

广生堂 (300436)

国内乙肝药物行业领军者 买入 (首次)

2016年7月20日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

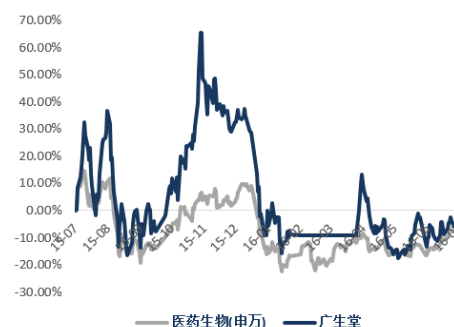
盈利预测与估值

	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	366.7	418.2	502.0	627.3
同比 (%)	18.7	14.0	20.0	24.9
净利润 (百万元)	125.5	144.2	168.2	238.5
同比 (%)	21.3	14.9	16.7	41.79
毛利率 (%)	87.0	87.0	86.6	87.4
ROE (%)	22.2	25.2	27.2	34.5
每股收益 (元)	0.90	1.03	0.99	1.40
P/E	79.5	75.2	80.1	85.0
P/B	20.1	21.3	24.7	33.1

投资要点

- 肝病行业仍将保持快速增长:** 我国肝病行业维持快速增长, 需求结构转变为乙肝、丙肝以及慢性肝病市场的三足鼎立局面, 需求增长不变, 用药格局不断升级。医保控费、招标降价和一致性评价带来短期收支压力, 促使行业集中度提升, 产品质量优化。未来我国将迎来乙肝市场十年黄金期, 核苷类药物作为慢性乙肝治疗的首选药物将孕育重要的肝病药物市场。新一代核苷类药物替诺福韦专利 2017 年到期吸引众多企业抢注, 行业下一突破口即将引爆。国外丙型药物更新换代, 全球丙肝市场迅速成长。我国丙肝治疗落后, 国内丙肝市场仍是一片处女地, 亟待开发。
- 公司凭借产品优势占领行业高地:** 广生堂主打抗乙肝药物, 是目前国内唯一同时拥有恩替卡韦、阿德福韦酯、拉米夫定这三种一线抗乙肝病毒药品批文的企业。公司的发展规划是走优质低价的路线, 销量扩大价格逐步下降。凭借卓越的产品性能以及强大的销售团队, 广生堂在国内抗病乙肝药物领域的市场占有率迅速排名第四。富马酸替诺福韦酯和索非布韦等重大品种研发进展顺利, 未来将驱动公司的业务的爆发。
- 转型学术型直销, 全面布局渠道与销售网络:** 公司营销策略有所改变, 加大了直销模式终端开发和推广力度, 公司的市场推广费增加 700 万元, 直销模式占比提高到 44%, 意欲从大规模“跑马圈地”式开发新市场转为“精耕细作”, 开发医院终端并树立品牌形象地位。新的营销策略将进一步提升产品的销售量。
- 拓展基因检测等新型业务平台:** 公司与北京博奥医学检验服务有限公司成立联营公司博奥福建医学检验服务有限公司, 广生堂即将进军基因检测领域, 建设肝病系列基因检测平台, 实现肝病的精准化治疗。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测广生堂 2016-2019 年营业收入分别为 3.7 亿、4.2 亿、5.0 亿和 6.3 亿元, 归属母公司净利润为 1.2 亿、1.4 亿、1.7 亿和 2.4 亿元。对应 EPS 分别为 0.90、1.03、0.99 和 1.40, 对应 PE 分别为 79.5、75.2、80.1 和 85.0 倍。公司药物主业发展迅速, 新建第三方检验平台推动内生增长, 积极拓展新型业务。我们首次推荐为“买入”评级。
- 风险提示:** 行业政策风险、招标降价风险、研发风险等。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	60.71
一年最低价/最高价	53.88 / 180.80
市净率	16.4
流通A股市值 (百万元)	5600.0

基础数据

每股净资产 (元)	10.23
资产负债率 (%)	32.56
总股本 (百万股)	1223.00
流通A股 (百万股)	956.36

相关报告

肝病行业专题报告之: 看清肝病行业真正的“巨头”

目录

1. 公司简介：抗乙肝核苷类药物的行业领军者	3
1.1. 公司主营业务	3
1.2. 公司股权结构	4
1.3. 公司经营模式：“研发+生产+销售”一体化	4
1.4. 财务分析 公司近年营业收入和净利润快速增长	5
2. 肝病行业仍将保持快速增长	7
2.1. 抗病毒核苷类药物市场快速增长	8
2.2. 行业竞争格局：市场竞争日趋激烈，国产份额逐渐扩大	9
2.3. 产品更替带来行业格局变动	10
2.4. 丙肝药物市场空白亟待填补	12
3. 公司核心竞争力	13
3.1. 公司打造专业乙肝药物品牌，行业地位进一步加强	13
3.2. 人才储备和研发投入保证公司不断创新	17
3.3. 营销渐向学术型靠拢，全面布局渠道与销售网络	20
4. 生产控制节约成本 产能扩大驱动业务快速成长	21
5. 完善肝病产品线，拓展基因检测等新型业务	22
5.1. 联合博奥打造国内领先的第三方基因检测机构	23
5.2. 肝病精准医疗行业前景	25
6. 盈利预测与投资建议	30
7. 风险提示	31

1. 公司简介：抗乙肝核苷类药物的行业领军者

1.1. 公司主营业务

广生堂成立于2001年，2011年公司有限整体变更为福建广生堂药业股份有限公司，2015年4月22日，公司成功登陆中国深交所A股市场。广生堂是一家专注于抗乙肝核苷类药物研发、生产和销售的企业，主要产品包括阿甘定-阿德福韦酯、贺甘定-拉米夫定、恩甘定-恩替卡韦以及茵白肝炎胶囊等抗乙肝病毒药物，其中阿甘定、贺甘定、恩甘定属于核苷类抗乙肝病毒药物。除此之外公司产品还包括富马酸亚铁等非处方药品。公司是唯一同时拥有恩替卡韦、阿德福韦酯、拉米夫定等抗乙肝病毒药品批文的企业。

图表 1: 公司主要产品

本公司主要产品图例



阿甘定



贺甘定

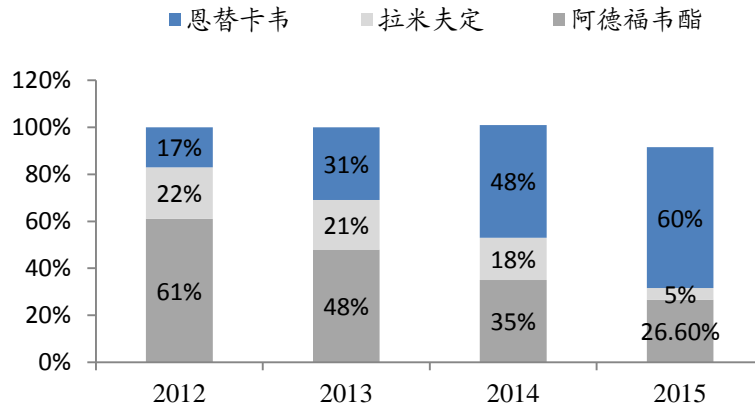


恩甘定

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

2015年公司营业收入营业总收入3.09亿元，阿甘定、贺甘定和恩甘定销售收入达到3.08亿元，占公司营业收入的99.76%。2016年第一季度，三大产品业务收入8133.32万元，占公司营业收入的99.71%，其中阿甘定销售收入1838.74万元，较去年同期下降17.16%；贺甘定销售收入824.69万元，较去年同期下降25.51%；恩甘定销售收入5469.88万元，较去年同期大幅增长43.15%。

图表 2：公司收入结构



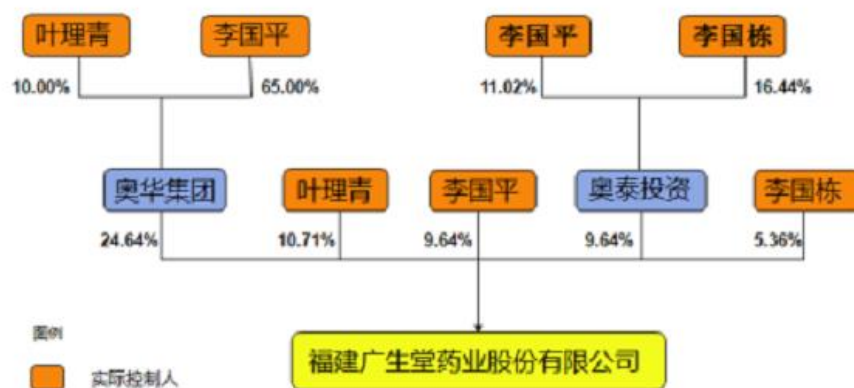
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司董事长李国平为实际控制人，截止 2016 年 4 月 25 日，李国平持有公司股票 1350 万股，持股比例 9.64%。第一大股东为福建奥华集团，持股比例 24.64%，为李国平控制的企业。李国平其配偶叶理青、其弟李国栋持股比例分别为 10.71%和 5.36%。

2016 年 6 月 28 日至 7 月 1 日公司持股 5%以上股东昆吾九鼎减持 697 万股，此前九鼎系对地尔汉宇、维力医疗等公司密集减持。九鼎解释减持属正常退出，主要是由其运转模式和行业政策变化决定，对广生堂未来发展无负面影响。

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司经营模式：“研发+生产+销售”一体化

公司作为专业的乙肝药物生产企业，以强大的研发技术为基础，以庞大的营销团队为依托，在全国范围内开展抗乙肝药物的销售工作。形

成了“研发+生产+销售”的一体化商业模式。

公司主要采取经销和直销两种销售模式，其中以经销为主。目前公司的经销商已经覆盖了除北京、上海、福建外的全国31个省、自治区和直辖市。公司药品对经销商的销售均采用款到发货方式，不存在赊销情况。2015年公司经销模式销售收入1.76亿元，占公司营业收入的56.97%。2011年至2012年，公司在福建、北京、上海等竞争较为激烈地区开展直销，其余采用经销模式。2013年，公司开始在浙江等部分市场基础较好的区域开展直销模式。公司不断加大直销终端开发力度，2015年直销模式销售收入1.33亿元，销售收入占比从上年的36%提高到43.03%。

图表 4: 广生堂经营模式

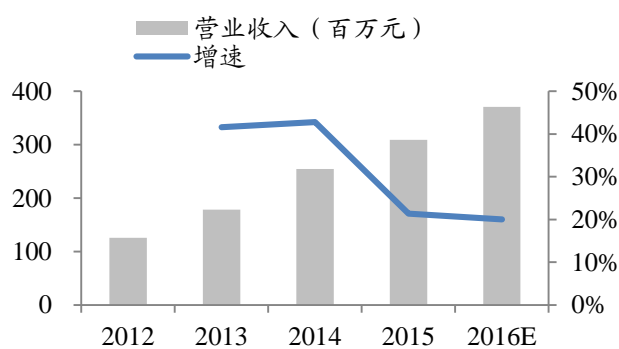


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 财务分析 公司近年营业收入和净利润快速增长

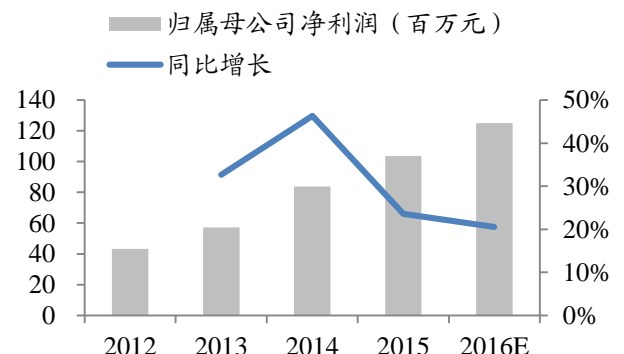
公司近年经营状况良好，销售收入保持持续增长，2015年公司营业收入营业总收入3.09亿元，同比增长21.40%。归属上市公司股东净利润1.03亿元，同比增长23.55%。营业收入和净利润由快速转稳定增长。

图表 5: 广生堂营业收入持续增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6: 广生堂净利润增长情况

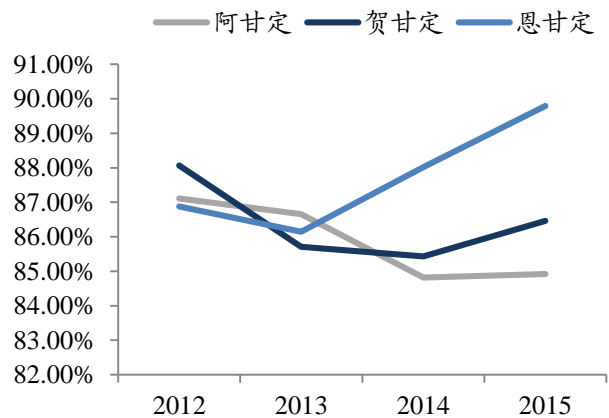
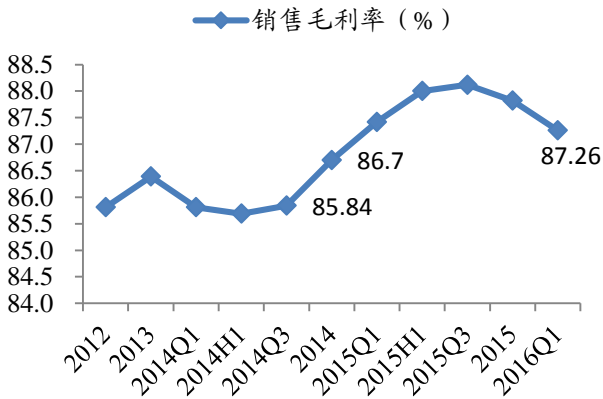


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司毛利率水平较高，2015年开始有显著提升，一直保持在86%以上，2016Q1毛利率为87.26%。核苷类产品是公司的主营业务，2016年第一季度，阿甘定、贺甘定和恩甘定三大产品业务收入8133.32万元，占公司营业收入的99.71%。2014年恩甘定毛利占比已达到48.55%，逐步取代阿甘定和贺甘定，成为毛利贡献最多产品。阿甘定和贺甘定近年毛利率无较大变化，维持在85%左右，恩甘定毛利率从2013年开始有大幅增长达到89.79%。这说明公司主营产品具有明显的竞争优势。由于生产技术壁垒高、原料药大部分实现自产，公司产品毛利率在行业保持前列。

图表 7: 广生堂销售毛利率保持在较高水平

图表 8: 主营产品毛利率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

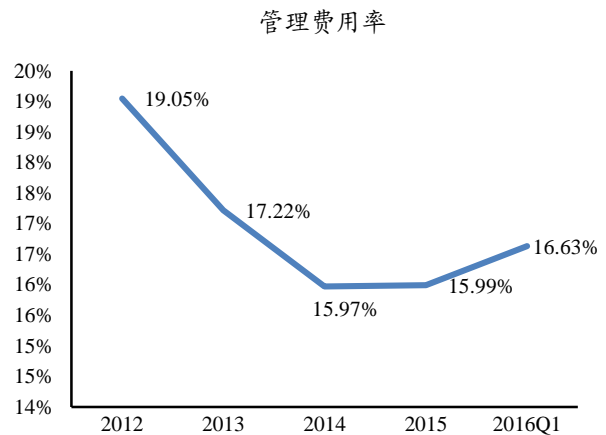
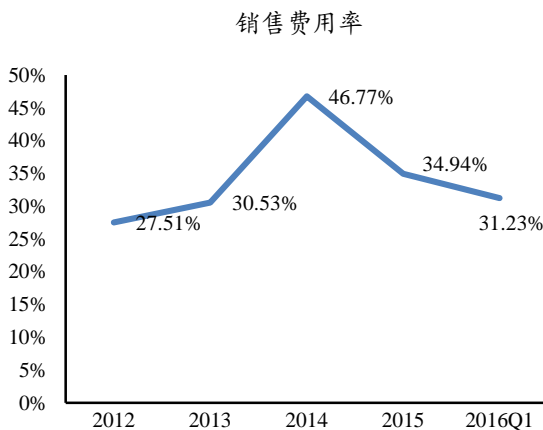
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司2015年销售费用达到1.08亿元,同比增长36%,2016年Q1同比增长33.2%,主要因为公司加大直销模式终端开发和推广力度,直销模式占比提高到44%,使公司的市场推广费增加700万元而且随着销售收入的增加,销售人员薪酬也有所增加。营收大幅增加销售费用率同比减少。

公司管理费用有所提升,主要因为公司不断加大研发费用投入。2015年管理费用达到4940万元,研发费用支出742万元。由于公司不断提升的综合管理水平,管理费用率基本与往年齐平。

图表 7: 广生堂销售费率

图表 8: 广生堂管理费用率

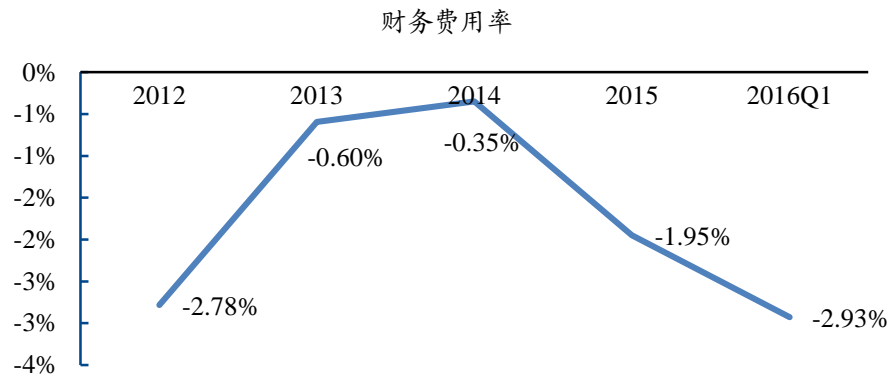


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着公司 2015 年上市后募集资金的到位，对暂时闲置资金进行管理的利息收入同比增加了 510 万。募集资金逐渐按计划投入 GMP 生产技术改造项目、研发实验中心建设项目和中小试制剂车间建设项目。

图表 9：公司财务费用



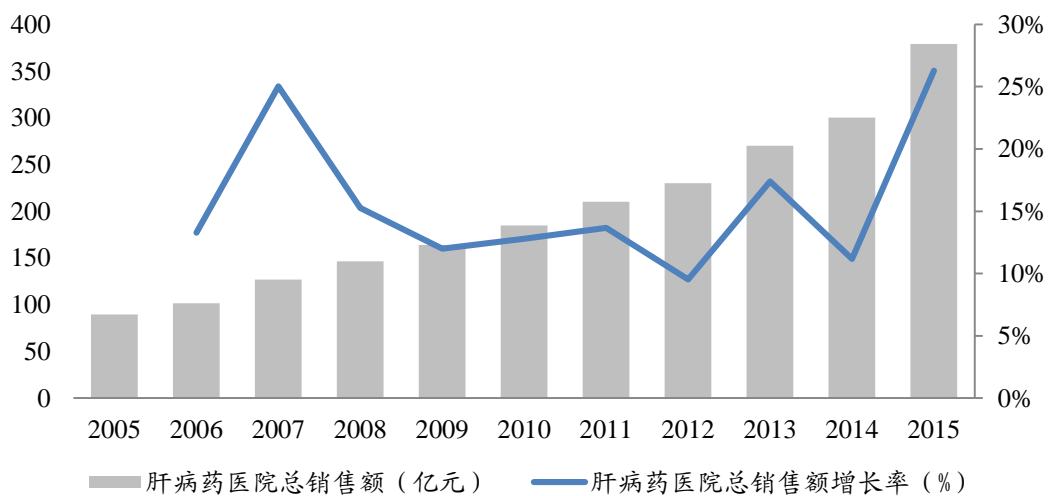
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 肝病行业仍将保持快速增长

我国肝病是常见病和多发病，通常可将肝病分为病毒性肝炎、酒精性肝病、药物性肝损伤、脂肪肝、肝硬化及肝癌等几大类。肝炎又可分为甲型肝炎病毒(HAV)、乙型肝炎病毒(HBV)、丙型肝炎病毒(HCV)、丁型肝炎病毒(HDV)、戊型肝炎病毒、暴发性肝炎和无黄疸型肝炎等。

2015 年肝病药物销售额达到 440.30 亿元，同比增长 8.3%，高于整个药品市场 7.6% 的增速。其中医院市场是肝病药物销售的主要渠道，市场份额占比 86.10%。预计到 2020 年我国肝病用药医院市场销售额将达到 780 亿元，整体肝病市场规模将超千亿。

