

翰宇药业(300199)

业绩符合预期，国内国外板块双轮驱动，业绩持续快速增长

买入(维持)

2017 年 08 月 17 日

证券分析师 全铭

执业证书编号: S0600517010002
010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证书编号: S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	855	1101	1504	2030
同比(%)	11.3%	28.7%	36.6%	35.0%
净利润(百万元)	292	431	587	789
同比(%)	-4.4%	47.5%	36.3%	34.5%
ROE(%)	8.1%	10.8%	12.9%	15.0%
每股收益(元)	0.31	0.46	0.63	0.84
P/E	50	34	25	18
P/B	4.0	3.6	3.2	2.7

投资要点

一、事件：公司发布 2017 年半年报

8 月 16 日，公司发布 2017 年半年报，公司上半年实现营业收入 4.79 亿元，同比增长 39.43%；实现归属母公司股东的净利润 1.60 亿，同比增长 44.83%；实现扣非后归母净利润 1.56 亿，同比增长 45.91%。

二、我们的观点：

1) 业绩符合预期，国内国外板块双轮驱动，业绩持续快速增长。

拆分收入看，国内制剂实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 19.65%。其中特利加压素实现收入 1.02 亿元(+49.10%)；生长抑素实现收入 5610.67 万元(+33.61%)；胸腺五肽实现收入 4069.10 万元(+5.19%)；去氨加压素实现收入 1768.8 万元(+52.06%)。由于国内招标进度缓慢，上半年公司卡贝缩宫素并未实现规模化销售，预计在下半年将产生收入利润。

图表 1：公司核心品种医保目录调整情况

品种	现在规模	潜在空间	竞争格局	17 年医保目录看点
特利加压素	~1.5 亿	10 亿	首仿	新进医保
卡贝缩宫素	~1000 万	20 亿	主要与原研竞争，国内 1 家竞争对手	取消“限抢救”的适应症限定范围
生长抑素	~8000 万		独家规格 2mg	修改原适应症限定范围“限胰腺炎、食道静脉曲张出血”为“限胰腺手术；食道或胃静脉曲张出血”

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

海外部分，原料药实现收入 9608 万元(+80.41%)；客户肽实现收入 1980.68 万元(-12.01%)。目前公司供应原料药包括利拉鲁肽、格拉替雷和阿托西班，其中利拉鲁肽贡献最大。利拉鲁肽专利即将在 2017 年到期，正值利拉鲁肽仿制药申报的黄金期，国际制药公司对利拉鲁肽原料药需求持续增长，公司作为全球为数不多的几家具有产业化大多数多肽原料药的企业之一，尤其是在利拉鲁肽和格拉替雷等技术难度极高的多肽原料药产业化方面，拥有较大优势。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.51
一年最低/最高价	14.16/23.39
市净率(倍)	3.94
流通 A 股市值(亿元)	87.27

基础数据

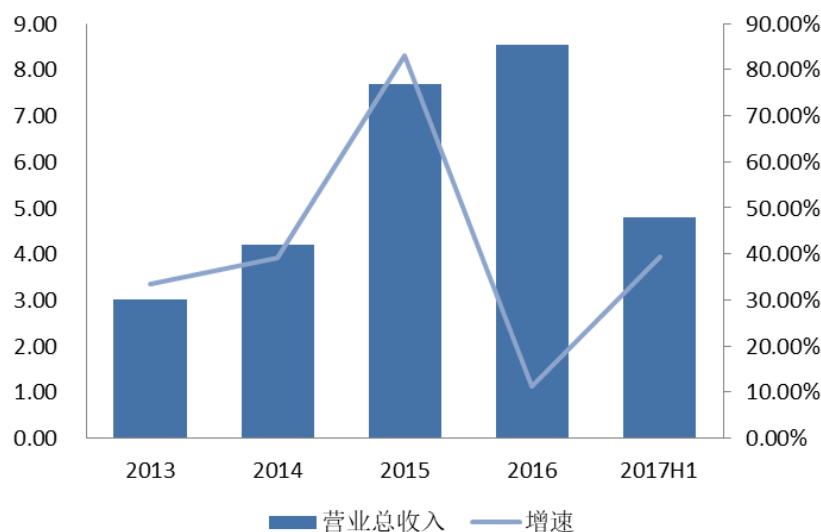
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	19.97
总股本(亿股)	9.35
流通 A 股(亿股)	5.63

