

通化东宝 (600867)

打造糖尿病整体解决方案提供商

行业名称	医药生物
投资建议	买入 (首次覆盖)
当前价格:	23.29 元
目标价格:	30.00 元

证券研究报告

研究简报

投资要点:

➤ 国产人胰岛素王者有望延续快速增长的趋势

公司是国产人胰岛素龙头企业，主力产品甘舒霖在基层区域市场具有显著的影响力和号召力（使用患者超300多万，份额占比仅次于外企诺和诺德），我们预计公司的重组人胰岛素产品在渗透率提升、政策利好等多重因素助推下未来3-5年有望延续25%左右的复合增长率，拉动公司整体业绩继续实现快速而稳定的增长。

➤ 三代胰岛素进展顺利，雄厚研发储备为长远发展保驾护航

公司第三代胰岛素甘精胰岛素注射液，预计在四季度申报生产，乐观估计明年将获批上市，将为公司业绩贡献可观的增量；此外公司还积极研发储备激动剂类、化学口服类降糖药，拥有多个项目处在不同的进度之中，覆盖了不同类型、不同阶段糖尿病，未来有望提供全方位的糖尿病治疗药物，为成为糖尿病整体解决方案提供商奠定坚实基础。

➤ “东宝糖尿病管理平台”推动公司向平台型服务商转变

公司的糖尿病慢病管理平台包括药物治疗（胰岛素、Ypsomed笔和针头；未来口服等其他治疗药物）、血糖监测（华产生技、红信心app）、病人行为管理（你的医生app）三者合一，将医生、患者、平台、变现通道（药品、器械、服务等）有机结合，助力打造糖尿病整体解决方案提供商，推动公司由单一的胰岛素生产商向糖尿病平台型服务商转变。

➤ 市值成长空间已经打开，首次覆盖给予“买入”评级

预计公司2016-2018年EPS分别为0.44、0.57、0.75元，目前股价对应PE分别为53、41、31倍。我们认为公司作为目前A股最为纯正的糖尿病治疗标的，研发储备丰富，不断丰富治疗品种种类，打造业内领先的慢病管理平台，向糖尿病平台型服务企业转变，打开了市值成长的空间，应给予一定的估值溢价，我们给予公司2017年50-54倍估值，合理价格区间28.44-30.71元，6个月目标价30元，首次覆盖，给予“买入”评级。

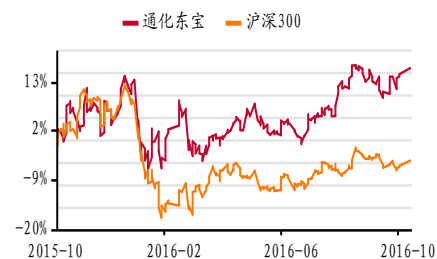
➤ 风险提示内容

基层胰岛素市场竞争加剧、三代胰岛素进展低于预期、慢病管理平台进度低于预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,419/1,360
流通A股市值 (百万元)	31,677
每股净资产 (元)	1.86
资产负债率 (%)	35.52
一年内最高/最低 (元)	27.94/19.58

一年内股价相对走势



杨焯辉 分析师
 执业证书编号: S1110516080003
 电话:
 邮箱: yangyh@sh.tfzq.com

潘海洋 联系人
 电话:
 邮箱: panhy@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,451.34	1,669.31	2,050.73	2,611.51	3,426.02
增长率 (%)	20.52%	15.02%	22.85%	27.35%	31.19%
EBITDA (百万元)	467.04	717.01	835.03	1,058.43	1,367.32
净利润 (百万元)	279.78	492.96	619.42	806.95	1,067.91
增长率 (%)	52.13%	76.19%	25.65%	30.28%	32.34%
EPS (元/股)	0.20	0.35	0.44	0.57	0.75
市盈率 (P/E)	118.10	67.03	53.34	40.95	30.94
市净率 (P/B)	15.46	13.44	11.26	10.26	9.09
EV/EBITDA	35.06	43.89	39.48	31.56	23.90

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

正文目录

国产人胰岛素龙头企业着力打造糖尿病整体解决方案提供商	3
国内领军的人胰岛素企业.....	3
业绩多年来保持快速增长.....	3
公司主力的人胰岛素有望延续快速增长的态势	5
三代胰岛素进展顺利，雄厚研发储备为长远发展保驾护航	8
甘精胰岛素预计明年获批上市.....	8
研发储备雄厚助力长远发展.....	10
“东宝糖尿病管理平台”蓄势待发，向糖尿病平台型服务商转变.....	11
东宝的糖尿病管理平台涵盖糖尿病治疗的所有基础环节	12
慢病管理平台助力公司长远发展，推动公司向平台型服务企业转变	13
盈利预测与估值.....	14
风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司历年营收、净利润、扣非后净利润及增速	4
图表 2: 公司历年营收构成及产品毛利情况.....	5
图表 3: 公司胰岛素产品.....	6
图表 4: 公司历年重组人胰岛素系列产品收入及增速.....	6
图表 5: 我国胰岛素及类似物份额格局.....	7
图表 6: 样本医院重组人胰岛素市场份额格局.....	8
图表 7: 样本医院胰岛素产品用药结构.....	9
图表 8: 样本医院胰岛素类似物竞争格局.....	9
图表 9: 国内胰岛素类似物研发进度.....	10
图表 10: 公司在研品种丰富.....	11
图表 11: 东宝的布局涵盖糖尿病治疗的所有基础环节	13
图表 12: 东宝慢病管理平台示意图	13
图表 13: 可比公司估值（截至 2016.10.11）	15
图表 14: 财务预测摘要.....	16

国产人胰岛素龙头企业着力打造糖尿病整体解决方案提供商

国内领军的重组人胰岛素企业

通化东宝药业股份有限公司主要从事生物制品、中成药、化学药的研发和销售，治疗领域以糖尿病、心脑血管为主，是国内最大的国产人胰岛素生产企业。公司主要产品包括重组人胰岛素注射剂（“甘舒霖”，国内第一个基因重组人胰岛素制剂产品）、重组人胰岛素原料药、镇脑宁胶囊等。

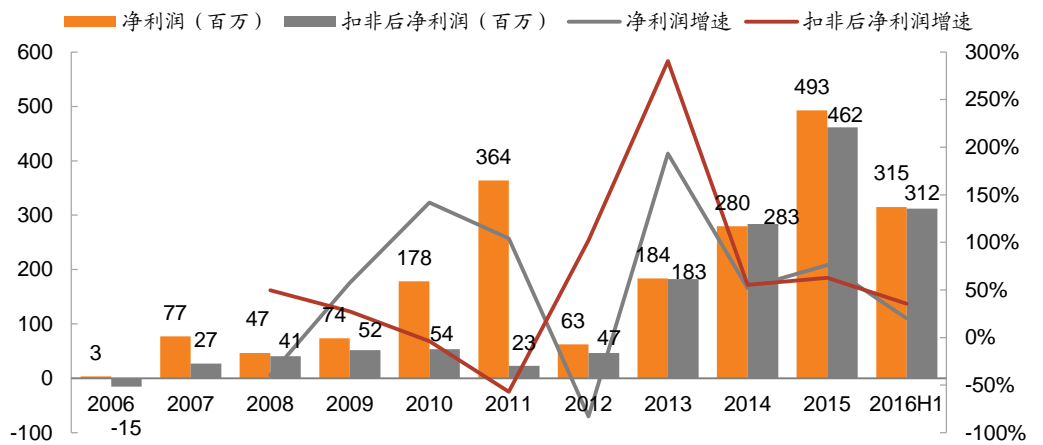
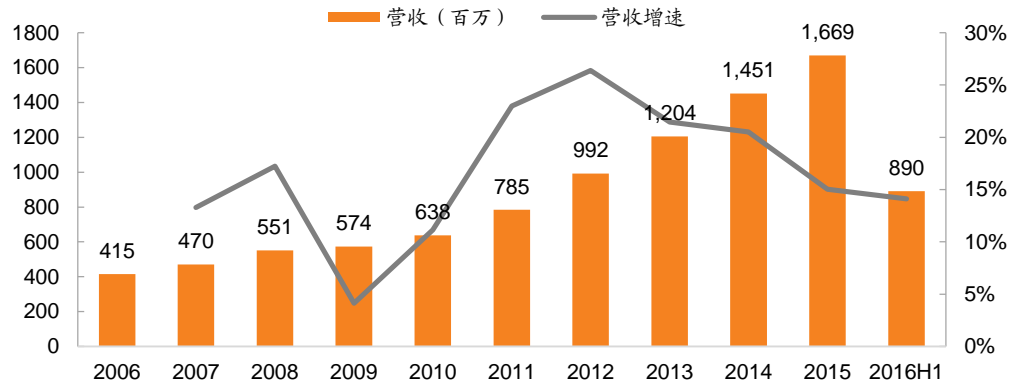
公司已成为国内领军的重组人胰岛素企业，在基层区域市场具有显著的影响力和号召力（使用患者超 300 多万，份额占比仅次于外企诺和诺德），公司在维持基层市场稳健快速增长基础上积极拓展胰岛素类似物等高端治疗品种，同时构建糖尿病慢病管理平台，着力打造糖尿病整体解决方案提供商，实现由单一的胰岛素制造商向糖尿病平台型服务商转变，翻开了发展的新篇章。

业绩多年来保持快速增长

公司早期业务相对复杂，除从事化学药、中成药、大输液等业务，还涉足塑料门窗等建材业务，同时由于投资收益及个别年份非经常性损益的影响导致公司业绩波动较大；1998 年成功研制出具有中国独立知识产权的制剂药品“甘舒霖”，公司的主业逐步聚焦到胰岛素产品，整体业绩也逐步实现稳定快速的增长。

公司的营收由 2006 年的 4.15 亿元增长至 2015 年 16.69 亿元，2006-2015 年 CAGR 为 16.73%；同期净利润由 346 万增至 4.93 亿元，年复合增长率达到 73.50%（如弱化 2006 年基数效应，2007-2015 年净利润 CAGR 为 26.03%），2016 年上半年公司实现营收、净利润、扣非后净利润分别为 8.90、3.15、3.12 亿元，分别增长 14.12%、20.06%、35.56%；预计全年也将实现较快的业绩增速。

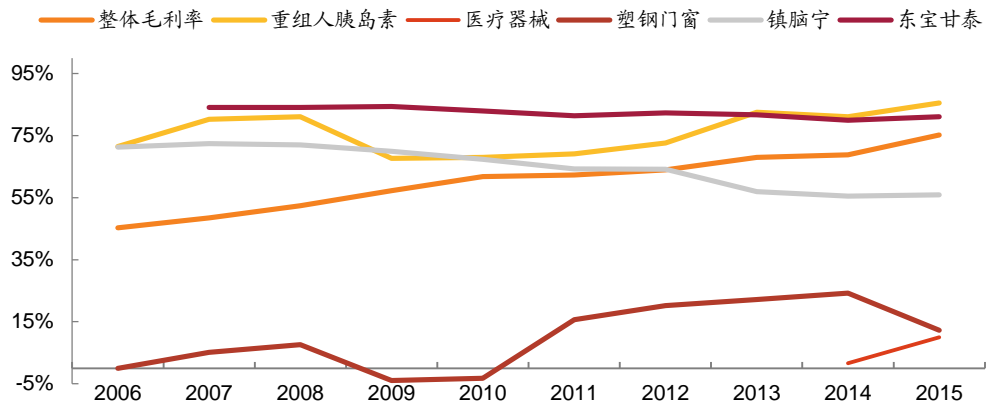
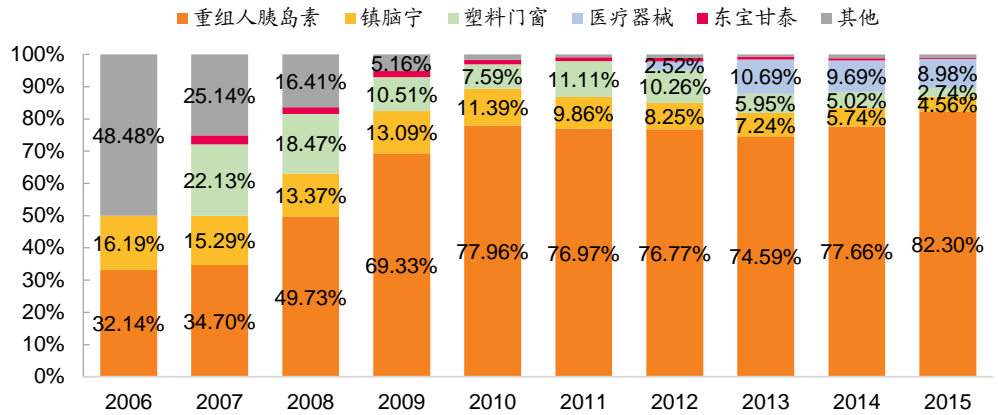
图表 1: 公司历年营收、净利润、扣非后净利润及增速



来源: wind, 天风证券研究所

公司的重组人胰岛素相关产品已经占据营收的主要组成部分, 2015 年占到整体营收的 82.30%, 同时重组胰岛素产品的毛利率也保持稳定且较高的水平(2009-2012 毛利率下降主要是受折旧影响), 2015 年的毛利率达到了 85.56%; 重组人胰岛素产品的占比的不断提升以及高毛利率的维持也拉动公司整体毛利率不断上升。

图表 2: 公司历年营收构成及产品毛利情况



来源: wind, 天风证券研究所

公司主力的重组人胰岛素有望延续快速增长的态势

公司目前的胰岛素制剂产品主要是第二代重组人胰岛素系列产品, 包括短效、中效重组人胰岛素及二者的混合等多个品种, 满足市场上不同糖尿病患者的用药需求。目前最畅销的产品为甘舒霖® 30R, 由 30%常规重组人胰岛素注射液(控制餐后血糖)和 70%低精蛋白重组人胰岛素(使其作用时间长达 24 小时)混合而成, 2014 年 3 月公司的独家规格产品精蛋白重组人胰岛素混合注射液(40/60)(甘舒霖®40R)获批上市, 使糖尿病患者在使用预混重组人胰岛素时有更多的选择。

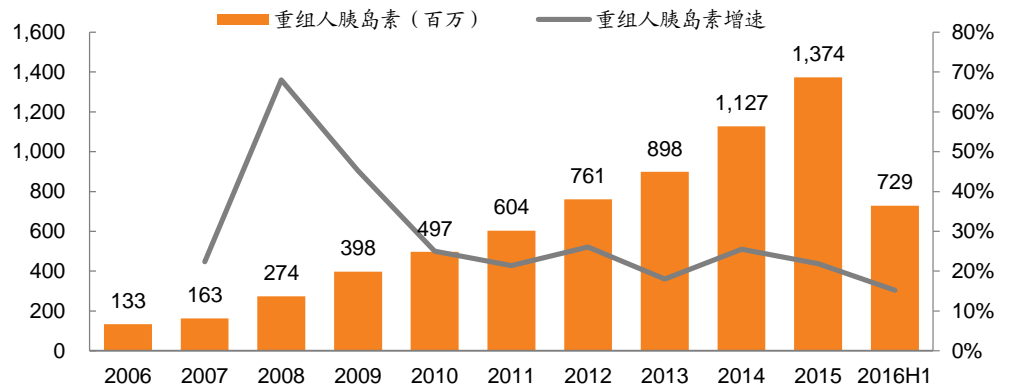
图表 3: 公司胰岛素产品

商品名	通用名	类型	起效时间	峰值时间	持续时间	适应症	中标价	2015 年销售额
甘舒霖® R	重组人胰岛素注射液	短效	0.5h	1-3h	4-8h	1 型或 2 型糖尿病	43.80-51.50 元	1.15 亿元
甘舒霖® N	精蛋白重组人胰岛素注射液	中效	缓慢	6-9h	24h	1 型或 2 型糖尿病	44.00-49.47 元	0.36 亿元
甘舒霖® 30R	30/70 混合重组人胰岛素注射液	预混	0.5h	2-8h	24h	1 型或 2 型糖尿病	43.20-49.40 元	10.57 亿元
甘舒霖® 50R	50/50 混合重组人胰岛素注射液	预混	0.5h	2-8h	24h	1 型或 2 型糖尿病	46.66-56.10 元	0.94 亿元
甘舒霖® 40R	精蛋白重组人胰岛素混合注射液 (40/60)	预混	0.5h	2-8h	24h	1 型或 2 型糖尿病	52.36-56.36 元	0.26 亿元

来源: 公司官网, 公司公告, 天风证券研究所

公司重组人胰岛素系列产品多年来实现快速的增长, 营收由 2006 年 1.33 亿元增长至 2015 年 13.74 亿元, **2006-2015 年 CAGR 达到 29.59%**, 占公司总收入比重也由 32% 提升至 82%。目前公司已经建成了年产 3000 公斤的吨级胰岛素原料药生产线, 重组人胰岛素注射液年产能达到 12600 万支, 能够满足国内市场需求, 同时也能够适应市场对新剂型变化的需求。

图表 4: 公司历年重组人胰岛素系列产品收入及增速



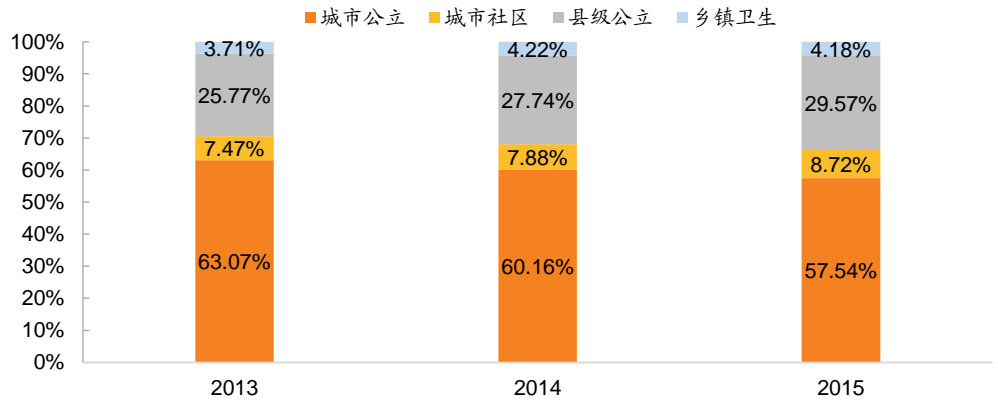
来源: wind, 天风证券研究所

我们预计公司的重组人胰岛素产品在多重因素助推下未来 3-5 年有望延续 25% 左右的快速复合增长率。

- ✓ 县级及县级以下区域的基层市场空间巨大, 天花板高。我们预计全国糖尿病人数量超过 1.1 亿, 我们假设胰岛素治疗比例 30% (发达国家用胰岛素治疗的比例高达 50%, 我国的糖尿病治疗比例仅有 10% 左右), 按照年平均用金额 3000 元计算, 整个市场空间近 1000 亿元级别。

根据米内网样本医院放大版数据库数据，2015 年县级公立、乡镇卫生胰岛素及胰岛素类似物市场份额占比总体占比为 33.75%（相对于 2014 年占比继续提升），若保守按照 30% 预测，县级公立、乡镇卫生胰岛素（主要是基药人胰岛素为主）市场空间达到 300 亿级别，是目前基层胰岛素 70-80 亿左右的终端规模的 4 倍左右。

图表 5: 我国胰岛素及类似物份额格局

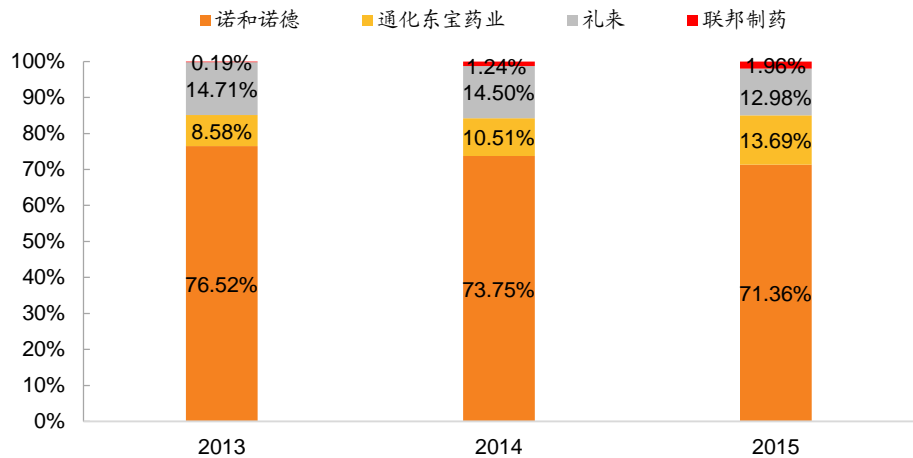


来源：米内网，天风证券研究所

- ✓ **政策强化，基层市场继续扩容。**近年来在医保控费、推进分级诊疗的背景下，基层医疗市场持续得到强化，公司的主力产品重组人胰岛素注射液是国家基药品种，用药基础得以扩大，在政策支持下未来整体胰岛素基层市场料将继续扩容。
- ✓ **公司在县级及县级以下基层市场影响力大。**公司在县级及县级以下区域市场（以基药人胰岛素为主）深耕多年，市场的影响力和号召力超越外企，目前超 300 多万糖尿病病人每天使用公司胰岛素产品甘舒霖。目前在重组人胰岛素市场上的企业包括诺和诺德、礼来以及国内厂商包括通化东宝、珠海联邦、江苏万邦等。

米内网样本医院数据显示，公司在重组人胰岛素市场占有率稳步提升，2015 年份额达到 13.69%，已超越美国礼来公司，仅次于丹麦诺和诺德公司，未来凭借多年的基层积累有望继续夯实重组人胰岛素国产龙头的地位，充分享受基层胰岛素市场的继续扩容。

图表 6: 样本医院重组人胰岛素市场份额格局



来源: 米内网, 天风证券研究所

- ✓ **深度拓展掌控基层医生资源。**2012 年以来公司大力推行的“蒲公英行动”和“情系中华、关爱基层”糖尿病教育行动, 通过各种学术活动规范、培养基层医生的糖尿病诊治能力, 已对基层医生培训每年超过 20000 人次, 公司积累了大量的内分泌医生资源, 巩固公司在基层糖尿病市场的领头羊地位, 为基层胰岛素产品的持续快速增长奠定了坚实的基础。
- ✓ **“东宝糖尿病管理平台”协同效应逐渐显现。**公司目标是打造糖尿病整体解决方案提供商, 围绕“糖尿病治疗、血糖监测、病人行为管理”的糖尿病慢病管理平台已经构建成形。未来线上医生资源、患者资源有望实现良好的互动, 借此平台将利于公司维护好已有胰岛素产品使用患者, 同时拓展新增胰岛素客户。公司的胰岛素产品一方面为慢病管理平台提供了变现渠道, 反过来慢病管理平台又将对胰岛素产品的销售提供助力, 协同效应将逐步显现。

三代胰岛素进展顺利, 雄厚研发储备为长远发展保驾护航

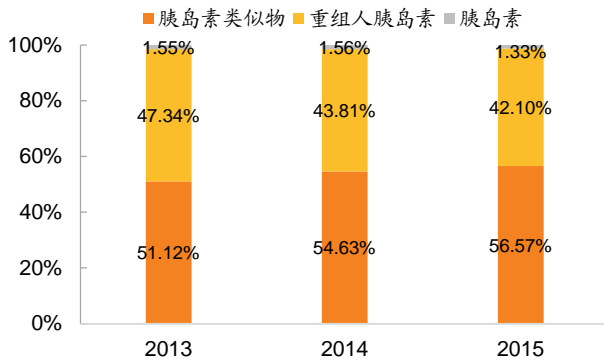
甘精胰岛素预计明年获批上市

第三代胰岛素重组胰岛素类似物利用人工方法改变了天然人胰岛素的结 构, 与人胰岛素有几个氨基酸的差异, 主要包括甘精胰岛素、门冬胰岛素、赖脯胰岛素等。与第二代重组人胰岛素相比, 第三代胰岛素可进一步模拟人体生理性胰岛素分泌曲线, 精准调节人体血糖浓度, 降低低血糖风险, 安全性及有效性进一步提高。目前胰岛素类似物是大中城市胰岛素用药主导产品, 整个终端规模约 90-100 亿元。

从欧美发达国家胰岛素用药结构来看, 胰岛素类似物目前已经是市场的主导产品。而国内胰岛素整体市场若以销售额来计算, 胰岛素类似物也已成为胰岛素

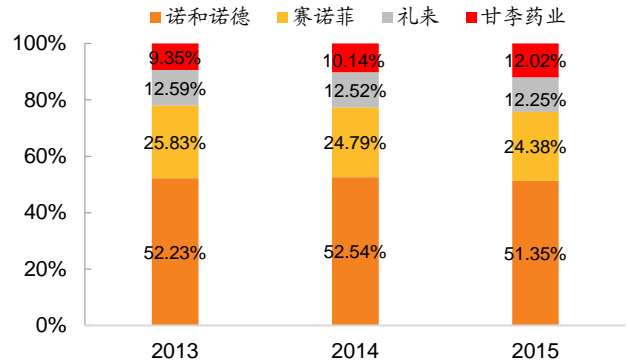
类第一大用药（样本医院数据显示 2015 年胰岛素类似物终端用药金额占比达到 56.6%）。目前国内的厂商包括外企诺和诺德（门冬胰岛素、地特胰岛素）、礼来（赖脯胰岛素）、赛诺菲（甘精胰岛素）以及国内的甘李药业（甘精胰岛素、赖脯胰岛素）。通化东宝、珠海联邦、江苏万邦等企业胰岛素类似物在研中。

图表 7: 样本医院胰岛素产品用药结构



来源：米内网，天风证券研究所

图表 8: 样本医院胰岛素类似物竞争格局



来源：米内网，天风证券研究所

公司于 2011 年开始 4 种胰岛素类似物的研究，包括甘精胰岛素（商品名：长舒霖）、门冬胰岛素（商品名：锐舒霖）、地特胰岛素（商品名：平舒霖）、赖脯胰岛素（商品名：速舒霖），截止目前共计 12 个品种，16 个规格。

公司进展最快的胰岛素类似物为甘精胰岛素注射液，预计在四季度申报生产，乐观估计明年将获批上市；门冬胰岛素注射液的 III 期临床研究中的治疗期已全部结束，预计明年将申报生产。门冬胰岛素 30、50 注射液已在 2015 年底获得临床试验批件，目前正在推进 III 期临床的有关工作；地特胰岛素及其注射液已提交临床申请，目前处于 CDE 技术审评阶段；赖脯胰岛素及相关预混产品正在多批次试生产，预计明年上半年申报临床。

除了通化东宝之外，包括珠海联邦制药、江苏万邦医药、宜昌东阳光药业、海正药业、正大天晴等公司布局胰岛素类似物，研发进度不一。在一线城市销售上，公司积极参与高端医院和市场的各种学术活动，积极寻求机会介入顶级三甲医院的糖尿病教育等活动，保持已有中心城市医院的市场份额，同时，公司的糖尿病慢病管理平台有望网罗更多大城市重点医院医生、患者资源，为未来第三代胰岛素上市做准备。

图表 9: 国内胰岛素类似物研发进度

品种	企业	进度
甘精胰岛素	珠海联邦	生产申请在审评
	通化东宝	已获临床批件
	江苏万邦	已获临床批件
	宜昌东阳光药业	已获临床批件
	辽宁博螫生物	临床申请在审评
	海正药业	临床申请在审评
门冬胰岛素	甘李药业	上市申请在审评
	珠海联邦	已获临床批件
	通化东宝	已获临床批件
	海正药业	已获临床批件
赖脯胰岛素	宜昌东阳光药业	临床申请在审评
	江苏万邦	已获临床批件
地特胰岛素	甘李药业 (40R、50R)	已获临床批件
	正大天晴	已获临床批件
地特胰岛素	珠海联邦	已获临床批件
	通化东宝	临床申请在审评

来源: 药智网, 天风证券研究所

研发储备雄厚助力长远发展

公司目标是成为专业糖尿病解决方案提供商, 积极夯实已有胰岛素产品优势, 研发胰岛素类似物, 今年 4 月公司与 Harmony 公司、上海东宝生物公司成立合资公司上海卓信生物医药有限公司 (公司出资 5,000 万元, 占 40% 股权比例), 合资公司将和通化东宝合作完成吸入式胰岛素在中国的临床试验和药品注册以及后续的销售及售后服务, 进一步拓展吸入式胰岛素产品。

除胰岛素以外公司还积极研发储备激动剂类、化学口服类降糖药, 拥有多个项目处在不同的进度之中, 针对不同类型、不同阶段糖尿病, 未来公司有望提供全方位的糖尿病治疗药物, 为成为糖尿病整体解决方案提供商奠定坚实基础。

图表 10: 公司在研品种丰富

类别	品种	适应症	进度
胰岛素产品	甘精胰岛素注射液	糖尿病	2014.06 获批临床
	门冬胰岛素注射液	糖尿病	2014.12 获批临床
	门冬胰岛素 30 注射液	糖尿病	2015.12 获批临床
	门冬胰岛素 50 注射液	糖尿病	2015.12 获批临床
	地特胰岛素和地特胰岛素注射液	糖尿病	2015.05 临床申请审评中
	赖脯胰岛素系列	糖尿病	试生产, 开展稳定研究, 预计 2017 年上半年申报临床
激动剂类降糖药	利拉鲁肽注射液	糖尿病	质量研究、稳定性研究、药效学 and 安全性评价, 预计 2017 年上半年申报临床
	度拉糖肽注射液	糖尿病	开展中试, 启动药理毒理评价, 预计 2017 年下半年申报临床。
化学口服降糖药	琥珀酸曲格列汀片	糖尿病	临床申请在审评
	瑞格列奈片	糖尿病	已获临床批件
	瑞格列奈二甲双胍片	糖尿病	已获临床批件
	磷酸西格列汀	糖尿病	药学研究
	维格列汀	糖尿病	药学研究
参股公司厦门特宝生物重要产品在研情况	Y 型 PEG 化重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液	获批上市	慢病丙肝 乙肝适应症准备申报生产
	Y 型 PEG 化重组人粒细胞刺激因子注射液	II 期临床研究	放化疗引起的粒细胞减少症
	Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液	II 期临床研究	矮小症及生长激素缺乏症
	Y 型 PEG 化重组人干扰素 $\alpha 2a$ 注射液	II 期临床研究	慢性乙型、丙型肝炎

来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司参股公司厦门特宝生物股份有限公司 (公司持股 34.41%) 研发储备同样雄厚, 其重磅新药长效干扰素聚乙二醇干扰素 $\alpha 2b$ 注射液已获批上市, 与利巴韦林联合用于治疗慢性丙型肝炎, 目前国内仅有外企罗氏的派罗欣 ($\alpha 2a$ 亚型)、先灵葆雅的佩乐能 ($\alpha 2b$ 亚型) 两种同类药品在售, 特宝生物的长效干扰素有望实现可观的进口替代, 公司作为参股股东亦增加了利润弹性。

“东宝糖尿病管理平台”蓄势待发, 向糖尿病平台型服务商转变

糖尿病以其治疗周期长 (多数需要终生用药)、需要实时进行血糖数据监测的特性成为最适合进行慢病管理的病种之一。公司在 2015 年正式启动慢病平台战略, 2015 年 8 月公告定增方案, 募资不超过 10.4 亿元, 用于东宝糖尿病平台建设项目 (包括“你的医疗”平台搭建、线下实体药店加盟合作、物联网体系建设及物流仓储) 和认购华广生技部分股权, 目前定增已经完成。为构建“东宝糖尿病慢病管理平台”乃至打造糖尿病整体方案提供商, 公司积极进行了相关重要的物质性布局 and 准备:

1. 积极拓展丰富糖尿病治疗药品: 公司立足于胰岛素产品, 强化基层重组人胰岛素

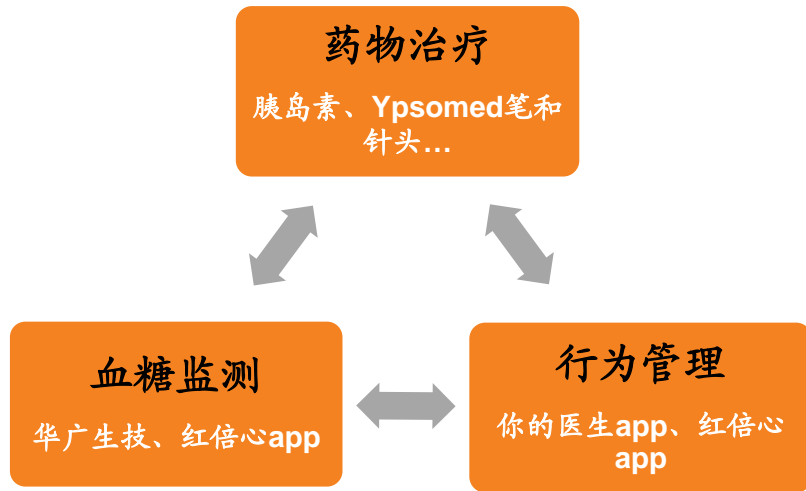
市场的领先地位，研发第三代胰岛素进军城市重点医院等市场；此外还布局化学口服降糖、激动剂类降糖药，吸入式胰岛素产品等。未来公司的糖尿病治疗产品有望覆盖糖尿病的不同类型、不同发展阶段，甚至不排除未来通过外延并购方式丰富药品种类。

2. **深度拓展掌控医生、患者资源：**公司过去几年通过大力推行“蒲公英行动”和“情系中华、关爱基层”等糖尿病教育行动，积极耕耘医生培训，积累了可观的医生资源和患者资源（使用公司胰岛素产品客户数达到 300 万以上）。
3. **入股华产生技全面介入糖尿病血糖监测领域：**公司 2015 年 8 月定增方案拟收购华产生技 1,200 万股私募发行普通股，目前交割已完成（占比 18.91%，成为华产生技第一大股东），成为华产生技血糖监测系列产品的大陆总代理。借助其独有的高品质黄金电极试纸及血糖监测系列产品全面介入糖尿病血糖监测领域，为公司糖尿病慢病管理平台建设做了重要的物质准备。
4. **独家代理瑞士 Ypsomed AG 公司产品，获得了业内领先的胰岛素笔、针头产品：**公司与世界领先的自我医疗注射设备商签订协议，成为 Ypsomed 公司胰岛素笔、针头产品在中国地区的独家经销商。独家取得 Ypsomed 最新研制生产的 Clickfine 32G 系列胰岛素笔式注射器针头在中国的经营权。公司通过掌握业内领先的胰岛素注射笔和针头，为慢病管理平台构建打造了坚实的基础。
5. **与腾讯战略合作，构建并推广互联网+慢病管理平台：**公司与腾讯战略合作，将会在试点区域选择试点医院，探索不同的可持续的互联网+慢病管理模式。腾讯智能血糖仪血糖监测数据直接上传微信模式与现有通化东宝慢病管理所用蓝牙上传 APP 模式互为补充，具有协同效应、可以大大扩大通化东宝糖尿病慢病管理糖尿病病人覆盖范围，助力东宝糖尿病慢病平台的建设。
6. **“你的医生”、“红倍心”核心 APP 上线。**公司经过多人测试的医生管理教育患者的 APP “你的医生”以及血糖监测记录管理 APP “红倍心”已正式上线，目前预计“你的医生”app 上面已有近 5000 名医生和 5 万左右患者在线。“你的医生”是公司慢性管理平台的核 心 APP，医生可在此平台上完成对患者血糖数据的及时掌握，与患者沟通病情，进而给予用药指导，治疗教育等，患者一方面借助“红倍心”实现血糖数据的实时记录，将数据传输至“你的医生”app，在“你的医生”app 和医生进行互动，还可以通过专栏的每日文章获取糖尿病管理相关知识，进而实现自我管理和教育。

东宝的糖尿病管理平台涵盖糖尿病治疗的所有基础环节

大家公认的糖尿病治疗“五架马车”包括药物治疗，血糖监测，饮食控制，体育运动，知识教育，这反映到通化东宝的糖尿病慢病管理平台包括通化东宝**药物治疗**（胰岛素、Ypsomed 笔和针头；未来实现口服等药物治疗）、**血糖监测**（华产生技、红倍心 app）、**病人行为管理**（你的医生 app）三者合一，公司的布局已涵盖了在糖尿病治疗的所有环节。

图表 11: 东宝的布局涵盖糖尿病治疗的所有基础环节

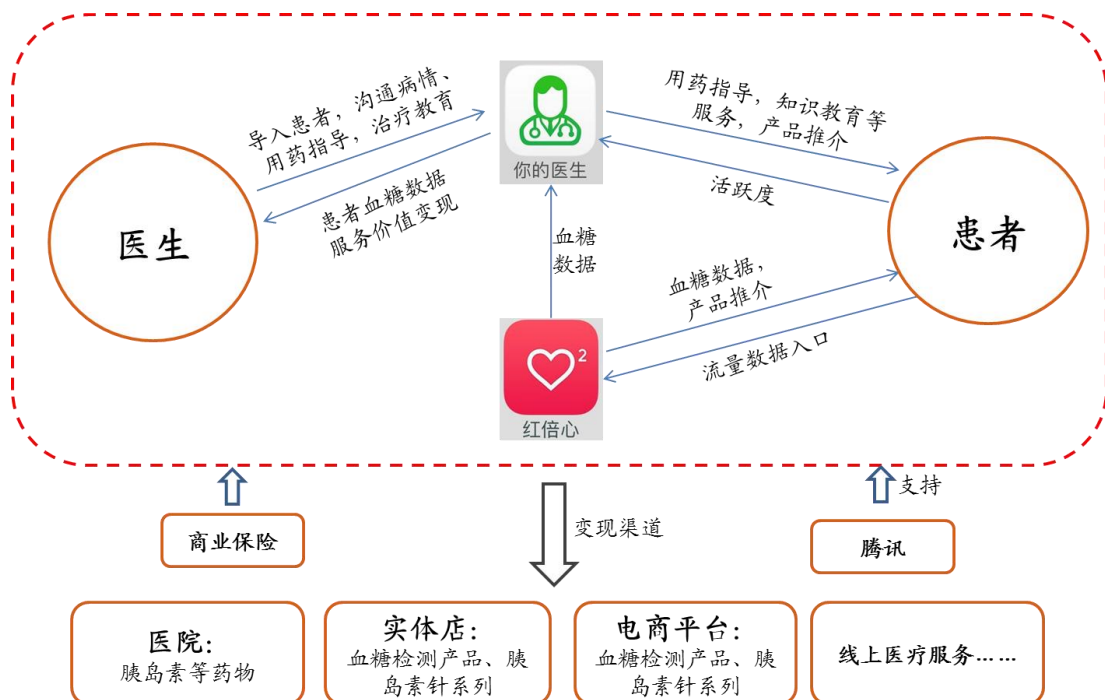


来源: 公司公告, 天风证券研究所

慢病管理平台助力公司长远发展, 推动公司向平台型服务企业转变

慢病管理最重要的几个核心因素包括: 医生、患者、平台、变现通道(药品、器械、服务等), 公司的慢病管理平台借助你的医生、红倍心等线上平台绑定医生和患者, 通过在平台上实现胰岛素治疗教育和指导, 患者的糖尿病可以得到更好的管理, 而医生也可以通过提供服务获得收入实现价值变现, 对公司来讲, 最后通过拉动自身线下胰岛素、血糖监测等产品实现变现。而通过患者数据的积累整合及大数据分析长远来看还可以嫁接商业保险等服务。

图表 12: 东宝慢病管理平台示意图



来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们认为，公司的慢病管理平台通过最大化的整合公司资源，实现线上线下的良好协同，将为公司的长远发展注入强劲动力，是公司打造糖尿病整体解决方案提供商的关键性举措。其意义在于：

1. **通过服务拉动现有产品继续实现稳健而快速的增长。**通过向患者提供整体配套的糖尿病治疗服务（包括血糖监测会员套餐、线上医生指导教育等），可以促进公司现有产品如血糖仪、试纸的放量，对胰岛素产品的增长也会产生有力的推动。
2. **增加医生和客户粘性，为后续新产品的快速上量创造条件。**公司的慢病管理系统能够满足医生管理自身病人的需求，同时为客户提供增值服务，能够更好的维护医生、患者资源，增强品牌认可度。这为公司后续的三代胰岛素、化学口服降糖药等产品的迅速上量创造了有利条件。
3. **促使公司由单一的胰岛素产品制造商向糖尿病专业服务型企业转变，打开公司市值成长空间。**通过慢病管理平台，公司可实现糖尿病“预防-治疗-康复”全阶段的覆盖，构建完整的“线上入口+数据云端+线下服务”的 O2O 闭环，提供不限于药品的综合性解决方案，也促进公司由单一的胰岛素提供商向公大型的糖尿病综合平台型服务商转变，打开了新的发展空间。

盈利预测与估值

公司有望延续主力重组人胰岛素快速增长态势，同时积极推进糖慢病管理平台打造糖尿病整体解决方案带动公司业绩实现持续高增长。预计 2016-2018 年公司营收分别为 20.51、26.11、34.26 亿元，分别同比增长 22.85%、27.35%和 31.19%；2016-2018 年归母净利润分别为 6.18、8.07、10.68 亿元，分别同比增长 25.28%、30.65%、32.34%。

首次覆盖给予“买入”评级。公司作为国内领军的人胰岛素企业，研发储备丰富，积极推动慢病管理平台向平台型服务企业转变，打开了未来市值成长空间。同细分行业的可比代表公司翰宇药业、丽珠集团、长春高新、双鹭药业等 2016-18 年平均估值分别为 40、32、25 倍，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44、0.57、0.75 元，目前股价对应 PE 分别为 53、41、31 倍。

我们认为公司作为目前 A 股最为纯正的糖尿病治疗标的，不断丰富治疗品种种类，打造业内领先的慢病管理平台，向糖尿病平台型服务企业转变，打开了市值成长的空间，应该给予一定的估值溢价，我们给予公司 2017 年 50-54 倍估值，合理价格区间 28.44-30.71 元，2017 年目标价 30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13: 可比公司估值 (截至 2016.10.11)

代码	股票名称	收盘价	EPS			PE			16-18 CAGR	16PEG
			16E	17E	18E	16E	17E	18E		
300199	翰宇药业	22.90	0.48	0.64	0.82	47.53	35.70	28.03	33.56%	1.17
000513	丽珠集团	53.03	1.81	2.24	2.72	32.12	25.89	21.34	22.95%	1.37
000661	长春高新	111.50	2.76	3.47	4.39	40.41	32.16	25.38	24.82%	1.83
002038	双鹭药业	32.88	0.80	0.96	1.26	41.32	34.34	26.09	14.50%	2.85
行业平均						40.35	32.02	25.21	23.96%	1.81
600867	通化东宝	23.29	0.44	0.57	0.75	53.44	40.95	30.94	33.74%	1.58

来源: wind, 天风证券研究所

风险提示

三代胰岛素进展低于预期、慢病管理平台进度低于预期、基层胰岛素市场竞争加剧。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)