

修改股权激励方案勾勒明朗前景, 多肽龙头处于爆发前期

——翰宇药业（300199）事件点评

2017年03月07日

推荐/维持

翰宇药业

事件点评

事件:

公司于2016年3月6日公告《第一期限限制性股票激励计划(草案修订稿)》, 主要对首次授予限制性股票的各年度业绩考核目标进行了修正。

主要观点:

1. 激励计划修订稿业绩考核更为明确, 为公司勾勒明朗前景

公司原限制性股票激励计划(草案)中, 业绩考核只考核收入, 2017-2020年营业收入分别不低于12、15、19、24亿元, 在新版中, 对2018-2020年的业绩也进行了考核(表1), 其中2018和2019年公司净利润合计不低于13.5亿元, 2018年、2019年、2020年公司净利润合计不低于24.5亿元(即在2018年、2019年完成业绩承诺的基础上, 2020年净利润合计不低于11亿元)。此修改方案的设计因地制宜, 巧妙合理, 指标的设定兼顾了激励对象、公司、股东三方的利益, 同时勾勒了公司未来的长期发展前景, 为未来三年的长期业绩增长提供了保障(表2), 业绩增速有望保持在30%以上。

我们认为公司未来爆发节奏如下:

- ◆ 17-18年国内多肽业务爆发(特利加压素进入全国医保维持高速增长、爱啡肽进入全国医保新品放量、卡贝缩宫素取消适应症限制新品放量, 收入端增速快)
- ◆ 18-19年利拉鲁肽和格拉替雷原料药出口爆发(利润端增速快于收入端), 爱啡肽制剂出口开始销售
- ◆ 19-20年公司成功转型为多肽制剂出口企业(国内国外全面开花)

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

联系人: 胡偲碧

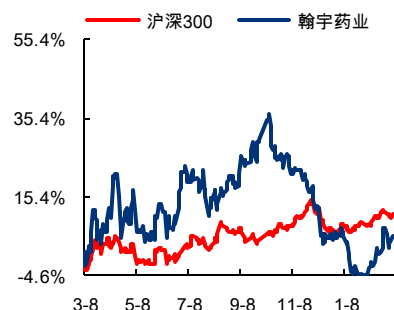
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	15.80-23.54
总市值(亿元)	164.02
流通市值(亿元)	99.91
总股本/流通A股(万股)	91834/55943
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.13

52周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《翰宇药业（300199）事件点评：海外业务高速增长，期待国内多肽制剂业务触底反弹》2017-01-23
- 2、《翰宇药业（300199）三季度财报点评：国内制剂业务暂时承压，多肽制剂出口稀缺标的逻辑不变》2016-10-27
- 3、《翰宇药业（300199）调研简报：深耕多肽领域，多肽国际化龙头初现雏形》2016-09-27
- 4、《翰宇药业（300199）财报点评：打造慢性病管理大平台》2015-03-24

表 1：翰宇药业首次授予限制性股票的各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核指标
首次授予限制性股票第一个解除限售期	2017 年公司营业收入不低于 12 亿元；
首次授予限制性股票第二个解除限售期	2018 年公司营业收入不低于 15 亿元；
首次授予限制性股票第三个解除限售期	2019 年公司营业收入不低于 19 亿元，2018 年和 2019 年公司净利润合计不低于 13.5 亿元；
首次授予限制性股票第四个解除限售期	2020 年公司营业收入不低于 24 亿元，2018 年、2019 年和 2020 年公司净利润合计不低于 24.5 亿元。

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

表 2：翰宇未来四年收入及净利润弹性假设

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
收入（亿元）	8.82	12	15	19	24
收入增速（%）	14.76%	36.1%	25.0%	26.7%	26.3%
净利润假设 1（亿元）	3.07	3.5	5	8.5	11
净利润增速（%）	0.68%	14.01%	42.86%	70.00%	29.41%
对应 PE	53X	47 X	33 X	19X	15X
净利润假设 2（亿元）	3.07	4	5.5	8	11
净利润增速（%）	0.68%	30.29%	37.50%	45.45%	37.50%
对应 PE	53X	41X	30X	21X	15X
净利润假设 3（亿元）	3.07	4	6	7.5	11
净利润增速（%）	0.68%	30.29%	50.00%	25.00%	46.67%
对应 PE	53X	41X	27X	22X	15X

资料来源：东兴证券研究所(加粗部分为 2016 为按照已公告业绩快报及解锁条件确定性较高部分,未加粗部分为我们的弹性假设)

2、海外多肽原料药业务顺利推进, 处于产业升级突破临界点

2016 年公司的多肽原料药业务持续超预期, 核心竞争力在于公司长达十年深耕多肽领域的专注和强大的研发能力。公司的孜孜以求也得到了国家科技进步二等奖和外多项海外专利认可 (表 3)。

表 3: 翰宇近一年来国外专利获得情况

日期	名称	国家	专利号
2017 年 2 月 17 日	一种制备醋酸阿托西班的方法	美国专利	US9434767B2
2016 年 12 月 26 日	利拉鲁肽的固相合成方法	欧洲专利	EP2757107B1
2016 年 5 月 25 日	利拉鲁肽的固相合成方法	美国专利	US9260474B2

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

翰宇海外多肽业务业绩爆发节奏再梳理 (详见我们前期国际化深度追踪报告和翰宇药业调研简报):

- ◆ 格拉替雷原料药放量 (2017-2018 年)
- ◆ 爱啡肽获批制剂出口放量 (2017-2018 年) - 利拉鲁肽原料药放量 (2018-2019 年)
- ◆ 格拉替雷制剂获批 (2019 年左右)

FDA 共批准 4 家生产格拉替雷原料药, 5 家能生产利拉鲁肽原料药, 有一定壁垒、竞争格局较好。

格拉替雷:

- ◆ **第一步原料药放量:** 全球 42 亿美金市场规模, 我们测算原料药需求量大概在 400-450kg。20mg 专利已经到期, 但 TEVA 把大部分病人转移到隔天注射一次的 40mg 剂型, 现在主要关注格拉替雷 40mg 专利挑战情况 (表 4)。根据 Mylan 官网最新消息, 9155776 专利已于 2017 年 2 月 10 日宣判失效, 40mg ANDA 获批指日可待。保守估计格拉替雷原料药价格未来 80-100 万美金/kg, 仿制药用量达到一半即 200kg 左右的原料药需求, 4 家原料药生产企业翰宇占据 20% 份额, 40kg 原料药也会为翰宇带来 4000 万美金左右的收入。
- ◆ **第二步制剂出口:** 翰宇也在抓紧申报格拉替雷的 ANDA。根据之前公告, 翰宇已与美国上市公司 Akorn, Inc. 在格拉替雷方面展开战略合作。Akorn 手中持有 155 个 ANDA 及 NDA 文号, 其中注射剂文号有 88 个, 注射剂专项实力相当不俗, 与翰宇的合作将促使格拉替雷迅速、充分放量。

爱啡肽: 爱啡肽市场空间大概在 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。

利拉鲁肽: 翰宇利拉鲁肽为化学全合成, 在杂质处理方面非常优秀, 质量甚至优于原研诺和诺德 (诺和诺德为先生物发酵再化学合成)。利拉鲁肽全球销售额 27 亿美金以上, 原料药需求量 400kg 左右。目前翰宇供货

230 万美金/kg，目前仅为注册级 8-10kg 左右，未来仿制药上市之后原料药放量收入端有超过 1 亿美金空间（100-150kg，100-150 万美金/kg）。

