

广誉远(600771)

点评报告

行业公司研究——化学制药行业

证券研究报告

资金问题得到解决, 应收账款初现改善

——广誉远三季度报点评报告

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎️ : 021-80106045
✉️ : zhanghaitao@stocke.com.cn

报告导读

公司发布2019年第三季度报告。

投资要点

□ 消化渠道库存导致业绩有所下降

报告期内公司实现营业收入8.54亿元,同比下降16.39%,归母净利润为1.74亿元,同比下降23.09%,扣非后归母净利润为1.56亿元,同比下降30.38%,实现EPS0.35元,同比下降45.31%。分季度来看, Q3公司实现营业收入3.13亿元,同比下降14.68%,归母净利润为0.57亿元,同比下降30.84%,扣非后归母净利润为0.56亿元,同比下降32.45%。业绩下降的原因主要是减少发货量以便消化渠道库存,同时更多采用票折方式来进行发货。应收账款为14.72亿元,两年以来首次出现下降。

□ 引入山西国投, 资金问题得到解决

2019年7月30日,公司控股股东东盛集团与山西国投签署了《合作框架协议》,引入山西国投作为战略投资者,公司已于9月30日将4000万股公司股份(占总股本的8.13%)协议转让给山西国投,大股东资金问题得到解决,预计未来公司经营将回归正轨。

□ 盈利预测及估值

由于资金问题影响了公司2019年的经营计划,我们下调公司2019-2021年营业收入分别至19.7亿元、24.3亿元及30.31亿元,同比增长分别为21.73%、23.31%及24.74%;归属母公司净利润分别为3.71亿元、4.78亿元及6.14亿元,同比增长分别为-0.96%、28.88%及28.62%;对应EPS分别为1.05元、1.35元及1.74元,对应当前PE分别为15倍、12倍及9倍,维持“增持”评级。

□ 风险提示

销售费用率居高不下。

应收账款无法收回。

与山西国投后续合作不顺利。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1618.76	1970.55	2429.89	3031.09
(+/-)	38.51%	21.73%	23.31%	24.74%
净利润	374.11	370.53	477.53	614.22
(+/-)	57.98%	-0.96%	28.88%	28.62%
每股收益(元)	1.06	1.05	1.35	1.74
P/E	15.22	15.37	11.93	9.27

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥16.20

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.12

2Q/2019

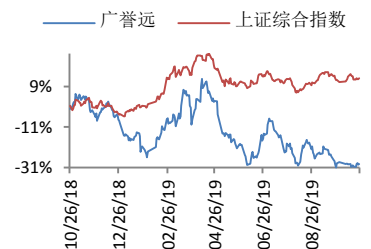
0.13

1Q/2019

0.17

4Q/2018

0.45



公司简介

广誉远国药始创于明嘉靖二十年(公元1541年),是中国最早的制药企业,也是我国从事中药生产最古老的中药企业之一。曾与北京的同仁堂、杭州的胡庆余堂、广州的陈李济并誉为“清代四大药商”。广誉远拥有丰富的产品,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,从方剂、配伍、选材、炮制等诸多方面,承载并展现着中华中医药文化的核心精神与巨大价值。

相关报告

- 1 《引入山西国投, 资金问题即将解决——广誉远点评报告》2019.08.07
- 2 《发货速度暂时放缓, 逐步消化渠道库存——广誉远2019年一季度报点评》2019.05.09
- 3 《继续保持高速增长 经营质量改善

正文

1. 继续消化渠道库存，经营质量初现改善

公司前三季度实现营业收入 8.54 亿元,同比下降 16.39%,归母净利润为 1.74 亿元,同比下降 23.09%,扣非后归母净利润为 1.56 亿元,同比下降 30.38%,实现 EPS0.35 元,同比下降 45.31%。分季度来看, Q3 公司实现营业收入 3.13 亿元,同比下降 14.68%,归母净利润为 0.57 亿元,同比下降 30.84%,扣非后归母净利润为 0.56 亿元,同比下降 32.45%。业绩下降的原因主要是减少发货量以便消化渠道库存,同时更多采用票折方式来进行发货。应收账款由 H1 的 14.78 亿元下降至 14.72 亿元,为两年以来首次出现下降。Q3 销售商品收到的现金及票据为 2.81 亿元,相比前两个季度继续提升,显示出经营质量开始出现改善迹象。公司 Q3 应收账款的改善程度略超我们预期,业绩下降幅度略超我们的预期(-25%),主要原因是由于公司短期内将重心放到了经营质量的改善上面,短期的主要目标仍是降低应收账款及渠道库存。

2. 引入山西国投，资金问题得到解决

经过三年的高速增长,资金问题已经成为制约公司发展速度的核心问题。在与新疆中泰合作未果后,2019 年 7 月 30 日公司公告控股股东东盛集团已与山西省国有资本投资运营有限公司签署了《合作框架协议》,股权投资方面,东盛集团将广誉远 4000 万股流通股通过协议转让的方式转让给山西国投(该笔交易已于 9 月 30 日完成)。债权投资方面,山西国投以债权投资方式向东盛集团提供流动性资金支持。具体事项由双方在该笔借款的借款协议中约定;同时山西国投愿意共同投资以协助做大做强广誉远,未来双方将在犀牛、穿山甲、梅花鹿等养殖业及产业链延伸所投资的中医机器人等产业展开更加广泛的合作。

3. 盈利预测及估值

我们认为公司品牌历史悠久,产品质量优秀,所处行业空间广阔,公司发展路线清晰,开局良好,虽然受制于资金问题 2019 年经营情况有所下滑,但随着引入山西国投,资金问题得到解决后,公司发展将重回正轨。我们下调公司 2019-2021 年营业收入分别至 19.7 亿元,24.3 亿元及 30.31 亿元,同比增长分别为 21.73%, 23.31%及 24.74%; 归属母公司净利润分别为 3.71 亿元, 4.78 亿元及 6.14 亿元,同比增长分别为-0.96%, 28.88%及 28.62%; 对应 EPS 分别为 1.05 元,1.35 元及 1.74 元,对应当前 PE 分别为 15 倍、12 倍及 9 倍,维持“增持”评级。

4. 风险提示

销售费用率居高不下。

应收账款无法收回。

与山西国投后续合作不顺利。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2172.88	2331.94	2709.57	3254.15	营业收入	1618.76	1970.55	2429.89	3031.09
现金	125.18	60.00	430.07	990.48	营业成本	305.69	381.19	529.67	706.42
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	24.58	33.56	39.14	50.22
应收账款	1582.15	1708.06	1536.35	1301.85	营业费用	628.62	827.63	996.26	1212.44
其它应收款	67.22	75.67	71.45	73.56	管理费用	96.13	157.64	145.79	151.55
预付账款	20.18	25.00	30.00	35.00	研发费用	58.44	71.14	87.73	109.43
存货	373.36	457.43	635.61	847.71	财务费用	14.31	4.78	-2.29	-10.53
其他	4.79	5.77	6.09	5.55	资产减值损失	34.45	41.94	51.71	64.51
非流动资产	905.98	1076.86	1318.24	1626.49	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	18.40	18.33	18.34	18.36	投资净收益	0.88	0.88	0.88	0.88
长期投资	6.06	10.06	7.88	8.00	其他经营收益	0.76	0.32	0.44	0.51
固定资产	669.91	836.28	1053.63	1341.42	营业利润	458.18	453.86	583.20	748.43
无形资产	95.56	122.60	153.14	171.94	营业外收支	-5.96	-5.96	-5.96	-5.96
在建工程	43.39	34.72	27.77	22.22	利润总额	452.22	447.89	577.24	742.46
其他	72.64	54.86	57.47	64.54	所得税	58.17	57.61	74.25	95.50
资产总计	3078.86	3408.79	4027.81	4880.64	净利润	394.05	390.28	502.99	646.96
流动负债	686.76	635.71	746.46	952.74	少数股东损益	19.94	19.75	25.46	32.74
短期借款	191.56	50.09	0.00	0.00	归属母公司净利润	374.11	370.53	477.53	614.22
应付款项	239.59	298.77	415.14	553.67	EBITDA	477.34	506.63	644.45	821.05
预收账款	32.09	38.93	48.09	59.93	EPS (最新摊薄)	1.06	1.05	1.35	1.74
其他	223.51	247.92	283.23	339.14	主要财务比率				
非流动负债	35.92	26.63	31.90	31.48	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	35.92	26.63	31.90	31.48	营业收入增长率	38.51%	21.73%	23.31%	24.74%
负债合计	722.68	662.33	778.35	984.22	营业利润增长率	63.70%	-0.94%	28.50%	28.33%
少数股东权益	68.61	88.36	113.82	146.57	归属于母公司净利润	57.98%	-0.96%	28.88%	28.62%
归属母公司股东权益	2287.57	2658.10	3135.63	3749.85	获利能力				
负债和股东权益	3078.86	3408.79	4027.81	4880.64	毛利率	81.12%	80.66%	78.20%	76.69%
现金流量表					净利率	24.34%	19.81%	20.70%	21.34%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	17.25%	14.52%	15.93%	17.19%
经营活动现金流	-297.97	324.08	726.60	938.25	ROIC	16.04%	14.48%	15.88%	16.93%
净利润	394.05	390.28	502.99	646.96	偿债能力				
折旧摊销	17.42	54.09	69.63	89.24	资产负债率	23.47%	19.43%	19.32%	20.17%
财务费用	14.31	4.78	-2.29	-10.53	净负债比率	26.51%	7.56%	0.00%	0.00%
投资损失	-0.88	-0.88	-0.88	-0.88	流动比率	3.16	3.67	3.63	3.42
营运资金变动	-189.36	-99.61	285.57	368.47	速动比率	2.62	2.95	2.78	2.53
其它	-533.51	-24.58	-128.42	-155.02	营运能力				
投资活动现金流	81.22	-242.99	-308.49	-388.53	总资产周转率	0.58	0.61	0.65	0.68
资本支出	-201.82	-206.31	-273.79	-365.13	应收账款周转率	1.56	1.41	1.74	2.38
长期投资	1.37	-3.93	2.16	-0.13	应付账款周转率	3.67	0.00	0.00	0.00
其他	281.67	-32.75	-36.86	-23.27	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	60.98	-146.27	-48.04	10.69	每股收益(最新摊薄)	1.06	1.05	1.35	1.74
短期借款	81.56	-141.47	-50.09	0.00	每股经营现金流(最	-0.84	0.92	2.06	2.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	6.48	7.53	8.89	10.63
其他	-20.58	-4.79	2.05	10.69	估值比率				
现金净增加额	-155.77	-65.18	370.07	560.41	P/E	15.22	15.37	11.93	9.27
					P/B	2.49	2.14	1.82	1.52
					EV/EBITDA	21.66	11.43	8.37	5.93

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>