

翰宇药业 (300199)

国内制剂全面恢复，海外业务延展快速发展

2017 年收入增长 46%，净利润增长 13%；一季度业绩预增 15%-35%

公司公告 2017 年年报：收入达到 12.46 亿元，同比增长 45.75%，归母净利润 3.30 亿元，同比增长 12.95%；扣非后归母净利润 3.19 亿元，同比增长 20.28%。由于限制性股票成本摊销及商誉价值影响使得公司净利润略低于预期，不考虑这些因素，公司内生增速达到 35%以上，显示出良好的增长态势。公司 2017 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2 元(含税)。公司同时预告一季度净利润同比增长 15%-35%。

制剂销售全面回升，收入增长达到 84%

受益于品种新医保目录及招标持续推进的利好。国内制剂产品全面回升，公司制剂品种 2017 年实现销售收入 6.22 亿元，同比增长达到 84%。其中新进医保品种特利加压素收入 2.12 亿元，同比增长 53%未来随着医保效应继续释放，有望延续高增长态势。其他制剂也在公司继续加大推广，精耕细作之下实现了高速增长：胸腺五肽、生长抑素、去氨加压素等收入分别达到 1.18、1.89 及 0.53 元，分别同比增长 200%、117%及 115%。重磅品种利拉鲁肽国内已获批临床，进度位列国内第一梯队，抢占行业先机。

海外业务高景气度延续

公司持续加大海外市场的开拓，受益于部分重磅多肽药物的专利到期或即将到期，公司原料药出口增长迅速。报告期内，国外市场实现营业收入 2.77 亿元，比上年同期增长 23%；其中，原料药业务实现营业收入 1.90 亿元，同比增长 50%。我们判断后续海外业务仍将高速增长的态势：利拉鲁肽、格拉替雷迎来仿制药申报黄金期，客户制剂产品注册工作持续推进，有望进一步拉动对公司原料药出口的需求，随着公司客户的阿托西班制剂陆续在欧洲多国上市，公司阿托西班原料药在欧洲的需求量亦保持稳定增长，海外业务的持续高增长将成为拉动公司业绩增长的主要动力。同时公司国际 ANDA 申报继续推进，有望在进展获得巨大进展，今年依替巴肽的 ANDA 有望获批，格拉替雷两个规格及利拉鲁肽的 ANDA 有望实现申报，将助力公司实现国际制剂的里程碑式发展。

成纪药业经营继续向好

成纪药业器械类产品实现营业收入 2.10 亿元，同比增长 34%。药品组合包装类产品实现营业收入 1.34 亿元，增长 7.25%；固体类产品实现营业收入 339 万元，下降 6.28%。成纪药业 2017 年承诺业绩为 2.413 亿元，实际净利润为 2.05 亿元，本期计提减值 2623 万元，随着公司整合已到位，后续成纪的发展有望继续向好。

公司加大营销力度，销售费用同比增长 126%，同时由于限制性股权激励成本摊销，管理费用同比增长 56%，未来公司将延续积极的营销策略，费用端预计将继续增长。

看好公司国内、海外业务齐发展，维持“增持”评级

考虑到公司整体业务不断发展以及限制性股票激励的解锁业绩考核条件（其中 18、19 年净利润之和不低于 13.5 亿元、18-20 年净利润之和不低于 24.5 亿元），我们预计 2018-2020 EPS 分别为 0.50、0.96、1.18 元，其中 18-19 年较上次预测变化分别为-22.8%/11.51%。当前股价对应 PE 分别为 31、16、13 倍。公司作为国内领军的多肽企业，国内制剂全面回升，海外业务持续高增长引领发展，推出员工限制性股票计划激励发展，看好公司的前景，维持“增持”评级。

风险提示：海外业务增长低于预期、医保执行招标推进进展低于预期、商誉减值风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	15.43 元
目标价格	25.05 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	934.69
流通 A 股股本(百万股)	587.93
A 股总市值(百万元)	14,422.31
流通 A 股市值(百万元)	9,071.69
每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	26.67
一年内最高/最低(元)	17.77/13.29

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《翰宇药业-半年报点评:海外业务延续高增长,国内制剂受益医保目录调整》2017-08-17
- 《翰宇药业-季报点评:海外业务超预期高增长》2016-10-28
- 《翰宇药业-公司点评:定增完成,国家医保目录调整有望受益》2016-10-14

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	855.05	1,246.23	1,610.28	2,379.99	3,142.82
增长率(%)	11.30	45.75	29.21	47.80	32.05
EBITDA(百万元)	405.47	450.44	599.05	1,050.77	1,303.89
净利润(百万元)	291.92	329.72	465.99	900.44	1,106.50
增长率(%)	(4.39)	12.95	41.33	93.23	22.88
EPS(元/股)	0.31	0.35	0.50	0.96	1.18
市盈率(P/E)	49.40	43.74	30.95	16.02	13.03
市净率(P/B)	4.00	3.71	3.25	2.77	2.33
市销率(P/S)	16.87	11.57	8.96	6.06	4.59
EV/EBITDA	39.17	32.24	22.43	12.76	9.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	880.54	1,268.46	1,142.72	1,144.16	1,952.84
应收账款	754.73	1,120.86	1,118.19	2,324.54	2,221.64
预付账款	8.96	4.96	12.49	16.62	20.78
存货	136.58	142.81	208.89	359.54	370.56
其他	60.94	61.60	135.07	126.84	202.21
流动资产合计	1,841.75	2,598.70	2,617.36	3,971.71	4,768.03
长期股权投资	114.84	110.01	112.01	111.01	114.01
固定资产	855.09	803.49	888.56	949.21	983.00
在建工程	109.99	256.37	189.82	161.89	127.14
无形资产	471.82	453.90	431.31	410.30	388.86
其他	1,063.52	1,075.52	1,046.23	1,053.49	1,059.12
非流动资产合计	2,615.26	2,699.30	2,667.94	2,685.91	2,672.14
资产总计	4,457.01	5,298.01	5,285.30	6,657.62	7,440.17
短期借款	0.00	319.80	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.88	253.12	68.70	479.51	299.86
其他	233.04	292.08	355.02	572.05	563.07
流动负债合计	330.92	865.01	423.72	1,051.56	862.92
长期借款	19.47	255.78	0.00	0.00	0.00
应付债券	398.27	199.27	331.76	309.77	280.27
其他	103.76	93.11	96.24	97.70	95.68
非流动负债合计	521.50	548.16	428.00	407.47	375.95
负债合计	852.42	1,413.16	851.72	1,459.03	1,238.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	918.34	934.69	934.69	934.69	934.69
资本公积	1,640.95	1,846.27	1,846.27	1,846.27	1,846.27
留存收益	2,652.36	3,093.95	3,498.88	4,263.90	5,266.60
其他	(1,607.07)	(1,990.06)	(1,846.27)	(1,846.27)	(1,846.27)
股东权益合计	3,604.59	3,884.84	4,433.57	5,198.59	6,201.30
负债和股东权益总	4,457.01	5,298.01	5,285.30	6,657.62	7,440.17

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	291.92	329.72	465.99	900.44	1,106.50
折旧摊销	94.81	100.42	77.08	83.29	88.40
财务费用	40.75	25.73	25.00	2.00	20.00
投资损失	(2.86)	(0.42)	(3.48)	(3.48)	(3.48)
营运资金变动	(185.55)	(408.95)	(235.32)	(729.97)	(186.91)
其它	57.34	167.25	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	296.41	213.74	329.27	252.28	1,024.51
资本支出	106.06	152.92	69.87	93.53	68.02
长期投资	6.00	(4.83)	2.00	(1.00)	3.00
其他	(243.08)	(371.58)	(141.54)	(183.95)	(133.55)
投资活动现金流	(131.01)	(223.49)	(69.67)	(91.42)	(62.53)
债权融资	417.74	774.85	331.76	309.77	280.27
股权融资	660.90	27.90	118.79	(2.00)	(20.00)
其他	(554.24)	(394.74)	(835.90)	(467.19)	(413.56)
筹资活动现金流	524.41	408.01	(385.34)	(159.42)	(153.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	689.81	398.26	(125.74)	1.44	808.68

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	855.05	1,246.23	1,610.28	2,379.99	3,142.82
营业成本	169.43	196.79	257.61	396.07	529.34
营业税金及附加	12.48	21.94	25.14	37.93	51.49
营业费用	180.95	408.61	515.29	595.00	848.56
管理费用	131.76	205.88	273.75	357.00	471.42
财务费用	36.69	16.09	25.00	2.00	20.00
资产减值损失	48.74	59.47	20.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.86	0.42	3.48	3.48	3.48
其他	(5.71)	(17.36)	(6.96)	(6.96)	(6.96)
营业利润	277.85	354.40	496.98	965.48	1,195.49
营业外收入	35.15	0.06	15.89	17.03	10.99
营业外支出	3.81	3.91	3.59	3.77	3.76
利润总额	309.19	350.54	509.28	978.74	1,202.72
所得税	17.26	20.82	43.29	78.30	96.22
净利润	291.92	329.72	465.99	900.44	1,106.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	291.92	329.72	465.99	900.44	1,106.50
每股收益(元)	0.31	0.35	0.50	0.96	1.18

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	11.30%	45.75%	29.21%	47.80%	32.05%
营业利润	-15.53%	27.55%	40.23%	94.27%	23.82%
归属于母公司净利润	-4.39%	12.95%	41.33%	93.23%	22.88%
获利能力					
毛利率	80.18%	84.21%	84.00%	83.36%	83.16%
净利率	34.14%	26.46%	28.94%	37.83%	35.21%
ROE	8.10%	8.49%	10.51%	17.32%	17.84%
ROIC	10.59%	11.71%	14.98%	25.82%	26.74%
偿债能力					
资产负债率	19.13%	26.67%	16.11%	21.92%	16.65%
净负债率	6.22%	-11.48%	-14.21%	-11.98%	0.08%
流动比率	5.57	3.00	6.18	3.78	5.53
速动比率	5.15	2.84	5.68	3.44	5.10
营运能力					
应收账款周转率	1.24	1.33	1.44	1.38	1.38
存货周转率	6.64	8.92	9.16	8.37	8.61
总资产周转率	0.21	0.26	0.30	0.40	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.35	0.50	0.96	1.18
每股经营现金流	0.32	0.23	0.35	0.27	1.10
每股净资产	3.86	4.16	4.74	5.56	6.63
估值比率					
市盈率	49.40	43.74	30.95	16.02	13.03
市净率	4.00	3.71	3.25	2.77	2.33
EV/EBITDA	39.17	32.24	22.43	12.76	9.63
EV/EBIT	50.50	41.02	25.74	13.86	10.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com