

# 广生堂 (300436.SZ) 生物技术行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

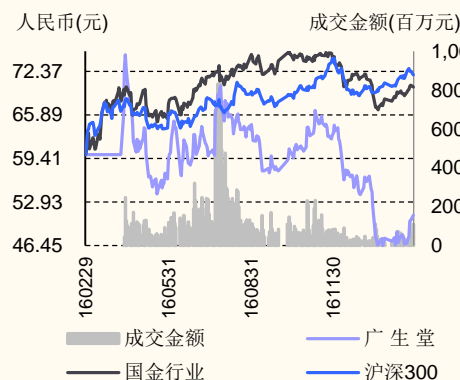
市场价格 (人民币): 50.99 元

## 销售渠道日臻完善, 创新研发不断加码

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	56.00
总市值 (百万元)	7,234.24
年内股价最高最低 (元)	74.81/46.45
沪深 300 指数	3446.22



### 相关报告

1. 《借政策和行业东风, 享深耕乙肝硕果》, 2016.11.7

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	1.496	0.739	0.475	0.685	0.999
每股净资产 (元)	2.80	3.71	3.98	4.42	5.12
每股经营性现金流 (元)	1.91	0.80	0.59	0.85	1.17
市盈率 (倍)	N/A	112.86	107.43	74.48	51.06
行业优化市盈率 (倍)	75.16	127.79	123.18	123.18	123.18
净利润增长率 (%)	46.29%	23.55%	-35.79%	44.24%	45.87%
净资产收益率 (%)	53.40%	19.93%	11.92%	15.50%	19.52%
总股本 (百万股)	56.00	140.00	140.00	140.00	140.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 2017年2月26日公司公告与国药控股签订战略合作协议, 本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, 预计将对公司2017年度经营业绩有正向影响。
- 2017年2月27日公司发布业绩快报, 营收增长1.28%, 归母净利润下滑35.71%, 至6,653.5万

### 点评

- **与国控三方面合作影响深远:** 1) 借助国控分销物流网络, 保证产品稳定供货, 提高回款安全性; 2) 与国大系零售药店、DTP药房合作, 帮助公司更快占领OTC市场 3) 利用国控终端网络, 帮助公司产品在长尾医疗终端实现自然销售。
- **2016年业绩基本符合预期:** 1) 收入端符合预期, 老产品 (阿德福韦酯、拉米夫定) 整体市场下滑, 恩替卡韦在降价的情况下仍然实现20%增长, 预计销量增速超过40%; 2) 利润下滑略超预期, 主要由于新立项多个1类新药, 研发支出相比15年增加3,800万 (原先预计增加2,300万), 同时由于直销模式收入占比已超过50%, 销售费用相比原先预期略有增加。

### 盈利调整

- 基于研发支出超预期, 2016年盈利预测从8,400万下调到6,654万; 维持公司2017/2018净利润0.96/1.40亿的盈利预测, 目前股价对应17年P/E 74.5x

### 投资建议

- 我们重申推荐逻辑: 1) 慢性乙肝市场巨大, 替诺福韦将是中国未来5年的主流药物; 2) 广生堂有望首个获批HBV适应症; 3) 公司直销队伍不断扩大, 能够支撑恩替卡韦和替诺福韦放量, 而本次与国控合作一方面保证了供货的稳定性, 另一方面拓展了OTC市场和长尾医疗终端; 4) 公司积极布局肝病领域的创新药物, 有望成为肝病领域的长青企业, 具备长期投资价值。
- 基于替诺福韦HBV适应症首仿对未来业绩弹性较大, 维持增持评级。

