

业绩短期承压，静待福甘定上市放量

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报，上半年实现营业收入与归母净利润分别为1.5亿元、2726万元，同比增速分别为0.6%、-33.1%。
- **阿甘定与贺甘定销售收入缩水，影响业绩明显。** 公司2017Q2实现营收与归母净利润分别为6750万元、686万元，营收与2016Q2持平，归母净利润同比增速为-45.3%。2017H1，公司业绩下滑主要原因是阿甘定与贺甘定收入的持续下滑与期间费用的增长。上半年阿甘定、贺甘定与恩替卡韦销售收入分别为2621万元、1189万元、1.1亿元，同比增速分别为-20.5%、-11.5%、9.2%。阿甘定与贺甘定收入下滑明显，主要原因是恩替卡韦与替诺福韦一线用药的市占率进一步提高导致阿甘定与贺甘定等传统抗乙肝药物市占率持续下降，随着恩替卡韦的降价与替诺福韦的国产仿制的上市，阿甘定与贺甘定未来销售收入有进一步下降的趋势。2017H1期间费用率增长明显，销售费用率与管理费用率分别为39.8%、28.9%，同比增长6.3、4.5个百分点。期间费用率增长的主要原因为：1) 替诺福韦的获批上市导致学术推广费用大幅增长；2) 上半年研发费用增长44%，导致管理费用增长明显。
- **替诺福韦获国内乙肝适应症首仿，或将大幅改善公司业绩。** 公司于5月份获得替诺福韦(福甘定)的生产批件，成为该品种在国内乙肝适应症的首仿药物，并于7月初上市销售。替诺福韦目前仍然是抗HIV的最主流组合用药，其单方与复方制剂产品2016年销售额已经超110亿美元。替诺福韦是2016年国家药价谈判品种，原研降幅高达67%；我们认为，在原研药物降价的强势推动作用下，替诺福韦HBV适应症国内市场将有望实现恩替卡韦式的快速增长，市场销售额峰值有望达到50亿元。首仿能给公司带来市场先发优势，预计公司替诺福韦上市后峰值销售或将达到10亿元，贡献约3亿元业绩，将大幅改善公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 受阿甘定与贺甘定收入下滑的影响，预计2017-2019年EPS分别为0.43元、0.58元、0.96元(原EPS分别为0.61元、0.82元、1.21元)，对应PE分别为85倍、63倍、39倍。我们长期看好公司发展前景，替诺福韦乙肝适应症的首仿获批有望实现快速放量，未来将大幅改善公司业绩。公司短期受阿甘定与贺甘定收入缩水影响，业绩下滑明显，我们暂下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 药品价格下滑风险、新产品上市销售低于预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	312.88	343.82	440.92	660.28
增长率	1.28%	9.89%	28.24%	49.75%
归属母公司净利润(百万元)	66.41	61.59	82.67	135.51
增长率	-35.83%	-7.26%	34.22%	63.92%
每股收益EPS(元)	0.47	0.43	0.58	0.96
净资产收益率ROE	12.02%	10.41%	12.65%	17.81%
PE	79	85	63	39
PB	9.49	8.86	8.02	6.89

数据来源: Wind, 西南证券

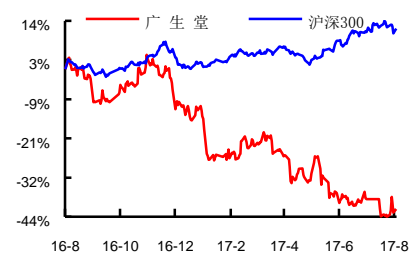
西南证券研究发展中心

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)	35.51-66.56
总市值(亿元)	52.42
总资产(亿元)	7.17
每股净资产(元)	4.05

相关研究

1. 广生堂(300436): 替诺福韦抗乙肝效果更优, 快速放量可期 (2017-05-30)
2. 广生堂(300436): 替诺福韦首仿获批, 或将大幅改善业绩 (2017-05-24)
3. 广生堂(300436): 业绩下滑明显, 替诺福韦上市有望大幅改善 (2017-03-21)
4. 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)
5. 广生堂(300436): 员工股权激励落地, 看好公司长期发展 (2016-08-28)

关键假设：

假设 1:2017-2019 年,公司恩甘定销售量增速分别为 10%、9%、8%,毛利率维持 89.5%;

假设 2: 2017-2019 年,公司阿甘定销量下滑趋缓,增速分别为-9%、-5%、-2%,毛利率维持在 80%;

假设 3: 2017-2019 年,公司贺甘定销量下滑趋缓,增速分别为-20%、-10%、-5%,毛利率维持在 82%;

假设 4: 公司福甘定上市销售并逐步放量,按照每人 5000 元/年的费用计算,预计 2017-2019 年福甘定分别销售 4000 人份、20000 人份、60000 人份。

基于以上假设,我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
恩甘定	收入	223.17	245.49	267.58	288.99
	增速	20.17%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	89.59%	89.50%	89.50%	89.50%
阿甘定	收入	62.37	56.76	53.92	52.84
	增速	-24.19%	-9.00%	-5.00%	-2.00%
	毛利率	80.73%	80.00%	80.00%	80.00%
贺甘定	收入	26.97	21.58	19.42	18.45
	增速	-32.89%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	82.42%	82.00%	82.00%	82.00%
福甘定及其他	收入	0.37	20.00	100.00	300.00
	增速	-50.67%	5305.41%	400.00%	200.00%
	毛利率	85.00%	87.00%	89.00%	85.00%
合计	收入	312.88	343.82	440.92	660.28
	增速	1.28%	9.89%	28.24%	49.75%
	毛利率	86.95%	87.20%	87.44%	88.30%

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	343.82	440.92	660.28	净利润	66.41	61.59	82.67	135.51
营业成本	40.82	44.01	55.38	77.23	折旧与摊销	12.33	12.60	12.60	12.60
营业税金及附加	5.71	5.85	7.68	11.42	财务费用	-10.35	-10.31	-11.11	-13.49
销售费用	110.87	137.53	169.75	241.00	资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	91.42	101.43	130.07	194.78	经营营运资本变动	69.60	-26.23	24.04	34.06
财务费用	-10.35	-10.31	-11.11	-13.49	其他	-65.20	0.22	-0.03	-0.01
资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	73.84	37.86	108.16	168.66
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	投资活动现金流净额	152.67	-29.71	-30.00	-30.00
营业利润	69.82	65.31	89.14	149.34	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
利润总额	74.49	70.66	94.46	154.57	股权融资	61.70	0.00	0.00	0.00
所得税	8.08	9.07	11.80	19.06	支付股利	-35.00	-22.46	-20.83	-27.96
净利润	66.41	61.59	82.67	135.51	其他	-1.75	10.31	11.11	13.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	24.95	-12.15	-9.72	-14.46
归属母公司股东净利润	66.41	61.59	82.67	135.51	现金流量净额	251.46	-3.99	68.44	124.19
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	410.88	479.32	603.52	成长能力				
应收和预付款项	23.16	23.15	28.78	43.93	销售收入增长率	1.28%	9.89%	28.24%	49.75%
存货	17.64	17.84	23.00	32.07	营业利润增长率	-38.83%	-6.46%	36.48%	67.52%
其他流动资产	4.87	11.01	11.57	18.60	净利润增长率	-35.83%	-7.26%	34.22%	63.92%
长期股权投资	16.23	16.23	16.23	16.23	EBITDA 增长率	-38.70%	-5.86%	34.07%	63.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	118.08	138.28	158.49	178.70	毛利率	86.95%	87.20%	87.44%	88.30%
无形资产和开发支出	48.57	45.82	43.07	40.31	三费率	61.35%	66.50%	65.48%	63.96%
其他非流动资产	57.24	57.19	57.13	57.08	净利率	21.23%	17.91%	18.75%	20.52%
资产总计	700.67	720.39	817.59	990.43	ROE	12.02%	10.41%	12.65%	17.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.48%	8.55%	10.11%	13.68%
应付和预收款项	51.86	60.61	74.84	106.34	ROIC	43.65%	40.35%	47.53%	80.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.95%	19.66%	20.56%	22.48%
其他负债	96.44	68.30	89.43	123.21	营运能力				
负债合计	148.30	128.90	164.27	229.55	总资产周转率	0.48	0.48	0.57	0.73
股本	141.88	141.88	141.88	141.88	固定资产周转率	2.85	3.15	4.44	7.37
资本公积	235.08	235.08	235.08	235.08	应收账款周转率	22.01	19.37	23.94	24.33
留存收益	235.35	274.48	336.32	443.87	存货周转率	2.57	2.43	2.66	2.76
归属母公司股东权益	552.36	591.49	653.33	760.88	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	资本结构				
股东权益合计	552.36	591.49	653.33	760.88	资产负债率	21.17%	17.89%	20.09%	23.18%
负债和股东权益合计	700.67	720.39	817.59	990.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.48	4.10	3.66	3.27
					速动比率	3.35	3.94	3.50	3.12
					股利支付率	52.70%	36.47%	25.20%	20.63%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.43	0.58	0.96
					每股净资产	3.89	4.17	4.60	5.36
					每股经营现金	0.52	0.27	0.76	1.19
					每股股利	0.25	0.16	0.15	0.20
业绩和估值指标									
EBITDA	71.81	67.60	90.63	148.44					
PE	78.93	85.12	63.42	38.69					
PB	9.49	8.86	8.02	6.89					
PS	16.75	15.25	11.89	7.94					
EV/EBITDA	66.44	70.63	51.93	30.87					
股息率	0.67%	0.43%	0.40%	0.53%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn