间也非常可观。

4. 公司核心竞争力来自“产品+销售”

4.1. 百年品牌+古法炮制工艺构筑产品自身核心竞争力

品牌中药销售在一定程度上具有快消品的属性,要实现做大做强,我们认为,产品+销售两大因素缺一不可。

从产品角度讲,公司拥有多个百年传承品种,具有先天优势和不可复制的资源属性,但我们认为,与产品对应的,公司更进一步的核心竞争力来自对古法炮制工艺的传承,正是这些工艺的传承,赋予了公司产品脱颖而出的产品力,只不过这部分内容需要更深入的宣传才能为医生、店员和消费者所了解。拥有定坤丹批文的企业很多,但只有公司被认定为定坤丹的传承者,制作工艺入选国家非物质文化遗产。

4.1.1. 原材料精选道地药材

首先，公司在上游原材料方面严格把关，精选道地药材，例如，牛黄作为公司安宫牛黄丸和牛黄清心丸的君药，公司精选胆红素含量分别达到 50%和 40%的牛黄作为两者的原材料，价格分别超过 50 万元/公斤和 30 万元/公斤；红参作为定坤丹、龟龄集的主药之一，公司选择产于东北方，六年生的高丽红参之天参，严格执行“不够三年不叫参，不够五年不入药”。与此同时，公司为了从源头上把控原材料的质量，更是积极在全国建立九大 GAP 中药材种植养殖基地、饮片加工基地

图 23：公司产品原材料惊险道地药材



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 24：公司建立九大 GAP 药材种植基地



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1.2. 工艺传承古法炮制

山西广誉远自创立以来一直传承“修合虽无人见，存心自有天知”的古训，其炮制工艺从 477 年前代代相传。在产品的制造过程中，采用炒、蒸、煮、熏、爆、日晒夜露、烧炭法、火焙法、土埋法、水润法、升炼法等诸多炮制工艺，尤其是陈醋炮制、煨干姜炭以及地黄九蒸九晒等传统而又独特的古法炮制工艺，成为公司核心竞争力之一。

以龟龄集为例，龟龄集原料选择上等成色的优质药材，对于每味原料药的炮制也不一样，如：鹿茸一般用黄酒炮制，而配制龟龄集时则必须用陈醋膏炮制，而醋膏需要晾晒三年；公丁香用花椒水炮制，并炒至蒂头出现白点为止；淫羊藿需要用牛奶浸泡后，再经过九蒸九晒的过程。在制作过程中，所需辅料除了陈醋、花椒水、牛奶外，还有黄酒、蜂蜜、姜汁等多种，制作工艺有煮、薰、爆、土埋、露夜等工序。定坤丹生产需要煨干姜炭炮制工艺，姜炭炮制用煨炭锅，严格控制火候，煨炭时必须要用产自阳坡的黄土，经过三年日晒才能使用。

图 25：公司对熟地黄坚持古法炮制工艺



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

图 26：公司对姜炭坚持古法炮制工艺



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

中药炮制要根据处方进行，而中药处方原理依据的是“君臣佐使”和古老的五行文化。广誉远的 24 小时烤制姜炭，包括过程中对阴阳土的讲究；3 年日晒夜露，20 公斤的醋晒成 1 公斤的醋膏；九蒸九晒熟地黄等，都遵循的是这一原理。可以说我国的中医药学之所以能在世界上独树一帜，其中中药炮制技术是中药的根本。然而随着现代科技的发展，考虑到人工成本、量产等问题，许多传统的炮制工艺已发生变化，甚至被丢弃，掌握这些技法的人越来越少。因此，我们认为，广誉远上述对中药古法炮制工艺的传承，是公司内在的核心价值和他文化，长期看随着医生和消费者逐步认识到公司上述巨大价值，将进一步提升公司的产品地位，打开产品提价空间，回归公司应有的百年品牌中药价值。

我们认为，正是上述公司对上游道地药材的严格把控和对古代传统炮制工艺的坚持，保证了公司产品具有应有的疗效，公司甚至敢于在医院实施循证医学试验，充分说明公司对自身产品疗效的信心。

根据我们草根调研，很多医院的医生参观完公司的古法炮制工艺及生产基地后，都被公司产品传统生产炮制工艺深深触动，从而带动相关产品在医院的销售。

4.2. “广告拉动+终端推动”销售模式切中要点，终端动销显著改善

4.2.1. 公司 OTC 销售队伍和销售模式已经理顺

对于品牌中药特别是 OTC 渠道销售的中药来讲，我们认为，除了产品力之外，最重要的就是销售了。而销售本身包含空中广告宣传拉动、地面人员终端推广等一系列策划，又能够进一步影响产品自身的形象和定位。因此，与在医院销售处方药不同，OCT 渠道销售药品需要精准的策划与营销，属于高风险、高投入、高回报的行为。

公司曾经成功运作销售畅销 OTC 品种白加黑，具有强大的 OTC 销售基因与经验，董事长张斌本身就是一线销售出身，亲自主抓公司销售工作，从而避免公司在销售方面少走弯路。

自 2016 年公司全面转型开拓 OTC 市场以来，在公司盈利刚有起色的时候，就开始在广告方面高举高打，全方位投入费用宣传和提升品牌形象，2017 年归母净利润仅 2.4 亿元的规模上，仅广告费就投入 2 亿元，表明公司重塑品牌形象的魄力与决心。

虽然从收入和业绩方面看，公司 2016 年已经迎来显著拐点，但实际上，公司真正实现 OTC 销售队伍建设和现有体系的搭建是 2017 年。

2016 年，公司开始全面转型 OTC，但当时公司采取了传统 OTC 销售模式，一方面，销售人员为了多拿收入，舍不得花费用去终端做投入和宣传、推广工作，另一方面，当时的销售人员都是卖传统普药 OTC 产品出身的为主，没有经历过专业系统的培训，但如前所述，公司的产品具有“高定价+高学术+高疗效”的三高特性，特别需要在终端对店员、患者进行专业知识培训、教育、推广等工作，但传统的销售模式和销售队伍不够专业化的缺点，使得 2016 年公司产品终端动销情况非常不佳，公司 2016 年收入和业绩高增长，可以看做是公司转型 OTC 初期向渠道和终端铺货带来的表观销售，甚至不排除个别销售为了拿奖金刻意向渠道压货。与此同时，上述销售人员对销售公司产品的不适应也造成了公司销售人员流失率较高，公司销售队伍不稳定。

直到 2017 年初，公司开始调整销售策略，改变此前传统的销售模式，改为费用预算制，对销售人员进行专业、系统的培训，让其下沉到门店终端，对店员和患者进行培训和教育，2017 年下半年，公司进一步将终端动销作为销售人员的考核指标，从而进一步推动公司终端动销的增长。

公司通过 KA 和商务分销两个途径全面覆盖零售药店，根据上市公司财报，其中 2017 年末 KA 销售队伍已经达到 500 人，预计 2018 年上半年陆续增加到 600 人，预计今年中期有望

达到 800 人。平均每个 KA 销售经理可重点覆盖管理 50 家药店，因此，公司深度覆盖管理的药店即将达到 4 万家，算上非管理终端，预计有望达到 13 万家。

4.2.2. “广告拉动+终端推动”，终端动销显著改善

公司一方面通过广告宣传空中拉动、持续提升品牌形象和消费者认知度，2017 年仅广告费就投入 2 亿元，但如前所述，与其他低价品种不同，公司产品单价高，仅仅靠广告拉动是不够的，必须走专业化的推广路线，通过销售人员下沉到连锁终端，对店员进行专业化的培训，对患者进行深入的教育，从而推动公司产品动销放量。

- **KA 连锁渠道：**2017 年以来，深耕百强连锁，持续覆盖零售终端，合作连锁超 1000 家，百强连锁 70%，管理终端近 3 万家，覆盖近 10 万家门店。坚持“专业化培训+精细化服务+闺蜜化客情”，广东、山西、甘青宁等地，摸索“蹲”店之法，全年贴柜培训、集中培训开展 1.2 万余场，培训人数超 10 万人次。2017 年 4 月，公司启动“好孕中国”公益计划，并已在山西、广东、四川、江苏、山东等 25 余省依次举行启动会，与国大药房、一心堂、老百姓、万民大药房等战略合作，全国已铺设好孕专柜近 3000 家，开展好孕专员培训 100 余场，好孕大单不断。
- **商务分销渠道：**全面加快商业网络覆盖，“春蕾行动”、“秋收行动”等活动持续落地，不断健全完善全国销售网络，提高产品铺货率。2017 年完成 160 余家一级商，近 600 家二级商覆盖，持续深化与九州通、国药控股、广药、重药、华润等战略合作，加快全国各分支机构布控。

