广生堂（300436.SZ）

现有品种瓶颈制约公司成长 替诺福韦酯有望破除发展桎梏

买入（首次覆盖）

2017 年 3 月 22 日

证券分析师 全铭
执业资格证书号码：S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
010-66573567

证券分析师 焦德智
执业资格证书号码：S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋
xuwy@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件：公司发布 2016 年年报和分红预案。

2016 年公司实现营业收入 3.13 亿元，同比上升 1.28%；归属于上市公司所有者的净利润为 0.66 亿元，同比降低 35.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.62 亿元，同比下降 35.83%。公司整体营收微弱上涨的情况下，净利率下降由 2015 年的 33.50%下降至 21.23%，整体业绩呈现 35.83%的下降。

分红预案出台，以 141,875,700 为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。

二、我们的观点：

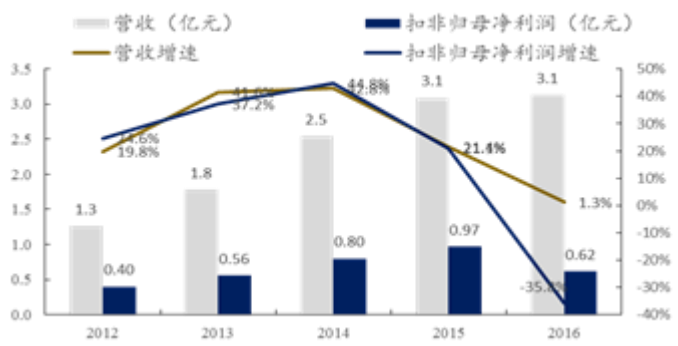
1、公司专注致力于乙肝药物，恩替卡韦稳定增长支撑公司主营业务。

公司专业从事核苷类抗乙肝病毒药物研发、生产与销售，主要产品包括阿甘定（阿德福韦酯）、贺甘定（拉米夫定）和恩甘定（恩替卡韦），且这三种产品为公司主要收入来源，2016 年其销售收入达 3.12 亿元，占整体营收的 99.90%。

我国是乙肝病毒高感染流行地区，全国目前乙肝病毒携带者约 1 亿人，其中慢性乙肝患者为 2,000 多万人，而目前国内已经接受规范治疗的患者仅占需要接受治疗患者的**不到 20%**。慢性乙肝患者人群基数大，同时治疗渗透率低，未来随着生活水平提高以及慢病教育的推广，将会有更多乙肝患者接收规范的药品治疗，因此抗病毒类乙肝用药未来仍有较大的市场成长空间。公司长期看好抗病毒类乙肝用药市场，同时公司也是目前国内唯一一个同时具有拉米夫定、阿德福韦酯、恩替卡韦产品的制药企业，未来公司也将享受市场空间成长带来的稳定增长。

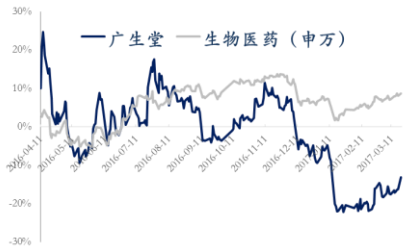
抗乙肝病毒药物市场竞争非常激烈，施贵宝、正大天晴、葛兰素史克排列前三，公司目前市场占有率排名第四。2016 年随着医保控费和医院药占比考核，核苷酸类抗乙肝病毒产品市场增长放缓，再加上竞品增多，公司产品在多个区域中标价格下降，对公司业绩造成压力。

图表 1：公司 2016 年营收及扣非归母净利润情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价（元）	51.28
一年最低价/最高价（元）	75.20 /44.59
市净率	13.31
流通 A 股市值（亿元）	73

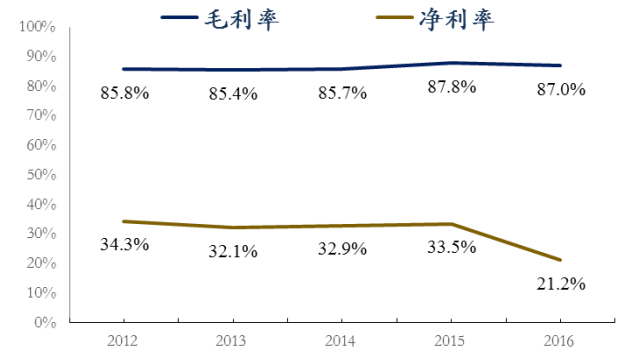
基础数据

每股净资产（元）	3.89
资产负债率（%）	21.17%
总股本（亿股）	1.42
流通 A 股（亿股）	0.56

相关报告

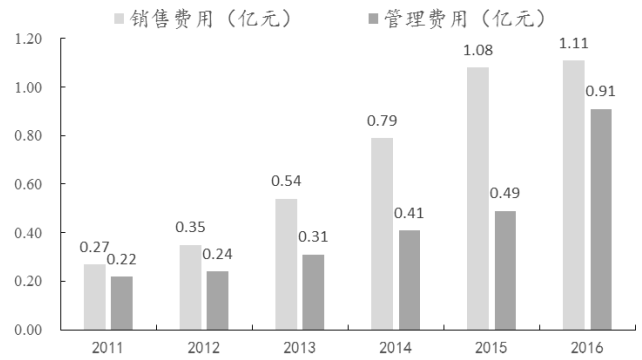
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 2：公司毛利率、净利率变化



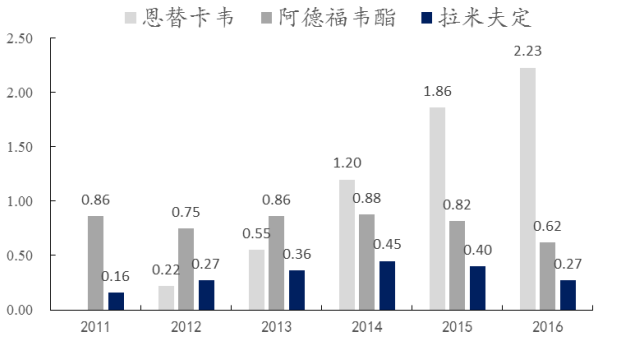
资料来源：pdb，东吴证券研究所

图表 3：公司费用情况



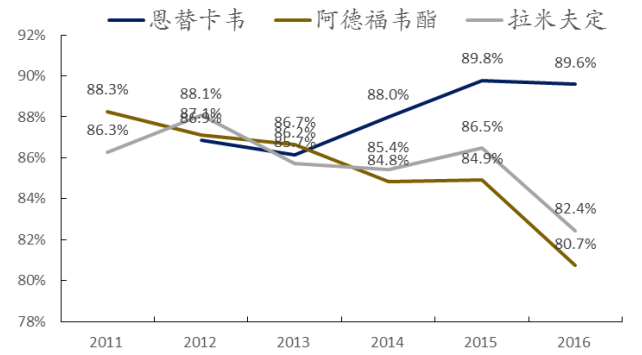
资料来源：pdb，东吴证券研究部

图表 4：公司主要产品销售情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 5：公司主要产品毛利率对比

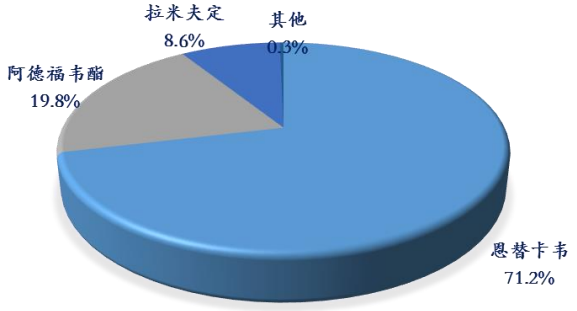


资料来源：公司年报，东吴证券研究所

公司整体营收微弱上涨的情况下，净利率下降由 2015 年的 33.50%下降至 21.23%，整体业绩呈现 35.83%的下降。主要原因包括收入端动力不足以及费用端研发费用的大幅增加。

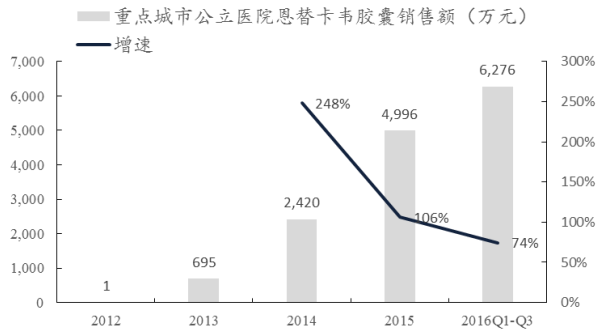
收入端：公司主要产品除恩甘定销售收入同比增长 20.17%，阿甘定销售收入同比下降 24.18%，贺甘定销售收入同比下降 32.90%。**恩替卡韦成为目前公司主营支撑的主要动力。**恩替卡韦凭借疗效好、副作用小、耐药率低的优点，逐渐占据乙肝治疗药物市场，肝炎市场占比超过 50%（重点城市公立医院数据）。

图表 6：2016 年公司主营收入构成



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 7：重点城市公立医院恩替卡韦销售情况



资料来源：pdb，东吴证券研究部

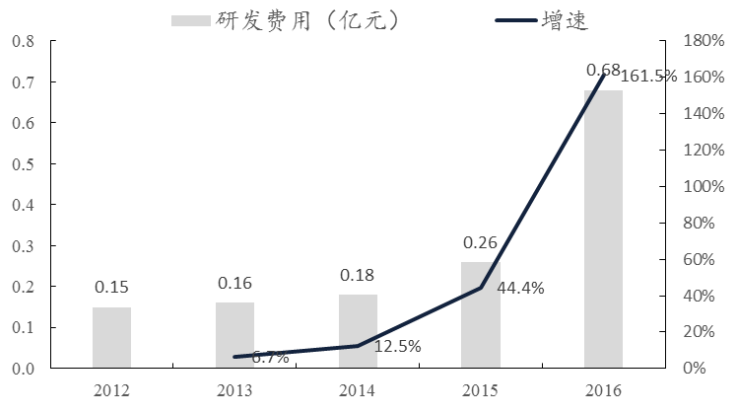
请务必阅读正文之后的免责声明部分

费用端：公司 2016 年费用端主要为管理费用的增长，原因在于公司**费用化的研发支出同比增加了 3800 万元，增长率达 170%**；销售费用略有提升，主要受到"两票制"政策的影响，公司加大了**直销模式的终端开发及销售推广力度，直销模式占比由 43%提升至 46.85%。**

2. 加大研发投入孕育新品，替诺福韦有望推进公司高速发展

公司主营略显疲软主要由于目前产品线竞争力稍显匮乏，尤其是阿德福韦酯以及拉米夫定两个主要产品。因此公司也是加大研发投入力度，2016 年研发投入 6,819.31 万元，占营业总收入的 21.80%，同比增长 159.68%。

图表 8：公司研发投入情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

高投入高产出，公司产品管线储备丰富

公司大比例投入研发收获颇丰，2016 年公司取得**索非布韦原料药、索非布韦片、枸橼酸西地那非原料药和枸橼酸西地那非片**的四个临床批件，同时，提交了恩替卡韦原料药、恩替卡韦胶囊、茵白肝炎胶囊的再注册申请，并且取得了恩替卡韦原料药、恩替卡韦胶囊、拉米夫定片、绿荷清脂茶、茵白肝炎胶囊的五个再注册批件，**富马酸替诺福韦二吡呋酯原料药及胶囊被 CFDA 认定为国内首仿，获得了优先审评审批资格**；富马酸替诺福韦二吡呋酯胶囊的临床研究顺利通过了国家食品药品监督管理总局审核查验中心的临床核查。

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，并与上海药明康德新药开发有限公司合作开发了 2 个治疗乙肝的一类新药、1 个脂肪肝一类创新药以及 1 个抗肝癌一类创新药。

图表 9：公司主要研发项目进展情况（部分）

项目名	注册分类	是否进入注册程序	类别	研发目标	进展情况	预计未来对公司影响
富马酸替诺福韦二吡呋酯	化药 3.1 类	是	抗感染	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
富马酸替诺福韦二吡呋酯胶囊	化药 3.1 类	是	抗感染	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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

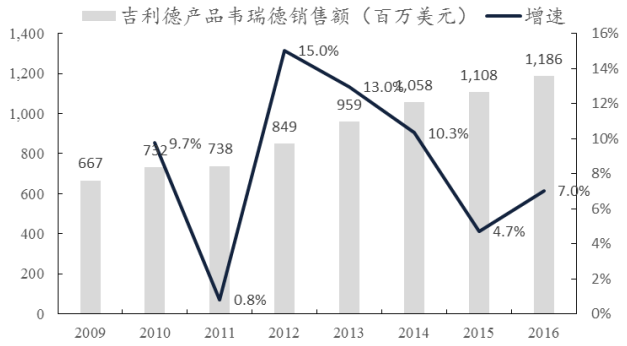
富马酸替诺福韦二吡呋酯胶囊	化药 5 类	是	抗感染	取得药品批准文号	已**主动撤回生产注册申请**，目前正在完善试验	增强**艾滋病**治疗领域的市场竞争力
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	化药 6 类	是	抗感染	取得药品批准文号	已获得临床批件，**正在进行临床研究**	增强**艾滋病**治疗领域的市场竞争力
索非布韦	化药 3.1 类	是	抗感染	取得新药证书及药品批准文号	已获得临床批件，正在**准备启动临床研究**	丰富肝病产品线，增强**丙肝治疗领域**市场竞争力
他达拉非	化药 3.1 类	是	磷酸二酯酶抑制剂	取得新药证书及药品批准文号	复审申请已被驳回，正在进行重新补充研究	丰富产品线，增强市场竞争力
枸橼酸西地那非	化药 6 类	是	5 型磷酸二酯酶抑制剂	取得药品批准文号	已获临床批件，正在组织生产临床样品	丰富产品线，增强市场竞争力
三升金丹胶囊	中药 6.1 类	是	止血止痛药	取得新药证书及药品批准文号	已撤回临床注册申请，正在补充研究	独家品种，丰富产品线，增强市场竞争力
阿戈美拉汀	化药 3.1 类	是	抗抑郁	取得药品批准文号	已获得临床批件，目前按照仿制药质量与疗效一致性评价的要求补充	丰富产品线，增强市场竞争力

资料来源：公司年报，药智网，东吴证券研究所

替诺福韦酯——公司未来业绩爆发点

替诺福韦酯是美国吉利德公司研发的新型核苷酸类逆转录酶抑制剂，该产品在 2008 年获批在欧盟和美国上市，主要用于治疗乙型肝炎。替诺福韦酯被认为新一代乙肝抗病毒药品中疗效最佳的药品，主要体现在其耐药性强、适用人群更广泛（孕妇及哺乳期妇女）。

图表 10：吉利德产品韦瑞德全球销售情况



资料来源：吉利德年报，东吴证券研究所

2009 年，葛兰素史克与吉利德达成专利使用权转让协议，葛兰素史克获得韦瑞德用于治疗成人慢性乙型肝炎在中国的独家上市权利，国内乙肝患者得以使用替诺福韦酯。

目前国内替诺福韦酯尚未纳入医保目录，因此高昂的费用是阻碍产品大范围放量的中药阻碍之一。2016 年 6 月，卫计委公布了首批国家药品谈判结果，葛兰素史克制药的富马酸替诺福韦二吡呋酯片成为目录中三个药品之一，谈判价格为 490 元，价格降幅达到 67%。随着国家谈判

目录的公布，替诺福韦在国内的市场门槛有望被突破，同时，越来越多的省份将谈判药品纳入省医保目录中，更有利于替诺福韦品种在终端进行放量。

当前富马酸替诺福韦二吡呋酯片获批开展临床的企业数量不在少数，但**仅有公司的产品列入优先审评品种被列入优先审评名单当中，公司产品大概率成为该药品在乙肝适用症上的国内首仿。**

成都倍特产品获批生产，**获批适用症为艾滋病，尚无法用于乙肝治疗，**因此公司有充分的时间尽快完成富马酸替诺福韦二吡呋酯片的审评审批工作，同时由于该药品属于三年内新批的新药，仍需做一致性评价，公司已经开始着手，在仿制药获批厂家受限的情况下尽可能抢占市场先发优势。

图表 11：富马酸替诺福韦二吡呋酯片审批情况（部分）

受理号	企业名称	审评结论
CXHS1400189	**成都倍特药业有限公司**	**批准生产**
CYHS1501350	扬子江药业集团上海海尼药业有限公司	批准临床
CYHS1401772	石家庄四药有限公司	批准临床
CYHS1501008	湖南千金湘江药业股份有限公司	批准临床
CYHS1500028	乐普药业股份有限公司	批准临床
CXHL1400512	南京卡文迪许生物工程技术有限公司	批准临床
CYHS1302211	四川科伦药业股份有限公司	批准临床
CYHS1301125	**福建广生堂药业股份有限公司**	**批准临床**
CYHS1300348	辰欣药业股份有限公司	批准临床
CYHS1301924	四川海思科制药有限公司	批准临床
CXHL1300275	珠海联邦制药股份有限公司中山分公司	批准临床
CXHL1300937	齐鲁制药有限公司	批准临床
CXHL1200221	江苏正大天晴药业股份有限公司	批准临床

资料来源：药智网，东吴证券研究所

替诺福韦酯有望成为公司业绩爆发的突破点，在公司成为国内肝病领域龙头企业的道路上起到关键性的作用。

3、股票激励彰显公司发展决心

2016 年 8 月底公司正式出台限制性股票激励计划，最终向包括副总经理叶宝春在内的 127 人授予的限制性股票数量为 187.57 万股，其中授予价格为每股 31.96 元。公司 12 月实施并完成了限制性股票的授予工作。

公司实施股权激励计划有助于公司进一步完善公司法人治理结构，促进公司建立、健全激励约束机制，充分调动工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

图表 12：股票激励计划信息

上市日	2016 年 12 月 8 日
价格（元/股）	31.96
数量	187.57 万股
激励人数	127
锁定期	18 个月

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 4.15 亿元、5.63 亿元和 7.94 亿元，归属母公司净利润为 0.93 亿元、1.28 亿元和 1.82 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.65 元、0.90 元和 1.28 元，对应 PE 为 X76、X55、X39。我们认为，公司深耕乙肝抗病毒药品多年，产品结构完善，恩甘定保持稳健成长态势，公司加大直销力度顺应“两票制”大潮，积极投入替诺福韦酯的研发审批，该产品有望短期内获批投产支撑公司未来发展。因此，我们首次覆盖，即给予“买入”评级。

四、风险提示:

药品审评审批进度低于预期；公司药品招标低于预期；研发管线进度低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

