

Q4增速超过80%，全年业绩超预期，多肽龙头2018值得期待

——翰宇药业（300199）事件点评

2018年01月29日

推荐/维持

翰宇药业 | 事件点评

事件：

翰宇药业公告2017年年度业绩预告，预计营业收入12.00亿-13.25亿元，同比增长40%-50%，归母净利润3.50-4.38亿元，同比增长20%-50%。

单独看四季度，营业收入4.86-6.11亿元，较去年同期（2.40亿）增长102.5%-154.3%；归母净利润1.16-2.04亿元，较去年同期（0.62亿）增长87.09%-229.03%。

主要观点：

1. 全年业绩超预期，Q4单季度收入利润均出现拐点

公司2017全年归母净利润3.5-4.38亿，考虑到2017年还有4500万-5000万的股权激励费用摊销，实际完成业绩在4-4.8亿，增速37%-64%，超出市场预期。

单独看四季度，单季度业绩1.16-2.04亿，增速87-229%。

整体收入端12-13.25亿，同比增长40-50%，完成公司股权激励考核要求。四季度收入端较去年同期有翻倍增长，除了低开转高开的因素之外，与国内整体营销改革和市场推广力度加大相关。核心重点品种逐渐放量。

分板块来看

海外板块略超预期：我们预计公司海外业务部分2017年收入端超过2亿，贡献净利润接近1.5亿，在去年的基础上仍然有增长，主要受益于重磅多肽药物利拉鲁肽和格拉替雷专利到期，公司多肽原料药因质量得到国际客户认可出口持续增长。

国内制剂业务板块出现拐点：2017年公司国内制剂板块市场推广力度加大，老产品收入和利润占比逐渐下降，特利加压素、卡贝缩宫素、爱啡肽等新产品逐步放量。

成纪药业基本符合预期：预计成纪方面2亿以上业绩，趋势向好，增速较快，完成业绩承诺80%以上。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：胡偌碧

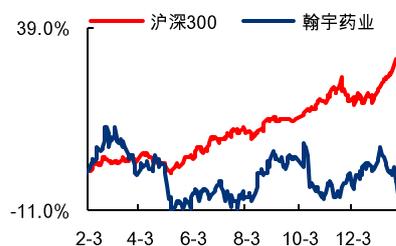
010-66554041

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	14.77-16.29
总市值（亿元）	138.05
流通市值（亿元）	83.11
总股本/流通A股（亿股）	93469/56268
流通B股/H股（亿股）	/
52周日均换手率	0.9

52周股价走势图



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《翰宇药业（300199）2017 季报点评：Q3 海外订单波动导致单季度业绩低于预期，长期方向不变》2017-10-26
- 《翰宇药业（300199）事件点评：利拉鲁肽、特立帕肽国内独家按化药仿制申报临床获批，有望快速上市》2017-09-19
- 《翰宇药业（300199）2017 中报点评：业绩高增速超预期，国内制剂业务放量拐点已现》2017-08-17
- 《翰宇药业（300199）事件点评：无创糖尿病手环欧洲 III 期进展顺利，国内制剂业务静待医保全面执行后放量》2017-07-20

2. 2017 年翰宇药业大事再梳理

国内方面：

特利加压素、爱啡肽进入新版医保目录，卡贝缩宫素取消适应症限制（为国内制剂板块持续增长奠定基础）。

利拉鲁肽注射液、特立帕肽注射液按 6 类仿制申报已获批临床（体现 CFDA 对翰宇全化学合成工艺的认可，生物仿制药申报需要做长期的临床，如果按化药 ANDA 申报，理论上只要做最基础的等效性临床验证即可，时间会大大缩短）。

海外方面：

无创糖尿病手环欧洲 III 期进展顺利（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。）；

FDA 最新指南建议合成肽类药物可以按照 ANDA 申报（在 2017 年 10 月 2 日发布的最新指南《ANDAs for certain highly purified synthetic peptide drug products that refer to listed drugs of rDNA origin》中，建议利拉鲁肽、胰高血糖素、奈西立肽、特立帕肽、替度鲁肽可以按照 ANDA 申报，并提出了具体技术要求。此指南对翰宇意义重大，FDA 建议按 ANDA 申报意味着翰宇下游客户利拉鲁肽有望加速获批，原料药放量可期。）

按照公司股权激励考核要求，公司三年复合增速接近 40%，2017 年按 4 亿利润计算 PE 34X，18 年仅 24X，值得重点关注。

3. 展望 2018 年公司国内外看点颇多值得期待

海外方面：公司海外业务持续超预期，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。2016 年海外增长主要来自利拉鲁肽注册级别的订单。2017 年海外保持平稳增长（根据草根调研结果，翰宇利拉鲁肽仍有新客户新订单）。2018 年一方面利拉鲁肽下游客户大概率完成 FDA 申报，另一方面爱啡肽美国 ANDA 获批也将带来一定弹性（也是国际化爆发的信号）。

公司国内业务板块具备爆发潜质。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。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。

公司后续制剂品种梯队丰富。同时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、阿托西班牙等品种也在审评当中。随着利拉鲁肽、特立帕肽进入临床，公司后续国内多肽制剂产品梯队非常强大。多肽龙头当之无愧。

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%，38.60%，41.42%，EPS 分别为 0.44 元、0.61 元、0.86 元，对应 PE 分别为 34X、24X、17X。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。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					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	979	1842	2045	2730	3629	营业收入	768	855	1251	1516	1903
货币资金	187	881	804	1231	1799	营业成本	147	169	295	353	386
应收账款	618	732	857	1038	1303	营业税金及附加	11	12	18	21	27
其他应收款	5	22	33	40	50	营业费用	110	181	275	273	304
预付款项	5	9	15	22	30	管理费用	130	132	210	240	295
存货	121	137	240	287	315	财务费用	30	37	0	0	0
其他流动资产	0	2	28	28	28	资产减值损失	18.92	48.74	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2567	2615	2363	2272	2179	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	109	115	115	115	115	投资净收益	7.17	2.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	846	855	801	760	737	营业利润	329	278	453	630	891
无形资产	373	349	314	279	245	营业外收入	12.48	35.15	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4	3	3	3	3	营业外支出	3.06	3.81	0.00	0.00	0.00
资产总计	3546	4457	4408	5002	5808	利润总额	338	309	453	630	891
流动负债合计	419	331	455	617	814	所得税	33	17	45	63	89
短期借款	100	0	0	0	0	净利润	305	292	408	567	802
应付账款	26	53	52	63	69	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	146	166	291	442	633	归属母公司净利润	305	292	408	567	802
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	788	731	543	721	984
非流动负债合计	490	522	56	56	56	EPS (元)	0.34	0.33	0.44	0.61	0.86
长期借款	0	19	19	19	19	主要财务比率					
应付债券	398	398	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	909	852	511	674	870	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	83.17%	11.30%	46.31%	21.18%	25.51%
实收资本(或股	890	918	935	935	935	营业利润增长	79.44%	-15.53%	63.20%	38.90%	41.42%
资本公积	996	1641	1641	1641	1641	归属于母公司净利	77.98%	-4.39%	39.80%	38.90%	41.42%
未分配利润	674	955	1175	1481	1914	获利能力					
归属母公司股东	2637	3605	3897	4328	4937	毛利率(%)	80.90%	80.18%	76.45%	76.75%	79.71%
负债和所有者权	3546	4457	4408	5002	5808	净利率(%)	39.74%	34.14%	32.62%	37.39%	42.13%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.77%	8.61%	6.55%	9.26%	11.33%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.58%	8.10%	10.47%	13.10%	16.24%
经营活动现金流	139	296	340	563	760	偿债能力					
净利润	305	292	408	567	802	资产负债率(%)	26%	19%	12%	13%	15%
折旧摊销	429	416	0	91	93	流动比率	2.34	5.57	4.50	4.42	4.46
财务费用	30	37	0	0	0	速动比率	2.05	5.15	3.97	3.96	4.07
应收账款减少	0	0	-125	-181	-265	营运能力					
预收帐款增加	0	0	125	152	190	总资产周转率	0.29	0.21	0.28	0.32	0.35
投资活动现金流	-1123	-131	163	0	0	应收账款周转率	2	1	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	50.91	21.51	23.71	26.31	28.94
长期股权投资减	0	0	41	0	0	每股指标(元)					
投资收益	7	3	0	0	0	每股收益(最新摊	0.34	0.33	0.44	0.61	0.86
筹资活动现金流	467	524	-580	-136	-192	每股净现金流(最	-0.58	0.75	-0.08	0.46	0.61
应付债券增加	0	0	-398	0	0	每股净资产(最新	2.96	3.93	4.17	4.63	5.28
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	490	28	16	0	0	P/E	43.44	44.76	33.83	24.36	17.22
资本公积增加	579	645	0	0	0	P/B	4.98	3.76	3.54	3.19	2.80
现金净增加额	-517	690	-77	427	568	EV/EBITDA	17.08	17.93	24.00	17.47	12.23

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。