

# 业绩符合预期，国外业务持续超预期，国内市场积极开拓处于放量期

## ——翰宇药业（300199）2018 三季度报告点评

2018年10月25日

推荐/维持

翰宇药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041

### 事件：

翰宇药业发布 2018 三季度报告，2018 年前三季度公司实现营业收入 9.05 亿元，同比增加 26.67%；归属于上市公司股东的净利润 2.94 亿元，同比增加 25.27%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.74 亿元，同比增加 21.15%。实现 EPS 为 0.32 元。

公司 2018 年 Q2 实现营业收入 2.58 亿元，同比增加 9.63%；实现归属于上市公司股东的净利 0.84 亿元，同比增加 13.03%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 0.76 亿元，同比增加 8.94%。实现 EPS 为 0.09 元。

### 公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	206.03	272.94	235.49	531.78	268.64	378.23	258.17
增长率（%）	23.01%	55.05%	-13.18%	121.32%	30.39%	38.58%	9.63%
毛利率（%）	76.46%	83.43%	82.76%	88.25%	87.04%	87.64%	82.96%
期间费用率（%）	29.98%	50.11%	47.61%	60.16%	51.12%	52.18%	52.37%
营业利润率（%）	41.17%	30.78%	33.68%	19.98%	39.10%	32.60%	33.94%
净利润（百万元）	78.46	81.78	74.11	95.37	98.25	111.56	83.77
增长率（%）	33.86%	57.20%	-37.97%	54.28%	25.22%	36.41%	13.03%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.09	0.08	0.10	0.11	0.12	0.09
资产负债率（%）	17.71%	19.97%	22.04%	26.67%	32.58%	30.16%	31.36%
净资产收益率（%）	2.13%	2.22%	1.98%	2.45%	2.50%	2.83%	2.11%
总资产收益率（%）	1.75%	1.78%	1.54%	1.80%	1.76%	1.94%	1.46%

## 观点：

### 1、业绩符合预期，国外业务持续超预期，国内多肽业务符合预期，成纪下滑

公司 2018 年前三季度营业收入 9.05 亿元，同比增加 26.67%，净利润 2.94 亿元，增速 25.27%，符合市场预期。

#### 从整体板块的角度拆分

- ◆ **海外业务**收入 2.72 亿，增速 70.28%，增速较中报有进一步加速。公司海外业务已多个季度连续超预期，体现公司在多肽合成方面的核心竞争力。预计海外业务前三季度整体贡献利润有接近 2 亿。随着武汉子公司原料药生产基地的投入使用，未来原料药产能压力将得到缓解，公司海外业务后续持续增长可期。
- ◆ **国内制剂**收入 4.64 亿，增速 50.88%，有一部分低开转高开对于收入的影响，但整体来看国内制剂也处于放量拐点阶段。尤其是特利加压素和卡贝缩宫素，样本医院数据增速较好。未来随着特利加压素、依替巴肽及子公司成纪药业的小儿对乙酰氨基酚产品新增纳入医保目录，卡贝缩宫素、生长抑素等产品取消或调整了适应症限定范围，新品（爱啡肽、卡贝缩宫素）推广、学术推广加强，国内多肽制剂业务持续性好转高增速可期。
- ◆ **成纪**收入 1.63 亿，其中器械类收入 0.99 亿（-42.68%），药品组合包装收入 0.64 亿（-7.95%），器械类下滑较多，还需等待产品管线中重磅品种落地后的协同效应拉动其进一步成长。预计成纪前三季度贡献利润 9000 万左右。

公司经营情况良好：经营性净现金流增长良好，同时应收账款较中报有所下降。整体趋势良好。

**财务指标方面**，公司销售费用率 39.33%，较去年同期（26.72%）提升 12.61pp，提升较大，主要是低开转高开叠加公司转变自己的营销模式，加大新品学术推广力度所致。管理费用率 13.21%，较去年同期（15.49%）下降 2.08pp，管理费用控制良好，一方面股权激励摊销较去年相比有所减少，另一方面原料药部分的人工工资减少，整体工资和福利费有所降低。公司综合毛利率 86.13%，较去年（81.20%）上升 4.93pp，受益于高毛利海外业务高速增长拉动。

### 2、公司核心壁垒将逐步显现竞争优势，后续品种梯队丰富

公司核心竞争力在于公司长达十年深耕多肽领域的专注和强大的研发能力。前三季度研发投入 5565.70 万元，较上年同期增长 9.50%。公司早期研发产品布局经过多年的沉积，已接近收获季节。

**国内方面未来将受益于注射剂一致性评价政策和优先审批等政策。**公司作为国内多肽药物龙头企业，是国内拥有多肽药物品种最多的企业之一，目前拥有 12 个多肽药物，9 个新药证书，17 个临床批件。

- ◆ 公司产品质量优秀，未来将受益于注射剂一致性评价政策，现有品种竞争力将进一步增强。

- ◆ 在研产品线中，利拉鲁肽和特立帕肽按 6 类化药仿制申报已获批临床，6 类申报临床获批代表着 CFDA 对按化药申报的认可，对翰宇意义较为重大。生物仿制药申报需要做长期的临床，如果按化药 ANDA 申报，理论上只要做最基础的等效性临床验证即可，时间会大大缩短。
- ◆ 西曲瑞克已进入优先审批，在研产品线其他优质品种也有望进入优先审批。

### 3.海外静待格拉替雷+利拉鲁肽两大重磅品种获批

海外方面基于翰宇攻克了利拉鲁肽和格拉替雷等技术难度极高的多肽化学合成，目前已形成品牌效应，未来有望持续超预期。

- ◆ **FDA 建议多肽按 ANDA 申报加速进度翰宇有望受益：**FDA 最新指南建议合成肽类药物可以按照 ANDA 申报。在 2017 年 10 月 2 日发布的最新指南《ANDAs for certain highly purified synthetic peptide drug products that refer to listed drugs of rDNA origin》中，建议利拉鲁肽、胰高血糖素、奈西立肽、特立帕肽、替度鲁肽可以按照 ANDA 申报，并提出了具体技术要求。此指南对翰宇意义重大，FDA 建议按 ANDA 申报意味着翰宇下游客户利拉鲁肽有望加速获批，原料药放量可期。
- ◆ **利拉鲁肽原料药即将进入放量期：**公司利拉鲁肽原料药产品经过长期的工艺开发及质量研究，逐个突破了杂质难关，生产线通过了 FDA 及欧盟的认证，拥有稳定的质量和可靠的质量管理体系，在国际市场上有明显的竞争优势，与各大仿制药企业保持稳定合作。利拉鲁肽药品专利在我国于 2017 年到期，在美国和欧盟将在 2022 年过期。正值利拉鲁肽仿制药申报的黄金期，国际制药厂家对利拉鲁肽原料药需求量将随着申报工作的推进逐步增大。
- ◆ **公司将尽快提交格拉替雷的 ANDA，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。
- ◆ **爱啡肽 ANDA 有望获批：**翰宇药业第一个海外 ANDA，里程碑意义重大。

### 结论：

公司深耕多肽领域多年，多肽国际化龙头雏形初现，国内制剂平稳增长，成纪经营改善，未来原料药和制剂出口有望爆发，股权激励为公司未来三年勾勒明朗前景。预计 2018-2020 年归母净利润分别为 4.25 亿元、5.75 亿元、8.24 亿元，对应增速分别为 28.85%、35.24%、43.42%，EPS 分别为 0.45 元、0.61 元、0.88 元，对应 PE 分别为 28X、21X、15X。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

### 风险提示：

海外原料药业务低于预期、爱啡肽 ANDA 低于预期、成纪商誉减值损

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1842	2599	2650	3371	4333	<b>营业收入</b>	855	1246	1574	1947	2400
货币资金	881	1268	1228	1641	2215	<b>营业成本</b>	169	197	225	247	291
应收账款	732	1084	1078	1334	1644	营业税金及附加	12	22	22	27	34
其他应收款	22	37	47	58	72	营业费用	181	409	535	668	792
预付款项	9	5	9	14	20	管理费用	132	206	280	335	408
存货	137	143	173	189	223	财务费用	37	16	0	0	0
其他流动资产	2	15	28	28	28	资产减值损失	48.74	59.47	60.00	60.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2615	2699	2452	2367	2279	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	115	110	110	110	110	投资净收益	2.86	0.42	0.00	0.00	0.00
固定资产	855	803	753	715	695	<b>营业利润</b>	278	354	451	611	876
无形资产	349	331	298	265	232	营业外收入	35.15	0.06	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3	36	36	36	36	营业外支出	3.81	3.91	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	4457	5298	5102	5738	6612	<b>利润总额</b>	309	351	451	611	876
<b>流动负债合计</b>	331	865	694	893	1141	所得税	17	21	27	36	52
短期借款	0	320	0	0	0	<b>净利润</b>	292	330	425	575	824
应付账款	53	49	40	44	52	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	166	222	379	574	814	归属母公司净利润	292	330	425	575	824
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	731	770	535	696	964
<b>非流动负债合计</b>	522	548	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	0.33	0.36	0.45	0.61	0.88
长期借款	19	256	256	256	256	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	398	199	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	852	1413	751	949	1198	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.30%	45.75%	26.31%	23.71%	23.25%
实收资本 (或股	918	935	935	935	935	营业利润增长	-15.53%	27.55%	27.39%	35.24%	43.42%
资本公积	1641	1846	1846	1846	1846	归属于母公司净利	-4.39%	12.95%	28.85%	35.24%	43.42%
未分配利润	955	1191	1420	1731	2176	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3605	3885	4352	4788	5414	毛利率 (%)	80.18%	84.21%	85.69%	87.33%	87.88%
<b>负债和所有者权</b>	4457	5298	5102	5738	6612	净利率 (%)	34.14%	26.46%	26.99%	29.50%	34.33%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	4.77%	6.55%	6.22%	8.33%	10.01%
						ROE (%)	8.10%	8.49%	9.76%	12.00%	15.22%
						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	296	214	623	611	772	资产负债率 (%)	19%	27%	15%	17%	18%
净利润	292	330	425	575	824	流动比率	5.57	3.00	3.82	3.77	3.80
折旧摊销	416	400	0	86	88	速动比率	5.15	2.84	3.57	3.56	3.60
财务费用	37	16	0	0	0	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	5	-256	-310	总资产周转率	0.21	0.26	0.30	0.36	0.39
预收帐款增加	0	0	157	195	240	应收账款周转率	1	1	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-131	-223	103	-60	0	应付账款周转率	21.51	24.40	35.29	46.35	50.15
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投资减	0	0	40	0	0	每股收益 (最新摊	0.33	0.36	0.45	0.61	0.88
投资收益	3	0	0	0	0	每股净现金流 (最	0.75	0.43	-0.04	0.44	0.61
<b>筹资活动现金流</b>	524	408	-767	-138	-198	每股净资产 (最新	3.93	4.16	4.66	5.12	5.79
应付债券增加	0	0	-199	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	39.12	35.86	28.40	21.00	14.65
普通股增加	28	16	0	0	0	P/B	3.29	3.11	2.77	2.52	2.23
资本公积增加	645	205	0	0	0	EV/EBITDA	15.59	15.03	20.72	15.34	10.49
<b>现金净增加额</b>	690	398	-40	413	574						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 研究助理简介

### 胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。