

# 广生堂 (300436.SZ) 化学制药行业

评级：增持 维持评级

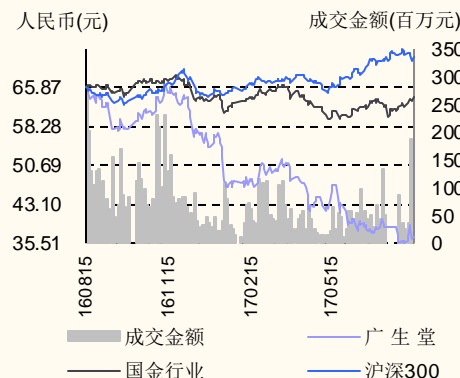
公司点评

市场价格 (人民币)：36.95 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)	5,242.31
年内股价最高最低(元)	66.56/35.51
沪深 300 指数	3694.68



## 相关报告

1. 《广生堂事件点评-替诺福韦首仿尘埃落定，公司发展新阶段起航》，2017.5.23
2. 《主力品种量增价跌，静待新品获批贡献弹性》，2017.4.18
3. 《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
4. 《公司点评-销售渠道日臻完善，创新研发不断加码》，2017.2.28
5. 《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

## 主力品种降价影响延续，新品种开始市场拓展

### 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	0.456	0.814	1.270
每股净资产(元)	3.71	3.89	4.20	4.71	5.58
每股经营性现金流(元)	0.79	0.52	0.47	0.98	1.40
市盈率(倍)	112.86	115.44	80.99	45.40	29.10
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%	-2.53%	78.39%	56.02%
净资产收益率(%)	19.93%	12.02%	10.86%	17.27%	22.74%
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 年中报，实现收入 15,019 万元，比上年同期增长 0.6%；归属于上市公司股东的净利润 2,726 万元，比上年同期下降 33.11%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 2,647.5 万元，比上年同期下降 29.95%。

### 点评

- 恩替卡韦 1H17 收入增速 9.2%，由于降价从 2Q16 开始，因此上半年价格相比去年同期下降较多，预计销量增速 25%，下半年收入增速好于上半年：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%，因此降价影响约 20%。根据 1H17 收入增速 9.2% 推算，1H17 销量增速仍有 25%。
- 公司直销比例进一步提高，低价转高开和替诺福韦市场拓展对销售费用影响各约 500 万：随着公司直销队伍的建设和两票制下销售模式的调整，直销占比提升至 59.8%，直销主要来自于恩替卡韦的贡献；替诺福韦开始借助恩替卡韦渠道加速市场准入，上半年客户保证金增加 2,800 万，主要是替诺福韦医院开发保证金。
- 替诺福韦销售延后，预计 4 季度才能有效放量：公司目前省级补标和医院进院工作进展顺利，公司目前产能有限，预计四季度才能大量供货。
- 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：1H17 费用化研发支出 2,730 万，相比去年同期增加 472 万；GST-HG151（非酒精性脂肪肝炎）取得阶段性突破进展，已将该研究成果向美国肝病研究协会年会（AASLD）投稿。
- 公司计划定增升级医药制造能力，同时涉足区域医疗服务，形成基因研究、生殖科学、高端妇儿医疗产业链。公司拟向不超过 5 家特定对象募集不超过 100,000 万元，发行 A 股股票数量不超过当前公司总股本的 20%，即 2,837.5140 万股。
  - a) 国家化制药基地项目：按照美国 FDA 等国际先进规范标准投资建设制剂生产基地和原料药生产基地（含中试车间），通过国际和国内 GMP 认证，项目建设期为 2.5 年总投资 5.99 亿元，拟募集 5 亿元。
  - b) 福州和睦家广生妇儿医院建设项目：拟通过与和睦家医疗合作在公司所

在的福州市按照国际高标准要求建设一座妇儿保健医院，项目建成后，拥有产科、妇科、儿科、产后母婴康复（高端月子中心）等各类床位合计 326 张，可以提供高水平、一站式高端妇儿健康服务。建设期为 3 年，总投资金额 5.83 亿元，拟募集 5 亿元。

- c) 2017 年 7 月 25 日，公司与 Reproductive Genetic Innovations, LLC（以下简称“RGI 芝加哥”）签订了《战略合作协议》。双方协商约定：由广生堂在中国设立全资子公司 RGI 中国，由 RGI 芝加哥提供技术支持、人员培训和平台建设，对中国 RGI 进行独家品牌授权以及独家技术支持与授权，将 RGI 中国打造成具有 RGI 芝加哥技术水平与认证标准的国际一流遗传基因研究中心。

### 盈利调整

- 基于替诺福韦由于生产原因放量周期略有延后，以及 18 年竞争有所加剧，我们将 2017/2018/2019 年净利润为从 0.72/1.39/2.22 亿下修到 0.65/1.15/1.80 亿，对应增速-2.53%/78.39%/56.02%，目前股价对应 18 年 P/E 约 45.4 倍。

### 投资建议

- 恩替卡韦降价始于 2Q16，下半年降价影响减弱，收入增速有望企稳；新品种替诺福韦已与 2017 年 7 月 7 日收到替诺福韦《药品 GMP 证书》，可以向全国正式供货，目前已完成 9 个省份的补标工作，通过“核心省份自营+具体医院代理”的模式，下半年有望对业绩有所贡献，维持“增持”评级。

### 风险提示

- 产品价格压力、新产品销售增速低预期、医院盈利周期长拖累短期业绩等。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>254</b>	<b>309</b>	<b>313</b>	<b>352</b>	<b>551</b>	<b>757</b>
增长率		21.4%	1.3%	12.6%	56.3%	37.5%
主营业务成本	-36	-38	-41	-41	-61	-76
%销售收入	14.3%	12.2%	13.0%	11.5%	11.0%	10.0%
毛利	218	271	272	312	490	682
%销售收入	85.7%	87.8%	87.0%	88.5%	89.0%	90.0%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-6	-9	-12
%销售收入	1.5%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-79	-108	-111	-133	-229	-321
%销售收入	31.2%	34.9%	35.4%	37.8%	41.7%	42.3%
管理费用	-41	-49	-91	-108	-128	-150
%销售收入	16.0%	16.0%	29.2%	30.7%	23.3%	19.9%
息税前利润 (EBIT)	94	109	64	65	124	198
%销售收入	37.1%	35.4%	20.5%	18.3%	22.5%	26.2%
财务费用	1	6	10	7	7	9
%销售收入	-0.4%	-1.9%	-3.3%	-1.9%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-1	-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	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	95	114	70	71	131	207
营业利润率	37.1%	36.9%	22.3%	20.2%	23.8%	27.3%
营业外收支	4	7	5	5	5	5
税前利润	99	121	74	76	136	212
利润率	38.7%	39.3%	23.8%	21.6%	24.7%	28.0%
所得税	-15	-18	-8	-11	-20	-32
所得税率	15.0%	14.8%	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	84	103	66	65	115	180
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>84</b>	<b>103</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>115</b>	<b>180</b>
净利率	32.9%	33.5%	21.2%	18.4%	21.0%	23.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	84	103	66	65	115	180
非现金支出	8	10	13	13	17	20
非经营收益	0	0	2	-5	-4	-4
营运资金变动	16	-2	-7	-7	11	2
经营活动现金净流	107	111	73	67	139	198
<b>资本开支</b>	<b>-31</b>	<b>-32</b>	<b>-82</b>	<b>-21</b>	<b>-15</b>	<b>-25</b>
投资	0	-25	5	-2	0	0
其他	0	-280	230	0	0	0
投资活动现金净流	-31	-337	153	-23	-15	-25
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>272</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	0	0	0	14	-1	5
其他	-71	-9	-35	-22	-43	-58
筹资活动现金净流	-72	263	25	-8	-45	-53
<b>现金净流量</b>	<b>4</b>	<b>37</b>	<b>251</b>	<b>35</b>	<b>80</b>	<b>120</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	76	393	415	450	530	650
应收款项	7	10	22	22	37	57
存货	10	13	18	13	20	25
其他流动资产	19	24	6	7	8	9
流动资产	111	441	461	492	595	741
%总资产	49.6%	73.3%	65.7%	65.8%	69.7%	73.4%
长期投资	0	5	16	18	18	18
固定资产	85	108	118	122	163	162
%总资产	38.0%	18.0%	16.9%	16.4%	19.1%	16.1%
无形资产	25	43	49	58	70	81
非流动资产	113	160	240	256	259	269
%总资产	50.4%	26.7%	34.3%	34.2%	30.3%	26.6%
<b>资产总计</b>	<b>224</b>	<b>601</b>	<b>701</b>	<b>748</b>	<b>854</b>	<b>1,010</b>
短期借款	0	0	0	14	12	17
应付款项	30	43	113	99	122	139
其他流动负债	22	22	19	23	35	45
流动负债	52	65	132	136	169	202
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	16	16	16	16	16
<b>负债</b>	<b>67</b>	<b>82</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>185</b>	<b>218</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>157</b>	<b>519</b>	<b>552</b>	<b>596</b>	<b>669</b>	<b>792</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>224</b>	<b>601</b>	<b>701</b>	<b>748</b>	<b>854</b>	<b>1,010</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.496	0.739	0.468	0.456	0.814	1.270
每股净资产	2.801	3.709	3.893	4.200	4.713	5.583
每股经营现金净流	1.908	0.794	0.516	0.469	0.983	1.395
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.150	0.300	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	53.40%	19.93%	12.02%	10.86%	17.27%	22.74%
总资产收益率	37.38%	17.23%	9.48%	8.66%	13.52%	17.84%
投入资本收益率	51.11%	17.97%	10.34%	9.02%	15.44%	20.83%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	42.84%	21.40%	1.28%	12.62%	56.34%	37.49%
EBIT增长率	46.17%	16.06%	-41.46%	0.88%	91.44%	60.31%
净利润增长率	46.29%	23.55%	-35.83%	-2.53%	78.39%	56.02%
总资产增长率	13.46%	168.03%	16.64%	6.71%	14.22%	18.25%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.4	8.2	16.6	20.0	22.0	25.0
存货周转天数	113.6	111.1	137.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	85.3	123.2	199.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	97.1	124.7	133.1	117.4	99.0	69.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-48.27%	-75.77%	-75.11%	-73.26%	-77.40%	-79.89%
EBIT利息保障倍数	-105.8	-18.2	-6.2	-9.6	-17.0	-22.5
资产负债率	30.00%	13.57%	21.17%	20.31%	21.70%	21.56%

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	1	1	1	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.33

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
5	2017-05-23	增持	44.60	N/A

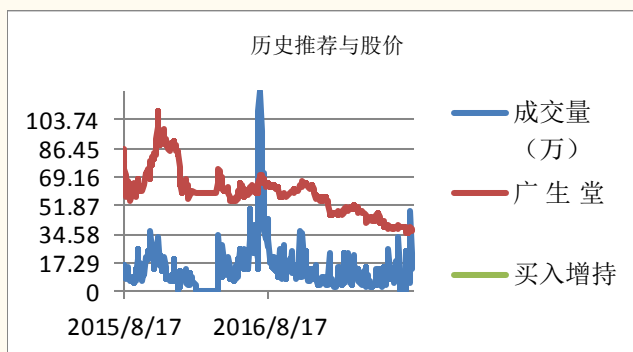
来源：国金证券研究所

### 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为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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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