根据我们草根调研，我们了解到，公司定坤丹和龟龄集在北京、陕西等多地零售终端动销保持同比和环比高速增长，特别是定坤丹，在部分终端实现了同比 50% 以上甚至翻倍的增长。

图 27：定坤丹与龟龄集在药店终端展示



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 28：定坤丹与龟龄集在药店终端展示



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 29：公司销售人员在零售终端培训店员



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 30：公司销售人员和店员在零售终端教育患者



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

5. 中医药产业园即将投产，产能瓶颈制约因素即将消除

公司此前产能瓶颈制约，开工率已经达到上限，丸剂生产线产能瓶颈制约明显，口服液生产线已经停产，保健酒的生产也受到产能制约。

根据公司公告，公司正在山西太谷建设的中医药产业园项目，预计投入 6.37 亿元，目前新工厂已经建设完工，处于试生产阶段，做 GMP 前准备工作，我们预计 8 月底有望通过 GMP 认证，9 月份正式投产，届时，公司产能约束将完全消除，在生产方面更具弹性。

不仅现有主要品种生产受制于产能瓶颈，事实上，山西广誉远有药品及保健食品注册批件共 105 个，其中药品 104 个、保健品 1 个，其中有 6 个独家产品。此前主要由于产能限制及销售薄弱等因素，只生产定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等少数产品，我们预计随着公司新产能的投产，公司将陆续恢复其他产品的生产，培育其他新的潜力品种和增长点。

6. 大股东增持超过 5 亿元和放杠杆员工持股彰显信心

6.1. 2018 年 1 月份大股东累积增持 2.8 亿公司股份彰显信心

- 2018 年 1 月 4 日，公司控股东西安东盛集团有限公司通过华能信托·悦晟 3 号单一资金信托于 2018 年 1 月 2 日以集中竞价交易方式增持公司股份 2.17 万股，增持金额为人民币 88.35 万元，占公司总股本比例为 0.006%。增持后，东盛集团直接+间接合计持有公司股权比例从 23.22%提高至 23.226%。
- 2018 年 1 月 20 日，东盛集团通过华能信托·悦晟 3 号单一资金信托以大宗交易方式增持公司股份 6,511,600 股，占公司总股本的比例为 1.844%，增持价格为 42.83 元/股，增持金额为 27889.18 万元。增持后，东盛集团直接+间接合计持有公司股权比例从 23.226%提高至 25.07%。
- 2018 年 6 月 20 日，公司公告，已经通过集中竞价、大宗交易等方式完成继续增持股份 5,365,767 股，增持金额 23052.03 万元，每股增持均价 42.96 元/股，公司持股比例进一步从 25.07%提高至 26.59%。
- 截止 6 月 20 日，公司股东西安东盛集团有限公司通过华能信托·悦晟 3 号单一资金信托已经通过大宗交易和集中竞价等方式，累积增持公司股份 11,899,067 股（占总股本比例 3.37%），累积增持金额 51029.56 万元，整体增持均价 42.88 元/股。

6.2. 实施放杠杆员工持股计划，

- 2017年8月，公司发布第二期员工持股计划（草案），员工持股计划设立后委托长安信托成立长安信托-广誉远第二期员工持股集合资金信托计划进行管理，信托计划份额上限为2.7亿元，并按照2:1比例分成优先级和劣后级，其中优先份额由长安信托向合格投资者募集，而员工持股计划筹集资金9000万元认购劣后级，即相当于员工持股放2倍杠杆。
- 2017年10月，公司员工持股计划认缴完成并成立，此后陆续通过二级市场买入公司股票，截至2017年12月5日完成股票购买，公司第二期员工持股计划认购的长安信托-广誉远第二期员工持股集合资金信托计划已通过二级市场累计买入公司股票6,205,619股，成交金额24963.96万元，成交均价为40.228元/股，买入数量占公司总股本的1.76%，所购股票锁定期12个月，自2017年12月6日至2018年12月5日。

7. 盈利预测

7.1. 盈利预测

我们预计和判断，随着公司OTC销售推广体系逐步完善，OTC与医院终端覆盖数量快速增长，OTC销售队伍人员有望从当前700人左右增加到2019年底1000~1200人，重点覆盖的管理终端有望实现翻倍，从此前3万家增加到6万家，从而推动OTC销售继续保持高速增长。

我们预计和假设，公司传统中药板块2018~2020年收入分别同比增长44%/35%/30%，精品中药板块2018~2020年分别同比增长65%/45%/35%，考虑到以下两大重要因素：

