

新药获批预期强烈, 或大幅改善业绩

投资要点

- **财务概况:** 公司2016年上半年营业收入、扣非净利润分别为1.5亿元、0.38亿元, 同比增长分别为3.6%、-23%; 2016Q2营业收入、扣非净利润分别为0.67亿元、0.1亿元, 同比增长分别为-6.6%、-55.6%。
- **上半年净利润下滑, 持续看好替诺福韦上市后对公司业绩的改善。** 2016年上半年营业收入为1.5亿元, 同比增长约3.6%。期间内恩甘定、阿甘定、贺甘定收入分别为1亿元、0.33亿元、0.13亿元, 同比增长分别为23%、-18%、-33%。阿甘定及贺甘定销量同比下滑11.8%和26.7%, 平均销售价格分别下降8.5%和8.9%, 主要是受乙肝用药指南变化及药品价格下降影响。公司重磅新药替诺福韦已经进入优先审评通道, 如能顺利获批将利好公司业绩。2016年上半年扣非净利润为0.38亿元, 同比下滑23%, 具体分析如下: 1) 公司毛利率约为87.7%, 同比下降约0.3个百分点, 主要是受收入结构变化、阿甘定及贺甘定毛利率下降影响; 2) 期间费用率约为55%, 同比上升约9.4个百分点, 其中销售费用率、管理费用率分别为32.6%、25.3%。受经销模式调整影响, 销售费用率提升约2.9个百分点。期间内公司立项多个1类新药研发项目, 研发投入增长89%, 且费用化比例高达91%, 导致管理费用率提升约8个百分点。从单季度来看, 2016Q2营业收入、扣非净利润同比增长分别为-6.6%、-55.6%, 我们预计随着恩甘定收入及占比提升, 单季度业绩或将好转。
- **乙肝市场恩替卡韦独大, 替诺福韦降价有望迅速放量。** 我国是全球最大乙肝病毒携带与发病国, 抗乙肝病毒药物市场规模远高于其他抗病毒药物, 目前国内抗肝炎病毒药物市场规模约120亿元。1) 恩替卡韦是近年乙肝市场高速增长的一款重磅药物, 2015年样本医院恩替卡韦销售额约15亿元, 预计整个市场规模约90亿, 占整个抗肝炎市场75%份额; 2010-2015年样本医院恩替卡韦销售额复合增速高达30.4%。公司恩替卡韦市占率约3%, 随着公司销售体系结构的变革, 该产品仍有很大提升空间; 2) 替诺福韦国内价格大幅降低, 有望短期实现快速放量。替诺福韦是全球最有效的抗乙肝病毒药物之一, 该药与恩替卡韦是国内仅有的乙肝治疗一线用药。国内目前仅有原研药物“韦瑞德”在销售, 2015年样本医院销售额约为2500万元, 市场表现远低于恩替卡韦。替诺福韦是首批5个国家药价谈判品种之一, 5月份公布的药价谈判结果后降价67%, 由原来1500元月均费用降低至490元, 近期已经在国内多个省份开始降价销售。我们认为替诺福韦降价后其市场销售额有望迅速放量, 3年内市场规模或将达到30亿规模。如公司报批的替诺福韦顺利获批, 将明显改善公司业绩。
- **盈利预测及投资建议。** 预计2016-2018年EPS分别为0.65元、0.76元、0.90元, 对应市盈率分别为102倍、87倍、73倍。受乙肝用药指南变化、药品价格下降以及期间费用增加影响, 公司上半年业绩出现下滑。但随着恩甘定收入及占比提升, 单季度业绩或出现好转。我们看好替诺福韦上市后对公司业绩的积极影响, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新药获批进度或低于预期, 药品销售或低于预期, 药品降价风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	308.92	323.16	373.67	433.57
增长率	21.40%	4.61%	15.63%	16.03%
归属母公司净利润(百万元)	103.49	90.43	106.41	125.53
增长率	23.55%	-12.62%	17.67%	17.96%
每股收益EPS(元)	0.74	0.65	0.76	0.90
净资产收益率ROE	19.93%	14.83%	14.86%	14.92%
PE	89	102	87	73
PB	17.75	15.12	12.87	10.95

数据来源: Wind, 西南证券

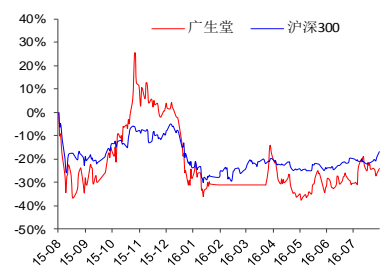
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.40
流通A股(亿股)	0.56
52周内股价区间(元)	54.35-173.96
总市值(亿元)	92.15
总资产(亿元)	6.01
每股净资产(元)	3.75

相关研究

关键假设：

根据对公司基本面分析，我们认为短期业绩存在压力。但随着恩甘定收入及占比提升，公司单季度业绩或出现好转，且替诺福韦上市后将对公司业绩产生积极影响。综合考虑，对2016-2018年主营业务的关键假设如下：

