东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩高增速超预期，国内制剂业务放量拐点已现

——翰宇药业（300199）2017 年中报点评

2017 年 08 月 16 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 2017 年中报，2017 年上半年公司实现营业收入 4.79 亿元，同比增长 39.43%；归属于上市公司股东的净利润 1.60 亿元，同比增长 44.83%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.56 亿元，同比增长 45.91%。实现 EPS 为 0.31 元。

公司 2017 年 Q2 实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 55.05%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.82 亿元，同比增长 57.20%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.79 亿元，同比增长 58.25%。实现 EPS 为 0.09 元。

观点：

1、 中报高增速拐点明确，国内三大主要制剂品种开始放量，海外持续超预期

公司上半年实现营业收入 4.79 亿元，同比增长 39.43%；归属于上市公司股东的净利润 1.60 亿元，同比增长 45.91%。2017 年 Q2 单季度收入 2.73 亿元，增速 55.05%（较一季度增速 23.01%环比持续改善），业绩 0.79 亿元，增速 57.20%（较一季度增速 33.86%进一步改善），且持续超市场预期。符合我们前期判断即“**2016 年是公司业绩低点，未来公司业绩将持续向好。” 我们判断 2017 年大概率业绩 4 亿，增速 37%，PE 仅 36 倍。2018 年业绩有望 5.5 亿，增速超过 35%， PE 26 倍。2019 年业绩 8 亿，增速超过 45%。**

国内制剂（收入占比 42%）方面亮点颇多三大制剂品种放量超预期：2017 上半年翰宇国内多肽制剂整体收入 2.05 亿（+19.65%）收入端提速超市场预期。其中其中胸腺五肽 0.41 亿（+5.19%），生长抑素 0.56 亿（+33.61%），去氨加压素 0.17 亿（+58.11%），特利加压素 1.01 亿（+95.83%）。公司上半年生长抑素、去氨加压素、特利加压素高增速超预期。主要得益于公司自身产品高质量加上前期学术推广的铺垫。国内制剂方面，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，**国内多肽制剂业务持续性好转高增速可期。**

海外方面(收入占比 25%): 2017 年上半年保持高增速收入 1.20 亿(58.26%)。其中原料药 0.96 亿(+80.41%)，客户肽 0.20 亿（-12.01%），一季度整体海外收入 0.64 亿，增速约 28%，二季度持续超预期。我们推测海外收入主要还是由利拉鲁肽贡献，根据草根调研结果，2017 年上半年公司利拉鲁肽又有新增客户，全年不会下滑。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）。

成纪方面（收入占比 33%): 2017 年上半年营业收入 1.60 亿元，其中药品组合包装产品收入 3676 万元（-7.77%），器械类产品收入 1.18 亿（+121.34%），固体类产品收入 245 万元（+87.70%）。随着产品结构的优化，成纪经营情况持续好转，未来有望持续稳健增长。成纪上半年贡献净利润 1.00 亿（2017 承诺业绩 2.4 亿），较去年有了进一步好转和改善，**我们预期 2017 全年成纪净利润会超过 2 亿，大概率不再计提商誉减值。**

财务指标方面，公司销售费用率 24.44%，比去年同期（21.68%）上升 2.76pp，销售费用率持续上升，主要由于爱啡肽、卡贝缩宫素新品还在前期学术推广。管理费用率 14.79%,比去年同期(17.13%)下降 2.34pp，公司管理费用控制良好。

2、展望 2017 全年，我们判断国内多肽制剂将持续向好，下半年海外业务平稳增长

- **国内多肽业务板块具备爆发潜质:** 上半年特利加压素、去氨加压素、生长抑素等品种增速加快，下半年期待爱啡肽、卡贝缩宫素、普通缩宫素爆发。翰宇药业属于医保目录调整收益最大的标的之一，特利加压素进入全国医保有望继续维持高增速、爱啡肽进入全国医保未来期待新品放量、卡贝缩宫素取消适应症限制未来期待新品放量。在下半年新版医保目录全部执行之后，翰宇数个产品有望迎来高速增长放量阶段。
- **海外方面有望保持平稳增长:** 2016 年公司海外业务持续超预期，主要来自利拉鲁肽注册级别的订单，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。2017 年上半年公司新增利拉鲁肽订单，我们推断全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。
- **成纪药业各项业务板块正常:** 成纪注射笔等产品上半年销售稳步推进，预计全年业绩较去年有稳步增长。

3、公司厚积薄发，后续制剂品种梯队丰富，糖尿病手环进展顺利

公司辅助生殖产品注射用醋酸西曲瑞克在 2016 年 9 月进入优先审评名单（首仿），有望下半年获批，随着不孕不育率的攀升和渗透率的提升，此品种市场前景巨大。除此之外，胸腺法新、阿托西班等品种也在审评当中。

糖尿病手环无创连续稳定优势明显，期待欧盟上市后加速引入中国。根据公司公告，目前 III 其临床试验挪威 St.Olav's Hospital 严格按照相关法规和原则完成受试者临床试验阶段。本期临床试验共采集 400 人次受试者实验期的原始传感数据与参考数据。每位受试者在单个实验期内，均连续使用 BioMKR 达 5 小时。初步数据分析结果具有临床统计学意义，9 月份将完成全部统计分析并根据结果推动欧盟 CE 认证及上市审批。

III 期临床完成具有里程碑意义，欧盟上市后，根据 CFDA 鼓励药品医疗器械创新，加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策，以及关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策，欧盟顺利上市后，此产品引入中国有望加速。公司自身产品线中有利拉鲁肽、艾塞那肽等重磅 GLP-1 糖尿病药物，未来手环与药物有望形成糖尿病领域的协同效应，相互促进，，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。

4、看未来，股权激励方案勾勒明朗前景，四年超高增速

根据公司股权激励方案，2017-2020 年营业收入分别不低于 12、15、19、24 亿元；且 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）。股权激励方案兼顾了激励对象、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 1），业绩增速有望保持在 **30%**以上。**我们判断 2017 年大概率业绩 4 亿，增速 37%，PE 仅 36 倍。2018 年业绩有望 5.5 亿，增速超过 35%， PE 不到 30 倍。2019 年业绩 8 亿，增速超过 45%。**

表 1：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	**50X**	41 X	29 X	17X	**13X**
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	**50X**	36X	26X	18X	**13X**
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	**50X**	36X	24X	19X	**13X**

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)

5、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（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。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。

爱啡肽：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。目前已经把 FDA 提的问题反馈回去，静待获批。**

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。**翰宇在抓紧申报格拉替雷的 ANDA（预计明年报 ANDA，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 35X、26X、18X。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	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	979	1842	2029	2713	3612
货币资金	187	881	788	1215	1782
应收账款	618	732	857	1038	1303
其他应收款	5	22	33	40	50
预付款项	5	9	15	22	30
存货	121	137	240	287	315
其他流动资产	0	2	28	28	28
非流动资产合计	2567	2615	2363	2272	2179
长期股权投资	109	115	115	115	115
固定资产	846	855	801	760	737
无形资产	373	349	314	279	245
其他非流动资产	4	3	3	3	3
资产总计	3546	4457	4392	4985	5791
流动负债合计	419	331	455	617	814
短期借款	100	0	0	0	0
应付账款	26	53	52	63	69
预收款项	146	166	291	442	633
一年内到期的非流	0	0	0	0	0
非流动负债合计	490	522	56	56	56
长期借款	0	19	19	19	19
应付债券	398	398	0	0	0
负债合计	909	852	511	674	870
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本(或股本)	890	918	918	918	918
资本公积	996	1641	1641	1641	1641
未分配利润	674	955	1175	1481	1914
归属母公司股东权	2637	3605	3881	4312	4921
负债和所有者权	3546	4457	4392	4985	5791

现金流量表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	139	296	340	563	760
净利润	305	292	408	567	802
折旧摊销	429	416	0	91	93
财务费用	30	37	0	0	0
应收账款减少	0	0	-125	-181	-265
预收帐款增加	0	0	125	152	190
投资活动现金流	-1123	-131	163	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	41	0	0
投资收益	7	3	0	0	0
筹资活动现金流	467	524	-596	-136	-192
应付债券增加	0	0	-398	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	490	28	0	0	0
资本公积增加	579	645	0	0	0
现金净增加额	-517	690	-93	427	568

利润表					单位:百万元
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	768	855	1251	1516	1903
营业成本	147	169	295	353	386
营业税金及附加	11	12	18	21	27
营业费用	110	181	275	273	304
管理费用	130	132	210	240	295
财务费用	30	37	0	0	0
资产减值损失	18.92	48.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.17	2.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	329	278	453	630	891
营业外收入	12.48	35.15	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.06	3.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	338	309	453	630	891
所得税	33	17	45	63	89
净利润	305	292	408	567	802
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	305	292	408	567	802
EBITDA	788	731	543	721	984
EPS（元）	0.34	0.33	0.44	0.62	0.87

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长	83.17%	11.30%	46.31%	21.18%	25.51%
营业利润增长	79.44%	-15.53	63.20%	38.90%	41.42%
归属于母公司净利润	77.98%	-4.39%	39.80%	38.90%	41.42%
获利能力					
毛利率(%)	80.90%	80.18%	76.45%	76.75%	79.71%
净利率(%)	39.74%	34.14%	32.62%	37.39%	42.13%
总资产净利润（%）	12.90%	8.61%	6.55%	9.26%	11.33%
ROE(%)	11.58%	8.10%	10.47%	13.10%	16.24%
偿债能力					
资产负债率(%)	26%	19%	12%	13%	15%
流动比率	2.34	5.57	4.50	4.42	4.46
速动比率	2.05	5.15	3.97	3.96	4.07
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.21	0.28	0.32	0.35
应收账款周转率	2	1	2	2	2
应付账款周转率	50.91	21.51	23.71	26.31	28.94
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.33	0.44	0.61	0.86
每股净现金流(最新	-0.58	0.75	-0.08	0.46	0.61
每股净资产(最新摊	2.96	3.93	4.17	4.63	5.28
估值比率					
P/E	45.53	46.91	35.45	25.53	18.05
P/B	5.22	3.94	3.71	3.34	2.93
EV/EBITDA	17.89	18.82	25.22	18.39	12.90

资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第 1 名组长，2015 年新财富第 7 名团队核心成员，2015 年水晶球第 3 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。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

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。