

翰宇药业 (300199)

多肽原料药出口持续超预期，特利加压素有望进入国家医保目录 增持（维持）

2016 年 10 月 29 日

证券分析师——洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

投资要点

■ **事件：**公司三季报发布，1-9 月公司实现销售收入 6.15 亿元，同比增长 34.37%，归属上市公司股东净利润 2.30 亿元，同比增长 32.06%，基本符合预期。

■ **多肽原料药出口持续高增长，已成为公司收入增长主力：**前三季度，公司原料药业务实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 519.70%；客户肽业务实现营业收入 8865.81 万元，同比增长 8.17%。目前出口的主要品种为利拉鲁肽和格拉替雷等原料药，这两个品种的仿制药申报已进入白热化阶段。由于海外客户抢仿项目推进至后期，对于原料药用量的需求大幅增加，也为公司带来了大量原料药出口订单。格拉替雷专利已于去年过期，海外大型制药企业可能于 2017 年发起利拉鲁肽的专利挑战。公司是为数不多的拥有格拉替雷和利拉鲁肽原料药 DMF 证书的生产商之一，具有明显的成本和价格优势，将成为后续仿制产品的主要原料药提供商。随着这两个品种的仿制药上市，对于原料药的需求将进一步放大，因此目前公司刚刚进入原料药出口爆发的前夜。公司同时在进行爱啡肽、格拉替雷、利拉鲁肽的 FDA 仿制药申报工作，海外市场空间巨大，竞争环境良好，公司“原料药+制剂”成本优势显著，未来多肽制剂出口具有更加广阔的空间。

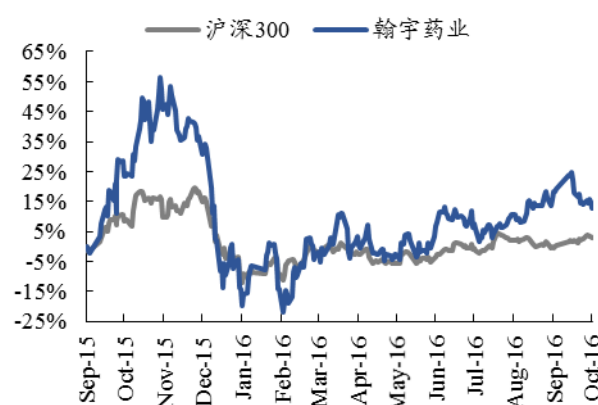
■ **国内业绩承压，特利加压素有望进入全国医保：**2016 年前三季度，公司制剂业务实现营业收入 2.42 亿元，同比减少 16.27%。特利加压素实现收入 1.19 亿元，保持 38.61% 的快速增长。随着本次全国医保目录调整工作的逐步展开，特利加压素有望进入全国医保目录，进一步放量可期。胸腺五肽、生长抑素等传统品种都出现一定程度下滑。公司前三季度销售费用达到 1.28 亿元，同比增长 108.48%，正在大力进行新产品等上市推广工作。但由于各省招标进展缓慢，卡贝缩宫素、依替巴肽、普通缩宫素等新老品种放量未能达到预期。成纪药业整合效果明显，药品组合包装产品、器械类产品实现较快的增长，但完成今年业绩承诺 1.93 亿元的压力较大。公司正在大力协助成纪推进溶药器和“二合一”等产品的招标工作，成纪药业现已获得注射用甲磺酸加贝酯和布美他尼注射液生产批件，未来盈利能力将得到提升。

■ **非公开发行工作完成，实际控制人和员工大比例参与：**公司于今年 10 月完成了本来非公开发行工作，共发行 2832.62 万股，发行价格为 23.30 元/股，募集资金总额为 6.60 亿元。其中，公司实际控制人曾少贵、曾少强、曾少彬以及公司第二批员工持股计划通过资管计划认购本次非公开发行份额 3.6 亿元，体现了公司管理层和员工对于公司未来发展的信心。

■ **盈利预测和投资建议：**预计公司 2016~2018 年摊薄 EPS 分别为 0.48、0.64 和 0.80，对应 PE 分别为 45 倍、34 倍和 27 倍。公司是国内多肽药物龙头，出口业务有望在未来几年爆发式增长，大股东参与定增和员工持股计划的价格为 23.30 元/股，具有较高安全边际。我们长期看好，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**成纪药业业绩不达预期，商誉减值风险；药品招标降价风险；新药和无创血糖手环等产品的研发风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.85
一年最低价/最高价	14.36 / 30.08
市盈率	44.8
流通 A 股市值（百万元）	11664

基础数据

每股净资产（元）	4.51
资产负债率（%）	21.99
总股本（百万股）	918
流通 A 股（百万股）	559

相关报告

多肽原料药出口持续高增长，静待卡贝缩宫素
招标放量 2016.08.05
重磅产品的摇篮，“小生态”悄然成为行业热点
多肽药物专题报告 2015.08.21

翰宇药业主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	833.49	1306.34	1943.05	2626.57	营业收入	768.26	1063.44	1376.00	1703.94
现金	41.25	779.81	763.47	1693.65	营业成本	146.75	182.88	236.63	293.03
应收款项	670.76	445.43	998.83	789.64	营业税金及附加	11.25	10.28	13.30	16.46
存货	121.02	80.64	180.30	142.83	销售费用	109.55	169.09	220.16	272.63
其他	0.45	0.45	0.45	0.45	管理费用	130.06	180.03	232.95	288.47
非流动资产	2547.45	2458.05	2351.64	2276.48	财务费用	29.96	16.33	5.55	-4.73
长期股权投资	108.84	108.84	108.84	108.84	资产减值损失	18.92	8.04	8.04	8.04
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	7.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	917.62	858.37	799.12	739.87	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1396.85	1413.93	1414.02	1398.10	营业利润	328.93	496.80	659.38	830.04
其他	124.14	76.90	29.66	29.66	营业外净收支	9.42	6.25	6.25	6.25
资产总计	3380.94	3764.39	4294.70	4903.05	利润总额	338.36	503.05	665.63	836.30
流动负债	337.50	169.84	190.88	159.39	所得税费用	33.02	75.46	99.84	125.44
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	237.50	169.84	190.88	159.39	归属母公司净利润	305.34	427.59	565.78	710.85
其他	0	0	0	0	EBIT	368.47	519.38	671.18	831.56
非流动负债	406.13	406.13	406.13	406.13	EBITDA	455.03	730.75	889.55	1008.69
长期借款	397.75	397.75	397.75	397.75					
其他	8.37	8.37	8.37	8.37	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	743.62	575.97	597.01	565.52	每股收益(元)	0.34	0.48	0.64	0.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(元)	2.96	3.58	4.15	4.87
归属母公司股东权益	2637.32	3188.42	3697.69	4337.53	总股本(百万股)	890.02	918.34	918.34	918.34
负债和股东权益总计	3380.94	3764.39	4294.70	4903.05	ROIC(%)	36.13%	14.18%	20.25%	21.13%
					ROE(%)	11.58%	13.41%	15.30%	16.39%
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	80.90%	82.80%	82.80%	82.80%
经营活动现金流	138.69	856.07	160.41	1101.13	EBIT Margin(%)	47.96%	48.84%	48.78%	48.80%
投资活动现金流	-1123.05	-124.69	-114.69	-104.69	销售净利率(%)	39.74%	40.21%	41.12%	41.72%
筹资活动现金流	466.80	7.18	-62.06	-66.27	资产负债率(%)	21.99%	15.30%	13.90%	11.53%
现金净增加额	-514.45	738.57	-16.34	930.17	收入增长率(%)	83.17%	38.42%	29.39%	23.83%
折旧和摊销	86.55	211.37	218.37	177.13	净利润增长率(%)	77.98%	40.04%	32.32%	25.64%
资本开支	355.48	130.00	120.00	110.00	P/E	62.7	44.8	33.8	26.9
营运资本变动	356.00	-195.11	635.14	-211.88	P/B	6.4	5.3	4.6	3.9
					EV/EBITDA	38.3	22.9	18.8	15.7

资料来源：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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>