广生堂（300436）主要财务数据及估值（百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	312.88	414.84	563.41	794.07
减:营业成本	40.82	50.32	64.40	86.89
营业税金及附加	5.71	7.57	10.28	14.49
营业费用	110.87	149.34	202.83	285.86
管理费用	91.42	107.86	146.49	206.46
财务费用	-10.35	-9.53	-11.36	-13.88
资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	-3.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	69.82	109.29	150.77	214.25
加:其他非经营损益	4.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.49	109.29	150.77	214.25
减:所得税	8.08	16.39	22.62	32.14
净利润	66.41	92.89	128.15	182.11
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	66.41	92.89	128.15	182.11
资产负债表	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
货币资金	387.31	460.16	549.45	683.92
应收和预付款项	23.16	14.04	35.54	33.42
存货	17.64	15.36	26.88	30.11
其他流动资产	2.08	2.08	2.08	2.08
长期股权投资	16.23	16.23	16.23	16.23
固定资产和在建工程	118.08	117.68	117.28	116.88
无形资产和开发支出	48.57	45.79	43.01	40.23
其他非流动资产	52.23	51.97	51.70	51.70
资产总计	665.31	723.32	842.18	974.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	112.94	103.94	130.35	131.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	112.94	103.94	130.35	131.36
资本公积	175.13	175.13	175.13	175.13
留存收益	235.35	302.37	394.83	526.21
归属母公司股东权益	552.36	619.38	711.84	843.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	552.36	619.38	711.84	843.22
负债和股东权益合计	665.31	723.32	842.18	974.58
现金流量表	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
经营性现金净流量	73.89	89.19	113.63	171.32
投资性现金净流量	152.67	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	24.95	-16.34	-24.34	-36.85
现金流量净额	251.51	72.85	89.29	134.47

收益率	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	86.95%	87.87%	88.57%	89.06%
三费/销售收入	61.35%	59.70%	59.98%	60.25%
EBIT/销售收入	20.49%	24.05%	24.74%	25.23%
EBITDA/销售收入	24.43%	24.88%	25.36%	25.63%
销售净利率	21.23%	22.39%	22.75%	22.93%
ROE	12.02%	15.00%	18.00%	21.60%
ROA	9.63%	13.79%	16.55%	20.56%
ROIC	32.68%	50.42%	72.53%	101.37%
销售收入增长率	1.28%	32.59%	35.81%	40.94%
EBIT 增长率	-44.44%	55.64%	39.76%	43.73%
EBITDA 增长率	-38.56%	35.03%	38.43%	42.49%
净利润增长率	-35.83%	39.87%	37.96%	42.10%
总资产增长率	18.36%	8.72%	16.43%	15.72%
股东权益增长率	6.39%	12.13%	14.93%	18.46%
经营营运资本增长率	-1086.18%	-2.04%	11.85%	3.98%
资产负债率	16.98%	14.37%	15.48%	13.48%
投资资本/总资产	25.28%	22.59%	19.95%	17.16%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.81	4.73	4.71	5.71
速动比率	3.63	4.56	4.49	5.46
股利支付率	0.00%	27.85%	27.85%	27.85%
收益留存率	100.00%	72.15%	72.15%	72.15%
总资产周转率	0.47	0.57	0.67	0.81
固定资产周转率	2.74	3.53	4.80	6.79
应收账款周转率	14.60	242.22	18.96	54.46
存货周转率	2.31	3.27	2.40	2.89
业绩和估值指标	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
EBIT	64.09	99.75	139.41	200.37
EBITDA	76.43	103.20	142.85	203.55
净利润	66.41	92.89	128.15	182.11
EPS	0.47	0.65	0.90	1.28
BPS	3.89	4.37	5.02	5.94
PE	105.98	75.77	54.92	38.65
PB	12.74	11.36	9.89	8.35
PS	22.50	16.97	12.49	8.86
EV/EBIT	103.82	65.99	46.59	31.75
EV/EBITDA	87.07	63.79	45.46	31.26
EV/NOPLAT	124.13	77.63	54.81	37.36
EV/IC	39.57	40.29	38.65	38.04
ROIC-WACC	32.68%	50.42%	72.53%	101.37%
股息率	0.00	0.00	0.01	0.01

资料来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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