



业绩触底反弹，未来四年超高增速 前景清晰

——翰宇药业（300199）2016 年年报点评

2017 年 04 月 27 日

推荐/维持

翰宇药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
胡偌碧	联系人		
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044	

事件：

翰宇药业发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 8.55 亿元，同比增长 11.30%；归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元，同比下降 4.39%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.65 亿元，同比下降 10.81%。实现 EPS 为 0.33 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 2.40 亿元，同比下降 22.69%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.62 亿元，同比下降 52.85%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3992.90 万元，同比下降 69.38%。实现 EPS 为 0.07 元。

公司公告利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

公司发布 2017 年一季度报告，2017 年一季度公司实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 23.01%；归属于上市公司股东的净利 0.78 亿元，同比增长 33.86%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.78 亿元，同比增长 35.28%。实现 EPS 为 0.09 元。

观点：

1、2016年国内下滑拖累业绩，海外超预期，2017一季度国内制剂触底反弹趋势明显

全年公司实现营业收入 8.55 亿元，同比增长 11.30%；归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元，同比下降 4.39%。

其中成纪方面，2016 年营业收入 2.92 亿元，净利润 1.69 亿（承诺业绩 1.93 亿），低于预期，造成了商誉减值。成纪部分计提商誉减值 3983.67 万元，若不考虑商誉减值，则实际公司净利润 3.32 亿元，增速 8.8%。

2017 年 Q1 公司实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 23.01%；归属于上市公司股东的净利 0.78 亿元，同比增加 33.86%。增速超市场预期，我们认为 2016 年是公司业绩低点，未来公司业绩将持续向好。

海外方面：

- ◆ **2016 年全年持续超预期**，原料药 1.27 亿（+140.43%），客户肽 1.04 亿（+23.29%），全年海外收入超过 2.3 亿，超预期。
- ◆ **2017 年一季度保持高增速**：原料药 0.46 亿（-5.5%），客户肽 0.18 亿（+844.02%），一季度整体海外收入 0.64 亿，增速约 28%。

我们认为翰宇海外业务技术壁垒高，未来有望借助自身优势持续增长，且有爆发性（具体逻辑前期报告中有论述）

国内多肽制剂方面：

- ◆ **2016 年低于预期**：2016 全年翰宇国内多肽制剂整体收入 3.38 亿（-17.73%）下滑明显，受招标、辅助用药等政策冲击较大，低于市场预期。其中胸腺五肽 0.39 亿（-70.85%），生长抑素 0.87 亿（-5.26%），去氨加压素 0.25 亿（-3.24%），特利加压素 1.39 亿（+4.94%），其他制剂 0.48 亿（+83.98%）。
- ◆ **2017 年一季度触底反弹**：2017 年一季度翰宇国内多肽制剂整体收入 0.79 亿（+1.07%）。其中胸腺五肽 0.19 亿（+1501.97%），生长抑素 0.27 亿（-9.16%），去氨加压素 0.07 亿（+5.49%），特利加压素 0.20 亿（-39.19%），其他制剂 0.06 亿（-27.49%）。

公司贯彻两票制、营改增以及医药卫生体制改革等一系列政策的实施，对国内销售策略、模式进行了相应的调整，国内制剂业务受此影响，承压严重且波动性较大。我们认为未来随着特利加压素、依替巴肽及子公司成纪药业的小儿对乙酰氨基酚产品新增纳入医保目录，卡贝缩宫素、生长抑素等产品取消或调整了适应症限定范围，新品（爱啡肽、卡贝缩宫素）推广、学术推广加强，国内多肽制剂业务情况有望触底反弹，持续性好转。

成纪方面：

- ◆ **2016 年高速增长，整体收入 1.24 亿（+20.76%）**：药品组合包装类收入 1.25 亿（+20.76%），器械类产品收入 1.57 亿（+41.32%），固体类产品收入 361.90 万元（+20.44%）。
- ◆ **2017 年产品升级延续高增速**：药品组合包装产品收入 711.9 万元（-63.04%），器械类产品收入 0.56 亿（+178.38%），固体类产品收入 73.73 万元（+37.18%）。

随着产品结构的优化，成纪经营情况持续好转，未来有望持续增长。

财务指标方面，

- ◆ **2016 年全年**，公司销售费用率 21.16%，比去年同期（14.26%）上升 6.9pp，管理费用率 15.41%，比去年同期（16.93%）下降 1.52pp。公司销售费用上升较快，主要用于爱啡肽、卡贝缩宫素等新品的前期学术推广等等。公司管理费用控制良好。

- ◆ **2017 年一季度**，公司销售费用率 11.75%，较去年同期（14.68%）下降 2.93pp，管理费用率 15.35%，较去年同期（16.65%）下降 1.3pp。

2、展望 2017，我们认为公司海外业务平稳增长，国内多肽制剂有望触底反弹

- ◆ **海外方面**：2016 年公司海外业务持续超预期，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。2016 年海外增长主要来自利拉鲁肽注册级别的订单。2017 年海外将保持平稳增长，若爱啡肽美国 ANDA 获批，将带来一定弹性。
- ◆ **国内多肽业务方面**：2016 年，受国内政策调整、医保控费等压力，翰宇国内多肽制剂业务波动较大，但公司产品以其优秀质量和良好的临床疗效得到专家和医生的多方认可。从这次医保目录调整的结果可见一斑。特利加压素、依替巴肽及子公司成纪药业的小儿对乙酰氨基酚产品新增纳入医保目录；去氨加压素由医保“乙类”变为“甲类”，卡贝缩宫素、生长抑素等产品取消或调整了适应症限定范围。这些都为国内制剂的触底反弹创造良好的先决条件。未来，随着公司销售模式的调整，销售策略的执行和推进，我们相信翰宇国内多肽制剂将迎来新一轮成长。2017 年重点关注缩宫素、卡贝缩宫素、生长抑素、特利加压素。

3、看未来，股权激励方案勾勒明朗前景，四年超高增速

公司于 2016 年 3 月 6 日公告《第一期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。

公司原限制股票激励计划（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。

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）	8.55	12	15	19	24
收入增速（%）	11.30%	40.4%	25.0%	26.7%	26.3%
净利润假设 1（亿元）	2.92	3.5	5	8.5	11
净利润增速（%）	-4.39%	19.86%	42.86%	70.00%	29.41%
对应 PE	53X	44 X	31 X	14X	14X
净利润假设 2（亿元）	2.92	4	5.5	8	11
净利润增速（%）	-4.39%	36.99%	37.50%	45.45%	37.50%
对应 PE	53X	39X	28X	19X	14X
净利润假设 3（亿元）	2.92	4	6	7.5	11
净利润增速（%）	-4.39%	36.99%	50.00%	25.00%	46.67%
对应 PE	53X	39X	26X	21X	14X

资料来源：东兴证券研究所(加粗部分为年报公布及根据解锁条件确定性较高部分,未加粗部分为我们的弹性假设)

4、公司最大看点：海外爆发节奏再梳理

公司国内制剂和国际化协同发展，我们认为在股权激励业绩达成的过程中，海外业务的爆发是至关重要的，故对翰宇海外多肽业务业绩爆发节奏再次梳理（详见我们前期国际化深度追踪报告和翰宇药业调研简报）：

- ◆ 利拉鲁肽注册级订单，格拉替雷原料药持续增长（2017-2018 年）
- ◆ 爱啡肽获批制剂出口放量（2017-2018 年）
- ◆ 利拉鲁肽原料药开始放量（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。

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）。

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。

格拉替雷：目前全球 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。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。**翰宇也在抓紧申报格拉替雷的 ANDA（年内完成上报，20mg 和 40mg 一起报）。**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。

结论：

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，股权激励为公司未来四年勾勒明朗前景。预计 2017-2019 年归母净利润分别为 4.08 亿元、5.67 亿元、8.02 亿元，对应增速分别为 39.80%，38.90%，41.42%，EPS 分别为 0.44 元、0.62 元、0.87 元，对应 PE 分别为 38X、27X、19X。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

海外原料药业务低于预期、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					单位:百万元		利润表			单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	979	1842	2029	2713	3612	营业收入	768	855	1251	1516	1903
货币资金	187	881	788	1215	1782	营业成本	147	169	295	353	386
应收账款	618	732	857	1038	1303	营业税金及附加	11	12	18	21	27
其他应收款	5	22	33	40	50	营业费用	110	181	275	273	304
预付款项	5	9	15	22	30	管理费用	130	132	210	240	295
存货	121	137	240	287	315	财务费用	30	37	0	0	0
其他流动资产	0	2	28	28	28	资产减值损失	18.92	48.74	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2567	2615	2363	2272	2179	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	109	115	115	115	115	投资净收益	7.17	2.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	846	855	801	760	737	营业利润	329	278	453	630	891
无形资产	373	349	314	279	245	营业外收入	12.48	35.15	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4	3	3	3	3	营业外支出	3.06	3.81	0.00	0.00	0.00
资产总计	3546	4457	4392	4985	5791	利润总额	338	309	453	630	891
流动负债合计	419	331	455	617	814	所得税	33	17	45	63	89
短期借款	100	0	0	0	0	净利润	305	292	408	567	802
应付账款	26	53	52	63	69	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	146	166	291	442	633	归属母公司净利润	305	292	408	567	802
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	788	731	543	721	984
非流动负债合计	490	522	56	56	56	BPS (元)	0.34	0.33	0.44	0.62	0.87
长期借款	0	19	19	19	19	主要财务比率					
应付债券	398	398	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	909	852	511	674	870	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	83.17%	11.30%	46.31%	21.18%	25.51%
实收资本(或股本)	890	918	918	918	918	营业利润增长	79.44%	-15.53	63.20%	38.90%	41.42%
资本公积	996	1641	1641	1641	1641	归属于母公司净利润	77.98%	-4.39%	39.80%	38.90%	41.42%
未分配利润	674	955	1175	1481	1914	获利能力					
归属母公司股东权	2637	3605	3881	4312	4921	毛利率(%)	80.90%	80.18%	76.45%	76.75%	79.71%
负债和所有者权	3546	4457	4392	4985	5791	净利率(%)	39.74%	34.14%	32.62%	37.39%	42.13%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	8.61%	6.55%	9.29%	11.37%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.58%	8.10%	10.52%	13.15%	16.29%
经营活动现金流	139	296	340	563	760	偿债能力					
净利润	305	292	408	567	802	资产负债率(%)	26%	19%	12%	14%	15%
折旧摊销	429	416	0	91	93	流动比率	2.34	5.57	4.46	4.40	4.44
财务费用	30	37	0	0	0	速动比率	2.05	5.15	3.93	3.93	4.05
应收账款减少	0	0	-125	-181	-265	营运能力					
预收帐款增加	0	0	125	152	190	总资产周转率	0.29	0.21	0.28	0.32	0.35
投资活动现金流	-1123	-131	163	0	0	应收账款周转率	2	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	50.91	21.51	23.71	26.31	28.94
长期股权投资减少	0	0	41	0	0	每股指标(元)					
投资收益	7	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.33	0.44	0.62	0.87
筹资活动现金流	467	524	-596	-136	-192	每股净现金流(最新	-0.58	0.75	-0.10	0.47	0.62
应付债券增加	0	0	-398	0	0	每股净资产(最新摊	2.96	3.93	4.23	4.70	5.36
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	490	28	0	0	0	P/E	49.32	50.82	37.74	27.17	19.21
资本公积增加	579	645	0	0	0	P/B	5.66	4.27	3.97	3.57	3.13
现金净增加额	-517	690	-93	427	568	EV/EBITDA	19.34	20.44	26.97	19.71	13.86

资料来源：Wind，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。