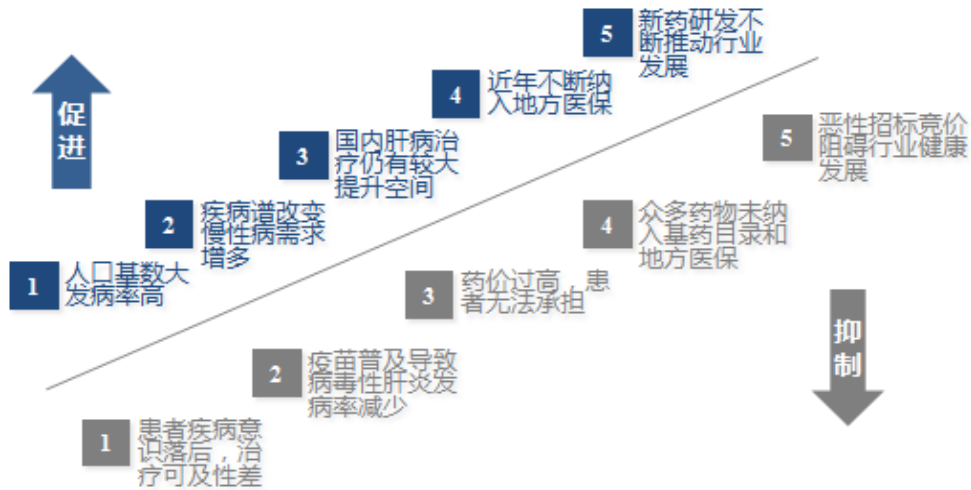
图表 10：2005-2015 年肝病用药医院市场销售额



资料来源：米内网，东吴证券研究所

我国肝病市场总量偏低、治疗可及性差，伴随患病人群不断扩大、疾病谱改变、新药研发、政策合理推动、人口医疗理念的不断改变等积极因素，我国肝病市场仍将维持高速增长。

图表 11: 多因素推动肝病药物市场高速发展



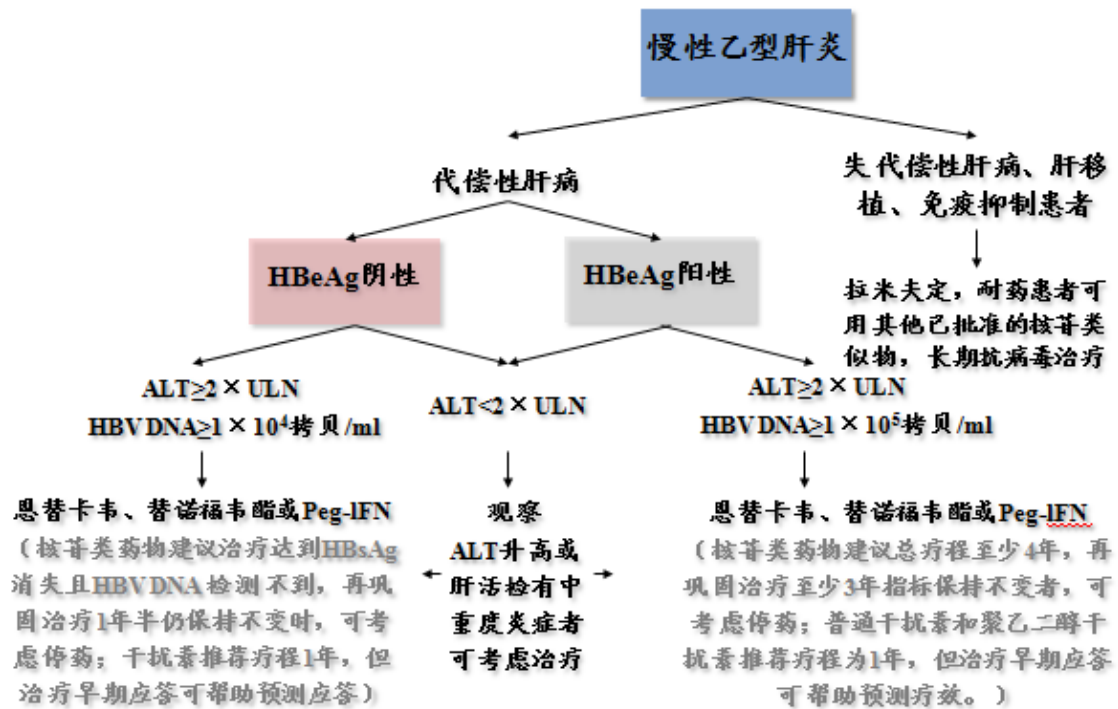
资料来源：东吴证券研究所

2.1. 抗病毒核苷类药物市场快速增长

我国慢性乙肝病毒携带者人数占全世界的 34% 左右，达 9000 万以上。慢性乙肝患者达到 3000 万人。慢性乙肝难以根治，治疗周期漫长，治疗费用高昂。2014 年病毒性肝炎患者人均医药费用达到 7747.9 元，药费占比 58.4%，接受治疗乙肝患者比例仅为 1/10，乙肝的理论市场容量应超千亿。

由中华医学会定制的“中国慢性乙肝防治指南”是中国肝病学界重要的技术指导性文件。《2015 年中国慢性乙型肝炎防治指南》强调了抗病毒治疗和增强免疫预防的重要性。核苷酸类似物抗病毒药物被指南明确提出是慢性乙型肝炎初治患者的首选品种，干扰素类药物、免疫调节剂和保肝护肝类药物进行联合治疗。

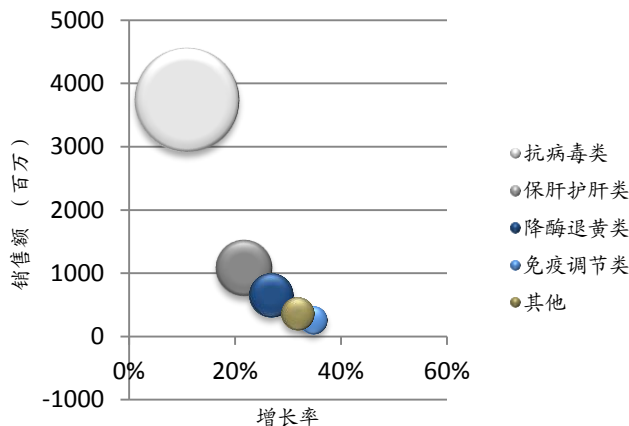
图表 12: 《2015 年中国慢性乙型肝炎防治指南》中抗病毒治疗方案示意图



资料来源: 东吴证券研究所

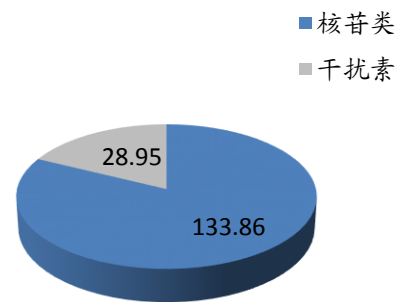
2015 年抗病毒药物占肝病用药总体市场的 33%，销售规模为 140-160 亿元，增长率为 9.5%。2014 年国内核苷类药物销售额占抗病毒药物比重已超过 80%。

图表 13: 2015 年零售市场肝病药物销售情况



资料来源: 米内网, 东吴证券研究所

图 14: 2014 年抗病毒药物销售情况 (亿元)



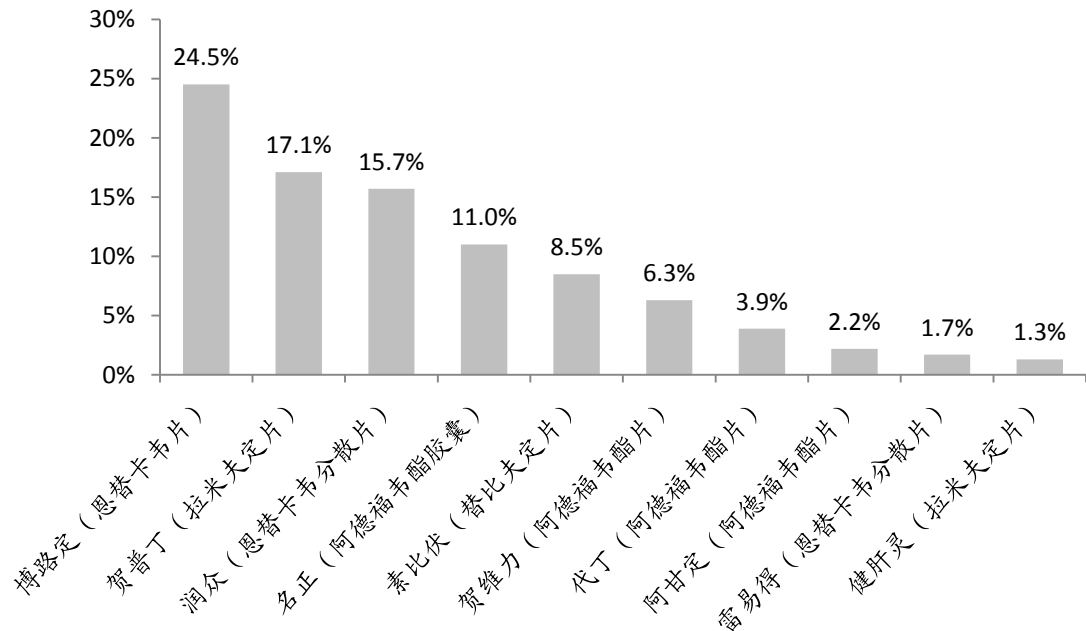
资料来源: 中康 CMH, 东吴证券研究所

2.2. 行业竞争格局: 市场竞争日趋激烈, 国产份额逐渐扩大

抗病毒性肝炎类药物 2015 年销售额前十的产品市场份额总和占比已达到 92.2%，集中度非常高。百时美施贵宝的博路定（恩替卡韦片）销售额依然蝉联业内第一，葛兰素史克的贺普丁（拉米夫定片）位居第二。国

产品牌正大天晴的润众（恩替卡韦分散片）、名正（阿德福韦酯胶囊）、广生堂的阿甘定（阿德福韦酯片）和苏州东瑞的雷易得（恩替卡韦分散片），销售额同比增长均超过 20%。

图表 15: 2015 年抗病毒性肝炎药物销售额 TOP10 品牌



资料来源：中康 CMH，东吴证券研究所

2.3. 产品更替带来行业格局变动

阿德福韦、恩替卡韦、阿德福韦酯和拉米夫定都属于核苷类药物，其治疗原理是这些药物作为核苷酸类似物或逆转录酶抑制剂抑制病毒遗传物质的复制。但这三种药物的优劣点和适应症各不相同。《核苷和核苷酸类药物治疗慢性乙型肝炎的长期性》强调核苷类和核苷酸类药物需要长期治疗，不可随意停药。主要是因为这类药物停药后易复发，其中拉米夫定和阿德福韦酯耐药性最高。拉米夫定属于第一代核苷类药物，于 1999 年上市，治疗五年后耐药率高达 80%。通常适用于儿童感染乙肝的治疗。阿德福韦酯属于第二代核苷类药物，常用于拉米夫定耐药患者，五年后耐药率也达到 29% 左右。但我国目前仍有六、七成乙肝患者使用这两种核苷类药物。恩替卡韦是 2009 年上市的第三代核苷类药物，由于其突出的治疗效果和极低的耐药性（治疗五年后耐药率仅 1.2%），恩替卡韦现已成为中国及 WHO 指南推荐药物，其国内市场份额一跃超过前两代老药。替诺福韦于 2014 年才作为慢性乙肝治疗药在国内上市，医学界对替诺福韦在乙肝治疗上的应用较为认可，认为其是目前产生耐药性较小的抗乙肝药物，是 WHO 指南推荐应用强效抗 HBV 药物。目前替诺福韦无国产品种上市，仅原研吉利德的“韦瑞德”在售。

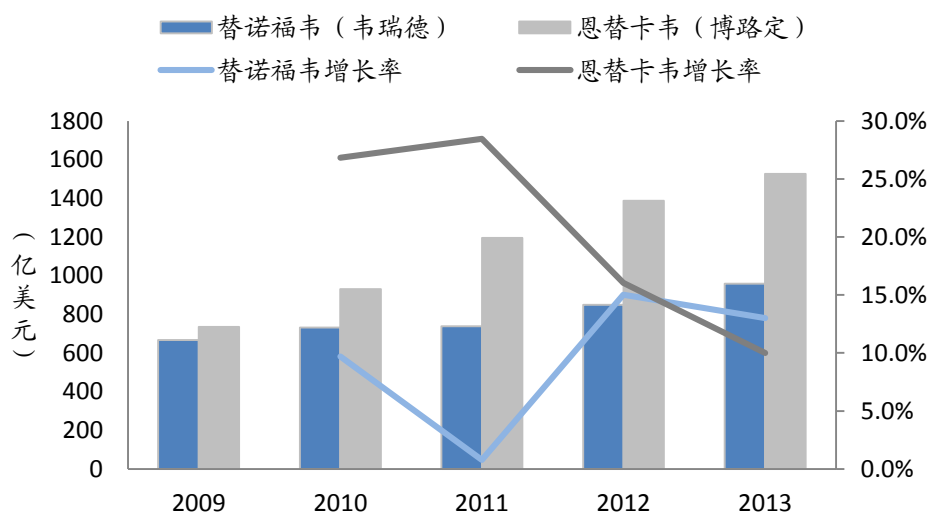
图表 16: 核苷类三代药物对比

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%
副作用	乳酸中毒等	乳酸性酸中毒等	横纹肌溶解症等	无严重副作用	横纹肌溶解症等
治疗疗程	2年以上	2年以上	--	长期	长期
治疗费用(元/年)	6000	7500	7000	3600	4000
上市时间	2008年	2005年	2006年	2002年	1999年
国内仿制药批文	0	19	0	23	23
专利到期时间	2017年	2009年	2019年	晶型专利2018年	2006年
纳入医保	即将纳入	28省市	否	28省市	33省市
指南推荐	是	是	推荐孕妇	否	推荐失代偿肝病等

资料来源: 东吴证券研究所

2015年5月中旬,国家首批药价谈判结果公布,韦瑞德降价高达67%,并将与医保支付政策接轨,月均治疗费用由1500元降至490元。此番大幅降价很可能压缩同种产品仿制药定价空间。同类产品拉米夫定和阿德福韦酯也会受到较大影响,对比国外恩替卡韦和替诺福韦的销售情况,我们认为未来国内恩替卡韦销售额可能增量放缓,但仍有较大上升空间。此外恩替卡韦在国内上市已久,医生用药习惯已培育成熟,加之国产仿制药品种众多,其价格也会进一步降低。但无疑产品的更新换代将使企业市场和研发策略面临严峻的考验。

图表 17: 2009-2013 年恩替卡韦和替诺福韦全球销量

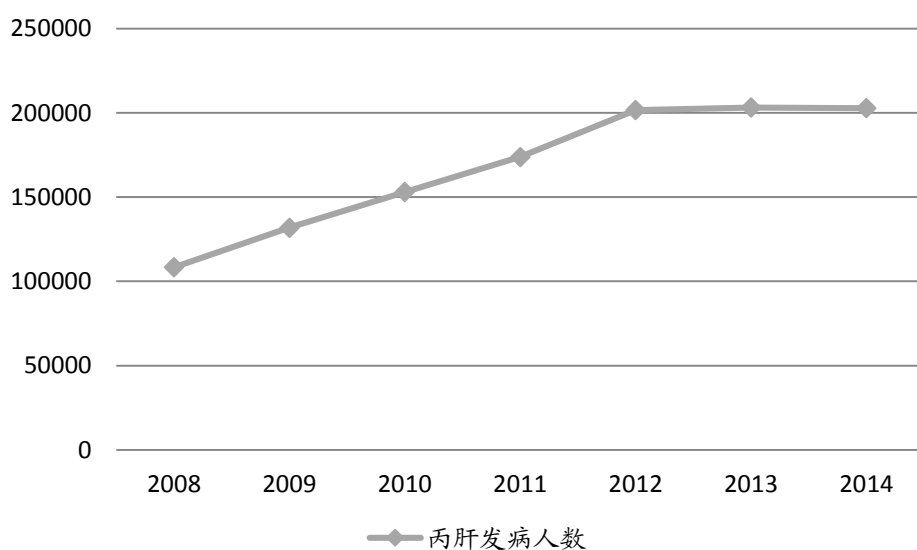


资料来源: Medtrack 数据库, 东吴证券研究所

2.4. 丙肝药物市场空白亟待填补

目前国内丙肝患者约 780 万人, 发病率在病毒性肝炎类疾病中仅次于乙肝。丙型肝炎表型不明显, 患者对此病认知度不高, 所以对丙肝早发现、早诊断和早治疗目前很难实现。多数人就诊时就已处在疾病晚期, 使得丙肝的治疗更为棘手。

图表 18: 国内每年丙肝发病人数

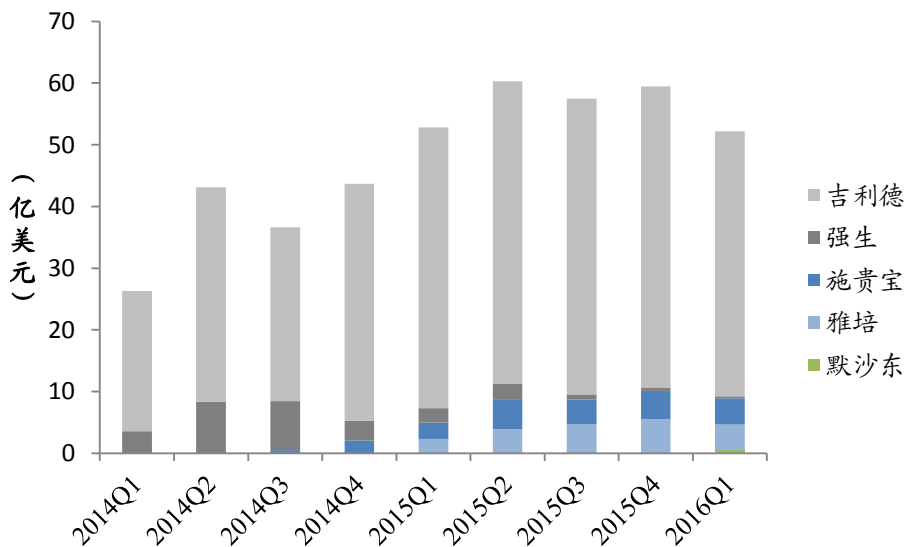


资料来源: 卫计委疾控中心, 东吴证券研究所

国外的丙肝治疗现已进入第三代新型直接抗丙肝病毒药物（DAA）时代，这些药物通过直接抑制 HCV 的蛋白酶、RNA 聚合酶或病毒其他位点发挥强大的抑制病毒复制的作用，索非布韦的治愈率达到 90% 以上，而且对各型丙肝均有疗效，副作用较小。我国丙肝治疗长期以来主要是以干扰素与利巴韦林联合用药为主，其治愈率仅为 44%~70%，而且目前只有不到 2% 被诊断为丙肝的患者采用基于干扰素的抗病毒治疗。《2015 年中国丙型肝炎治疗指南》治疗方案虽然纳入 DAA 小分子药物，但目前国内尚无一种 DAA 药物上市。

全球丙肝药物市场规模在新药面世带动下由 2013 年 50 亿美元飙升至 2015 年 240 亿美元左右。IMS 报告称，2013 年特拉匹韦全球市场规模为 9.95 亿美元，吉利德的索非布韦面世后，特拉瑞韦与聚乙二醇干扰素 α 和利巴韦林联合治疗用药市场急速下滑。索非布韦在 9 种新型直接抗丙肝产品市场中销售量遥遥领先，国外 49 种新药已报批临床。国外丙肝市场增速趋缓，行业下一突破口即将在中国引爆。Decision Resources 测算中国的 HCV 市场容量应在 15 亿元左右。

图表 19：5 家药企丙肝药物近 2 年的全球季度销售情况



资料来源：医药魔方数据，东吴证券研究所

3. 公司核心竞争力

3.1. 公司打造专业乙肝药物品牌，行业地位进一步加强

广生堂主打抗乙肝药物，是目前国内唯一同时拥有恩替卡韦、阿德福韦酯、拉米夫定这三种一线抗乙肝病毒药品批文的企业。广生堂秉承“广播仁爱，关注民生”的经营理念，专注于抗病毒类乙肝药物的研发

与生产，立志让中国更多的乙肝患者都用得起抗乙肝病毒类药物。公司的未来发展规划是走**优质低价**的路线，销量扩大价格逐步下降，这样的战略规划是与现今国内医药行业格局紧密结合的。

公司产品阿甘定-阿德福韦酯晶型独特、制备简单，利于工业化生产。公司对产品质量严格监控，保证成品的杂质含量小于 1.00%；贺甘定-拉米夫定产品纯度高、具有良好的稳定性，杂质含量标准与进口拉米夫定质量控制标准相同；恩甘定-恩替卡韦具有用量小、抑制病毒疗效强、口服吸收率高、耐药性极低等特点。公司掌握独立知识产权的恩替卡韦生产工艺，提高了有效成分在制剂分散均匀度，保证在人体内能迅速崩解快速起效。凭借卓越的产品性能以及强大的销售团队，广生堂在国内抗病乙肝药物领域的市场占有率迅速排名第四。

图表 20: 2013 年抗病毒乙肝药物市场 TOP10 厂家

厂家	通用名	商品名	市场份额
中美上海施贵宝	恩替卡韦	博路定	18.22%
江苏正大天晴	恩替卡韦	润众	11.59%
	阿德福韦酯	名正	5.86%
葛兰素史克	拉米夫定	贺普丁	11.14%
	阿德福韦酯	贺维力	3.79%
	替诺福韦	韦瑞德	0.11%
上海罗氏制药	PEG-INF- α -2a	派罗欣	11.69%
北京诺华制药	替比夫定	素比伏	5.35%
福建广生堂	阿德福韦酯	阿甘定	2.69%
	拉米夫定	贺甘定	1.27%
	恩替卡韦	恩甘定	1.18%
天津药研院药业	阿德福韦酯	代丁	3.95%
先灵葆雅制药	PEG-INF- α -2b	甘乐能	2.59%
	INF- α -2b	佩乐能	0.99%
江西青峰制药	恩替卡韦	维力青	2.96%
凯因生物	INF- α -2b	凯因益生	1.44%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司三种核苷类产品均于 2009 年列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，现均已通过招标进入多个省市，恩替卡韦也是《2015 年中国慢性乙型肝炎防治指南》指定用于治疗慢性乙型肝炎初治患者的首选药物，应与干扰素类药物、免疫调节剂和保肝护肝类药物进行联合治疗。

图表 21: 部分抗肝炎一二线药品纳入医保情况

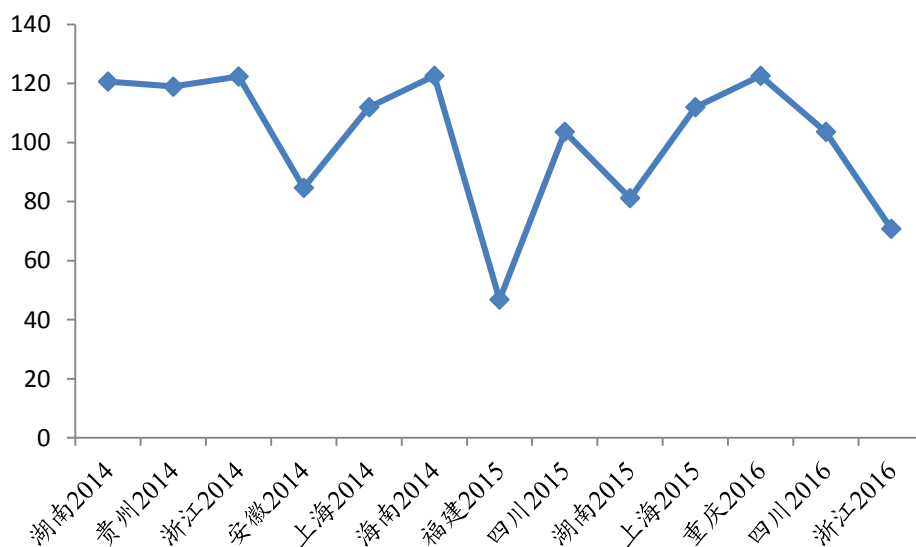
药品通用名	医保地区	类别	剂型	基药目录
恩替卡韦	国家医保、北京市等 28 省市	乙类	口服常释剂型	否
拉米夫定	国家医保、北京市等 33 省市	仅湖北省用于乙肝治疗甲类	口服常释剂型 (湖北糖浆剂改糖浆剂片剂)	是 (艾滋病用药)
阿德福韦酯	国家医保、北京市等 28 省市	乙类	口服常释剂型	否
重组人干扰素 α -1b	吉林省、湖北省、青海省	乙类	滴眼剂、注射剂	否
重组人干扰素 α -2b	湖北省、新疆省	乙类	注射剂、喷雾剂	否

资料来源: 药智数据, 东吴证券研究所

阿甘定于 2007 年 8 月上市, 截至 2015 年已通过招标 (含补标或备案) 进入全国 26 个省 (区、市) (含军队系统招标及县级招标); 贺甘定 2011 年 3 月上市, 截至 2015 年已通过招标 (含补标或备案) 进入 17 个省 (区、市) (含军队系统招标及县级招标); 恩甘定于 2012 年 3 月上市, 截至目前已通过招标 (含补标或备案) 进入 14 个省 (区、市) (含军队系统招标及县级招标)。

乙肝药物作为大病种药物受医改药品控费影响, 在各省招标竞价受到打压。恩甘定各省招标价格差异较大, 整体来看近年价格有下降趋势。2016 年 0.5 mg*7 规格的恩甘定浙江省中标价格为 70.84 元, 同比 2014 年下降 72.80%, 降幅居前列。

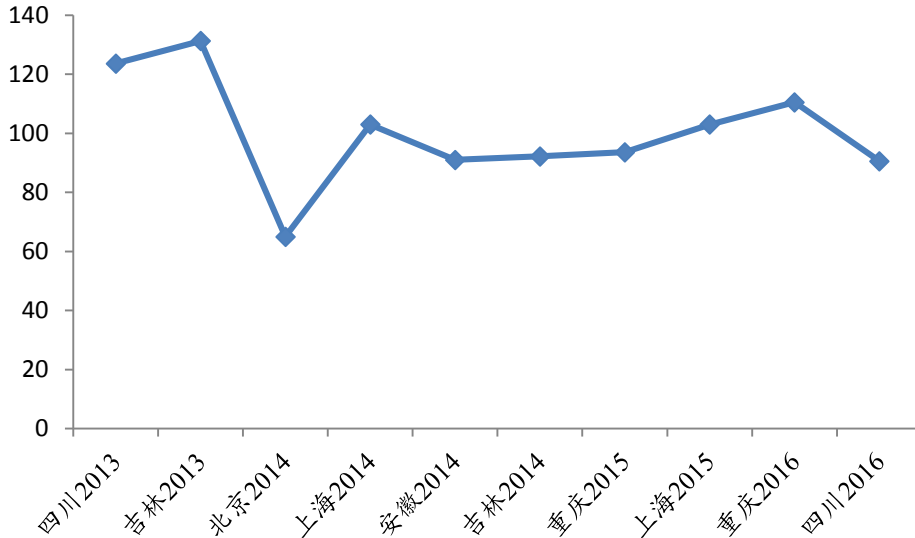
图表 22: 恩甘定 (0.5mg*7, 胶囊制剂) 2014-2016 年各省招标价格



资料来源: 药智数据, 东吴证券研究所

阿甘定各省招标价格区别不大,近年价格稳中有降。2016 年 10mg*14 规格的阿甘定片剂在四川省中标价格 90.56 元,同比 2013 年下降 39.83%; 100mg*14 规格的贺甘定在四川省中标价格 101.42 元,同比 2013 年下降 33.11%。值得指出的是,阿甘定和恩甘定在福建省的近年招标价格在各省中最低。

图表 23: 阿甘定 (10mg*14, 片剂) 2013-2016 年各省招标价格

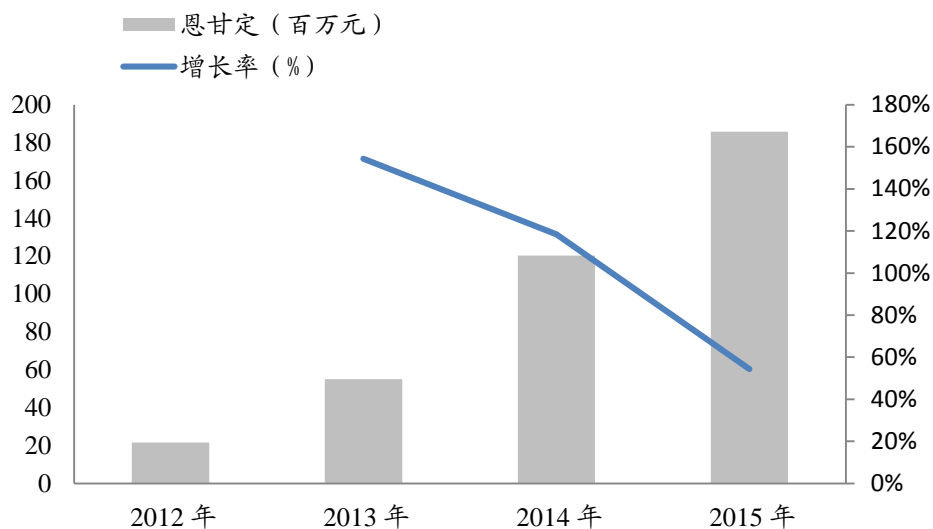


资料来源: 药智数据, 东吴证券研究所

广生堂的恩甘定是公司主打产品, 2015 年的营收占比已经达到 60%, 成为公司最大品种。目前国内恩替卡韦批准和在审药物共 63 个。34 个已获审批, 其中商品药批文数达到 19 个, 原料药 15 个。分散片剂型国内生产厂家 10 个, 竞争环境相对温和。据中康 CMH 数据统计, 2015 年一季度原研厂家百时施贵宝的博路定销售份额 54.21%, 呈下降趋势。正大天晴的润众占比 32.80%, 同比上年呈快速增长。此外东瑞制药的市场份额为 5.95%、青峰药业 3.80%、广生堂 2.70%。国内恩替卡韦市场进口药份额逐渐被国产产品占据。

恩甘定近年销售收入呈高速增长状态, 2013 年增长率 153%, 2015 年趋缓为 54%, 由于恩甘定营收不到 2 亿, 未来还有增长空间, 加之公司大力布局营销渠道, 积极建设医院终端, 公司营收还会进一步增长, 预计恩甘定 2016 年销售额增速将会在 30% 以上。

图表 24: 恩甘定近年销售收入及增长率

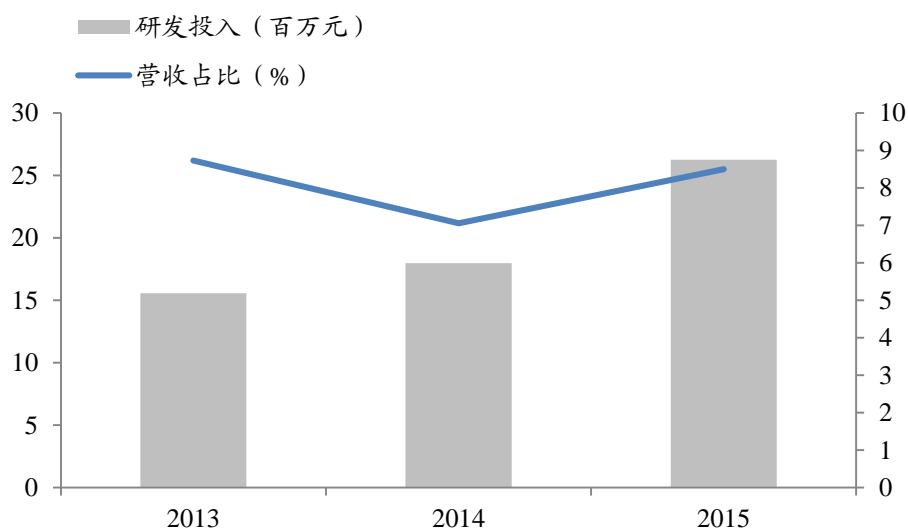


资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 人才储备和研发投入保证公司不断创新

公司不断加大新产品和新工艺的投入, 三年研发投入分别为 1556 万元、1797 万元、2626 万元, 营收占比分别为 8.73%、7.06%、8.5%, 投入金额逐年增加, 研发费用投入处于同业较高水平。持续的研发投入为未来产品开发和业务拓展提供强有力的支持, 是公司核心市场竞争力。

图表 25: 公司近年研发投入情况



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司先后取得了 30 项发明专利，主导产品阿甘定为国家一类新药，曾先后被评为福建省优秀新产品一等奖、福建省自主创新产品；阿德福韦酯研究项目被福建省人民政府授予技术发明一等奖；一种阿德福韦酯 M 晶型及其制备方法和药物应用发明专利被福建省人民政府评为福建省专利特等奖；拉米夫定原料药及制剂的研究入选国家“重大新药创制”科技重大专项“十二五”实施计划。2009 年，公司的“核苷类抗乙型肝炎药物系列产品产业化项目”入选 2009 年福建省“重点产业振兴和技术改造（第二批）项目”；2011 年该项目被列入福建省加快战略性新兴产业发展的实施方案。

图表 26: 公司部分专利情况

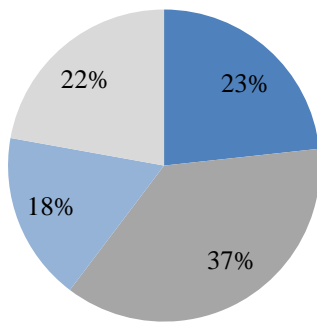
序号	专利名称	专利号	类型	权利期限
1	一种阿德福韦酯的合成方法	ZL200610112062.7	发明	2006.8.30-2026.8.29
2	一种阿德福韦单酯的制备方法及其含量检测方法	ZL200710009159.X		2007.6.28-2027.6.27
3	一种阿德福韦酯的 M 晶型及其制备方法和药物应用	ZL200710009482.7		2007.9.5-2027.9.4
4	一种阿德福韦酯 M 晶型的制备方法	ZL200910168120.1		2007.9.5-2027.9.4
5	一种恩替卡韦的固体分散体、其药物组合物及其制备方法和药物应用	ZL200710009952.X		2007.12.7-2027.12.6
6	一种抗病毒药物恩替卡韦的制备方法	ZL200710009940.7		2007.12.6-2027.12.5
7	一种恩替卡韦的新晶型及其制备方法和药物应用	ZL200910236408.8		2009.10.28-2029.10.27
8	一种恩替卡韦的盐化合物，其制备方法和药物应用	ZL201010000443.2		2010.1.8-2030.1.7
9	一种恩替卡韦分散片及其制备方法	ZL201110085253.X		2011.4.6-2031.4.5
10	拉米夫定晶型及其制备方法	ZL200910119632.9		2009.3.24-2029.3.23
11	拉米夫定晶型及其制备方法	ZL201010254731.0		2009.3.24-2029.3.23
12	一种易于溶出的拉米夫定片及其制备方法	ZL201110085262.9		2011.4.6-2031.4.5
13	替诺福韦酯的盐化合物，其制备方法和药物应用	ZL201010126779.3		2010.3.4-2030.3.3
14	富马酸替诺福韦酯的晶型及其制备方法	ZL201010126780.6		2010.3.4-2030.3.3

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

同时公司还拥有高素质的技术研发队伍，通过内部培养与外部引进等方式，建立该领域一流的研发队伍，截止 2015 年公司的技术研发团队共有 79 人，占员工总数的 17.56%，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 30.38%。

图表 27: 2015 年公司员工构成

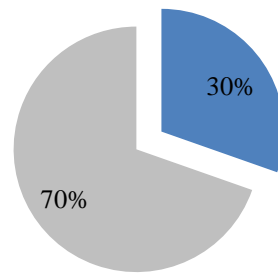
■ 生产人员 ■ 销售人员 ■ 研发人员 ■ 行政及后勤



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 28: 2015 年研发人员学历构成

■ 硕士及以上 ■ 本科



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司重点潜力品种为富马酸替诺福韦酯、索非布韦等肝炎药物。目前国内申报富马酸替诺福韦二吡啶酯片剂、胶囊剂、颗粒剂的企业有 40 多家，共有 12 个企业处于临床试验。申报企业包括正大天晴、安徽贝克和齐鲁制药等，海思科、珠海联邦已完成与原研药参比的人体生物等效性试验，2013 年安徽贝克富马酸替诺福韦二吡啶酯原料药获得生产批文，2016 年广生堂获得临床批件，正在申报生产注册。

目前索非布韦暂未在国内上市，且中国还未对索非布韦授予核心专利授权。良好的竞争环境极有利于国内索非布韦仿制药的发展。四川科伦、江苏豪森、正大天晴和石药集团等 20 家企业药企均在申报 3.1 类新药索非布韦，截止到 2016 年 5 月，已有 10 个企业办理状态显示为制证完毕，包括江苏豪森、正大天晴、石药集团、四川科伦、福建广生堂、北京卡威生物等。江西青峰、南京先声、成都倍特等 10 家企业处于审评审批阶段。公司的重点研发品种替诺福韦酯和索非布韦研发进展顺利，预计 2018 年极有可能获批生产。

图表 29: 重要研发项目进展

序号	项目名称	注册分类	类别	研发目标	进展情况	预计对公司未来发展的影响
1	雷马腺苷注射液Ⅱ期双盲	化药3.1类	抗肿瘤	取得新药证书及药品批准文号	已获临床批件, 目前处于申报生产批件阶段(综合审评中)	增强乙肝及艾滋病治疗领域的市场竞争力
2	雷马腺苷注射液Ⅱ期双盲双效	化药3.1类	抗肿瘤	取得新药证书及药品批准文号	已获临床批件, 已完成临床试验, 目前处于申报生产批件阶段(专业审评中)	增强乙肝治疗领域的市场竞争力
3	雷马腺苷注射液Ⅱ期双盲双效	化药5类	抗肿瘤	取得药品批准文号	已主动撤回生产注册申请, 目前正在完善相关试验	增强艾滋病治疗领域的市场竞争力
4	雷马腺苷注射液Ⅱ期双盲片	化药6类	抗肿瘤	取得药品批准文号	已获临床批件, 正在组织进行临床试验	增强艾滋病治疗领域的市场竞争力
5	索非布韦	化药3.1类	抗肿瘤	取得新药证书及药品批准文号	已完成药学研究, 目前正处于申报临床批件阶段(待审批)	丰富肝病产品线, 增强丙肝治疗领域的市场竞争力
6	索非布韦片	化药3.1类	抗肿瘤	取得新药证书及药品批准文号	已完成药学研究, 目前正处于申报临床批件阶段(待审批)	丰富肝病产品线, 增强丙肝治疗领域的市场竞争力
7	他达拉非	化药3.1类	磷酸二酯酶抑制剂	取得新药证书及药品批准文号	原注册申请于2016年4月被驳回, 详见公司公告(公告编号: 2016028)	丰富产品线, 增强市场竞争力
8	他达拉非片(3个规格)	化药3.4类	磷酸二酯酶抑制剂	取得新药证书及药品批准文号	其中2.5mg和5mg规格于2016年4月被驳回注册申请, 详见公司公告(公告编号: 2016028)。20mg规格(适应症: 肺动脉高压)尚在排队等待审评中。	丰富产品线, 增强市场竞争力
9	他达拉非片(4个规格)	化药6类	磷酸二酯酶抑制剂	取得药品批准文号	原注册申请于2016年4月被驳回, 详见公司公告(公告编号: 2016028)	丰富产品线, 增强市场竞争力
10	枸橼酸西地那非	化药6类	5型磷酸二酯酶抑制剂	取得药品批准文号	已完成药学研究, 目前正处于申报生产批件阶段(专业审评中)	丰富产品线, 增强市场竞争力
11	枸橼酸西地那非片	化药6类	5型磷酸二酯酶抑制剂	取得药品批准文号	已完成药学研究, 目前正处于申报生产批件阶段(专业审评中)	丰富产品线, 增强市场竞争力
12	三升金丹胶囊	中药6.1类	止血止痛药	取得新药证书及药品批准文号	已完成药学研究, 目前正处于申报临床批件阶段(综合审评中)	独家品种, 丰富产品线, 增强市场竞争力
13	阿戈美拉汀	化药3.1类	抗抑郁药	取得药品批准文号	已取得临床批件, 正在进行临床研究	丰富产品线, 增强市场竞争力
14	阿戈美拉汀胶囊	化药3.1类	抗抑郁药	取得药品批准文号	已取得临床批件, 正在进行临床研究	丰富产品线, 增强市场竞争力

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 营销渐向学术型靠拢, 全面布局渠道与销售网络

公司 2015 年销售费用达到 1.08 亿元, 同比增长 36%, 2016 年 Q1 同比增长 33.2%, 大幅增加的原因为: 公司营销策略有所改变, 加大了直销模式终端开发和推广力度, 公司的市场推广费增加了 700 万元, 直销模式占比提高到 44%, 意欲从大规模的“跑马圈地”式开发新市场转为“精耕细作”, 开发医院终端并且树立品牌形象地位。

公司现采取的经销与直销相结合的营销模式，其销售区域已覆盖到除港澳台地区外的全国 31 个省、自治区和直辖市。同时公司自建 167 人的强大营销队伍，开展市场调研，有针对性进行学术指导与产品推广。同时公司成立了全资子公司--福建广生堂医药销售有限公司，赋予销售公司更大的销售决策权限，以应对快速变化的市场形势等要求。同时公司逐渐减少部分经销商业业务，吸收其原有销售骨干，因而继承了部分经销商的市场基础，避免了重新开发终端的大规模投入，使得公司以相对较小的投入快速扩大销售规模。

2015 年公司直销模式销售收入 1.33 亿元，销售收入占比从上年的 36% 提高到 43%。公司产品销量在招标降价的困境中继续保持高增长。随着公司营销网络建设募投项目的实施、公司加大直销终端的开发力度、增加直销销售终端以及通过有效的学术推广活动，将进一步提升产品的销售量。

图表 30: 公司营销网络示意图



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

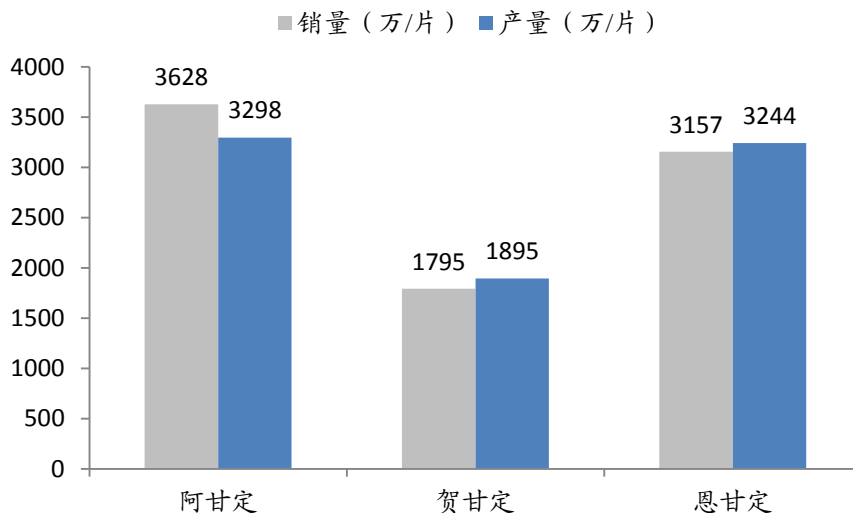
4. 生产控制节约成本 产能扩大驱动业务快速成长

公司拥有完整丰富的产品系列，是目前国内唯一同时拥有阿德福韦酯、拉米夫定和恩替卡韦三种核苷类抗乙型肝炎病毒药物原料药及制剂注册批件的医药企业。阿德福韦酯和恩替卡韦均实现原料药自产自给，拉米夫定由于产销量较小为节约成本开支故原料药采取外购，目前公司主要通过向石家庄龙泽制药有限公司外购原料药进行拉米夫定片剂的生产。

单位原料药的直接人工以及制造费用分摊均低于本公司自产费用。2015 年公司募集资金进行 GMP 生产技术改造，届时将从生产工艺上提高产品质量以及加大原料利用率，进一步提高产品毛利率水平。

2012 年，随着恩甘定-恩替卡韦的上市，公司的产能利用率已接近 100%。由于公司产品中标区域的增加及终端市场的深入开拓，销量继续大幅增加，公司新建的口服固体制剂二车间投入使用后，公司的片剂生产能力增加了 6000 万片/年。2015 年公司募集资金投资项目为核苷类抗乙肝病毒产品 GMP 生产技术改造项目、研发实验中心建设项目、中小试制剂车间建设项目、全国营销网络建设公司营运资金。其中，技改项目建成达产后，固体制剂车间的生产能力将由目前的 11000 万片/年提高到 14000 万片/年。产能扩大将进一步驱动公司业务的快速增长。

图表 31: 2015 年公司销量与产能情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 完善肝病产品线，拓展基因检测等新型业务

经过多年精心耕耘，公司现已形成品质突出、门类齐全的核苷类抗乙肝病毒药物产品线。在此基础上，公司还将利用多年的技术积累和市场渠道大力开发丙肝、脂肪肝、酒精肝及肝纤维化等相近肝病领域药物，保障公司未来持续成长能力。公司现与上海药明康德新药开发有限公司展开多项合作，签订了“乙肝新药 GST-HG141 的研发”和“非酒精性脂肪肝新药 GST-HG151 的研发”合同；除此之外，公司开辟了他达拉非、西地那非等全新产品线的建设，进一步丰富公司产品种类。

2016 年公司拟收购上海里索 80% 股权、上海华舟压敏胶制品公司 90% 股权、禾心诺泰 60% 股权、MDJ 株式会社 60% 股权，收购公司业务覆盖医用胶带、创口贴、敷料贴等医疗器械的研发、生产与销售，广生堂意欲进军贴膏剂行业，提高业务多元性，后因其中一交易未完成而终止整个交易。公司表示长期看好贴膏剂市场尤其是巴布剂产品、传统中药与现代经皮治疗技术结合产品的市场潜力。我们预测广生堂后续还会有拓展新业务的动作。

2015 年 8 月公司与北京博奥医学检验所有限公司成立联营公司博奥福建医学检验所有限公司，并于 2016 年 4 月份成功入选国家发改委第一批 27 个基因检测应用示范中心，福建省仅博奥医学检验所和省临床检验中心两家入选，预计将于 2016 年下半年正式投入运营。中心拟建设总面积达 10000 m² 的福州检验所和 5000 m² 的厦门研究中心，构建生物芯片、高通量测序、毛细管电泳测序、荧光定量 PCR 等技术平台，实现遗传性疾病防治、肿瘤防治、心脑血管疾病防治、感染性疾病防治以及以基因身份证为代表的新兴领域等五大重点领域应用。广生堂即将进军基因检测领域，建设肝病系列基因检测平台，实现肝病的精准化治疗。

图表 32：公司建设肝病全治疗平台



资料来源：东吴证券研究所

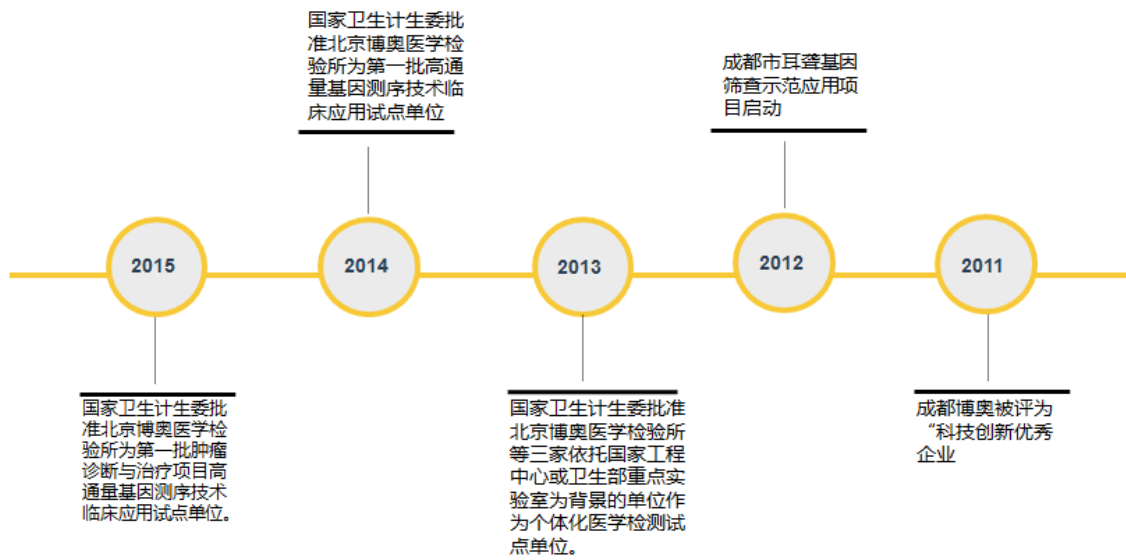
5.1. 联合博奥打造国内领先的第三方基因检测机构

博奥检验是由博奥生物集团全资设立、清华大学控股的国资企业，是一家以基因检测为主的高端、特种、连锁化第三方医学检验服务机构。博奥生物成立于 2000 年，其前身为清华大学生物芯片研究与开发中心，注册资本为 3.765 亿元，拥有 65000 平方米的研发、生产、运营和服务设

施。形成了4个研究院、5个子集团公司的集团化运行架构。集团总裁暨创始人程京现为中国工程院院士、清华大学教授、生物芯片北京国家工程研究中心主任。目前集团员工规模1300余人，其中博士78人，硕士318人。

博奥检验基于基因芯片和基因测序等技术平台，以出生缺陷及遗传病、肿瘤、心脑血管疾病、感染性疾病等重大疾病为重点领域，开展高端特色分子检测服务。博奥检验是目前**全国唯一基因检测用于临床的六证齐全的机构**，包括国家卫生计生委个体化医学检测试点单位资质、高通量测序技术临床应用遗传病诊断、产前筛查与诊断、植入前胚胎遗传学诊断试点单位资质、肿瘤诊断与治疗项目高通量基因测序技术临床试点单位资质以及博奥生物集团 BioelectronSeq 4000 高通量基因测序仪和胎儿染色体非整倍体（T21、T18、T13）检测试剂盒等一系列基因检测产品的医疗器械注册证。自成立以来，获批医疗器械注册证56项，授权专利255项、软件著作权31项，产品覆盖全国大部分省市、出口欧洲、美洲、亚洲等三十多个国家和地区。

图表 33: 博奥检验获得的各项资质与荣誉

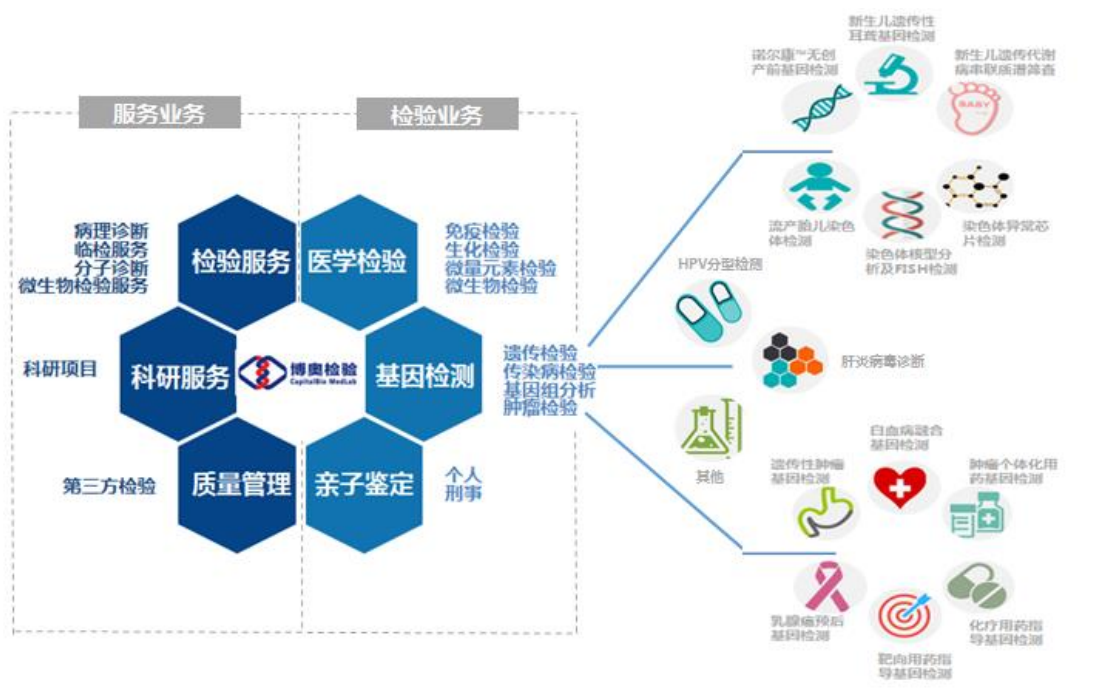


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

博奥检验开发出世界上第一张遗传性耳聋基因检测芯片、世界上第一张17种分枝杆菌菌种鉴定芯片、世界上第一张结核耐药检测芯片、世界上第一张乙肝耐药基因检测芯片、世界上第一张SARS病毒检测芯片。目前国内检测标本数已近150万例，博奥检验完成了其中近80万例的检

测工作。北京博奥医学检验所辐射全国，全资拥有成都博奥独立医学实验室、郑州博奥医学检验所，还将在全国各地共同投资建设 20 个地区性的实验室和 60 个快速反应实验室，积极进行分级连锁的全国化布局。同时检验中心的精准医疗研发和临床大数据的建立将为广生堂的新药研发提供有力支撑。

图表 34: 博奥检验业务领域及主要产品



资料来源：东吴证券研究所

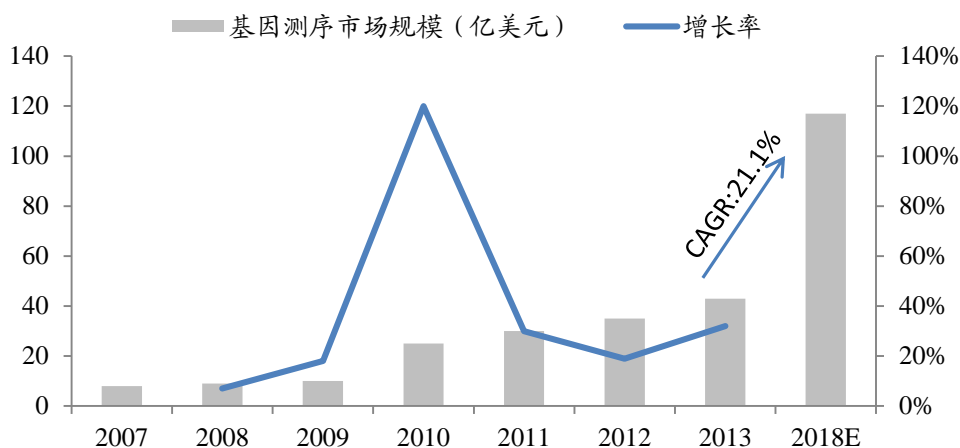
5.2. 肝病精准医疗行业前景

精准医疗（Precision Medicine）是以基因组测序技术以及生物信息与大数据科学的交叉应用而发展起来的个体化医疗概念，本质是通过基因组、蛋白质组等组学技术和医学前沿技术，对大样本人群与特定疾病类型进行生物标记物的分析与鉴定、验证与应用，从而精确寻找到疾病的原因和治疗的靶点。通过对靶点的精确分析还可对药物开发提供巨大帮助。2011 年，“精准医学”的概念在美国诞生。2015 年，美国总统奥巴马宣布启动“精准医学计划”，计划在 2016 财年向该计划投入 2.15 亿美元。习近平要求成立中国精准医疗战略专家组。2015 年 3 月，科技部召开首届国家精准医疗战略专家会议，计划在 2030 年前投入精准医疗领域 600 亿元。

基因测序是精准医疗的技术基石。随着基因测序技术进入第三代，测序成本大幅减少降至单人类基因组只需 1000 美元，基因测序作为治疗手段的普及已不再是梦。据 BCC Research 数据，全球基因测序市场规模已经从 2007 年的 7.94 亿美元增长至 2013 年约 45 亿美元，年复合增长率达到 33.5%，预计未来几年将保持 21.1%的复合增速，在 2018 年

达到近 117 亿美元的规模，未来 5 年将有 1-2 倍的发展空间。

图表 35: 全球基因测序市场规模



资料来源: BCC Research, 东吴证券研究所

国内基因测序发展同样引人注目，据 Markets&Markets 预测，中国的基因测序产业在 2012-2017 年间的复合增长率有望达 20%-25%，位居全球前列。最具代表性国内测序服务商华大基因成功完成人类全基因组计划 1% 的工作，现已成为全球最大的测序中心之一。

图表 36: 全球基因测序市场增长速率

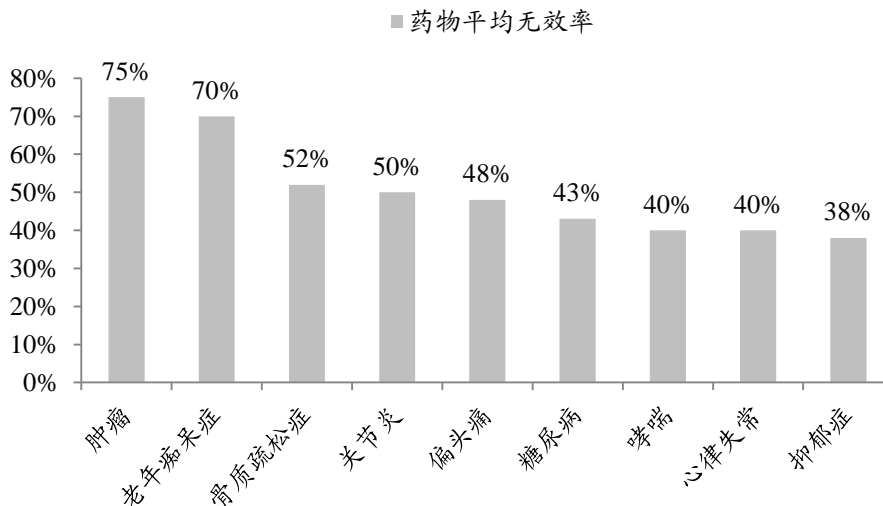


资料来源: marketsandmarket, 东吴证券研究所

➤ **精准医疗最具潜力的应用方向:** 得益于基因测序等技术手段成本不断降低，精准医疗逐渐实现商业化。目前发展的较为成熟的领域应为无创产前检测，国外市场大局已定，集中度较高；国内由于政策监管等原因市场未完全开放，但行业龙头已现，后来者将很难居上。肿瘤基因检测领域成为投资热点和技术处女地，国内庞大的人口基数将带来千亿市场规模，行业下一突破口即将爆发。

肿瘤基因检测：肿瘤一直是医学难以攻克的一大难题，常规治疗手段如化疗、手术切除都难以对其进行根治。靶向药物的出现给人们带来新的希望，但通过多年实践发现靶向药物并非对所有肿瘤患者有效。药物反应（包括疗效和毒性）存在着极大的个体差异，大部分的个体差异是由基因影响的，例如 EGFR 基因突变在部分癌症患者中存在，有些则不携带这种突变基因，同一种靶向药物在两种基因型不同的病患身上疗效完全不同。所以治疗前的个体化检测可以提高疗效、节省医疗开支以及减少不良反应。根据有关数据，全球癌症临床的治疗效果平均只有 25% 的预期有效率。2012 年《国家药品不良反应检测年度报告》数据显示，我国共累计收到 120 万份不良反应报告，严重不良反应报告占 20% 以上。

图表 37：疾病的药物平均无效率



资料来源：国家药品不良反应检测年度报告，东吴证券研究所

目前约有 2000 个基因被认为是已知和潜在的癌症相关基因，约有 100 多个基因已经确定其癌症相关性。肿瘤基因测序市场占整个基因市场超 50% 的比例，预估达百亿美元规模。

图表 38: 部分已商业化检测的单个肿瘤基因一览

序号	疾病名称	检测基因数 (个)	序号	疾病名称	检测基因数 (个)
1	乳腺癌	2	19	甲状腺癌	6
		24			
2	卵巢癌	2	20	皮脂腺瘤	5
		17	21	肾盂癌	5
3	白血病	27	22	家族性副神经节瘤	4
4	胰腺癌	22	23	男性乳腺癌	4
5	结直肠癌	20	24	多发性内分泌瘤	3
6	脑癌	18	25	骨肉瘤	3
7	肝癌	16	26	软组织肉瘤	3
8	胃癌	15	27	头颈鳞状上皮癌	3
9	肾细胞癌	12	28	软骨肉瘤	2
10	小肠癌	12	29	淋巴瘤	2
11	前列腺癌	10	30	多发性神经纤维瘤	2
12	膀胱癌	10	31	甲状旁腺瘤	2
13	子宫内膜癌	9	32	肺癌	2
14	黑色素瘤	9	33	睾丸癌	2
15	嗜铬细胞瘤	9	34	宫颈癌	1
16	食道癌	8	35	平滑肌瘤病	1
17	肾上腺皮质癌	7	36	视网膜母细胞瘤	1

资料来源: 博奥医学检验官网, 东吴证券研究所

无创产前检测: 根据卫生部 2012 年《中国出生缺陷防治报告》数据, 我国出生缺陷发病率 5.6% 左右, 我国每年新增 90 万新生缺陷儿童。目前产前检测是规避出生缺陷最重要的方法, 产前检测已发展到无创外周血微量基因检测阶段, 并且这一技术已发展的相当成熟。根据 Transparency Market Research 数据, 全球无创产前筛查市场 2013-2019 年的 CAGR 可达 37.6%, 我国每年约有 2200 万新生儿, 将有至少 200 亿元的市场容量。目前我国无创产前筛查市场体量仅为 10 亿元左右, 主要受限于政策划分市场终端, 全国 31 省市产前诊断试点单位只有 109 家, 高通量测序技术临床应用试点机构仅博奥检验、华大基因、安诺优达、达安基因等几家入选。高标准的行业准入形成良好的竞争环境, 博奥检验的优势不言而喻。

图表 39: 国内外基因检测服务代表性公司

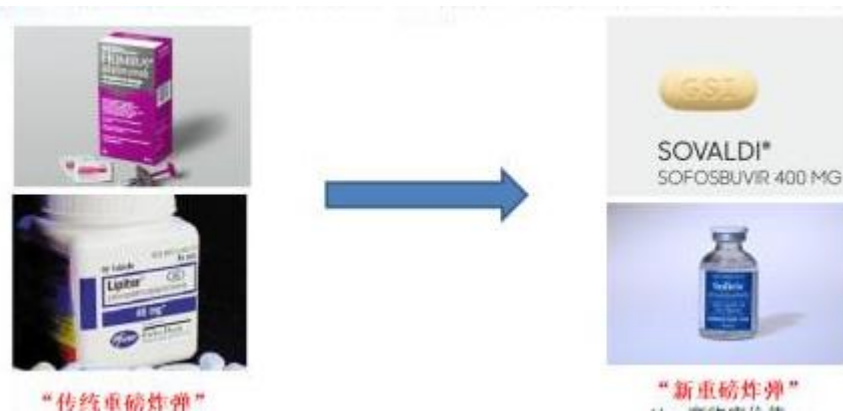
公司 业务领域	国外公司 GenePlanet	Sequenom	Foundation Medicine	国内公司 华大医学	博奥生物	达安基因	安诺优达
无创产前诊断							
耳聋基因检测							
肿瘤基因检测							
肿瘤预后检测							
心血管遗传病							
个性化用药							
血液病检测							
感染性疾病检测							

■ 已覆盖 ■ 未覆盖

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

新药研发: 同时精准医疗也给新药开发开辟了新的道路, 以肿瘤药为例, 目前其新药开发成功率<10%, 医药研发投入却逐年增加。针对基因分型明确的疾病患者, 药物开发路径与时间会大大缩短, 极大提高药物研发效率。

图表 40: 精准医疗助力新药研发



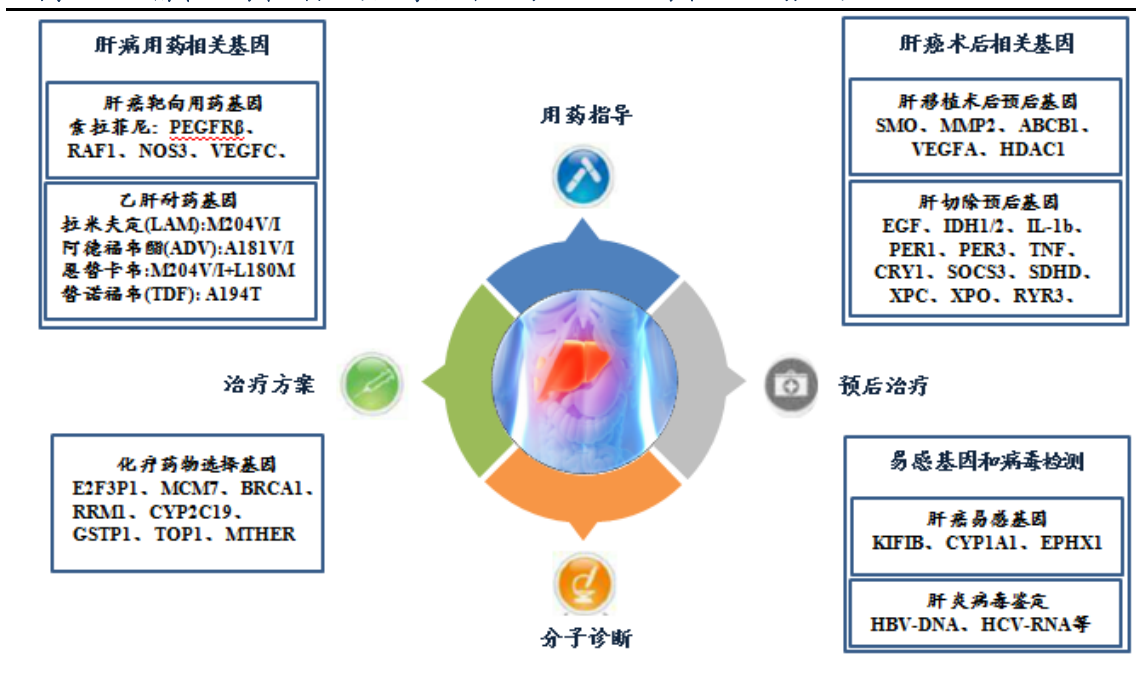
资料来源: 医药研发社交网, 东吴证券研究所

➤ **肝病的精准治疗未来发展方向:** 综合全精准医疗产业现况, 我们认为肝病在精准医疗的发展方向主要为: 肝癌和病毒性肝炎的诊断和治疗。从疾病的发病机理来看, 肝癌是一种分子发病机制复杂的实体瘤, 多条信号通路的失调可能会导致肝癌的发生: RAS/MAPK、mTOR、IGFR、MET 等, 这其中涉及点突变、表观遗传学改变、肿瘤抑制基因失活等多层次的基因改变, 根据 Nature 最新文章报道, 肝癌有近 40 个突变, 以博奥为例, 已实现商业化应用的单基因突变检测有 16 种。癌症的治疗极

其复杂，不当处理可能导致潜在的肝脏疾病，所以临床上现在趋于把疾病的分期、预后评估和治疗决策纳入综合考虑范围，精准医学可极大提高分期的准确性和特异性。根据目前市场上基因检测（几个或十几个基因）价格在 2000-3000 左右，结合我国每年新增 40 万的肝癌患者和易患群体数量，其检测和治疗市场体量应在 10 亿元级别。

病毒性肝炎，尤其是乙肝和丙肝与肝硬化甚至肝癌的发生有莫大关联，可通过基因检测检查病患是否有肝炎后肝硬化及肝癌等易感基因，及时预防，定期地体检对肝脏的功能状况进行跟踪。在慢性乙肝治疗中常常会出现耐药现象，耐药不仅使治疗效果减弱，还能导致肝病恶化，导致病毒反弹、肝脏失代偿、肝衰竭等。临床数据发现乙型肝炎患者拉米夫定治疗过程中 HBV 出现 YMDD 变异是 HBV 耐药的转折点，因此检测 YMDD 变异将为乙肝的治疗提供强有力的帮助。目前利用 PCR 技术、基因芯片技术已经将病毒性肝炎的诊断和治疗推向商业化，国内检测费用约 200-500 元，我国乙肝病毒携带者 9000 万人，丙肝患者约 780 万人，这一市场拥有无限潜力。

图表 41: 精准医疗在肝癌与病毒性肝炎的预防、治疗和预后的应用



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

关键假设:

1. 公司主导产品是用于治疗慢性乙肝核苷类药物，乙肝药物尤其是抗病毒药物市场增速迅猛，预计未来市场规模近千亿元。产品恩甘定（恩替卡韦片）近年增速均在 40% 以上，公司营销战略由经销不断向直销靠拢，加大直销模式终端开发和推广力度，未来恩甘定销售额将保持 30% 以上的增速。

2. 公司加大直销终端开发, 促使销售费用和管理费用有所提高, 目前直销模式占比 44%, 加之新业务检验所的建设和强烈的贴剂业务并购意愿, 公司未来销售费用会维持在较高水平。

3. 富马酸替诺福韦片(化药 6 类)已制证完毕, 胶囊剂型(化药 3.1 类)处于评审期; 索非布韦(制剂+原料药)制证完毕, 两种产品国内均无仿制品种, 竞争环境良好, 市场空间巨大, 新产品上市将推动公司业绩放量增长。

4. 公司与博奥生物合作开设第三方医学检验所, 广生堂即将进军基因检测领域, 建设肝病系列基因检测平台, 实现肝病的精准化治疗。

5. 我们预测广生堂 2016-2019 年营业收入分别为 3.7 亿、4.2 亿、5.0 亿和 6.3 亿元, 归属母公司净利润为 1.2 亿、1.4 亿、1.7 亿和 2.4 亿元。对应 EPS 分别为 0.90、1.03、0.99 和 1.40, 对应 PE 分别为 79.5、75.2、80.1 和 85.0 倍。公司药物主业发展迅速, 新建第三方检验平台推动内生增长, 积极拓展新型业务。我们首次推荐为“买入”评级。

7. 风险提示

- (1) 医药行业增速放缓的风险;
- (2) 招标降价的风险;
- (3) 新产品研发上市风险;
- (4) 同类产品以及同种产品的竞争风险;
- (5) 外延并购以及新业务拓展的管理风险。

广生堂 (300436) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)					
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E	
流动资产	475.3	480.9	512.1	545.0	营业收入	366.7	418.2	502.0	627.3	
现金	453.2	454.8	488.9	520.5	营业成本	47.7	54.4	67.0	79.2	
应收款项	1.2	1.0	2.0	2.5	营业税金及附加	7.3	8.4	10.0	12.5	
存货	10.9	15.2	11.2	12.0	营业费用	124.9	145.7	168.5	192.3	
其他	10.0	10.0	10.0	10.0	管理费用	53.2	57.8	64.1	70.9	
非流动资产	180.0	195.0	220.0	270.0	财务费用	(0.5)	(1.1)	1.1	2.1	
长期股权投资	5.0	5.0	5.0	5.0	投资净收益	(12.0)	(11.0)	1.6	(2.9)	
固定资产	150.0	173.0	194.0	237.7	其他	0.7	1.2	1.8	2.6	
无形资产	15.0	15.0	20.0	20.0	营业利润	145.3	162.8	187.9	270.6	
其他	10.0	2.0	1.0	7.3	营业外净收支	2.3	6.8	10.0	10.0	
资产总计	655.3	675.9	732.1	815.0	利润总额	147.6	169.6	197.9	280.6	
流动负债	70.5	83.5	94.7	103.0	所得税费用	22.1	25.4	29.7	42.1	
短期借款	10.0	10.0	10.0	10.0	少数股东损益	N/A	N/A	N/A	N/A	
应付账款	18.0	18.0	24.0	24.0	归属母公司净利润	125.5	144.2	168.2	238.5	
其他	42.5	55.5	60.7	69.0	EBIT	151.6	173.6	207.9	290.6	
流动负债	20.0	20.0	20.0	20.0	EBITDA	182.7	202.3	250.1	232.7	
长期借款	N/A	N/A	N/A	N/A						
其他	N/A	N/A	N/A	N/A						
负债总计	90.5	103.5	114.7	123.0	重要财务与估值指	标	2016E	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	66.8	62.9	72.2	82.3	每股收益(元)	0.90	1.03	0.99	1.40	
归属母公司股东权益	498.0	509.5	545.2	609.7	每股净资产(元)	3.56	3.64	3.21	3.59	
负债和股东权益总计	655.3	675.9	732.1	815.0	发行在外股份(百万股)	140	140	170	170	
					ROIC(%)	22.2%	24.6%	25.7%	28.9%	
					ROE(%)	22.2%	25.2%	27.2%	34.5%	
					毛利率(%)	87.00%	87.00%	86.65%	87.38%	
					EBIT Margin(%)	46.27%	51.37%	56.80%	71.31%	
					销售净利率(%)	34.23%	34.48%	33.51%	38.02%	
					资产负债率(%)	13.81%	15.31%	15.67%	15.09%	
					收入增长率(%)	18.69%	14.05%	20.04%	24.95%	
					净利润增长率(%)	21.27%	14.89%	16.68%	41.74%	
					P/E	79.5	75.2	80.1	85.0	
					P/B	20.1	21.3	24.7	33.1	
					EV/EBITDA	55.3	54.1	54.4	87.5	

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>