

收购 AMW GmbH, 引进新型给药技术提升公司多肽药物竞争力 买入 (维持)

2018年06月19日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,246	1,575	2,041	2,632
同比 (%)	45.8%	26.4%	29.6%	28.9%
净利润 (百万元)	330	501	805	1,063
同比 (%)	12.9%	51.8%	60.9%	32.0%
每股收益 (元/股)	0.35	0.54	0.86	1.14
P/E (倍)	40.82	26.89	16.71	12.66

投资要点

- **事件:** 近日, 公司参股成立的共青城磐亿基金与云锋麒泰签署协议共同投资设立了深圳源石生物科技有限公司, 深圳源石将通过 100% 全资控股的德国孙公司 SeaCloud GmbH, 与本次股权收购交易的标的公司 AMW GmbH (以下简称“AMW”) 的股东签署《SHARE PURCHASE AGREEMENT AND SHAREHOLDERS' AGREEMENT REGARDING AMW GMBH》(简称“股权收购协议”), 对 AMW 进行股权收购。
- **AMW 是致力于先进的给药制剂产品的德国药企。** 其拥有两大系列产品及技术——透皮贴剂产品及技术、缓释植入剂产品及技术。公司产品线包括戈舍瑞林, 亮丙瑞林, 丁丙诺啡透皮贴剂, 卡巴拉汀透皮贴剂。公司在研药品有罗替戈汀透皮贴剂, 抗乳腺癌透皮贴剂等。
- **布局全球先进制剂给药途径技术, 增强公司多肽药物竞争力。** 公司长期深耕于多肽领域, 是国内拥有多肽药物品种最多的企业之一。醋酸去氨加压素注射液、胸腺五肽、生长抑素、特利加压素等产品国内市场占有率均名列前茅。通过收购 AMW, 进一步探索多肽药物新型给药技术, 提升药品效率, 有望进一步提升公司产品竞争力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计翰宇药业 2018-2020 年营业收入分别为 15.75 亿、20.41 亿和 26.32 亿元, 归属母公司净利润为 5.01 亿、8.05 亿和 10.63 亿元, EPS 分别为 0.54 元、0.86 元和 1.14 元。公司深耕多肽领域, 我们认为医保目录受益品种有望迎来放量增长, 同时海外原料药需求持续增长将带动公司出口业务。因此, 我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:** 国内制剂招标降价压力, 招标进度不及预期、原料药出口低于预期, 仿制药申报进度不及预期, 成纪商誉减值风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.40
一年最低/最高价	13.12/19.63
市净率(倍)	3.40
流通 A 股市值(百万元)	8125.62

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	32.58
总股本(百万股)	934.69
流通 A 股(百万股)	564.28

相关研究

- 1、《【东吴医药】翰宇药业: 2017 年业绩符合预期, 销售体系改革后潜力品种有望放量》
2018-01-29
- 2、《【东吴医药】翰宇药业 2017 年三季度报点评: 业绩略低于预期, 看好销售体系改革后潜力品种放量》
2017-10-26
- 3、《翰宇药业 (300199) 半年报点评: 业绩符合预期, 国内国外拓展双轮驱动 业绩持续快速增长》

1. 事件

近日，公司参股成立的共青城磐亿基金与上海云锋麒泰投资中心（有限合伙）（以下简称“云锋麒泰”）签署协议，双方共同投资设立了深圳源石生物科技有限公司（简称“深圳源石”），其中共青城磐亿基金持有深圳源石 60% 的出资份额，云锋麒泰持有深圳源石 40% 的出资份额。同时，深圳源石将通过 100% 全资控股的德国孙公司 SeaCloud GmbH（深圳源石在英属维尔京群岛的全资子公司 AMW Pharmaceutical Limited 的全资子公司，简称“海云公司”），与本次股权收购交易的标的公司 AMW GmbH（以下简称“AMW”）的股东签署《SHARE PURCHASE AGREEMENT AND SHAREHOLDERS' AGREEMENT REGARDING AMW GMBH》（简称“股权收购协议”），对 AMW 进行股权收购。

2. 点评：

2.1. AMW-致力于先进的给药制剂产品的德国药企

GWM GmbH 公司位于德国巴伐利亚州瓦恩高市，是一家成立于 2008 年，致力于开发和销售先进的给药制剂产品的公司，其拥有两大系列产品及技术——透皮贴剂产品及技术、缓释植入剂产品及技术。

通过官网查询可知，公司目前已有如下产品获得批文：戈舍瑞林，亮丙瑞林，丁丙诺啡透皮贴剂，卡巴拉汀透皮贴剂。公司在研药品有罗替戈汀透皮贴剂，抗乳腺癌透皮贴剂等。

表 1：公司产品

已上市产品	待申报上市产品
戈舍瑞林注射剂	罗替戈汀透皮贴剂
亮丙瑞林注射剂	抗乳腺癌透皮贴剂
丁丙诺啡透皮贴剂	
卡巴拉汀透皮贴剂	
夜间修复疤痕贴	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

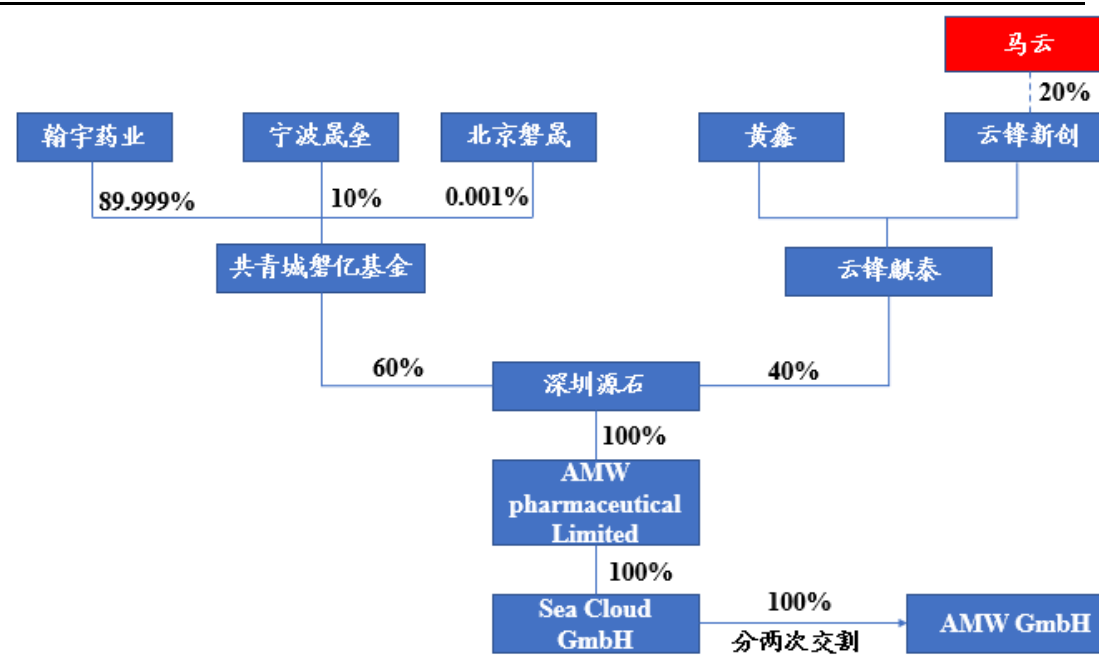
公司创始人、总经理 Wilfried Fischer 博士是相关领域内著名科学家，拥有资深的药物研发经验，博士毕业后一直从事相关工作，同时其也拥有丰富的企业管理经验。

海云公司按照股权收购协议条款及条件从 AMW 收购其已发行的全部 167,843 股股份，本次收购将分两期进行交割，首次交割的股份约占 AMW 流通股本权益的 49%，第二次交割的股份约占 51%。海云公司将期权授予 AMW 的其中一名股东 eTheris，

eTheris 将在第二次交割后保留其当前股权的 10%。

海云公司购买 AMW 出售的所有股份及股东贷款的总价在 1.2 亿欧元至 1.8 亿欧元之间。

图 1：本次交易后股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本次交易引进云锋麒泰，结合阿里在医疗领域不断加深，我们认为本次云锋新创的参与不仅仅是财务投资，同时在业务协同方面有望助力其产业力量。

2.2. 布局全球先进制剂给药途径技术，增强公司多肽药物竞争力

公司长期深耕于多肽领域，是国内拥有多肽药物品种最多的企业之一。醋酸去氨加压素注射液、胸腺五肽、生长抑素、特利加压素等产品国内市场占有率均名列前茅。主要产品已覆盖止血药、消化系统用药、调节免疫功能药物、妇科用药等。

同时，公司致力于新品研发，注射剂一致性评价一旦落地，公司多肽注射剂有望借助政策红利实现快速上市弯道超车。公司现有在研产品线丰富，同时均为多肽类药物，通过收购 AMW，进一步探索多肽药物新型给药技术，提升药品效率，有望进一步提升公司产品竞争力。

表 2：公司主要品种储备及竞争格局

产品名称	进度		PDB		
	国内	国外	2017 品种销售 额 (亿元)	增速	竞争格局
利拉鲁肽	临床	ANDA 申报前准备;DMF 完整性评估通过	0.52	24%	诺和诺德 (100%)
格拉替雷	-	今年申报两个规			

