



三季度业绩低于预期，不改长期成长逻辑

2017.10.25

唐爱金(分析师) 李安飞(研究助理)
电话: 020-88836115 020-88836115
邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn li.anfei@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

事件:

2017年10月25日,公司发布2017年三季报:前三季度公司营业收入7.14亿元,同比增长16.21%;归母净利润2.34亿元,同比增长1.84%;扣非后归母净利润2.27亿元,同比增长0.56%。Q3单季营业收入2.35亿元,同比下滑13.18%;归母净利润7411万元,同比下滑37.97%;扣非后归母净利润7010万元,同比下滑40.68%。

点评:

● 三季度业绩低于预期，源于新产品市场导入期销售费用同比增40+%

公司前三季度营收增速16.21%，归母净利润增长1.84%，低于预期。我们认为主要原因由如下几点：1)公司新品卡贝处于市场导入期，新品医院端进入难度较大，并未形成放量效应导致收入端增长有限；而销售费用增长进一步消耗公司业绩。公司前三季度销售费用1.91亿元，同比增长49.31%，销售费用率26.7%，比去年同期增加5.92pp(其中Q3单季度销售费用率16.9%，比上年同期增加11.7pp)。2)海外原料药业务由于主要品种利拉鲁肽尚处于仿制药上市前研发需求阶段，订单不确定和不连续性较高(并非公司原料药质量所致)。上述两方面原因使得三季度业绩低于预期。

● 后续多款重磅产品有望陆续获批上市，保公司制剂产品升级转型，长期成长逻辑确定性高

公司在研管线多款重磅产品近年有望获批上市，1)糖尿病重磅药物利拉鲁肽国内独家以6类化学药申报，于2017年9月20日获验证性临床试验批件，公司可能成为国内首仿厂商，并可领先国内其他厂商2-3年；2)进入优先审批通道的西曲瑞克已经完成现场检查，预计2017年底有望成为国内首仿获批上市；3)心绞痛用药曲美他嗪缓释片已完成BE试验，有望18年获批；4)精分用药喹硫平缓释片2017年5月进入BE试验，有望1-2年获批，该药品全球销售峰值15.1亿美元；5)绝经后妇女骨质疏松症用药特立帕肽已于9月20日获得验证性临床批件，国内有望三仿，该药品全球销售峰值15亿美元；6)多发性硬化用药格拉替雷注射液，正准备美国ANDA，预计18年底有望获批上市。

● 原料药长期布局迎FDA利好，逐步进入收获期

公司目前拥有有5个处于激活状态的原料药US-DMF，其中四款US-DMF原料药完成GDUFA-Facility费用支付和DMF完整性评估审查，分别是2014年完成的依替巴肽和奈西立肽，以及2017年7-8月完成的利拉鲁肽和加尼瑞克。加尼瑞克化合物专利已到期，制剂专利将于2018年6月到期；下游Teva对利拉鲁肽原研制剂victoza的专利挑战目前进入30个月停滞期，victoza两个化合物专利已到期，其市场独占时间仅剩1.5年(2019年4月22日到期)；目前两款产品下游仿制药厂商正处于仿制要申报前对原料药的需求释放期，此外FDA近期发布包括利拉鲁肽在内的五种合成肽类药物可按照ANDA途径申报，利好翰宇原料药释放；我们认为18-19年有成为公司原料药订单爆发期。

● 盈利预测与估值

根据公司2017年今年业绩目前进展，我们略微调低公司的盈利预测，测算17-19年EPS分别为0.38/0.49/0.72元，比之前业绩低17%/20%/5%，对应41/32/21倍PE。考虑到公司成长的确定性，给予18年35倍估值，对应半年期目标价为17.15元/股，较目前市场价15.42元/股存在11%上涨空间，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：制剂增长不及预期；原料药出口不如预期；商誉减值风险；行业政策风险。

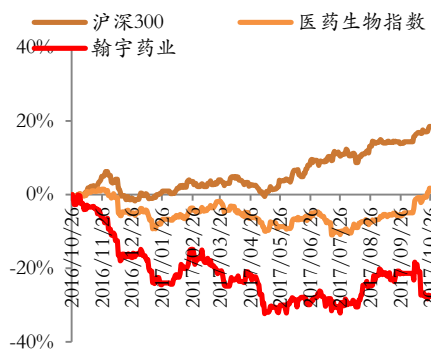
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	855.05	955.59	1200.07	1583.26
同比(%)	11.30%	11.76%	25.58%	31.93%
归属母公司净利润	291.92	348.39	454.46	665.32
同比(%)	-4.39%	19.34%	30.44%	46.40%
每股收益(元)	0.32	0.38	0.49	0.72
P/E	52.94	40.1	31.5	21.4
P/B	4.33	3.7	3.35	2.94
EV/EBITDA	9.79	31.39	24.76	17.53

强烈推荐

现价: 15.42
目标价: 17.15
股价空间: 11%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
翰宇药业	-7.66	2.46	-7.34
医药生物	7.48	12.91	8.53
沪深300	4.17	7.13	15.58

基本资料

总市值(亿元)	144
总股本(亿股)	9.35
流通股比例	60.2%
资产负债率	19.97%
大股东	曾少贵
大股东持股比例	25.36%

相关报告

广证恒生-翰宇药业(300199)-点评报告-两款重磅产品获临床批件，制剂产品结构升级转型稳步进行-2017.9.27

广证恒生-翰宇药业(300199)-深度报告-制剂产品升级转型，多款原料药进入收获期-2017.9.25

广证恒生-翰宇药业(300199)-业绩点评-17年Q1业绩34%高增速，未来业绩触底反弹可期-2017.4.27



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

翰宇药业（300199）点评报告

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1841.75	2075.56	2214.53	2426.28	营业收入	855.05	955.59	1200.07	1583.26
现金	880.54	1058.20	906.52	710.57	营业成本	169.43	171.50	221.01	300.41
应收账款	732.25	793.23	1011.94	1324.66	营业税金及附加	12.48	12.90	17.10	22.35
其它应收款	22.48	15.69	25.63	29.91	营业费用	180.95	200.67	216.01	253.32
预付账款	8.96	7.42	10.63	13.72	管理费用	131.76	172.01	216.01	237.49
存货	136.58	139.84	179.19	244.26	财务费用	36.69	-12.09	-11.53	-9.30
其他	60.94	61.19	80.62	103.17	资产减值损失	48.74	39.00	58.69	71.02
非流动资产	2615.26	2685.95	2998.38	3519.03	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	114.84	111.84	113.34	112.59	投资净收益	2.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	855.09	959.11	1177.22		营业利润	277.85	371.60	482.77	707.96
无形资产	349.30	368.78	448.67	591.23	营业外收入	35.15	14.73	16.60	19.74
其他	1296.03	1246.22	1259.15	2815.21	营业外支出	3.81	5.00	4.40	4.70
资产总计	4457.01	4761.52	5212.91	5945.31	利润总额	309.19	381.33	494.97	723.00
流动负债	330.92	421.15	472.63	614.11	所得税	17.26	32.94	40.51	57.68
短期借款	0.00	50.00	25.00	37.50	净利润	291.92	348.39	454.46	665.32
应付账款	53.06	42.31	61.86	79.10	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	277.87	328.85	385.76	497.52	归属母公司净利润	291.92	348.39	454.46	665.32
非流动负债	521.50	513.10	515.95	516.17	EBITDA	391.74	460.96	589.63	844.78
长期借款	19.47	19.48	19.48	19.49	EPS（摊薄）	0.32	0.38	0.49	0.72
其他	502.03	493.63	496.47	496.68					
负债合计	852.42	934.25	988.58	1130.28	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	918.34	918.34	918.34	918.34	成长能力				
资本公积	1640.95	1640.95	1640.95	1640.95	营业收入增长率	11.30%	11.76%	25.58%	31.93%
留存收益	1011.41	1267.97	1665.03	2255.73	营业利润增长率	-15.53%	33.74%	29.92%	46.64%
归属母公司股东权益	3570.70	3827.26	4224.32	4815.03	归属于母公司净利润增长	-4.39%	19.34%	30.44%	46.40%
负债和股东权益	4457.01	4761.52	5212.91	5945.31	获利能力				
					毛利率	80.18%	82.05%	81.58%	81.03%
现金流量表					净利率	34.14%	36.46%	37.87%	42.02%
单位:百万元					ROE	9.35%	9.38%	11.29%	14.72%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	7.80%	8.65%	10.39%	13.47%
经营活动现金流	320.69	364.24	312.24	468.27	偿债能力				
净利润	291.92	348.39	454.46	665.32	资产负债率	19.13%	19.62%	18.96%	19.01%
折旧摊销	94.81	91.71	106.19	131.08	净负债比率	2.28%	7.44%	4.50%	5.04%
财务费用	36.69	-12.09	-11.53	-9.30	流动比率	556.55%	492.83%	468.56%	395.09%
投资损失	-2.86	0.00	0.00	0.00	速动比率	515.28%	459.63%	430.64%	355.31%
营运资金变动	-177.94	-23.57	-238.69	-319.56	营运能力				
其它	78.06	-40.21	1.81	0.73	总资产周转率	21.37%	20.73%	24.06%	28.38%
投资活动现金流	-131.01	-156.65	-393.15	-611.36	应收账款周转率	126.69%	125.28%	132.96%	135.52%
资本支出	-116.05	-116.85	-280.01	-442.00	应付账款周转率	426.21%	359.68%	424.33%	426.23%
长期投资	15.75	10.63	-5.31	2.66	每股指标（元）				
其他	-30.71	-50.44	-107.83	-172.02	每股收益（最新摊薄）	31.79%	37.94%	49.49%	72.45%
筹资活动现金流	524.41	-29.93	-70.76	-52.86	每股经营现金流（最新摊薄）	34.92%	39.66%	34.00%	50.99%
短期借款	-100.00	50.00	-25.00	12.50	每股净资产（最新摊薄）	388.82%	416.76%	459.99%	524.32%
长期借款	19.47	0.00	0.01	0.01	估值比率				
普通股增加	28.33	0.00	0.00	0.00	P/E	52.94	44.36	34.01	23.23
资本公积金增加	645.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.33	4.04	3.66	3.21
其他	-68.39	-79.94	-45.77	-65.36	EV/EBITDA	9.79	31.39	24.76	17.53
现金净增加额	714.08	177.65	-151.68	-195.95					

资料来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。