

翰宇药业 (300199)

业绩高增长，内外业务齐发展

半年报业绩增长 30.9%

公司发布 2018 年半年报，实现营收 6.47 亿元，同比增长 35.1%；实现净利润 2.10 亿元，同比增长 30.9%；扣非后净利润 1.98 亿元，同比增长 26.6%；经营性净现金流 1.03 亿元，同比变负为正。

国内外业务齐发展

分业务板块看，国内制剂收入 3.42 亿元，同比增长 66.2%，除了营销扩大外，估计部分受低开转高开因素影响。重点品种特利加压素、生长抑素分别同比增长 21.1%和 59.2%；胸腺五肽、去氨加压素分别同比增长 44.9%和 21.9%；缩宫素、卡巴缩宫素、依替巴肽等其他制剂业务同比增长 564.6%。公司作为多肽领域的龙头企业，优势明显，以生长抑素、特利加压素等为代表，竞争格局良好，今年促进国内制剂增长有两大有利条件：一是从全国药品招标进程看，各地新标执行将陆续落地，公司的制剂产品依替巴肽、缩宫素、卡贝缩宫素等均是新开标品种，有望受益招标迎来放量贡献增量；二是新版医保目录陆续执行，今年各地方医保目录陆续出台并执行，公司的依替巴肽、特利加压素等作为国家新医保品种有望受益于医保支付迎来加速增长。同时公司加大市场开拓营销力度，下沉渠道，积极维护终端，也将进一步助推国内整体制剂业务迎来拐点。

海外市场方面，营收 1.7 亿元，同比增长 42.7%，其中客户肽实现收入 0.94 亿元，同比大增 374.5%，原料药 0.74 亿元，同比下降 22.61%。海外净利润为 1.4 亿元，同比大增 80%。利拉鲁肽、格拉替雷、阿托西班等原料药有望延续高增长；随着重磅产品化合物专利到期，海外仿制药申请进入黄金期，推动公司利拉鲁肽等原料药的出口；公司格拉替雷原料药突破技术难关，结构表征手段获全球专家认可，尽显竞争优势；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保持稳定增长，未来 3-5 年海外原料药将是公司业绩增长的重要推动引擎。同时公司积极拓展海外制剂：爱啡肽的 ANDA 申请已在审评中，后续还将推进格拉替雷和利拉鲁肽的 ANDA 申报，我们看好公司海外业务持续发展。

子公司成纪药业收入 1.37 亿元，同比下滑 14.6%，净利润 0.80 亿元，同比下滑 20.7%。我们认为成纪的渠道库存在逐步消化，随着销售的持续推进，与母公司的协同效应将进一步体现。

内生外延加码研发布局

公司持续加大研发投入，借助在合成多肽方面的明显技术优势，国内在研项目超 25 个，涵盖心脑血管、辅助生殖、糖尿病代谢等多个领域。已布局糖尿病产品包括利拉鲁肽等多款糖尿病药物，处在研发的不同阶段。其中糖尿病领域的利拉鲁肽注射液已经开展临床，由于申报类别是原化药 3.1+6 类，意味着可能不需要做大规模临床，仅需做 BE 或者小临床即可，试验周期大为缩短，有望在国内企业中拔得头筹。

在以产品为导向的同时，公司加强投融资活动，坚持内涵与外延并重的双轮驱动发展。上半年，公司以 8.91 亿元出资额投资入股共青城磐亿基金并对 AMW 进行股权收购。AMW 公司致力于高端缓控释制剂产品，拥有技术平台优势，公司后续还将引进 AMW 公司已上市产品戈舍瑞林植入剂、亮丙瑞林植入剂，丰富生殖系统管线。公司投资参与的普迪医疗创新产品“无创连续血糖监测手环 BioMKR”已在欧洲完成 III 期临床受试者试验阶段，达到了临床要求。BioMKR 是公司慢病管理的重要一环，可通过对患者健康管理的引导，实现公司从“制造”向“制造+服务”的企业转型。

看好公司国内、海外业务齐发展，维持“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 EPS 分别为 0.50、0.96、1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 25、13、11 倍。看好国内国外业务齐发展，维持“增持”评级。

风险提示：海外业务进展低于预期；医保执行、招标推进进展低于预期；成纪药业业绩低于预期

证券研究报告

2018 年 08 月 09 日

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	12.67 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	934.69
流通 A 股股本(百万股)	545.99
A 股总市值(百万元)	11,842.55
流通 A 股市值(百万元)	6,917.66
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	30.16
一年内最高/最低(元)	19.63/12.55

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

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《翰宇药业-公司研究简报:业绩有望加速增长，基金投资夯实多肽龙头地位》2018-06-25
- 2 《翰宇药业-年报点评报告:国内制剂全面恢复，海外业务延展快速发展》2018-03-16
- 3 《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



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)	40.57	35.92	25.41	13.15	10.70
市净率(P/B)	3.29	3.05	2.73	2.42	2.15
市销率(P/S)	13.85	9.50	7.35	4.98	3.77
EV/EBITDA	39.17	32.24	18.27	10.60	8.18

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	1,054.65	829.20	1,266.12
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	2,529.29	3,656.75	4,081.31
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	5,197.23	6,342.66	6,753.45
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	3,410.82	3,948.94	4,579.88
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	4,345.51	4,883.63	5,514.58
负债和股东权益总	4,457.01	5,298.01	5,197.23	6,342.66	6,753.45

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)	(923.96)	(694.08)	(785.32)
筹资活动现金流	524.41	408.01	(473.41)	(386.32)	(525.06)
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	(213.81)	(225.45)	436.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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%	10.72%	18.44%	20.07%
ROIC	10.59%	11.71%	14.98%	25.82%	26.74%
偿债能力					
资产负债率	19.13%	26.67%	16.39%	23.00%	18.34%
净负债率	6.22%	-11.48%	-14.50%	-10.95%	5.80%
流动比率	5.57	3.00	5.97	3.48	4.73
速动比率	5.15	2.84	5.48	3.14	4.30
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	0.31	0.41	0.48
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	4.65	5.22	5.90
估值比率					
市盈率	40.57	35.92	25.41	13.15	10.70
市净率	3.29	3.05	2.73	2.42	2.15
EV/EBITDA	39.17	32.24	18.27	10.60	8.18
EV/EBIT	50.50	41.02	20.97	11.52	8.78

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com