

甘精胰岛素终获批，糖尿病龙头进入拐点期

——通化东宝 (600867.SH) 公告点评

公司简报

增持 (维持)

当前价: 12.06 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

联系人

王明瑞

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

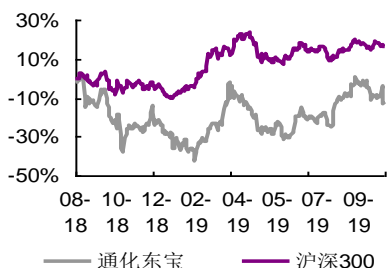
总股本(亿股): 20.34

总市值(亿元): 245.30

一年最低/最高(元): 10.79/19.83

近3月换手率: 74.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-20.33	-35.92	-44.16
绝对	-22.09	-37.35	-20.06

资料来源: Wind

相关研报

通化东宝: 海阔凭“胰”跃, 领跑糖尿病大市场——通化东宝 (600867.SH) 投资价值分析报告

..... 2019-10-27

Q3 胰岛素增速显著回升, 甘精胰岛素即将获批——通化东宝 (600867.SH) 2019 年三季报点评

..... 2019-10-23

事件:

近日, 公司收到国家药品监督管理局核准签发的甘精胰岛素注射液《药品注册批件》, 规格: 3ml:300 单位、10ml:1000 单位; 批准文号: 国药准字 S20190041、国药准字 S20190042。截至公告日, 公司在该项目中已投入研发费用人民币约 7,181 万元。

点评:

◆ 获批最大胰岛素品种, 开启胰岛素升级之路

甘精胰岛素连续多年位居国际胰岛素销售额第一, 2018 年赛诺菲原研药全球销售额 49.95 亿美元。国内市场目前有赛诺菲、甘李药业、联邦制药三家企业, 竞争格局相对缓和。2018 年 PDB 样本医院甘精胰岛素合计销售额 8.71 亿元, 12~18 年 CAGR=13.07%, 市占率持续提升, 19Q1-3 的销售额占胰岛素类药物的比例已经达到 38%, 成为样本医院最大胰岛素品种。公司在基层胰岛素市场十余年的耕耘打造了强大的学术推广网络, 二代胰岛素销售人员人均产出接近 4 万支/年, 甘精胰岛素获批后将搭载销售平台满足基层患者升级换代的需求, 并有机会开拓以往相对薄弱的高等级医院市场, 实现顺利放量。

◆ 降糖药集群梯队初显, 糖尿病龙头进入拐点期

除甘精胰岛素外, 公司仍有丰富的后续降糖药梯队:

- 1) 三代胰岛素: 门冬胰岛素注射液 19 年 4 月提交上市申请, 门冬 30 和 50 均处于临床 III 期;
- 2) GLP-1: 利拉鲁肽处于 III 期临床;
- 3) 口服降糖药: 西格列汀片和西格列汀二甲双胍片于 19 年 4 月提交上市申请, 瑞格列奈片正在推进 BE 试验;
- 4) 四代胰岛素: THDB0206 和 THDB0207 正处于临床前研究阶段。

根据我们在《医药 Tenbagger 牛股进化论——医药生物行业 2020 年度投资策略》中所归纳的分类标准, 公司已进入从二代胰岛素生产商向糖尿病大平台转型的拐点期, 未来将具备完整降糖药产品集群, 搭载强大的学术网络与产能充分放量, 带动收入与利润加速增长, 逐步进入强者恒强的大平台模式。

◆ 盈利预测、估值与评级

公司胰岛素基层市场龙头地位稳固, 二代胰岛素仍能稳健增长, 甘精胰岛素上市接力发展, 并积极引进重磅胰岛素升级产品, 糖尿病治疗药物管线持续丰富。公司远期有望成为“慢病管理+血糖监测+药物治疗”三位一体的糖尿病管理大平台企业。维持预测 2019-2021 年 EPS 为 0.48/0.57/0.69 元, 同比增长 15/19/22%, 现价对应 19~21 年 PE 为 25/21/17 倍, 维持“增持”评级。

◆风险提示:

胰岛素厂家增多竞争加剧的风险; 新产品研发、申报进度不达预期的风险; 口服胰岛素研发成功对注射剂形成竞争的风险。

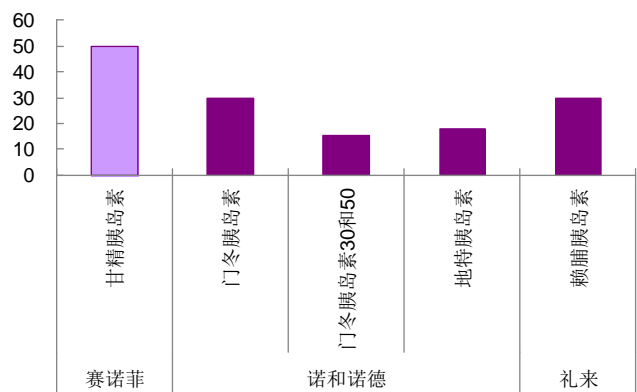
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,545	2,693	2,792	3,186	3,742
营业收入增长率	24.75%	5.80%	3.67%	14.14%	17.44%
净利润(百万元)	837	839	968	1,149	1,403
净利润增长率	30.52%	0.25%	15.38%	18.79%	22.05%
EPS(元)	0.41	0.41	0.48	0.57	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.48%	17.75%	18.31%	19.15%	20.35%
P/E	29	29	25	21	17
P/B	5.4	5.2	4.6	4.1	3.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 11 日

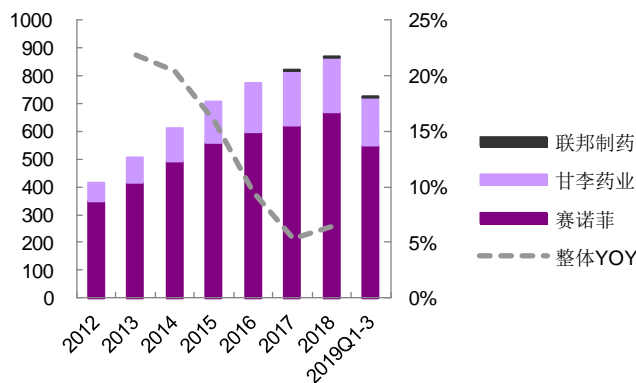
附录

图 1: 甘精胰岛素是 2018 年全球销售额最高的三代胰岛素(亿美元)



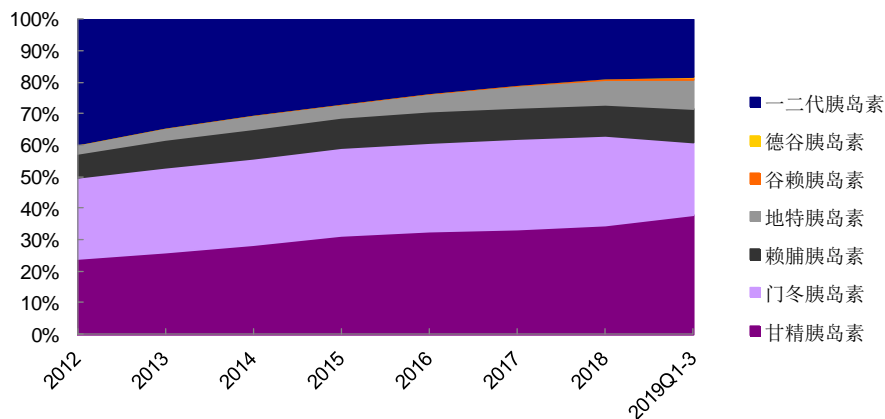
资料来源: 各公司年报、光大证券研究所

图 2: 甘精胰岛素在样本医院维持稳健增长(百万元)



资料来源: PDB、光大证券研究所

图 3: 甘精胰岛素在样本医院销售额占比持续提升



资料来源: PDB、光大证券研究所(注: 一二代胰岛素、赖脯胰岛素、门冬胰岛素包含预混剂型)

表 1：公司生物药研发管线（截至 2019.12）

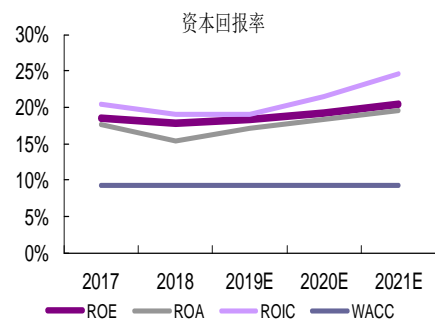
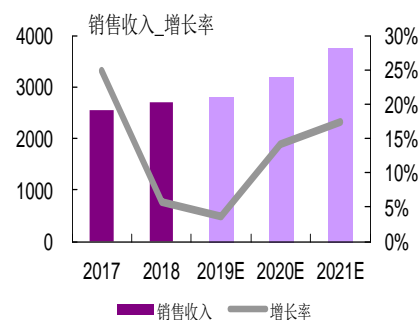
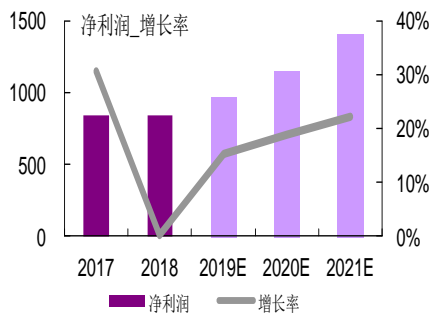
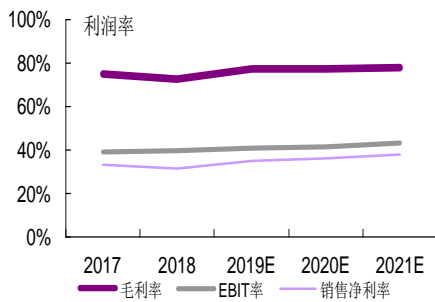
阶段	药物分类	名称
上市	胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液
上市申请	胰岛素类似物	门冬胰岛素注射液
III 期	胰岛素类似物	门冬胰岛素 50 注射液
		门冬胰岛素 30 注射液
	单抗	阿达木单抗注射液
	GLP-1	利拉鲁肽注射液
批准临床	胰岛素类似物	地特胰岛素注射液
		精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）
		精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（50R）
		重组赖脯胰岛素注射液
临床前	GLP-1	度拉糖肽注射液
	胰岛素类似物	超速效型胰岛素类似物（THDB0206）
		胰岛素基础餐时组合（THDB0207）

资料来源：CDE、光大证券研究所

表 2：公司化学药研发管线（截至 2019.12）

阶段	药物分类	名称
上市申请	DPP-4	磷酸西格列汀片
	DPP-4/二甲双胍复方制剂	西格列汀二甲双胍片
BE	格列奈类	瑞格列奈片
批准临床	瑞格列奈/二甲双胍复方制剂	瑞格列奈二甲双胍片
	DPP-4	琥珀酸曲格列汀片
临床前	SGLT-2	恩格列净
	GLP-1	口服 GLP-1 类似物

资料来源：CDE、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,545	2,693	2,792	3,186	3,742
营业成本	644	745	648	724	845
折旧和摊销	168	172	222	239	253
营业税费	17	20	22	25	29
销售费用	623	701	738	822	948
管理费用	261	163	270	279	290
财务费用	14	10	9	-10	-21
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	16	18	18	18	18
营业利润	986	993	1,136	1,349	1,645
利润总额	973	978	1,133	1,346	1,643
少数股东损益	4	0	1	1	1
归属母公司净利润	837	839	968	1,149	1,403

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,753	5,463	5,656	6,274	7,198
流动资产	2,240	2,273	2,371	3,018	3,985
货币资金	336	356	353	700	958
交易型金融资产	0	0	0	100	500
应收帐款	544	558	538	584	651
应收票据	2	41	17	19	22
其他应收款	13	47	28	31	37
存货	974	901	1,048	1,173	1,370
可供出售投资	36	36	36	36	36
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	302	290	290	290	290
固定资产	1,162	1,116	1,411	1,546	1,626
无形资产	97	239	209	186	166
总负债	215	729	360	260	293
无息负债	215	279	238	260	293
有息负债	0	450	122	0	0
股东权益	4,537	4,734	5,296	6,014	6,905
股本	1,711	2,034	2,034	2,034	2,034
公积金	1,683	1,477	1,574	1,689	1,829
未分配利润	1,130	1,208	1,672	2,275	3,025
少数股东权益	10	10	11	11	12

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	961	877	1,018	1,183	1,342
净利润	837	839	968	1,149	1,403
折旧摊销	168	172	222	239	253
净营运资金增加	27	-34	155	229	347
其他	-70	-100	-327	-434	-661
投资活动产生现金流	-106	-750	-278	-292	-592
净资本支出	-185	-768	-320	-220	-220
长期投资变化	302	290	0	0	0
其他资产变化	-224	-272	42	-72	-372
融资活动现金流	-758	-208	-742	-544	-492
股本变化	289	323	0	0	0
债务净变化	-490	450	-328	-122	0
无息负债变化	-24	64	-41	22	33
净现金流	97	-80	-3	347	258

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.75%	5.80%	3.67%	14.14%	17.44%
净利润增长率	30.52%	0.25%	15.38%	18.79%	22.05%
EBITDA 增长率	19.45%	7.06%	9.62%	15.73%	19.21%
EBIT 增长率	22.60%	7.79%	6.53%	17.27%	21.63%
估值指标					
PE	29	29	25	21	17
PB	5	5	5	4	4
EV/EBITDA	18	20	18	15	12
EV/EBIT	21	23	22	18	14
EV/NOPLAT	24	27	25	21	17
EV/Sales	8	9	9	7	6
EV/IC	5	5	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	74.68%	72.33%	76.79%	77.26%	77.40%
EBITDA 率	45.12%	45.66%	48.28%	48.95%	49.69%
EBIT 率	38.53%	39.26%	40.34%	41.45%	42.93%
税前净利润率	38.23%	36.30%	40.58%	42.24%	43.90%
税后净利润率 (归属母公司)	32.87%	31.14%	34.66%	36.07%	37.49%
ROA	17.68%	15.36%	17.12%	18.33%	19.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.48%	17.75%	18.31%	19.15%	20.35%
经营性 ROIC	20.38%	18.96%	19.02%	21.41%	24.58%
偿债能力					
流动比率	12.80	3.29	7.39	13.67	15.69
速动比率	7.24	1.98	4.12	8.36	10.30
归属母公司权益/有息债务	-	10.50	43.27	-	-
有形资产/有息债务	-	11.20	43.03	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.41	0.41	0.48	0.57	0.69
每股红利	0.17	0.20	0.21	0.25	0.31
每股经营现金流	0.47	0.43	0.50	0.58	0.66
每股自由现金流(FCFF)	0.40	0.17	0.34	0.46	0.53
每股净资产	2.23	2.32	2.60	2.95	3.39
每股销售收入	1.25	1.32	1.37	1.57	1.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