

# 翰宇药业 (300199) \ 医药生物

## ——化学合成多肽龙头，多肽原料药放量在即

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 13.67元  
 目标价格: 19.95元

### 投资要点:

#### ► 医保调整受益标的。

公司多个品种受益医保目录调整: 1) 特利加压素新入医保, 在原先 10 省医保的基础上进入了国家医保, 且目前从各个省的对接情况来看, 2017 年中标 9 个省份, 预计未来能够实现 35% 以上增长; 2) 卡贝缩宫素取消“限抢救使用”限制。该品种用于剖腹产术后大出血, 效果优于缩宫素, 目前市场上一共 3 家, 翰宇的品种 17 年上市, 未来成长前景好。除以上两个品种外, 其他多个品种均受益新版医保目录调整, 增长加速。

#### ► 原料药业务提供业绩弹性。

公司的原料药毛利率在 80%-90% 左右, 相对制剂产品, 原料药销售费用少, 净利润率高。通过多年来在多肽原料药领域的深耕, 公司已经在 2013-2016 年先后取得了多个 DMF 号以及 EDMF 号。目前是三家被仿制药企业引用申报利拉鲁肽仿制药的企业之一, 如果合作伙伴获得首仿、二仿, 将会带动公司原料药产品放量; 同时是具备生产格拉替雷的五家原料药企业之一, 预计会在 2018 年申报 ANDA。

#### ► 股权激励绑定管理层利益, 长期发展值得期待。

公司已经开展了两期员工持股, 并在 2017 年 3 月实行了第一批限制性股票激励计划, 2018-2020 年的归母净利润考核中要求 18、19 年净利润合计不少于 13.5 亿, 18、19、20 年净利润合计不低于 24.5 亿。从业绩要求来看, 公司管理层对公司长期发展充满信心。员工持股和股权激励涉及面广, 绑定管理层和公司的业绩, 看好公司长期发展。

#### ► 盈利预测和估值

公司国内制剂受益新版医保目录调整, 多个品种 2017 年中标情况良好, 原料药板块利拉鲁肽提供业绩弹性, 制剂出口渐行渐近, 看好公司长期发展。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.42、0.57、0.70 元, 对应 2 月 9 日收盘价, 市盈率为 33、24、19 倍。参考可比公司约 35 倍估值, 12 个月目标价 19.95 元, 给予“推荐”评级。

#### ► 风险提示

原料药销售不达预期; 制剂销售不达预期; 成纪药业减值风险;

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	935/563
流通 A 股市值 (百万元)	7,692
每股净资产 (元)	4.01
资产负债率 (%)	22.04
一年内最高/最低 (元)	18.58/13.29

### 一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-52857985

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	768.26	855.05	1,198.90	1,440.56	1,749.84
增长率 (%)	83.17%	11.30%	40.21%	20.16%	21.47%
EBITDA (百万元)	455.03	441.55	628.96	798.31	894.50
净利润 (百万元)	305.34	291.92	389.50	534.42	658.48
增长率 (%)	77.98%	-4.39%	33.42%	37.21%	23.21%
EPS (元/股)	0.33	0.31	0.42	0.57	0.70
市盈率 (P/E)	41.85	43.77	32.80	23.91	19.40
市净率 (P/B)	4.84	3.54	3.30	3.01	2.71
EV/EBITDA	27.78	28.00	19.72	14.90	13.32

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	化学合成多肽龙头，产品结构优化	4
1.1.	曾氏三兄弟为公司实际控制人	4
1.2.	制剂产品结构优化，原料药带来增量	4
1.3.	激励充足，确保公司长期发展	5
2.	多肽制剂空间广阔	6
2.1.	全球情况：多肽制剂研发向好，市场稳步拓展	6
2.2.	国内市场：行业集中度低，翰宇等五家市占率较高	7
3.	制剂-多个产品受益医保目录调整，研发储备丰富	8
3.1.	国内制剂-受益新版医保目录调整	8
3.2.	制剂出口渐行渐近	13
3.3.	制剂研发储备丰富	13
4.	原料药和客户肽-重磅专利药到期带动原料药需求	15
4.1.	利拉鲁肽：销售额最高的 GLP-1 受体激动剂	15
4.2.	格拉替雷	18
5.	成纪药业：主营注射笔产品，补足器械短板	19
6.	盈利预测和估值	21

## 图表目录

图表 1:	翰宇药业股权结构	4
图表 2:	公司历史业绩情况	5
图表 3:	首次授予限制性股票的业绩考核指标	6
图表 4:	全球多肽类药物市场规模	6
图表 5:	多肽类药物临床数量	6
图表 6:	多肽药物、传统化药、蛋白质药物比较	7
图表 7:	多肽药物国内市场规模	7
图表 8:	我国化学合成多肽前五位品种（终端销售额）	7
图表 9:	2013-15 年我国化学合成多肽类药物前五位企业销售额（终端销售额）	8
图表 10:	化学合成多肽企业相关主要产品样本医院销售额	8
图表 11:	常用宫缩药物	9
图表 12:	卡贝缩宫素样本医院销售情况	9
图表 13:	卡贝缩宫素格局	9
图表 14:	样本医院缩宫素、卡贝缩宫素销售情况对比	10
图表 15:	卡贝缩宫素近期中标省份和中标价格	10
图表 16:	特利加压素适应症广泛	10
图表 17:	特利加压素样本医院销售情况	11
图表 18:	特利加压素品种上翰宇的市场占有率	11
图表 19:	特利加压素近年中标省份和价格	12
图表 20:	样本医院生长抑素整体销售情况	12
图表 21:	生长抑素市场份额情况	12
图表 22:	胸腺五肽样本医院销售情况	13
图表 23:	胸腺五肽各个企业市场占有率	13
图表 24:	制剂出口申报情况	13
图表 25:	主要研发产品储备	14
图表 26:	曲美他嗪样本医院销售额	14
图表 27:	曲美他嗪市场格局	14

图表 28: 西曲瑞克样本医院销售额.....	15
图表 29: 我国 60 岁以上人口比例.....	15
图表 30: 多肽类产品已经取得的海外认证情况.....	15
图表 31: victoza 销售额.....	16
图表 32: 利拉鲁肽是最畅销的 GLP-1 受体激动剂 .....	16
图表 33: 利拉鲁肽原料药 DMF 相关情况.....	16
图表 34: 利拉鲁肽相关专利.....	17
图表 35: 诺和诺德利拉鲁肽国内样本医院销售.....	18
图表 36: 利拉鲁肽注射液国内申报.....	18
图表 37: 格拉替雷 DMF 情况.....	18
图表 38: 格拉替雷制剂销售情况.....	18
图表 39: 成纪药业医疗器械产品.....	19
图表 40: 注射笔价格.....	20
图表 41: 药品组合包装产品.....	20
图表 42: 住院病人手术人次.....	20
图表 43: 成纪药业营收.....	21
图表 44: 成纪药业利润.....	21
图表 45: 收入分拆.....	22
图表 46: 同类企业估值.....	23
图表 47: 财务预测摘要.....	24

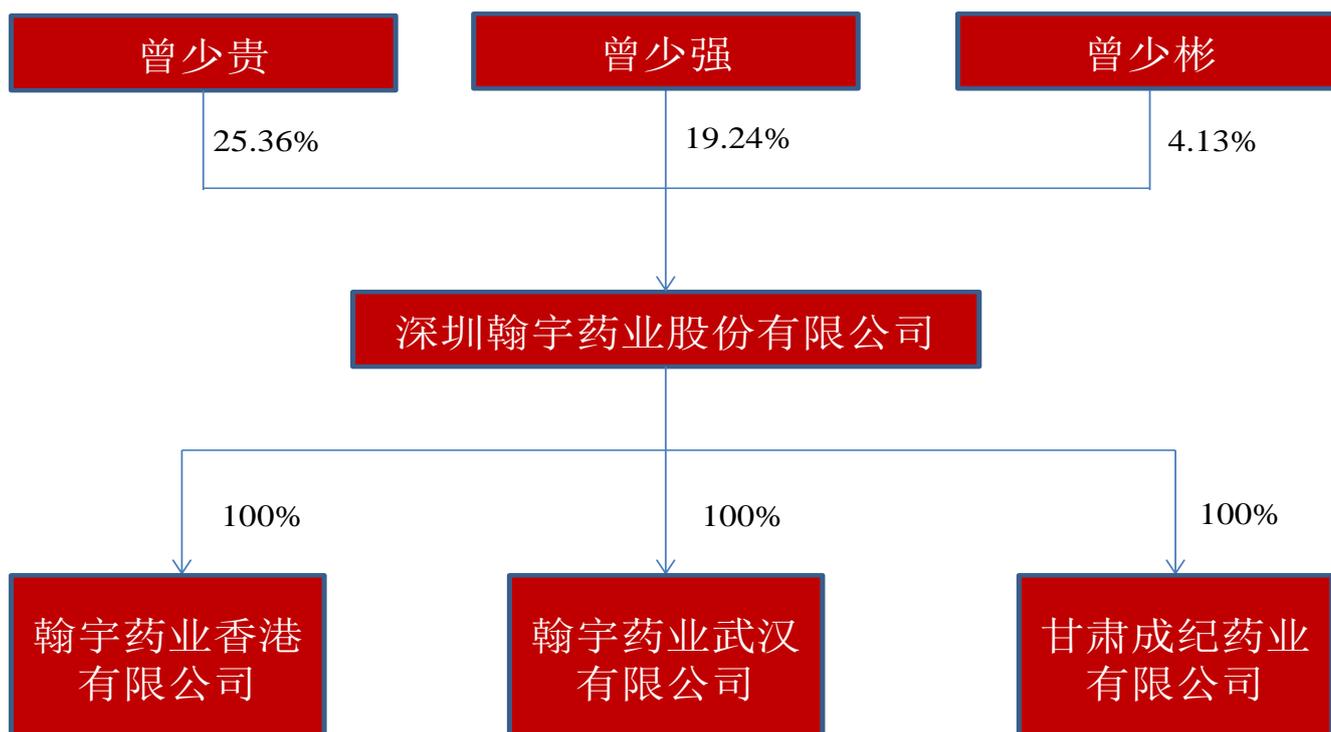
## 1. 化学合成多肽龙头，产品结构优化

### 1.1. 曾氏三兄弟为公司实际控制人

深圳翰宇药业股份有限公司是专门从事多肽药物研发、生产、销售的国家级高新技术企业，目前主要产品包括多肽制剂、多肽原料药和客户肽、药品组合包装类产品、器械类产品、固体类产品六大系列。

公司的控股股东和实际控制人是曾少贵、曾少强、曾少彬三兄弟，三人合计持有公司 4.56 亿股，占公司总股本的 48.73%。下属子公司成纪药业为 2015 年收购，主营卡式注射笔和药品组合包装；翰宇药业（武汉）有限公司为 2014 年设立，定位为原料药生产基地和高端化学固体制剂生产基地。翰宇药业（香港）有限公司在 2012 年投资设立，主要从事原料药、客户肽、多肽制剂的海外申报以及销售。

图表 1：翰宇药业股权结构



来源：2017 年三季度报，国联证券研究所

### 1.2. 制剂产品结构优化，原料药带来增量

上市之初，公司 90% 以上的营业收入来源于多肽制剂，主要品种为注射用胸腺五肽、注射用特利加压素、注射用去氨加压素、注射用生长抑素这 4 个品种。原料药和客户肽收入较少，原料药主要用于自己生产制剂，而客户肽销售体量刚过千万级别，重在了解客户的需求。

制剂端,除了2016年制剂销售有所下滑外,其他年份的制剂销售均实现正增长,制剂产品结构发生改变,治疗用药比例增加。胸腺五肽作为辅助用药,销售占比下降,其他治疗性品种,如生长抑素、特利加压素,增长较快,目前已经成为销售额一亿元级别的品种。制剂的产品结构目前正在发生转变,治疗药品比例提升,2017年半年度营收中,辅助用药占制剂的比例已经由40%下降为20%,治疗药品品种比例上升,制剂产品结构向好。2016年制剂下滑,主要是胸腺五肽受全国招投标进展及全国招标限价的影响销售额下降较多。

原料药和客户多肽端:客户肽稳定的增长,目前销售额超过1亿元。早期原料药主要供给公司自身的制剂生产,对外销售少;在2014年之后海外原料药需求增加,重磅多肽制剂专利临近到期或已到期,刺激了原料药的需求。

其他:在2015年收购成纪药业以后,公司新增药品组合包装以及器械类销售收入,带来其他业务的增长。

**图表2: 公司历史业绩情况**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1	
营收合计		2.25	3	4.17	7.68	8.55	4.8
多肽制剂		2.06	2.68	3.26	4.11	3.37	2.06
	胸腺五肽 (0.85, +22%), 特利加压素 (0.49, +124%), 去氨加压素 (0.31), 生长抑素 (0.39)	特利加压素 (0.92,+90%), 胸腺五肽 (0.95, +11%), 生长抑素 (0.47), 去氨加压素0.29)	胸腺五肽 (1.45, +53%), 生长抑素 (0.56, +18%), 去氨加压素 (0.3, +5%), 特利加压素 (0.92, 0%, 销售团队调整)	生长抑素 (0.91, +63%), 特利加压素 (1.32, +44%), 胸腺五肽 (1.34, -7%), 去氨加压素 (0.25,-15%)	特利加压素 (1.4, +5%), 胸腺五肽 (0.4, -71%), 生长抑素 (0.87, -5%), 加压素 (0.24, -3%)	特利加压素 (1.02, +49%), 胸腺五肽 (0.4, +5%), 生长抑素 (0.56, +33%), 加压素 (0.2, +52%)	
多肽原料药	少	少		0.28	0.52	1.26	0.96
				格拉替雷、利拉鲁肽海外销售 贡献			
			海外市场原料药需求增加				
客户肽		0.15	0.31	0.63	0.84	1.04	0.2
		基数较小翻倍增长					
其他					2.21	2.88	1.58
				收购成纪药业2月并表		成纪药业贡献	成纪药业贡献

来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 1.3. 激励充足, 确保公司长期发展

公司在2017年3月通过了第一期限限制性股票激励计划,首次授予对象包括公司董事、高级管理人员、其他管理人员和核心技术(业务)人员56人,授予价格9.04元,首次授予1635万股,其对2017-2020年的营业收入以及2018-2020年的归母净利润提出要求,18、19年净利润合计不少于13.5亿,18、19、20年净利润合计不低于24.5亿,并依据业绩完成度按照比例解锁。公司2016年利润为2.9亿,从业绩的要求来看,公司管理层对公司长期发展信心足。

图表 3: 首次授予限制性股票的业绩考核指标

		2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营收承诺 (亿)		8.56	12	15	19	24
增长率			40%	25%	27%	26%
净利润 (亿) 承诺			无	18+19 ≥ 13.5		
				18+19+20 ≥ 24.5		
按照相同净利润率估算	净利润 (亿)			6.34	8.03	10.14
	增长率				27%	26%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2. 多肽制剂空间广阔

### 2.1. 全球情况: 多肽制剂研发向好, 市场稳步拓展

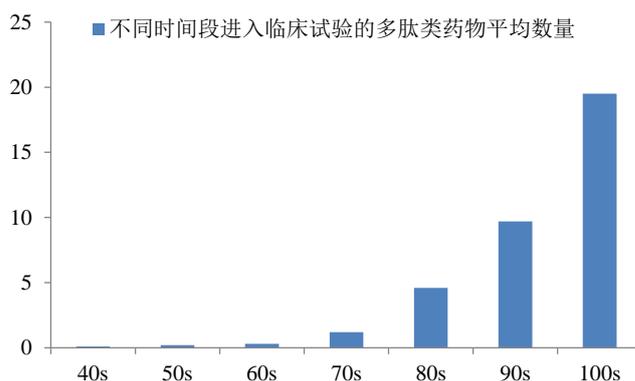
多肽类药物是 21 世纪最具备前景的药物之一, 目前约有 70 余种多肽类药物上市。2015 年全球多肽药物市场规模约 220 亿美元, 近 10 年复合增长率 10.8%。多肽研发品种同样增加, 进入临床研究的多肽类药物数量从 1940-1950 年的平均 0.1 个/年增长到 2000-2010 年平均 19.5 个/年。从产品销售规模来看, 多肽类药物不乏重磅品种, 格拉替雷、亮丙瑞林、奥曲肽均是十亿美元以上的大品种。

图表 4: 全球多肽类药物市场规模



来源: 海南中和招股书, 药渡网, 国联证券研究所

图表 5: 多肽类药物临床数量



来源: 海南中和招股书, 国联证券研究所

相比化药和蛋白质类药物, 由于分子量在两者之间, 多肽药物具备两者的部分优势: 像化药小分子一样, 具备较好的稳定性、纯度高, 同时免疫原性弱; 同时具备蛋白质药物的生物活性, 特异性强; 且多肽类药物作用靶点明确, 易于改造。多肽产品按照制备方法可以分为基因重组、提取、化学合成法。根据统计, 全球上市的多肽药

物中约 90%是化学合成法制备的。

图表 6：多肽药物、传统化药、蛋白质药物比较

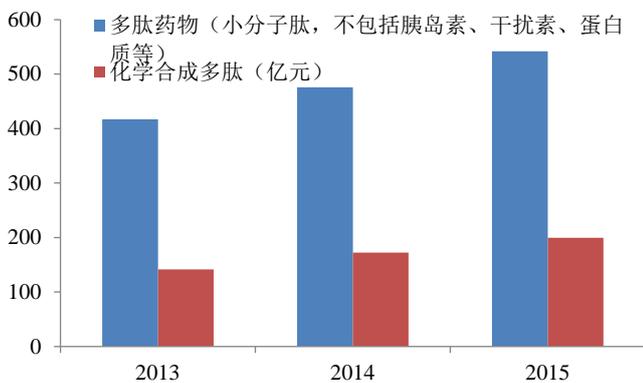
药物	相对分子质量	稳定性	生物活性	特异性	免疫原性	纯度	成本
传统化学药物	一般不高于 500	好	较低	弱	无	高	低
多肽药物	500 ~ 10 000	较好	高	强	无或低	高	高
蛋白质药物	一般不高于 10 000	差	高	强	有	较低	更高