1) 核心产品。预计恩甘定2016-2018年收入增长分别为23%、20%、20%，毛利率约为90%；阿甘定2016-2018年收入增长分别为-20%、5%、5%，毛利率约为84%；贺甘定2016-2018年收入增长分别为-30%、5%、5%，毛利率约为84%；

2) 期间费用。受销售模式调整影响，预计2016-2018年间销售费用分别为34%、34%、34%；受研发费用增加影响，预计2016-2018年管理费用分别为25%、24.5%、24%。

表1：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	308.2	322.4	372.8	432.5
yoy	21.7%	4.6%	15.6%	16.0%
营业成本	36.8	37.87417	43.19423	49.46556
毛利率	88.1%	88.3%	88.4%	88.6%
恩替卡韦（恩甘定）				
收入	185.7	228.4	274.1	328.9
yoy	54.4%	23.0%	20.0%	20.0%
成本	19.0	22.8	27.4	32.9
毛利率	89.8%	90.0%	90.0%	90.0%
阿德福韦（阿甘定）				
收入	82.3	65.8	69.1	72.6
yoy	-6.9%	-20.0%	5.0%	5.0%
成本	12.4	10.5	11.1	11.6
毛利率	84.9%	84.0%	84.0%	84.0%
拉米夫定（贺甘定）				
收入	40.2	28.1	29.5	31.0
yoy	-9.8%	-30.0%	5.0%	5.0%
成本	5.4	4.5	4.7	5.0
毛利率	86.5%	84.0%	84.0%	84.0%

数据来源：公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	308.92	323.16	373.67	433.57	净利润	103.49	90.43	106.41	125.53
营业成本	37.63	37.97	43.30	49.59	折旧与摊销	9.02	11.44	11.44	11.44
营业税金及附加	4.50	4.78	5.50	6.39	财务费用	-6.01	-10.72	-12.73	-15.24
销售费用	107.95	109.87	127.05	147.41	资产减值损失	1.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	49.40	80.79	91.55	104.06	经营营运资本变动	3.25	-0.63	0.53	4.77
财务费用	-6.01	-10.72	-12.73	-15.24	其他	0.64	0.54	-0.09	0.05
资产减值损失	1.24	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	111.63	91.06	105.56	126.55
投资收益	-0.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-38.29	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-298.64	0.12	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-336.93	-29.88	-30.00	-30.00
营业利润	114.14	100.48	119.01	141.36	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.26	5.72	5.94	6.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.40	106.20	124.95	147.38	股权融资	258.83	0.00	0.00	0.00
所得税	17.91	15.77	18.54	21.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	103.49	90.43	106.41	125.53	其他	3.91	10.72	12.73	15.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	262.74	10.72	12.73	15.24
归属母公司股东净利润	103.49	90.43	106.41	125.53	现金流量净额	37.44	71.90	88.29	111.78
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	393.41	465.31	553.60	665.39	成长能力				
应收和预付款项	13.14	21.53	23.11	25.80	销售收入增长率	21.40%	4.61%	15.63%	16.03%
存货	13.20	12.21	14.32	16.32	营业利润增长率	20.75%	-11.97%	18.44%	18.78%
其他流动资产	20.74	14.39	19.41	21.44	净利润增长率	23.55%	-12.62%	17.67%	17.96%
长期股权投资	4.92	4.92	4.92	4.92	EBITDA 增长率	16.30%	-13.62%	16.33%	16.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	107.95	129.33	150.70	172.08	毛利率	87.82%	88.25%	88.41%	88.56%
无形资产和开发支出	42.36	39.62	36.88	34.14	三费率	48.99%	55.68%	55.09%	54.49%
其他非流动资产	4.96	4.89	4.81	4.74	净利率	33.50%	27.98%	28.48%	28.95%
资产总计	600.70	692.19	807.76	944.84	ROE	19.93%	14.83%	14.86%	14.92%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.23%	13.06%	13.17%	13.29%
应付和预收款项	48.13	50.90	57.78	66.47	ROIC	73.35%	48.53%	50.51%	53.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.92%	31.31%	31.50%	31.73%
其他负债	33.38	31.67	33.95	36.81	营运能力				
负债合计	81.50	82.57	91.73	103.28	总资产周转率	0.75	0.50	0.50	0.49
股本	140.00	140.00	140.00	140.00	固定资产周转率	3.57	3.19	4.03	5.16
资本公积	175.26	175.26	175.26	175.26	应收账款周转率	42.47	39.01	42.07	41.69
留存收益	203.94	294.37	400.78	526.31	存货周转率	3.22	2.96	3.21	3.20
归属母公司股东权益	519.20	609.63	716.04	841.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.15%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	519.20	609.63	716.04	841.56	资产负债率	13.57%	11.93%	11.36%	10.93%
负债和股东权益合计	600.70	692.19	807.76	944.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.77	7.77	8.11	8.40
					速动比率	6.57	7.58	7.92	8.21
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	117.15	101.19	117.71	137.56	每股收益	0.74	0.65	0.76	0.90
PE	89.04	101.90	86.60	73.41	每股净资产	3.71	4.35	5.11	6.01
PB	17.75	15.12	12.87	10.95	每股经营现金	0.80	0.65	0.75	0.90
PS	29.83	28.51	24.66	21.25	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	75.27	86.43	73.54	62.12					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn