

证券研究报告—动态报告/公司快评
医药保健
制药与生物
双鹭药业 (002038)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2015年05月20日

增资时代怡诺，布局互联网医疗慢病管理

证券分析师：林小伟
证券分析师：邓周宇

 0755-22940022
 0755-82133263

 linxw@guosen.com.cn
 dengzy@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070002
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

事项：

5月16日双鹭药业公告：与天津时代怡诺科技有限公司、李福华等正式签署了《天津时代怡诺科技有限公司增资扩股协议》及《天津时代怡诺科技有限公司增资扩股协议之补充协议》，公司决定出资2000万元参与本次增资，增资完成后公司将持有时代怡诺20%股权。

国信医药观点：公司此次增资参股天津时代怡诺有利于在互联网医疗、健康管理领域的布局，增强公司在慢病医疗领域的实力，并能有效结合自身在药物治疗领域积累的资源，探索“治疗+服务”诊疗一体化新模式。并且近年来，公司通过自主研发、合作研发，储备了十余个在糖尿病治疗领域有突出竞争优势的产品，本次投资可使公司与时代怡诺优势互补，为糖尿病健康管理搭建平台，并获得移动医疗端的较成熟入口，为后续发展打下基石，此外还能为公司其它慢病管理领域如肝病、心脑血管等先行探索，积累经验。此次投资是公司探索慢病管理和互联网医疗的切入口，为未来的创新盈利模式奠定基础。

我们预计公司15-17年EPS分别为1.86/2.38/2.95元，目前股价对应16PE为28X，估值较具吸引力。我们认为，公司已形成“研发+生产+投资+商业”一套完善的战略平台，构成良性循环，依托国内外优秀研发实力，不断丰富血液病、糖尿病、抗感染及肝病、心脑血管等领域的产品储备，重磅新药将陆续进入收获期；同时布局细胞治疗、基因检测、互联网医疗、慢病管理等新领域潜力巨大，增添未来想象空间，详情可参阅国信医药于2015年4月29日发布的深度研报《重磅新药进入收获期，新业务布局增添想象空间》，上调1年期合理估值至76-83元（对应16年PE32-35X），公司长期投资价值突出，维持“买入”评级。

评论：

■ 天津时代怡诺：国内最早从事移动物联网健康管理公司

天津时代怡诺科技有限公司成立于2012年9月，是国内最早从事移动物联网健康管理公司之一，致力于利用移动互联网新技术实现患者自我健康管理和医生移动专业指导，从而真正实现慢病由点式的管理演变为线性管理。截止2014年12月31日，公司总资产为5,200,845.12元，净资产为4,933,727.47元，2014年度净利润为-8,163,936.70（未经审计）。

本协议签署后，未来相关各方将尽快启动时代怡诺科技在境内公开发行股票并在证券交易所上市或股转系统挂牌的工作，力争在2019年06月30日之前完成上市或于2016年12月31日前实现在股转系统挂牌的目标。

表 1: 天津时代怡诺科技有限公司前后股权结构变化

此次增资前股权结构			此次增资后股权结构		
股东姓名	出资(实收)金额(万元)	持股比例(%)	股东姓名	出资(实收)金额(万元)	持股比例(%)
陈旭	243	12.15	陈旭	173.5714	6.075
丁治国	162	8.1	丁治国	115.7143	4.05
邹德军	380	19	邹德军	271.4286	9.5
张智超	243	12.15	张智超	173.5714	6.075
李福华	972	48.6	李福华	694.2857	24.3
合计	2000	100	北京怡诺创业投资中心(有限合伙)	571.4286	20
			北京双鹭药业股份有限公司	571.4286	20
			方壹亨通投资管理有限公司	142.8571	5
			关峰	142.8571	5
			合计	2857.143	100

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理,注:时代依诺本次增资前全体股东一致同意本次增资完成后,原有股东预留共计20%的公司股权作为股权激励股的授予价格和所得价款(简称“收益”)的分配及剩余股份的处置。20%预留股权授予剩余部分将由新老股东按增资后股权比例共同享有。