		格 ANDA; DME 完整性评估通过			
依替巴肽	-	已答复, 等待 FDA 反馈, 预计今年获 批	0.0099	-19%	豪森药业 (75.71%), 翰宇药业 (24.29%)
西曲瑞克	预计今年获批	-	0.68	6%	爱斯达 (100%)
阿托西班	预计今年获批	提交欧盟制剂注 册申请; API	0.36	107%	辉凌 (61%), 中和药业 (39%)
艾塞那肽	在审评	-	0.33	-23%	百特 (100%)
特立帕肽	取得临床批件	-	0.15	19%	礼来 (100%)
曲美他嗪	完成 BE 实验	-	3.84	-2%	施维雅 (67.17%), Servier (17.37%), 万生药业 (6.50%), 瑞阳制药 (5.46%)
奈西立肽	-	DME 审评中			
利那洛肽	-	DME 审评中			
溴隐亭	进口; 取得临床 批件	-	0.39	3%	吉瑞 (81%), 诺华 (18.51%)
亮丙瑞林	在研		7.18	14%	武田 (43.59%), 丽珠制药 (30.08%), 博恩特 (26.34%)
戈舍瑞林	在研		6.51	19%	阿斯利康 (100%)
加尼瑞克	在研		0.26	19%	Vetter (100%)
索马鲁肽	在研				
比伐芦定	在研		0.74	55%	信立泰 (95%), 豪森药业 (5%)
注射用胸腺法新	一致性评价工艺研究		12.46	1%	Patheon (55.57%), 地奥九泓 (19.06%), 双成药业 (10.85%), 中和药业 (10.31%)
注射用特利加压素及	一致性评价工艺研究		1.36	14%	翰宇药业 (70%), 辉凌 (30%)
注射用特利加压素	一致性评价工艺研究		1.36	114%	翰宇药业 (70%), 辉凌 (30%)
缩宫素注射液	一致性评价工艺研究		0.93	0%	新百药业 (33.62%), 美科制药 (16.39%), 宏业药业 (15.67%), 丰原制药 (14.52%)
注射用生长抑素	一致性评价工艺研究		6.42	6%	默克 (42.16%), 扬子江 (20.39%), 翰宇药业 (14.23%)
卡贝缩宫素注射液	一致性评价工艺研究		0.56	11%	辉凌 (66.56%), 圣诺生物 (19.84%), Draxis (11.09%)
依替巴肽注射液	一致性评价工艺研究		0.0099	-19%	豪森药业 (75.71%), 翰宇药业 (24.29%)
醋酸去氨加压素注射液	一致性评价工艺研究		0.54	-5%	辉凌 (40.78%), 翰宇药业 (40.17%), 中和药业 (19.05%)

资料来源: 公司年报、PDB、东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级:

我们预计翰宇药业 2018-2020 年营业收入分别为 15.75 亿、20.41 亿和 26.32 亿元，归属母公司净利润为 5.01 亿、8.05 亿和 10.63 亿元，EPS 分别为 0.54 元、0.86 元和 1.14 元。公司深耕多肽领域，我们认为医保目录受益品种有望迎来放量增长，同时海外原料药需求持续增长将带动公司出口业务。因此，我们维持对公司的“买入”评级。

4. 风险提示

国内制剂招标降价压力，招标进度不及预期、原料药出口低于预期，仿制药申报进度不及预期，成纪商誉减值风险。

翰宇药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2599	2512	2907	3147	营业收入	1246	1575	2041	2632
现金	1268	946	748	520	减:营业成本	197	260	320	405
应收账款	1084	1211	1763	2072	营业税金及附加	22	25	33	43
存货	143	226	229	347	营业费用	409	465	490	613
其他流动资产	104	129	167	208	管理费用	206	236	245	310
非流动资产	2699	3120	3643	4266	财务费用	16	5	12	18
长期股权投资	110	105	100	96	资产减值损失	59	68	101	123
固定资产	803	1128	1549	2066	加:投资净收益	0	3	2	2
在建工程	256	291	330	363	其他收益	0	0	0	0
无形资产	454	511	572	645	营业利润	354	520	843	1123
其他非流动资产	1076	1084	1091	1096	加:营业外净收支	-4	12	13	7
资产总计	5298	5632	6550	7413	利润总额	351	532	856	1130
流动负债	865	922	1244	1269	减:所得税费用	21	32	51	67
短期借款	320	320	320	320	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	49	86	81	130	归属母公司净利润	330	501	805	1063
其他流动负债	496	516	844	819	EBIT	362	533	864	1143
非流动负债	548	512	489	451	EBITDA	462	626	988	1307
长期借款	455	419	396	358					
其他非流动负债	93	93	93	93	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1413	1434	1733	1720	每股收益(元)	0.35	0.54	0.86	1.14
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.16	4.49	5.15	6.09
					发行在外股份(百万股)	935	935	935	935
归属母公司股东权益	3885	4199	4817	5693	ROIC(%)	7.2%	9.8%	14.1%	16.3%
负债和股东权益	5298	5632	6550	7413	ROE(%)	8.5%	11.9%	16.7%	18.7%
					毛利率(%)	84.2%	83.5%	84.3%	84.6%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	26.5%	31.8%	39.5%	40.4%
经营活动现金流	214	312	648	778	资产负债率(%)	26.7%	25.5%	26.5%	23.2%
投资活动现金流	-223	-510	-645	-786	收入增长率(%)	45.8%	26.4%	29.6%	28.9%
筹资活动现金流	408	-124	-202	-220	净利润增长率(%)	12.9%	51.8%	60.9%	32.0%
现金净增加额	388	-322	-199	-228	P/E	40.82	26.89	16.71	12.66
折旧和摊销	100	93	124	164	P/B	3.46	3.21	2.79	2.36
资本开支	221	426	528	628	EV/EBITDA	28.24	21.49	13.81	10.60
营运资本变动	-344	-283	-291	-465					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

