



2017 年经营业绩 40%高增长，看好制剂升级转型和原料药海外放量

2018.02.28

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

强烈推荐(维持)

现价: 14.64
目标价: 18.9
股价空间: 29%

医药生物行业

事件:

2018 年 02 月 28 日，公司发布 2017 年业绩快报：2017 年公司营收 12.47 亿元，同比增长 45.85%；归母净利润 3.62 亿元，同比增长 24.02%。

点评:

● 公司四季度业绩增长靓丽，全年经营业绩 40% 以上高增长

公司四季度单季度实现营收 5.33 亿元，较去年同期增长 121.68%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 106.56%。扣除股权激励摊销费用约 5200 万元的影响，2017 年公司实际经营性净利润为大约 4.1 亿元，同比增长超过 40%。各业务板块来看，预计成绩药业 17 年实现净利润 2 亿元(完成承诺业绩超 80%)；海外原料药实现净利润 1.4 亿元左右，主要来自利拉鲁肽和阿托西班；国内制剂净利润接近 1 亿元。

● 在研重磅产品助力公司制剂产品升级转型，利拉鲁肽国内首仿2019年上市，长期成长可期

1)糖尿病GLP-1重磅药物利拉鲁肽极大概率国内首仿。翰宇药业的利拉鲁肽注射剂国内独家以6类化学药申报，已于2017年9月20日获验证性临床试验批件，即将开展验证性临床试验受试者入组，预计今年四季度完成实验ANDA，明年国内首仿上市；目前公司已在逐渐组建针对该产品大约200人的学术推广团队。GLP-1是糖尿病药物史上比肩胰岛素的高峰；全球来看，临床降糖效果和糖尿病患者总体获益(体重控制、心血管副作用等)最大的GLP-1药物当属利拉鲁肽和索马鲁肽，我们认为创新者已难以达到同等或超越上述两种GLP-1药物。利拉鲁肽全球销售额已超过35亿美元；国内利拉鲁肽已通过谈判进入国家医保乙类目录，今年上半年将会开始随着新进医保放量，利好翰宇利拉鲁肽仿制药上市后快速打开市场；按医保谈判价格，平均每天1.2mg，每月使用两支，年治疗费用按1万元计；国内1亿糖尿病患者，按利拉鲁肽渗透率1%计，其市场空间有望达到100亿元。

2)进入优先审批通道的西曲瑞克已经完成现场检查，预计今年上半年国内首仿获批上市，分享国内辅助生殖大市场。

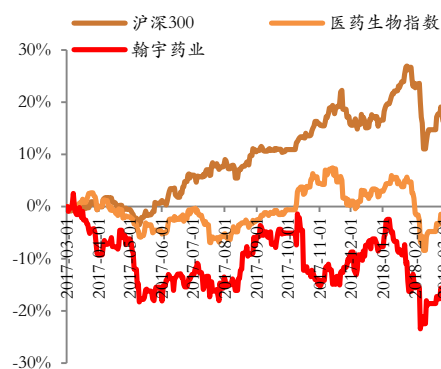
3)心绞痛用药曲美他嗪缓释片已完成BE试验并ANDA，按进度来看有望国内前三仿。

4)精分用药喹硫平缓释片2017年5月进入BE试验，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2017年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)MS多发性硬化用药格拉替雷注射液20mg，今年上半年报美国ANDA，18年底或19年初有望获批上市。

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
翰宇药业	-3.05	-8.50	-11.81
医药生物	-4.25	-1.94	1.26
沪深 300	-6.47	0.44	4.93

基本资料

总市值(亿元)	139
总股本(亿股)	9.35
流通股比例	60.2%
资产负债率	22.04%
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)-2017 Q4 业绩靓丽，制剂升级转型和原料药海外放量可期-20180128

广证恒生-翰宇药业(300199)-2017 三季度业绩预告点评-三季度业绩低于预期，不改长期成长逻辑-20171014

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，多肽原料药进入收获期-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



● 下游利拉鲁肽原研制剂 Victoza 专利挑战打响，原料药长期布局进入收获期

公司目前拥有有 5 个处于激活状态的原料药 US-DMF：依替巴肽(2012)、奈西立肽(2013)、格拉替雷(2014)、利拉鲁肽(2015)、加尼瑞克(2016)以及 2 个 EDMF 原料药：特利加压素和阿托西班；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(一共仅三家)和加尼瑞克(仅两家)。加尼瑞克化合物专利已到期，制剂专利将于 2018 年 6 月到期。

Teva 于 17 年 2 月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，其市场独占期将于 2019 年 4 月 22 日到期，我们预计利拉鲁肽仿制药将在改时间点附近在美国上市(在此之前可能 tentative approval)，翰宇目前已于下游 3-4 家仿制药厂商建立合作关系，仿制药厂商提前一年采购原料药，因此 18 年将是翰宇利拉鲁肽海外爆发元年。

● 盈利预测与估值

根据公司国内现有制剂销售情况，在研制剂进度以及海外原料药和客户肽业务情况，我们测算公司 18-19 年 EPS 分别为 0.54、0.78 元。考虑到公司未来的成长性，给予 18 年 35 倍估值，对应目标价为 18.9 元/股，较 2018 年 2 月 28 日收盘价 14.64 元/股存在 29% 的上涨空间，维持“强烈推荐”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	1225.64	1525.60	1924.06
同比(%)	11.30%	43.34%	24.47%	26.12%
归属母公司净利润	291.92	362.98	492.52	712.36
同比(%)	-4.39%	24.34%	35.69%	44.64%
每股收益(元)	0.32	0.40	0.54	0.78
P/E	46.46	37.37	27.54	19.04
P/B	3.80	3.53	3.17	2.76
EV/EBITDA	9.79	26.80	19.76	14.21



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	2017.69	2521.28	2804.70	营业收入	855.05	1225.64	1525.60	1924.06
现金	880.54	533.72	707.13	620.43	营业成本	169.43	428.97	457.68	481.02
应收账款	732.25	1017.40	1286.44	1609.80	营业税金及附加	12.48	16.55	21.73	27.16
其它应收款	22.48	20.13	32.58	36.35	营业费用	180.95	343.18	427.17	538.74
预付账款	8.96	18.55	22.01	21.97	管理费用	131.76	0.18	0.18	0.15
存货	136.58	349.79	371.07	391.11	财务费用	36.69	-0.83	20.00	31.61
其他	60.94	78.10	102.04	125.06	资产减值损失	48.74	50.02	74.61	86.31
非流动资产	2615.26	3142.45	3526.54	4048.25	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	1247.89	1511.66		营业利润	277.85	387.57	524.23	759.08
无形资产	349.30	489.56	593.19	742.44	营业外收入	35.15	14.73	16.60	19.74
其他	1296.03	1293.15	1308.35	3193.22	营业外支出	3.81	5.00	4.40	4.70
资产总计	4457.01	5160.14	6047.82	6852.95	利润总额	309.19	397.30	536.42	774.12
流动负债	330.92	805.19	1254.89	1422.07	所得税	17.26	34.32	43.91	61.76
短期借款	0.00	294.00	651.10	702.55	净利润	291.92	362.98	492.52	712.36
应付账款	53.06	105.82	128.11	126.65	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	277.87	405.36	475.68	592.87	归属母公司净利润	291.92	362.98	492.52	712.36
非流动负债	521.50	513.10	515.95	516.17	EBITDA	391.74	498.08	684.67	961.83
长期借款	19.47	19.48	19.48	19.49	EPS（摊薄）	0.32	0.40	0.54	0.78
其他	502.03	493.63	496.47	496.68					
负债合计	852.42	1318.29	1770.84	1938.24	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%	43.34%	24.47%	26.12%
留存收益	1011.41	1282.56	1717.68	2355.42	营业利润增长率	-15.53%	39.49%	35.26%	44.80%
归属母公司股东权益	3570.70	3841.85	4276.97	4914.71	归属于母公司净利润增长	-4.39%	24.34%	35.69%	44.64%
负债和股东权益	4457.01	5160.14	6047.82	6852.95	获利能力				
					毛利率	80.18%	65.00%	70.00%	75.00%
现金流量表					净利率	34.14%	29.62%	32.28%	37.02%
单位:百万元					ROE	9.35%	9.75%	12.13%	15.50%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	7.80%	8.71%	10.32%	13.15%
经营活动现金流	320.69	41.48	374.03	603.77	偿债能力				
净利润	291.92	362.98	492.52	712.36	资产负债率	19.13%	25.55%	29.28%	28.28%
折旧摊销	94.81	101.62	128.24	156.11	净负债比率	2.28%	23.78%	37.87%	37.25%
财务费用	36.69	-0.83	20.00	31.61	流动比率	556.55%	250.59%	200.92%	197.23%
投资损失	-2.86	0.00	0.00	0.00	速动比率	515.28%	207.14%	171.35%	169.72%
营运资金变动	-177.94	-382.08	-268.54	-297.03	营运能力				
其它	78.06	-40.21	1.81	0.73	总资产周转率	21.37%	25.49%	27.22%	29.83%
投资活动现金流	-131.01	-591.11	-480.43	-635.66	应收账款周转率	126.69%	140.10%	132.44%	132.87%
资本支出	-116.05	-430.52	-343.55	-459.61	应付账款周转率	426.21%	540.00%	391.29%	377.62%
长期投资	15.75	10.63	-5.31	2.66	每股指标（元）				
其他	-30.71	-171.22	-131.57	-178.70	每股收益(最新摊薄)	31.79%	39.53%	53.63%	77.57%
筹资活动现金流	524.41	202.81	279.81	-54.82	每股经营现金流(最新摊薄)	34.92%	4.52%	40.73%	65.75%
短期借款	-100.00	294.00	357.10	51.45	每股净资产(最新摊薄)	388.82%	418.35%	465.73%	535.17%
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	46.46	37.37	27.54	19.04
资本公积金增加	645.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.80	3.53	3.17	2.76
其他	-68.39	-91.19	-77.30	-106.27	EV/EBITDA	9.79	26.80	19.76	14.21
现金净增加额	714.08	-346.82	173.41	-86.70					

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。