

## 业绩下滑明显，替诺福韦上市有望大幅改善

### 投资要点

- **事件:** 公司2016年营业收入、扣非净利润分别为3.1亿、0.62亿元，同比增速分别为1.3%、-35.8%；2016Q4营业收入、扣非净利润分别约为0.86亿、680万元，同比增速分别为4.7%、-66%；
- **阿甘定与贺甘定受行业影响明显，销售收入均下滑。** 公司是国内唯一同时拥有恩甘定、阿甘定、贺甘定三种主流抗乙肝小分子药物的企业，2016年实现营业收入与扣非净利润分别为3.1亿、0.62亿元，同比增速分别为1.3%、-35.8%；扣非净利润下滑明显，主要原因是阿甘定和贺甘定受降价和竞争品种影响，销量和售价均有明显下滑。2016年，公司三个主要产品恩、阿、贺甘定收入占整个收入99.9%；受国内乙肝治疗指南变化的影响，恩甘定成为乙肝一线治疗用药，而阿甘定和贺甘定不再是一线用药，因此，阿甘定和贺甘定销售收入出现不同幅度的下降；2016年，阿甘定销售收入6237万元，同比下降24.2%；贺甘定销售收入2697万元，比上年下降32.9%；而恩甘定销售稳定增长，恩甘定销售收入2.2亿元，同比增长20.2%。受招标降价影响，阿甘定和贺甘定毛利率均下降约4个百分点，而恩甘定保持稳定，微降0.2个百分点。
- **以肝病治疗为核心积极布局新品种，替诺福韦上市或将大幅改善业绩。** 公司以肝病治疗为基础，积极开展肝病新药研发，已立项4个1类新药。2016年，公司设立了广生堂“治愈乙肝登峰计划”和治疗脂肪肝、肝癌创新药研发计划，并与药明康德合作开发了2个治疗乙肝的1类新药、1个脂肪肝1类创新药以及1个抗肝癌1类创新药。因此，公司2016年研发投入6819万元，占营业总收入的21.8%，同比增长159.7%。公司核心在研品种替诺福韦已进入报产最后关键阶段，该品种是乙肝治疗新近一线品种，未来国内市场空间高达50亿元，2017年公司大概率获批乙肝适应症首仿，未来峰值销售可达到10亿元，贡献3.5亿元业绩。替诺福韦若顺利获批，公司业绩下滑趋势将得到大幅改善，公司拥有成为国内肝病用药龙头潜力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.61元、0.83元、1.22元，对应市盈率分别为84倍、62倍、42倍。由于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，公司当前业绩压力较大。但随着恩甘定放量及替诺福韦获批，公司业绩或出现好转。长期看好公司发展前景，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品价格下滑风险、新产品上市进展或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	312.88	399.98	546.66	794.86
增长率	1.28%	27.84%	36.67%	45.40%
归属母公司净利润(百万元)	66.41	87.11	117.73	173.75
增长率	-35.83%	31.16%	35.16%	47.58%
每股收益EPS(元)	0.47	0.61	0.83	1.22
净资产收益率ROE	12.02%	13.62%	15.55%	18.66%
PE	111	84	62	42
PB	13.31	11.49	9.71	7.90

数据来源: Wind, 西南证券

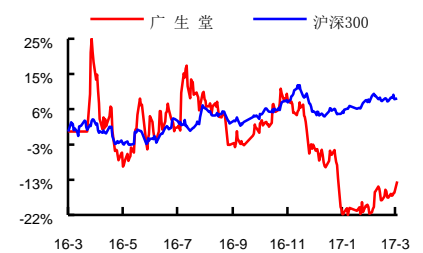
### 西南证券研究发展中心

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: hzli@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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.42
流通A股(亿股)	0.56
52周内股价区间(元)	46.45-74.81
总市值(亿元)	73.51
总资产(亿元)	7.01
每股净资产(元)	3.89

### 相关研究

1. 广生堂(300436): 短期业绩压力较大, 静待新药上市改善盈利 (2016-10-23)
2. 广生堂(300436): 员工股权激励落地, 看好公司长期发展 (2016-08-28)
3. 广生堂(300436): 新药获批预期强烈, 或大幅改善业绩 (2016-08-16)

### 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，替诺福韦上市后将对公司业绩产生积极影响。综合考虑，对 2017-2019 年主营业务的关键假设如下：

1) 核心产品。预计恩甘定 2017-2019 年收入增长分别为 20%、17%、15%，毛利率约为 89.5%；阿甘定 2017-2019 年收入增长分别为 -5%、0%、0%，毛利率约为 80%；贺甘定 2017-2019 年收入增长分别为 -15%、5%、5%，毛利率约为 82%；预计替诺福韦年内上市，2017-2019 年收入分别为 0.5 亿元、1.5 亿元、3.5 亿元，随着规模效应显现，毛利率预计分别为 85%、87%、89%

2) 期间费用。受销售模式调整影响，预计 2017-2019 年间销售费用约为 35%；受研发费用增加影响，预计 2017-2019 年管理费用约为 29%。

**表 1：分业务收入及毛利率（单位：百万元）**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	312.88	399.98	546.65	794.86
yoy	1.28%	27.84%	36.67%	45.40%
营业成本	40.82	51.60	68.58	92.73
毛利率	86.95%	87.10%	87.45%	88.33%
<b>恩替卡韦（恩甘定）</b>				
收入	223.17	267.80	313.33	360.33
yoy	20.17%	20.00%	17.00%	15.00%
成本	23.23	28.12	32.90	37.83
毛利率	89.59%	89.50%	89.50%	89.50%
<b>阿德福韦（阿甘定）</b>				
收入	62.37	59.25	59.25	59.25
yoy	-24.19%	-5.00%	0.00%	0.00%
成本	12.02	11.85	11.85	11.85
毛利率	80.73%	80.00%	80.00%	80.00%
<b>拉米夫定（贺甘定）</b>				
收入	26.97	22.92	24.07	25.27
yoy	-32.89%	-15.00%	5.00%	5.00%
成本	4.74	4.13	4.33	4.55
毛利率	82.42%	82.00%	82.00%	82.00%
<b>其他</b>				
收入	0.37	50.00	150.00	350.00
yoy	-50.67%		200.00%	133.33%
成本	0.83	7.50	19.50	38.50
毛利率	-124.32%	85.00%	87.00%	89.00%

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)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	312.88	399.98	546.66	794.86	净利润	66.41	87.11	117.73	173.75
营业成本	40.82	51.60	68.58	92.74	折旧与摊销	12.33	9.35	9.35	9.35
营业税金及附加	5.71	6.81	9.53	13.75	财务费用	-10.35	-11.00	-13.27	-17.26
销售费用	110.87	141.99	194.06	282.18	资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	91.42	116.00	158.53	230.51	经营营运资本变动	69.84	-15.69	33.71	37.71
财务费用	-10.35	-11.00	-13.27	-17.26	其他	-65.44	0.34	-0.05	-0.02
资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>73.84</b>	<b>70.11</b>	<b>147.49</b>	<b>203.53</b>
投资收益	-3.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-33.23	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	185.90	0.29	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>152.67</b>	<b>-29.71</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>69.82</b>	<b>94.59</b>	<b>129.22</b>	<b>192.96</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.67	5.34	5.32	5.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>74.49</b>	<b>99.93</b>	<b>134.54</b>	<b>198.19</b>	股权融资	61.70	0.00	0.00	0.00
所得税	8.08	12.83	16.81	24.44	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	66.41	87.11	117.73	173.75	其他	-36.75	11.00	13.27	17.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>24.95</b>	<b>11.00</b>	<b>13.27</b>	<b>17.26</b>
归属母公司股东净利润	66.41	87.11	117.73	173.75	<b>现金流量净额</b>	<b>251.46</b>	<b>51.40</b>	<b>130.75</b>	<b>190.79</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	414.87	466.27	597.02	787.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	23.16	26.98	35.68	52.86	销售收入增长率	1.28%	27.84%	36.67%	45.40%
存货	17.64	20.90	28.41	38.33	营业利润增长率	-38.83%	35.47%	36.61%	49.33%
其他流动资产	4.87	12.81	14.34	22.39	净利润增长率	-35.83%	31.16%	35.16%	47.58%
长期股权投资	16.23	16.23	16.23	16.23	EBITDA 增长率	-38.70%	29.44%	34.82%	47.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	118.08	140.85	163.63	186.40	毛利率	86.95%	87.10%	87.45%	88.33%
无形资产和开发支出	48.57	46.50	44.42	42.34	三费率	61.35%	61.75%	62.07%	62.33%
其他非流动资产	57.24	57.19	57.13	57.08	净利率	21.23%	21.78%	21.54%	21.86%
<b>资产总计</b>	<b>700.67</b>	<b>787.73</b>	<b>956.87</b>	<b>1203.45</b>	ROE	12.02%	13.62%	15.55%	18.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.48%	11.06%	12.30%	14.44%
应付和预收款项	51.86	70.94	92.71	127.76	ROIC	43.65%	61.79%	71.89%	105.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.95%	23.24%	22.92%	23.28%
其他负债	96.44	77.32	106.96	144.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>148.30</b>	<b>148.26</b>	<b>199.67</b>	<b>272.50</b>	总资产周转率	0.48	0.54	0.63	0.74
股本	141.88	141.88	141.88	141.88	固定资产周转率	2.85	3.62	5.30	8.28
资本公积	235.08	235.08	235.08	235.08	应收账款周转率	22.01	21.03	24.58	24.05
留存收益	235.35	322.46	440.19	613.94	存货周转率	2.59	2.66	2.75	2.76
归属母公司股东权益	552.36	639.47	757.20	930.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.09%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>552.36</b>	<b>639.47</b>	<b>757.20</b>	<b>930.95</b>	资产负债率	21.17%	18.82%	20.87%	22.64%
负债和股东权益合计	700.67	787.73	956.87	1203.45	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.48	3.98	3.68	3.51
					速动比率	3.35	3.82	3.52	3.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.47	0.61	0.83	1.22
					每股净资产	3.89	4.51	5.34	6.56
					每股经营现金	0.52	0.49	1.04	1.43
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	71.81	92.94	125.31	185.05					
PE	110.68	84.39	62.43	42.31					
PB	13.31	11.49	9.71	7.90					
PS	23.49	18.38	13.45	9.25					
EV/EBITDA	95.80	73.46	53.44	35.16					
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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn