

评级：增持 维持评级

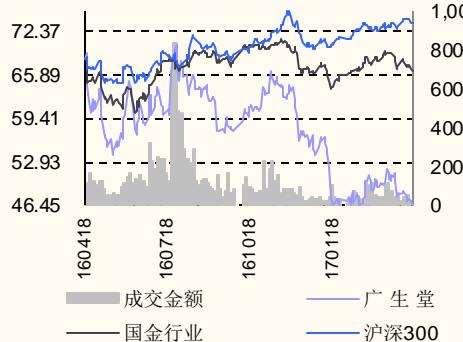
公司点评

市场价格（人民币）：46.60元

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)	6,611.41
年内股价最高最低(元)	70.23/46.45
沪深300指数	3479.94
人民币(元)	
成交金额(百万元)	

**公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.739	0.468	0.606	0.846	1.227
每股净资产(元)	3.71	3.89	4.20	4.75	5.67
每股经营性现金流(元)	0.79	0.52	0.72	0.93	1.33
市盈率(倍)	112.86	115.44	76.95	55.05	37.98
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	23.55%	-35.83%	29.37%	39.78%	44.95%
净资产收益率(%)	19.93%	12.02%	14.42%	17.84%	21.63%
总股本(百万股)	140.00	141.88	141.88	141.88	141.88

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公布2017年一季报，实现营业总收入8,268.6万元，比上年同期增长1.37%；归属于上市公司股东的净利润2,039.94万元，比上年同期下降27.66%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润2,071.46万元，比上年同期下降25.48%。

点评

- 恩替卡韦成为慢性乙肝主流药物，推动公司收入结构显著调整：阿甘定（阿德福韦酯）和贺甘定（拉米夫定）由于耐药性问题和恩替卡韦降价后性价比更为突出，处于量价齐跌的状态；公司恩替卡韦收入占比14年仅47.3%，1Q2017提升到73.2%。
- 恩替卡韦降价从2Q16开始体现，预计1Q17销量增速近30%：恩替卡韦1Q16收入增速43.2%，与16年量41.6%的增速匹配，随着各地新标的逐步执行，4Q16收入增速仅21.2%，因此降价印象约20%。根据1Q17收入增速10.6%和1Q16降价因素影响较少推算，1Q17销量增速仍有30%。
- 公司销售能力不断提高，直销占比进一步提升至58.43%：随着公司直销队伍的建设和两票制下销售模式的调整，直销占比进一步提升；直销主要来自于恩替卡韦的贡献，未来替诺福韦和恩替卡韦渠道相辅相成，为放量提供了保证。
- 新药研发支出继续增加，短期拖累业绩，但长期有助于保持公司在肝病领域的领先地位：1Q17费用化研发支出增加762万，公司在16年投入新药投入近4000万，GST-HG131（乙肝）当期支出600万（总投入2,400万）；GST-HG141（乙肝）和GST-HG151（非酒精性脂肪肝炎）当期支出600万（总投入2,400万）；GST-HG131（乙肝）当期支出1,800万（总投入2,400万）；GST-HG161（肝癌）当期支出1,000万（总投入2,550万）。我们预计未来几年公司研发支出占收入比例将维持在15%以上，对业绩影响较大。

相关报告

- 1.《直销能力继续提升，研发投入拖累业绩-广生堂公司点评》，2017.3.21
- 2.《公司点评-销售渠道日臻完善，创新研发不断加码》，2017.2.28
- 3.《借政策和行业东风，享深耕乙肝硕果》，2016.11.7

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**盈利调整**

- 基于未来几年研发方面将继续超额投入和替诺福韦获批有望逐步提升内生增速，我们预计2017/2018/2019年净利润0.86/1.20/1.74亿，对应增速29.37%/39.78%/44.95%，目前股价对应17年P/E77倍。

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) 广生堂替诺福韦 2017 年 4 月 10 日已完成现场检查，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，公司积极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。
- 公司在寻找外延机会：我们关注到年报披露 2016 年管理费用中“对多个拟并购项目进行尽调，中介咨询费增加 350 万”；同时公司拟与深圳物明投资共同设立“福建广明方医药创新研发中心（有限合伙）”总认缴出资额为人民币 2 亿元，将主要围绕药品及医疗器械项目进行投资。
- 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

- 产品价格压力、新产品上市时间不确定、新产品销售增速低预期等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2014 254	2015 309	2016 313	2017E 406	2018E 530	2019E 687	货币资金 76	应收款项 7	存货 10	流动资产 111	2014 49.6%	2015 73.3%
增长率	21.4%	1.3%	29.6%	30.6%	29.7%	-	10	13	18	441	2016 65.7%	2017E 69.8%
主营业务成本	-36	-38	-41	-61	-82	-100	22	25	20	461	2018E 73.5%	2019E 77.5%
%销售收入	14.3%	12.2%	13.0%	15.0%	15.5%	14.5%	36	38	30	519	16	16
毛利	218	271	272	345	448	588	52	550	27	622	16	16
%销售收入	85.7%	87.8%	87.0%	85.0%	84.5%	85.5%	33	33	27	795	162	162
营业税金及附加	-4	-5	-6	-6	-8	-11	其他流动资产 19	24	8	122	163	162
%销售收入	1.5%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	16.4%	16.9%	16.4%	19.3%	19.3%	15.8%
营业费用	-79	-108	-111	-156	-208	-271	无形资产 25	43	30	30	38	45
%销售收入	31.2%	34.9%	35.4%	38.5%	39.2%	39.4%	非流动资产 113	160	225	224	224	231
管理费用	-41	-49	-91	-93	-103	-115	%总资产 50.4%	26.7%	34.3%	30.2%	26.5%	22.5%
%销售收入	16.0%	16.0%	29.2%	23.0%	19.5%	16.7%	负债总计 224	601	701	744	846	1,025
息税前利润(EBIT)	94	109	64	89	128	191	短期借款 0	0	0	0	4	30
%销售收入	37.1%	35.4%	20.5%	21.9%	24.2%	27.7%	应付款项 30	43	113	116	125	137
财务费用	1	6	10	7	8	9	其他流动负债 22	22	19	32	43	54
%销售收入	-0.4%	-1.9%	-3.3%	-1.8%	-1.6%	-1.3%	流动负债 52	65	132	149	173	221
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	长期贷款 0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债 15	16	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0	负债总计 67	82	148	149	173	221
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	普通股股东权益 157	519	552	596	673	805
营业利润	95	114	70	96	136	200	少数股东权益 0	0	0	0	0	0
营业利润率	37.1%	36.9%	22.3%	23.7%	25.7%	29.1%	负债股东权益合计 224	601	701	744	846	1,025
营业外收支	4	7	5	5	5	5						
税前利润	99	121	74	101	141	205						
利润率	38.7%	39.3%	23.8%	24.9%	26.7%	29.8%						
所得税	-15	-18	-8	-15	-21	-31						
所得税率	15.0%	14.8%	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%						
净利润	84	103	66	86	120	174						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0						
归属于母公司的净利润	84	103	66	86	120	174						
净利率	32.9%	33.5%	21.2%	21.2%	22.7%	25.3%						
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析					
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	84	103	66	86	120	174	每股指标					
非现金支出	8	10	13	12	16	19	每股收益 1.496	0.739	0.468	0.606	0.846	1.227
非经营收益	0	0	2	-5	-5	-4	每股净资产 2.801	3.709	3.893	4.199	4.745	5.672
营运资金变动	16	-2	-7	9	1	-1	每股经营现金流 1.908	0.794	0.516	0.720	0.929	1.328
经营活动现金净流	107	111	73	102	132	188	每股股利 4.374	4.374	6.171	0.300	0.300	0.300
资本开支	-31	-32	-82	8	-10	-20						
投资	0	-25	5	0	0	0	回报率					
其他	0	-280	230	0	0	0	净资产收益率 53.40%	19.93%	12.02%	14.42%	17.84%	21.63%
投资活动现金净流	-31	-337	153	8	-10	-20	总资产收益率 37.38%	17.23%	9.48%	11.54%	14.19%	16.98%
股权筹资	0	272	60	0	0	0	投入资本收益率 51.11%	17.97%	10.34%	12.70%	16.07%	19.43%
债权筹资	0	0	0	-16	4	25						
其他	-71	-9	-35	-43	-43	-44	增长率					
筹资活动现金净流	-72	263	25	-58	-38	-18	主营业务收入增长率 42.84%	21.40%	1.28%	29.63%	30.64%	29.73%
现金净流量	4	37	251	52	84	150	EBIT增长率 46.17%	16.06%	-41.46%	38.93%	43.94%	48.87%

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	1	1	5
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-11-07	增持	62.81	70.00~70.00
2	2017-02-28	增持	50.61	N/A
3	2017-03-21	增持	51.81	N/A

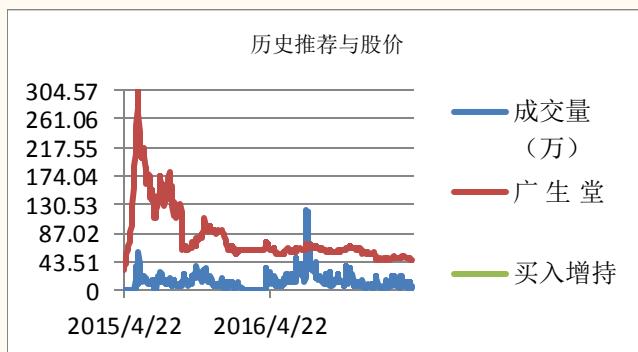
来源：国金证券研究所

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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