

翰宇药业 (300199)

公司研究/简评报告

主力品种步入放量期，海外研发双重布局

— 翰宇药业 2017 年度报告点评

简评报告/医药

2018 年 03 月 16 日

一、事件概述

2018 年 3 月 15 日，公司发布 2017 年年报：营收、归母净利润、扣非净利润分别为 12.46 亿、3.30 亿、3.19 亿，同比增长 45.75%、12.95%、20.28%，扣除股票激励成本摊销和成纪药业商誉计提减值影响后净利润增速超过 35%。EPS 为 0.36 元。公司业绩符合 Wind 一致预期。

二、分析与判断

➤ Q4 业绩显著提升，制剂、原料药两大板块全年高增速

公司 17 年 Q4 营收、归母净利润、扣非净利润分别约为 5.32 亿、0.95 亿、0.93 亿，同比增长 121.32%、54.28%、49.60%，环比增长 125.82%、28.68%、31.91%。分板块来看，制剂实现收入、毛利润 6.22 亿、5.20 亿，同比增长 84.05%、101.11%，主要得益于主力品种在新科室拓展、招标进院的顺利进展，特利加压素、生长抑素、去氨加压素、胸腺五肽分别同比增长 52.5%、117.02%、114.93%、199.56%；原料药板块实现收入、毛利润 1.90 亿、1.51 亿，同比增长 50.37%、48.73%，主因包括利拉鲁肽、格拉替雷在内的部分重磅多肽药物的海外专利到期或即将到期，公司原料药订单迅速增长。成纪药业商誉计提 2623 万，对赌期已结束，整合效果逐步体现，器械板块收入增长 34.13%。

➤ 销售推广+股权激励增厚费用，研发投入稳定增长

17 年销售、管理、财务费用分别约为 4.09 亿、2.06 亿、0.16 亿，对应费用率分别为 32.79%、16.52%、1.29%。销售费用同比增长 125.81%，费用率提高 11.62pct，主因推广力度加强；管理费用同比增长 56.26%，费用率提高 1.11pct，为第一期股权激励成本摊销所致。公司继续加大研发投入，全年达到 0.89 亿，同比增长 48.13%。

➤ 医保利好有望 18 年释放，利拉鲁肽原料药加速放量，格拉替雷 ANDA 稳步推进

未来公司有望继续保持国内外双线增长的趋势。国内市场，地方医保的导入逐步完成，公司特利加压素、卡贝缩宫素、依替巴肽、去氨加压素等重点产品均为医保调整受益品种，步入加速上量期。海外市场，利拉鲁肽核心专利 17 年 8 月到期，仿制药有望上市，公司原料药需求旺盛，产能问题有望随着今年武汉子公司建成而解决，18 年加速放量；依替巴肽 ANDA 审评中，有望今年获批上市；格拉替雷制剂长效剂型专利受挑战，公司正推进其 ANDA，有望绕开剩下 1 件专利于 19 年上市。

➤ 重磅品种领衔研发管线，受益注射剂一致性评价

公司管线储备丰富，多个大品种组成研发梯队：利拉鲁肽制剂已获临床批件，且以化药申报，临床进程有望加速，有望 19 年完成临床；西曲瑞克纳入优先审评名单，有望首仿上市，受益于持续扩大的辅助生殖市场；特立帕肽、溴隐亭等均获得临床批件；富马酸噻疏平、二甲双胍缓释片、异山梨酯缓释片等品种的 BE 进行中。此外，CDE 于 17 年 12 月发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求》，标志着注射剂一致性评价提上日程；公司有望充分依托多肽注射剂研发和生产的技术优势取得先机，特利加压素、去氨加压素、生长抑素、依替巴肽、卡贝缩宫素等品种已完成备案，营造未来业绩弹性。

➤ 第一期股票激励计划落地，彰显管理层信心

公司于 17 年完成第一期限限制性股票激励计划，激励对象为包括董事、高管、技术人员在内的 66 人，首次授予价格为 9.04 元，共授予 2100 万股，考核目标为：17-20 年营收不低于 12 亿、15 亿、19 亿、24 亿，18、19 年净利润合计不低于 13.5 亿，18-20 年净利润合计不低于 24.5 亿。管理层信心彰显，公司未来业绩增长性值得看好。

三、盈利预测与投资建议

公司多个制剂产品受益医保调整，进入放量期，国际业务则受益利拉鲁肽原料药和格拉替雷制剂的上市，多个重磅在研品种和注射剂一致性评价打造未来弹性。预计 18-20 年 EPS 0.54、0.91、1.17 元；对应 PE 为 29X、17X 和 13X，维持“谨慎推荐”评级。

