

翰宇药业（300199）：短期业绩承压，长期发展动力足

推荐(首次)

医药

当前股价：14.94 元

报告日期：2017 年 11 月 1 日

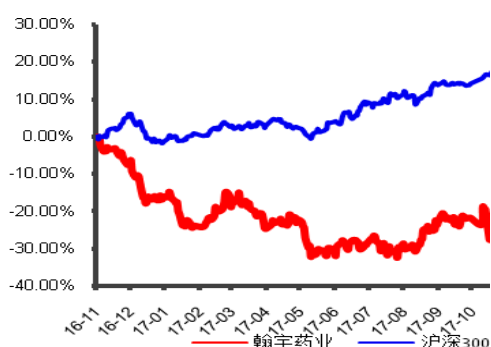
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	855	1,007	1,259	1,602
(+/-)	11.30%	17.83%	25.00%	27.24%
营业利润	278	370	473	620
(+/-)	-15.53%	33.31%	27.67%	31.17%
归属母公司	292	327	414	540
净利润				
(+/-)	-4.39%	12.10%	26.63%	30.24%
EPS（元）	0.31	0.35	0.44	0.58
市盈率	49	43	34	26

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	93,469/56,268
流通市值（亿元）	85.30
每股净资产（元）	3.86
资产负债率（%）	19.13

股价表现（最近一年）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

邮箱：duyh@cfsc.com.cn

投资要点：

- 三季度业绩低于预期。**公司 2017 年前三季度实现营收 7.14 亿元，同比增长 16.21%；归属上市公司股东净利润 2.34 亿元，同比增长 1.84%；扣非后归属上市公司股东净利润 2.26 亿元，同比增长 0.56%，对应 EPS 0.25 元。其中，Q3 单季营收 2.35 亿元，同比增长-13.18%；归属上市公司股东净利润 7411 万元，同比增长-37.97%。公司三季度业绩低于预期，主要受报告期内制剂产品招标进展缓慢，销售推广费用增加的影响。
- 销售费用增加明显。**报告期内，公司销售毛利率达 81.20%，同比基本持平，维持高位水平。销售费用率达 26.72%，同比增加 5.92pp，销售费用大增主要由于公司加大学术推广，报告期内举办了多场学术交流活动，对公司业绩产生较大影响。后期随着制剂产品的放量，公司销售费用有望逐渐回归到合理水平。报告期内，公司其他财务指标基本良好。
- 产品线丰富，研发进展顺利。**公司产品线丰富，受益于 2017 年新版医保目录的扩容，公司特利加压素、依替巴肽等 3 个药品新进医保目录，卡贝缩宫素取消适应症限制，去氨加压素乙类调整为甲类，随着新版医保目标招标在各地的积极推进，公司国内制剂增速有望逐步加快。同时，公司在研项目进展顺利，报告期内公司利拉鲁肽注射液和特立帕肽注射液于 9 月获得 CFDA 临床批件，批准其按照化药 6 类要求进行临床试验，公司仅需做验证性临床试验，研发进度将显著提前。公司有望后来居上，成为国内利拉鲁肽仿制药首仿厂家。原料药出口方面，公司格拉替雷和利拉鲁肽原料药已通



过美国市场认证，并与相关仿制药企业达成战略合作，随着原研药专利相继到期，仿制药大概率获批上市，将带动公司原料药出口的放量。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润分别为 3.27 亿元、4.14 亿元、5.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.35 元、0.44 元、0.58 元，当前股价对应 PE 分别为 43/34/26 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**国内制剂销售不达预期的风险；原料药出口不达预期的风险；商誉减值的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	736.48	760.97	1219.76	1246.72	营业收入	855.05	1007.49	1259.36	1602.41
应收和预付款项	822.67	1039.48	1098.29	1416.38	减：营业成本	169.43	200.25	261.05	332.31
存货	136.58	107.67	210.74	194.58	营业税金及附加	12.48	13.61	17.01	21.64
其他流动资产	1.89	0.00	0.00	0.00	营业费用	180.95	241.80	298.47	376.57
长期股权投资	114.84	114.84	114.84	114.84	管理费用	131.76	151.12	185.13	232.35
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	36.69	6.91	1.40	-4.17
固定资产和在建工程	965.06	1022.24	1109.39	1221.55	资产减值损失	48.74	23.39	23.39	23.39
无形资产和开发支出	1370.45	1312.66	1254.88	1197.09	加：投资收益	2.86	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	141.32	92.75	44.17	44.17	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4289.32	4450.61	5052.08	5435.34	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	277.85	370.41	472.93	620.33
应付和预收款项	263.49	121.73	339.47	222.97	加：其他非经营损益	31.34	14.60	14.60	14.60
长期借款	417.74	417.74	417.74	417.74	利润总额	309.19	385.01	487.52	634.93
其他负债	3.50	3.50	3.50	3.50	减：所得税	17.26	57.75	73.13	95.24
负债合计	684.73	542.97	760.71	644.21	净利润	291.92	327.26	414.39	539.69
股本	918.34	934.69	934.69	934.69	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1640.95	1624.60	1624.60	1624.60	归属母公司股东净利润	291.92	327.26	414.39	539.69
留存收益	1045.29	1348.34	1732.07	2231.83					
归属母公司股东权益	3604.59	3907.63	4291.37	4791.12	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	收益率				
股东权益合计	3604.59	3907.63	4291.37	4791.12	毛利率	80.18%	80.12%	79.27%	79.26%
负债和股东权益合计	4289.32	4450.61	5052.08	5435.34	三费/销售收入	40.86%	39.69%	38.51%	37.74%
					EBIT/销售收入	40.55%	38.93%	38.85%	39.39%
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITDA/销售收入	51.64%	61.35%	58.37%	53.26%
经营性现金净流量	295.55	243.51	728.83	350.79	销售净利率	34.14%	32.48%	32.91%	33.68%
投资性现金净流量	-131.01	-187.59	-237.59	-287.59	资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	524.41	-31.43	-32.44	-36.24	ROE	8.10%	8.37%	9.66%	11.26%
现金流量净额	693.92	24.49	458.79	26.95	ROA	8.08%	8.81%	9.69%	11.61%
					ROIC	9.57%	9.76%	11.29%	14.93%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	增长率				
EBIT	346.75	392.23	489.30	631.24	销售收入增长率	11.30%	17.83%	25.00%	27.24%
EBITDA	441.55	618.04	735.12	853.49	净利润增长率	-4.39%	12.10%	26.63%	30.24%
NOPLAT	297.21	320.99	403.50	524.15	总资产增长率	26.87%	3.76%	13.51%	7.59%
净利润	291.92	327.26	414.39	539.69	资本结构				
EPS	0.31	0.35	0.44	0.58	资产负债率	15.96%	12.20%	15.06%	11.85%
BPS	3.86	4.18	4.59	5.13	投资资本/总资产	76.65%	80.31%	69.51%	73.62%
PE	48.54	43.30	34.19	26.26	带息债务/总负债	61.01%	76.94%	54.91%	64.85%
PB	3.93	3.63	3.30	2.96	流动比率	6.44	15.67	7.45	12.82
PS	16.57	14.06	11.25	8.84	速动比率	5.92	14.79	6.83	11.94
PCF	47.94	58.19	19.44	40.39	股利支付率	7.62%	7.40%	7.40%	7.40%
EV/EBIT	39.24	35.28	27.37	21.20	收益留存率	92.38%	92.60%	92.60%	92.60%
EV/EBITDA	30.81	22.39	18.22	15.68	资产管理效率				
EV/NOPLAT	45.78	43.11	33.19	25.53	总资产周转率	0.20	0.23	0.25	0.29
EV/IC	4.14	3.87	3.81	3.34	固定资产周转率	1.00	1.23	1.47	1.74
ROIC-WACC	9.57%	9.09%	10.60%	14.32%	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.002	0.002	0.002	0.003	存货周转率	1.08	0.97	1.19	1.14

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券研究员，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>