（报告出品方/分析师：华安证券 谭国超 李昌幸）

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。

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。

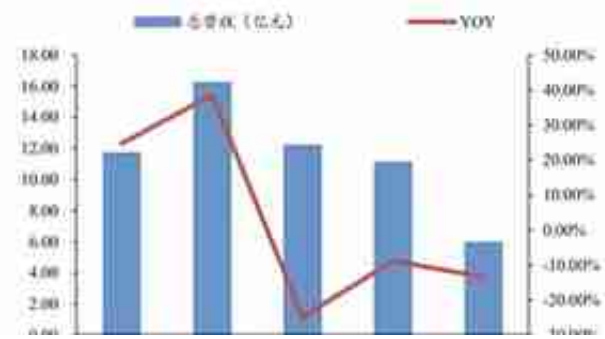
2019年 9 月当时控股股东东盛集团以 6.6 亿元的对价将其所持广誉远 8.13%股权转让给山西创投公司（山西省国资委下属投资公司，现已更名为晋创投资），山西创投公司成为第二大股东。

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。

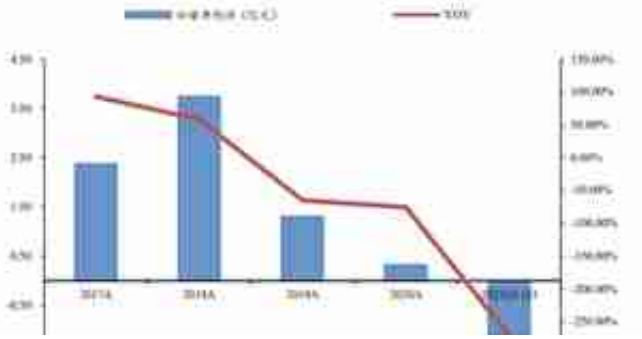
图表 3 公司管理层情况

姓名	职务	任职时间	履历
梅 [illegible]	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。
[illegible]	[illegible]	[illegible]	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

图表 4 公司营业收入及增速



图表 5 公司归母净利润及增速

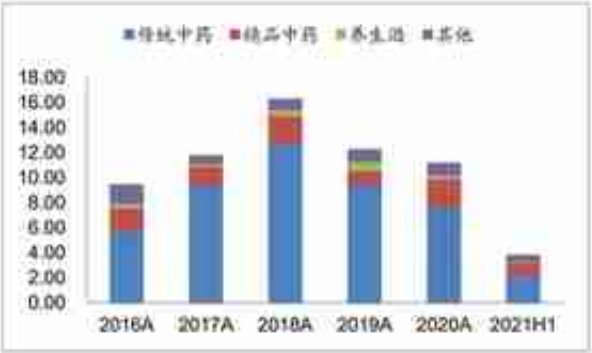


精品国药带来高毛利水平，近年来持续加大销售投入。

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

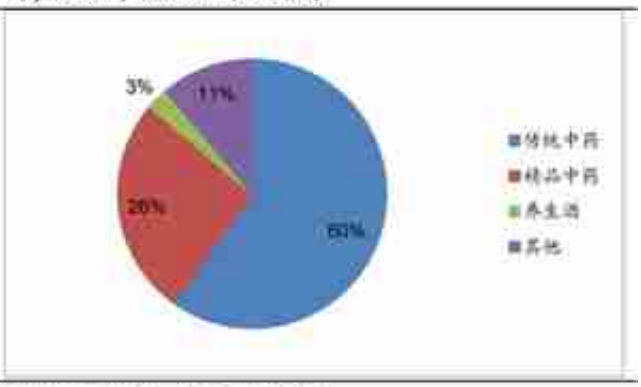
司加大市场各类形式多样的营销活动投入，使得终端营销、动销费用和品牌建设费用投入持续加大，导致销售费用大幅增加。

图表 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
	内科	每粒装		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				

图表 11 山西神农科技股权结构

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：宫闱圣药，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“宫闱圣药”，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%。

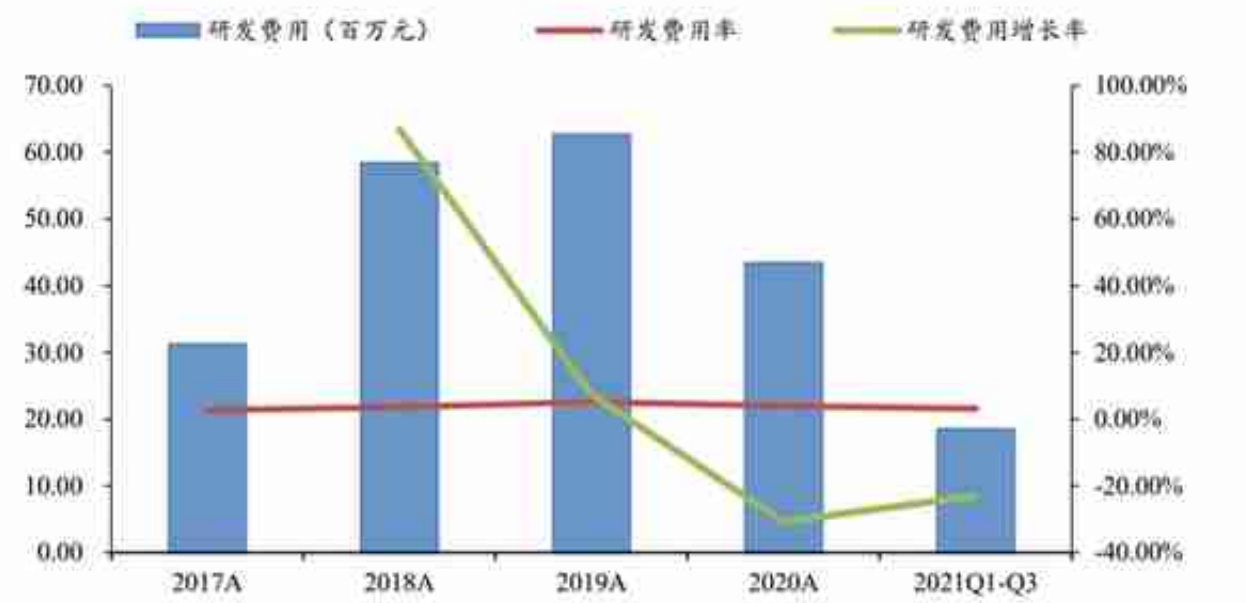
其中山西广誉远国药位居 2020 年中国城市零售药店中成药妇科用药
TOP1，占厂家销售格局市场份额 8.41%。

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。

图表 12 公司研发费用情况



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
小儿清热化积散婴味研究及申报	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
[illegible]	[illegible]	[illegible]

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。

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
	(+/-%)	-6.8%	-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

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS（元）				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
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

3.2 报告总结

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药妇科用药TOP 1。

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。

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。

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。

请您关注，了解每日最新的行业分析报告！

报告属于原作者，我们不做任何投资建议！

如有侵权，请私信删除，谢谢！

获取更多精选报告请登录【远瞻智库官网】或点击：
报告下载|文档下载|免费报告|行业研究报告|品牌报告|战略报告|人力资源报告|培训课件|工作总结|远瞻文库-为三亿人打造的有用知识平台