

研发投入大，替诺福韦助力公司高增长



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——广生堂 (300436)

核心观点

❖ 广生堂是核苷类抗乙肝病毒药物领域先驱企业

公司专注于核苷类抗乙肝病毒药物研发、生产与销售，公司主导产品包括阿德福韦酯、拉米夫定、恩替卡韦、替诺福韦等核苷类抗乙肝病毒药物。公司是目前国内唯一一家同时拥有四大核苷类抗乙肝病毒药物原料药及制剂注册批件的医药企业，产品线齐全。

❖ 替诺福韦已于去年上市并被纳入医保，收入有望迎来快速增长

替诺福韦已于 2016 年完成谈判并降价 67%，2017 年被成功纳入医保。另外，替诺福韦拥有零耐药、孕妇可用等优势，其 2016 年全球销售额高达 111 亿美元；但在国内，替诺福韦的市场占有率仍较低。2017 年 7 月 7 日，公司首仿乙肝适应症替诺福韦正式上市，2017 年共实现销售收入 921.76 万元，占公司营业收入 3.11%，随着价格下降、新进医保等利好影响，未来该产品收入有望迎来快速增长。

❖ 非酒精性脂肪肝和肝癌新药或年内在美申报 IND

公司在与药明康德合作研发非酒精性脂肪肝和肝癌药品的研发方面取得重大成就。新型药物 GST-HG151、GST-HG161 均计划于 2018 年同时向 CFDA 和美国 FDA 递交临床研究 (IND) 申请。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 4.06、5.60、7.50 亿元，归属母公司股东净利润 0.46、0.61、0.80 亿元，折合 EPS0.33、0.43、0.56 元/股，对应 PE 分别为 89.06、68.35、52.48 倍。目前行业 PE (TTM，剔除负值) 为 41.76 倍，考虑替诺福韦正处于市场拓展期未来收入有望迎来高增长，同时公司拥有优质的研发管线，可以给与一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：替诺福韦市场拓展放缓；新药研发风险；战略效益不达预期。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	296	406	560	750
+/-%	-5%	37%	38%	34%
归属母公司股东净利润(百万)	34	46	61	80
+/-%	-49%	38%	33%	29%
EPS(元)	0.24	0.33	0.43	0.56
PE	122.46	89.06	68.35	52.48

资料来源：公司 2017 年年度报告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	医药生物
报告时间	2018/4/21
前收盘价	29.39 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

👤 联系人

周豫

证书编号：S1100117080006
010-66495636
zhouyu@cczq.com

感谢实习生杨悦鸣在本报告制作过程中做出的贡献！

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、广生堂——专注肝脏健康.....	4
1. 公司基本情况	4
2. 业绩放缓，研发、销售新渠道助力未来增长	6
2.1 直销模式改造，战略合作助力销售	7
2.2 研发助力未来成长	9
3. 公司主营业务情况	10
二、公司“首仿”替诺福韦，抢占未来百亿级大市场	10
1. 我国乙肝高发，核苷类抗乙肝病毒药物市场占主导	10
2. 乙肝一线用药替诺福韦酯零耐药，并已纳入医保	13
3. 公司替诺福韦全国首家乙肝适应症获批，市场高景气	15
三、公司研发助力，关注肝脏健康领域	16
1. 非酒精性脂肪肝新药有望于今年同时在中美申报 IND	16
2. 新药 GST-HG161 研发获突破性进展，进军肝癌领域	18
3. 其它药品补充批件及研发进展	21
四、医疗服务子公司设立，战略合作引领未来增长	22
1. 医疗服务领域高景气，公司积极介入妇儿健康	22
2. 涉足辅助生殖领域，行业供不应求	24
风险提示	26
盈利预测	27

图表目录

图 1:	广生堂发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构 (截止 2017 年 12 月 31 日)	6
图 3:	2013-2017 年公司营业收入及同比增速	6
图 4:	2013-2017 年归属上市公司股东的净利润及同比增速.....	6
图 5:	2013-2017 年公司销售毛利率与净利率	7
图 6:	2013-2017 年公司净资产收益率	7
图 7:	近年公司恩替卡韦上海市中标价格 (元/7 片)	7
图 8:	近年公司恩替卡韦福建省中标价格情况 (元/7 片)	7
图 9:	2014-2017 年公司销售费用及同比增长	8
图 10:	2017 年底公司研发员工占比.....	9
图 11:	2013-2017 年公司研发费用及占收入比	9
图 12:	2013-2017 年公司主营业务收入比例	10
图 13:	2013-2017 年公司主营业务收入毛利比	10
图 14:	2013-2015 年全球病毒性肝炎治疗领域用药市场规模及增速.....	11
图 15:	2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒药物市场主要厂家销售情况 (亿元)	12
图 16:	2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒市场主要厂家市场份额.....	12
图 17:	2013-2015 年抗乙肝病毒化学药市场销售情况	12
图 18:	2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒药物销售情况	12
图 19:	2013 年不同类型病毒性肝炎占比.....	13
图 20:	2015 年各抗乙肝类药物销售占比.....	13
图 21:	2011-2015 年不同类核苷类抗乙肝药物市场份额变化	13
图 22:	2006-2016 年样本医院恩替卡韦销售额	16
图 23:	2011-2016 年样本医院替诺福韦销售额	16
图 24:	非酒精性脂肪肝炎 GST-HG151 新药研发进度.....	17
图 25:	中美各类癌症发病率 (每 10 万人)	19
图 26:	2012-2016 年抗肿瘤靶向药物医院市场份额变化	20
图 27:	2016 年各类别抗肿瘤药物医院各细类市场潜力分析.....	20
图 28:	公司拟设子公司及战略部署一览.....	22
图 29:	2011-2021 中国医疗服务支出及预测	23
图 30:	10-17 年妇儿专科医院收入 (亿元)	23
图 31:	1990、2015 及 2020 年预计中国不孕不育率.....	24
图 32:	2012-2017 年中国辅助生殖周期数量	25
图 33:	2011-2016 年中国辅助生殖市场规模	25
表格 1.	核苷类抗乙肝药物特征对比.....	14
表格 2.	抗乙肝用药月费用 (根据 2015 年数据)	15
表格 3.	中国癌症死亡率情况 (每 10 万人)	19
表格 4.	重要研发项目的进展及影响情况.....	21

一、广生堂——专注肝脏健康

1. 公司基本情况

公司专注于核苷类抗乙肝病毒药物研发、生产与销售，公司主导产品包括阿甘定（通用名：阿德福韦酯）、贺甘定（通用名：拉米夫定）、恩甘定（通用名：恩替卡韦）、福甘定（通用名：替诺福韦）等核苷类抗乙肝病毒药物。公司是目前国内唯一一家同时拥有四大核苷类抗乙肝病毒药物原料药及制剂注册批件的医药企业，产品线齐全，且富马酸替诺福韦二吡啶酯和恩替卡韦为乙肝防治指南推荐的抗乙肝病毒治疗的一线用药，并被纳入 2017 年版《国际基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

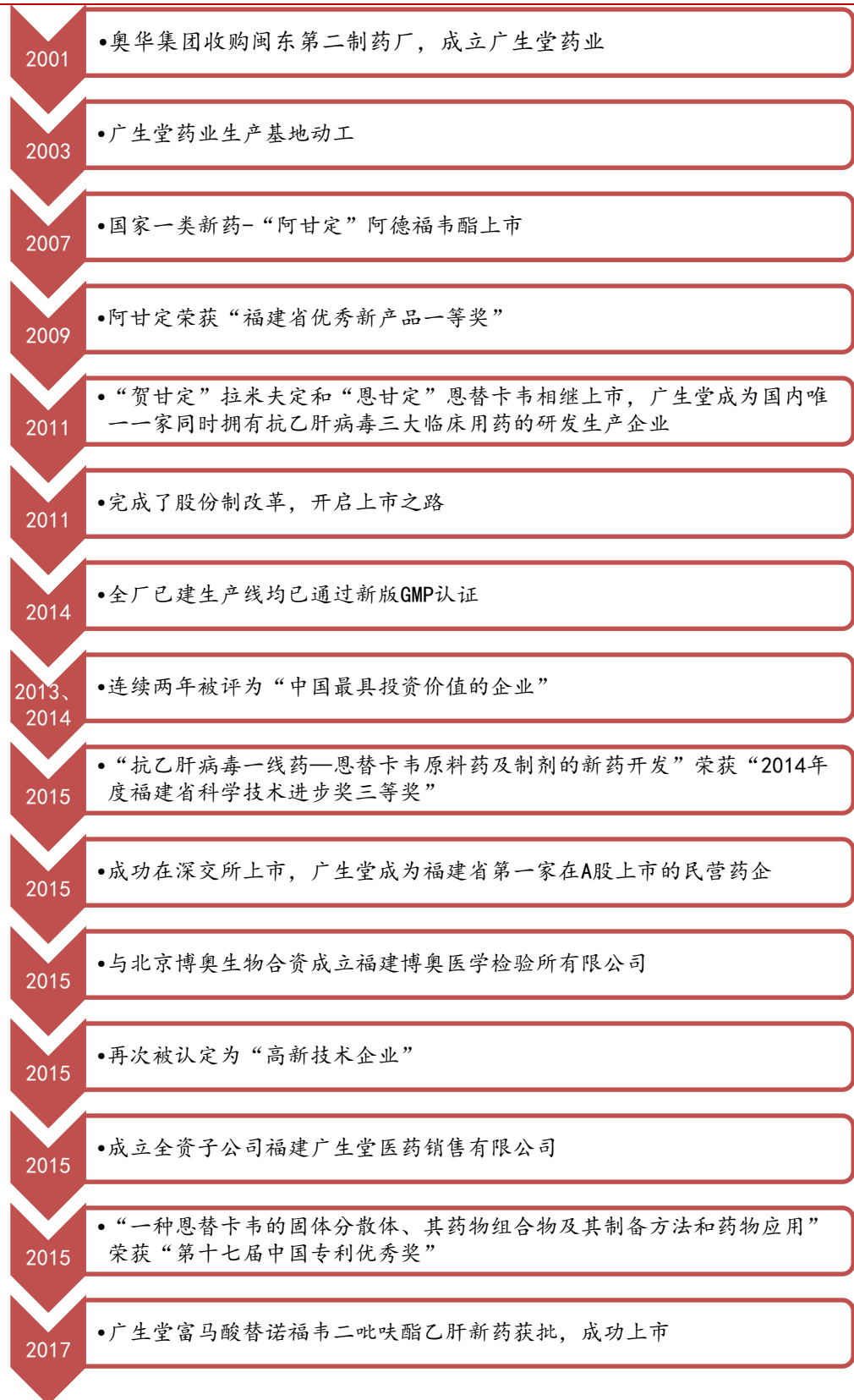
2015 年 4 月 22 日，广生堂药业在深圳证券交易所成功上市，是福建省宁德市第一家深交所上市民营企业，也是福建省第一家 A 股上市的民营药企。

公司始终坚持“药品质量是企业之生命，追求质量进步要永不懈怠”的质量方针和“高标准、严要求，全面实施新版 GMP，积极与国际先进质量标准和管理体系接轨，追求产品质量零缺陷”的质量目标，通过引进专业技术人才、配备现代化生产设备和先进检测仪器，不断提升生产质量管理水平，柘荣生产基地已建生产线均已通过 GMP 认证，从物料采购到生产过程再到成品放行均严格管控，以确保产品质量。

公司重视知识产权保护，对关键技术进行专利群保护，全力打造自主知识产权。截至 2015 年底，已在以乙肝抗病毒药物为主的相关领域申请近 70 项国家专利，获得 36 项国家发明专利授权。2009 年公司被认定为“福建省知识产权优势企业”，2010 年被确定为“全国企事业知识产权试点单位”，2013 年被确定为第一批“国家级知识产权优势企业”。

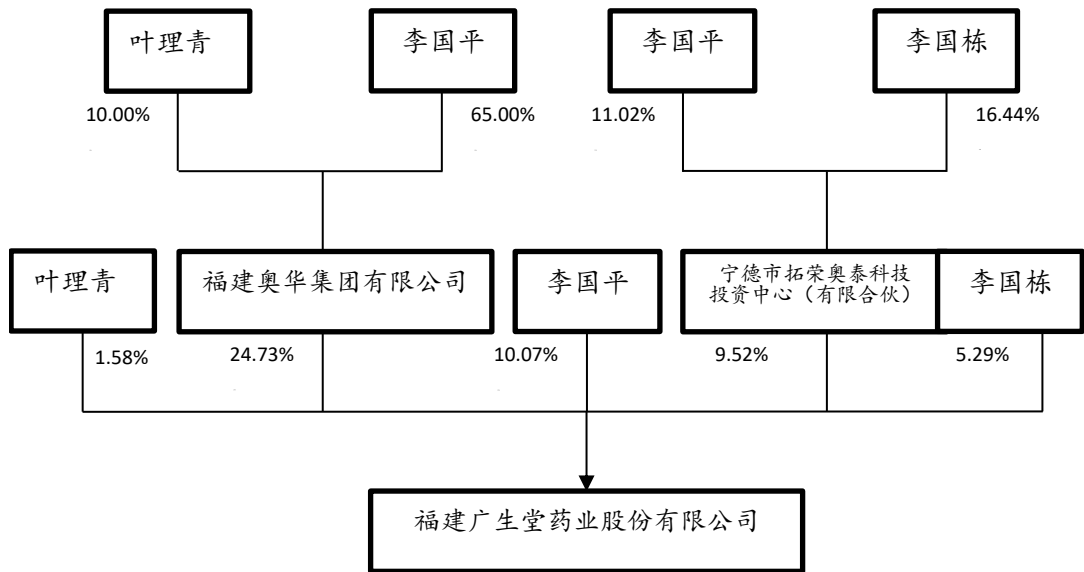
拥有五项专利的国家一类新药“阿甘定”-阿德福韦酯片于 2009 年获福建省政府颁发的“福建省科技发明奖一等奖”、“福建省专利奖特等奖”、“福建省优秀新产品奖一等奖”、“福建省自主创新产品”等奖项。2010 年 12 月，“贺甘定”-拉米夫定片成为入选“国家十二五科技重大专项”、“重大新药创制”类别的唯一国产拉米夫定品种。2012 年初拥有三项专利的“恩甘定”-恩替卡韦胶囊成功上市，是国内首家胶囊剂型恩替卡韦。2017 年，“福甘定”-富马酸替诺福韦二吡啶酯获 CFDA 批文，已于 7 月上市。

图 1： 广生堂发展历程



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 2： 公司股权结构（截止 2017 年 12 月 31 日）

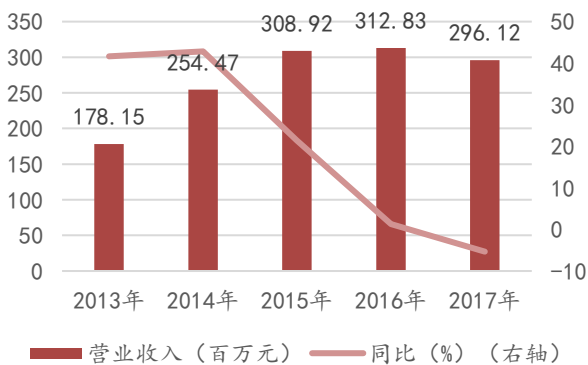


资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 业绩放缓，研发、销售新渠道助力未来增长

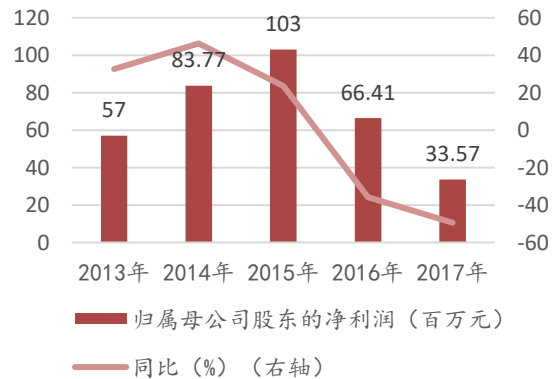
2017 年随着医药行业改革逐步向纵深全面推进，由于医保控费和医院药占比考核，核苷(酸)类抗乙肝病毒产品市场增长放缓。2017 年公司年度报告显示，公司营业收入 29,611.53 万元，较上年同期下降 5.36%；归属于上市公司股东的净利润 3,356.53 万元，比上年同期下降 49.46%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 2,917.24 万元，比上年同期下降 53.30%。

图 3： 2013-2017 年公司营业收入及同比增速



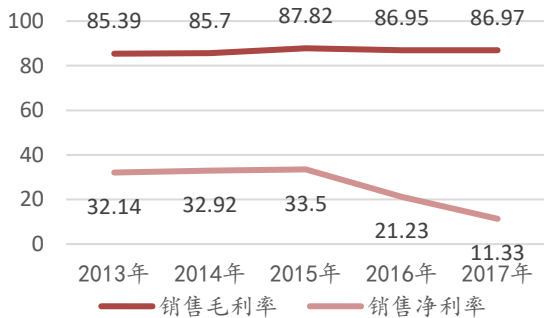
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2013-2017 年归属上市公司股东的净利润及同比增速



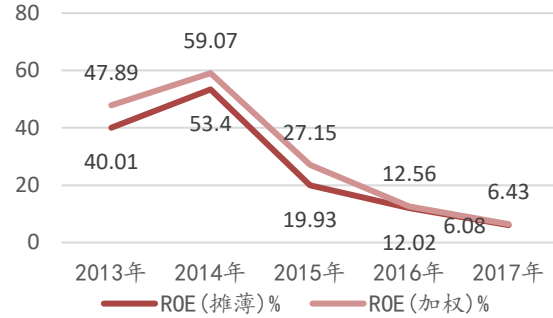
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：2013-2017 年公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：2013-2017 年公司净资产收益率

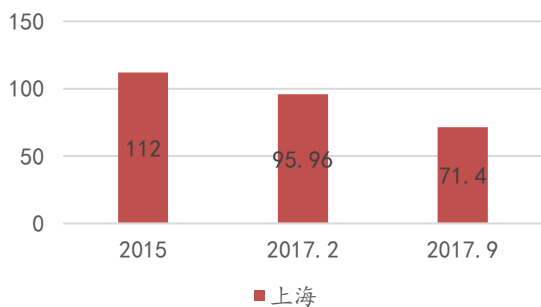


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司由于以下原因的影响导致业绩下降：

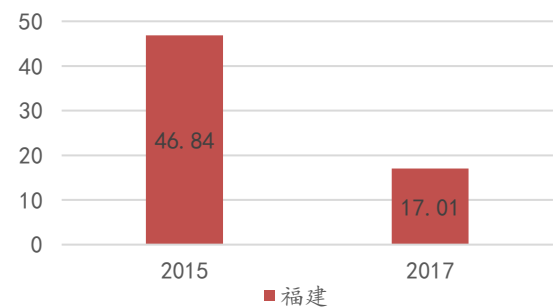
- (1)公司立项开发多个全球一类创新药，导致持续的大额研发投入，2017 年度研发总投入 7,533.25 万元，其中费用化支出 5,886.62 万元；
- (2)公司于 2017 年 5 月取得替诺福韦乙肝适应症首仿批文，该新药上市后市场开发及推介费支出较大；
- (3)公司持续加大直销终端的开发力度，同时为应对两票制对原招商模式进行直销改造，直销模式的销售收入占比逐渐升高，销售费用相应增加；
- (4)受产品价格下降等因素影响，公司营业收入较上年同期下降 5.34%。

图 7：近年公司恩替卡韦上海市中标价格（元/7 片）



资料来源：医药魔方，川财证券研究所

图 8：近年公司恩替卡韦福建省中标价格情况（元/7 片）



资料来源：医药魔方，川财证券研究所

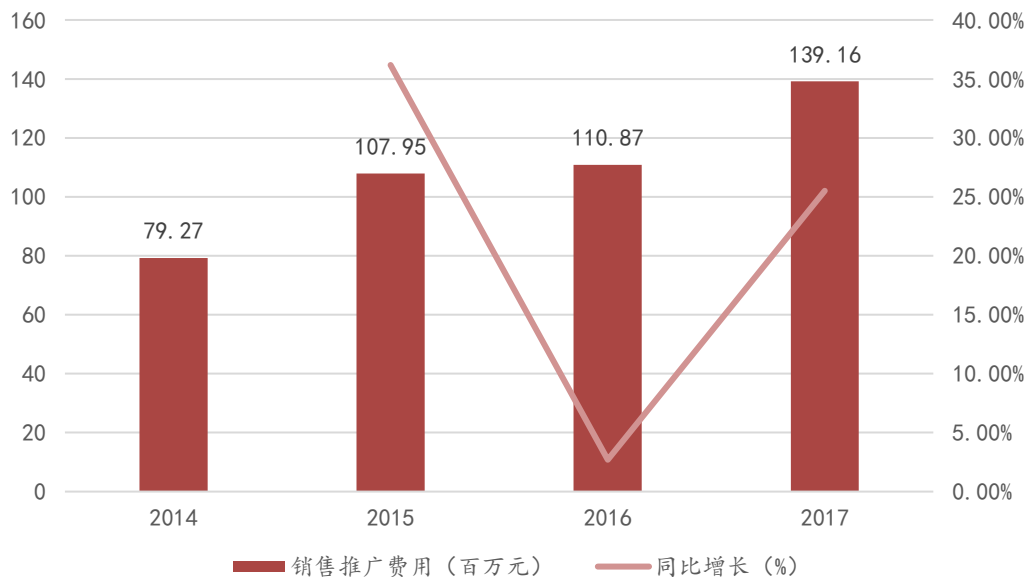
2.1 直销模式改造，战略合作助力销售

公司 2017 年销售费用达 13916.06 万元，同比增长 25.52%。其中市场推广费增加 2,500 万元，公司乙肝首仿新药替诺福韦—福甘定市场开发及推介费支出约 1,900 万元；公司持续加大直销终端的开发力度，同时为应对两票制

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

对原招商模式进行直销改造，直销模式的销售收入占比逐渐升高，销售费用相应增加，直销模式销售占比从 46.85% 提高到 61.82%；布局新产品福甘定上市，营销体系人员增加，薪酬相应增加 400 万元。

图 9： 2014-2017 年公司销售费用及同比增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司顺应本行业的发展趋势，主要采取经销和直销两种销售模式，辅以学术推广、品牌营销等多种营销手段，进行产品推广。在经销模式下，公司依托核苷类抗乙肝病毒药物的产品优势与良好的企业品牌形象，在业内进行严格的经销商筛选。公司根据经销商的信用、企业规模等考核指标，选择实力较强的经销商进行合作，市场销售区域覆盖到除港澳台地区外的全国 31 个省、自治区和直辖市。在直销模式下，公司依托内部营销队伍，通过科学的市场调查，详细了解各地区医患用药习惯，开展有针对性学术指导与产品推广。公司为了顺应药品销售“两票制”的规定，推出市场业务推广外包的直销模式，极大地稳定和调动了经销商的积极性，避免政策调整对公司销售业务的影响。公司经销与直销相结合的营销模式，符合本公司现阶段的发展特点，保证了公司的业务收入持续稳定增长。

其中：经销模式是指经销商买断商品后，在约定的区域内，自行负责医院或药店等销售终端的销售和配送的一种销售模式，2017 年年度报告显示，公司经销模式销售收入 11,306.05 万元，占公司营业收入的比例由上年的 53.15% 下降至 38.18%；直销模式分两种：一种是指公司采取专业化学术推广的方式，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

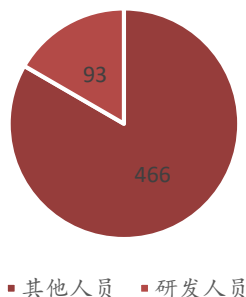
通过公司销售人员开发销售渠道、维护终端，再由配送商购买公司药品，并按照终端需求将药品配送至终端的销售模式；另一种是为了适应药品销售“两票制”的要求，在原招商的约定区域内，公司通过原代理商成立的外部销售推广服务公司开发医院或药店等销售终端，并维护终端，按照约定的销售额支付业务推广费用给外部推广商，再由公司指定的配送商购买公司药品，并按照终端需求将药品配送至终端的销售模式。报告期公司持续加大了直销终端的开发力度，增加直销销售终端，并且通过有效的学术推广活动进一步提升原有直销终端的销售量，同时，随着“两票制”在全国范围内逐步推行，公司积极对原有招商模式进行的直销改造，2017年度，直销模式销售收入 18,305.47 万元，销售收入占比从上年的 46.85% 提高到 61.82%。

2017年2月22日，公司与国药控股股份有限公司签订了《国药控股股份有限公司与福建广生堂药业股份有限公司战略合作协议》，双方建立面向未来、长期稳定的战略合作伙伴关系。这是公司积极应对药品流通环节“两票制”政策趋势，推动企业销售模式转型升级，力图在新的竞争格局中占据领先优势的重要举措。协议的签订将理顺公司的药品配送体系，扩大公司产品的终端覆盖。

2.2 研发助力未来成长

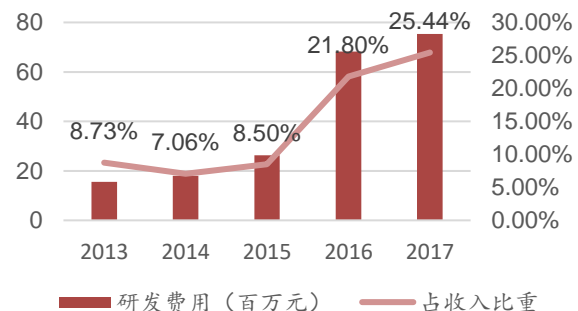
公司不断加大研发投入力度，坚定不移实施创新驱动战略。除了在乙肝药物的研发与销售，公司还在进一步深度发力脂肪肝、肝癌等全球创新药物研发，推进 GST-HG161 肝癌新药项目和 GST-HG151 非酒精性脂肪肝新药项目，并预计于 2018 年同时向中国国家食品药品监督管理总局和美国 FDA 递交新药临床注册(IND)申报。公司积极布局精准医疗、中枢神经系统药物领域、心血管领域、独家中药保护品种、儿童用药等新领域，不断丰富公司产品管线，逐步实现从仿制到创新的转型，建立公司创新药开发体系，致力于成就中国最领先最具创新价值的肝药生产企业。

图 10：2017 年底公司研发员工占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2013-2017 年公司研发费用及占收入比



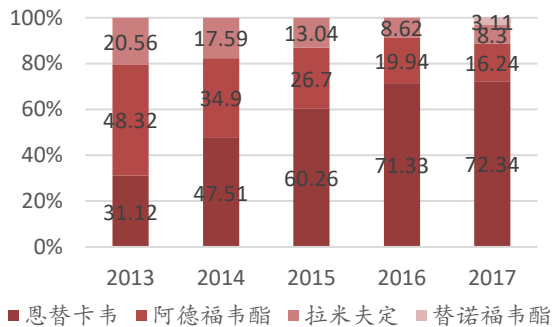
资料来源：Wind，川财证券研究所

2017年，公司研发投入7,533.25万元，占营业总收入的25.44%，占比较上年同期的21.80%增加3.64%，其中资本化支出1,646.63万元，费用化支出5,886.62万元。截止2017年12月，公司的技术研发团队共有93人，占员工总数的16.64%，其中包括3位博士，硕士及以上学历的技术人员占研发人员总数的25.81%。可见公司研发不断加码，公司未来业绩增长可期。

3. 公司主营业务情况

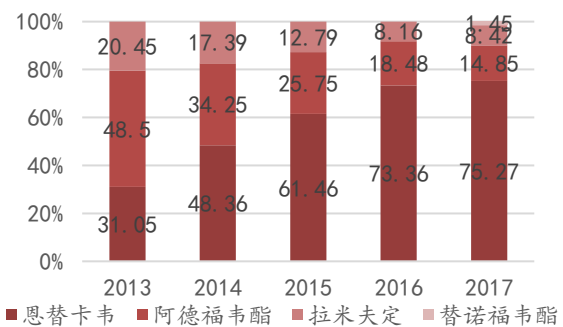
2017年，公司的替诺福韦、恩替卡韦、拉米夫定、阿德福韦酯等产品销售收入29,611.53万元，其中阿甘定实现销售收入4,808.66万元，与上年同期下降22.91%，占公司营业收入16.24%；贺甘定实现销售收入2,458.87万元，与上年同期下降8.83%，占公司营业收入8.30%；恩甘定实现销售收入21,422.24万元，与上年同期下降4.01%，占公司营业收入72.34%；福甘定于2017年5月取得生产批件，并于7月正式上市销售，报告期内实现销售收入921.76万元，占公司营业收入3.11%。

图 12： 2013-2017 年公司主营业务收入比例



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 2013-2017 年公司主营业务收入毛利比



资料来源：Wind，川财证券研究所

从2013-2017年的公司四产品收入变动来看，恩替卡韦销售表现占比逐年提升，已成为公司核心产品。而替诺福韦酯自上市以来已受到关注，占据公司核心收入的一定比例。

二、公司“首仿”替诺福韦，抢占未来百亿级大市场

1. 我国乙肝高发，核苷类抗乙肝病毒药物市场占主导

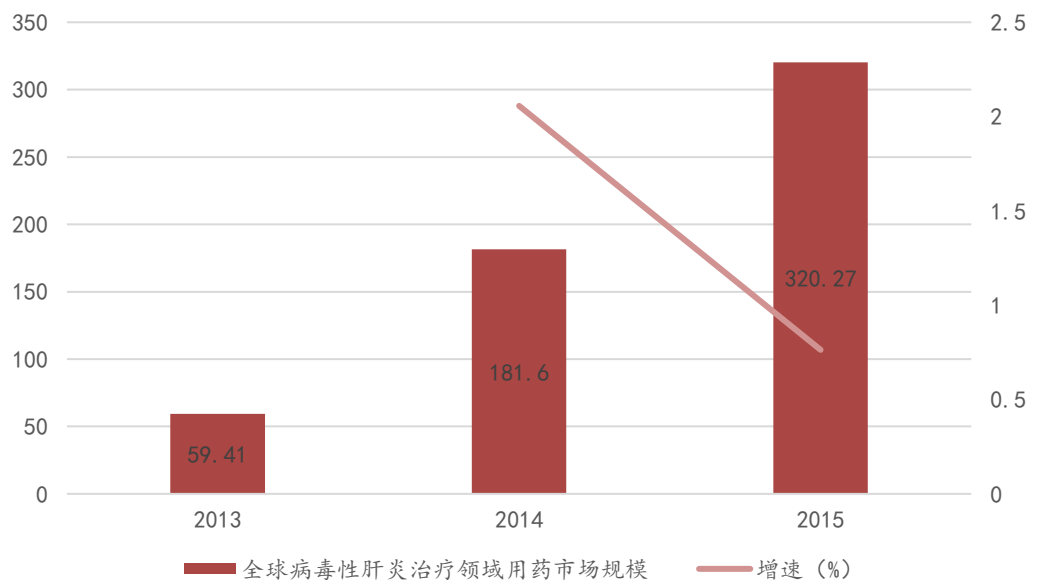
乙型病毒性肝炎是由乙肝病毒(HBV)引起的、以肝脏炎性病变为主并可引起多器官损害的一种传染病。乙肝广泛流行于世界各国，主要感染儿童及青壮年，严重者可转化为肝硬化或肝癌并导致死亡。目前，乙型病毒性肝炎已成为严重威胁人类健康的世界性疾病，也是我国当前流行最为广泛、危害性最

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

严重的传染病之一。

世界卫生组织发布的《2017 年全球肝炎报告》显示，2015 年全球约有 3.25 亿人染有慢性乙肝病毒或丙肝病毒。病毒性肝炎导致 134 万人死亡，该数字与结核病导致的死亡数量相当，高于艾滋病导致的死亡数量，成为日益严重的全球性健康问题。2015 年，全世界有 2.57 亿人存在慢性乙肝病毒感染，乙肝导致了 88.7 万人死亡，患者大多死于并发症(包括肝硬化和肝细胞癌)。报告指出，在 2015 年得到诊断的乙肝感染者仅占总数的 9%。在诊断为乙型肝炎感染的患者中，仅有 8%(或 170 万人)接受了治疗。我国是乙肝病毒高感染流行地区，全国 1~59 岁人群乙肝病毒携带者比例为 7.18%，总人口数约 9300 万人，其中慢性乙肝患者为 2,000 多万人。根据中华医学会肝病学会和中华医学会感染病学分会联合制定的《慢性乙型肝炎防治指南》(2015 年版)，慢性乙型肝炎治疗中的抗病毒治疗是关键，只要有适应症，且条件允许，就应进行规范的抗病毒治疗。但目前国内已经接受规范治疗的患者仅占需要接受治疗患者的不到 20%。随着人民收入水平的提高，健康意识的增强，抗病毒药品价格的下降以及医疗保险的全覆盖等诸多因素的共同影响下，将会有更高比例的患者接受抗乙肝病毒的规范治疗，据 2017 年世界肝炎峰会报道，2016 年开始终生治疗乙肝人数增加了 280 万，大大高于 2015 年开始终生治疗乙肝人数(170 万人)。因此，抗病毒类乙肝用药未来仍有较大的市场成长空间。

图 14： 2013-2015 年全球病毒性肝炎治疗领域用药市场规模及增速



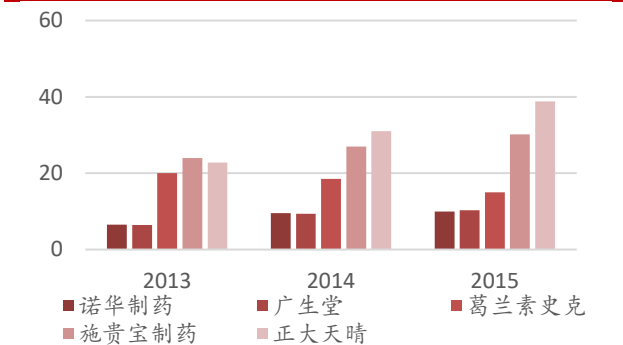
资料来源：智研咨询，川财证券研究所

2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒药物市场主要厂家的销售情况显示，抗乙

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

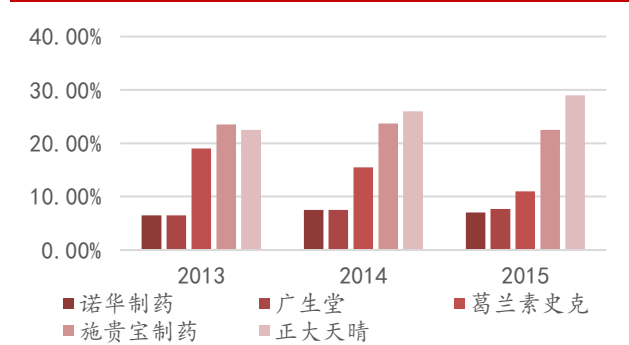
肝病毒药物市场逐年扩大，且公司占有一定市场份额，且逐年递增。公司应用其为目前国内唯一一家拥有四大核苷（酸）抗乙肝病毒药物批文的优势，占据市场份额，并牢牢抓住公司新药富马酸替诺福韦二吡呋酯胶囊-福甘定作为第一家获批治疗乙肝的国产替诺福韦的先发优势，在不断强化市场营销网络建设和产品市场推广服务的背景下，扩大公司销售规模和盈利水平。

图 15： 2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒药物市场主要厂家销售情况（亿元）



资料来源：智研咨询，川财证券研究所

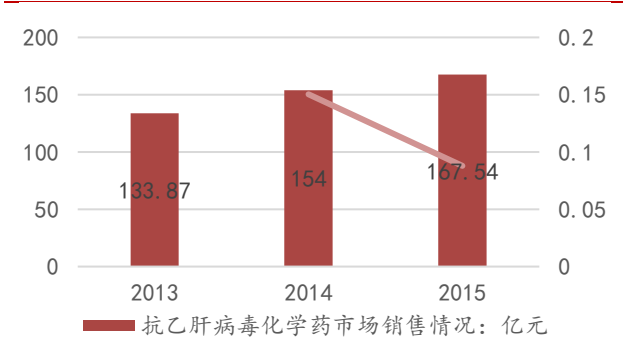
图 16： 2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒市场主要厂家市场份额



资料来源：智研咨询，川财证券研究所

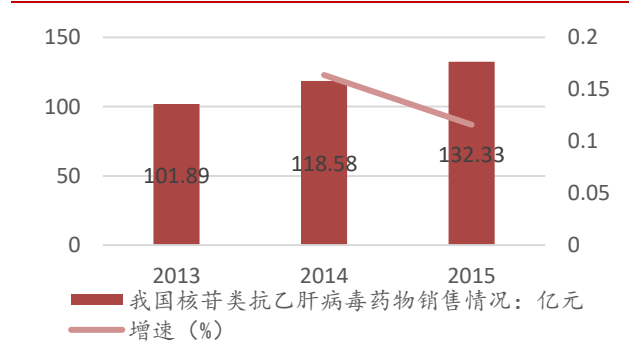
根据中国 2015 年《慢性乙型肝炎防治指南》，乙肝治疗药物主要分为两类：干扰素类和核苷(酸)类。由于干扰素的副作用较大，目前临床上更多使用的是核苷(酸)类药物。在我国，核苷(酸)类乙肝用药约占乙肝用药市场的 80%，已然成为治疗乙肝的主流用药。

图 17： 2013-2015 年抗乙肝病毒化学药市场销售情况



资料来源：智研咨询，川财证券研究所

图 18： 2013-2015 年我国核苷类抗乙肝病毒药物销售情况



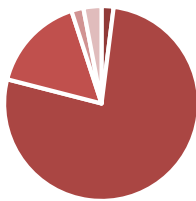
资料来源：智研咨询，川财证券研究所

根据中国产业信息网发布的报告显示，近年来，我国治疗乙肝用药的市场规模已从 2011 年的 68.81 亿元增长到 2015 年的 162.76 亿元，复合年均增长率为 22.4%。预计到 2020 年我国乙肝用药市场规模将达到 200 亿元。常用的核苷

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

(酸)类药物主要有拉米夫定、阿德福韦酯、恩替卡韦、替诺福韦酯等。目前作为乙肝防治指南推荐的抗乙肝病毒治疗的一线用药富马酸替诺福韦二吡呋酯和恩替卡韦都被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，将会呈现巨大的市场潜力，同时，阿德福韦酯和拉米夫定也将会继续保持一定的市场份额。

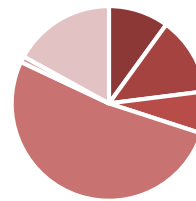
图 19： 2013 年不同类型病毒性肝炎占比



■ 甲型肝炎 ■ 乙型肝炎 ■ 丙型肝炎 ■ 戊型肝炎 ■ 其它

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

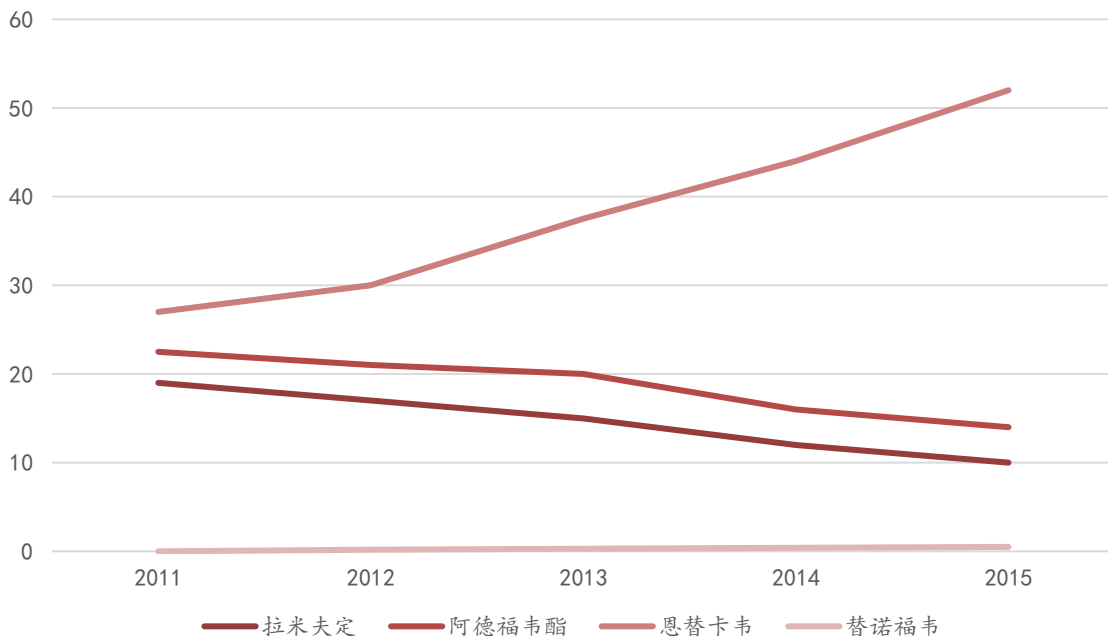
图 20： 2015 年各抗乙肝类药物销售占比



■ 拉米夫定 ■ 阿德福韦酯 ■ 替比夫定
■ 恩替卡韦 ■ 替诺福韦酯 ■ 干扰素

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 21： 2011-2015 年不同类核苷类抗乙肝药物市场份额变化