时代怡诺的慢病医疗系统主要针对 4.5 亿国内的三高慢病患者,基于移动互联网通讯技术,构建国内最专业的垂直医患交流平台,帮助患者迅速找到医生,提供全面、及时、优惠、准确的医疗信息,配合怡诺开发的智能移动硬件设备,实现体征参数的实时采集、分析、医患问答、快速提醒等服务,同时整合在线的优质医疗资源,为患者提供实时的在线家庭私人医生服务。怡诺的健康管理平台能够为患者提供健康的体检、管理、咨询、自诊、早诊、购药服务,使患者从传统点式的治疗服务延展到现在的院前、院中、院外的一站式完整的医疗闭环服务。

图 1: 天津时代怡诺科技官网首页


资料来源:时代怡诺,国信证券经济研究所整理

图 2: 我要健康网首页


资料来源:时代怡诺,国信证券经济研究所整理

目前,时代怡诺已在全球首创糖尿病移动健康管理新模式,拥有“怡诺 m-Health 移动健康管理系统”(相关发明、实用新型、外观设计等专利和著作权共 32 项)和开启智能控粮功能的全球首款手机——怡诺糖友手机(津食药监督械(准)字 2013 第 2400072 号),该手机 2013 年通过国家食品药品监督管理局验证,拥有血糖检测、运动管理、饮食管理、用药管理、糖友宝典、定时提醒、医生咨询、紧急求助等 8 项功能。怡诺移动健康管理系统将糖尿病患者健康数据“采集、分析、指导、管理”全流程贯通,使传统糖尿病“点”的管理模式转变为“线”的管理模式。

图 3: 怡诺 m-Health 移动健康管理系统商业模式



资料来源：时代怡诺，国信证券经济研究所整理

图 4: 怡诺 m-Health 移动健康管理系统



资料来源：时代怡诺，国信证券经济研究所整理

目前我国有 1.14 亿糖尿病人，及 1.48 亿高危群体，大部分无法得到有效的血糖控制，怡诺的硬件产品目前主要是针对糖尿病做重度垂直平台，主要设备有糖友手机、手机血糖伴侣、智能移动血压计，还有针对血脂等的硬件设备。现在对应的软件患者端有怡诺糖医生 app，医生端有怡诺医生 app，患者交流社区 www.511health.com，平台有怡诺的健康云平台，医院端有怡诺医生的工作站。

图 5: 怡诺糖友手机



资料来源：时代怡诺，国信证券经济研究所整理

图 6: 怡诺手机血糖伴侣



资料来源：时代怡诺，国信证券经济研究所整理

而且时代怡诺拥有开放的移动健康管理平台，对外开放各类慢性病应用 APPS 的开发，其轻资产模式易于快速扩展，并能兼容市面上的可穿戴设备。其核心运营团队在互联网、通讯、医疗器械等行业有着丰富的经验和成功的案例，能协助第三方 apps 和穿戴设备开发商迅速获得国家相关认证。怡诺 m-Health 作为时代怡诺开发的健康管理平台，致力于对慢性病的预防、监测、健康管理 (www.shidaiyinuo.com)。怡诺 m-Health 并不限于某一类慢性病种，而是对外开放各类慢性病应用 APPS 的开发，并且可以兼容市面上的绝大多数可穿戴设备，提供对各类 APPS 的外挂硬件设备 ODM 管理服务。

怡诺作为新兴产业得到国家和地方政府的大力支持，同时也与多地移动运营商通力协作开发了 3G 手机终端，采用网络共享，渠道共享，站点共享的全面合作模式。最重要的是，项目还获得国内众多三甲医院的大力支持，目前全国有 2000 多名内分泌专家和临床医生参与了怡诺的移动管理方案，怡诺目前合作的有 7 家三甲医院，包括北京 301 医院、305 医院、306 医院、中日友好医院等知名医院的大力支持，较早地掌握了在移动健康管理中最稀缺的医疗资源。目前怡诺 app 有 38 万用户，其中注册用户大概有 22 万，每天的活跃度在三万左右。公司预计今年年底注册用户将达到 100 万，app 下载量将达到 300 万，医院的合作方有望拓展到 15-20 家。

图 7: 怡诺糖友手机血糖伴侣



资料来源：时代怡诺、国信证券经济研究所整理

图 8: 怡诺其他智能设备



资料来源：时代怡诺、国信证券经济研究所整理

■ **双鹭药业：糖尿病在研药物储备丰富，布局互联网医疗慢病管理契合公司战略**

本次增资有利于双鹭药业在移动医疗、健康管理领域的布局，增强公司在慢病医疗领域的实力，并能有效结合自身在药物治疗领域积累的资源，探索“治疗+服务”诊疗一体化新模式。

双鹭药业早在 2004 年就已经上市了传统糖尿病治疗药物二甲双胍格列本脲片，虽然目前该产品不具优势，但仍是目前临床上治疗糖尿病的主流用药产品。面对巨大的糖尿病市场，双鹭药业近年来在糖尿病领域申报研发了多项优势竞争品种，未来在糖尿病领域竞争力将大大增强。

近年来，通过自主研发、合作研发，储备了十余个在糖尿病治疗领域有突出竞争优势的产品，本次投资可使公司与时代怡诺优势互补，为糖尿病管理搭建平台，同时获得移动医疗端的较成熟入口，为后续发展打下基石，此外还能为公司其它慢病管理领域如肝病、心脑血管等先行探索，积累经验。此次投资是公司探索慢病管理和互联网医疗的切入口，为未来的创新盈利模式奠定基础。

表 2. 双鹭药业在糖尿病领域的储备产品

产品名称	所处状态
二甲双胍格列本脲片	2004 年上市
Diapin (GLP-1 类似物)	16 年将申报临床
GLP-1-Fc 融合蛋白 (长效 GLP-1 类似物)	临床前研究
门冬胰岛素 (胰岛素类似物)	预计明年上半年申报临床
德谷胰岛素 (超长效胰岛素类似物)	临床前研究
卡格列净 (SGLT2 抑制剂)	已申报临床
达格列净 (SGLT2 抑制剂)	已申报临床
利格列汀 (DPP-4 抑制剂)	准备申报生产

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

GLP-1 类似物及长效制剂研发接近尾声：1) 公司与美国密歇根大学联合开发的专利品种 Diapin 是一种三肽类似物，公司拥有该化合物在中国的独家开发使用权。与目前所用的 GLP-1 受体激动剂和人 GLP-1 类似物相比，该化合物可口服给药，是该类药物应用的突破，且作用时间更长，经过一年左右的安评试验即可在中国、美国同时申报。2) 长效 GLP-1 注射剂：公司研发的 GLP-1-Fc 融合蛋白是将天然 GLP-1 (7-37) 与人 IgG4 抗体 Fc 片段相连构建而成。通过与 Fc 片段链接，大大提高了蛋白稳定性和半衰期 (半衰期 4 天，相比于 GLP-1 受体激动剂的半衰期 (2-11h) 有显著的提高)，优化了蛋白间融合接头，进一步保证了蛋白活性和效应。目前该分子已成功构建，细胞培养及纯化工艺也已建立，初步药效学显示其可以有效降低餐后血糖并使血糖维持在恒定水平，系统的临床前评价正在进行中。

开发胰岛素类产品，为联合用药做好铺垫：1) 门冬胰岛素：公司开发的首个胰岛素类似物，预计明年上半年申报临床。2) 德谷胰岛素是诺和诺德公司旗下的一种新型超长效基础胰岛素类似物，比甘精胰岛素降糖效果更好，持续时间更长。公司开发的两款胰岛素品种短效、超长效相互补充，为以后联合用药做好充分品种，既可开发双胰岛素品种，又可与其正在研发的 GLP-1 类药物联合用药，为后继市场竞争做好充足准备。

两种 SGLT2 抑制剂已申报临床：1) 卡格列净由子公司南京卡文迪许开发，现已申报临床，该药是 FDA 批准的首个 SGLT2 抑制剂，于 2013 年 3 月被批准用于改善 2 型糖尿病成人患者的血糖控制。2) 达格列净也是由卡文迪许开发，现已申报临床，是 FDA 批准的第二种 SGLT2 抑制剂，治疗 2 型糖尿病安全有效。

高效 DPP-4 抑制剂拟申报生产：公司准备申报生产的利格列汀作为一种具有新型作用机制的 2 型糖尿病治疗药物，2011 年 5 月获美国 FDA 批准上市。DPP-4 是一种全身分布的蛋白酶，研究人员发现，除了无法渗透的中枢神经外，利格列汀可以在全身几乎所有的器官与 DPP-4 相结合，半衰期特别长意味着药效持久，只需每日一次给药即可达到 DPP-4 的抑制效果。与其它 DPP-4 抑制剂如西格列汀、维格列汀及沙格列汀不同，利格列汀是一种非常独特的非拟肽类 DPP-4 抑制剂，这种独特的结构使得利格列汀能够与 DPP-4 紧密结合。经多项临床试验证实，利格列汀可显著控制血糖，副作用的发生率与安慰剂相当，具有良好的安全性、有效性及耐受性，极具市场潜力。目前该品种将于 2015 年内申报生产。国内进口产品有勃林格殷格翰制药（欧唐宁），国内无同类产品上市。欧唐宁进口注册批准的适应症是“与二甲双胍和磺脲类药物联合使用，配合饮食控制和运动，用于成年 2 型糖尿病（T2DM）患者的血糖控制”，本品可与公司已市产品二甲双胍格列本脲联合使用。

表 3：双鹭药业其他重磅在研产品进展情况

受理号码	药品名称	注册分类	申请类型	办理状态	状态开始日
CYHS1401231 豫	伏立康唑	化药 6	仿制	在审评	2015/1/19
CXHS1400267 京	来那度胺胶囊	化药 3.1	新药	在审评	2015/1/14
CYHS1400265 京	注射用丁二磷酸腺苷蛋氨酸	化药 6	仿制	在审评	2014/10/21
CXHS1300223 京	还原型谷胱甘肽肠溶胶囊	化药 5	新药	在审评	2014/10/21
CYHS1400264 京	丁二磷酸腺苷蛋氨酸	化药 6	仿制	在审评	2014/10/21
CYHS1400448 豫	富马酸替诺福韦二吡啶酯	化药 6	仿制	在审评	2014/9/26
CXHS1300273 京	达沙替尼片	化药 3.1	新药	在审评	2014/3/31
CYHS1300536 京	甲磺酸伊马替尼片	化药 6	仿制	在审评	2013/12/26
CXHL1300052 京	缙沙坦烟酸氯氯地平片	化药 1.5	新药	在审评	2013/5/14
CXHL1200289 京	盐酸氨基葡萄糖硫酸软骨素钠片	化药 3.2	新药	在审评	2012/11/13
CYHS1101304 京	奥硝唑注射液	化药 6	仿制	在审评	2012/6/18
CYHS1001214 京	注射用盐酸吉西他滨	化药 6	仿制	在审评	2012/1/20
CXHL1402184 苏	卡格列净片	化药 3.1	新药	临床申请 在审评	2015/2/5
CXHL1401161 苏	依普利酮片	化药 3.1	新药	临床申请 在审评	2014/9/24
CXHL1400636 苏	泊马度胺胶囊	化药 3.1	新药	临床申请 在审评	2014/7/15
CXSL1300096 京	聚乙二醇重组人干扰素 α 2b 注射液	治疗用生物制品 9	新药	临床申请 在审评	2014/4/9
CXHL1400318 苏	阿哌沙班片	化药 3.4	新药	临床申请 在审评	2014/3/19
CXHL1300736 苏	对乙酰氨基酚注射液	化药 3.3	新药	临床申请 在审评	2013/9/11

资料来源：CFDA、药智网、公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 重磅新药进入收获期，搭建互联网医疗慢病管理平台及新业务布局增添未来想象空间，维持“买入”

公司此次增资参股天津时代怡诺有利于在互联网医疗、健康管理领域的布局，增强公司在慢病医疗领域的实力，并能有效结合自身在药物治疗领域积累的资源，探索“治疗+服务”诊疗一体化新模式。并且近年来，公司通过自主研发、合作研发，储备了十余个在糖尿病治疗领域有突出竞争优势的产品，本次投资可使公司与时代怡诺优势互补，为糖尿病健康

管理搭建平台，并获得移动医疗端的较成熟入口，为后续发展打下基石，此外还能为公司其它慢病管理领域如肝病、心脑血管等先行探索，积累经验。此次投资是公司探索慢病管理和互联网医疗的切入口，为未来的创新盈利模式奠定基础。

我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.86/2.38/2.95 元，目前股价对应 16PE 为 28X，估值较具吸引力。我们认为，公司已形成“研发+生产+投资+商业”一套完善的战略平台，构成良性循环，依托国内外优秀研发实力，不断丰富血液病、糖尿病、抗感染及肝病、心脑血管等领域的产品储备，重磅新药将陆续进入收获期；同时布局细胞治疗、基因检测、互联网医疗、慢病管理等新领域潜力巨大，增添未来想象空间，详情可参阅国信医药于 2015 年 4 月 29 日发布的深度研报《重磅新药进入收获期，新业务布局增添想象空间》，上调 1 年期合理估值至 76-83 元（对应 16 年 PE32-35X），公司长期投资价值突出，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	857	1234	1715	2433
应收款项	668	819	1042	1274
存货净额	112	132	160	189
其他流动资产	636	780	992	1213
流动资产合计	2283	2974	3919	5119
固定资产	414	466	494	487
无形资产及其他	78	76	74	72
投资性房地产	452	452	452	452
长期股权投资	92	87	81	75
资产总计	3319	4055	5019	6205
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	43	50	61	72
其他流动负债	73	70	86	102
流动负债合计	116	120	146	174
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	22	25	28	31
长期负债合计	22	25	28	31
负债合计	138	145	175	205
少数股东权益	33	40	48	58
股东权益	3148	3870	4796	5941
负债和股东权益总计	3319	4055	5019	6205

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.52	1.86	2.38	2.95
每股红利	0.20	0.28	0.36	0.44
每股净资产	6.89	8.47	10.50	13.01
ROIC	23%	23%	26%	28%
ROE	22%	22%	23%	23%
毛利率	70%	71%	72%	73%
EBIT Margin	58%	59%	61%	62%
EBITDA Margin	61%	62%	63%	64%
收入增长	7%	23%	27%	22%
净利润增长率	20%	22%	28%	24%
资产负债率	5%	5%	4%	4%
息率	0%	0%	1%	1%
P/E	43.5	35.6	27.8	22.5
P/B	9.6	7.8	6.3	5.1
EV/EBITDA	40.3	32.2	24.8	20.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1243	1523	1938	2370
营业成本	372	445	540	632
营业税金及附加	16	18	23	28
销售费用	30	37	47	57
管理费用	100	120	152	186
财务费用	(21)	(26)	(37)	(52)
投资收益	44	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(8)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	780	974	1258	1564
营业外净收支	32	35	35	35
利润总额	812	1009	1293	1599
所得税费用	111	151	194	240
少数股东损益	6	7	9	12
归属于母公司净利润	695	850	1089	1347

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	695	850	1089	1347
资产减值准备	7	4	1	0
折旧摊销	31	41	50	55
公允价值变动损失	8	5	5	5
财务费用	(21)	(26)	(37)	(52)
营运资本变动	(558)	(303)	(432)	(452)
其它	(2)	2	7	10
经营活动现金流	181	600	720	965
资本开支	(81)	(101)	(81)	(51)
其它投资现金流	(3)	0	0	0
投资活动现金流	42	(95)	(75)	(45)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(91)	(128)	(163)	(202)
其它融资现金流	53	0	0	0
融资活动现金流	(129)	(128)	(163)	(202)
现金净变动	94	377	481	718
货币资金的期初余额	763	857	1234	1715
货币资金的期末余额	857	1234	1715	2433
企业自由现金流	17	405	536	799
权益自由现金流	70	427	567	843

相关研究报告:

《双鹭药业-002038-2014 年年报及 2015 年一季报点评: 重磅新药进入收获期, 新业务布局增添想象空间》 —— 2015-04-29

《双鹭药业-002038-重大事件快评: 扶济复凝胶获批, 助力长期发展》 —— 2014-11-07

《双鹭药业-002038-2014 年三季报点评: 业绩略低于预期, 期待新药进展》 —— 2014-10-24

《双鹭药业-002038-2014 年半年报点评: 业绩略低于预期, 下半年有望加速》 —— 2014-08-20

《双鹭药业-002038-2013 年报及 2014 一季报点评: 开局良好, 建议买入》 —— 2014-04-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。