表 4：格拉替雷 40mg 专利情况

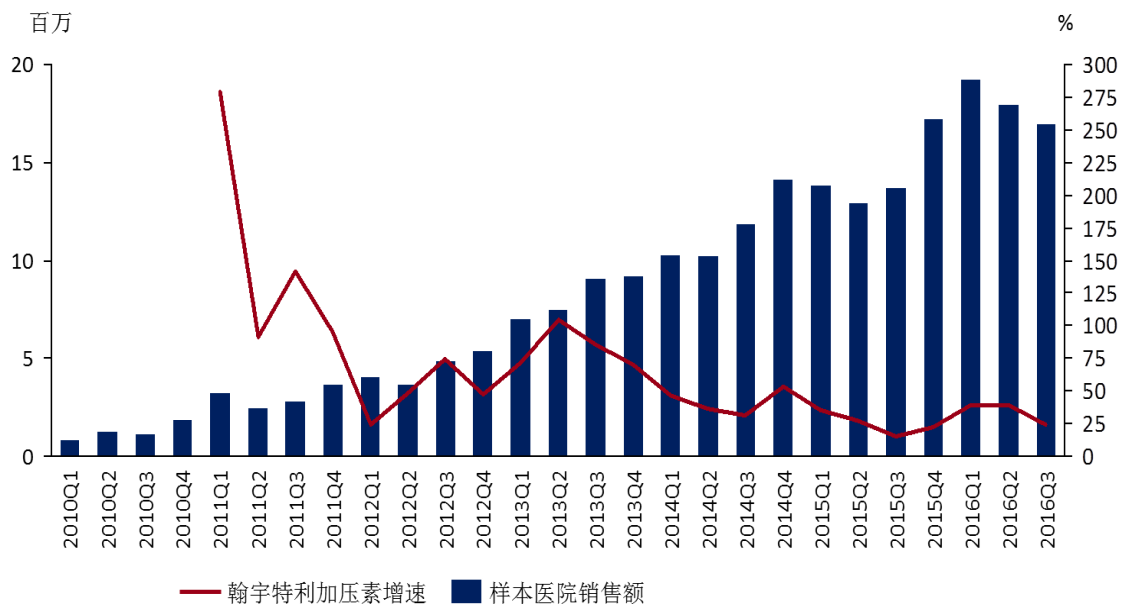
专利号	专利提交日	专利到期日	是否失效	专利主要内容	独占权代码	独占期到期日
8232250	2011/11/30	2030/8/19	失效	低频率醋酸格拉替雷治疗	NP (NEW PRODUCT)	2017/1/28
8399413	2010/8/19	2030/8/19	失效	低频率醋酸格拉替雷治疗	/	/
8969302	2013/2/19	2030/8/19	失效	低频率醋酸格拉替雷治疗	/	/
9155776	2015/5/22	2030/8/19	失效	低频率醋酸格拉替雷治疗	/	/
9402874	2015/3/30	2030/8/19		低频率醋酸格拉替雷治疗	/	/

资料来源：FDA, 东兴证券研究所

3、医保目录调整为国内业务带来新增长点，特利加压素、卡贝缩宫素、爱啡肽均有看点

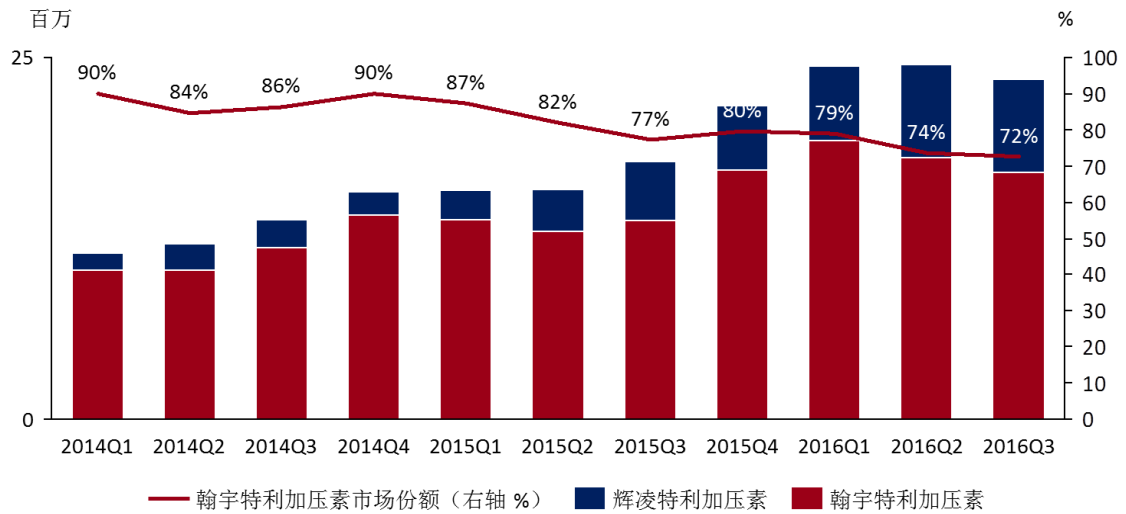
翰宇特利加压素经过长期、广泛的学术推广及专家培养，其独特的临床优势逐渐显现，前三季增速 38.61% (图 1)。特利加压素翰宇为首仿，竞争格局良好 (图 2)，未来继续走学术推广路线。本次医保目录调整，特利加压素已进入全国医保，我们认为未来高增长依然有望维持。

图 1：样本医院翰宇药业特利加压素销售情况



资料来源：PDB, 东兴证券研究所

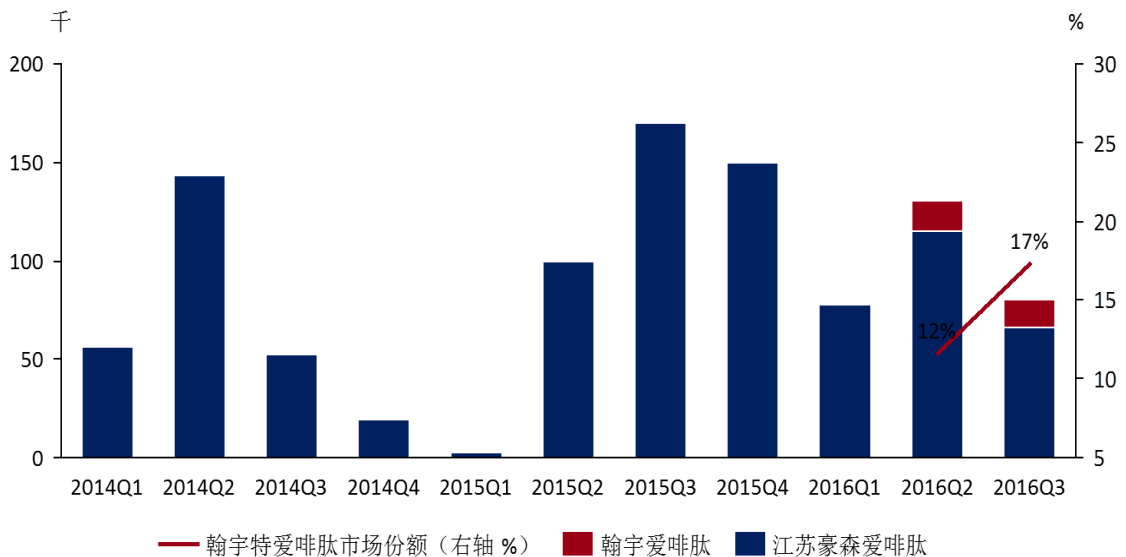
图 2: 特利加压素市场格局



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

翰宇爱啡肽 2015 年刚刚获批, 已经开始销售, 有一部分回款。此品种进入医保后, 未来有望保持高速增长。爱啡肽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。

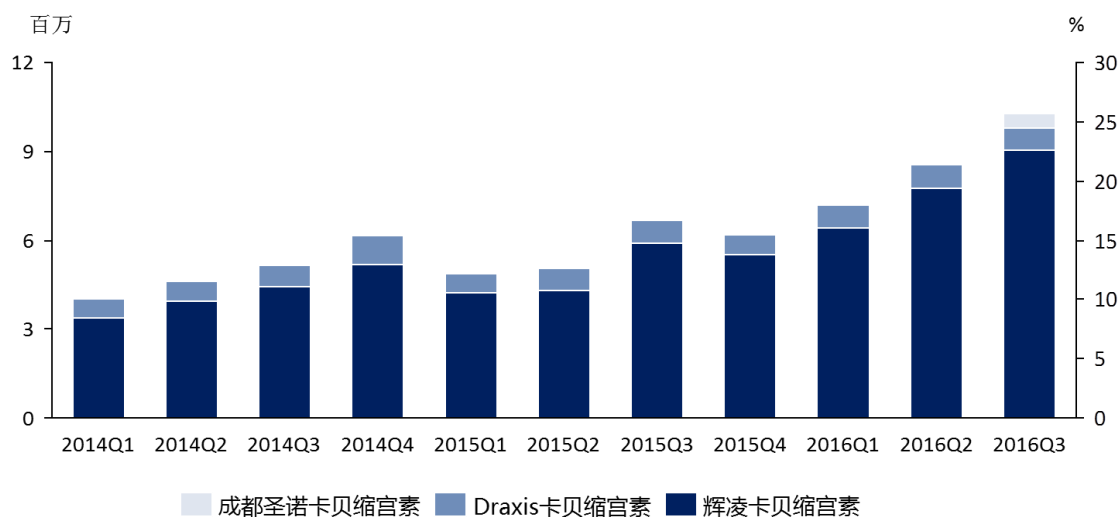
图 3: 样本医院爱啡肽国内市场格局及销售情况



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

公司卡贝缩宫素也为新品，目前竞争格局良好，此次医保目录调整之后取消“限抢救”的适应症限定范围未来市场空间更为广阔。随着 2017 年中标省份的增多，翰宇卡贝缩宫素有望开始放量。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（整体市场规模有望超过 20 亿）。

图 4：样本医院卡贝缩宫素竞争格局及销售情况



资料来源：PDB, 东兴证券研究所

结论：

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 4.01 亿元、5.51 亿元、8.11 亿元，对应增速分别为 30.63%，37.50%，47.19%，EPS 分别为 0.44 元、0.60 元、0.88 元，对应 PE 分别为 41X、30X、20X。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，未来原料药和制剂出口有望爆发。公司股权激励修改方案为未来勾勒明朗前景，我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

海外业务增速低于预期，爱啡肽 ANDA 低于预期、成纪商誉减值损失

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	991	979	1035	1531	2205	营业收入	419	768	882	1286	1523
货币资金	700	187	212	354	813	营业成本	72	147	172	235	278
应收账款	186	618	604	881	1043	营业税金及附加	5	11	12	18	21
其他应收款	3	5	6	8	10	营业费用	74	110	126	255	291
预付款项	2	5	8	13	19	管理费用	82	130	148	238	244
存货	49	121	129	176	209	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	39.80	40.00	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	383	501	688
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	3392	3795	4374	利润总额	186	338	383	501	688
流动负债合计	118	419	446	545	705	所得税	15	33	77	100	138
短期借款	0	100	42	0	0	净利润	172	305	307	401	551
应付账款	4	26	31	42	50	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	57	146	234	362	515	归属母公司净利润	172	305	307	401	551
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	226	788	474	593	783
非流动负债合计	283	490	56	56	56	BPS (元)	0.43	0.34	0.33	0.44	0.60
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	503	601	762	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%	14.76%	45.85%	18.40%
实收资本 (或股	400	890	918	918	918	营业利润增长	28.90%	79.44%	16.52%	30.63%	37.50%
资本公积	417	996	996	996	996	归属于母公司净利	32.04%	77.98%	0.42%	30.63%	37.50%
未分配利润	435	674	840	1056	1353	获利能力					
归属母公司股东	1296	2637	2889	3193	3612	毛利率 (%)	82.84%	80.90%	80.45%	81.75%	81.71%
负债和所有者权	1697	3546	3392	3795	4374	净利率 (%)	40.90%	39.74%	34.78%	31.15%	36.17%
现金流量表					单位: 百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润 (%)	4.77%	10.11%	8.61%	9.04%	10.56%
经营活动现金流	153	139	495	321	591	ROE (%)	13.24%	11.58%	10.61%	12.54%	15.25%
净利润	172	305	307	401	551	偿债能力					
折旧摊销	41	429	0	93	95	资产负债率 (%)	24%	26%	15%	16%	17%
财务费用	1	30	0	0	0	流动比率	8.39	2.34	2.32	2.81	3.13
应收账款减少	0	0	14	-277	-162	速动比率	7.97	2.05	2.03	2.49	2.83
预收帐款增加	0	0	88	129	152	营运能力					
投资活动现金流	-85	-1123	80	-40	0	总资产周转率	0.28	0.29	0.25	0.36	0.37
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3	2	1	2	2
长期股权投资减	0	0	26	0	0	应付账款周转率	98.53	50.91	30.85	35.47	33.32
投资收益	0	7	0	0	0	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	184	467	-550	-138	-132	每股收益 (最新摊	0.43	0.34	0.33	0.44	0.60
应付债券增加	0	0	-398	0	0	每股净现金流 (最新	0.63	-0.58	0.03	0.15	0.50
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.24	2.96	3.15	3.48	3.93
普通股增加	0	490	28	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	579	0	0	0	P/E	41.53	52.53	53.49	40.95	29.78
现金净增加额	252	-517	25	142	459	P/B	5.51	6.03	5.68	5.14	4.54
						EV/EBITDA	29.39	20.58	34.23	27.04	19.90

资料来源: 公司财报、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

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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。