

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级：买入 维持评级

公司点评

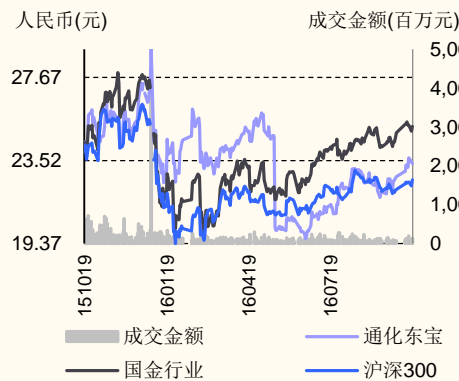
市场价格(人民币)：23.37元

糖尿病一站式服务提供商，提升整体竞争力

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,360.09
总市值(百万元)	33,155.59
年内股价最高最低(元)	29.07/19.62
沪深300指数	3321.33
上证指数	3083.88



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.434	0.446	0.626	0.824
每股净资产(元)	2.08	2.17	2.59	2.98	3.88
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.43	0.71	1.23
市盈率(倍)	57.44	62.60	48.97	34.93	26.53
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	112.42	112.42	112.42
净利润增长率(%)	52.13%	76.19%	28.42%	40.19%	31.67%
净资产收益率(%)	13.09%	20.04%	21.50%	26.19%	26.50%
总股本(百万股)	1,030.10	1,135.83	1,418.72	1,418.72	1,418.72

来源：公司年报、国金证券研究所

点评

- **血糖自我监测市场走向成熟，但市场潜力巨大：**已经诊断为糖尿病的中国患者，平均每月检测血糖的频率仅为4-5次，严重低于指南要求。控制血糖的意义在于指导用药以及控制后续并发症。
- **现有的血糖监测盈利模式无法摆脱以价换量：**由于指尖血糖仪属于耐用品，且其算法及设备结构和血糖试纸技术相对应，不同厂商的血糖仪和试纸不能通用，目前指尖血糖监测系统厂商大部分采取血糖仪投放、而利润大部分来自于血糖试纸的盈利模式。
- **市场期待新商业模式出现，通化东宝致力于提供糖尿病管理一站式服务：**通化东宝的糖尿病患者整体解决方案带来血糖监测市场颠覆性商业模式，成为最全面的“糖尿病患者抓手”，并提升公司整体竞争能力，打造糖尿病管理一体化公司。

相关报告

1. 《参股公司厦门特宝重磅新药聚乙二醇干扰素α-2b注射液获批-通...》，2016.9.20
2. 《半年报业绩超市场预期，医药行业中的稀缺高成长公司-通化东宝公...》，2016.8.19
3. 《通化东宝定增完成，开启发展新时代-通化东宝公司点评》，2016.8.4
4. 《价值重估：360°解析通化东宝投资价值(上篇)-通化东宝公司...》，2016.7.29
5. 《胰岛素延续高成长，慢病平台扎实推进-通化东宝公司点评》，2016.4.27

盈利预测

- 我们预计公司2016-2018年的净利润分别为6.3亿、8.9亿、11.7亿，对应EPS分别为0.45、0.63、0.82元。

风险提示

- 平台建设，胰岛素类似物获批时间，招标政策

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

中国血糖自我监测市场：走向成熟，但市场潜力巨大

行业现状

- 我们推断在已经诊断为糖尿病的中国患者，平均每月检测血糖的频率仅为4-5次。我们估计美国年试纸的消耗量在80亿美金左右，每人年平均消耗试纸的量在350片左右，是国内人均消耗量的6.4倍左右。
- IDF(国际糖尿病联盟)数据显示，2013年全球20~79岁糖尿病患者总数为3.8亿，占该年龄段人口总数的8.3%；国内著名内分泌学专家上海交大附属瑞金医院副院长宁光院士2013的研究成果显示：成年人群的糖尿病总体发病率估计为11.6%，预估我国患病人数为1.14亿。

指南要求

- 国际糖尿病联盟(IDF)、美国糖尿病学会(ADA)和英国国家卫生与临床优化研究所(NICE)等机构发布的指南均强调，SMBG是糖尿病综合管理和教育的组成部分，建议所有糖尿病患者均需进行SMBG。
- 根据中华医学会糖尿病分会2015年版糖尿病指南，糖化血红蛋白未达标的糖尿病患者每天应进行5次血糖监测，而在中国大部分糖尿病患者都做不到这一点。

图表 1：指南对血糖监测要求

治疗方案	指南	HbA1c未达标(或治疗开始时)	HbA1c已达标
胰岛素治疗	IDF(2012)	大多数1型糖尿病患者和妊娠期妇女：≥3次/天	
	CDS(2013)	≥5次/天	2~4次/天
	ADA(2015)	多次注射或胰岛素泵治疗，应进行SMBG的时间点：正餐和点心前、偶尔餐后、睡前、运动前、怀疑低血糖时、治疗低血糖至血糖恢复正常后、执行关键任务前(如驾驶)	
非胰岛素治疗	CDS(2013)	每周3d，5~7次/天	每周3天，2次/天
	ADA(2015)	SMBG结果有助于指导治疗决策和/或自我管理	

来源：中国血糖监测临床应用指南(2015年版)，国金证券研究所(注：IDF：国际糖尿病联盟；CDS：中华医学会糖尿病学分会；ADA：美国糖尿病学会)

血糖监测的意义

- 糖尿病防控的“五驾马车”：血糖监测、健康合理饮食、运动健身、药物治疗、患者教育
- 指导用药
 - 当前常用的诊断标准和分类有WHO(1999年)标准和ADA(2003年)标准。空腹血糖以7.0mmol/L为诊断糖尿病的标准，以6.1mmol/L为诊断空腹血糖受损(IFG)；OGTT后2小时血糖值超过11.1为糖尿病，超过7.8为糖耐量减低(IGT)。(IFG和IGT统称为糖调节受损，也称糖尿病前期)。
 - 部分国家也将HbA1c(糖化血红蛋白)作为筛查糖尿病高危人群和诊断糖尿病的一种方法。2010年ADA指南将HbA1c≥6.5作为糖尿病诊断标准之一。

图表 2: WHO 1999 糖尿病诊断依据

糖代谢分类	静脉血浆葡萄糖(mmol/L)	
	空腹血糖	糖负荷后 2h 血糖
正常血糖	<6.1	<7.8
空腹血糖受损(IFG)	6.1~7.0	<7.8
糖耐量减低(IGT)	<7.0	7.8~11.1
糖尿病	≥7.0	≥11.1

来源: 中国糖尿病用药指南 2013 版, 国金证券研究所

■ 控制并发症

- 在我国所有糖尿病患者中, 检出率为 30%, 而只有 26% 的患者接受了治疗, 治疗人群中只有 40% 的人血糖得到控制。也就是整体只有 26% 的患者接受治疗, 10% 的患者得到控制。
- 患者控制不住血糖将导致严重的并发, CDS 糖尿病慢性并发症调查组报告,
- 在三甲医院中住院的 II 型糖尿病患者并发症患病率分别为: 高血压 34.2%、脑血管病 12.6%、心血管病 17.1%、下肢血管疾病 5.2%。防治心脑血管疾病所需的医疗支出, 占糖尿病医疗费用的最主要部分。

现有产品盈利模式无法摆脱以价换量

- 现有盈利模式: 以血糖仪为入口, 赚试纸的钱, 无法避免打价格战
- 由于指尖血糖仪属于耐用品, 且其算法及设备结构和血糖试纸技术相对应, 不同厂商的血糖仪和试纸不能通用, 目前指尖血糖监测系统厂商大部分采取血糖仪投放、而利润大部分来自于血糖试纸的盈利模式。

市场期待新商业模式出现——通化东宝的糖尿病患者整体解决方案

- 通化东宝的糖尿病慢病管理平台的特点是筛选患者加入, 核心是医生, 工具是血糖监测系统, 该平台能够给上市公司带来业绩拉动与整体竞争力的提升。

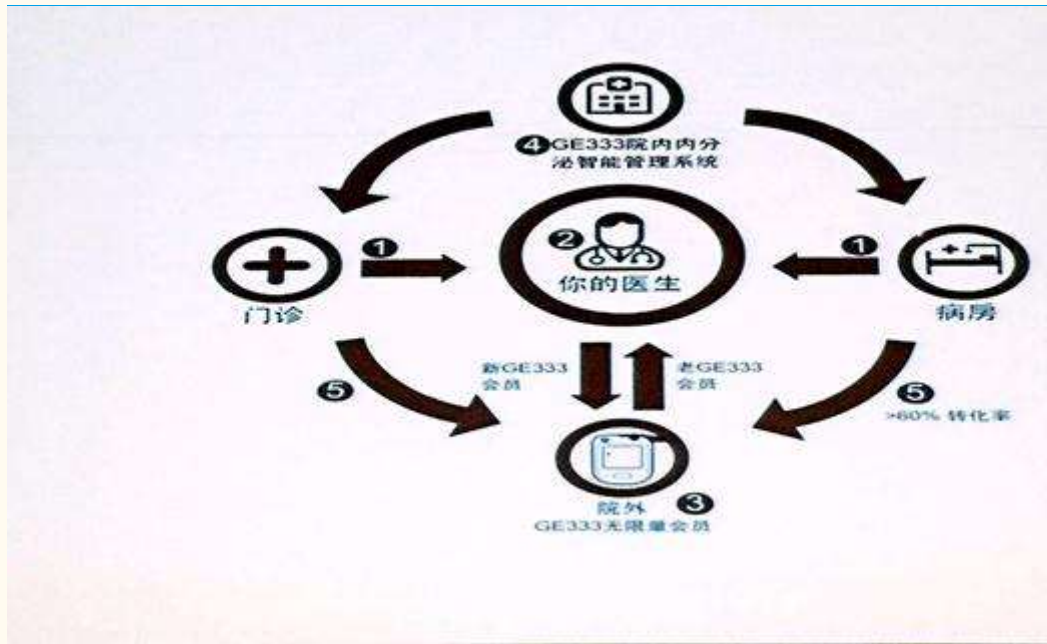
图表 3：通化东宝新商业模式对旧模式的改进



来源：国金证券研究所

- 颠覆——年费制模式：由于国内血糖监测不予医保报销，而试纸属于易耗品，患者血糖监测积极性低。通化东宝联合红倍心设计的会员年费制模式，推行年费期内试纸无限量使用，从根本上颠覆了患者血糖监测习惯、提高了监测频度。
- 基础——华广生技血糖仪精度高：年初公司收购台湾华广生技，成为控股股东，并取得其在大陆的总代理权。华广生技的血糖仪数据精准高，临床准确性数据 $\pm 12\%$ ，内建操作错误自动监测管理系统，符合 ISO 15197-2013 标准要求（2013 要求是误差在 $\pm 15\%$ ，市面上很多 OTC 产品精度在 $\pm 20\%$ ）。该产品通过 FDA 认证，蓝牙技术实现数据自动传输，而且无需充电（7 号电池可以使用超过 6 个月）。精确度高的血糖仪是糖尿病慢病管理平台实现的基础。
- 发展——糖尿病慢病管理是长期的、复杂的，依赖于病人自律与医患沟通，通化东宝设立的“你的医生”平台集群患教功能、群交流功能、群互动功能为一体，解决传统测血糖后缺乏数据解读、病情管理的行业痛点，未来将成为糖尿病慢病管理的标杆模式，我们预测未来将颠覆现有患者血糖监测行业和糖尿病患者问诊既有模式。
- 未来——以往病患自我监测血糖情况后，数据无法累积、分析，通化东宝合作的“红倍心”平台未来将实现数据统一管理、大数据应用分析，不仅能够监测管理糖尿病患者，也将挖掘潜在糖尿病患者和口服降糖药转为胰岛素治疗的病患，在提升上市公司业绩的同时，产业链将延伸至商业医保、网上药房等更深层次商业模式。

图表 4：围绕“你的医生”开展的糖尿病慢病管理



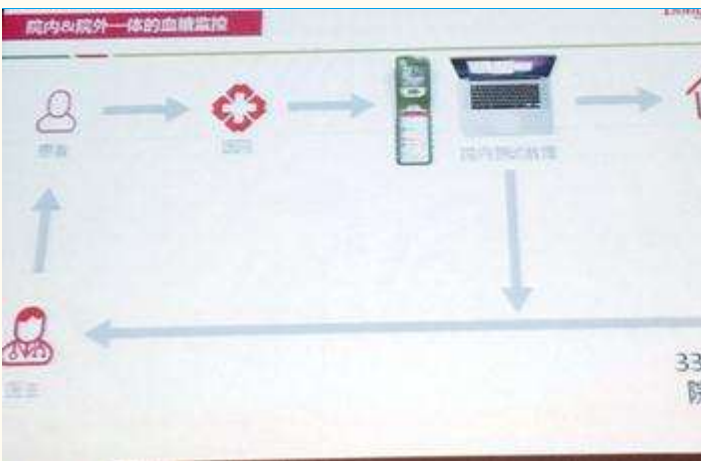
来源：国金证券研究所

价值发现：糖尿病一站式服务商出现

最全面的“糖尿病患者抓手”

- 院内+院外：
 - 院内：病房与门诊患者+医院内分泌智能管理系统
 - 院外：红倍心会员+大数据分析
- 患者+潜在患者：胰岛素使用者+糖尿病口服降糖药患者

图表 5：院内院外一体的血糖监控



来源：国金证券研究所

图表 6：慢病管理系统结构



来源：国金证券研究所

提升整体竞争力

- **与销售于“无形”中：**以医生的粘性带动对患者的粘性，阳光营销，拉动药品、耗材、商保发展。
- **抢占分级诊疗机会：**公司优势渠道在于基层，基层就诊率低，借助分级诊疗政策推动，发掘、诊治基层患者。
- **打造糖尿病管理一体化公司：**随着糖尿病慢病管理平台的上线，通化东宝已不仅是一个单纯的胰岛素生产企业，更是集医生、患者、数据管理于一体，产业链覆盖糖尿病前中后端的一站式服务提供商。我们认为新的糖尿病管理、治疗商业模式已经出现，考虑到公司综合实力和整体竞争力的提升，我们认为应给予公司高于市场平均水平的估值。

盈利预测

- 我们预计公司 2016~2018 年的净利润分别为 6.3 亿、8.9 亿、11.7 亿，对应 EPS 分别为 0.45、0.63、0.82 元。

投资建议

- 我们长期看好通化东宝所处的糖尿病市场领域和公司管理层的经营能力，以及公司未来的产品线布局和慢病管理平台。“买入”评级。

风险提示

- 平台建设，胰岛素类似物获批时间，招标政策

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,204	1,451	1,669	2,210	2,785	3,547
增长率		20.5%	15.0%	32.4%	26.1%	27.3%
主营业务成本	-385	-452	-413	-583	-741	-919
% 销售收入	32.0%	31.1%	24.7%	26.4%	26.6%	25.9%
毛利	819	999	1,256	1,627	2,044	2,628
% 销售收入	68.0%	68.9%	75.3%	73.6%	73.4%	74.1%
营业税金及附加	-8	-12	-6	-18	-22	-28
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-435	-440	-467	-601	-652	-851
% 销售收入	36.1%	30.3%	28.0%	27.2%	23.4%	24.0%
管理费用	-149	-184	-211	-261	-265	-326
% 销售收入	12.4%	12.7%	12.6%	11.8%	9.5%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	226	364	573	747	1,106	1,422
% 销售收入	18.8%	25.1%	34.3%	33.8%	39.7%	40.1%
财务费用	-18	-27	-17	-63	-73	-61
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.0%	2.8%	2.6%	1.7%
资产减值损失	-8	-16	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	20	55	7	8
% 税前利润	2.6%	1.9%	3.5%	7.4%	0.7%	0.6%
营业利润	207	327	569	739	1,039	1,369
营业利润率	17.2%	22.6%	34.1%	33.4%	37.3%	38.6%
营业外收支	5	-4	1	2	0	0
税前利润	212	324	571	741	1,039	1,369
利润率	17.6%	22.3%	34.2%	33.5%	37.3%	38.6%
所得税	-32	-47	-80	-110	-154	-203
所得税率	15.3%	14.6%	14.1%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	179	277	490	631	885	1,167
少数股东损益	-4	-3	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	184	280	493	633	887	1,169
净利率	15.3%	19.3%	29.5%	28.6%	31.9%	32.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	179	277	490	631	885	1,167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	117	129	139	95	116	130
非经营收益	15	22	-5	53	71	59
营运资金变动	-91	-223	-329	-286	-270	42
经营活动现金净流	221	206	295	493	803	1,398
资本开支	-130	-106	-400	-326	-709	-310
投资	-34	0	47	-1	0	0
其他	-4	0	-225	55	7	8
投资活动现金净流	-168	-106	-578	-272	-702	-302
股权募资	0	41	28	0	-295	0
债权募资	220	67	513	-136	471	-831
其他	-182	-223	-247	-67	-226	-215
筹资活动现金净流	39	-114	294	-203	-51	-1,046
现金净流量	91	-14	10	18	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	216	202	212	230	280	330
应收款项	396	431	416	712	898	1,143
存货	344	630	955	926	1,015	755
其他流动资产	151	50	51	177	224	278
流动资产	1,107	1,312	1,634	2,045	2,417	2,506
% 总资产	41.1%	44.4%	43.1%	46.6%	45.1%	44.6%
长期投资	213	243	193	194	193	193
固定资产	1,260	1,280	1,587	2,094	2,683	2,859
% 总资产	46.8%	43.3%	41.9%	47.7%	50.1%	50.8%
无形资产	86	85	105	55	60	65
非流动资产	1,587	1,644	2,154	2,345	2,939	3,119
% 总资产	58.9%	55.6%	56.9%	53.4%	54.9%	55.4%
资产总计	2,694	2,956	3,788	4,390	5,356	5,625
短期借款	283	310	873	809	1,380	598
应付款项	74	129	136	230	275	346
其他流动负债	18	21	18	178	187	197
流动负债	375	461	1,027	1,218	1,841	1,141
长期贷款	256	298	250	210	110	60
其他长期负债	47	37	32	0	0	0
负债	678	796	1,309	1,428	1,951	1,201
普通股股东权益	1,991	2,138	2,459	2,945	3,389	4,410
少数股东权益	25	23	20	18	16	14
负债股东权益合计	2,694	2,956	3,788	4,390	5,356	5,625

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.197	0.272	0.434	0.446	0.626	0.824
每股净资产	2.138	2.075	2.165	2.593	2.984	3.883
每股经营现金净流	0.237	0.200	0.259	0.434	0.707	1.231
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.24%	13.09%	20.04%	21.50%	26.19%	26.50%
总资产收益率	6.83%	9.46%	13.01%	14.42%	16.57%	20.77%
投入资本收益率	7.50%	11.21%	13.66%	15.99%	19.24%	23.84%
增长率						
主营业务收入增长率	21.45%	20.52%	15.02%	32.37%	26.05%	27.34%
EBIT增长率	69.20%	60.81%	57.41%	30.49%	47.93%	28.63%
净利润增长率	193.28%	52.13%	76.19%	28.42%	40.19%	31.67%
总资产增长率	13.21%	9.72%	28.14%	15.90%	21.99%	5.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.2	91.8	84.9	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	273.1	393.0	700.2	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	33.0	36.7	46.5	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	289.3	305.7	247.2	221.5	200.6	155.0
偿债能力						
净负债/股东权益	16.03%	18.80%	36.73%	26.64%	35.53%	7.42%
EBIT利息保障倍数	12.8	13.6	33.8	12.0	15.1	23.5
资产负债率	25.17%	26.92%	34.56%	32.53%	36.43%	21.35%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-05	买入	24.01	40.00~40.00
2	2016-04-19	买入	24.93	N/A
3	2016-04-21	买入	24.48	40.00~40.00
4	2016-04-27	买入	25.62	40.00~40.00
5	2016-07-29	买入	21.86	30.00~35.00
6	2016-08-04	买入	22.09	N/A
7	2016-08-19	买入	23.07	N/A
8	2016-09-20	买入	21.85	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD