

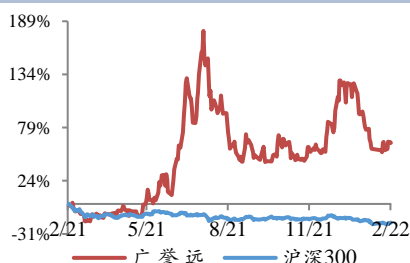
老字号落叶归根，期待国药精品涅槃重生

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022-02-18

收盘价(元)	31.19
近12个月最高/最低(元)	53.35/15.68
总股本(百万股)	492
流通股本(百万股)	492
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	153

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 国药精品，落叶归根

广誉远始创于明嘉靖二十年（公元1541年），距今已有近500年的历史。公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号。股权几经波折后，2021年正式回归山西，公司控股股东由原先的东盛集团变更为晋创投资（持股14.53%，山西国资委控股）。公司一直坚持精品中药路线，综合毛利率相对较高，并且精品中药占比持续提升，2020年精品中药已经占整体营收20%以上。

● 重回山西国有控股，期待治理结构进一步改善

2021年9月3日，晋创投资与神农科技集团签署委托协议，其所持有的广誉远股权表决权委托给神农科技集团行使，意味着神农科技集团接管。人事上原董事长张斌申请辞去公司董事长职务但仍担任公司董事、总裁。选举鞠振为公司第七届董事会董事长。并选鞠振、李晓军、刘兆维为第七届董事会董事。三人均来自山西国资，意味着山西国资接掌广誉远董事会。

神农科技集团是山西省属农业旗舰劲旅，是整合山西省农业科技资源组建而成的山西省属国有大型农业科技型企业，可以期待神农科技今后为广誉远的长远健康可持续发展提供坚实支撑和广阔空间。

● 核心品种产品力极强，学术+营销构建双重驱动力

公司核心产品群为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸以及养生酒，都具有极强的产品力和市场空间。定坤丹作为宫闱圣药，独占鳌头，为2020年中国城市零售药店中成药妇科用药TOP1。龟龄集有500历史保密配方，并且龟龄集一直在寻求其他治疗领域的新突破，逐步扩充产品的治疗人群。安宫牛黄丸因其选材炮制精良被评为“国家级非物质文化遗产”。养生酒围绕“药渠+餐饮+电商”三线并举，战略旗帜鲜明，成为保健酒的生力军。

公司始终坚持以学术引领和科研创新为持续发展的动力源泉，一方面重点围绕定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸的循证医学研究，另一方面通过经典名方相关基础探究中药制剂化学成分研究。截止2021年6月在研项目26项，累计发表相关论文200余篇，硕果累累。

营销上一手抓终端医院，开展线下传播活动，提升广誉远产品和品牌的市场形象。另一方面与连锁龙头、中小药店共同合作，提高公司产品零售终端覆盖率和产出率。经过长时间的渠道搭建，相信未来放量可期。

● 投资建议

我们预计，公司2021~2023年收入分别8.9/12.6/16.4亿元，分别同比

增长-19.7%/41.5%/29.7%，归母净利润分别为-0.3/0.4/1.7亿元，分别同比增长-204.2%/233.4%/286.9%，对应2021~2023年EPS为-0.07/0.09/0.35元。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

● 风险提示

行业政策及市场竞争加剧风险；原材料供给及价格波动风险；治理改善不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1109	891	1261	1635
收入同比 (%)	-8.8%	-19.7%	41.5%	29.7%
归属母公司净利润	32	-33	44	172
净利润同比 (%)	-75.4%	-204.2%	233.4%	286.9%
毛利率 (%)	71.2%	70.1%	73.1%	76.1%
ROE (%)	1.3%	-1.4%	1.8%	6.6%
每股收益 (元)	0.07	-0.07	0.09	0.35
P/E	213.29	—	344.96	89.16
P/B	3.05	6.45	6.33	5.91
EV/EBITDA	179.95	127.62	73.90	41.84

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国药精品，落叶归根.....	5
2 国药精品涅槃重生值得期待.....	9
2.1 重回山西国有控股，期待治理结构进一步改善.....	9
2.2 核心品种产品力极强.....	10
2.3 学术研究+营销搭建双重驱动.....	12
3 投资建议与盈利预测.....	15
3.1 盈利预测.....	15
3.2 投资建议.....	16
风险提示：.....	17
财务报表与盈利预测.....	18

图表目录

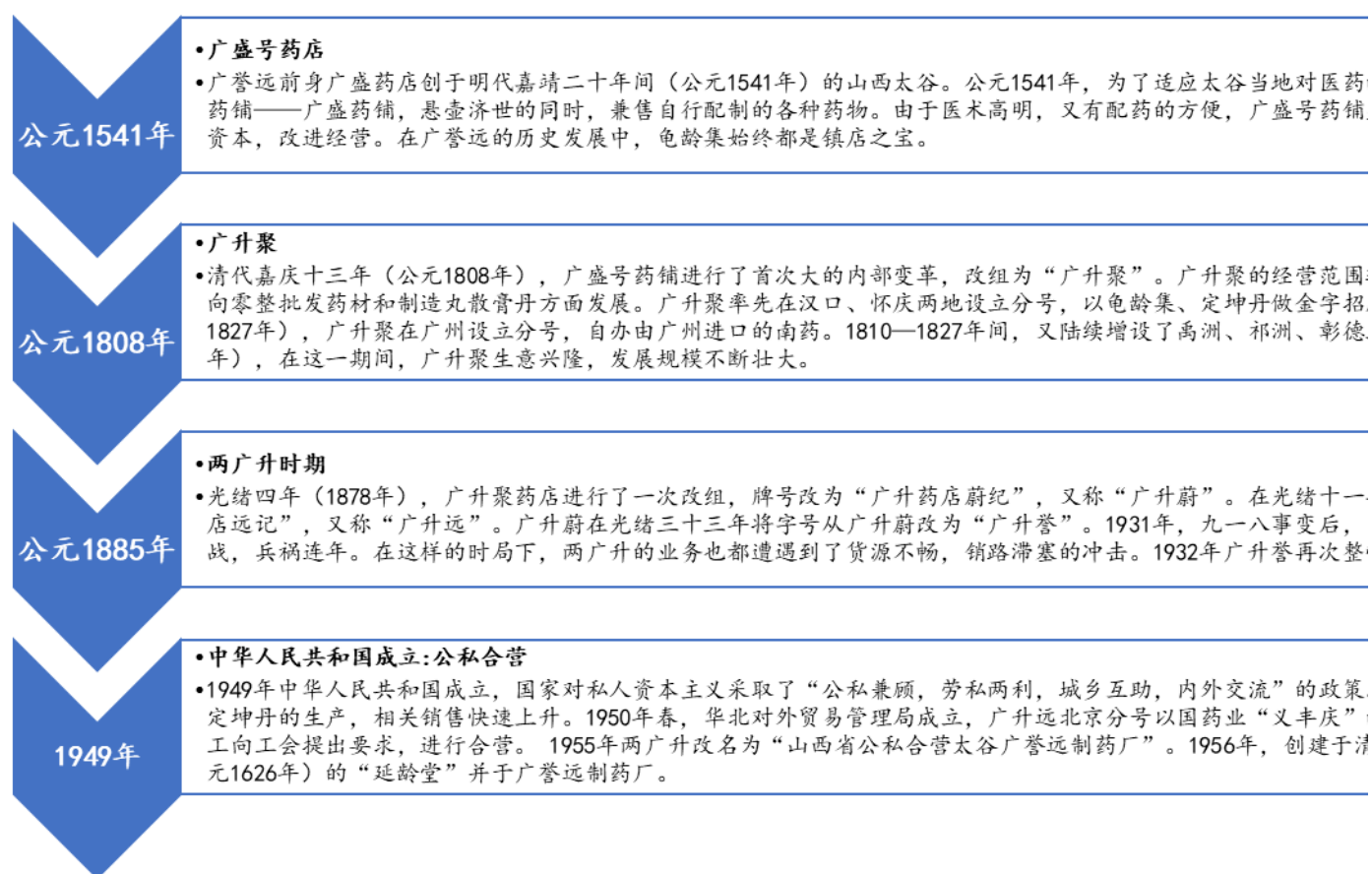
图表 1 公司历史悠久	5
图表 2 广誉远股权结构	6
图表 3 公司管理层情况	6
图表 4 公司营业收入及增速	7
图表 5 公司归母净利润及增速	7
图表 6 公司毛利率与净利率	8
图表 7 公司各项费用率	8
图表 8 公司历年收入结构 (亿元)	8
图表 9 公司 2021H1 收入结构	8
图表 10 公司主要产品	8
图表 11 山西神农科技股权结构	10
图表 12 公司研发费用情况	13
图表 13 2020 年公司研发项目情况	13
图表 14 公司预测拆分汇总	15
图表 15 上市公司估值对比	15

1 国药精品，落叶归根

广誉远始创于明嘉靖二十年（公元 1541 年），距今已有近 500 年的历史，其间历经广盛号药店、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药厂更迭。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”，为山西省中药企业典范，并在 2006 年成为首批被中华人民共和国商务部认定的“中华老字号”企业。

公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号，其中龟龄集是目前国内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”，其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的制作技艺均已先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸的制作技艺则入选山西省非物质文化遗产名录。

图表 1 公司历史悠久



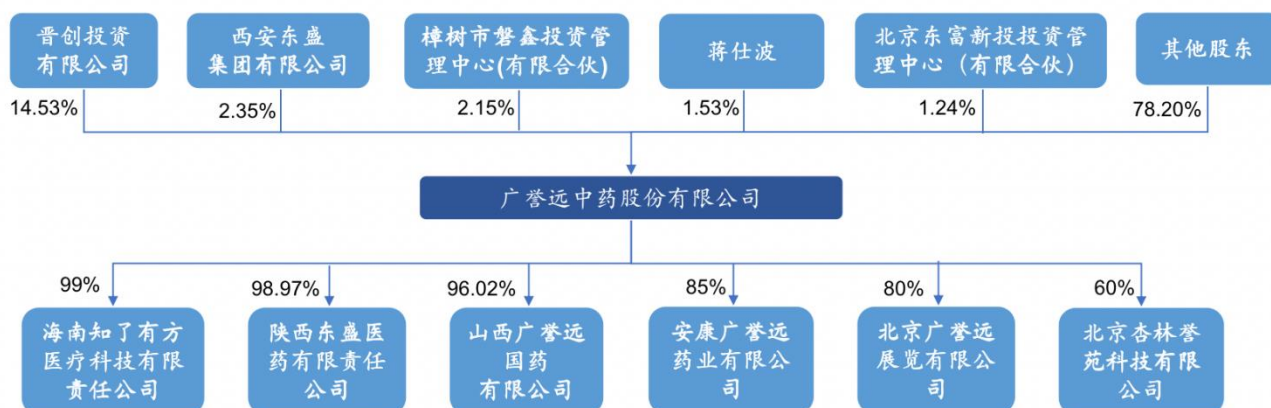
资料来源：公司官网，华安证券研究所

股权几经波折。山西广誉远前身为山西中药厂，2003 年陷入经营困难的山西中药厂由于资不抵债，被东盛集团以 0 元收购。2003 年的重组中晋中市国资委以土地入股持有占 5% 股权，东盛集团则获得山西广誉远 95% 股权。2007 年，东盛集团将手中 95% 股份注入上市公司东盛科技。2012 年公司为了化解退市风险，将持有的山西广誉远国药有限公司 40% 股权转让给东盛集团，并正式更名广誉远。后续几经周折，山西广誉远全部注入上市公司体系，持股比例 96%。