相关研究

1. 多肽原料药出口持续高增长，静待卡贝缩宫素招标放量-2016/8/5
2. 多肽原料药出口持续超预期，特利加压素有望进入国家医保目录-2016/10/31
3. 推出限制性股票激励计划，业绩目标高，未来三年有望高成长-2017/3/8

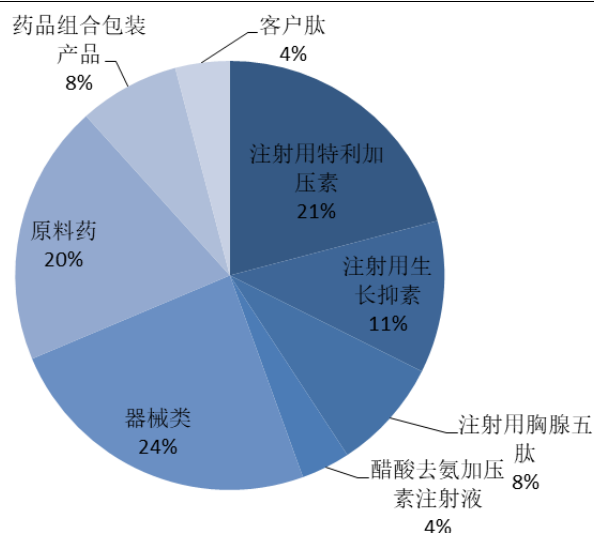
成纪药业实现营业收入 1.57 亿，我们估计贡献利润在 1 亿左右（全年业绩承诺 2.41 亿）。其中，“二合一”实现收入 3676 万元（-7.77%）；卡式全自动注射笔实现收入 1.18 亿（+121.34%）；固体类实现收入 245 万元（+87.70%）。我们认为成纪药业目前发展情况良好，2017 年大概率完成业绩承诺。

图表 2: 2013-2017H1 营业收入及增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 2017H1 收入结构



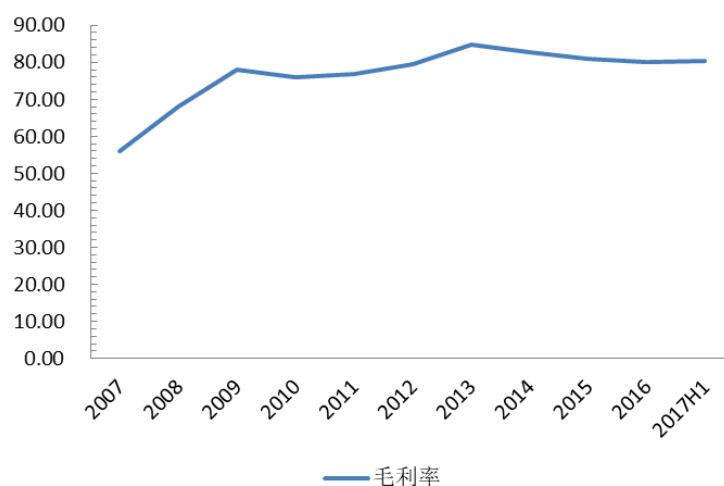
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

2) 毛利率维持稳定, 管理费用率、财务费用率明显下降带动利润增长。

公司毛利率长期维持较高水平, 2017H1, 公司毛利率达 80.43%。我们认为, 长期维持高毛利证明了公司在多肽领域具有较高的技术壁垒、领先的研发优势、过硬的产品质量, 拥有较高的市场认可度, 产品在国

内外市场具有较强的竞争力。

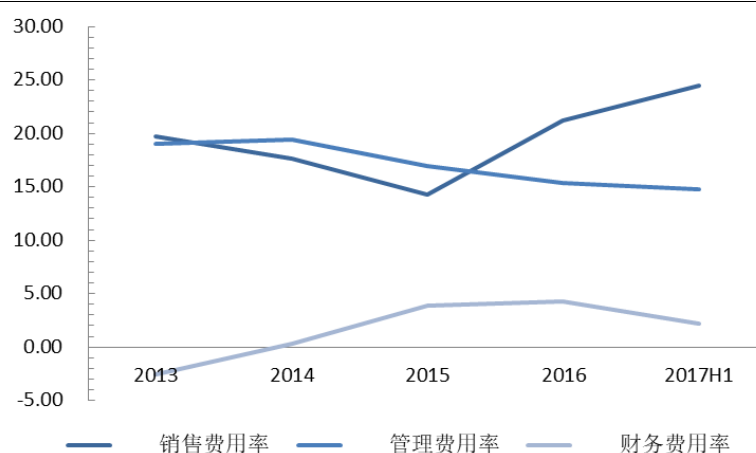
图表 4: 2007-2017H1 毛利率变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

费用上, 2017H1 公司销售费用率略有上升, 但管理费用率和财务费用率明显下降, 带动了公司利润增长, 使得利润增速高于收入增速。

图表 5: 2013-2017H1 三项费用率变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

3) 限制性股票授予彰显公司信心, 勾勒未来发展前景。

公司于 2017 年 3 月授予第一期限限制性股票, 授予的股票数量 1635 万股, 授予价格 9.04 元, 覆盖公司 56 名员工。该激励方案覆盖范围广, 行权条件高, 勾勒了公司未来发展前景, 未来增长值得期待。

图表 6: 限制性股票行权条件

解除限售期	解锁比例	业绩考核指标
2017	30%	2017 年公司营业收入不低于 12 亿元
2018	25%	2018 年公司营业收入不低于 15 亿元
2019	25%	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		
2020	20%	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

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46 元、0.63 元、0.84 元，对应 PE 分别为 34 倍、25 倍、18 倍。公司深耕多肽领域，业务具备爆发力，业绩超预期可能性高。我们维持“买入”评级。

四、风险提示:

成纪商誉减值超预期，海外原料药业务低于预期，国内招标进度低于预期。

翰宇药业三大财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1698	2382	3273	4297	营业收入	855	1101	1504	2030
现金	736	1105	1494	1953	营业成本	169	206	281	379
应收账款	791	1078	1476	1971	营业税金及附加	12	15	20	27
其它应收款	22	13	35	30	营业费用	181	233	318	430
预付账款	9	8	15	16	管理费用	132	170	232	313
存货	137	176	251	326	财务费用	37	2	-7	-17
其他	2	2	2	2	资产减值损失	49	0	0	0
非流动资产	2592	2366	2140	1963	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	115	115	115	115	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	855	846	726	607	营业利润	278	475	659	897
无形资产	349	414	356	298	营业外损益	31	31	31	31
其他	1272	991	943	943	利润总额	309	507	690	929
资产总计	4289	4748	5414	6260	所得税	17	76	104	139
流动负债	263	323	446	561	净利润	292	431	587	789
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	53	43	88	90	归属母公司净利润	292	431	587	789
其他	210	280	357	471	EBITDA	442	736	911	1091
非流动负债	421	421	421	421	EPS（元）	0.31	0.46	0.63	0.84
长期借款	418	418	418	418	主要财务比率				
其他	4	4	4	4	营业收入	11.3%	28.7%	36.6%	35.0%
负债合计	685	745	867	982	营业利润	-15.5%	71.1%	38.7%	36.2%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-4.4%	47.5%	36.3%	34.5%
归属母公司股东权益	3605	4003	4547	5278	毛利率	80.2%	81.3%	81.3%	81.3%
负债和股东权益	4289	4748	5414	6260	净利率	34.1%	39.1%	39.0%	38.9%
现金流量表					ROE	8.1%	10.8%	12.9%	15.0%
经营活动现金流	296	378	401	475	ROIC	9.7%	12.5%	16.9%	21.8%
净利润	292	431	587	789	资产负债率	16.0%	15.7%	16.0%	15.7%
折旧摊销	95	226	226	177	净负债比率	11.6%	10.4%	9.2%	7.9%
财务费用	41	3	-5	-15	流动比率	6.4	7.4	7.3	7.7
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.9	6.8	6.8	7.1
营运资金变动	837	625	769	908	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
其它	-969	-907	-1176	-1385	应收帐款周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
投资活动现金流	-131	27	27	27	应付帐款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
资本支出	0	0	0	0	每股收益	0.31	0.46	0.63	0.84
其他	-131	27	27	27	每股经营现金	0.32	0.41	0.44	0.52
筹资活动现金流	524	-35	-38	-44	每股净资产	3.93	4.36	4.95	5.75
短期借款	0	0	0	0	P/E	50	34	25	18
长期借款	0	-35	-38	-44	P/B	4.0	3.6	3.2	2.7
现金净增加额	689	369	389	458	EV/EBITDA	31.5	18.4	14.4	11.6

数据来源:wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>