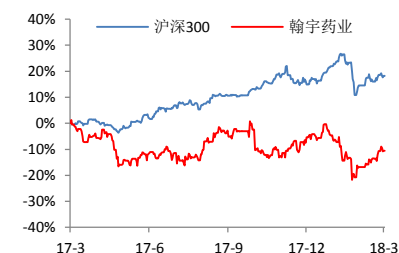
谨慎推荐 维持评级

当前股价：15.43 元

交易数据 2018-3-15

近 12 个月最高/最低	17.48/13.5
总股本（百万股）	935
流通股本（百万股）	588
流通股比例%	62.90
总市值（亿元）	144
流通市值（亿元）	91

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号：S0100517080005

电话：021-60876722

邮箱：xiaohanshan@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

1. 翰宇药业 (300199)：业绩符合预期，国内海外双轮驱动 20180130
2. 翰宇药业 (300199)：业绩迎拐点，产品梯队打造成长空间 20171026
3. 翰宇药业 (300199)：主力品种快速增长，海外市场带来业绩弹性 20170817

四、风险提示

国内制剂销售不及预期；海外原料药销售不及预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,246	1,541	1,948	2,476
增长率（%）	45.8%	23.7%	26.4%	27.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	330	501	853	1,098
增长率（%）	12.9%	51.9%	70.3%	28.7%
每股收益（元）	0.36	0.54	0.91	1.17
PE（现价）	42.9	28.8	16.9	13.1
PB	3.7	3.4	3.0	2.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,246	1,541	1,948	2,476
营业成本	197	239	245	280
营业税金及附加	22	27	34	44
销售费用	409	438	449	596
管理费用	206	257	298	378
EBIT	413	580	922	1,178
财务费用	16	25	21	17
资产减值损失	59	31	4	7
投资收益	0	2	2	2
营业利润	354	527	898	1,156
营业外收支	(4)	5	8	11
利润总额	351	532	906	1,166
所得税	21	31	53	68
净利润	330	501	853	1,098
归属于母公司净利润	330	501	853	1,098
EBITDA	513	671	1,007	1,262

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1268	1769	2256	2946
应收账款及票据	1130	1238	1552	1979
预付款项	5	9	9	9
存货	143	169	175	199
其他流动资产	16	16	16	16
流动资产合计	2599	3243	4075	5249
长期股权投资	110	114	114	114
固定资产	803	752	747	743
无形资产	331	271	250	233
非流动资产合计	2699	2632	2583	2520
资产合计	5298	5875	6657	7769
短期借款	320	320	320	320
应付账款及票据	49	66	75	95
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	865	1132	1246	1447
长期借款	256	251	253	253
其他长期负债	292	292	292	292
非流动负债合计	548	544	546	546
负债合计	1413	1676	1792	1993
股本	935	935	935	935
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3885	4199	4865	5776
负债和股东权益合计	5298	5875	6657	7769

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	45.8%	23.7%	26.4%	27.1%
EBIT 增长率	14.6%	40.5%	58.9%	27.8%
净利润增长率	12.9%	51.9%	70.3%	28.7%
盈利能力				
毛利率	84.2%	84.5%	87.4%	88.7%
净利率	26.5%	32.5%	43.8%	44.3%
总资产收益率 ROA	6.2%	8.5%	12.8%	14.1%
净资产收益率 ROE	8.5%	11.9%	17.5%	19.0%
偿债能力				
流动比率	3.0	2.9	3.3	3.6
速动比率	2.8	2.7	3.1	3.5
现金比率	1.5	1.6	1.8	2.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	265.9	273.3	270.8	271.7
存货周转天数	259.1	257.2	261.2	259.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.9	1.2
每股净资产	4.2	4.5	5.2	6.2
每股经营现金流	0.2	0.6	0.8	1.0
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	42.9	28.8	16.9	13.1
PB	3.7	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	27.1	20.0	12.8	9.7
股息收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	330	501	853	1,098
折旧和摊销	160	121	90	91
营运资金变动	(290)	(69)	(236)	(290)
经营活动现金流	214	581	733	922
资本开支	221	39	28	11
投资	(1)	(4)	(0)	(0)
投资活动现金流	(223)	(41)	(26)	(9)
股权募资	148	0	0	0
债务募资	356	(4)	2	0
筹资活动现金流	408	(39)	(220)	(222)
现金净流量	398	501	486	690

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。