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

2. 乙肝一线用药替诺福韦酯零耐药，并已纳入医保

替诺福韦，富马酸替诺福韦二吡呋酯 (Tenofovir Disoproxil Fumarate, TDF，商

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

品名 Viread)，是一种由美国 Gilead Sciences 公司生产的新型核苷酸类逆转录酶抑制剂 (NRTIs)，可有效对抗多种病毒，用于治疗病毒感染性疾病。替诺福韦是世界卫生组织 WHO 艾滋病治疗指南推荐的艾滋病抗病毒一线药物。在国内被列为国家免费艾滋病抗病毒治疗一线药物。

相比于拉米夫定、阿德福韦酯与恩替卡韦，替诺福韦具有抗病毒疗效更强大、零耐药和妊娠 B 级等优势。德国学者 van Bommel 等在 2007 年的美国 AASLD 第 58 届肝病年会上，报告了对应用拉米夫定 (LAM) 耐药后，换用阿德福韦 (ADV) 再次出现耐药的 10 例慢性乙型肝炎病人，进行了超过 12 月的替诺福韦 (TDF) 单一治疗；并在治疗前和治疗过程中进行了 HBV 聚合酶基因克隆测序。结果显示：治疗至 12 个月时，HBV-DNA 下降 $4.4(2.8\sim 5.5)\log_{10}\text{copies/ml}$ ，10 例中仍有 8 例可检测到平均为 $3.3(1.5\sim 4.9)\log_{10}\text{copies/ml}$ 的 HBV-DNA。在随访期间，5 例病人 HBV-DNA $<400\text{copies/ml}$ 。整个治疗过程中无病人出现病毒学突破。研究结论显示：替诺福韦单一治疗对拉米夫定相关及合并的不同耐药变异位点的 HBV-DNA 均有显著的抗病毒作用。一般而言，替诺福韦易于耐受。与核苷类逆转录酶抑制剂不同，不会存在骨髓抑制作用、外周神经病或胰腺炎。

表格 1. 核苷类抗乙肝药物特征对比

品种	替诺福韦酯	恩替卡韦	替比夫定	阿德福韦酯	拉米夫定
治疗范围	HBeAg 阴/阳性患者	HBeAg 阴/阳性患者	孕妇	拉米夫定耐药	失代偿肝病、儿童
HBsAg 清除率(治疗后 5 年)	10%	5%	0.5%-1.3%	2%-5%	1%-3%
耐药性(治疗 5 年)	0%	1.2%	--	29%	80%
上市时间	2008 年	2005 年	2006 年	2002 年	1999 年
国内仿制药批文	5	32	0	39	30
专利到期时间	2017 年	2009 年	2019 年	晶型专利 2018 年	2006 年
纳入医保	是	是	是	是	是
指南推荐	是	是	是	是	是

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

2013 年 8 月 1 日，中国首次批准富马酸替诺福韦二吡呋酯片剂(慢性乙型肝炎适应症)在国内上市，生产企业为原研厂商吉利德科学。2016 年 5 月 20 日首批国家药品价格谈判结果公布，替诺福韦被列为第一个谈判成功的药品被公示，价格降幅为 67%，月均药品费用从 1500 元降至 490 元，大大降低了患者的压力。2017 年，替诺福韦正式纳入医保。

表格 2. 抗乙肝用药月费用（根据 2015 年数据）

药品	项目
拉米夫定	400 元/月
恩替卡韦	820 元/月
阿德福韦酯	500 元/月
替诺福韦酯	490 元/月（根据药品价格谈判后的价格，谈判前为 1470 元/月）

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

3. 公司替诺福韦全国首家乙肝适应症获批，市场高景气

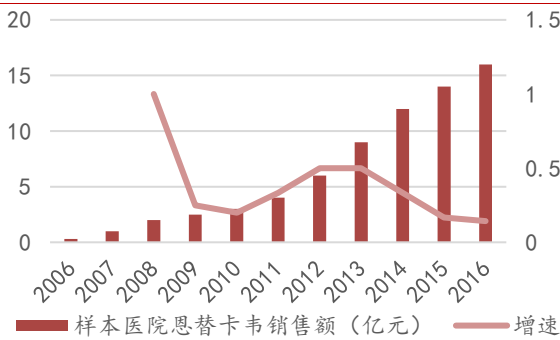
2017 年 5 月 18 日，公司收到国家食品药品监督管理总局颁发的富马酸替诺福韦二吡呋酯原料药及富马酸替诺福韦二吡呋酯胶囊的药品生产注册批件，成为第一家获批治疗乙肝的国产替诺福韦，也是国内唯一完成该产品有效性和安全性评价并且通过审核查验中心临床核查的大临床研究的医药企业。2017 年 7 月 7 日，公司取得替诺福韦原料药《药品 GMP 证书》，这标志着公司新一代抗乙肝病毒药品福甘定—替诺福韦正式上市。公司新药富马酸替诺福韦二吡呋酯胶囊成功上市，使公司成为中国唯一同时拥有恩替卡韦和替诺福韦这两大抗乙肝病毒一线用药的企业，及中国在抗乙肝病毒药物领域产品线最全的企业，进一步奠定了公司在乙肝用药市场中的领先优势，有效地提高了公司的市场竞争力。截至 2017 年 10 月，公司福甘定产品已通过备案挂网 14 个省/市，在全国口服抗病毒(OVA)年销售额在 400 万以上的医院中，公司推广商已经缴纳保证金并承诺开发以及直销已经初步达成开发意向的比例为 76%。公司 2017 年年报显示，替诺福韦实现销售收入 921.76 万元，占公司营业收入 3.11%。

自 2005 年 11 月获 CFDA 批准在国内上市以来，恩替卡韦的销售收入增长迅速，2006 年-2016 年，该药的样本医院销售额从 3600 万快速增长至 17.1 亿元，IMS 数据显示，2016 年恩替卡韦类别销售额大约 80 多亿。预计当前国内整个恩替卡韦市场约为 90 亿元人民币。且恩替卡韦自上市及纳入医保以来，凭借其较拉米夫定和阿福德韦酯的耐药性低、副作用小的优势，在核苷类抗乙肝药物中市场份额不断扩大，现已远远超过拉米夫定和阿福德韦酯的市场份额。替诺福韦有望大概率复制恩替卡韦的销售路径，在替诺福韦药品价格下降、加入医保等利好情况下，未来市场或达百亿级，有望给公司收入端增长带来较高贡献。

同样，纵观全球替诺福韦的销售情况，2016 年在全球抗病毒药物销售额超 10 亿美元的 16 个品种中，替诺福韦单方和复方产品总计占据 6 个名额，该 6 个品种 2016 年累计销售额高达 111 亿美元。目前，国内市场替诺福韦的占有率仍较低，但依据海外市场形势，加上替诺福韦本身零耐药、孕妇可用等特性，替诺福韦在未来中国抗乙肝市场占有率快速提升将会是大概率事件。预计公司

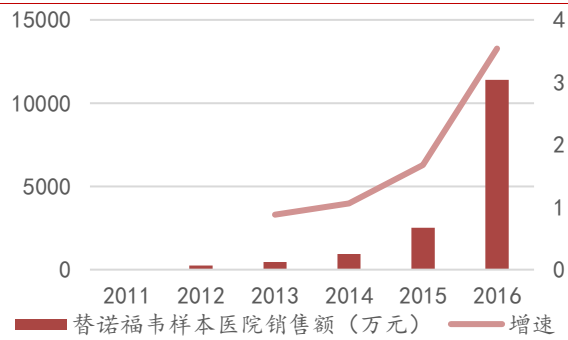
替诺福韦-福甘定对业绩的规模化贡献将体现在 2018 年及未来的三到五年，逐步有望成为公司新的主要销售品种。

图 22：2006-2016 年样本医院恩替卡韦销售额



资料来源：新浪医药，川财证券研究所

图 23：2011-2016 年样本医院替诺福韦销售额



资料来源：新浪医药，川财证券研究所

三、公司研发助力，关注肝脏健康领域

1. 非酒精性脂肪肝新药有望于今年同时在中美申报 IND

非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）包括单纯性脂肪肝（SFL）、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）及其相关肝硬化。非酒精性脂肪性肝炎是非酒精性脂肪肝的一种极端发展形式，定义为伴随有炎症及肝细胞损伤的脂肪变性现象的出现。随着肥胖及其相关代谢综合征全球化的流行趋势，非酒精性脂肪性肝病现已成为欧美等发达国家和我国富裕地区慢性肝病的重要病因，普通成人 NAFLD 患病率 10%-30%，其中 10%-20% 为 NASH，后者 10 年内肝硬化发生率高达 25%。非酒精性脂肪性肝炎是比较严重的非酒精性脂肪性肝病，根据肝病诊疗指南的权威数据，NASH 患者 10-15 年内肝硬化的发生率高达 15-25%。NASH 可导致晚期肝脏纤维化、肝硬化、肝衰竭及肝脏肿瘤的产生。在过去的 20 年里，NAFLD 发病数已翻倍，现已成为西方国家中最为常见的肝脏疾病。导致 NASH 的主要危险因素包括肥胖、2 型糖尿病及血脂异常与代谢综合征。目前，NASH 相关的肝硬化是美国肝移植的第三大常见原因，预计在 2020 年将成为主要原因。我国脂肪肝的发病率已占平均人口的 10%，在肥胖、嗜酒和糖尿病患者中可高达 50%-60%，其中约 25% 的患者发生肝纤维化，1.5%-8.0% 的患者发展为肝硬化。故目前认为 NASH 不再是良性病变，它可以发展为肝纤维化、肝硬化，甚至肝癌。非酒精性脂肪性肝炎是当前全球最重要的公共健康问题之一，也是中国发病率最高的慢性肝病类型，肥胖、糖尿病、高脂血症等代谢综合征与该病的发生密切相关，目前国内有超过 1.5 亿该病患者。由于肥胖和糖尿病发病率的增加，在全球范围内 NAFLD 的发病率也在增加，市场潜力巨大。据