落叶归根，重回山西国资。2019 年 9 月当时控股股东东盛集团以 6.6 亿元的对

价将其所持广誉远 8.13%股权转让给山西创投公司（山西省国资委下属投资公司，现已更名为晋创投资），山西创投公司成为第二大股东。2021 年 1 月，上市公司将注册地由青海变更至山西。后续为解决与晋创投资的股权与债权纠纷，东盛集团将其质押给晋创投资的广誉远 6.40%的股权过户抵偿给晋创投资，用于清偿其欠付晋创投资的相应债务，公司控股股东将由东盛集团变更为晋创投资（持股 14.53%），7 月 16 日，广誉远控股股东正式变更为山西国资委。

图表 2 广誉远股权结构（2022/2）



资料来源：wind，华安证券研究所

神农科技集团接管。2021 年 12 月 6 日公司发布公告称，原董事长张斌申请辞去公司董事长职务辞职后，张斌仍担任公司董事、总裁。选举鞠振为公司第七届董事会董事长。并选鞠振、李晓军、刘兆维为第七届董事会董事。三人均来自山西国资，意味着山西国资接掌广誉远董事会。

图表 3 公司管理层情况

姓名	职务	任职时间	履历
鞠振	董事长、 董事	2021/12/6	硕士，曾任山西省运城市委常委、河津市委书记、山西省委农村工作领导小组办公室主任、山西省农业农村厅党组书记、厅长。现任神农科技集团有限公司党委书记，董事长。
李晓君	副董事 长、董事	2021/12/6	硕士。曾任晋能集团吕梁有限公司党委副书记，执行董事，经理、晋能集团临汾有限公司党委书记，执行董事，经理、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司党委常委，总会计师。现任神农科技集团有限公司总会计师。
张斌	董事	2000/2/26	硕士，曾任西安东盛集团有限公司总经理助理，陕西东盛医药有限责任公司总经理，广誉远中药股份有限公司董事，副总裁，总裁，董事长。现任西安东盛集团有限公司董事，广誉远中药股份有限公司董事。

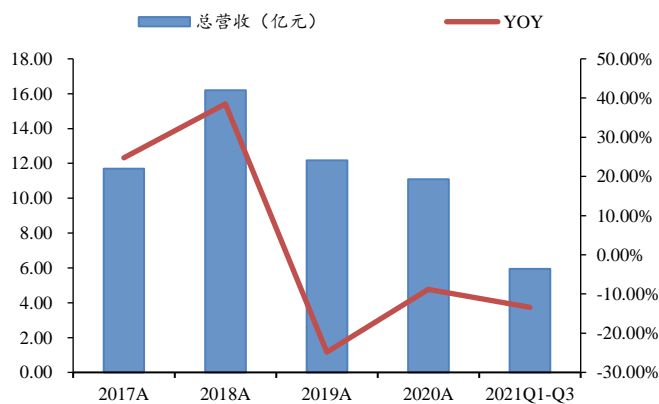
徐智麟	董事	2013/6/12	博士. 曾任国泰证券有限公司交易部副总经理、国泰基金管理有限公司总经理助理, 投资部总监, 投资研究联席会议主席、新产品开发部总监等、金泰基金的基金经理。现任广誉远中药股份有限公司董事, 上海钧齐投资管理有限公司董事长, 广誉远(上海)龟龄集药业有限公司执行董事。
季占璐	董事	2020/9/11	本科. 曾任太原钢铁(集团)有限公司资本运营部副部长, 山西省国有资产监督管理委员会资本运营处副处长(挂职, 主持工作)。现任山西省国有资本运营有限公司资本市场部部长。
刘兆维	董事	2021/12/6	硕士. 曾任兴业银行桃园支行副行长, 兴业银行太原分行营业部总经理、现任晋创投资有限公司副董事长, 总经理

资料来源: wind, 华安证券研究所

多因素扰动下业绩持续下滑。公司自 2019 年营业收入出现显著下滑, 2020 年叠加疫情因素进一步下降。利润端萎缩更为明显, 2020 年归母净利润为 0.32 亿元, 而扣非后为亏损。

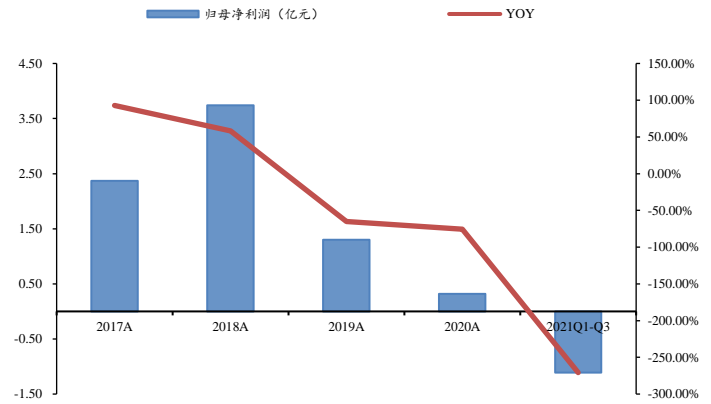
公司发布 2021 年业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润为-3.30 亿元左右, 与上年同期相比将减少 3.62 亿元左右。预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-3.61 亿元左右。主要原因还是疫情、原材料价格上涨以及销售费用提升。

图表 4 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

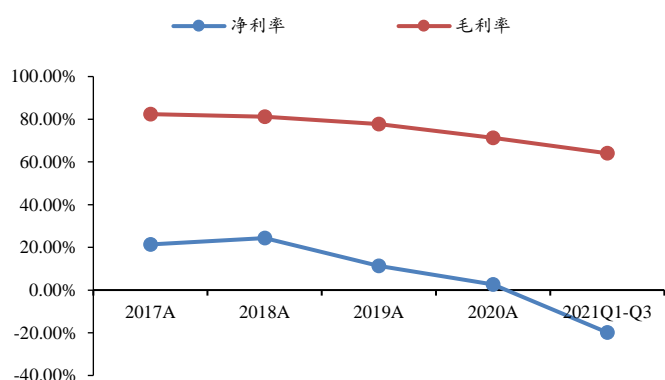
图表 5 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

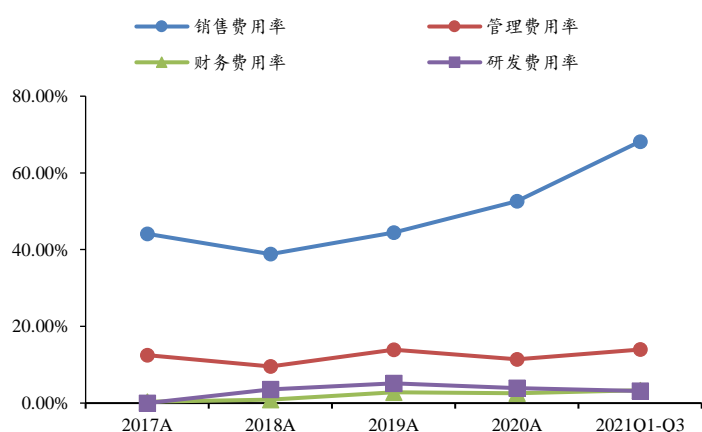
精品国药带来高毛利水平, 近年来持续加大销售投入。公司销售重点产品为精品国药, 综合毛利率在较高的 60% 以上。净利率持续下滑主要是为了应对疫情影响客流下降, 以及医保控费、处方药政策监管等不利影响, 公司加大市场各类形式多样的营销活动投入, 使得终端营销、动销费用和品牌建设费用投入持续加大, 导致销售费用大幅增加。

图表 6 公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

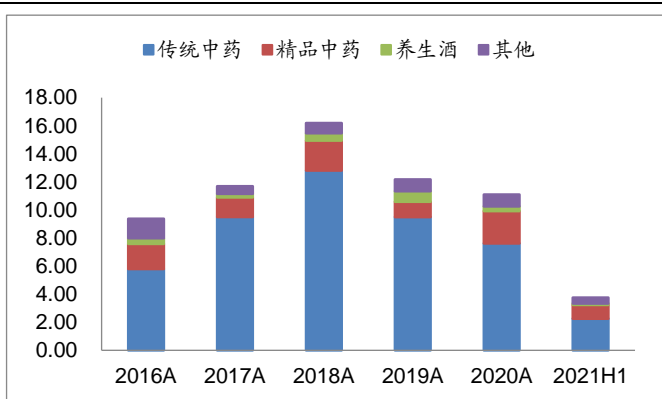
图表 7 公司各项费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

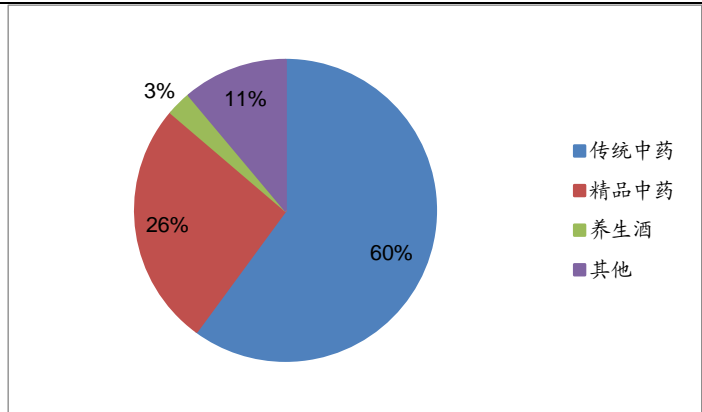
公司产品分为三大类:以龟龄集、定坤丹蜜丸为主的传统中药;以精品龟龄集、双天然安宫牛黄丸为主的精品中药和龟龄集养生酒。收入结构上以传统中药为主,但精品中药占比持续提升,2021年精品中药已经占整体营收的26%。

图表 8 公司历年收入结构 (亿元)




资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司 2021H1 收入结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司主要产品

药(产)品名称	主要治疗领域	规格	药(产)品图	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
龟龄集	内科扶正	每粒装 0.3g		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。	是	否	否	否

定坤丹 大蜜丸	妇科 扶正	每丸重 10.8g		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。	是	否	是	是
定坤丹 大蜜丸	妇科 扶正	每丸重 6g		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。	是	否	否	是
定坤丹 水蜜丸	妇科 扶正	每瓶装 7g		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。	是	否	是	是
定坤丹 口服液	妇科 扶正	每支装 10ml		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。	是	否	否	否
安宫牛 黄丸	内科 开窍	每丸重 3g		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。	是	否	否	否
牛黄清 心丸	内科 开窍	每丸重 3g		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。	是	否	否	否
加味 龟龄集 酒	内科 扶正	每瓶装 750ml/500 ml/250ml/ 125ml/30m l		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。	是	否	否	否
龟龄集 酒	保健 酒	每瓶装 125ml/250 ml/ 450ml/500 ml/ 700ml		延缓衰老、抗疲劳。	否	否	否	否

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 国药精品涅槃重生值得期待

2.1 重回山西国有控股，期待治理结构进一步改善

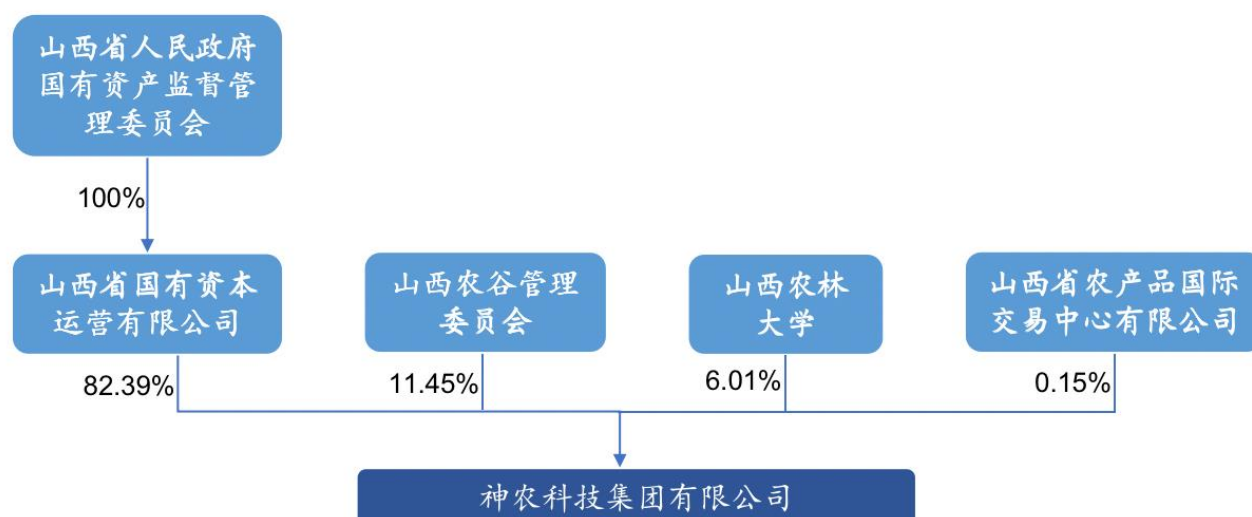
2021年9月3日，晋创投资与神农科技集团签署委托协议，协议约定晋创投资将其持有的广誉远约7150.9万股股份所对应表决权委托给神农科技集团行使，此举意味着广誉远由神农科技接管。神农科技官微上表示，今后晋创公司将继续按照省委省政府的相关指示和国资运营公司的安排部署，持续协助神农科技集团依托上市公司平台，真正将广誉远打造成为山西中医药旗舰龙头，立足山西，辐射全国，为培育山西中医药明星品牌作出更大贡献。

神农科技集团有限公司成立于2020年10月21日，是整合山西省农业科技资源组建而成的山西省属国有大型农业科技企业，由山西省人民政府国有资产监督管理委员会直接监管，主要经营范围是晋中国家农业高新技术产业示范区(山西农谷)的建设运营和现代科技农业的示范引领。

神农科技集团是山西省属农业旗舰劲旅，肩负着山西农业产业振兴和打造山西省特色现代农业新引擎的使命，拥有众多优质资源，是我省最具规模、最具专业性的农业资本投资平台、农业科技创新服务平台和农业产业品牌孵化平台。

董事长鞠振表示，广誉远与神农科技集团的对接，是新生事物与古老文化的完美交融，将为广誉远的长远健康可持续发展提供坚实支撑和广阔空间。

图表 11 山西神农科技股权结构



资料来源：企查查，华安证券研究所

2.2 核心品种产品力极强

公司核心产品群为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸以及养生酒。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”，其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的制作技艺均已先后入选国家级非物质文化遗产名录，牛黄清心丸的制作技艺则入选山西省非物质文化遗产名录。

并且产品间的组合能够进一步提升使用场景。例如定坤丹和龟龄集的组合能够从两性双方帮助提升生育；龟龄集+安宫+牛黄清心，则是在当前的老龄化社会下，针对人群的高血压、心脑血管疾病、衰弱改善有很好的治疗和保健功效。

定坤丹：宫闹圣药，独占鳌头

定坤丹属于甲类非处方药，主治滋补气血，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。

作为“宫闹圣药”，广誉远定坤丹传承至今已有 300 年历史，汇集了八大经典名方，精选 30 味道地药材，280 道古法炮制工艺，每一颗药丸的诞生都经过了极致繁复的工序才得以形成。

米内网数据显示，2020 年中国城市零售药店妇科中成药市场销售额超过 50 亿元规模；妇科调经药和妇科炎症用药仍然为两大主力，合计市场份额超过 80%。其中山西广誉远国药位居 2020 年中国城市零售药店中成药妇科用药 TOP1，占厂家销售格局市场份额 8.41%。

临床上，定坤丹被《中成药治疗痛经临床应用指南》列为推荐用药。由国家中医药管理局《中成药治疗优势病种临床应用指南》标准化项目组制定的《中成药治疗痛经临床应用指南（2021 年）》正式发布，定坤丹作为治疗原发性痛经、继发性痛经的推荐中成药收录其中。

龟龄集：保密配方，不断开拓

龟龄集拥有近 500 年历史的龟龄集，自创制于明朝以来，就深受明清两朝十八位帝王的青睐，不仅把它作为有助于延续皇室血脉的补肾良药，还将其视为延年益寿的养生佳品。

主治为强身补脑，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。目前的主要适用人群是 40 岁以上的中老年人以及男性助育等。

并且龟龄集一直在寻求其他治疗领域的新突破，逐步扩充产品的治疗人群。2022 年 1 月 19 日，由中国中医科学院西苑医院牵头，李浩院长、陈可冀院士领衔，全国 13 家三甲医院临床研究单位参与，发表在《中国中西医结合杂志》题为“龟龄集胶囊治疗轻-中度老年认知障碍肾虚髓减证多中心随机双盲对照研究”的研究论文，重点研究了龟龄集胶囊治疗轻-中度老年认知功能障碍（肾虚髓减证）临床有效性及安全性。为龟龄集改善认知功能障碍提供了 RCT 高级别证据。

安宫牛黄丸：选材炮制彰显精品特色

广升远（广誉远前身）从光绪十一年（1885 年）就开始生产安宫牛黄丸，成为国内首个炮制安宫的企业。2014 年，广誉远国药的安宫牛黄丸由于深厚的历史渊源、精湛的炮制技术、优秀的市场口碑，被评为“国家级非物质文化遗产”。

2020 年，安宫牛黄丸也实现了营销新突破，新增开发医院近百家，全国累计开发医院近 500 家，为该品种突破上量奠定扎实的基础。2020 年公司共计开发医院近千家，为医院终端的销售稳定和增长势能提供了有力保证，并有效带动了 OTC 市场的增长。

养生酒：保健酒的生力军

公司养生酒主要是加味龟龄集酒和龟龄集酒。区别在于加味为中药产品更有保健药品功能，主打药品渠道；而龟龄集酒为保健食品，主打餐饮电商渠道。

公司养生酒围绕“药渠+餐饮+电商”三线并举，战略旗帜鲜明。

药渠方面，公司结合市场变化和消费需求，聚焦山西、湖南、江苏等重点市场，以纯销考核为主要目标，坚持打造样板连锁、样板门店，借助“节日+养生”的主题活动进一步带动销售。

餐饮电商方面，对铺货终端进行优化筛选，淘汰部分滞销终端，重点培育重庆、陕西、广东和广西市场。在稳定电商推广同时，通过品鉴会、冠名赞助商业活动、探索圈层营销、个性化定制等多样性的圈层营销和跨界推广，积极探索养生酒发展新方向。

2.3 学术研究+营销搭建双重驱动

学术研究打下坚实基础

公司始终坚持以学术引领和科研创新为持续发展的动力源泉，通过强化内部研究开发和外部学术科研并重，双管齐下，深度协同合作，围绕打造“高品质中药战略”的目标方向，形成了“产-学-研”三位一体的强有力学术科研开发模式，为深入发掘产品优势，挖掘传统中药的现代医学理论研究提供保障。

学术引领和科研创新是公司始终明确的科研发展方向，公司通过专业学术体系打造公司的产品优势，围绕打造“高品质中药战略”的目标，形成了“产-学-研”协同深度合作研究的运转体系，进一步提升公司产品的临床价值和空间，为公司持续发展提供动力源泉，为深入发掘产品优势，挖掘传统中药的良好作用机理，用现代医学理论阐释中医药产品疗效提供支持。

公司的研发工作是以产业化为研发重点，对项目立项、药物筛选、产学研协同合作等过程事项进行充分论证。依靠公司拥有丰富的中成药产品群，科研工作的方向以现有产品的二次科研为主、新经典名方研发为辅，在研究开发方面注重自主创新能力的培养，兼顾新厂工艺技术的改进，又充分考虑学术研究引领和服务产品营销，已经形成了适合于广誉远技术创新和科学发展的机制环境和技术支持。

公司重点围绕定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸的研发，聚焦不孕症、心脑血管（高血压高脂血症）、老年痴呆、老年衰弱综合征（老年人内在能力低下）等，继续推进广誉远定坤丹对 DOR 不孕症、龟龄集对老年衰弱综合征、安宫牛黄丸对意识障碍等基础和临床科研项目。并继续推进实施安宫牛黄丸等产品的多项真实世界研究，促进公司核心产品在脑科领域、生殖领域、老年病领域的市场份额，进一步丰富产品科研资料，为广誉远古法炮制研究提供学术支持，同时梳理除出产品差异化理论助推产品标准化质量体系的提升和营销升级。

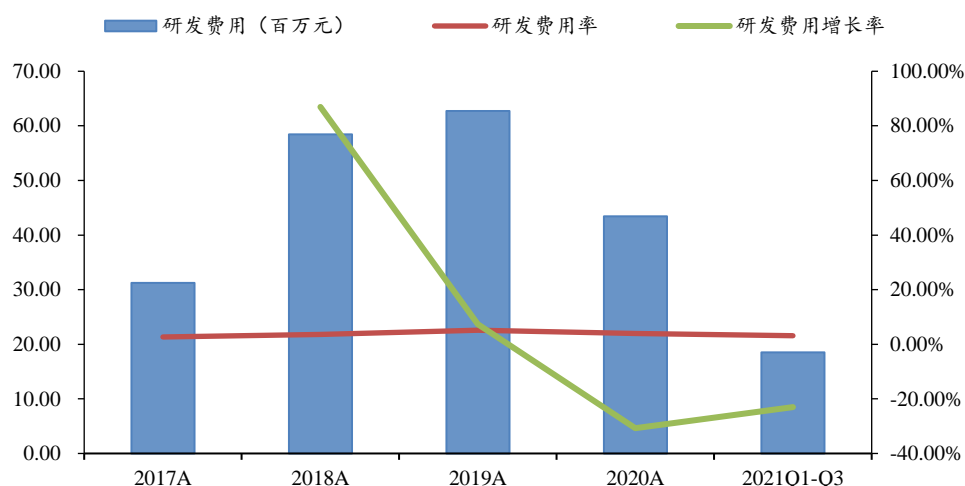
同时，公司通过经典名方相关基础研究，尤其是中药制剂化学成分研究，已为所生产的中药制剂建立了中药指纹图谱，从而更加科学、精确地评价和控制传统经典名方产品的整体质量，目前，公司产品批间指纹图谱一致率达 92% 以上。

截止 2021 年 6 月，公司在研项目 26 项，累计发表相关论文 200 余篇，其中 SCI 期刊收录论文 13 篇，当期被 SCI 收录 1 篇，题为《定坤丹对低预后女性体外受精-胚胎移植妊娠结局的影响：一项多中心、随机、双盲、安慰剂对照试验》。

长期以来，公司投入大量人力物力，推动中药基础研究和循证医学研究。公司

拥有实力雄厚的专家学者团队,多位国医大师和名老中医、药学专家担任高级顾问。同时,公司充分发挥资源互补优势,与厦门大学、中国药科大学、上海中医药大学等多所知名专业院校共建联合实验室、研究生联合培养基地。并联合中国医学科学院北京协和医院、天津中医药大学第一附属医院、中国中医科学院西苑医院等数十家医疗机构的知名专家、业界泰斗围绕公司核心产品开展了多项多中心循证医学研究,相应的学术成果先后在国内外知名期刊上发表。因此研发费用不断攀升,2019年研发费用更是达到6300万元,研发费用率为5.15%。

图表 12 公司研发费用情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 2020 年公司研发项目情况

研发项目	研发投入金额 (万元)	研发投入费用化金额 (万元)
定坤丹非临床安全评价和毒理学研究	215.99	215.99
定坤丹治疗子宫内膜异位症多中心临床试验	477.04	477.04
龟龄集胶囊用于特发性少、弱、畸精子症患者随机、双盲、安慰剂对照多中心临床试验	125.87	125.87
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	208.09	208.09
广誉远经典名方二次开发联合实验室	333.65	333.65
定坤丹治疗 PCOS 临床系统生物学研究	88.39	88.39
定坤丹的质量提升研究	-	-
三鞭温阳胶囊治疗勃起功能障碍临床试验	97.89	97.89
厦门大学医学院-广誉远联合实验室研究项目	37.14	37.14
定坤丹保护卵巢功能不全卵母细胞线粒体 DNA 氧化损伤的作用及机制研究	68.58	68.58
龟龄集非临床安全性评价和毒理学研究	155.92	155.92

定坤丹（水蜜丸）对卵巢低反应患者 IVF/ICSI-ET 结局的影响	15.55	15.55
定坤丹口服液有效性、安全性研究	23.73	23.73
六味地黄系列水蜜丸工艺研究	365.86	365.86
西黄丸工艺变更及恢复生产研究	139.54	139.54
小儿清热化积散矫味研究及申报	81.52	81.52
新产品上市特色工艺探索研究	258.02	258.02
基于医路云系统对定坤丹治疗排卵障碍性不孕症 真实世界的研究	194.37	194.37
传统中药配方定坤丹对低预后女性体外受精-胚胎 移植结局的影响：一项多中心、双盲、随机、安慰 剂对照试验	345.16	345.16
评价龟龄集胶囊联合西地那非治疗 ED 的临床有 效性和安全性临床试验	272.46	272.46
龟龄集胶囊治疗老年衰弱综合征临床研究	242.43	242.43
知了有方 APP 项目	429.74	7.88
其他研究项目	591.12	589.07

资料来源：公司公告，华安证券研究所

营销搭建未来可期

渠道建设：一手抓行业龙头企业的战略合作，一手抓终端医院、连锁药店、院外药房、黄金单店、特色诊所等终端的精细化管理，并适应新的发展趋势，加大线上线下推广力度，积极推行内部合伙人模式和第三终端渠道开拓，同时从产品功效、适应症和渠道特点出发，优化内部营销组织架构，为公司整体营销的可持续发展夯实基础。2020年，公司实现了安宫牛黄丸和牛黄清心丸的高速增长，并迅速位居品类前列。此外，公司聚焦重点连锁门店，集中优势专业服务资源，实现终端销售的稳步发展。公司共计开发医院近千家，为医院终端的销售稳定和增长势能提供了有力保证，并有效带动了 OTC 市场的增长。

OTC 方面，公司与国大药房、海王星辰、一心堂、老百姓等 TOP10 连锁龙头继续合作的同时，重视与区域龙头及有影响力的中小连锁和社会单体药店及特色诊所的合作，通过大力开发 TOP400 连锁，打造黄金单店，拓展优质单体店、门诊和中医馆，严格执行终端四到位，强化日常管理，优化绩效考核，提高团队人员的积极性和主动性，进一步挖掘区域产能，提高公司产品零售终端覆盖率和产出率。面对疫情对传统门店终端的销售影响，公司积极开展线上培训、线上直播、与连锁合作线上专场推广等活动，持续保证与客户的沟通互动亲密度、与专家资源知识传播的持续性。2020 年累计开展连锁培训 1,654 场，直播培训 530 场，召开圆桌会议 216 场，并组织 and 举办全国文化行活动，“金牌健康管理师”活动、“百城千店”地推活动、好孕专柜等活动，持续赋能连锁终端营销升级，共建共赢，提升终端动销和复购率。

围绕学术能力圈，公司积极开展线下传播活动。2021 年上半年公司参加全国妇科内分泌巡讲 15 场次，参加“她健康”全国基层妇产科医师培训 65 场，参办全国大型医学类学术会议 5 场，省市级线下/线上学术会议 84 场，以传播传统中医药文化为使命文化行活动 9 场次，组织召开科室推广会 400 余场，有效提升广誉远产品和品牌的市场形象。

3 投资建议与盈利预测

3.1 盈利预测

关键假设：2021 年股权变更正式完成，预期股权变更后开启公司梳理和改革，因此 2022 年为改革之年，预期营收可以回归到 2020 年水平。而 2023 年开启稳步增长状态。

图表 14 公司预测拆分汇总

百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入		1,109	891	1,261	1,635
	(+/-%)	-8.8%	-19.7%	41.5%	29.7%
营业成本		319	267	339	391
	毛利率	71.2%	70.1%	73.1%	76.1%
传统中药		762	609	884	1,149
	YOY	-19.8%	-20.0%	45.0%	30.0%
	毛利率	73.7%	73.0%	75.0%	78.0%
精品中药		230	173	251	338
	YOY	111.0%	-25.0%	45.0%	35.0%
	毛利率	77.8%	77.0%	80.0%	82.0%
养生酒		33	33	43	56
	YOY	-55.6%	0.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	53.7%	60.0%	68.0%	68.0%
其他		84	76	83	91
	YOY	0.6%	-10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 上市公司估值对比

股票	股票	收盘价	EPS(元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
代码	名称	(元)								
600436.SH	片仔癀	356.35	2.77	4.03	4.98	6.16	128.65	88.42	71.62	57.88
600085.SH	同仁堂	43.30	0.75	0.93	1.10	1.29	57.73	46.77	39.46	33.46
000423.SZ	东阿阿胶	37.46	0.07	0.69	1.62	2.26		54.57	23.06	16.54
平均值							93.19	63.25	44.71	
600771.SH	广誉远	31.38	0.07	-0.07	0.09	0.38	448.29		344.23	81.80

资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 投资建议

国药精品，落叶归根

广誉远始创于明嘉靖二十年（公元 1541 年），距今已有近 500 年的历史。公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号。股权几经波折后，2021 年正式回归山西，公司控股股东由原先的东盛集团变更为晋创投资（持股 14.53%，山西国资委控股）。公司一直坚持精品中药路线，综合毛利率相对较高，并且精品中药占比持续提升，2020 年精品中药已经占整体营收 20% 以上。

重回山西国有控股，期待治理结构进一步改善

2021 年 9 月 3 日，晋创投资与神农科技集团签署委托协议，其所持有的广誉远股权表决权委托给神农科技集团行使，意味着神农科技集团接管。人事上原董事长张斌申请辞去公司董事长职务但仍担任公司董事、总裁。选举鞠振为公司第七届董事会董事长。并选鞠振、李晓军、刘兆维为第七届董事会董事。三人均来自山西国资，意味着山西国资接掌广誉远董事会。

神农科技集团是山西省属农业旗舰劲旅，是整合山西省农业科技资源组建而成的山西省属国有大型农业科技企业，可以期待神农科技今后为广誉远的长远健康可持续发展提供坚实支撑和广阔空间。

核心品种产品力极强，学术研究+营销搭建双重驱动

公司核心产品群为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸以及养生酒，都具有极强的产品力和市场空间。定坤丹作为宫闱圣药，独占鳌头，为 2020 年中国城市零售药店中成妇科用药 TOP1。龟龄集有 500 历史保密配方，并且龟龄集一直在寻求其他治疗领域的新突破，逐步扩充产品的治疗人群。安宫牛黄丸因其选材炮制精良被评为“国家级非物质文化遗产”。养生酒围绕“药渠+餐饮+电商”三线并举，战略旗帜鲜明，成为保健酒的生力军。

公司始终坚持以学术引领和科研创新为持续发展的动力源泉，一方面重点围绕定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸的循证医学研究，另一方面通过经典名方相关基础研究中药制剂化学成分研究。截止 2021 年 6 月在研项目 26 项，累计发表相关论文 200 余篇，硕果累累。

营销上一手抓终端医院，开展线下传播活动，提升广誉远产品和品牌的市场形象。另一方面与连锁龙头、中小药店共同合作，提高公司产品零售终端覆盖率和产出率。经过长时间的渠道搭建，相信未来放量可期。

我们预计，公司 2021~2023 年收入分别 8.9/12.6/16.4 亿元，分别同比增长 -19.7%/41.5%/29.7%，归母净利润分别为 -0.3/0.4/1.7 亿元，分别同比增长 -204.2%/233.4%/286.9%，对应 2021~2023 年 EPS 为 -0.07/0.09/0.35 元。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险提示:

- 行业政策及市场竞争加剧风险: 医药行业是政策驱动型行业, 受国家政策影响较大, 相关改革措施的出台与落地, 可能会使行业经营模式、公司竞争格局等发生较大变化, 行业不确定性进一步增加。
- 原材料供给及价格波动风险: 中药材是中成药制造产业发展的物质基础, 其市场产量、药材品质和价格直接影响公司的制造成本和利润空间。
- 治理改善不及预期风险: 公司股权变更时间较短, 后续发展的方向和战略还不能完全明确, 存在治理改善不及预期的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2811	2689	3004	3413	营业收入	1109	891	1261	1635
现金	394	780	329	49	营业成本	319	267	339	391
应收账款	1560	1155	1703	2164	营业税金及附加	16	13	18	23
其他应收款	149	100	155	192	销售费用	584	550	719	850
预付账款	34	28	36	41	管理费用	83	78	108	137
存货	363	410	453	562	财务费用	29	3	-4	0
其他流动资产	313	216	327	405	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	987	941	883	812	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	19	25	31	投资净收益	-2	-2	-3	-3
固定资产	769	711	640	556	营业利润	0	-31	48	187
无形资产	100	107	113	120	营业外收入	28	0	0	0
其他非流动资产	105	105	105	105	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	3798	3630	3887	4226	利润总额	18	-31	48	187
流动负债	1272	1135	1351	1530	所得税	-12	0	7	28
短期借款	300	300	300	300	净利润	30	-31	41	159
应付账款	219	238	267	329	少数股东损益	-2	3	-3	-13
其他流动负债	754	597	784	902	归属母公司净利润	32	-33	44	172
非流动负债	56	56	56	56	EBITDA	40	117	208	374
长期借款	26	26	26	26	EPS (元)	0.07	-0.07	0.09	0.35
其他非流动负债	30	30	30	30					
负债合计	1328	1191	1407	1587					
少数股东权益	58	60	57	44	主要财务比率				
股本	492	492	492	492	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1637	1637	1637	1637	成长能力				
留存收益	283	250	294	466	营业收入	-8.8%	-19.7%	41.5%	29.7%
归属母公司股东权	2412	2379	2423	2595	营业利润	-100.2%	-10211.7%	256.9%	286.9%
负债和股东权益	3798	3630	3887	4226	归属于母公司净利	-75.4%	-204.2%	233.4%	286.9%
					获利能力				
					毛利率(%)	71.2%	70.1%	73.1%	76.1%
					净利率(%)	2.9%	-3.7%	3.5%	10.5%
					ROE(%)	1.3%	-1.4%	1.8%	6.6%
					ROIC(%)	0.1%	-1.1%	1.4%	5.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	35.0%	32.8%	36.2%	37.5%
					净负债比率(%)	53.8%	48.8%	56.7%	60.1%
					流动比率	2.21	2.37	2.22	2.23
					速动比率	1.90	1.98	1.86	1.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.25	0.32	0.39
					应收账款周转率	0.71	0.77	0.74	0.76
					应付账款周转率	1.46	1.12	1.27	1.19
					每股指标(元)				
					每股收益	0.07	-0.07	0.09	0.35
					每股经营现金流	-0.15	1.01	-0.70	-0.35
					每股净资产	4.90	4.83	4.93	5.28
					估值比率				
					P/E	213.29	—	344.96	89.16
					P/B	3.05	6.45	6.33	5.91
					EV/EBITDA	179.95	127.62	73.90	41.84

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。