

广生堂 (300436.SZ) 化学制药行业

评级：增持 维持评级

公司点评

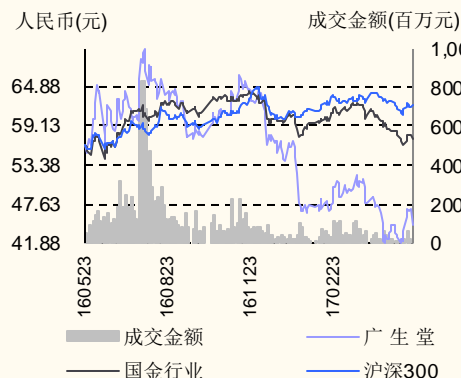
市场价格 (人民币): 44.60 元

替诺福韦首仿尘埃落定，公司发展新阶段起航

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)	6,327.66
年内股价最高最低(元)	70.23/41.88
沪深 300 指数	3411.24



相关报告

- 《主力品种量增价跌，静待新品获批贡献弹性》，2017.4.18
- 《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
- 《公司点评-销售渠道日臻完善，创新研发不断加码》，2017.2.28
- 《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

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	0.510	0.979	1.564
每股净资产(元)	3.71	3.89	4.10	4.78	6.05
每股经营性现金流(元)	0.79	0.52	0.74	1.06	1.60
市盈率(倍)	112.86	115.44	91.37	47.61	29.79
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%	8.96%	91.91%	59.83%
净资产收益率(%)	19.93%	12.02%	12.43%	20.47%	25.87%
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

- 2017年5月22日，国家食品药品监督管理总局 CFDA 官方网站更新了福建广生堂药业股份有限公司申报生产的富马酸替诺福韦二吡啶酯胶囊的药品批准文号为国药准字 H20170005，办理状态为“在审批”。

点评

- 替诺福韦取得药品批准文号，HBV 首仿获批尘埃落定，是公司“仿制——首仿——创新”战略重要的里程碑事件。
 - 公司获得替诺福韦首仿并非偶然，广生堂参与发起了对吉联亚科学化合物专利（申请号 97197460.8）、合成方法专利（申请号 98807435.4，前者分案申请专利 200710196265.3）的专利挑战，上述所有发明专利与 2014 年 4 月 4 日被宣告全部无效，公司替诺福韦 3.1 类申请（受理号 CXHS1400157）于 2014 年 7 月 23 日首个获得 CDE 承办。
 - 公司正以类似路径申报酒精性脂肪肝、丙肝等领域的首仿药物，未来 3 年有望再添新军，保持肝病领域的首仿优势。
 - 公司未来将持续保持收入占比 20% 以上的研发投入，逐步从首仿向创新迈进，与药明康德合作的 1.1 类新药（包含乙肝鸡尾酒疗法、酒精性脂肪肝、肝癌）推进顺利，部分产品 18 年有望进入临床，为公司 5-10 年更上一个台阶奠定基础。
- 公司将成为目前国内唯一同时拥有恩替卡韦和替诺福韦两大抗乙肝病毒一线用药的医药企业，有望借助首仿优势，在一品双规的规则下抢占重点医院，为未来市场份额奠定基础。
 - 乙肝市场恩替卡韦竞争区域激烈，替诺福韦新进入医保成为乙肝领域新的增长点。公司有望通过恩替卡韦（低端市场）和替诺福韦（top500 医院）差异化的推广策略抢占更多市场份额。
 - 乙肝目前的市场集中度较高，一方面体现在核心省份，以 BMS 为例，广东省贡献博路定（恩替卡韦）收入的 30%；另一方面体现在 top 医院，以北京为例，302、佑安、地坛占北京 60% 份额。
 - 公司已经完成重点市场的销售布局，17 年下半年销售目标以进院为主（产生销售）：广东（BMS 前销售总监），浙江（GSK 原浙江大区经理），北京（top 医院已产生合作）。

盈利调整

- 基于未来几年研发方面将继续超额投入（17 年预计费用化近 8,000 万）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 0.72/1.39/2.22 亿，对应增速 8.96%/91.9%/59.8%，目前股价对应 18 年 P/E 约 47.6 倍。

投资建议

- 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：2016 年年报披露管理费用中“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。
- 基于公司替诺福韦 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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	254	309	313	436	634	845	货币资金	76	393	415	470	567	732
增长率		21.4%	1.3%	39.4%	45.3%	33.3%	应收款项	7	10	22	27	43	64
主营业务成本	-36	-38	-41	-74	-89	-93	存货	10	13	18	24	29	31
%销售收入	14.3%	12.2%	13.0%	17.0%	14.0%	11.0%	其他流动资产	19	24	6	9	9	10
毛利	218	271	272	362	545	752	流动资产	111	441	461	530	648	836
%销售收入	85.7%	87.8%	87.0%	83.0%	86.0%	89.0%	%总资产	49.6%	73.3%	65.7%	70.2%	74.3%	78.4%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-7	-10	-14	长期投资	0	5	16	16	16	16
%销售收入	1.5%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	85	108	118	122	163	162
营业费用	-79	-108	-111	-169	-253	-336	%总资产	38.0%	18.0%	16.9%	16.2%	18.7%	15.2%
%销售收入	31.2%	34.9%	35.4%	38.7%	40.0%	39.8%	无形资产	25	43	49	30	38	45
管理费用	-41	-49	-91	-113	-132	-157	非流动资产	113	160	240	225	224	231
%销售收入	16.0%	16.0%	29.2%	26.0%	20.8%	18.5%	%总资产	50.4%	26.7%	34.3%	29.8%	25.7%	21.6%
息税前利润 (EBIT)	94	109	64	73	150	246	资产总计	224	601	701	755	873	1,067
%销售收入	37.1%	35.4%	20.5%	16.7%	23.7%	29.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	6	10	7	9	11	应付款项	30	43	113	134	146	155
%销售收入	-0.4%	-1.9%	-3.3%	-1.7%	-1.4%	-1.3%	其他流动负债	22	22	19	38	48	54
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	0	流动负债	52	65	132	173	194	209
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0	其他长期负债	15	16	16	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	67	82	148	173	194	209
营业利润	95	114	70	80	158	256	普通股股东权益	157	519	552	582	678	858
%营业收入	37.1%	36.9%	22.3%	18.4%	25.0%	30.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	7	5	5	5	5	负债股东权益合计	224	601	701	755	873	1,067
税前利润	99	121	74	85	163	261	比率分析						
利润率	38.7%	39.3%	23.8%	19.5%	25.8%	30.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-15	-18	-8	-13	-25	-39	每股指标						
所得税率	15.0%	14.8%	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.496	0.739	0.468	0.510	0.979	1.564
净利润	84	103	66	72	139	222	每股净资产	2.801	3.709	3.893	4.103	4.782	6.047
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.908	0.794	0.516	0.745	1.056	1.601
归属于母公司的净利润	84	103	66	72	139	222	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.300	0.300	0.300
净利率	32.9%	33.5%	21.2%	16.6%	21.9%	26.3%	回报率						
							净资产收益率	53.40%	19.93%	12.02%	12.43%	20.47%	25.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	37.38%	17.23%	9.48%	9.59%	15.91%	20.81%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	51.11%	17.97%	10.34%	10.66%	18.78%	24.33%
净利润	84	103	66	72	139	222	增长率						
非现金支出	8	10	13	13	16	19	主营业务收入增长率	42.84%	21.40%	1.28%	39.41%	45.32%	33.32%
非经营收益	0	0	2	-5	-5	-5	EBIT增长率	46.17%	16.06%	-41.46%	14.01%	105.26%	63.79%
营运资金变动	16	-2	-7	26	0	-9	净利润增长率	46.29%	23.55%	-35.83%	8.96%	91.91%	59.83%
经营活动现金净流	107	111	73	106	150	227	总资产增长率	13.46%	168.03%	16.64%	7.74%	15.63%	22.20%
资本开支	-31	-32	-82	8	-10	-20	资产管理能力						
投资	0	-25	5	0	0	0	应收账款周转天数	6.4	8.2	16.6	20.0	22.0	25.0
其他	0	-280	230	0	0	0	存货周转天数	113.6	111.1	137.9	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-31	-337	153	8	-10	-20	应付账款周转天数	85.3	123.2	199.3	150.0	150.0	150.0
股权募资	0	272	60	0	0	0	固定资产周转天数	97.1	124.7	133.1	94.9	86.1	61.9
债权募资	0	0	0	-16	0	0	偿债能力						
其他	-71	-9	-35	-43	-43	-43	净负债/股东权益	-48.27%	-75.77%	-75.11%	-80.73%	-83.61%	-85.33%
筹资活动现金净流	-72	263	25	-58	-43	-43	EBIT利息保障倍数	-105.8	-18.2	-6.2	-10.0	-17.5	-22.8
现金净流量	4	37	251	55	97	165	资产负债率	30.00%	13.57%	21.17%	22.89%	22.28%	19.58%

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	1	2
增持	0	0	0	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.50

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
4	2017-04-18	增持	46.60	N/A

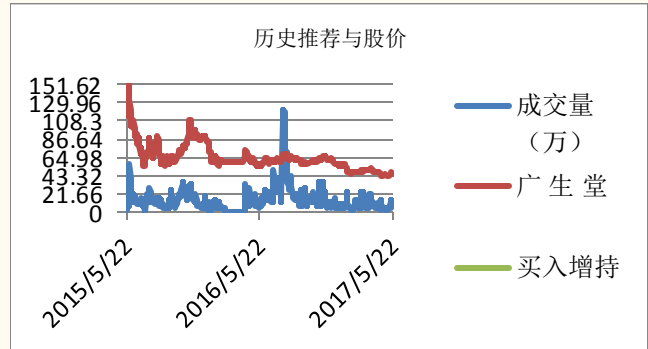
来源：国金证券研究所

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