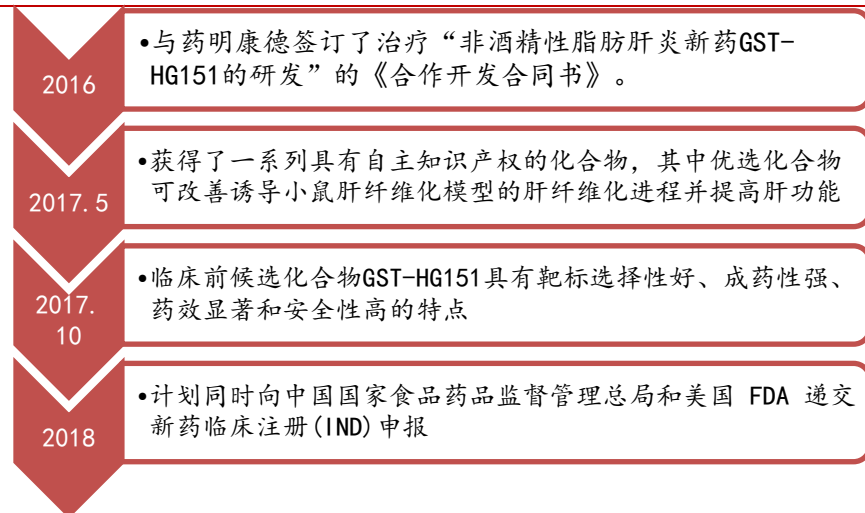
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

世界银行保守预计，到 2030 年，世界超重成年人口将增长至 21.6 亿人，伴随 NASH 人群巨大。全球非酒精性脂肪性肝炎市场预计到 2020 年将达到 16.932 亿美元，2014-2020 年间年复合增长率为 25.6%。

但截至目前，美国食品药品监督管理局(FDA)和欧洲药品管理局(EMA)没有批准任何药物用于非酒精性脂肪肝病(NAFLD)和非酒精性脂肪性肝炎(NASH)的治疗，NASH 药物市场前景巨大已经成为共识。

公司一直以来关爱肝脏健康，进军脂肪肝治疗项目。治疗非酒精性脂肪肝炎新药 GST-HG151 的研发项目是公司与药明康德合作着力启动的一项致力于脂肪肝治疗的项目，属于一类新药，是公司在肝脏健康领域的又一深入布局，旨在脂肪肝领域开创全新新药。该项目的开发有望填补全球肝纤维化领域的空白，攻克肝纤维化、肝硬化不可逆转的世界性难题，是全球肝病领域的热点。

图 24：非酒精性脂肪肝炎 GST-HG151 新药研发进度



资料来源：Wind，川财证券研究所

2016 年 6 月，公司与药明康德签订了治疗“非酒精性脂肪肝炎新药 GST-HG151 的研发”的《合作开发合同书》。合同约定双方按照国家食品监督管理局(CFDA)的要求及相关法规的要求，完成 GST-HG151 项目的临床前候选药物(PCC)和临床前化合物(IND)的相关研究工作，确保临床试验批件申请的顺利申报。

2017 年 5 月，新药研发取得突破性进展：经过体外药理、生物活性以及动物体内药效和代谢等研究，已经获得了一系列具有自主知识产权的化合物，其中优化化合物可改善诱导小鼠肝纤维化模型的肝纤维化进程并提高肝功能，且该优化化合物和国外制药公司同靶点化合物相比，具有较好的体外活性和更优的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

药代动力学性质，并展示出了更优的体内药效。

2017 年 10 月，研究表明，临床前候选化合物 GST-HG151 具有靶标选择性好、成药性强、药效显著和安全性高的特点：

1)作用靶点新，主要针对 NASH 中较严重的肝纤维化疾病，目前该领域全球范围内尚无药物获得批准，因此尚未满足的医疗需求非常大；

2)成药性好，GST-HG151 在临床前多个动物种属中均展示高于 90%(最高口服生物利用度近 100%)的口服生物利用度；

4)GST-HG151 在多个短期评价的 NASH 或肝纤维化动物模型中均展示了统计学意义上显著的抗纤维化效果；

5)GST-HG151 在多个短期评价的 NASH 或肝纤维化动物模型中均展示了改善肝功能的作用；

6)安全性高，临床前动物安全性评价显示，GST-HG151 具有大于 20 的安全窗口(即最大安全用药量与起效药量的比值)；

7)原料药的工艺优化开发工作已完成，可开展工业化生产，生产成本可控。

该项目计划于 2018 年下半年同时向中国国家食品药品监督管理总局和美国 FDA 递交新药临床注册(IND)申报。

2. 新药 GST-HG161 研发获突破性进展，进军肝癌领域

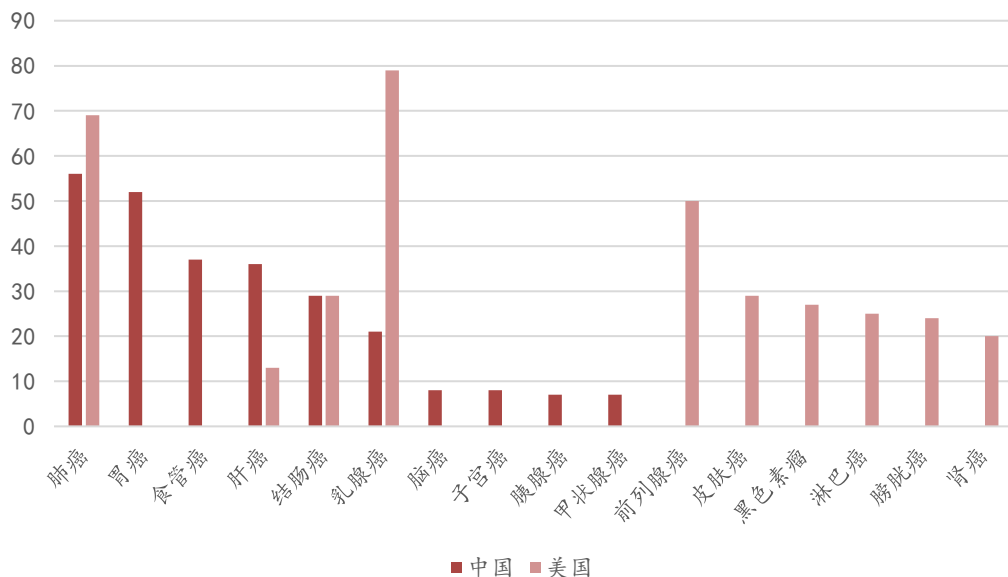
我国肝癌高发，生存期短。据相关数据统计，肝癌发病率位居我国恶性肿瘤发病率第四位(36/10 万)，死亡率第二位(26/10 万)，我国肝癌患者数量占全球 54%，每年死于肝癌的人数达 37 万。中国是世界上肝癌发病率最高的国家之一，每年新增肝癌患者数量为 46 万人，超过全世界新增肝癌患者数量的一半。肝癌患者的五年生存率平均为 17.6%，如果假设肝癌患者的平均生存期为 2 年（综合考虑早期患者五年的平均生存期及晚期患者平均不足一年的生存期），全世界约有 156 万肝癌患者，中国约有 92 万肝癌患者。

表格 3. 中国癌症死亡率情况 (每 10 万人)

大城市		中等城市		小城市	
种类	死亡率	种类	死亡率	种类	死亡率
肺癌	54.19	肺癌	47.79	肺癌	40.71
肝癌	21.80	胃癌	26.13	胃癌	25.91
胃癌	19.33	肝癌	25.89	肝癌	25.83
肠癌	19.08	食管癌	20.84	食管癌	18.99
乳腺癌	12.78	肠癌	12.41	肠癌	9.04
胰腺癌	8.96	乳腺癌	9.59	乳腺癌	8.44
食管癌	8.56	胰腺癌	6.88	脑癌	4.31
淋巴瘤	4.71	脑癌	4.46	胰腺癌	3.75
白血病	4.60	白血病	4.08	白血病	3.58
胆囊癌	4.44	淋巴瘤	3.37	淋巴瘤	2.45
总计	158.45	总计	161.44	总计	143.01

资料来源：中国癌症中心，川财证券研究所

图 25: 中美各类癌症发病率 (每 10 万人)



资料来源：癌症统计报告，川财证券研究所

靶向药物市场高景气，国内市场空缺大。NCCN 临床指南及中国肝癌治疗指南均规定，只有对于不能手术切除的晚期肝癌患者才使用全身系统性治疗，据统计这部分患者约占全部肝癌患者总数的 2/3 到 1/2 左右，即肝癌靶向药的目标人群全世界范围约为 90 万人，其中中国约有 50 万人。

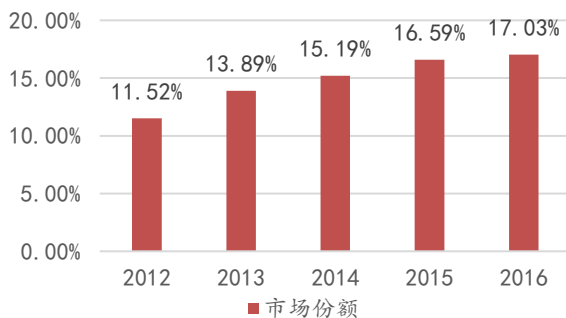
目前 FDA 批准的及临床上治疗肝癌的靶向药研究主要集中在三类药品：多靶点激酶抑制剂类，免疫检查点抑制剂类，C-met 抑制剂类。多靶点激酶抑制剂类药物以索拉非尼、瑞哥非尼为代表，是口服的多靶点、多激酶抑制剂。2006 年 6 月，索拉非尼用于治疗不可切除晚期肝癌适应症获得 FDA 快速审批资格，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

是 FDA 批准的第一个用于肝癌治疗的靶向药物，2007 年 11 月获得批准于美国上市。2008 年 7 月，索拉非尼在中国被批准用于治疗不可切除的晚期肝癌患者。2018 年 3 月 18 日，拜耳宣布口服多激酶抑制剂拜万戈（瑞戈非尼）在华上市。拜万戈于 2017 年 12 月获得国家食品药品监督管理总局（CFDA）优先审评批准用于既往接受过索拉非尼治疗的肝细胞癌（HCC）患者，是十年来在华获批并上市的肝癌治疗新药。

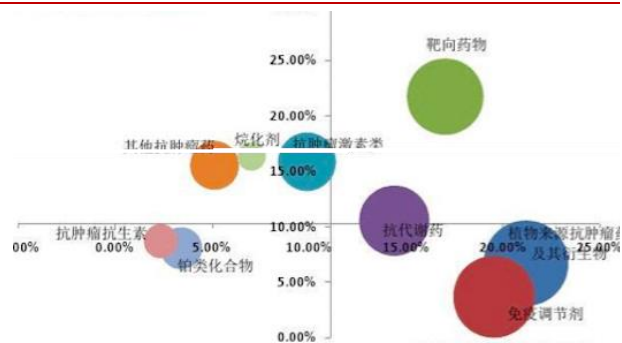
肝癌的治疗靶向药物虽然有索拉非尼（多吉美）和瑞格非尼，但是效果并不太理想，易耐药，确诊后平均生存期通常只有 7-11 个月。对晚期肝癌患者的生命延长作用有限，应答患者少，且高血压、内出血和心脏病等毒副作用明显。根据 2017 年版抗肿瘤药物市场研究报告，靶向药物在抗肿瘤市场高景气，这与国内市场仅有两种肝癌靶向药物获批的情况形成对比，肝癌患者急需疗效好、安全性高的靶向性治疗方案。

图 26：2012-2016 年抗肿瘤靶向药物医院市场份额变化



资料来源：抗肿瘤药物市场研究报告，川财证券研究所

图 27：2016 年各类别抗肿瘤药物医院各细类市场潜力分析



资料来源：抗肿瘤药物市场研究报告，川财证券研究所

公司肝癌新药突破性进展，有望获临床研究申请。公司于 2016 年 11 月 16 日召开第二届董事会第二十二次董事会审议通过了《关于 GST-HG161 项目立项的议案》，同意公司与上海药明康德新药开发有限公司合作开发新药并签署协议合同，并于 2016 年 12 月签订了“治疗肝癌新药 GST-HG161 的研发”的《合作开发合同书》。

2017 年 9 月 25 日，公司与药明康德联合宣布，新型肝癌靶向药物 GST-HG161 取得突破性进展：具有全球自主知识产权且针对亚洲人群的候选药物 GST-HG161 具有药效显著、靶标选择性好、安全性高、成药性强的特点。该项目计划于 2018 年上半年同时向中国国家食品药品监督管理总局和美国食品药品监督管理局递交临床研究(IND)申请。

(1)多个肝癌小鼠体内药效模型中，GST-HG161 的药效显著优于肝癌治疗一线用药索拉非尼，且优于目前国际上已发布临床数据的同类型靶向肝癌药物，肿瘤体积显著缩小或完全消失；

(2)初步毒理研究显示，在两个种属动物的安全窗口(即最大安全用药量与起效剂量的比值)大于 30，安全性指标表现极好；

(3)研究显示，GST-HG161 项目是目前已披露药效研究结果的同靶标在研药物中药效最好的(best-in-class)肝癌靶向药物；

(4)PCC 化合物的生产可工业化放大。

据不完全的临床肝癌分子分型统计，GST-HG161 肝癌新药开发项目针对的靶点上高表达的肝癌病人占总肝癌病人的 30%以上。

3. 其它药品补充批件及研发进展

2017 年，公司取得阿德福韦酯新工艺和恩替卡韦新工艺的变更补充申请批件，并且取得了阿德福韦酯原料药、阿德福韦酯片的再注册批件。

在 2017 年，公司还在以下研发项目上取得突破性进展：

表格 4. 重要研发项目的进展及影响情况

序号	项目名称	类别	研发目标	进展情况	预计对公司未来发展的影响
1	富马酸替诺福韦二吡啶酯	抗感染	取得医药批准文号	已获药品注册批件，药品批准文号：国药准字 H20173192	增强乙肝及艾滋病治疗领域的市场竞争力
2	富马酸替诺福韦二吡啶酯胶囊	抗感染	取得医药批准文号	已获药品注册批件，药品批准文号：国药准字 H20170005	增强乙肝治疗领域的市场竞争力
3	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	抗感染	取得医药批准文号	已取得临床批件，正在进行临床研究	增强艾滋病治疗领域的市场竞争力
4	阿戈美拉汀	抗抑郁药	所关联制剂取得药品批准文号	已取得临床批件，目前按照仿制药质量与疗效一致性评价的要求补充研究	丰富产品线，增强市场竞争力
5	阿戈美拉汀胶囊	抗抑郁药	取得药品批准文号	已取得临床批件，目前按照仿制药质量与疗效一致性评价的要求补充研究	丰富产品线，增强市场竞争力
6	索非布韦	抗感染	所关联制剂取得药品批准文号	已取得临床批件，正在准备启动临床研究	丰富肝病产品线，增强丙肝治疗领域的市场竞争力
7	索非布韦片	抗感染	取得药品批准文号	已取得临床批件，正在准备启动临床研究	丰富肝病产品线，增强丙肝治疗领域的市场竞争力
8	枸橼酸西地那非	5 型磷酸二酯酶抑制剂	所关联制剂取得药品批准文号	已取得临床批件，正在准备启动临床研究	丰富产品线，增强市场竞争力

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

9	枸橼酸西地那非片	5型磷酸二酯酶抑制剂	取得药品批准文号	已取得临床批件,正在准备启动临床研究	丰富产品线,增强市场竞争力
10	三升金丹胶囊	止血止痛药	取得新药证书及药品批准文号	已撤回临床注册申请,正在进行重新补充研究	独家品种,丰富产品线,增强市场竞争力

资料来源: Wind, 川财证券研究所

四、医疗服务子公司设立, 战略合作引领未来增长

2017 年至今, 公司进行多个子公司战略部署, 包括福建广生医院、福州和睦家广生妇儿医院、阿吉安基因科技公司、香港广生堂辅助生殖海外有限公司等。这代表着公司进军医疗服务领域, 专注生殖科学、妇儿医疗, 完善高端妇儿医疗的产业链布局。

图 28: 公司拟设子公司及战略部署一览



资料来源: Wind, 川财证券研究所

1. 医疗服务领域高景气, 公司积极介入妇儿健康

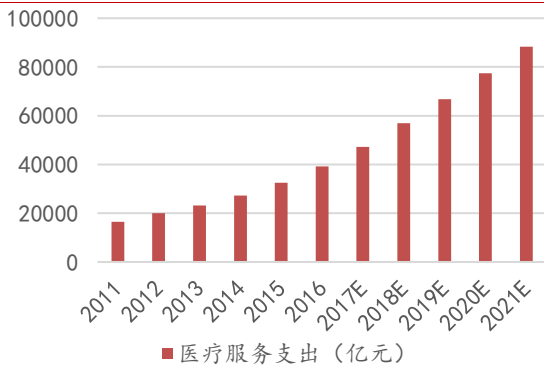
2017 年 7 月 25 日, 公司与和睦家医疗管理咨询(北京)有限公司签订了《合作

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

意向书》，由公司设立全资子公司，在福建省合作开办具有国际专业水准的“和睦家”高端医疗机构。2017年8月16日和2017年9月4日分别完成了全资子公司福建广生医院有限公司和福州和睦家广生妇儿医院有限公司的工商注册登记，并领取了《营业执照》。2017年3月，公司拟将所持有和睦家妇儿100%股权全部转让给广生医院。本次股权转让完成后，和睦家妇儿成为广生医院的全资子公司，即广生堂全资孙公司，注册资本不变。

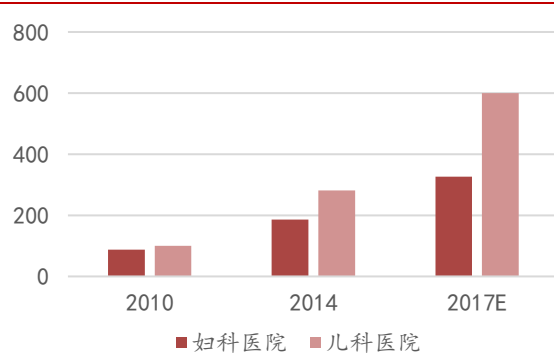
医疗服务行业高景气，政策利好。根据中国产业信息网相关报告数据，2011年至今我国国民针对医疗服务支出呈稳定增长，预计在2021年达到88,368亿元。其中，妇儿医疗服务行业更是因为新增人口的持续增加、二胎政策的全面推行等政策方面的利好，保持着高增长率。10年到14年妇产专科医院收入从87.4亿增加到185.6亿人民币，复合增长率高达20.7%。儿童专科医院收入从99.9亿增加到281.6亿人民币，复合增长率高达30%。从妇儿医疗服务行业调查报告来看，高端市场成民营妇儿医疗突破口：公立医院由于病人扎堆情况严重，患者体验度极差，民营妇儿医院呈扩张趋势。高端医疗服务行业有较高的进入壁垒，从而也降低了竞争风险。高壁垒同时带来了高回报，高端民营妇产医疗的净收益仅次于民营肿瘤医院与专科儿童医院，位于民营专科医院的第三位，而儿童医院排名第二。

图 29： 2011-2021 中国医疗服务支出及预测



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 30： 10-17 年妇儿专科医院收入（亿元）



资料来源：2017年妇儿医疗市场调研分析报告，川财证券研究所

和睦家医疗机构在北京、上海、广州等一线大城市均有医院及诊所，作为中国第一家综合外资医院，现已发展成为综合型医院，机构从高端医疗服务入手，建立为患者服务的全方位互联网医疗平台。和睦家医疗机构吸引了很多海外留学人才，同时重视科学研究，从吸引人才和科学研究角度看，和睦家给出的待遇在行业内可以说是首屈一指。公司与和睦家的合作签订共建妇儿医疗机构意味着公司将进入高端医疗服务行业，将为公司业绩带来高回报。

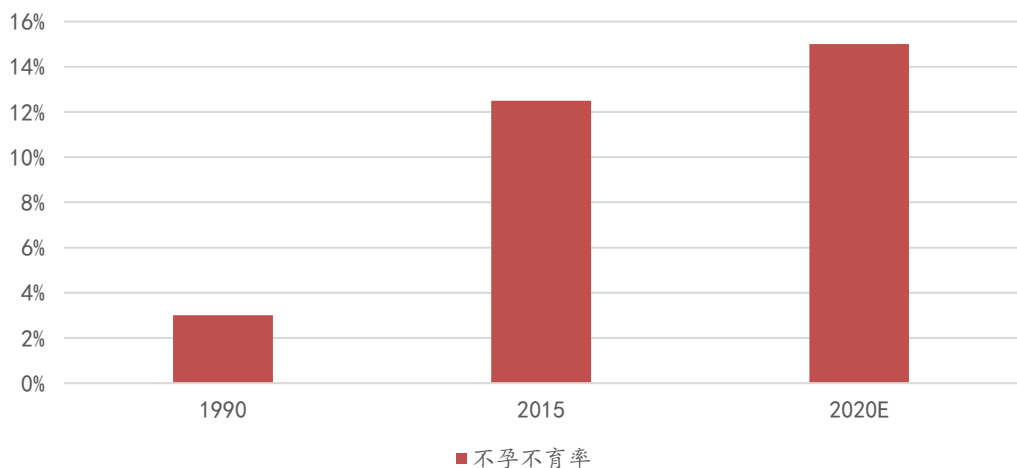
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 涉足辅助生殖领域，行业供不应求

2017年7月25日，公司与 Reproductive Genetic Innovations, LLC 签订了《战略合作协议》，拟由广生堂设立全资子公司，由 RGI 美国提供技术支持、人员培训和平台建设，将 RGI 中国打造成具有 RGI 技术水平和同样认证标准的国际一流遗传基因研究中心与诊断平台，为中国人提供世界高水平的植入前遗传诊断服务、胚胎植入前染色体筛查等高端生殖科学服务。2017年10月13日，上述全资子公司阿吉安(北京)基因科技有限公司完成了工商注册登记，并领取了《营业执照》；2017年9月15日，公司第二届董事会第三十一次会议审议通过《关于设立全资子公司广生堂辅助生殖海外有限公司的议案》。公司拟在香港设立全资子公司“广生堂辅助生殖海外有限公司”。2017年10月10日，完成上述全资子公司的注册登记手续，并取得香港特别行政区公司注册处核发的《公司注册证明书》。

20年前，我国育龄人群中的不孕不育率仅为3%，处于全世界较低水平。2009年中国不孕不育高峰论坛公布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，全国不孕不育患者人数已超过5000万，以25岁至30岁人数最多，呈年轻化趋势。平均每8对育龄夫妇中就有1对面临生育方面的困难，不孕不育率攀升到12.5%-15%，接近发达国家15%-20%的比率。最为严峻的是，这一发生比例还在不断攀升，卫生组织专家预估中国的不孕不育率将会在近几年攀升到20%以上。

图 31： 1990、2015 及 2020 年预计中国不孕不育率



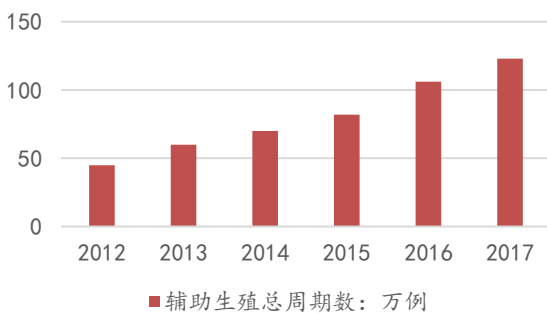
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

卫生组织专家认为，精神和环境的双重压力，生育年龄推迟，让付出沉重的“生命代价”不孕不育已成为严重的社会问题。如何有效帮助不孕不育患者解决生

育难题，对于社会，医院及大夫都提出了更高的要求，而辅助生殖正是治疗不孕不育的重要手段。

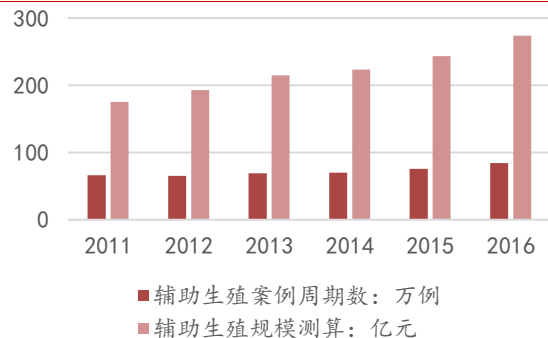
截至 2016 年 9 月，全国经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构共有 432 所，每年完成 70 万例。我国现有的辅助生殖技术和机构远远不能满足市场需求，辅助生殖市场空间巨大。我国每年出生的新生儿数量约为 1600 万，按 12.5%-15% 的不孕不育率计算，理论上每年有 200-240 万新生儿因为不孕不育无法出生。

图 32: 2012-2017 年中国辅助生殖周期数量



资料来源: 中国产业信息网, 川财证券研究所

图 33: 2011-2016 年中国辅助生殖市场规模



资料来源: 2017 年妇儿医疗市场调研分析报告, 川财证券研究所

政策方面，由于我国政府对辅助生殖行业的准入和监管均十分严格，当前国内辅助生殖行业整体呈现供不应求的状态。辅助生殖牌照根本上来讲就是技术门槛，随着我国对辅助生殖技术掌握程度的提高，未来辅助生殖供给端将不断扩张；2015 年二胎政策全面放开，压抑的生育意愿将一定程度被释放出来，预计未来 5 年里更多的高龄妇女（35 岁以上）希望再生育一个孩子，而这部分人群已经过了最佳生育年龄，将对辅助生殖技术有较强的需求；随着国民知识水平的提高和思想观念的逐步开放，社会对不孕不育的偏见渐渐减少，不孕夫妇就诊率不断提高，社会观念的转变，促进辅助生殖需求将会持续上升，市场需求有望进一步扩大；且赴港生子能够使下一代直接获得香港永久居民身份，这对子公司在香港设立利好。

另一方面，要想成功妊娠，健康胚胎很关键。而通过试管婴儿方法获得的胚胎有 40-60% 存在染色体异常，且随着孕妇年龄越大，胚胎染色体异常的风险越高。染色体异常是导致妊娠失败和自然流产的主要原因。因此，健康的胚胎是试管婴儿成功的第一步，所以植入前遗传学筛查技术开始越来越受到重视。胚胎植入前遗传学筛查（Preimplantation Genetic Screening, PGS）是指胚胎植入着床之前，对早期胚胎进行染色体数目和结构异常的检测，通过一次性检测胚胎 23 对染色体的结构和数目，分析胚胎是否有遗传物质异常的一种早期产

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

前筛查方法。应用 PGS 技术挑选正常的胚胎植入子宫,以期获得正常的妊娠,提高患者的临床妊娠率,降低多胎妊娠。公司建立阿吉安公司一方面满足孕妇健康检查的妇儿健康战略领域需要,另一方面与香港辅助生殖公司对接,完善辅助生殖产业链,是公司战略部署的重要一环。

综上所述,随着育龄人群基数的扩大和患病率的不断提高,我国需要辅助生殖技术的人群数量也将快速增长,整体需求预计将持续保持旺盛。自 1988 年我国第一个试管婴儿诞生以来,试管婴儿手术的成功率已经从最初的不到 20% 上升到了目前的 40% 以上,达到国际上的先进水平。越来越多的不孕不育患者也希望通过试管婴儿技术实现生儿育女的愿望。如果按照存量 7000 万育龄(按照 25-30 岁简单计算)妇女,15% 的不孕不育发病率和 30% 采用体外受精手术计算,其潜在市场需求应该在年 310 万例手术左右,是目前手术量的 10 余倍;如果按照年新增量(新进入 25-30 岁阶段),以相同比例计算,未来几年的新增峰值可能达到近 60 万例,是目前手术量的 2-3 倍。若公司能够如期完成子公司的建立,将有望迅速切入该行业,分享该行业快速发展所带来的行业红利。

风险提示

替诺福韦市场拓展放缓

替诺福韦的市场推广使公司费用上升,若替诺福韦销量不达预期,可能会对公司业绩造成较大影响。

新药研发风险

肝癌新药和非酒精性脂肪肝新药均计划 18 年申请临床试验,若不能如期研发成功,公司未来收入可能不及预期。

战略效益不达预期

进军医疗服务领域盈利可能不及预期。

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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	473	556	624	714	营业收入	296	406	560	750
现金	408	478	520	579	营业成本	39	53	72	94
应收账款	32	32	48	66	营业税金及附加	5	7	9	13
其他应收款	1	1	2	2	营业费用	139	191	269	368
预付账款	4	13	14	12	管理费用	92	122	162	210
存货	24	23	31	43	财务费用	-12	-16	-19	-21
其他流动资产	4	7	9	11	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	264	221	225	228	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	-3	-3	-3	-3
固定资产	110	103	95	86	营业利润	37	47	63	83
无形资产	39	45	51	58	营业外收入	1	5	5	4
其他非流动资产	97	55	61	67	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	736	777	849	942	利润总额	35	50	66	86
流动负债	168	102	125	152	所得税	2	4	5	6
短期借款	0	0	0	0	净利润	34	46	61	80
应付账款	25	25	36	52	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	143	78	89	101	归属母公司净利润	34	46	61	80
非流动负债	16	19	17	17	EBITDA	41	43	58	76
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.33	0.43	0.56
其他非流动负债	16	19	17	17					
负债合计	184	122	142	169	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	142	142	142	142	成长能力				
资本公积	234	234	234	234	营业收入	-5.4%	37.0%	38.0%	34.0%
留存收益	233	280	331	397	营业利润	-47.1%	26.9%	34.1%	32.6%
归属母公司股东权益	552	655	707	773	归属于母公司净利润	-49.5%	37.5%	33.2%	29.4%
负债和股东权益	736	777	849	942	润				
					获利能力				
					毛利率(%)	87.0%	87.0%	87.2%	87.5%
					净利率(%)	4.6%	11.3%	11.4%	11.0%
					ROE(%)	6.1%	7.0%	8.7%	10.3%
					ROIC(%)	30.4%	18.5%	26.5%	37.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.0%	15.7%	16.7%	18.0%
					净负债比率(%)	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.81	5.43	4.99	4.69
					速动比率	2.67	5.20	4.74	4.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.54	0.69	0.84
					应收账款周转率	11	12	13	12
					应付账款周转率	1.43	2.11	2.37	2.14
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.33	0.43	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.04	0.33	0.46
					每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.62	4.99	5.45
					估值比率				
					P/E	122.46	89.06	68.35	52.48
					P/B	7.55	6.36	5.89	5.39
					EV/EBITDA	91	85	64	48

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001