

## 多肽制剂稳健发展，业绩基本符合预期 买入（维持）

2018 年 10 月 26 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 | 1,562 | 1,994 | 2,531 |
| 同比（%）     | 45.8% | 25.4% | 27.6% | 26.9% |
| 净利润（百万元）  | 330   | 453   | 618   | 849   |
| 同比（%）     | 12.9% | 37.4% | 36.5% | 37.4% |
| 每股收益（元/股） | 0.36  | 0.49  | 0.67  | 0.91  |
| P/E（倍）    | 28.55 | 20.79 | 15.23 | 11.08 |

### 投资要点

■ **事件：**近日，公司公布 2018 年三季报，2018 年前三季度营收 9.05 亿元，同比增长 26.67%，归母净利润 2.94 亿元，同比增长 25.27%，扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 21.15%。2018Q3 公司营收 2.58 亿元，同比增长 9.63%，归母净利润 0.84 亿元，同比增长 13.03%，扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 8.95%。

■ **原料药客户肽整体向上，未来放量可期。**公司海外市场实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 70.28%，我们认为原料药客户肽新客户的拓展对于应收账款的增长略有影响。随着梯瓦利拉鲁肽专利挑战推进及 2022 年专利期临近，公司利拉鲁肽原料药在解决产能问题（武汉生物医药生产基地落地）后，有望实现特色原料药放量，大幅提升公司盈利水平，此外，公司阿托西班原料药在欧洲市场销售稳定。

■ **制剂业务增长明显，深耕多肽领域产品竞争力强。**制剂产品营收 4.64 亿元，同比增长 50.88%，一方面由于两票制低开转高开影响（销售费用同比增长 86.45%），另一方面公司，核心品种特利加压素、生长抑素增长显著，卡贝缩宫素、依替巴肽等小品种逐步放量，未来有望为公司制剂业务业绩提供较大弹性。

■ **致力于新品研发，公司在研产品线丰富。**公司前三季度研发投入 5566 万元（9.50%）。公司重磅产品利拉鲁肽注射液已开展临床试验，公司将尽快提交醋酸格拉替雷注射液的 ANDA 申请，竞争 38 亿美元市场。目前只有 Sandoz 和 Mylan 两家企业的仿制药获批上市。胸腺法新已获得生产批件。公司持续开展注射剂产品一致性评价工作，注射剂一致性评价迎来弯道超车机遇。今年上半年公司通过收购 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 15.62 亿、19.94 亿和 25.31 亿元，归属母公司净利润为 4.53 亿、6.18 亿和 8.49 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.67 元和 0.91 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)        | 10.14      |
| 一年最低/最高价      | 8.96/19.63 |
| 市净率(倍)        | 2.34       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5608.88    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 4.33   |
| 资产负债率(%)    | 31.36  |
| 总股本(百万股)    | 928.42 |
| 流通 A 股(百万股) | 553.14 |

### 相关研究

1、《翰宇药业（300199）：多肽制剂稳健发展，业绩符合预期，原料药未来有望放量》

2018-08-10

2、《翰宇药业（300199）：收购 AMW GmbH，引进新型给药技术提升公司多肽药物竞争力》

2018-06-20

翰宇药业三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 利润表(百万元)         | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | <b>2599</b>  | <b>2462</b>  | <b>2757</b>  | <b>2660</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>1246</b>  | <b>1562</b>  | <b>1994</b>  | <b>2531</b>  |
| 现金                | 1268         | 963          | 675          | 232          | 减:营业成本           | 197          | 227          | 272          | 324          |
| 应收账款              | 1084         | 1193         | 1712         | 1976         | 营业税金及附加          | 22           | 24           | 32           | 41           |
| 存货                | 143          | 179          | 207          | 253          | 营业费用             | 409          | 516          | 625          | 754          |
| 其他流动资产            | 104          | 127          | 162          | 199          | 管理费用             | 206          | 258          | 313          | 377          |
| <b>非流动资产</b>      | <b>2699</b>  | <b>3105</b>  | <b>3590</b>  | <b>4158</b>  | 财务费用             | 16           | 5            | 13           | 23           |
| 长期股权投资            | 110          | 105          | 100          | 96           | 资产减值损失           | 59           | 67           | 98           | 118          |
| 固定资产              | 803          | 1116         | 1505         | 1973         | 加:投资净收益          | 0            | 3            | 2            | 2            |
| 在建工程              | 256          | 288          | 321          | 347          | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 454          | 511          | 572          | 645          | <b>营业利润</b>      | <b>354</b>   | <b>469</b>   | <b>644</b>   | <b>896</b>   |
| 其他非流动资产           | 1076         | 1084         | 1091         | 1096         | 加:营业外净收支         | -4           | 12           | 13           | 7            |
| <b>资产总计</b>       | <b>5298</b>  | <b>5567</b>  | <b>6347</b>  | <b>6818</b>  | <b>利润总额</b>      | <b>351</b>   | <b>481</b>   | <b>657</b>   | <b>903</b>   |
| <b>流动负债</b>       | <b>865</b>   | <b>806</b>   | <b>1182</b>  | <b>1033</b>  | 减:所得税费用          | 21           | 29           | 39           | 54           |
| 短期借款              | 320          | 320          | 320          | 320          | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款              | 49           | 69           | 73           | 96           | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>330</b>   | <b>453</b>   | <b>618</b>   | <b>849</b>   |
| 其他流动负债            | 496          | 418          | 790          | 617          | EBIT             | 362          | 482          | 665          | 921          |
| <b>非流动负债</b>      | <b>548</b>   | <b>510</b>   | <b>481</b>   | <b>438</b>   | EBITDA           | 462          | 574          | 788          | 1081         |
| 长期借款              | 455          | 417          | 388          | 345          |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 93           | 93           | 93           | 93           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>1413</b>  | <b>1316</b>  | <b>1663</b>  | <b>1471</b>  | 每股收益(元)          | 0.36         | 0.49         | 0.67         | 0.91         |
| 少数股东权益            | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(元)         | 4.18         | 4.58         | 5.04         | 5.76         |
|                   |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 935          | 928          | 928          | 928          |
| 归属母公司股东权益         | 3885         | 4251         | 4683         | 5347         | ROIC(%)          | 7.2%         | 8.7%         | 11.2%        | 13.9%        |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>5298</b>  | <b>5567</b>  | <b>6347</b>  | <b>6818</b>  | ROE(%)           | 8.5%         | 10.7%        | 13.2%        | 15.9%        |
|                   |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 84.2%        | 85.5%        | 86.4%        | 87.2%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | 销售净利率(%)         | 26.5%        | 29.0%        | 31.0%        | 33.6%        |
| 经营活动现金流           | 214          | 215          | 526          | 514          | 资产负债率(%)         | 26.7%        | 23.6%        | 26.2%        | 21.6%        |
| 投资活动现金流           | -223         | -495         | -605         | -726         | 收入增长率(%)         | 45.8%        | 25.4%        | 27.6%        | 26.9%        |
| 筹资活动现金流           | 408          | -26          | -208         | -232         | 净利润增长率(%)        | 12.9%        | 37.4%        | 36.5%        | 37.4%        |
| 现金净增加额            | 388          | -306         | -287         | -444         | P/E              | 28.55        | 20.79        | 15.23        | 11.08        |
| 折旧和摊销             | 100          | 92           | 123          | 160          | P/B              | 2.42         | 2.21         | 2.01         | 1.76         |
| 资本开支              | 221          | 411          | 489          | 573          | EV/EBITDA        | 19.48        | 16.34        | 12.26        | 9.32         |
| 营运资本变动            | -344         | -332         | -225         | -516         |                  |              |              |              |              |

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>