- 1、公司未来几年广告费用将会稳定在2亿元左右，这部分对应的销售费用率将会随着收入高速增长而显著下降。
- 2、2018~2019年是公司销售人员特别是OTC销售人员增加高峰，短期虽然增加销售费用，但随着销售收入快速放量，规模效应提现后，后续销售费用率将会显著下降。
- 3、2016年以前，公司销售收入以医院为主，而近几年公司高增长最主要贡献来自OTC，而OTC净利润率显著高于医院销售利润率，因此，公司未来几年仍将体现出净利润增速超出收入增速、净利润率持续提升的趋势。
- 4、随着公司产品知名度的提升和议价能力提升，未来经营性现金流和财务费用等指标有望显著改善。

我们预计，公司2018~2020年收入分别同比增长49%/37%/32%，净利润分别同比增长75%/49%/44%，对应净利润为4.15/6.20/8.90亿元，EPS分别为1.18元、1.76元、2.52元，当前股价对应2018/2019/2020年PE分别为47/32/22倍，相比其未来3年50%以上复合增速，PEG显著小于1，与片仔癀、同仁堂、云南白药等品牌中药公司相比，是PEG持续显著小于1的公司，且市值显著低于同类公司，我们判断，随着公司业绩持续高增长，且终端动销改善带动公司经营性现金流和应收账款等指标改善，公司未来估值水平有望得到修复。给予买入-A的投资评级，6个月目标价为79元，相当于2019年45倍的动态市盈率。

表 3：与同类品牌中药公司相比，公司在业绩增速、PEG、市值空间等方面具有显著优势

品牌中药	市值/亿元	业绩增速YOY			估值水平/PE			PEG		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
片仔癀	675	33%	32%	32%	63	47	36	1.89	1.47	1.12
同仁堂	512	11%	12%	14%	45	41	36	4.15	3.42	2.60
云南白药	1101	14%	15%	13%	31	27	24	2.14	1.84	1.78
广誉远	193	75%	49%	44%	47	31	22	0.62	0.64	0.49

资料来源：wind，安信证券研究中心（片仔癀、同仁堂、云南白药业业绩增速预测均按照 wind 一致预期，广誉远盈利预测为安信医药预测）

7.2. 风险提示

公司终端动销改善低于预期；公司产品销售低于预期；经营性现金流和应收账款等财务指标不能改善；2018 年 7 月 30 日公司定增限售股 2.683 亿股解禁，对股价冲击的风险。

特别提示，2018 年 7 月 30 日，公司 2015 年 7 月份非公开发行的股份达到 36 个月解禁期限，共有 3400 万股解禁，按照 6 月 22 日收盘价 54.52 元测算，对应解禁资金 18.54 亿元，短期对二级市场可能形成一定预期压力和冲击，但我们认为，任何一家次新股和非公开增发的公司都面临同样问题，这只是二级市场中短期的问题，不影响公司中长期基本面和投资价值。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	937.0	1,168.7	1,741.3	2,385.6	3,149.0	成长性					
减:营业成本	206.7	205.8	287.3	384.1	484.6	营业收入增长率	118.7%	24.7%	49.0%	37.0%	32.0%
营业税费	17.9	22.1	33.5	45.5	60.0	营业利润增长率	1047.1%	56.3%	83.2%	46.1%	42.2%
销售费用	430.9	515.9	700.2	934.9	1,197.0	净利润增长率	5948.8%	92.8%	75.3%	49.4%	43.5%
管理费用	94.2	145.7	208.3	274.2	346.7	EBITDA 增长率	638.5%	54.1%	80.1%	44.3%	41.8%
财务费用	2.7	4.1	2.4	-1.8	-2.4	EBIT 增长率	778.5%	55.8%	81.9%	45.1%	42.3%
资产减值损失	8.4	1.8	4.1	4.8	3.5	NOPLAT 增长率	1562.8%	56.5%	82.3%	45.5%	42.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	256.0%	138.4%	-29.5%	91.7%	-2.8%
投资和汇兑收益	2.8	5.8	7.1	5.2	6.0	净资产增长率	134.6%	14.5%	21.7%	26.4%	29.5%
营业利润	179.1	279.9	512.7	749.2	1,065.6	利润率					
加:营业外净收支	8.3	24.5	12.9	15.3	17.6	毛利率	77.9%	82.4%	83.5%	83.9%	84.6%
利润总额	187.4	304.4	525.6	764.5	1,083.1	营业利润率	19.1%	23.9%	29.4%	31.4%	33.8%
减:所得税	33.5	54.1	91.1	130.9	184.2	净利润率	13.1%	20.3%	23.8%	26.0%	28.3%
净利润	122.8	236.8	415.1	620.1	890.0	EBITDA/营业收入	20.1%	24.9%	30.1%	31.7%	34.0%
						EBIT/营业收入	19.4%	24.2%	29.6%	31.3%	33.8%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	20	17	11	7	5
货币资金	968.5	280.9	1,116.7	619.4	1,590.0	流动营业资本周转天数	103	252	188	185	202
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	512	561	450	413	423
应收账款	490.5	819.5	885.3	1,396.0	1,812.0	应收帐款周转天数	138	202	176	172	183
应收票据	160.1	242.8	90.3	480.2	333.5	存货周转天数	37	44	37	34	35
预付帐款	72.3	12.9	135.5	48.9	179.0	总资产周转天数	617	718	588	512	496
存货	101.4	182.4	173.9	282.1	332.7	投资资本周转天数	181	384	310	273	268
其他流动资产	2.5	310.5	104.6	139.2	184.8	投资回报率					
可供出售金融资产	18.3	18.3	14.4	17.0	16.6	ROE	7.2%	12.4%	17.9%	21.0%	23.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	9.9%	13.7%	17.5%	17.7%
长期股权投资	16.6	7.5	7.5	7.5	7.5	ROIC	72.1%	31.7%	24.2%	50.0%	37.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	54.9	54.6	49.1	43.5	38.0	销售费用率	46.0%	44.1%	40.2%	39.2%	38.0%
在建工程	185.1	456.9	456.9	456.9	456.9	管理费用率	10.1%	12.5%	12.0%	11.5%	11.0%
无形资产	26.4	98.2	94.9	91.7	88.4	财务费用率	0.3%	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	46.4	33.0	38.6	32.9	28.1	三费/营业收入	56.3%	57.0%	52.3%	50.6%	48.9%
资产总额	2,142.9	2,517.6	3,167.7	3,615.3	5,067.4	偿债能力					
短期债务	41.3	110.0	-	-	-	资产负债率	19.3%	21.3%	23.9%	15.8%	22.2%
应付帐款	208.0	258.2	454.1	401.4	724.9	负债权益比	23.9%	27.1%	31.5%	18.7%	28.5%
应付票据	30.0	4.6	28.7	26.3	42.7	流动比率	4.46	3.67	3.39	5.40	4.03
其他流动负债	123.4	131.5	257.1	121.2	331.9	速动比率	4.21	3.30	3.15	4.89	3.73
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	68.49	68.32	215.65	-404.67	-452.37
其他非流动负债	10.8	33.1	18.2	20.7	24.0	分红指标					
负债总额	413.6	537.5	758.0	569.6	1,123.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	21.0	66.3	84.6	97.9	106.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	353.1	353.1	353.1	353.1	353.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,355.1	1,560.7	1,971.9	2,594.6	3,484.2						
股东权益	1,729.3	1,980.1	2,409.7	3,045.7	3,943.9						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	153.9	250.3	415.1	620.1	890.0	EPS(元)	0.35	0.67	1.18	1.76	2.52
加:折旧和摊销	9.5	11.4	8.8	8.8	8.8	BVPS(元)	4.84	5.42	6.58	8.35	10.87
资产减值准备	8.4	1.8	-	-	-	PE(X)	158.9	82.4	47.0	31.5	21.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.4	10.2	8.4	6.6	5.1
财务费用	3.0	5.3	2.4	-1.8	-2.4	P/FCF	-50.2	-27.3	23.7	-37.8	20.4
投资损失	-2.8	-5.8	-7.1	-5.2	-6.0	P/S	20.8	16.7	11.2	8.2	6.2
少数股东损益	31.1	13.5	19.3	13.5	8.9	EV/EBITDA	57.4	49.0	35.2	25.0	16.8
营运资金的变动	-371.5	-688.2	503.5	-1,139.6	63.1	CAGR(%)	60.3%	53.1%	259.8%	60.3%	53.1%
经营活动产生现金流量	-211.8	-183.7	942.1	-504.2	962.4	PEG	2.6	1.6	0.2	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-179.9	-572.8	11.0	2.6	6.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	856.7	68.9	-117.3	4.2	1.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

崔文亮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅		
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔		
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦		wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034