来源：多肽药物的发展现状，国联证券研究所

## 2.2. 国内市场：行业集中度低，翰宇等五家市占率较高

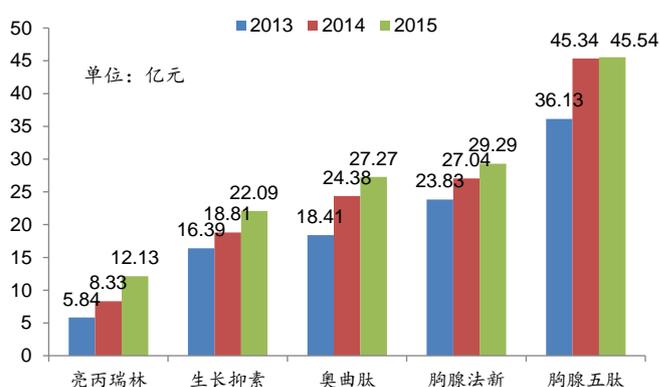
国内化学合成多肽 2015 年市场规模约 200 亿元，占多肽类药物的 37%，主要品种包括胸腺五肽、胸腺法新、奥曲肽、生长抑素、亮丙瑞林。根据南方所统计，上述五种药品占据整个化学合成类药物的 70%。由于消费水平不同，国内销售额居前的多肽产品结构和全球的情况不一样。

图表 7：多肽药物国内市场规模



来源：海南中和招股书，国联证券研究所

图表 8：我国化学合成多肽前五位品种(终端销售额)



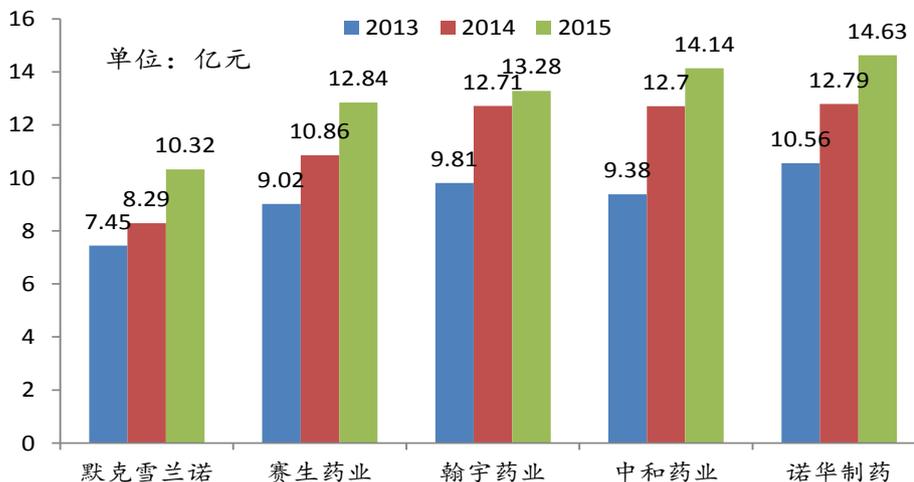
来源：海南中和招股书，米内网等，国联证券研究所

从企业市场占有率来看，外资的诺华制药、美国赛生、默克雪兰诺以及国内企业海南中和、翰宇药业占据国内化学合成多肽市场前五，前五位的市场份额接近，合计占据化学合成多肽药物市场份额的 33%，集中度不高。

每家企业多肽制剂产品结构不同，诺华制药主要产品为奥曲肽，默克雪兰诺主要为促卵泡激素和生长抑素，偏向辅助生殖。美国赛生主要产品为胸腺肽  $\alpha 1$ (日达仙)，海南中和主要产品为胸腺五肽、胸腺肽  $\alpha 1$ ，翰宇药业主要产品为胸腺五肽、生长抑

素、特利加压素。海南中和目前 IPO 排队中。相比海南中和，翰宇药业除了多肽制剂业务外，还有多肽原料药的出口业务。

图表 9：2013-15 年我国化学合成多肽类药物前五位企业销售额（终端销售额）



来源：海南中和招股书，米内网，南方所，国联证券研究所

图表 10：化学合成多肽企业相关主要产品样本医院销售额

样本医院销售额（亿元）	诺华制药	海南中和	翰宇药业	美国赛生 (Patheon)	默克雪兰诺
奥曲肽	4.5				
鲑降钙素	0.6				
胸腺肽α1		1.4		6.3	
胸腺五肽		3.8	2.2		
生长抑素			1		2.4
特利加压素			0.9		
促卵泡激素					5.3

来源：PDB，国联证券研究所

### 3. 制剂-多个产品受益医保目录调整，研发储备丰富

#### 3.1. 国内制剂-受益新版医保目录调整

##### ➤ 卡贝缩宫素

主要用于选择性硬膜外或腰麻下剖宫产手术，用于预防和治疗产后出血、子宫收缩乏力。孕产妇死亡率是 63.07/10 万人，而产后出血是造成孕产妇死亡的第一原因，主要导致原因为子宫收缩乏力，治疗主要使用宫缩药物。卡贝缩宫素起效快(2 分钟)，

半衰期长（40-50 分钟），持续时间长。对比常用宫缩药物如缩宫素（又称催产素），卡贝缩宫素能显著减少出血量、降低需要的干预治疗次数。

图表 11：常用宫缩药物

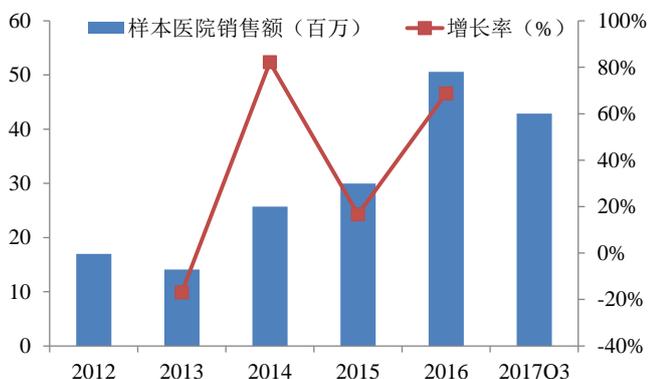
产品	特点
缩宫素	静脉注射立刻起效，半衰期短（1-6min）恶心、呕吐、心律不齐、短暂性血压过低
麦角新碱	口服6-10min起效，半衰期长（30min）、高血压、短暂胸疼
前列腺素	心动过缓、血压下降、发热
卡贝缩宫素	生物利用度高（80%）、半衰期长（40-50min），快速起效（2min），效果持久（1-2h）

来源：互联网信息整理，国联证券研究所

在 2009 版的医保里，卡贝缩宫素医保“限抢救”使用，而在新版医保目录里，去除了抢救的限制。我们通过草根调研了解到，原先卡贝缩宫素只有在孕妇大出血抢救的时候才使用，如果未来能够将其定位为产后出血预防，那么使用人群就大量提升。我国新生儿在 1700-1800 万左右，随着二胎的普及，新生儿维持较高水平，按照 40% 的剖腹产率、每次手术使用 1.5 支、每支 220 元计算，潜在市场空间约 30 亿。如果按照 10% 渗透率算，公司卡贝缩宫素潜在市场销售额约 3 亿。

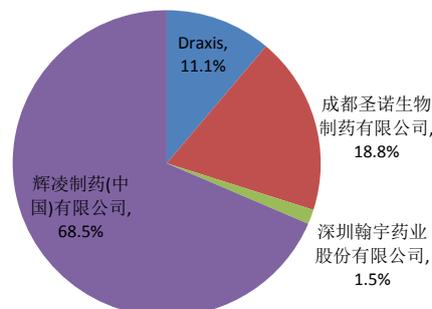
卡贝缩宫素主要是原研厂家辉凌（Draxis Pharma），16 年翰宇药业、成都圣诺的仿制产品成功上市。成都圣诺为首仿，翰宇为二仿，圣诺产品比翰宇的产品上市早几个月。翰宇药业该品种上市时间较短，目前销售额较少，借助使用限制取消，未来有望成为 3 亿元以上的大品种。

图表 12：卡贝缩宫素样本医院销售情况



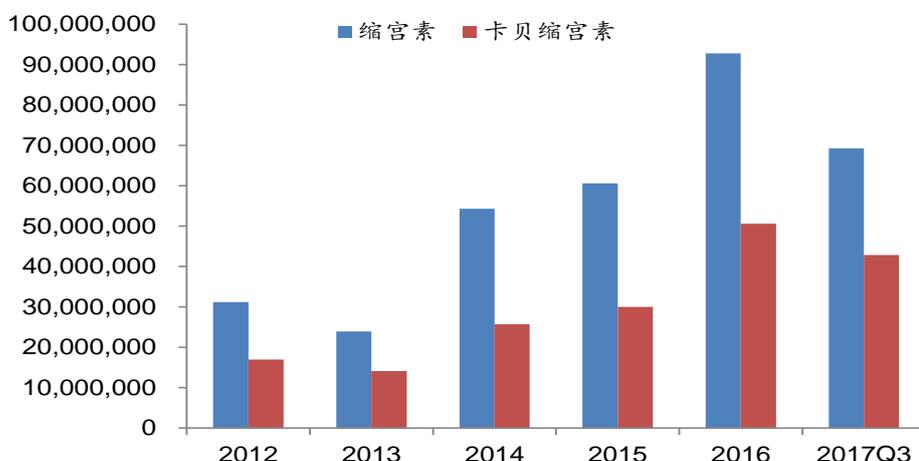
来源：PDB，国联证券研究所

图表 13：卡贝缩宫素格局



来源：PDB，国联证券研究所

图表 14: 样本医院缩宫素、卡贝缩宫素销售情况对比



来源: PDB, 国联证券研究所

目前,卡贝缩宫素已经被包括上海在内的 9 个省市纳入医保,省级医保对接良好。在 2017 年中标的省份中,除了上海、广东省中标价格较低之外,其他省份中标价均符合预期,价格体系维持较好。