### 风险提示

- 产品上市时间、销售放量速度、产品价格压力等

孙炜 联系人  
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>178</b>	<b>254</b>	<b>309</b>	<b>313</b>	<b>417</b>	<b>538</b>
增长率		42.8%	21.4%	1.3%	33.4%	29.0%
主营业务成本	-26	-36	-38	-41	-50	-62
%销售收入	14.6%	14.3%	12.2%	13.0%	12.0%	11.5%
毛利	152	218	271	272	367	477
%销售收入	85.4%	85.7%	87.8%	87.0%	88.0%	88.5%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-5	-6	-8
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-54	-79	-108	-112	-156	-199
%销售收入	30.5%	31.2%	34.9%	35.7%	37.3%	37.0%
管理费用	-31	-41	-49	-91	-109	-118
%销售收入	17.2%	16.0%	16.0%	29.0%	26.0%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	65	94	109	65	97	151
%销售收入	36.2%	37.1%	35.4%	20.8%	23.2%	28.0%
财务费用	1	1	6	8	8	9
%销售收入	-0.6%	-0.4%	-1.9%	-2.6%	-2.0%	-1.6%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	-4	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	65	95	114	70	105	159
营业利润率	36.6%	37.1%	36.9%	22.3%	25.2%	29.6%
营业外收支	2	4	7	5	5	5
税前利润	67	99	121	75	110	164
利润率	37.8%	38.7%	39.3%	23.9%	26.4%	30.5%
所得税	-10	-15	-18	-8	-14	-25
所得税率	14.9%	15.0%	14.8%	11.0%	13.0%	15.0%
净利润	57	84	103	66	96	140
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>57</b>	<b>84</b>	<b>103</b>	<b>66</b>	<b>96</b>	<b>140</b>
净利率	32.1%	32.9%	33.5%	21.2%	23.0%	26.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	57	84	103	66	96	140
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	8	10	11	15	18
非经营收益	0	0	0	-18	-4	-2
营运资金变动	3	16	-2	23	13	7
<b>经营活动现金净流</b>	<b>66</b>	<b>107</b>	<b>112</b>	<b>82</b>	<b>119</b>	<b>163</b>
资本开支	-25	-31	-32	-66	-15	-15
投资	0	0	-25	-10	0	0
其他	0	0	-280	-4	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	<b>-337</b>	<b>-80</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
股权募资	0	0	272	0	0	0
债权募资	0	0	0	4	25	40
其他	-24	-71	-9	0	-29	-38
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-24</b>	<b>-72</b>	<b>263</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>
<b>现金净流量</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>37</b>	<b>7</b>	<b>100</b>	<b>150</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	71	76	393	400	500	650
应收款项	6	7	10	13	20	30
存货	13	10	13	13	16	20
其他流动资产	13	19	24	4	5	6
流动资产	104	111	441	431	540	706
%总资产	52.5%	49.6%	73.3%	65.1%	69.6%	74.8%
长期投资	0	0	5	15	15	15
固定资产	69	85	108	113	164	163
%总资产	34.9%	38.0%	18.0%	17.1%	21.1%	17.2%
无形资产	22	25	43	48	52	55
非流动资产	94	113	160	231	237	238
%总资产	47.5%	50.4%	26.7%	34.9%	30.4%	25.2%
<b>资产总计</b>	<b>198</b>	<b>224</b>	<b>601</b>	<b>661</b>	<b>777</b>	<b>945</b>
短期借款	0	0	0	4	30	69
应付款项	25	30	43	46	62	78
其他流动负债	14	22	22	54	67	81
流动负债	39	52	65	104	158	227
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	15	16	0	0	0
<b>负债</b>	<b>54</b>	<b>67</b>	<b>82</b>	<b>104</b>	<b>158</b>	<b>228</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>143</b>	<b>157</b>	<b>519</b>	<b>558</b>	<b>618</b>	<b>716</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>198</b>	<b>224</b>	<b>601</b>	<b>661</b>	<b>777</b>	<b>945</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.023	1.496	0.739	0.475	0.685	0.999
每股净资产	2.555	2.801	3.709	3.983	4.418	5.116
每股经营现金净流	1.182	1.911	0.797	0.588	0.848	1.166
每股股利	0.000	0.000	0.250	0.200	0.250	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	40.01%	53.40%	19.93%	11.92%	15.50%	19.52%
总资产收益率	28.99%	37.38%	17.23%	10.05%	12.34%	14.80%
投入资本收益率	38.31%	51.11%	17.42%	10.32%	13.02%	16.31%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	41.63%	42.84%	21.40%	1.28%	33.42%	28.99%
EBIT 增长率	35.31%	46.17%	16.06%	-40.43%	48.75%	55.55%
净利润增长率	32.68%	46.29%	23.55%	-35.79%	44.24%	45.87%
总资产增长率	32.21%	13.46%	168.03%	10.08%	17.50%	21.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	4.8	6.4	8.2	10.0	12.0	15.0
存货周转天数	143.9	113.6	111.1	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	94.4	85.3	123.2	100.0	105.0	110.0
固定资产周转天数	115.9	97.1	124.7	123.2	132.4	98.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-49.72%	-48.27%	-75.77%	-70.94%	-76.03%	-81.01%
EBIT 利息保障倍数	-61.0	-105.8	-18.2	-8.1	-11.8	-17.5
资产负债率	27.55%	30.00%	13.57%	15.67%	20.40%	24.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD