

深耕多肽领域, 多肽国际化龙头初现雏形

——翰宇药业 (300199) 调研简报

2016年09月26日

推荐/首次

翰宇药业

调研简报

报告摘要:

事件: 近日, 我们对翰宇药业进行了调研。翰宇药业国际化已处于爆发前夕, 主营业务平稳增长, 子公司成纪也呈现逐渐向好趋势, 看点颇多。

观点:

1. 国际化战略稳步推进, 多肽原料药爆发增长: 看点主要包括利拉鲁肽原

料药放量 (专利到期临近, 与仿制药厂家合作持续推进, 一旦仿制药获批,

弹性巨大)、格拉替雷原料药放量、爱啡肽制剂 ANDA 有望获批 (爱啡肽获

批将是翰宇国际化开始爆发的信号)、同时利拉鲁肽和格拉替雷制剂公司都

在积极申报 ANDA。

2. 国内制剂业务平稳发展, 特利加压素增速较快: 国内制剂板块平稳发展, 未来看点主要有特利加压素高增速, 且有进入全国医保目录的预期。生长抑素独家剂型, 价格维持情况好, 有望通过学术推广保持较快增速。卡贝缩宫素和爱啡肽有招标放量预期。

3. 成纪经营逐渐改善, 无创血糖检测值得期待: 成纪整合情况良好, 未来随着销售的省份增多, 再加上母公司转移一部分胸腺五肽到成纪生产, 未来净利润水平有望持续向好。糖尿病手环稳步推进, 值得期待。

4. 员工持股计划调动员工积极性, 定增彰显公司管理层信心: 公司相继推出员工持股计划, 总金额 3.4 亿元, 覆盖上百员工。定向增发已获批, 价格为 23.30 元/股。实际控制人及员工持股计划参与本次定增, 总计认购金额为 6.1 亿元, 彰显信心。目前公司股价与定增价格倒挂, 值得重点关注。

盈利预测: 公司深耕多肽领域多年, 多肽国际化龙头雏形初现, 未来原料药和制剂出口有望爆发。我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 4.36 亿元、5.39 亿元、7.84 亿元, EPS 分别为 0.49 元、0.61 元、0.88 元, 对应 PE 分别为 42X、34X、23X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 成纪业绩低于预期、原料药出口放量低于预期

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	419.43	768.26	1,061.84	1,311.20	2,033.40
增长率 (%)	39.16%	83.17%	38.21%	23.48%	55.08%
归母净利润 (百万元)	171.56	305.34	436.03	539.23	784.89

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

胡偌碧

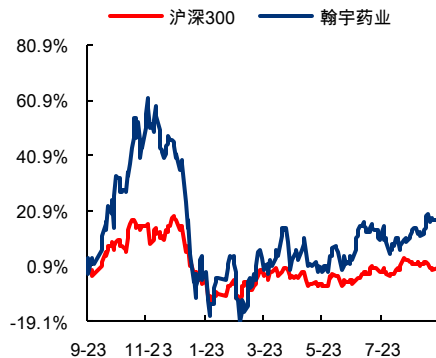
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	21.64-18.2
总市值 (亿元)	192.6
流通市值 (亿元)	121.06
总股本/流通 A 股 (万股)	89002/55943
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.35

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

增长率 (%)	32.04%	77.98%	42.80%	23.67%	45.56%
净资产收益率 (%)	13.24%	11.58%	14.74%	16.01%	19.79%
每股收益(元)	0.19	0.34	0.49	0.61	0.88
PB	14.75	6.91	6.16	5.41	4.60

资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 国际化战略稳步推进，多肽原料药爆发增长	3
2. 国内制剂业务平稳发展，特利加压素增速较快	10
3. 成纪经营逐渐改善，无创血糖检测值得期待	12
4. 员工持股计划调动员工积极性，定增彰显公司管理层信心	13
5. 盈利预测	13
6. 风险提示	13
附图表	14

插图目录

图 1:GLP-1 糖尿病药物细分领域增速快于糖尿病整体药物增速	4
图 2:利拉鲁肽是最主要的 GLP-1 药物	4
图 3:格拉替雷全球销售情况	7
图 4:格拉替雷首仿药 Glatopa 收入	7
图 5:依替巴肽收入	8
图 6:公司 2016 年上半年业务营业收入比例	14
图 7:公司 2012-2016 年三大业务营业收入	14
图 8:公司历年营业收入与净利润情况	15

表格目录

表 1:利拉鲁肽原料药 DMF 批文情况	5
表 2:2015 年多发性硬化药物销售前五名	6
表 3:格拉替雷原料药 DMF 批文情况	7
表 4:翰宇国际化布局产品进展情况	10
表 5:翰宇主要产品原研药专利到期时间	10
表 6:公司主要产品情况	11
表 7:成纪业务收入拆分情况	12
表 8:员工持股计划情况	15
表 9:公司历史沿革	16
表 10:主要参股控股公司	17
表 11:公司高管及其持股情况（2016 年 6 月）	18

翰宇药业自从 1998 年成立开始，就专注于多肽细分领域。经过十余年年的技术积累以及规模的扩张，翰宇药业在多肽类药物研发、生产、销售方面已经积累了较强的经验，是目前国内拥有多肽药物品种最多的企业之一。公司目前业务格局主要由国内多肽制剂+原料药出口+成纪三方面组成。三方面彼此协同，共同发展。

近日，我们对翰宇药业进行了调研。我们认为翰宇药业国际化已处于爆发前夕，原料药增速较快、制剂出口稳步推进，主营业务平稳增长，成纪也呈现逐渐向好趋势，看点颇多。

1. 国际化战略稳步推进，多肽原料药爆发增长

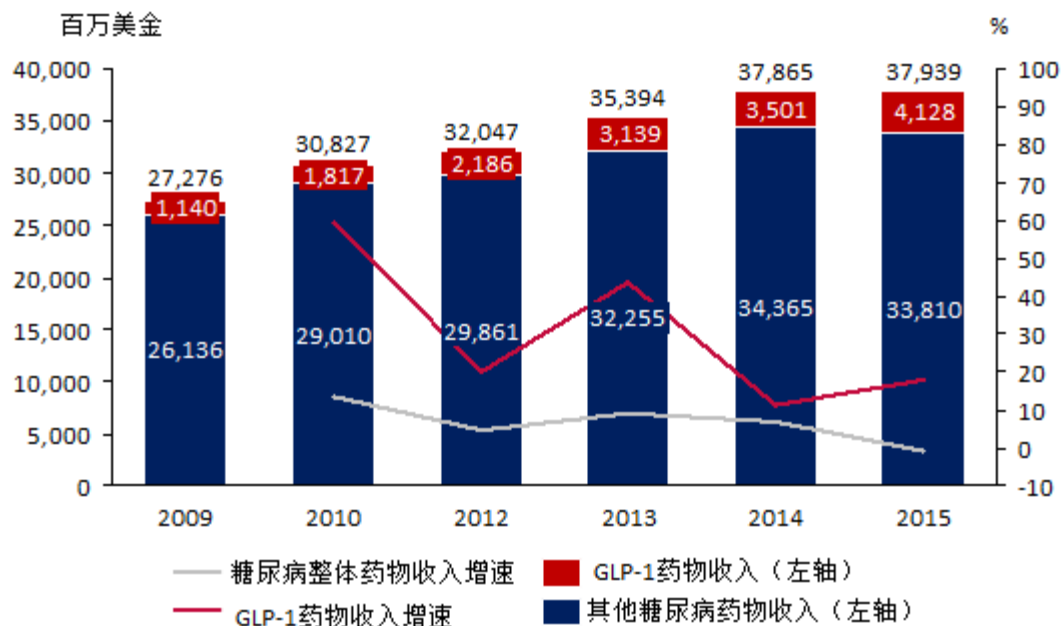
公司 2016 年中报显示，2016 年上半年公司海外业务收入 7555 万元，同比增长 32.11%，其中原料药业务实现收入 5326 万元，同比增长 237.20%。纵观世界制药市场产业转移升级的规律，从大宗原料药出口向特色原料药出口转变，从特色原料药出口向制剂出口升级，最终实现创新药出口的路径已经越来越清晰。我们认为，翰宇目前已经临近了产业升级的突变点和爆发期。国际化看点主要包括利拉鲁肽原料药放量（专利到期临近，与仿制药厂家合作持续推进，一旦仿制药获批，弹性巨大）、格拉替雷原料药放量、爱啡肽制剂 ANDA 有望获批（爱啡肽获批将是翰宇国际化开始爆发的信号）、同时利拉鲁肽和格拉替雷制剂公司都在积极申报 ANDA。

1) 利拉鲁肽原料药出口强劲发力，仿制药一旦获批业绩弹性巨大

口服降糖药物及人胰岛素、胰岛素类似物是目前糖尿病临床最广泛应用的治疗方法。然而对于体形肥胖或胰岛素注射量较大的 II 型糖尿病患者来说，长期注射胰岛素可能会导致体重进一步增加，进而使胰岛素抵抗进程加剧，致使胰岛素用量越来越大。目前临床上越来越多的患者开始接受一类新型降糖药物，GLP-1 激动剂/类似物。GLP-1（人胰高糖素样肽-1）是一种内源性肠促胰岛素激素，能够促进胰腺葡萄糖浓度依赖性分泌胰岛素。近五年来，GLP-1 激动剂药物增速快于糖尿病药物的整体增速（如图 1）。

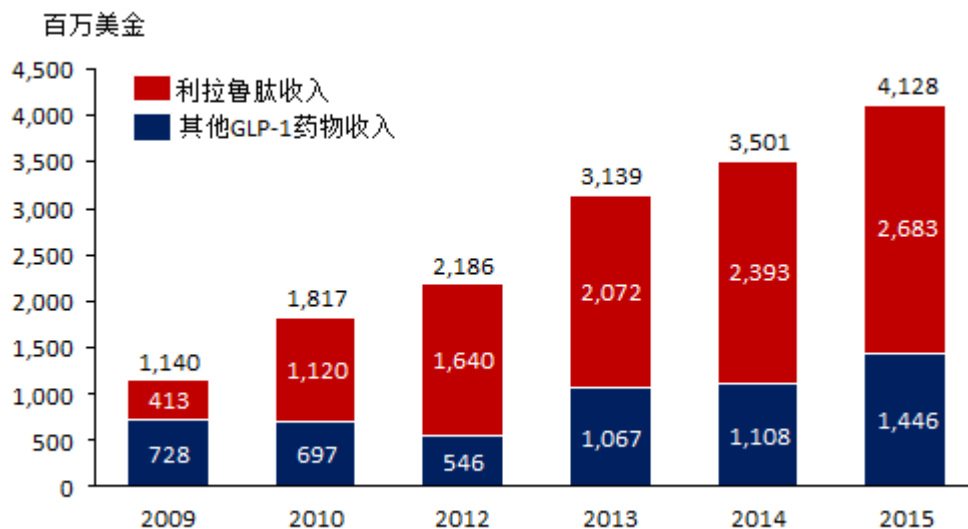
利拉鲁肽是诺和诺德公司生产的 GLP-1 类似物，是大家公认更为出色的 GLP-1 药物。利拉鲁肽 2009 年在欧盟上市，2010 年在日本美国上市、2011 年在中国上市。该药物作用时间为 24 小时，每日一次皮下注射。与传统药物相比，GLP-1 激动剂的特点在于长效、不会过度降糖而导致低血糖、可以降低体重、同时可以改善胰岛 β 细胞的功能，还有心血管保护作用。GLP-1 激动剂市场竞争比较激烈，但利拉鲁肽一直以来保持着领先的地位（如图 2）。值得一提的是，利拉鲁肽作为肥胖症的治疗药物在 2014 年 12 月获得美国 FDA 批准，目前还在进行心血管治疗药物进行拓宽适应症的 III 期临床，未来商机巨大。2015 年利拉鲁肽销售额为 26.8 亿美金，未来市场规模有望逐渐扩大到 50 亿美金。

图 1: GLP-1 糖尿病药物细分领域增速快于糖尿病整体药物增速



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 2: 利拉鲁肽是最主要的 GLP-1 药物



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

利拉鲁肽原料药是翰宇药业的重磅产品, 公司于 2015 年 12 月获得美国 FDA 颁发

的利拉鲁肽 DMF 注册号。利拉鲁肽化合物专利将于 2017 年 8 月到期，目前各个仿制药厂家都在抓紧时间进行仿制药的研发和前期临床试验。翰宇是少数几家能提供利拉鲁肽的原料药厂家之一（见表 1），并且翰宇的利拉鲁肽原料药采用全化学合成的方法，自己拥有专利技术，质量过硬，竞争优势明显。原研厂家诺和诺德的利拉鲁肽采用的是半生物发酵半化学合成的方法制备，翰宇采用化学全合成的优势在于质量标准有保证，杂质和副产物较少，体系放大起来更可控。

根据草根调研结果，目前利拉鲁肽原料药销售价格在 230 万美元/公斤左右，单个仿制药客户前期实验需求量为几公斤，我们推算今年利拉鲁肽原料药收入将过亿，且多肽原料药毛利率高达 80% 以上，为公司贡献较大业绩弹性。未来仿制药一旦获批上市，对原料药的需求将大幅度提高。根据目前利拉鲁肽 30 亿美金的市场规模，考虑到未来扩大适应症后市场规模的进一步扩大，到仿制药获批的时候利拉鲁肽原料药需求量在 450kg 左右，价格区间在 100-150 万美金/公斤，利拉鲁肽原料药市场空间在 4.5 亿至 6.7 亿美金。作为拥有核心竞争力的利拉鲁肽原料药主要供应商之一，仿制药获批后，利拉鲁肽原料药爆发式增长，收入突破 1 亿美金前景可期。公司还在积极推进利拉鲁肽制剂的海外申报注册工作，进一步完善制剂出口布局。

表 1：利拉鲁肽原料药 DMF 批文情况

项目编号	项目主题	项目类型	申请状态	公司	注册时间
30467	LIRAGLUTIDE DRUG SUBSTANCE	II	A	BACHEM AMERICAS INC	2016/6/29
30095	LIRAGLUTIDE NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE	II	A	HYBIO PHARMACEUTICAL CO LTD	2015/12/7
29302	LIRAGLUTIDE	II	A	CHENGDU SHENGNUO BIOPHARM CO LTD	2015/10/7
29711	LIRAGLUTIDE	II	A	ALP PHARM BEIJING CO LTD	2015/9/10

27215	LIRAGLUTIDE, NON-STERILE, II	A	AMBIOPHARM INC	2013/6/12
BULK DRUG SUBSTANCE				

资料来源: FDA, 东兴证券研究所

2) 格拉替雷原料药持续放量拉动业绩增长

格拉替雷是 TEVA 公司开发的用于治疗多发性硬化的药物。多发性硬化 2015 年全球市场规模 200 亿美元, 格拉替雷 2015 年全球销量 40.23 亿美元, 依旧是最畅销的多发性硬化药物 (表 2), 也是是重磅罕见病药物。格拉替雷用药市场规模从 1998 年的 4.0 亿美元增长到 2014 年的 42.4 亿元, 该产品自上市以来, 大致经历了二个阶段, 1998~2007 年一直保持较高的增长速度; 2008~2015 年, 处于平稳增长期。近几年销售额都在 40 亿左右。从 2016 年一二季度数据来看 (图 3), 格拉替雷 2016 年预计仍将保持 40 亿左右市场规模。

普通格拉替雷 Copaxone 专利于 2015 年到期, 作为一个复杂的混合物仿制难度较大。目前, FDA 已获得批准四家原料药生厂商的 DMF 文件, 印度 Dr Reddys Laboratories Ltd.、美国 Ambipharm Inc.、比利时 Peptisyntha Sa. 和中国翰宇药业。随着专利到期也将会有更多企业参与到多发性硬化症药物市场的竞争。

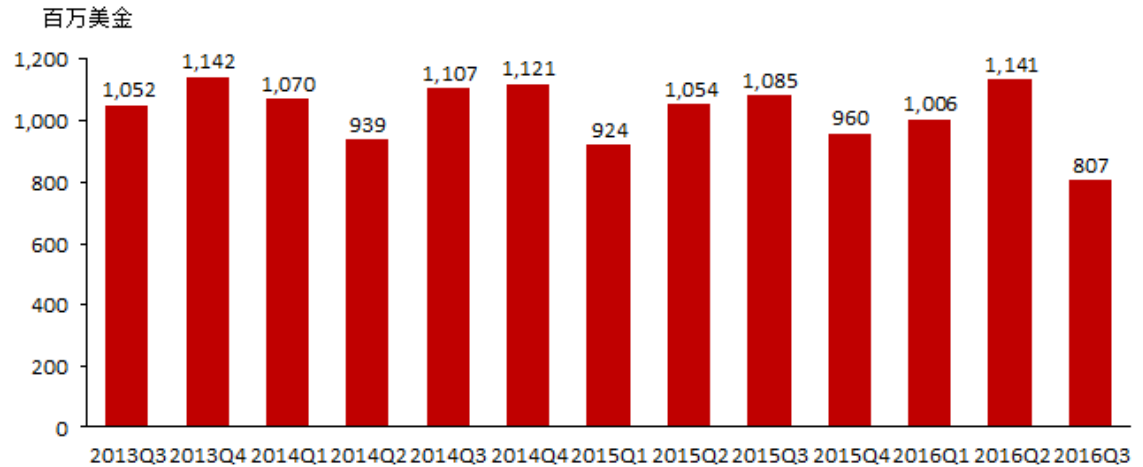
表 2: 2015 年多发性硬化药物销售前五名

药品	公司	给药途径	销售额
Copaxong (格拉替雷)	Teva	肌肉注射	40.23 亿美金
Tecfidera (富马酸二甲酯)	Biogen	口服	36.38 亿美金
Gilenya (芬戈莫德)	诺华	口服	27.76 亿美金
Avonex (干扰素 β -1a)	Biogen	肌肉注射	26.3 亿美金
Rebif (干扰素 β -1a)	Merck KGaA	肌肉注射	17.98 亿欧元

资料来源: FDA, 东兴证券研究所

2014 年翰宇与美国上市公司爱克龙药业在格拉替雷方面展开战略合作, 2014 年 12 月, 公司获得 FDA 颁发的格拉替雷 DMF 注册号, 下一步公司还将申报格拉替雷的 ANDA, 拓展制剂出口布局。

图 3: 格拉替雷全球销售情况



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

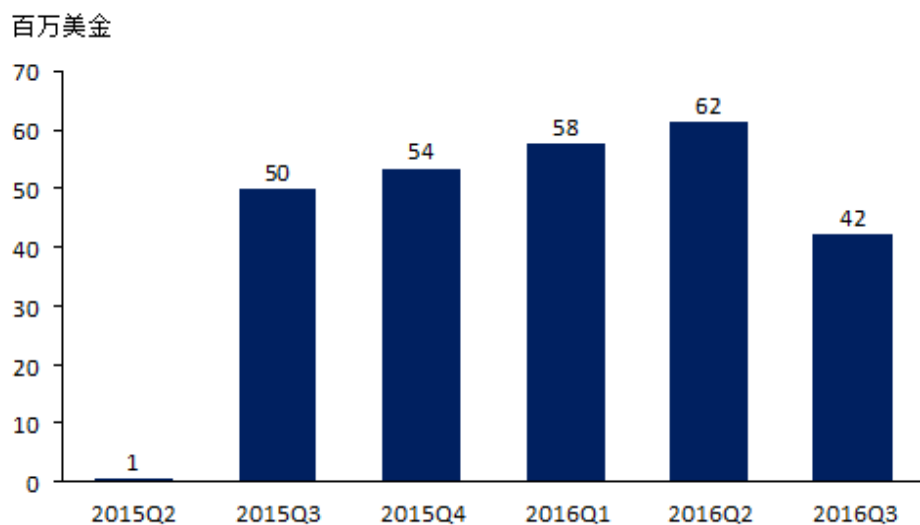
表 3: 格拉替雷原料药 DMF 批文情况

项目编号	项目主题	项目类型	申请状态	公司	注册时间
28989	GLATIRAMER ACETATE, NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE	II	A	HYBIO PHARMACEUTICAL CO LTD	2014/12/25
27723	GLATIRAMER ACETATE	II	A	PEPTISYNTHA SA	2013/12/12
26489	GLATIRAMER NON-STERILE, BULK DRUG SUBSTANCE	II	A	AMBIOPHARM INC	2012/9/27
25855	GLATIRAMER ACETATE	II	A	DR REDDYS LABORATORIES LTD	2012/3/24

资料来源: FDA, 东兴证券研究所

2015 年翰宇全年原料药销售收入 5265.16 万元, 当时利拉鲁肽原料药 DMF 还未获批, 原料药销售收入主要由格拉替雷贡献, 放量较快。格拉替雷首仿药 Glatopa 于 2015 年 6 月上市, 销量逐渐增长 (2016Q3 销量还未统计完全, 仅为部分)。拉动原料药的需求增长, 预计今年翰宇格拉替雷原料药将进一步放量。

图 4: 格拉替雷首仿药 Glatopa 收入



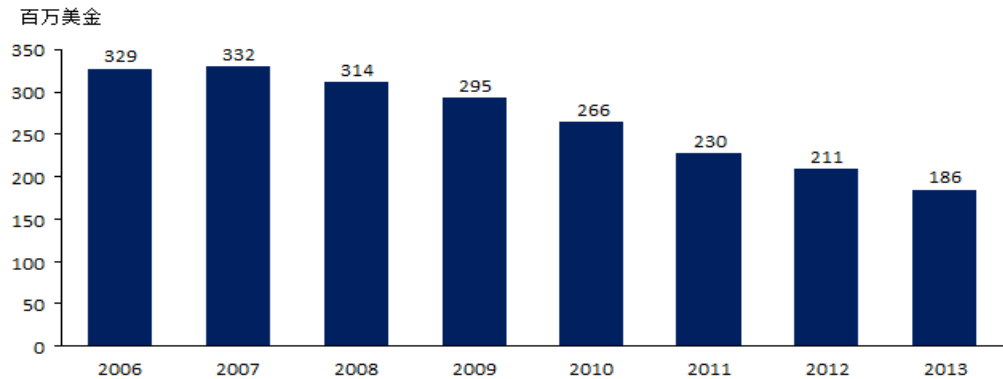
资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

3) 爱啡肽制剂获批将是翰宇国际化开始爆发的信号

爱啡肽，又称依替巴肽（依非巴特），英文名称 Eptifibatid，为抗血小板聚集的药物。由美国 COR Therapeutics 公司与美国 Schering-Plough 公司共同研制开发。1998 年 7 月由 Schering-Plough 公司以商品名 Intrifiban 在美国首次上市，1999 年以商品名 Intrifiban 在欧洲上市。临床适用于治疗急性冠脉综合症，包括不稳定型心绞痛或无 Q 波心肌梗塞（即 24 小时内胸痛持续发作、心电图改变和/或心血管系统酶升高）；也可用于经皮冠脉介入疗法，包括血管成形术或动脉粥样斑块切除术。

依替巴肽市场空间大概在 2 亿美金左右，翰宇的依替巴肽制剂有望成为翰宇制剂出口的先锋产品。ANDA 一旦获批，通过和经销商合作有望快速占据市场份额，有望为翰宇贡献 1 亿人民币以上的净利润。爱啡肽获批将是翰宇国际化开始爆发的信号。

图 5: 依替巴肽收入



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

4) 公司具备研发优势，国际化战略符合产业发展方向

翰宇药业多年深耕多肽领域，通过自主研发的方式掌握了一系列多肽规模化生产的核心技术，突破了欧美发达国家在多肽领域的垄断地位，尤其是化学合成多肽技术合成的产品甚至要优于原研厂家。翰宇目前有一系列自主研发的多肽药物，并可以规模化生产，是国内多肽领域的龙头企业之一。

翰宇目前原料药出口和海外客户肽业务虽然整体收入和利润规模还不小，但增速非常快。定制客户肽业务一旦未来有药物开发前景，定制数量巨大，就会为公司带来爆发式业绩增长，翰宇的利拉鲁肽和格拉替雷原料药都是很好的例子。公司目前的战略是加强和国外企业的合作，并不断完成公司产品在国外的认证。我们认为翰宇的国际化战略符合产业发展的方向，目前也已经临界产业升级的突变点。下一步翰宇将进一步推进多肽重磅产品的国际布局，原料药和制剂出口板块有望维持高速增长。

表 4: 翰宇国际化布局产品进展情况

时间	药品名称	注册分类	进展
2011.04.14	比伐卢定	原料药国际注册: II 型 DMF	获得 DMF
2012.09.20	依替巴肽 (爱啡肽)	原料药国际注册: II 型 DMF	通过 FDA 现场检查, 获得现场检查报告
2013.06.25	奈西立肽	原料药国际注册: II 型 DMF	通过 FDA 现场检查, 获得现场检查报告
2014.12.25	格拉替雷	原料药国际注册: II 型 DMF	获得 DMF
2015.12.07	利拉鲁肽	原料药国际注册: II 型 DMF	获得 DMF
2014	阿托西班	原料药国际注册: 欧洲 EDMF/ASMF	通过现场检查, 获得现场检查报告
2014	特利加压素	原料药国际注册: 欧洲 EDMF/ASMF	通过现场检查, 获得现场检查报告
	爱啡肽制剂	制剂国际注册: ANDA	等待审核
	格拉替雷制剂	制剂国际注册: ANDA	研究开发

资料来源: FDA, 东兴证券研究所

表 5: 翰宇主要产品原研药专利到期时间

药品名	商品名	原研	专利到期	适应症
比伐卢定	Angiomax	Medicines	2010.03	抗凝血
依替巴肽 (爱啡肽)	Integrilin	默沙东	2014.11	抗血小板
奥曲肽	Sandostatin	诺华	2014	肢端肥大
艾塞那肽	Byetta	阿斯利康	2016.12	II 型糖尿病
醋酸格拉替雷	Copaxone	Teva	2017.01	多发性硬化
利拉鲁肽	Victoza	诺和诺德	2017.08	II 型糖尿病

资料来源: 公司年报, FDA, 东兴证券研究所

2. 国内制剂业务平稳发展, 特利加压素增速较快

2014 年之前, 翰宇的制剂收入占主营业务收入的 80%以上, 15 年后与成纪合并报表, 制剂收入占主营业务收入比例下降, 但仍为公司主营业务。公司醋酸去氨加压素注射液、注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、注射用特利加压素等产品国内市场占有率均名列前茅 (表 6); 2016 年上半年, 受行业政策、招投标及其执行等多因素影响, 各产品发展不一; 制剂业务销售收入 1.72 亿元, 比上年同期减少 5.37%。下半年主要看点有

1. **特利加压素的高增长**（翰宇为首仿，竞争格局良好，未来继续走学术推广路线，全年增速有望 50%）。此品种已进入 10 省医保目录，今年医保目录调整，特利加压素有望进入全国医保。进入医保后，未来高增长依然有望维持。
2. **生长抑素翰宇为独家剂型，可以避免激烈的市场竞争，维持价格。**且翰宇在生长抑素领域具有规模和品牌的双重效应，未来将进一步提升销售团队和价格的竞争力，全年有望增速达到 30%。
3. **卡贝缩宫素招标放量。**卡贝缩宫素竞争格局良好，仅有原研辉凌销售，价格维护也较好，目前属于医保乙类急救药物，未来随着二胎政策放开，市场会进一步扩大，规模在 20-40 亿元，期待翰宇和原研厂家一起把此品种做大，逐渐替代普通缩宫素成为预防产后出血的首选药物。未来有招标放量预期。
4. **爱啡肽上市后放量，预计今年有一部分回款。**公司拥有多个在研产品及处于临床试验产品，胸腺法新、利拉鲁肽制剂即将上市，公司制剂联合应用，具有协同效应，公司制剂业务整体将维持平稳增长。

表 6：公司主要产品情况

产品	适应症	中标	医保	市场格局
胸腺五肽	免疫调节剂	18 省	17 省医保乙类	61 个批文，竞争激烈；大多批文为 1mg 规格，翰宇等 7 家公司拥有 10mg 规格批文
注射用生长抑素	急性食道静脉曲张出血；严重急性胃或十二指肠溃疡出血，或并发急性糜烂性胃炎或出血性胃炎；胰腺外科手术并发症的预防和治疗	21 省	1 省医保乙类	28 个生产批文，其中 1 家外资，公司各种规格批文齐全
醋酸去氨加压素注射液	手术止血、血友病、中枢型尿崩症	20 省	2 省乙类医保；11 省基本药物目录	5 个生产批文，3 家企业获得批文，其中外资公司 Ferring AG 为原研
注射用特利加压素	肝硬化止血、肝肾综合征、肝硬化腹水、指感染性休克、烧伤、急性肝功能衰竭、心脏骤停等的治疗	21 省		5 个生产批文，其中外资公司 Ferring AG（辉凌）3 个，辉凌制药中国有限公司 1 个，公司首仿；

资料来源：中标数据网，东兴证券研究所

3. 成纪经营逐渐改善, 无创血糖检测值得期待

公司 2014 年成功并购成纪药业, 经过 2015 年以来整合管理及生产设备的升级改造, 整合效益逐步显现, 公司增加产品包括组合包装产品、器械类产品、固体类产品。2016 年上半年成纪药品组合包装产品收入 3982.91 万元, 同比增长 320.49%, 器械类产品收入 5330.10 万元, 同比增长 259.29%。成纪 2016 年上半年实现净利润 5532.32 万元, 全年承诺业绩 1.9 亿, 完成情况低于 50%。成绩方面全年完成承诺业绩有一定压力, 但未来随着销售的省份增多, 再加上母公司转移一部分胸腺五肽到成纪生产, 未来净利润水平有望进一步提升。

2015 年, 公司投资挪威普迪医疗, 持有挪威普迪医疗 20.23% 股权, 获得“无创连续血糖监测” GlucoPred” 产品在中国市场独家代理权, 并且联手腾讯, 双方建立长期的战略合作伙伴关系, 加速实现公司的无创连续血糖监测仪 GlucoPred 的无线智能化及网络化, 迅速提高公司糖尿病慢病健康管理平台的用户体验水平, 共同扩大双方在物联网、智能测量产品及相应后台服务领域的市场影响力, 整合双方产品和市场的优势资源, 促进共同发展。公司投资健麾信息, 持有健麾信息 15% 的股权, 完善公司慢病管理平台, 加快公司构建在移动医疗产业的布局, 逐步构建网络化、数据化的“药物+器械+移动互联网”三位一体的现代慢性病管理平台。目前糖尿病手环还在稳步推进, 无创连续稳定优势明显。

表 7: 成纪业务收入拆分情况

产品	2015A		2016H1	
	金额	增长	金额	增长
药品组合包装产品	103298136.3		39859059.8	320.49%
器械类	111,079743.49		53,300,983.08	259.29%
固体类	3004872.66		1306897.49	3.62%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 员工持股计划调动员工积极性，定增彰显公司管理层信心

为深化公司总部和各子公司经营层的激励体系，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力，公司2014年10月启动一期员工持股计划，出资认购公司股份，并以“份”作为认购单位，每份份额为1元向公司高管及核心员工出售；公司2016年7月披露一期员工持股计划实施完毕并终止；随后二期、三期员工持股计划相继公告草案。

2016年5月10日公司非公开发行非股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过的公告，募集金额不超过16.62亿元，发行数量不超过713.4万股，非公开发行为23.30元/股。其中实际控制人曾少贵、曾少强、曾少斌以及第二期员工持股计划参与本次定增，总计认购金额为6.1亿元，彰显管理层对未来公司发展的信心。目前公司股价与定增价格倒挂，值得重点关注。

5. 盈利预测

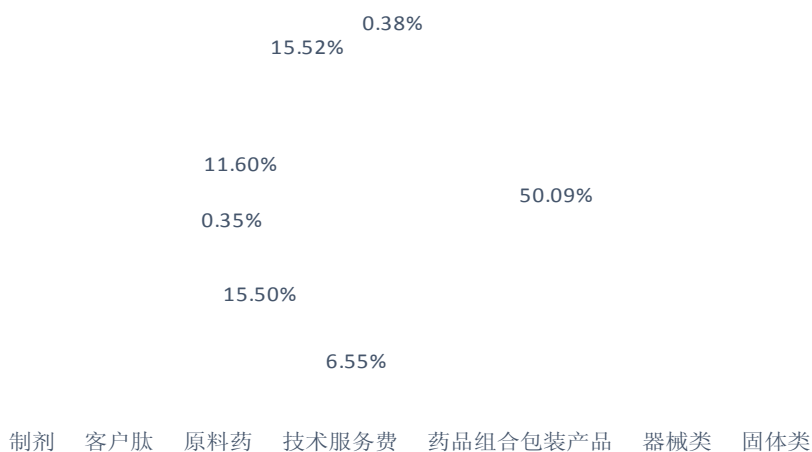
公司深耕多肽领域多年，多肽国际化龙头雏形初现，国内制剂平稳增长，成纪经营改善，未来原料药和制剂出口有望爆发。我们预计2016-2018年归母净利润分别为4.36亿元、5.39亿元、7.84亿元，EPS分别为0.49元、0.61元、0.88元，对应PE分别为42X、34X、23X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

成纪业绩不达预期，国内制剂业务招标低于预期，原料药出口放量低于预期。

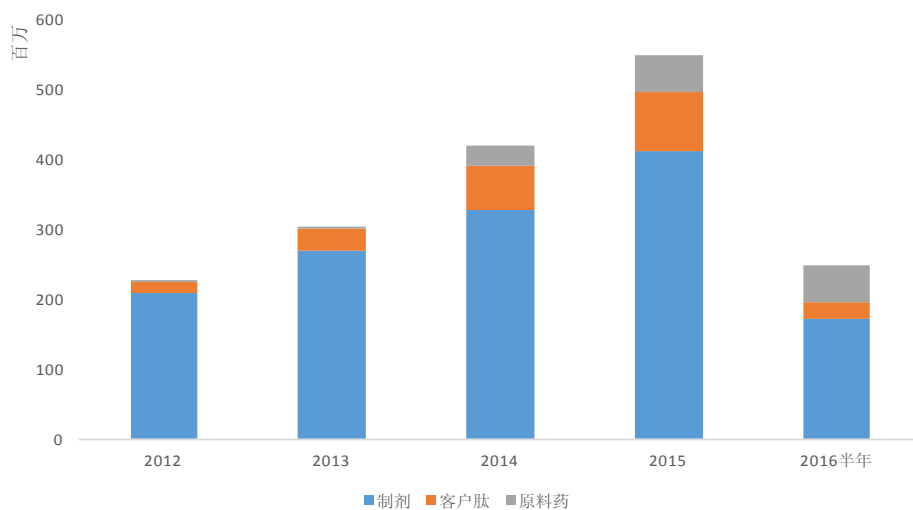
附图表

图 6: 公司 2016 年上半年业务营业收入比例



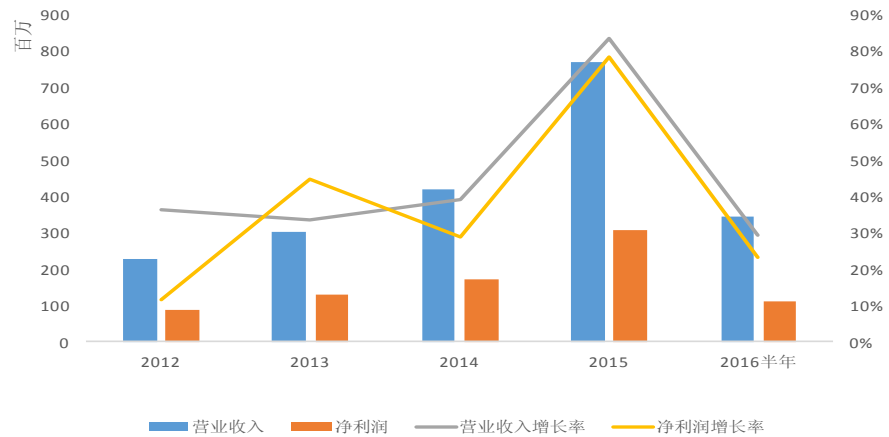
资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

图 7: 公司 2012-2016 年三大业务营业收入



资料来源: 公司半年报, 公司年报, 东兴证券研究所

图 8: 公司历年营业收入与净利润情况



资料来源: 公司年报, 公司半年报, 东兴证券研究所

表 8: 员工持股计划情况

员工持股计划	计划总金额	认购股份	购买均价	审议通过时间—截止时间	持有人	认购份额	战备计划认购份额比例
第一期	2,000 万元	5,082,588	32.69 (对应前复权后价格为 16.30)	2014 年 11 月 6 日—2016 年 7 月 5 日	董事、监事、高级管理人员: 袁建成、蔡磊、杨春海、马亚平、全衡、Pinxiang Yu 共计 6 人	165 万份	8.25%
					其他员工: 预计不超过 134 人	1835 万份	91.75%
第二期	27,000 万元	11,578,044	认购非公开发行股票, 价格 23.30 元	2015 年 5 月 14 日	董事、监事、高级管理人员共 7 人	不低于 5000 万份	18.52%
					其他员工: 预计不超过 88 人	不超过 22000 万份	82.50%
第三期	5,000 万元	暂时未购买	暂时未购买	2016 年 5 月 9 日	董事、监事、高级管理人员共 9 人	不低于 500 万份	10%
					其他员工: 预计不超过 226 人	不超过 4500 万份	90%

资料来源: 东兴证券研究所

表 9：公司历史沿革

时间	事件
2003	公司成立 通过国家 GMP 认证验收
2003-2007	承担国家“863”项目和国家“十五”、“十一五”重大科技专项 建立国内一流多肽药物研发团队
2008	赛富亚洲基金融资人民币 4,062.50 万元 深圳创新投资集团融资人民币 1,500.00 万元
2009	完成股份改造，变更为深圳翰宇药业股份有限公司
2011	公司首次公开发行股票并在创业板上市，成为我国合成多肽第一股
2012	翰宇药业（香港）有限公司注册成立 承担国家“十二五”重大科技专项
2013	翰宇药业深圳坪山分公司注册成立 多肽药物生产基地通过新版 GMP 认证 翰宇药业（武汉）有限公司注册成立
2014	设立美国分公司 实施一期员工持股计划 依替巴肽获得新药证书 二期员工持股计划
2015	并购甘肃成纪生物药业有限公司 投资挪威普迪医疗，获得“无创连续血糖监测”GlucPred”产品在中国市场独家代理权 多个原料药通过欧美认证 与腾讯建立战略合作伙伴关系，打造现代慢性病管理平台
2016	三期员工持股计划 卡贝缩宫素获批上市 依替巴肽（爱啡肽获批上市）

资料来源：公司半年报、年报，东兴证券研究所

表 10：主要参股控股公司

子公司	主要经营地	持股比例		业务性质	取得方式
		直接	间接		
翰宇药业（武汉）有限公司	武汉	100%		生物工程的投资、研发	新设成立
翰宇药业（香港）有限公司	香港	100%		贸易	新设成立
翰宇药业科技发展有限公司	香港		100%	贸易	新设成立
翰宇药业实业有限公司	香港		100%	贸易	新设成立
Hybio Pharmaceutical (US) Co. Ltd	美国加州		100%		新设成立
甘肃成纪生物药业有限公司	甘肃			生产、研发、销售	非同一控制下企业合并
上海健麾信息技术有限公司	上海	15%		信息技术	投资参股
Prediktor Medical AS	挪威	20.23%		研发销售、无创连续血糖及其他生理指标检测技术设备	投资参股

资料来源：东兴证券研究所

表 11: 公司高管及其持股情况 (2016 年 6 月)

高管	公司职位	介绍	持股数量、比例
曾少贵	董事、董事长	清华大学经济管理学院高级工商管理硕士; 澳门科技大学法学硕士	229,286,750 股 25.76%
曾少强	董事、副董事长	清华大学经济管理学院工商管理硕士; 长江商学院 EMBA 硕士; 高级经营师	174,639,676 股 19.62%
曾少彬	董事、股东代表监事	本科学历	48,608,620 股 4.11%
袁建成	董事、总经理	美国路易斯安娜州立大学医学院, 博士后; 第三军医大学临床医学专业毕业, 医学博士, 副研究员; 曾任第三军医大学烧伤外科主治医师; 第三军医大学全军烧伤研究所副所长、硕士生导师; 深圳市翰宇生物工程有限公司副总裁; 深圳市多肽合成工程技术研究开发中心主任; 广东省多肽药物工程技术研究开发中心主任	238,000 股 0.027%
杨春海	监事会主席	本科, 网络工程师; 曾任公司 IT 主管	5000 股
朱宁	监事	沈阳药科大学药物分析专业, 药物分析工程师、执业药师; 曾任公司质量管理部经理、任质量总监; 采购供应部经理	3000 股

资料来源: 东兴证券研究所

表 12：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	991	979	1252	1732	2654	营业收入	419	768	1062	1311	2033
货币资金	700	187	255	513	783	营业成本	72	147	223	265	404
应收账款	186	618	727	898	1393	营业税金及附加	5	11	10	12	18
其他应收款	3	5	7	9	13	营业费用	74	110	138	170	305
预付款项	2	5	9	15	23	管理费用	82	130	147	190	325
存货	49	121	167	199	303	财务费用	1	30	0	0	0
其他流动资产	0	0	28	28	28	资产减值损失	2.50	18.92	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	707	2567	2357	2264	2169	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	109	109	109	109	投资净收益	0.00	7.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	350	846	792	752	730	营业利润	183	329	545	674	981
无形资产	12	373	336	299	261	营业外收入	4.06	12.48	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	30	4	4	4	4	营业外支出	1.03	3.06	0.00	0.00	0.00
资产总计	1697	3546	3608	3996	4823	利润总额	186	338	545	674	981
流动负债合计	118	419	593	571	801	所得税	15	33	109	135	196
短期借款	0	100	161	0	0	净利润	172	305	436	539	785
应付账款	4	26	40	47	72	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	57	146	252	383	586	归属母公司净利润	172	305	436	539	785
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	226	788	636	767	1076
非流动负债合计	283	490	56	56	56	BPS (元)	0.19	0.34	0.49	0.61	0.88
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	199	398	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	401	909	649	627	857	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	39.16%	83.17%	38.21%	23.48%	55.08%
实收资本(或股本)	400	890	890	890	890	营业利润增长	28.90%	79.44%	65.70%	23.67%	45.56%
资本公积	417	996	996	996	996	归属于母公司净利润	32.04%	77.98%	42.80%	23.67%	45.56%
未分配利润	435	674	910	1201	1625	获利能力					
归属母公司股东权益	1296	2637	2959	3369	3965	毛利率(%)	82.84%	80.90%	79.03%	79.81%	80.15%
负债和所有者权益	1697	3546	3608	3996	4823	净利率(%)	40.90%	39.74%	41.06%	41.12%	38.60%
现金流量表						总资产净利润(%)	10.11%	8.61%	12.08%	13.49%	16.27%
单位：百万元						ROE(%)	13.24%	11.58%	14.74%	16.01%	19.79%
2014A						2015A					
2016E						2017E					
2018E						2018E					
经营活动现金流	153	139	439	548	459	偿债能力					
净利润	172	305	436	539	785	资产负债率(%)	24%	26%	18%	16%	18%
折旧摊销	41	429	0	93	95	流动比率	8.39	2.34	2.11	3.03	3.31
财务费用	1	30	0	0	0	速动比率	7.97	2.05	1.83	2.69	2.94
应收账款减少	0	0	-110	-171	-495	营运能力					
预收帐款增加	0	0	106	131	203	总资产周转率	0.28	0.29	0.30	0.34	0.46
投资活动现金流	-85	-1123	120	0	0	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	98.53	50.91	32.13	30.21	34.17
长期股权投资减少	0	0	26	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	7	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.34	0.49	0.61	0.88
筹资活动现金流	184	467	-491	-290	-188	每股净现金流(最新)	0.28	-0.58	0.08	0.29	0.30
应付债券增加	0	0	-398	0	0	每股净资产(最新摊)	1.46	2.96	3.32	3.79	4.46
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	490	0	0	0	P/E	111.20	60.24	41.80	33.80	23.22
资本公积增加	0	579	0	0	0	P/B	14.75	6.91	6.16	5.41	4.60
现金净增加额	252	-517	68	258	270	EV/EBITDA	34.02	23.54	28.51	23.10	16.21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。