

翰宇药业(300199)

业绩略低于预期，看好销售体系改革后潜力品种放量 买入(维持)

2017 年 10 月 26 日

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
010-6657356

证券分析师 焦德智
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	855.0	1,100.4	1,503.2	2,029.3
同比	11.3%	28.7%	36.6%	35.0%
归母净利润（百万元）	291.9	395.6	540.0	739.8
同比	-4.4%	35.5%	36.5%	37.0%
ROE	8.1%	10.0%	12.1%	14.4%
每股收益（元）	0.32	0.42	0.58	0.79
P/E	48.5	36.4	26.7	19.5
P/B	4.0	3.6	3.2	2.8

投资要点

一、事件：

公司公布 2017 年三季报，公司 2017 年 1-9 月营收 7.14 亿元，同比增长 16.21%；归属母公司股东净利润 2.34 亿元，同比增长 1.84%；扣非归属母公司股东净利润 2.27 亿元，同比增长 0.56%，**略低于预期**。

公司第三季度，营收 2.35 亿元，同比下降 13.18%；归属母公司股东净利润 0.74 亿元，同比减少 37.97%；扣非归属母公司股东净利润 0.70 亿元，同比减少 40.62%，**不及预期**。

二、我们的观点：

2017 年 1-9 月，公司的销售收入和归母净利润分别为 7.14 亿元和 2.34 亿元，同比增长分别为 16.21%和 1.84%；其中第三季度，公司实现收入 2.35 亿元，归母净利润 0.74 亿元，分别同比下降 13.18%和 37.97%，三季度收入增速和业绩增速比 2017 年 1-6 月有所下降。

1、国内外多个产品获批，无创手环进展顺利

国内方面，报告期内公司特立帕肽及特立帕肽注射液、利拉鲁肽及利拉鲁肽注射液获 CFDA 药物临床试验批件，公司未来将按照要求开展仿制药临床试验，并于临床试验结束后向国家食药监总局递交临床试验等相关资料，申请上市生产批件。公司有望后来居上，成为国内利拉鲁肽仿制药首仿厂家。

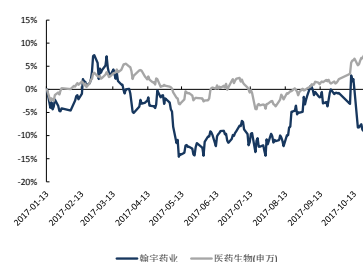
国外方面，公司无菌冻干粉针剂生产线通过了巴西国家卫生监督局（ANVISA）的 GMP 认证，实现了从单纯的原料药出口向制剂出口升级的重要突破，对公司推进制剂国际化进展有积极的促进作用。

无创血糖手环方面，BioMKR 于 7 月在欧洲顺利完成 III 临床受试者试验阶段，初步分析数据显示具有临床统计学意义，待完成全部统计分析结果后，公司将推动欧盟 CE 认证及上市审批工作。

2、毛利率维持高位，销售费用陡增拖累净利润下滑

公司在多肽领域具有较高的技术壁垒、领先的研究优势、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。产品毛利率一直维持较高水平，2017 年 1-9 月公司毛利率达 81.20%。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	15.42
一年最低/最高价	14.16/21.75
市净率（倍）	3.85
流通 A 股市值（亿元）	86.8

基础数据

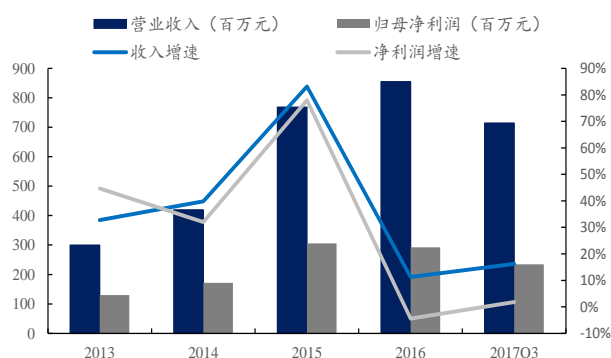
每股净资产（元）	4.01
资产负债率（%）	22.04
总股本（百万股）	935
流通 A 股（百万股）	563

相关研究

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-20170818

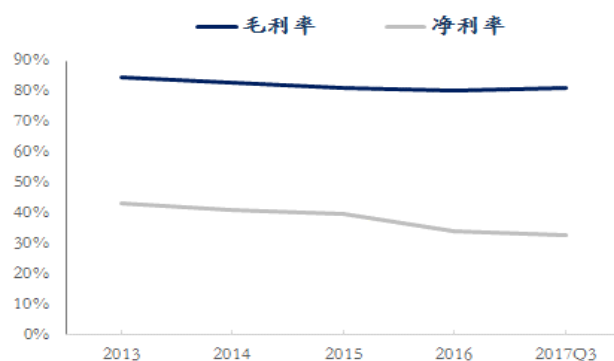
2、推出限制性股票激励计划，业绩目标高，未来三年有望高成长 -20170308

图表 1: 公司销售收入和归母净利润变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

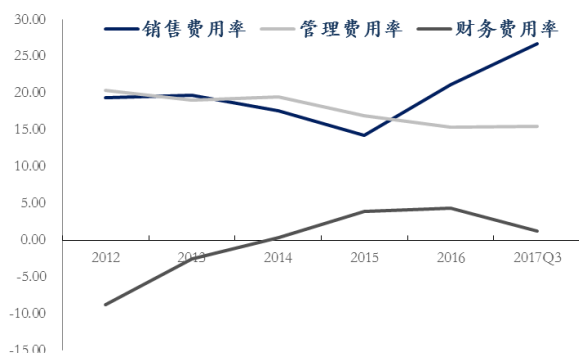
图表 2: 公司毛利率和净利率变化情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

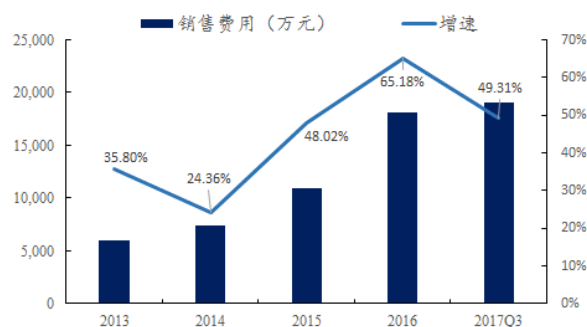
费用方面, 公司前三季度销售费用和管理费用分别达到 1.91 亿元和 1.11 亿元, 销售费用率及管理费用率分别达到 26.72%、15.49%, 比上年同期增加 5.92、0.60 个百分点, 拖累公司净利率水平。公司销售费用增长主要因为本期市场推广费用增长所致。当前国内招标进度放缓, 新品种进医院难度增大, 公司产品虽进入医保, 但各地医保执行存在滞后期, 使得公司产品医院端放量销售暂时受阻。为此, 公司采取依靠学术推广带动销售的策略, 不断加强市场教育, 提高产品的市场认可度, 相应导致了市场推广费用的增加。

图表 3: 公司三项费用率变化情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4: 公司销售费用变化情况



数据来源: wind, 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

2017 年 6 月, 公司完成第一期限限制性股票首次授予工作, 本次授予登记激励对象共 56 人, 授予登记股份 1,635 万股。该激励方案覆盖公司中高层管理人员及其他管理、核心技术人员, 覆盖范围广、行权条件高, 勾勒了公司未来发展前景。

图表 5: 首次授予限制性股票行权条件

解除限售期	业绩考核指标
第一个解除限售期	2017 年公司营业收入不低于 12 亿元
第二个解除限售期	2018 年公司营业收入不低于 15 亿元
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

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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议：

我们预计翰宇药业 2017-2019 年营业收入分别为 11.00 亿、15.03 亿和 20.29 亿元，归属母公司净利润为 3.96 亿、5.40 亿和 7.40 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.58 元和 0.79 元，对应市盈率为 36.4 倍、26.7 倍和 19.5 倍。公司深耕多肽领域，我们认为医保目录受益品种有望迎来放量增长，同时海外原料药需求持续增长将极大带动公司出口业务。因此，我们维持对公司的“买入”评级。

四、风险提示：

国内制剂招标降价压力，招标进度不及预期、原料药出口低于预期，仿制药申报进度不及预期，成纪商誉减值风险。

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	1841.8	2509.1	3404.6	4429.6	营业收入	855.0	1100.4	1503.2	2029.3
现金	880.5	1232.3	1625.7	2084.5	营业成本	169.4	205.8	281.1	379.5
应收票据&账款	791.2	1077.5	1475.2	1971.0	营业税金及附加	12.5	16.1	21.9	29.6
其它应收款	22.5	13.3	35.6	30.4	营业费用	181.0	231.1	330.7	426.2
预付账款	9.0	7.9	15.1	16.0	管理费用	131.8	165.1	225.5	324.7
存货	136.6	176.3	251.1	325.9	财务费用	36.7	0.0	-8.4	-18.0
其他	1.9	1.9	1.9	1.9	资产减值损失	48.7	48.7	48.7	48.7
非流动资产	2615.3	2273.0	1998.4	1772.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	114.8	114.8	114.8	114.8	投资净收益	2.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	855.1	796.9	628.7	460.5	营业利润	277.9	433.7	603.6	838.6
无形资产	349.3	414.0	356.2	298.5	营业外损益	31.3	31.7	31.7	31.7
其他	1296.0	947.2	898.6	898.6	利润总额	309.2	465.4	635.3	870.3
资产总计	4457.0	4782.1	5403.0	6202.1	所得税	17.3	69.8	95.3	130.5
流动负债	330.9	390.8	512.9	628.6	净利润	291.9	395.6	540.0	739.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	53.1	43.5	88.4	89.7	归属母公司净利润	291.9	395.6	540.0	739.8
其他	277.9	347.3	424.5	538.9	EBITDA	441.6	691.5	853.1	1029.9
非流动负债	521.5	421.2	421.2	421.2	EPS（元）	0.32	0.42	0.58	0.79
长期借款	417.7	417.7	417.7	417.7					
其他	103.8	3.5	3.5	3.5	主要财务比率				
负债合计	852.4	812.1	934.2	1049.8	营业收入增速	11.3%	28.7%	36.6%	35.0%
发行在外股本	918.3	934.7	934.7	934.7	归母净利润增速	-4.4%	35.5%	36.5%	37.0%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	80.2%	81.3%	81.3%	81.3%
归属母公司股东权益	3604.6	3970.0	4468.9	5152.3	净利率	34.1%	35.9%	35.9%	36.5%
负债和股东权益	4457.0	4782.1	5403.0	6202.1	ROE	8.1%	10.0%	12.1%	14.4%
现金流量表					ROIC	10.1%	11.9%	16.0%	21.3%
经营活动现金流	296.4	387.7	399.5	470.6	资产负债率	19.1%	17.0%	17.3%	16.9%
折旧摊销	94.8	225.8	225.8	177.2	总资产周转率	0.19	0.23	0.28	0.33
营运资金变动	844.2	607.5	773.4	909.4	P/E	48.5	36.4	26.7	19.5
投资活动现金流	-131.0	-5.6	26.9	26.9	P/B	4.0	3.6	3.2	2.8
筹资活动现金流	524.4	-30.4	-33.1	-38.7	EV/EBITDA	30.9	19.7	15.5	12.4
现金净增加额	694.8	351.7	393.4	458.9	每股净资产(元)	3.93	4.25	4.78	5.51

数据来源: wind 资讯, 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>