

广生堂 (300436)

推荐

行业：医药生物

替诺福韦酯首仿药有望上市，增长拐点即将显现

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：夏璐

S0960116080070

0755-88320849

xialu@china-invs.cn

6-12个月目标价：66.50

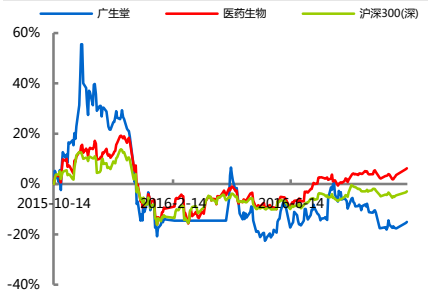
当前股价：60.86

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	140
流通股本(百万股)	56
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	34
成交量(百万股)	2.43
成交额(百万元)	146.83

股价表现



相关报告

公司长期以来一直致力于核苷类抗乙肝病毒药物的研究与开发，目前主要产品均为核苷类抗乙肝病毒药物，具体包括恩替卡韦(恩甘定)、阿德福韦酯(阿甘定)与拉米夫定(贺甘定)。但近期数据显示公司现有产品增长势头不容乐观，2016年上半年公司阿德福韦酯与拉米夫定的营业收入分别同比下降18.46%与33.25%。目前公司急需推出更新更好的抗乙肝病毒品种，以此打破现有市场格局。

公司的抗乙肝病毒新产品替诺福韦酯于今年7月21日被国家食品药品监督管理局列入优先审评品种，目前申报生产批件阶段的评审过程进展顺利，我们认为公司有很大希望成为替诺福韦酯在国内市场上的首仿厂家。届时，公司将凭借先发优势，打破现有市场格局，开始新一轮的增长。

投资要点：

◇ **公司集中优势资源，专注于抗乙肝病毒药物的研发**，有效控制综合运营成本，目前公司抗乙肝病毒领域药物品种丰富，几乎涵盖所有主要的慢性乙肝治疗药物。

◇ **公司有望成为替诺福韦酯在国内的首仿厂家**。替诺福韦酯是目前治疗慢性乙肝的一线药物。相比于拉米夫定、阿德福韦酯与恩替卡韦，替诺福韦酯拥有更强的抗病毒能力以及更低的耐药发生率，疗效更加持久，并且孕妇亦可使用。此外，替诺福韦酯价格适中，是一种性价比非常高的抗乙肝病毒药物。

◇ **公司布局长远，积极探索肝脏相关疾病的精准治疗技术与手段。**

◇ **投资建议：**我们预测公司16-18年EPS分别为0.66/0.95/1.14，对应PE89.95/62.65/52.16。给予2017年70倍PE，公司目标价为66.50元。

◇ **风险提示：**替诺福韦酯评审不通过、产品中标及价格下降风险、公司现有主要产品未来销售额进一步下降的风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	309	308	473	519
收入同比(%)	21%	0%	54%	10%
归属母公司净利润	103	92	133	159
净利润同比(%)	24%	-11%	44%	20%
毛利率(%)	87.8%	87.7%	87.9%	88.7%
ROE(%)	19.9%	16.0%	18.7%	18.3%
每股收益(元)	0.74	0.66	0.95	1.14
P/E	80.28	89.95	62.65	52.16
P/B	16.00	14.41	11.72	9.57
EV/EBITDA	68	82	57	48

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、传统药品增长受挫，抗乙肝病毒药物市场格局亟待打破

公司长期以来一直集中优势资源专注于核苷类抗乙肝病毒药物的研究与开发，目前主要产品均为抗乙肝病毒药物，具体包括恩替卡韦（恩甘定）、阿德福韦酯（阿甘定）与拉米夫定（贺甘定），三者 2016 年上半年合计营业收入占公司总营业收入的 99.97%。根据 2016 年半年报，公司实现营业收入 1.49 亿元，同比增加 3.56%，归母净利润 0.41 亿元，同比减少 22.60%。

近几年的营业数据显示，公司三种主打产品的销售收入增速逐年下滑，其中阿德福韦酯与拉米夫定甚至出现了负增长，主要系竞争对手实力强大且来势汹汹，导致公司市场份额遭到蚕食。

图 1 2016 年上半年公司营业收入构成

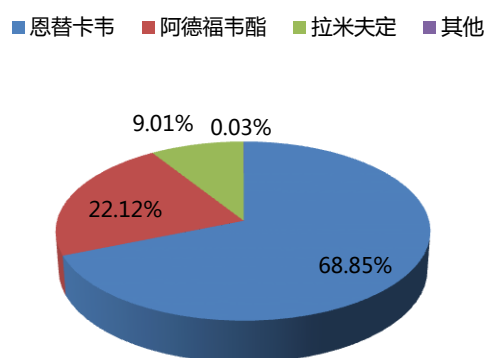
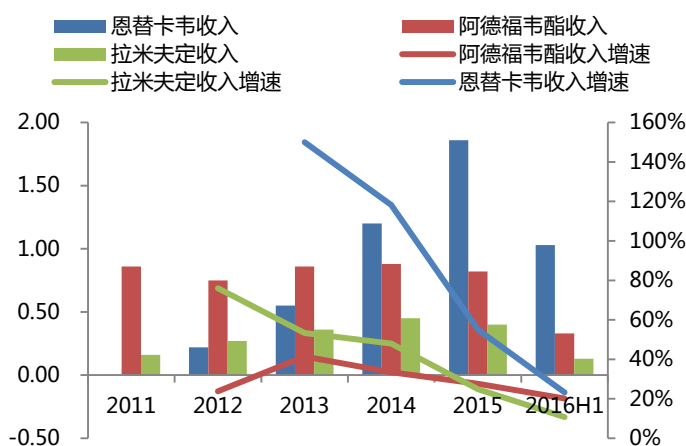


图 2 公司主要产品收入（亿元）及增速



资料来源：公司半年报、中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报、半年报、中国中投证券研究总部

2015 年公立医院的恩替卡韦市场主要由施贵宝与正大天晴控制，施贵宝市场份额 48.68%，正大天晴 40.73%，广生堂仅占 1.61%。阿德福韦酯公立医院市场由正大天晴（29.44%）与葛兰素史克（26.51%）占据半壁江山，广生堂市场份额为 5.91%。拉米夫定市场几乎是进口原研药厂商葛兰素史克的天下（83.06%），广生堂市场份额仅为 4.11%。

广生堂现有抗乙肝病毒药物增势不容乐观，目前急需推出更新更好的抗乙肝病毒品种，以打破现有市场格局，重建新的市场格局。

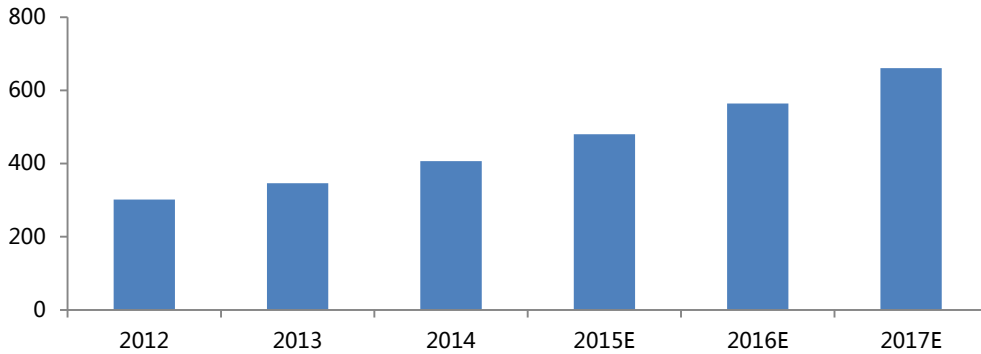
二、替诺福韦酯有望获批上市，给公司发展注入强心针

1. 抗乙肝病毒市场中期仍有较大空间

替诺福韦酯是慢性乙肝一线治疗药物。据 WHO 报道，全球约 20 亿人曾感染乙肝病毒（HBV），其中约 10% 为慢性乙肝病毒感染者，每年约有 65 万人死于乙肝病毒感染引起的肝衰竭、肝硬化与肝癌。我国的肝硬化与肝癌患者中，由乙肝病毒感染引起的比例分别为 60% 与 80%，显著高于全球平均水平 30% 与 45%。中国疾病预

防控中心的统计数字表明，目前中国有约 9000 万乙肝病毒携带者，其中有 2800 万是慢性乙肝患者，760 万丙肝感染者。产业信息网发布的相关报告亦对乙肝用药市场规模进行了预测。

图 3 2012-2017 年乙肝用药市场规模（亿元）



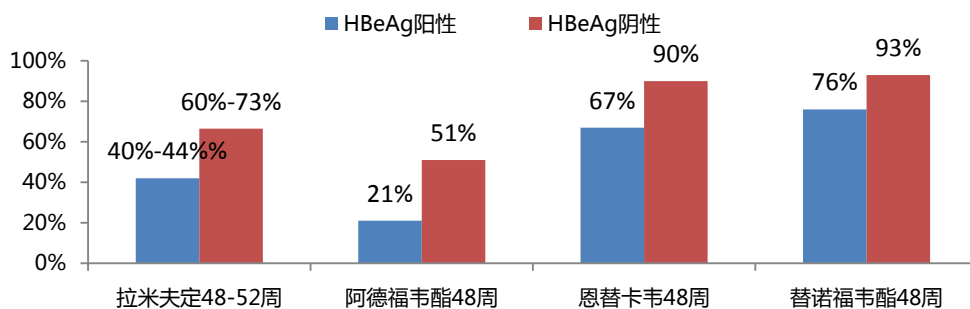
资料来源：《2015-2022 年中国医药品市场运行态势及未来发展趋势报告》、中国中投证券研究总部

1992 年卫生部将乙肝疫苗纳入计划免疫管理，开始对所有新生儿接种乙肝疫苗，但疫苗费用与接种费用均需自付；2002 年乙肝疫苗正式纳入计划免疫，免除疫苗费用，但接种费用仍需自付；2005 年 6 月 1 日起疫苗费用与接种费用均免除。2014 年对 1~29 岁人群进行的抽查结果表明接种疫苗的效果显著。我们认为，随着 2005 年 6 月 1 日起疫苗接种的费用全免，之后只要坚持推广接种，再过几十年，我国乙肝病毒感染者将大大减少，届时乙肝市场的规模将缩小。但中期来看，我国乙肝市场空间仍旧较大。据研究与咨询公司 GlobalData 预测，未来十年，中国仍将是最大的主要乙肝市场。

2. 强效+低耐药发生率+价格适中，替诺福韦酯增长潜力大

抗乙肝病毒药物主要分为核苷类和干扰素类，由于干扰素类禁忌症和不良反应较多，使用不方便，临床上多使用核苷类药物。从上世纪九十年代开始，我国就已开始依次上市拉米夫定、阿德福韦酯、恩替卡韦等核苷类药物。替诺福韦酯的原研药韦瑞德由吉利德生产，其临床疗效显著优于早先的核苷类药物，是慢性乙肝的一线治疗药物，增长潜力巨大。

图 4 核苷类药物转阴率比较



资料来源：中国中投证券研究总部整理

转阴率越高,代表药物抗病毒能力越强。可见恩替卡韦与替诺福韦酯的抗病毒能力均较强,其中,以替诺福韦酯的抗病毒能力最强。

表 1 核苷类药物耐药发生率比较

	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年
拉米夫定	24%	38%	49%	67%	70%	-
阿德福韦酯	0%	3%	11%	18%	29%	-
恩替卡韦	0.2%	0.5%	1.2%	1.2%	1.2%	-
替诺福韦酯	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源:中国中投证券研究总部整理

由于乙肝病毒具有较强的耐药性,患者长期服用单一药物很容易出现疗效下降的现象。因此,抗乙肝病毒药物的耐药发生率越低,药物疗效越持久。替诺福韦酯耐药发生率在使用 6 年后仍为 0%,可见其疗效持久。2015 年版的《慢性乙型肝炎防治指南》根据中国乙肝病毒治疗临床经验,明确推荐强效并且耐药发生率低的药物作为慢性乙肝初治患者的首选口服用药,其中的代表药物便有替诺福韦酯。

此外,替诺福韦酯为 FDA 妊娠用药分类 B 级,在动物生殖试验中并未显示对胎儿的危险,孕妇可使用。

表 2 核苷类药物单位价格比较

	拉米夫定	阿德福韦酯	恩替卡韦
规格	100mg*14	10mg*14	0.5mg*7
原研药中标价(元)	141.91~180	218.58~220.86	191.99~208.69
首仿药中标价(元)	52.92~58.52	91.13~126.54	99.98~146.95
公司仿制药中标价(元)	84~114.05	110.51	103.63~122.6
原研药单日用药金额(元)	10.14~12.86	15.61~15.76	27.43~29.81
仿制药单日用药金额(元)	4.89~6.16	7.20~8.47	14.54~19.25

资料来源:药智数据、中国中投证券研究总部

就治疗成本而言,4 种核苷类药物相差较大。目前替诺福韦酯的原研药韦瑞德每盒售价为 1470 元,每盒规格 300mg*30。今年 5 月 20 日,国家卫计委公布首批国家药品价格谈判结果,其逻辑在于以量换价。作为回报,这批药品将直接进入公立医院采购目录,并与医保衔接,便于其进入药品市场。根据谈判结果,替诺福韦酯降价幅度将达 67%,这就意味着韦瑞德每盒售价将降为 490 元,单日用药金额为 16.3 元,价格适中,结合临床疗效,其性价比之高可见一斑。

公司的替诺福韦酯于今年 7 月 21 日被国家食品药品监督管理局列入优先审评品种,目前评审过程进展顺利,我们认为公司有很大希望成为替诺福韦酯在国内市场上的首仿厂家。届时,公司将凭借先发优势,打破现有市场格局,开启新一轮的增长。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	441	503	657	823
现金	393	460	596	761
应收账款	8	7	11	12
其它应收款	1	1	2	2
预付账款	3	12	17	17
存货	13	14	20	20
其他	21	9	11	12
非流动资产	160	143	139	134
长期投资	5	0	0	0
固定资产	106	101	97	92
无形资产	22	22	22	22
其他	28	20	20	20
资产总计	601	646	796	957
流动负债	65	54	68	71
短期借款	0	0	0	0
应付账款	16	13	20	21
其他	49	41	49	51
非流动负债	16	15	19	18
长期借款	0	0	0	0
其他	16	15	19	18
负债合计	82	69	87	89
少数股东权益	0	0	0	0
股本	140	140	140	140
资本公积	175	175	175	175
留存收益	204	261	394	553
归属母公司股东权益	519	577	709	869
负债和股东权益	601	646	796	957

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	112	74	115	137
净利润	103	92	133	159
折旧摊销	9	5	5	5
财务费用	-6	-18	-22	-28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-3	-7	-5	1
其它	8	1	4	-1
投资活动现金流	-337	11	-1	-0
资本支出	32	0	0	0
长期投资	-25	-5	0	0
其他	-330	6	-1	-0
筹资活动现金流	263	-17	22	28
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	84	0	0	0
资本公积增加	175	0	0	0
其他	4	-17	22	28
现金净增加额	37	67	136	165

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	309	308	473	519
营业成本	38	38	57	58
营业税金及附加	5	4	7	8
营业费用	108	99	156	166
管理费用	49	75	118	127
财务费用	-6	-18	-22	-28
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	114	108	156	187
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	121	108	156	187
所得税	18	16	23	28
净利润	103	92	133	159
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	92	133	159
EBITDA	117	96	139	164
EPS (元)	0.74	0.66	0.95	1.14

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	21.4%	-0.3%	53.7%	9.7%
营业利润	20.8%	-5.1%	43.6%	20.1%
归属于母公司净利润	23.5%	-10.7%	43.6%	20.1%
获利能力				
毛利率	87.8%	87.7%	87.9%	88.7%
净利率	33.5%	30.0%	28.0%	30.7%
ROE	19.9%	16.0%	18.7%	18.3%
ROIC	69.2%	59.6%	87.9%	109.8
偿债能力				
资产负债率	13.6%	10.7%	10.9%	9.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.77	9.33	9.61	11.55
速动比率	6.56	9.06	9.30	11.25
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.49	0.66	0.59
应收账款周转率	40	37	48	40
应付账款周转率	2.96	2.61	3.52	2.91
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.66	0.95	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.53	0.82	0.98
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.12	5.07	6.20
估值比率				
P/E	80.28	89.95	62.65	52.16
P/B	16.00	14.41	11.72	9.57
EV/EBITDA	68	82	57	48

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

夏璐,中国中投证券研究总部医药行业分析师,北京大学金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434