图表 15: 卡贝缩宫素近期中标省份和中标价格

	上海	广东	湖北	四川	黑龙江	重庆	辽宁
中标价格	187.52	89.75	229.3	257.91	243.4	259.13	240.74

来源: 药智网, 国联证券研究所

#### ➤ 特利加压素

特利加压素是为垂体后叶分泌激素的类似物,一是能收缩血管,减少静脉血流向肝门静脉系统,以降低门静脉血压,具有止血作用;其二,能作用于肾脏上的某些受体,防止尿液中水分的过度流失,具有抗利尿功能。特利加压素在欧美临床应用时间已有近 20 年,是目前已知的肝硬化出血治疗药物中唯一可以提高患者生存率的药物,止血效果优于生长抑素、奥曲肽。

图表 16: 特利加压素适应症广泛

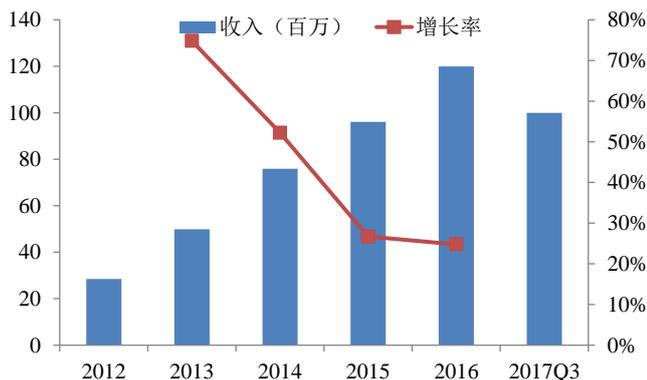
内科应用	
1、肝硬化食管胃底静脉曲张出血:	高效降低门静脉压力,止血效果优于生长抑素、奥曲肽;唯一被证实能降低患者死亡率的止血药物
2、肝源性腹水:	源头减少腹水生成,增加排尿量,保护患者肾功能。
3、肝肾综合征:	目前国际认可的唯一能逆转肝肾综合征的药物,尽早使用,提前预防。
外科应用	

1、肝切手术:	高效降低们静脉压力,减少术中出血;保护患者肾功能;促进术后残肝肝细胞细胞再生。
2、肝移植手术:	术前使用缓解肝肾综合征,为患者等待肝源争取时间;术中术后使用提升移植成功率,改善预后。
<b>重症监护病房(ICU)应用</b>	
1、感染性休克:	提高并保持患者平均动脉压,替代或与去甲肾上腺素联用,减少去甲肾上腺素剂量,不增加心脏负荷,保护肾功能。

来源: 公司网站, 国联证券研究所

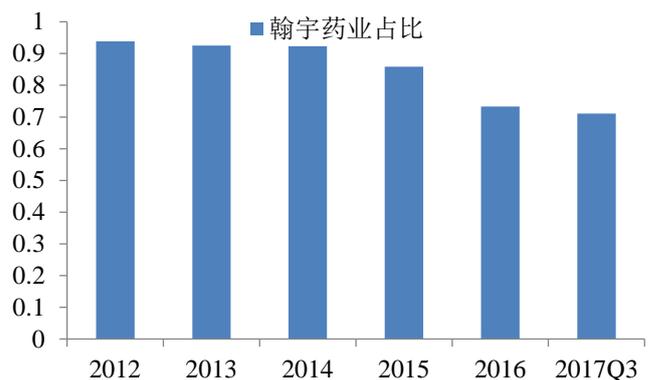
由于产品医保范围为“限食管静脉曲张出血抢救”,按照肝硬化发病率 1.2%、肝硬化患者中食管静脉曲张发生率 40%、食管静脉曲张中 50%中出现大出血测算,相关的人群达到 33.6 万。按照一次手术 1 盒(10 支)使用,单支 400 元、渗透率 20%估算,空间约 2.6 亿。该产品国内一共两家企业生产,一个是原研厂家辉凌,另外一个为翰宇药业。瑞典辉凌公司的产品在八十年代初首先上市,翰宇药业为该产品的首仿,09 年上市,占据 70%以上的市场份额。该产品增速较快,年复合 43%的增长,在 2017 版医保目录出台前,该品种仅在约 10 个省的乙类医保目录中。今年 2 月进入国家医保乙类(限食管静脉曲张出血抢救)。就各地医保目录的对接情况来看,特利加压素进入了包含上海、北京(增补)在内的 10 个省市的医保乙类。

图表 17: 特利加压素样本医院销售情况



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 18: 特利加压素品种上翰宇的市场占有率



来源: PDB, 国联证券研究所

由于其原理上是通过降低门静脉血压从而止血,应用广泛,包括胃消化科、肝胆外科、重症 ICU 等。该产品在 09 年上市以后,通过公司的多科室推广,目前销售规模已经超过 1 亿。从药智数据显示的中标情况来看,在 2017 年中标了 9 个省份,相比 2014-2016 的 2、3、5 个中标省份,中标情况良好,预计未来能够实现 30%以上增长。

图表 19: 特利加压素近年中标省份和价格

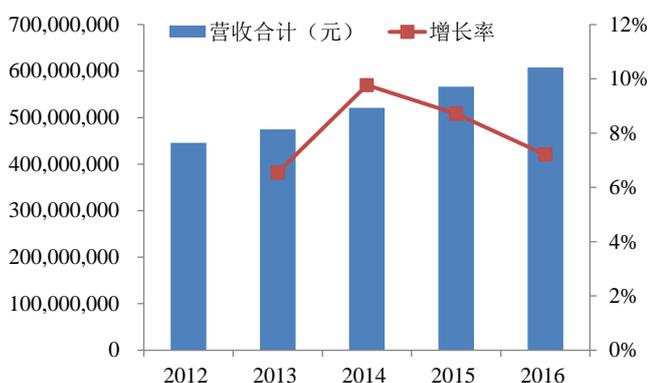
	广东	湖北	黑龙江	重庆	宁夏	江西	江苏	福建	辽宁	西藏	内蒙古	广西	北京	浙江	海南	吉林
2017	247.33	384.74	433.2	443.2	384.79	432.16	384.74	336.78	379.32							
2016		384.74								445	491.216	453.33	384.74			
2015		433.33					420							384.74		
2014																450.87 450.87

来源: 药智数据, 国联证券研究所

➤ 生长抑素

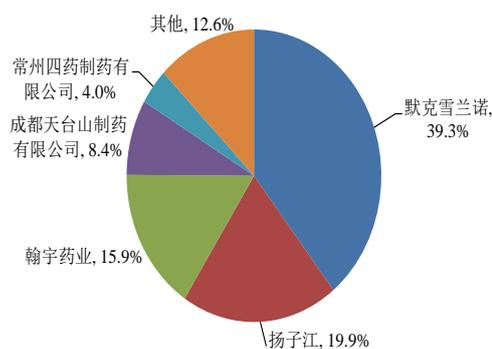
生长抑素能有效调节多种激素和神经递质释放、抑制细胞增殖、参与认知、痛觉、行为等诸多功能调节, 主要用于胃肠道大出血。生长抑素的样本医院使用超过 6 亿, 整体增长在 8% 左右。竞争格局上, 翰宇药业占据 16% 的市场份额, 仅次于原研默克雪兰诺以及扬子江药业。在 09 版医保里, 医保范围为“限胰腺炎、食道静脉出血”, 在新版医保里, 医保范围扩大, 增加胃静脉出血的适应症。借助医保适应症扩大的契机, 该品种有望实现 10% 左右的增长。

图表 20: 样本医院生长抑素整体销售情况



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 21: 生长抑素市场份额情况

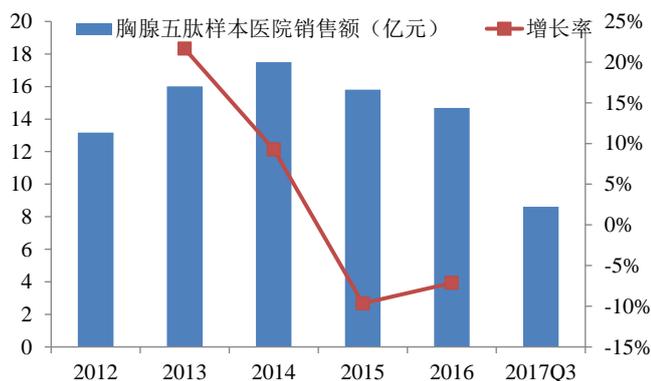


来源: PDB, 国联证券研究所

➤ 胸腺五肽

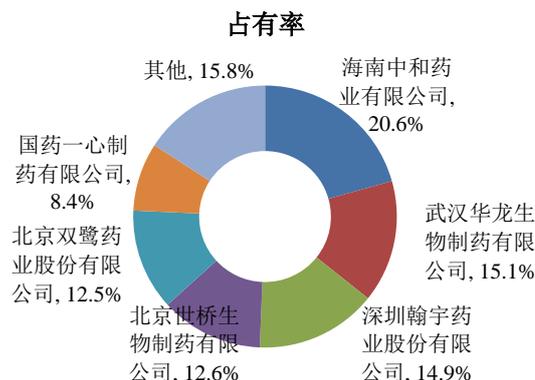
胸腺五肽为免疫调节药物, 09 版医保目录中入选 17 个省市的地方医保目录乙类。在 2017 年进入西藏、维吾尔自治区、甘肃、黑龙江的医保目录乙类, 并增补进河南省医保目录。由于是辅助用药, 被部分省市列入重点药品监控目录, 叠加招标、限价等因素, 销售受到影响, 但公司调整产品销售重点, 该品种在 2016 年销售已经见底, 预计未来销售和目前持平。

图表 22：胸腺五肽样本医院销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

图表 23：胸腺五肽各个企业市场占有率



来源：PDB，国联证券研究所

### 3.2. 制剂出口渐行渐近

公司积极推进海外制剂的认证。依替巴肽注射液品种进展最快，该品种是 2011 年美国心脏学院基金会（ACCF）、美国心脏协会（AHA）、（美国）心血管造影和介入学会（SCAI）经皮冠脉介入（PCI）治疗指南推荐用药，属于第三代抗血小板药物，冠心病抗血小板治疗的一线药物。

公司的依替巴肽制剂已经通过 FDA 官方的现场检查，有望 2018 年上市。公司目前还没有出口的制剂产品，如果依替巴肽制剂获批，也将为后续申报的其他品种提供经验；醋酸格拉替雷以及利拉鲁肽制剂两个品种公司也在准备申报。

图表 24：制剂出口申报情况

品种	种类	适应症	进展
依替巴肽注射液	制剂国际注册：ANDA	急性冠状动脉综合症	审评中
醋酸格拉替雷注射液	制剂国际注册：ANDA	多发性硬化症	研究开发中
利拉鲁肽注射液	制剂国际注册：ANDA	II 型糖尿病	研究开发中

来源：17 年半年报，国联证券研究所

### 3.3. 制剂研发储备丰富

公司国内研发品种储备丰富，翰宇药业有 24 个在研品种，成纪药业有 3 个在研品种，覆盖辅助生殖、糖尿病、心脑血管等领域，产品研发管线丰富，且多个品种竞争格局良好。

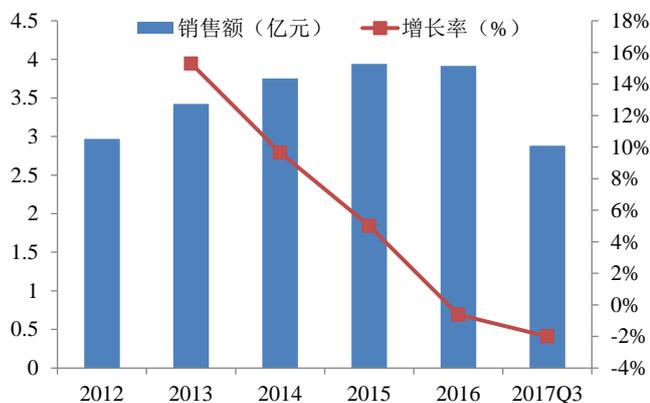
图表 25: 主要研发产品储备

类别	产品名	主要适应症	国内上市的供应企业	样本医院16年 销售额 (百万 元)	全球销售额 (以通用名 计, 百万美 元)
辅助生殖类	西曲瑞克	辅助生殖	德国爱斯达大药厂	64	100
	阿托西班	晚期流产治疗	辉凌、海南中和	18	69
糖尿病类	利拉鲁肽	糖尿病	诺和诺德	41	4277
	艾塞那肽	糖尿病	百特	43	1249
	醋酸普兰林肽	I型糖尿病	无	-	62
心血管疾病	盐酸曲美他嗪	心绞痛预防	施维雅等12家企业	391	346
免疫调节	胸腺法新	1、慢性乙型肝炎 2. 作为免疫损害病者的疫苗免疫应答增强剂	Patheon、地奥九泓、海南双成等8家	1256	300
骨科	特立帕肽	骨质疏松	礼来	12	1791

来源: 2017 年半年报, PDB, 药智网, 国联证券研究所

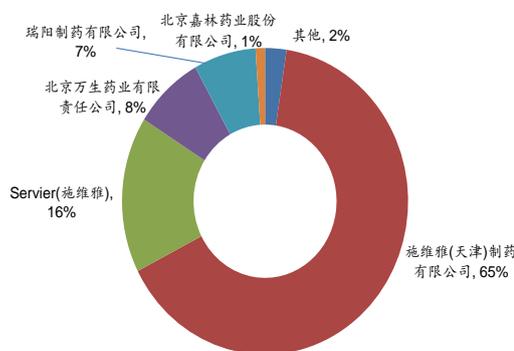
盐酸曲美他嗪片: 用于心绞痛的预防治疗, 2016 年全球销售额约 3.5 亿美元。国内该品种样本医院销售额近 4 亿元, 市场集中度较高, 施维雅占据市场 81% 的市场份额。心绞痛治疗领域空间大, 大品种多, 中新药业的速效救心丸、天士力的复方丹参滴丸都是十亿级别的大品种。

图表 26: 曲美他嗪样本医院销售额



来源: PDB, 国联证券研究所

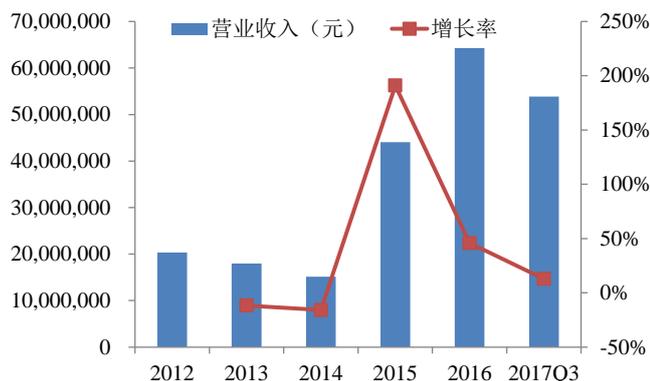
图表 27: 曲美他嗪市场格局



来源: PDB, 国联证券研究所

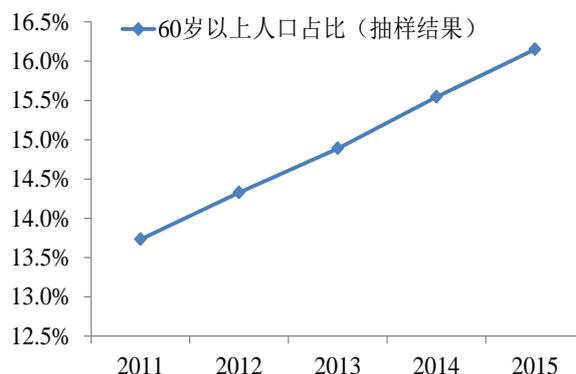
西曲瑞克: 该品种可防止提前排卵, 用于辅助生殖的治疗, 除此之外对卵巢癌、前列腺癌、子宫纤维瘤、子宫内膜异位等疾病有较好的疗效, 而且对良性前列腺肥大和卵巢过度刺激综合征有预防和改善作用。该品种由瑞士 Ares-Serono 公司生产, 于 1999 年在德国首次上市, 2000 年美国批准使用。根据产业信息网的报道, 中国的不孕不育率在 12.5%-15% 左右, 每 8 对夫妇中就有 1 对有不孕不育问题, 市场空间巨大。西曲瑞克在国内样本医院销售额复合增速超过 50%。由于国内目前仅德国爱斯达大药厂生产, 而翰宇药业的西曲瑞克作为首先仿制进入优先审评审批, 竞争格局良好。

图表 28: 西曲瑞克样本医院销售额



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 29: 我国 60 岁以上人口比例



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

特立帕肽: 该品种用于治疗骨质疏松, 全球销售额约 17 亿美元, 国内仅礼来一家公司生产, 翰宇、苏州金盟、上海联合赛尔生物工程有限公司三家公司申报。目前老龄化率呈现上升趋势, 11-15 年 60 岁以上人口比例由 13.7% 上升至 16.1%, 使得易骨折的人群增加。由于原研价格定价高 (近期中标价在 5300-5800 元/支) 销售额较少, 预计在仿制药上市降价后销售会增加。

#### 4. 原料药和客户肽-重磅专利药到期带动原料药需求

早期公司的原料药主要供公司自己的制剂使用, 而客户肽业务则是为了了解客户需求。公司的原料药、客户肽毛利率在 80%-90% 左右, 而且相对制剂产品销售费用更少, 净利润率更高。通过多年来在多肽原料药领域的深耕, 公司已经在 2013-2016 年先后取得了多个 DMF 号以及 EDMF 号。

图表 30: 多肽类产品已经取得的海外认证情况

多肽原料药海外进展	
2013	比伐卢定、爱啡肽、奈西立肽获得 DMF 号 醋酸阿托西班、特利加压素原料药获得欧洲 EDMF 号、格拉替雷获得 DMF 号
2014	雷获得 DMF 号
2015	利拉鲁肽获得 DMF 号
2016	醋酸加尼瑞克获得 DMF 号

来源: 公司公告整理, 国联证券研究所

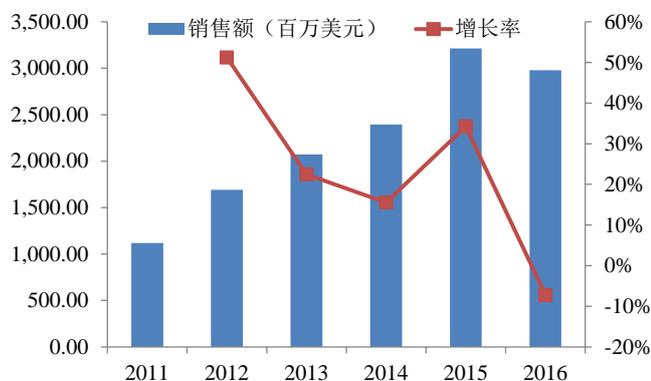
##### 4.1. 利拉鲁肽: 销售额最高的 GLP-1 受体激动剂

➤ 利拉鲁肽是降糖的大品种

利拉鲁肽是人胰高糖素样多肽 GLP-1 类似物, 通过增加一个 16 碳脂肪酸侧链, 从而使其半衰期延长到 13 小时, 达到降糖和缓释的目的。商品名为 Victoza, 是诺和诺德生产的注射型降糖药。销售额达到约 30 亿美元。由于利拉鲁肽在降糖的同时拥有降低体重的作用, 后被开发成为减肥药, 商品名 Saxenda, 14 年末批准上市,

16 年销售额达到 2.34 亿美元。在 16 年底其复方制剂 Xultophy(德谷胰岛素+利拉鲁肽)又被 FDA 批准用于治疗血糖水平控制不佳的 II 型糖尿病患者。

图表 31: victoza 销售额



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 32: 利拉鲁肽是最畅销的 GLP-1 受体激动剂

通用名	生产企业	2016 年全球销售额 (亿美元)
利拉鲁肽	丹麦诺和诺德公司	29.1
度拉鲁肽	美国礼来制药有限公司	9.26
艾塞那肽长效	阿斯利康制药有限公司	5.78
艾塞那肽	阿斯利康制药有限公司	2.54

来源: PDB, 国联证券研究所

➤ 仿制药尚未上市，三家原料药供应商产品被下游仿制药企业采购用于申报

由于利拉鲁肽制剂目前只有原研的诺和诺德产品上市，还没有任何仿制药上市，留给仿制药企业的空间很大。重磅专利药的到期前后引起仿制的热潮，带动原料药的需求。一般来说首仿会抢占较多市场，二仿、三仿市场依次缩小。

翰宇药业的利拉鲁肽原料药销售额能做到多大取决于和它合作的药企申报 ANDA 的进展快慢。目前拥有激活的 DMF 号的企业一共五家，分别是 AMBIOPHARM、ALP PHARM、BACHEM AMERICAS、翰宇药业、成都圣诺。根据美国仿制药用户收费修正案，当 DMF 第一次被引用在申报给 FDA 的仿制药申请时，DMF 持有者必须支付一项一次性的费用，之后 FDA 会进行完整性评估；支付了相关费用的企业，是已经被仿制药企业引用并用于申报 ANDA 了的。支付并通过完整性评估的企业包括翰宇在内为三家，意味着翰宇药业的利拉鲁肽原料药目前已经被下游仿制药企业用于申报 ANDA。

图表 33: 利拉鲁肽原料药 DMF 相关情况

DMF#	状态	类别	提交日期	持有者	支付日期	完整性评估检查日期
27215	A	II	6/12/2013	AMBIOPHARM INC		
29302	A	II	10/7/2015	成都圣诺	9/29/2015	1/26/2016
29711	A	II	9/10/2015	ALP PHARM BEIJING CO LTD		
30095	A	II	12/7/2015	翰宇药业	7/7/2017	8/1/2017
30467	A	II	6/29/2016	BACHEM AMERICAS INC	5/11/2016	10/7/2016

来源: FDA, 国联证券研究所

➤ 利拉鲁肽专利即将到期，专利挑战正在进行

利拉鲁肽一共有三项物质专利，其中两项均于 2017 年 8 月到期，还有一项专利到期时间为 2022 年 8 月。今年 2 月 Teva 就该专利发起了专利挑战。翰宇药业在投资者关系互动平台上披露，Teva 目前不是公司的原料药客户。如果 Teva 专利挑战成功，其有机会获得利拉鲁肽制剂的首仿以及 180 天的市场独占期，那么翰宇药业有机会成为二仿或者三仿制剂企业的供应商；如果专利挑战失败，翰宇药业仍能有机会成为首仿制剂生产厂家的原料药供应商。

**图表 34：利拉鲁肽相关专利**

专利号	专利到期时间	药物物质专利	药物产品专利
6004297	28-Jan-19		DP
6268343	22-Aug-22	DS	DP
6458924	22-Aug-17	DS	DP
7235627	22-Aug-17	DS	DP
8114833	13-Aug-25		DP
8846618	27-Jun-22		DP
9265893	23-Sep-32		DP
RE41956	21-Jan-21		DP
RE43834	28-Jan-19		DP

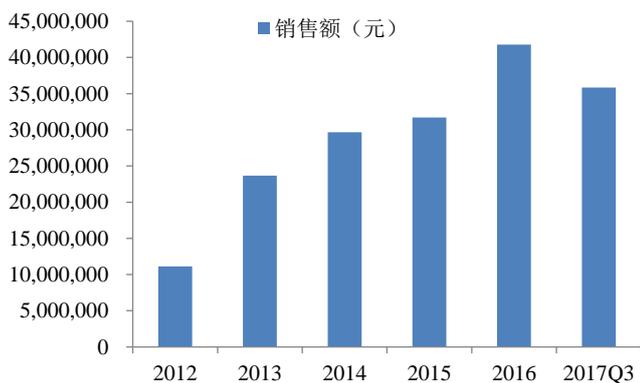
来源：药渡数据，FDA 橙皮书，国联证券研究所

根据 PDB 数据库，利拉鲁肽原料药消耗量接近 600kg。如果我们按照仿制药能够替代 50% 的原研药、原料药价格下降 50%（预计 110 万美元/kg）、仿制药市场中翰宇药业供应的量能够达到其中的 20%（整个市场的 10%）、仿制药上市之后由于价格下降销量增加 20% 计算，预计翰宇药业的产品空间在 5.5 亿左右。由于公司的原料药毛利率接近 80%，预计整体的净利率在 40% 左右，粗略估算，如果翰宇能够成为二仿或者三仿的供应商，能够增加约 2.2 亿净利润。如果能够成为首仿的供应商，利润会更多。除此以外，翰宇药业准备申报国外利拉鲁肽制剂的 ANDA。由于该品种销售额突破 30 亿美元，且适应症增加，如果能够占到 5% 的市场空间，将为翰宇带来 1.5 亿美元的收入。

➤ 国内利拉鲁肽制剂申报进度领先

国内诺和诺德的利拉鲁肽制剂专利已经于 2017 年到期。国家举行高价药谈判，利拉鲁肽降价谈判进入国家医保。降价前，利拉鲁肽注射液（18mg/3ml）价格 723 元/支，按照每日使用 1.2mg 计算，年用药金额 1.8 万元。近期进入医保价格降低至 410 元/支，年总用药金额约 1 万元，按照乙类医保覆盖 70% 估算，个人需付金额仅 3 千元，大幅降低了患者的负担。

图表 35: 诺和诺德利拉鲁肽国内样本医院销售



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 36: 利拉鲁肽注射液国内申报

企业	申报	进展
重庆派金生物科技有限公司	生物制品7、10类	临床试验申请
杭州九源基因工程有限公司	生物制品7、10类	临床I期
丹麦诺和诺德公司	化药1.1、生物制品	已上市销售
深圳翰宇药业股份有限公司	化药3.1、6类	同意临床, 设计方案
广东东阳光生物制药有限公司	生物制品10类	临床试验申请
连云港润众制药有限公司	生物制品10类	临床试验申请
通化东宝股份有限公司	生物制品	临床试验申请

来源: 药智网, 通化东宝公告, 国联证券研究所

申报利拉鲁肽制剂企业的有翰宇药业、杭州九源基因(华东医药)、东阳光、连云港润众、通化东宝等。其中翰宇药业、九源基因进展较快, 九源基因已经开展临床一期, 翰宇药业在17年9月获批临床, 目前处在临床试验方案设计的阶段。翰宇药业由于工艺和其他企业不同, 采用化学合成的方式生产利拉鲁肽, 化学合成工艺杂质少, 免疫原性弱。诺和诺德在专利8月到期前, 7月份同意以价换量降价进医保, 是看中了中国的糖尿病市场, 预计2018年会加大宣传力度。等到其他企业的仿制药上市时, 产品的使用习惯会比现在好。

## 4.2. 格拉替雷

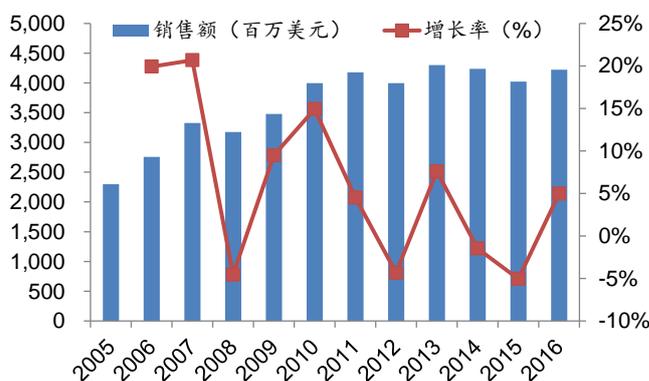
该产品是治疗多发性硬化症的药物, 属罕见病用药, 用药人群相比利拉鲁肽要小。原研Teva的格拉替雷销售额约42亿美元。该品种20mg/ml的品种在2002年上市, 2014年1月Teva推出了长效版Copaxone(40mg/ml), 一周仅需注射三次。2015年FDA批准Sandoz的20mg/ml的格拉替雷制剂作为首仿上市, Mylan紧随其后。2017年10月Mylan官网宣布FDA批准了Mylan的40mg/ml的格拉替雷。

图表 37: 格拉替雷DMF情况

DMF#	状态	类型	日期	持有人
25855	A	II	3/24/2012	DR REDDYS LABORATORIES LTD
26489	A	II	9/27/2012	AMBIOPHARM INC
27723	A	II	12/12/2013	PEPTISYNTHA SA
28989	A	II	12/25/2014	翰宇药业

来源: FDA, 国联证券研究所

图表 38: 格拉替雷制剂销售情况



来源: PDB, 国联证券研究所

翰宇药业 2014 年 12 月获得格拉替雷原料药的 DMF 文号,就原料药供应情况来看, Dr Reddy's、Ambiopharm、Peptisyntha、翰宇药业这四家具备生产能力。翰宇药业获得 DMF 号时间相比其他企业较晚, 20mg/ml 规格产品已有 Sandoz、Mylan 上市, 40mg/ml 已有 Mylan 上市, 作为后续仿制药申报企业的原料供应商, 空间相对要小一些, 在该品种竞争格局上要弱于利拉鲁肽。对翰宇而言, 未来格拉替雷的制剂空间要大于其原料药产品。公司在 2015 年 1 月和纳斯达克上市公司爱克龙(Akorn)签订了《特许经营供货贸易协议》, 公司和 Akorn 将共同完成格拉替雷仿制药的申报工作, 并由 Akorn 在美国推广和销售。

## 5. 成纪药业：主营注射笔产品，补足器械短板

成纪药业主要产品为医疗器械、药品组合包装, 除此之外, 还有部分固体制剂产品, 其中医疗器械和药品组合包装占比较大, 固体制剂产品占比少。

医疗器械产品主要注射笔和注射架, 注射笔既可用于如解毒、镇痛、快速止血等的急救, 又可用于慢病治疗, 如糖尿病、慢性肝炎、骨质疏松、生长障碍患者等。公司布局注射笔, 主要是该产品可以和公司未来的利拉鲁肽注射液以及其他注射类产品联合使用, 生产胰岛素的企业如通化东宝、诺和诺德均具备和自己产品配套的注射笔。就成纪药业的客户来看, 其采用经销的方式, 终端销售对象中, 军队和地方医疗机构占 2/3, 各地疾病控制中心、医疗零售终端客户占约 1/3。

图表 39：成纪药业医疗器械产品



来源：公司公告，国联证券研究所

注射笔价格集中在 100-300 元/支之间, 加上增值税部分, 成纪药业的产品和甘甘科技、中山汇丰接近, 低于诺和诺德以及通化东宝。卡式注射笔自推出以来增长迅速, 整个医疗器械板块销售额 (主要是注射笔) 从 2012 年的 4.69 万到 2016 年的 1.57 亿, 从 2014 年开始成为成纪药业主要利润来源之一。由于慢病市场空间广阔, 我们认为注射笔销售整体呈现增长态势。

图表 40: 注射笔价格

企业	诺和诺德	通化东宝	甘甘科技	中山汇丰医用包装科技有限公司	成纪药业
产品	诺和诺德胰岛素注射笔	甘舒霖笔	秀霖笔	联邦笔	注射笔
参考价格	219-258	198-289	128	137	98
数据来源:	京东 (终端价)	京东 (终端价)	京东 (终端价)	京东 (终端价)	合同均价, 不含税, 收购成纪药业相关公告

来源: 京东网, 公司公告, 国联证券研究所

药品组合包装包括“三合一”产品和“二合一”产品, 两种产品均包含溶药器、灭菌注射用水, 三合一产品在二合一产品的基础上增加了自产的粉针剂 (注射用单磷酸阿糖腺苷、注射用胸腺五肽等); 二合一产品主要和市场上的粉针剂配合, 用于大输液治疗的临床配药。成纪药业的二合一产品还可与翰宇药业的冻干粉针剂 (胸腺五肽、生长抑素、特利加压素) 结合实现无菌配药和给药, 提升用药安全以及便利性。

由于医院住院病人手术呈现约 10%左右的增长态势, 且门诊中输液见效快于口服, 尽管大输液受限, 市场销量仍能维持稳定。成纪药业自有的小容量注射剂和冻干粉针 GMP 认证 2013 年底失效, 其在 2012 年底开始准备新版 GMP 认证并于 2014 年 4 季度完成了认证, 造成了 14 年销售额的波动。公司的药品组合包装整体销售额在 1 亿元左右的规模, 2017 年上半年销售额为 0.37 亿, 同比下滑 7%。

图表 41: 药品组合包装产品



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 42: 住院病人手术人次

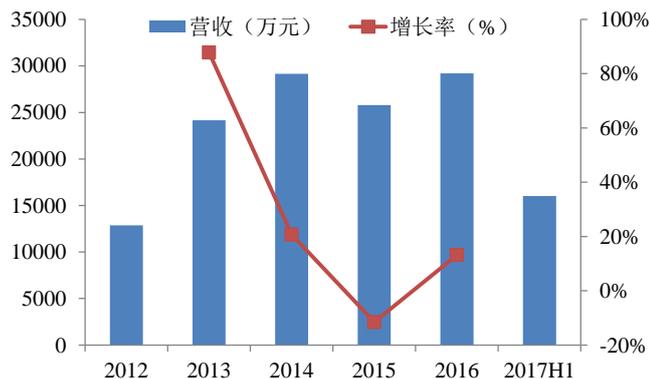


来源: 卫生统计年鉴, 国联证券研究所

公司 2015 年非公开发行股份以 13.2 亿的价格收购成纪药业 100% 的股权。承诺业绩是 2014、2015、2016、2017 年归母净利润不低于 1.1 亿、1.485 亿、1.93 亿、2.413 亿。成纪药业 2014、2015、2016、2017H1 实现的业绩为 1.17 亿、1.15 亿、1.69 亿、1.0 亿, 2015、2016 年实现低于承诺业绩, 完成率分别为 77%、88%。公司 2014 年注射笔的增长抵消由于 GMP 认证问题带来粉针剂的下滑, 营收整体呈现

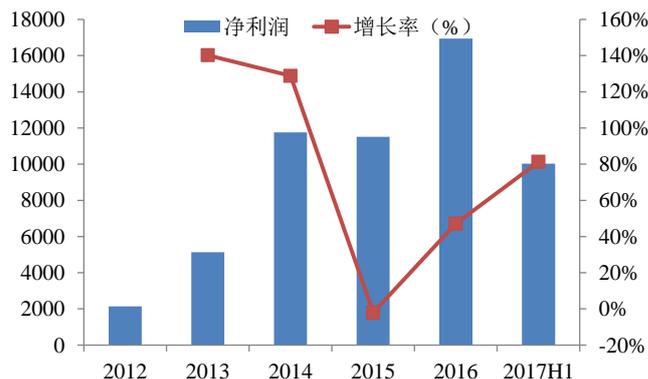
增长态势，2015 年由于收购纪药业之后，公司全面派驻高级管理团队加大企业内部整合，对其管理结构等进行调整，所以 2015 年处于调整期，利润几乎没有增长，2016 年整合效果逐步显现，销售额和利润逐步增长。预计未来主要增长驱动力为注射笔类产品。

图表 43：成纪药业营收



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 44：成纪药业利润



来源：公司公告，国联证券研究所

## 6. 盈利预测和估值

翰宇药业产品主要为多肽类制剂、原料药和医疗器械。

主要假设：

1、制剂：受益医保调整，根据近期的各地医保目录对接以及招标情况，预计特利加压素、卡贝缩宫素实现较快增长，胸腺五肽恢复性增长，但 18、19 年销售持平。

2、原料药和客户肽：由于今年三季度 GMP 认证导致短期停产，预计 2017 年整体销售额与 2016 年持平。但利拉鲁肽原料药需求旺盛带动原料药板块增长，2018、2019 年增长较快

3、成纪药业：预计主要增长来自注射笔，器械类产品 2017、2018、2019 分别增长 35%、15%、15%，药品组合包装 2017、2018、2019 分别增长 15%、5%、5%。

图表 45：收入分拆

报告期	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>业务营收合计</b>					
收入	768.26	855.05	1,198.90	1,440.56	1,749.85
增长率		11.30%	40.21%	20.16%	21.47%
毛利率	82.11%	83.40%	82.67%	84.70%	84.97%
<b>制剂</b>					
收入	410.59	337.79	598.52	731.88	913.26
增长率	25.66%	-17.73%	77.19%	22.28%	24.78%
毛利率	80.47%	76.49%	77.90%	81.38%	81.76%
<b>注射用特利加压素</b>					
收入	132.63	139.18	208.77	250.52	300.63
增长率	43.96%	4.94%	50%	20%	20%
毛利率	98.05%	96.33%	96.33%	96.33%	96.33%
<b>注射用生长抑素</b>					
收入	91.89	87.06	117.53	129.28	142.21
增长率	63.33%	-5.26%	35%	10%	10%
毛利率	71.37%	70.56%	70.56%	70.56%	70.56%
<b>注射用胸腺五肽</b>					
收入	134.74	39.28	84.00	84.00	84.00
增长率	-6.87%	-70.85%		0.00%	0.00%
毛利率	84.72%	42.37%	69.23%	69.23%	69.23%
<b>醋酸去氨加压素注射液</b>					
收入	25.41	24.58	35.64	39.21	43.13
增长率	-15.78%	-3.27%	45%	10%	10%
毛利率	46.90%	55.53%	55.53%	55.53%	55.53%
<b>其他（卡贝缩宫素和依替巴肽等）</b>					
收入	25.92	47.68	152.58	228.86	343.30
增长率		83.95%	220%	50%	50%
毛利率	33.49%	68.35%	68.35%	80.00%	80.00%
<b>原料药</b>					
收入	52.65	126.59	132.92	179.44	233.27
增长率	90.48%	140.44%	5%	35%	30%
毛利率	82.34%	80.12%	80.12%	80.12%	80.12%
<b>客户肽</b>					
收入	84.42	104.09	104.09	124.91	149.89
增长率	34.41%	23.30%	0%	20%	20%
毛利率	85.86%	90.96%	90.96%	90.96%	90.96%
<b>器械类</b>					
收入	111.08	156.98	211.92	243.71	280.27
增长率		41.32%	35%	15%	15%
毛利率	89.20%	91.93%	91.93%	91.93%	91.93%
<b>药品组合包装产品</b>					
收入	103.30	124.74	143.45	150.62	158.15
增长率		20.76%	15%	5%	5%
毛利率	72.98%	70.84%	70.84%	70.84%	70.84%
<b>其他</b>					
收入	6.22	4.86	8.00	10.00	15.00

来源：国联证券研究所

预计公司 2017-2019 年的归母净利分别为 3.90、5.34、6.58 亿元。参照可比公司，给予 18 年 35 倍估值，12 个月目标价 19.95 元，给予推荐评级。

**图表 46：同类企业估值**

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
300009.SZ	安科生物	0.39	0.51	0.66	53	40	31
002038.SZ	双鹭药业	0.63	0.68		43	40	
600867.SH	通化东宝	0.49	0.62	0.79	43	34	26
000661.SZ	长春高新	3.89	5.10	6.57	39	30	23
300357.SZ	我武生物	1.14	1.46	1.92	38	30	23
	平均				43	35	26
	翰宇药业				33	24	19

来源：Wind，国联证券研究所

#### 风险提示

原料药销售不达预期；制剂销售不达预期；成纪药业减值。

**图表 47: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	41.25	736.48	765.19	1,326.7	1,363.2	营业收入	768.26	855.05	1,198.9	1,440.5	1,749.8
应收账款+票据	665.83	813.71	1,260.8	1,231.8	1,796.0	营业成本	146.75	169.43	207.79	220.39	263.07
预付账款	4.93	8.96	8.07	10.00	11.57	营业税金及附加	11.25	12.48	17.50	21.02	25.54
存货	121.02	136.58	179.35	155.74	244.24	营业费用	109.55	180.95	305.72	360.14	437.46
其他	0.45	1.89	1.89	1.89	1.89	管理费用	130.06	131.76	184.63	201.68	244.98
<b>流动资产合计</b>	<b>833.49</b>	<b>1,697.6</b>	<b>2,215.3</b>	<b>2,726.2</b>	<b>3,416.9</b>	财务费用	29.96	36.69	9.62	5.20	0.71
长期股权投资	108.84	114.84	114.84	114.84	114.84	资产减值损失	18.92	48.74	30.00	18.00	18.00
固定资产	845.93	855.09	843.19	772.76	699.05	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	71.69	109.99	42.75	42.75	42.75	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	373.40	349.30	451.18	430.54	409.90	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,147.59	1,162.4	991.38	942.81	942.81	<b>营业利润</b>	<b>321.77</b>	<b>275.00</b>	<b>443.64</b>	<b>614.13</b>	<b>760.09</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,547.45</b>	<b>2,591.7</b>	<b>2,443.3</b>	<b>2,303.7</b>	<b>2,209.3</b>	营业外净收益	16.59	34.19	14.60	14.60	14.60
<b>资产总计</b>	<b>3,380.94</b>	<b>4,289.3</b>	<b>4,658.6</b>	<b>5,029.9</b>	<b>5,626.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>338.36</b>	<b>309.19</b>	<b>458.23</b>	<b>628.73</b>	<b>774.68</b>
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	33.02	17.26	68.73	94.31	116.20
应付账款+票据	26.45	53.06	44.45	58.97	64.48	<b>净利润</b>	<b>305.34</b>	<b>291.92</b>	<b>389.50</b>	<b>534.42</b>	<b>658.48</b>
其他	215.92	210.44	315.74	298.42	428.35	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>342.37</b>	<b>263.49</b>	<b>360.19</b>	<b>357.39</b>	<b>492.83</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>305.34</b>	<b>291.92</b>	<b>389.50</b>	<b>534.42</b>	<b>658.48</b>
长期带息负债	397.75	417.74	417.74	417.74	417.74						
长期应付款	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>401.25</b>	<b>421.24</b>	<b>421.24</b>	<b>421.24</b>	<b>421.24</b>						
<b>负债合计</b>	<b>743.62</b>	<b>684.73</b>	<b>781.43</b>	<b>778.63</b>	<b>914.07</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	890.02	918.34	918.34	918.34	918.34						
资本公积	995.96	1,640.9	1,640.9	1,640.9	1,640.9						
留存收益	751.34	1,045.2	1,317.9	1,692.0	2,152.9						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,637.32</b>	<b>3,604.5</b>	<b>3,877.2</b>	<b>4,251.3</b>	<b>4,712.2</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,380.94</b>	<b>4,289.3</b>	<b>4,658.6</b>	<b>5,029.9</b>	<b>5,626.3</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	298.17	289.42	377.09	522.01	646.07
折旧摊销	86.55	94.81	161.10	164.39	119.10
财务费用	31.62	40.75	9.62	5.20	0.71
存货减少	-18.20	-15.96	-42.76	23.61	-88.50
营运资金变动	-274.91	-161.98	-349.53	24.24	-430.27
其它	15.45	48.52	30.00	18.00	18.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>138.69</b>	<b>295.55</b>	<b>185.53</b>	<b>757.44</b>	<b>265.12</b>
资本支出	358.98	116.05	42.75	42.75	42.75
长期投资	764.74	15.75	0.00	0.00	0.00
其他	0.67	0.78	12.41	12.41	12.41
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,123.0</b>	<b>-131.01</b>	<b>-30.34</b>	<b>-30.34</b>	<b>-30.34</b>
债权融资	74.50	-80.53	0.00	0.00	0.00
股权融资	423.60	644.05	0.00	0.00	0.00
其他	-31.30	-39.12	-126.47	-165.52	-198.26
<b>筹资活动现金流</b>	<b>466.80</b>	<b>524.41</b>	<b>-126.47</b>	<b>-165.52</b>	<b>-198.26</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-514.45</b>	<b>693.92</b>	<b>28.71</b>	<b>561.58</b>	<b>36.52</b>

主要财务比率					
	2015A	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	83.17%	11.30%	40.21%	20.16%	21.47%
EBIT	96.43%	-5.90%	34.93%	35.49%	22.32%
EBITDA	105.73	-2.96%	42.44%	26.93%	12.05%
归属于母公司净	32.04%	-4.39%	33.42%	37.21%	23.21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	80.90%	80.18	82.67%	84.70%	84.97%
净利率	39.74%	34.14	32.49%	37.10%	37.63%
ROE	11.58%	8.10%	10.05%	12.57%	13.97%
ROIC	33.18%	9.56%	11.28%	14.12%	18.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	21.99%	15.96	16.77%	15.48%	16.25%
流动比率	2.43	6.44	6.15	7.63	6.93
速动比率	2.08	5.92	5.65	7.19	6.43
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.16	1.08	0.96	1.20	0.99
存货周转率	1.21	1.24	1.16	1.42	1.08
总资产周转率	0.23	0.20	0.26	0.29	0.31
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.33	0.31	0.42	0.57	0.70
每股经营现金流	0.15	0.32	0.20	0.81	0.28
每股净资产	2.82	3.86	4.15	4.55	5.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.85	43.77	32.80	23.91	19.40
市净率	4.84	3.54	3.30	3.01	2.71
EV/EBITDA	27.78	28.00	19.72	14.90	13.32
EV/EBIT	34.30	35.66	26.52	18.76	15.37

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064