

医药：通化东宝（600867）深度报告

2016年11月16日

布局糖尿病全产业链，打造一站式诊疗服务

推荐

⑤ 扎根基层市场，迎来二代胰岛素第二春

二代重组人胰岛素甘舒霖及其系列产品服务基层市场多年，凭借产品优质质量及销售渠道不断拓展，迅速成为国产二代胰岛素龙头产品，市场占有率仅次于进口诺和诺德二代胰岛素。政策东风的吹动——进入基药目录及糖尿病分级诊疗，势必将促使公司甘舒霖产品又一次业绩爆发。

⑤ 夯实自主研发，三代胰岛素提升公司竞争力

发力布局三代胰岛素，先后开展4种三代胰岛素产品的临床研究。甘精胰岛素目前已申报生产批件，明年有望上市销售，届时公司将与国外诺和诺德、赛诺菲、礼来及国内甘李药业等企业竞争国内三代胰岛素市场。凭借在糖尿病市场的长期布局与学术推广，公司拥有其他竞争对手无法比拟的医患资源，未来仍将是胰岛素行业本土龙头企业。

⑤ 积极布局糖尿病一站式服务

2016年初与瑞士 Ypsomed AG 公司签署胰岛素笔式注射器针头独家经销协议，为 Ypsomed 笔式注射器针头产品中国地区独家分销商。投入约2.2亿元认购华广生技17.79%私募股权，成为其第一大股东并取得所有血糖监测产品大陆总代理。公司已全面覆盖糖尿病产业链中的所有产品，糖尿病一站式服务搭建完成。

⑤ 引入互联网+，慢病管理平台初具规模

“东宝糖尿病平台”建设提上日程，由“线上入口+数据云端+线下服务”三角构成完整O2O闭环。客户线上体验端平台“你的医生”——红倍心APP搭载华广生技血糖仪GE 333，血糖数据蓝牙自动上传，云端分析实现个体化血糖管理。慢病管理平台作为接入病人的端口，对于今后公司的长期发展有着显著的战略意义。

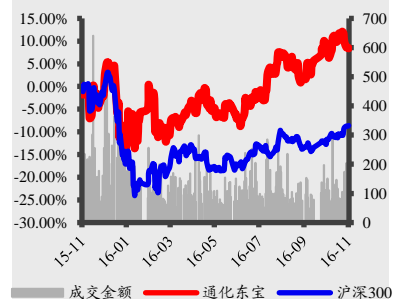
⑤ 投资策略

我们预测2016-2018年公司营业收入分别为20.43亿元、25.26亿元和31.33亿元，同比增速分别为22.4%、23.7%和24.0%；归属上市公司净利润分别为6.23亿元、7.92亿元和10.09亿元，同比增速分别为26.3%、27.2%和27.3%；每股收益分别为0.44元、0.56元和0.71元，给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、二代胰岛素招标降价风险；2、三代胰岛素批准上市进度低于预期；3、慢病管理平台推广低于预期等。

市场表现 截至 2016.11.16



市场数据

A股收盘价(元)	23.35
一年内最高价(元)	24.32
一年内最低价(元)	18.18
上证指数	3,205.06
市净率	8.8
总股本(万股)	142,193
实际流通A股(万股)	136,330
限售流通A股(万股)	5,863
流通A股市值(亿元)	318.3

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、公司发展历程及股权结构.....	4
1、前瞻——糖尿病产业链整合一触即发：公司稳坐国内糖尿病治疗头把交椅.....	4
2、公司所处行业现状.....	4
3、公司发展历程及主营构成.....	6
4、公司股权结构.....	7
二、扎根基层市场，列入基药目录及基层分级诊疗迎来二代胰岛素第二春.....	8
1、胰岛素分类及通化东宝二代胰岛素发展历程.....	8
2、通化东宝深耕基层市场.....	9
3、甘舒霖得到政策利好持续放量.....	11
三、夯实自主研发，三代胰岛素及各类口服降糖药提升公司竞争力.....	13
1、增强企业自主创新能力和发展后劲.....	13
2、三代胰岛素类似物及降糖药研究进展.....	14
四、寻求业务拓展，通过外延并购和代理签署积极布局糖尿病一站式服务.....	15
五、引入互联网+，慢病管理平台初具规模.....	15
1、发挥公司固有优势，布局“东宝糖尿病平台”客户线上体验端.....	16
2、增强医生患者粘性，完美连通线上线下.....	17
3、加快线下实体建设，打造一流糖尿病服务公司.....	17
4、利用慢病管理平台对公司未来业务进行提前布局.....	17
六、财务分析.....	18
1、2016年三季度报业绩.....	18
2、历年来公司成长性情况.....	18
3、盈利能力分析.....	19
七、投资建议.....	20
八、风险提示.....	21
1、二代胰岛素招标降价风险.....	21
2、三代胰岛素批准上市进度低于预期.....	21
3、慢病管理平台推广低于预期.....	21

图表目录

图表 1: 未来三年公司营业收入及同比增速预测	4
图表 2: 未来三年公司归母净利润及同比增速预测	4
图表 3: 糖尿病发病症状	5
图表 4: 糖尿病患者人数持续上涨	5
图表 5: 糖尿病诊疗产业链	6
图表 6: 公司发展历程	7
图表 7: 公司主营构成	7
图表 8: 公司前十大股东股权结构	8
图表 9: 胰岛素分类及国内生产企业	8
图表 10: 公司胰岛素系列产品	9
图表 11: 糖尿病患者人数	10
图表 12: 糖尿病患者平均支出	10
图表 13: 基层糖尿病市场	11
图表 14: 公司与诺和诺德二代普通胰岛素市场比较	11
图表 15: 2012 版《国家基本药物目录》	12
图表 16: 重庆市二代胰岛素最新招标价格 (2016.8.2 公布)	12
图表 17: 分级诊疗流程	13
图表 18: 同业研发投入比较	14
图表 19: 在研三代胰岛素和口服降糖药	14
图表 20: O2O 闭环示意图	16
图表 21: 公司 APP 和微信公众号	16
图表 22: 2009-2016Q3 营业收入情况	19
图表 23: 2009-2016Q3 扣非归属上市公司净利润情况	19
图表 24: 2009-2016Q3 三项费用率情况	19
图表 25: 2009-2016Q3 毛利率和净利率情况	19
图表 26: 公司盈利预测情况	20
图表 27: 财务数据与估值	21

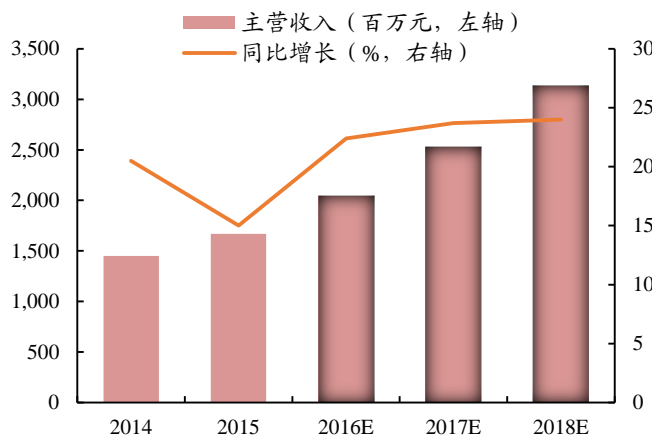
一、公司发展历程及股权结构

1、前瞻——糖尿病产业链整合一触即发：公司稳坐国内糖尿病治疗

头把交椅

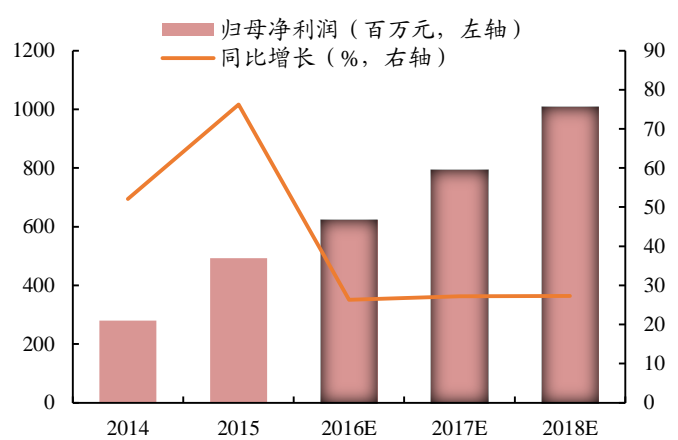
通化东宝是国内二代胰岛素龙头企业，在二代胰岛素生产、销售领域处于国内领先地位。目前，公司人胰岛素甘舒霖系列产品已占国内二代胰岛素市场份额约 20%，仅次于世界最大胰岛素生产商诺和诺德。公司积极布局胰岛素+降糖药+检测仪，三位一体打通糖尿病上下游产业链。近期，公司与瑞士 Ypsomed AG 公司签署胰岛素笔式注射器针头独家经销协议，形成医药与器械完美结合；与腾讯达成互联网+战略合作协议，整合线上线下资源；非公开发行股票进行东宝糖尿病平台募投项目建设。公司步步为营，势必将加速实现糖尿病整体解决方案提供者战略目标的步伐。

图表 1：未来三年公司营业收入及同比增速预测



数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 2：未来三年公司归母净利润及同比增速预测

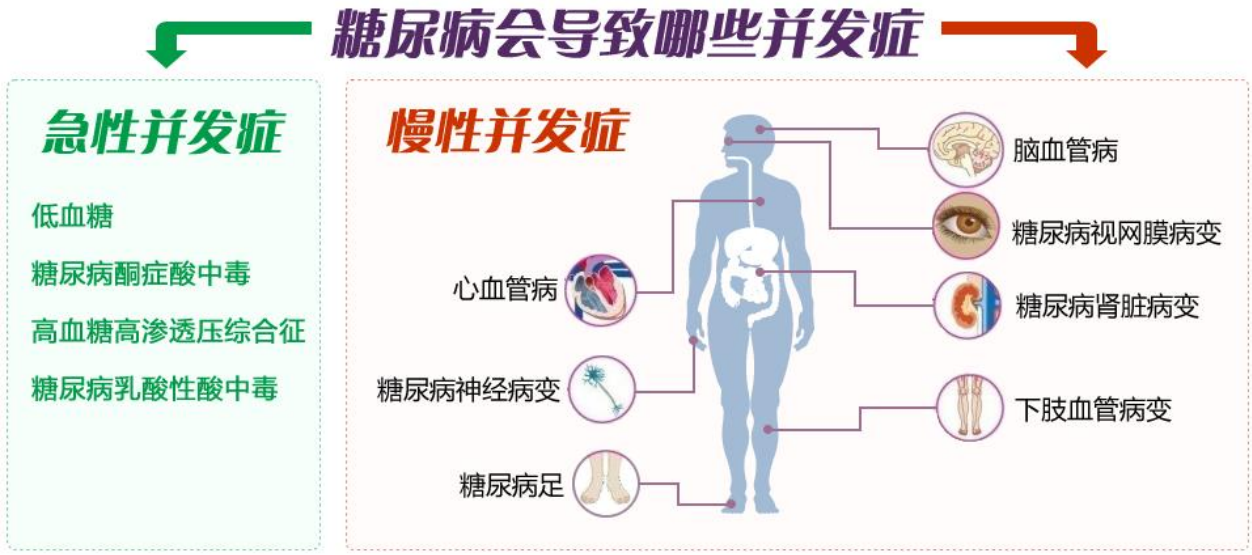


数据来源：公司公告、华融证券整理

2、公司所处行业现状

糖尿病是由于胰岛素分泌减少所引起血糖升高的代谢性疾病，长期存在的高血糖将会导致眼、肾、心脏、血管、神经等慢性损害及功能障碍。目前，糖尿病已经成为继恶性肿瘤、心脑血管疾病之外第三大威胁人类生命健康的疾病，近年来受到越来越广泛的关注。

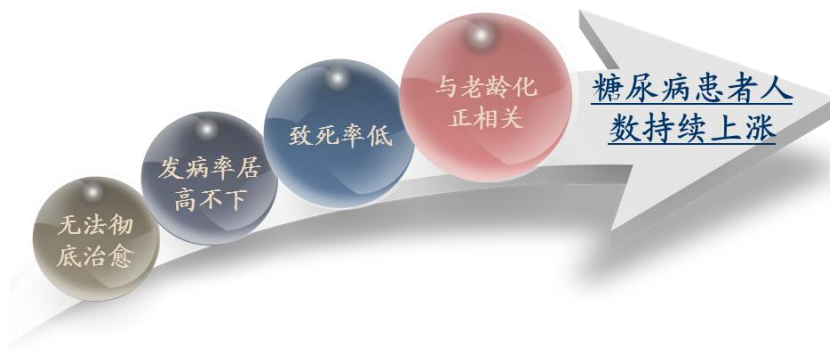
图表 3: 糖尿病发病症状



数据来源: 九生元新特药房网、华融证券整理

糖尿病患者人数处于持续上涨阶段。首先, 目前医疗水平无法彻底治愈糖尿病, 只能通过胰岛素及各类降糖药对病情加以控制; 其次, 随着国人生活方式改变, 高热量饮食及体力活动不足导致糖尿病发病率居高不下; 此外, 作为困扰患者一生的慢性疾病, 糖尿病本身致死率较低; 最后, 越来越多研究表明糖尿病患病率与年龄呈现正相关性, 而我国正逐渐步入老龄化社会。以上因素势必导致糖尿病患病人数呈快速上升趋势, 这将造就糖尿病产业链持续刚需现状于一段时期内不可逆。

图表 4: 糖尿病患病人数持续上涨



数据来源: 华融证券整理

目前，糖尿病检测领域的各式血糖仪，治疗领域的前期降糖口服药，后期胰岛素制剂及注射器械，三位一体共同构成糖尿病完整产业链。公司正在全方位布局整个行业，处于国内糖尿病领域领头羊地位。

图表 5：糖尿病诊疗产业链



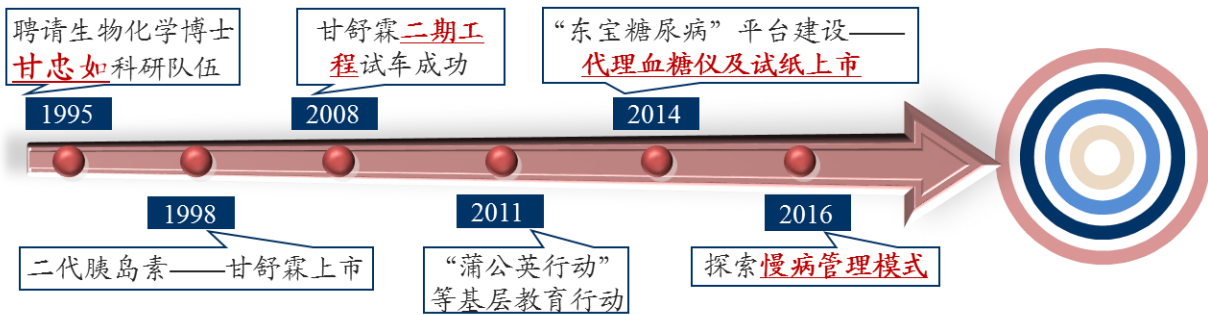
数据来源：华融证券整理

3、公司发展历程及主营构成

通化东宝药业股份有限公司成立于 1992 年，坐落在有“医药城”之称的吉林省通化市，1994 年 8 月 24 日成功登陆中国上交所 A 股市场，股票代码 600867。公司成立之初至今，主营业务经历数次转变，目前公司核心产品为重组人胰岛素原料药及注射剂，明星产品“甘舒霖”由公司 1995 年组建的科研团队自主研发成功，填补了国内二代胰岛素的空白，为公司快速发展奠定了坚实的基础。此外，公司与大股东东宝集团先后研制推出了“镇脑宁”、东宝肝泰片、脑血康片等国家级新药和拳头产品。

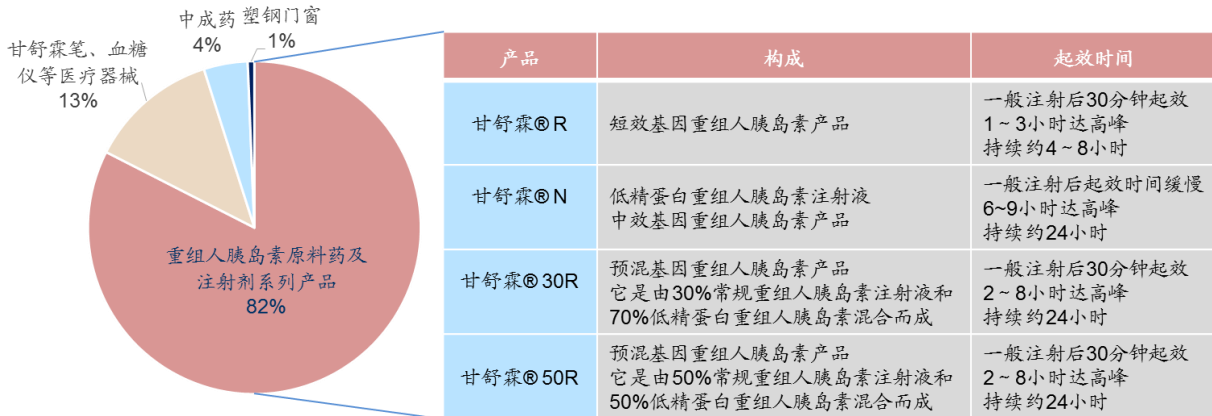
历经 20 余载，公司凭借扎实的自主研发能力，已打造成为本土二代胰岛素领域龙头企业。此外，公司积极布局糖尿病产业链，无论是获得瑞士 Ypsomed AG 公司胰岛素注射器针头独家代理，还是参股台湾华广生技介入血糖仪行业，抑或采用互联网+模式整合线上线下资源，均表明公司致力于提供糖尿病一站式服务的决心。

图表 6: 公司发展历程



数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 7: 公司主营构成

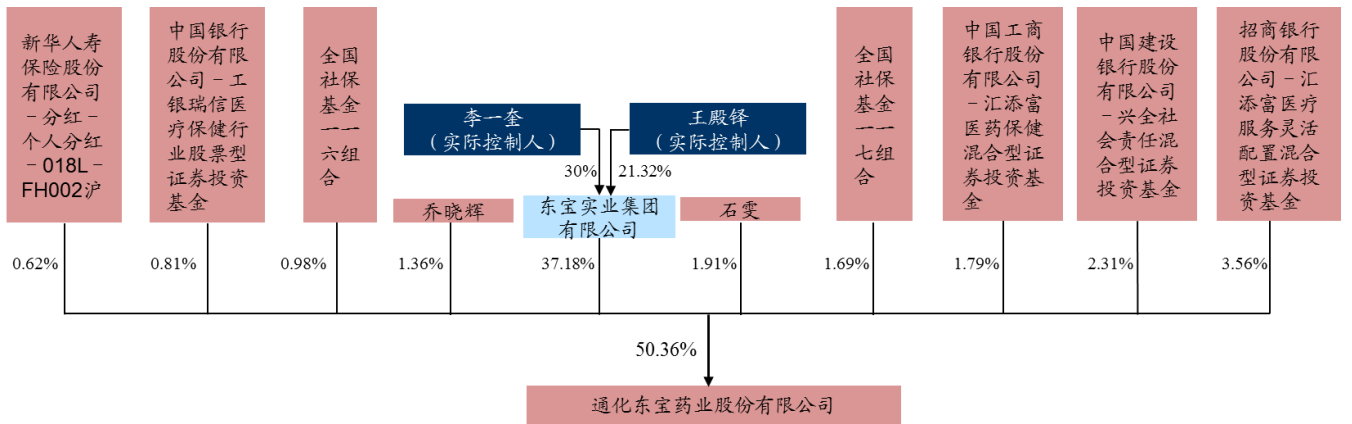


数据来源：公司公告、华融证券整理

4、公司股权结构

公司实际控制人为李一奎和王殿铎，二人分别持公司第一大股东东宝实业集团有限公司 30%和 21.32%股份，东宝实业集团有限公司持有公司 37.18%股份。公司前十大股东剩余九位为各类基金和资管计划，前十大股东合计持有公司 53.02%股份。此外，公司控股或参股企业众多，提前从不同业务环节进行布局，积极筹备糖尿病一站式服务的建设。

图表 8: 公司前十大股东股权结构



数据来源: 公司公告、华融证券整理

二、扎根基层市场，列入基药目录及基层分级诊疗迎来二代胰

胰岛素第二春

1、胰岛素分类及通化东宝二代胰岛素发展历程

自从意识到糖尿病严重威胁着生命健康开始，人类就在不断寻求能够治愈此疾病的方法。上世纪 20 年代起，医生从动物胰腺中提取出胰岛素注入患者体内以治疗糖尿病，这种原始的动物胰岛素称为一代胰岛素；20 世纪 80 年代，人们通过基因工程方法发酵合成胰岛素，其与人体自身分泌的胰岛素结构相似，且排异反应大大降低，此类人工合成的胰岛素称为二代胰岛素；上世纪末至今，科学家通过不断对人工合成胰岛素进行蛋白结构修饰，目前已经能够模拟生理状态下胰岛素的分泌过程，这种胰岛素起效时间和注射时间更易掌握，此类人工修饰后的胰岛素称为三代胰岛素。

图表 9: 胰岛素分类及国内生产企业

类别	名称	优点	缺点	生产企业
第一代	动物胰岛素	价格便宜，制取简便	免疫排斥反应强烈，血糖不稳定	江苏万邦生化、上海第一生化、南京新百药业
第二代	重组人胰岛素	与人体内胰岛素结构一致，无免疫排斥反应	无法模拟胰岛素生理分泌模式，需餐前半小时注射，有低血糖风险	诺和诺德、礼来、通化东宝、联邦、拜耳
第三代	胰岛素类似物	起效快，低血糖风险低	价格昂贵	诺和诺德、礼来、赛诺菲、甘李药业

数据来源: 华融证券整理

公司甘舒霖团队历经二十余载潜心耕耘，成功使得产品在国内重组人胰岛素市场占有率达 20%，仅次于丹麦巨头诺和诺德，并牢牢占据国内基层市场。公司甘舒霖系列产品为经典人工合成二代胰岛素，先后经过数次产品升级，目前公司拥有以下胰岛素产品：

图表 10：公司胰岛素系列产品

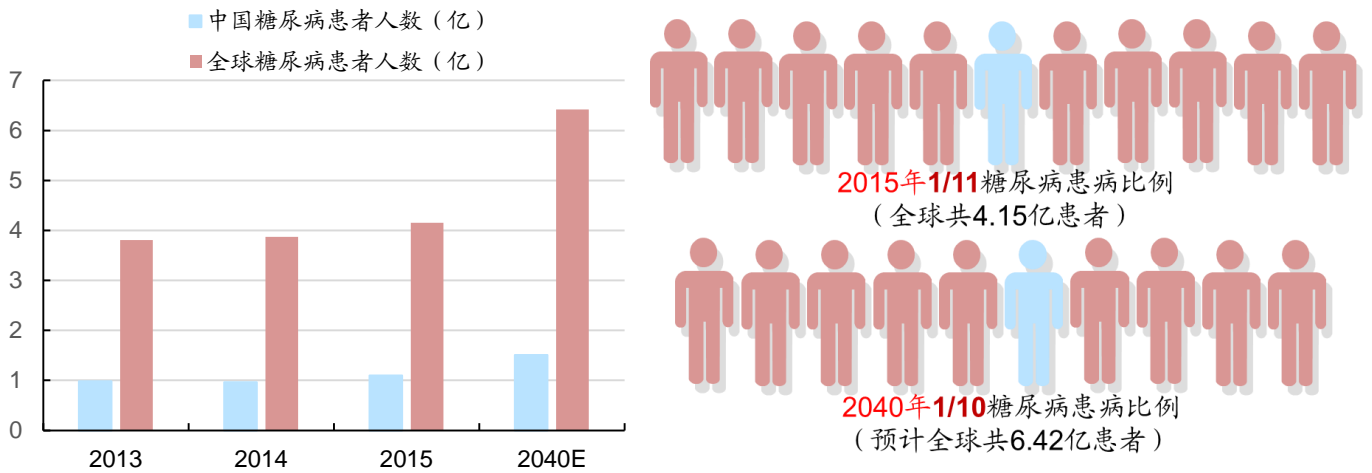
产品	构成	起效时间
甘舒霖® R	短效基因重组人胰岛素产品	一般注射后 30 分钟起效 1~3 小时达高峰 持续约 4~8 小时
甘舒霖® N	低精蛋白重组人胰岛素注射液 中效基因重组人胰岛素产品	一般注射后起效时间缓慢 6~9 小时达高峰 持续约 24 小时
甘舒霖® 30R	预混基因重组人胰岛素产品 它是由 30%常规重组人胰岛素注射液和 70%低精蛋白重组人胰岛素混合而成	一般注射后 30 分钟起效 2~8 小时达高峰 持续约 24 小时
甘舒霖® 50R	预混基因重组人胰岛素产品 它是由 50%常规重组人胰岛素注射液和 50%低精蛋白重组人胰岛素混合而成	一般注射后 30 分钟起效 2~8 小时达高峰 持续约 24 小时

数据来源：公司公告、华融证券整理

2、通化东宝深耕基层市场

据世界卫生组织（WHO）和国际糖尿病联盟（IDF）统计，全球糖尿病患者人数从 1980 年的 1.08 亿增加至 2015 年的 4.15 亿，约占总人口的 8.8%，目前仍有逐年增长趋势，且预计至 2040 年将达到 6.42 亿，约占总人口的 10.4%。我国人口基数庞大，糖尿病患者人数已居世界首位，IDF 统计 2015 年我国已有 1.10 亿糖尿病患者，预计至 2040 年这一数据将达到 1.51 亿。此外，糖尿病患者用于健康治疗方面的费用巨大，支出高于非糖尿病患者的 2 至 3 倍。以我国为例，2015 年全国糖尿病市场规模约为 450 亿元，预计 2020 年将达到约 2000 亿元。

图表 11: 糖尿病患者人数



数据来源: IDF、华融证券整理

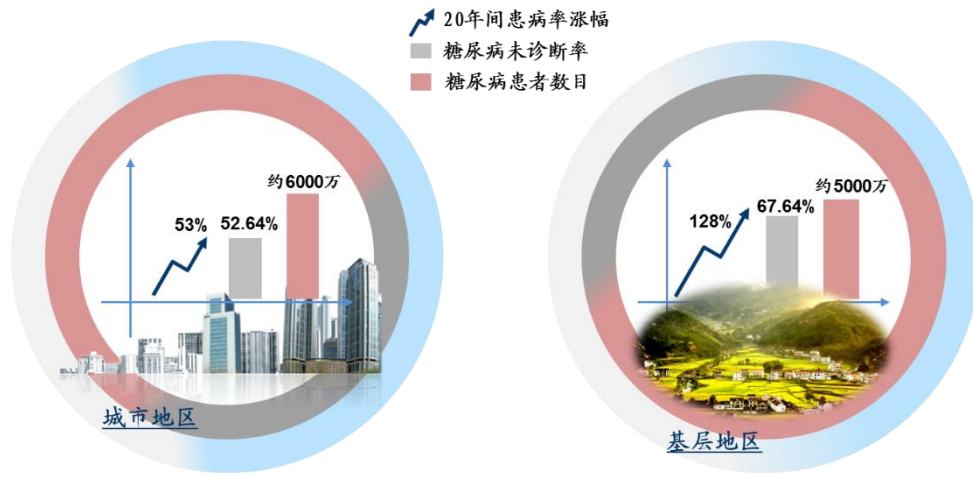
图表 12: 糖尿病患者平均支出



数据来源: 中国产业信息网、华融证券整理

目前我国农村糖尿病患者数目已经接近 5000 万。据统计, 与 1996 年相比, 20 年间我国糖尿病城市患病率上升 53%, 农村则上升 128%。农村糖尿病患者数目迅速攀升的原因, 一方面是农民生活水平不断改善和农业机械化推广之后农民体力活动较以往明显减少, 导致营养过剩; 另一方面是城市扩张, 农民外出务工导致精神紧张, 易引起升血糖激素大量分泌。此外, 农村糖尿病的未诊断率高达 67.64%, 较城市高出 15 个百分点。所以, 我国基层糖尿病市场具有广阔的前景, 未来将持续放量。

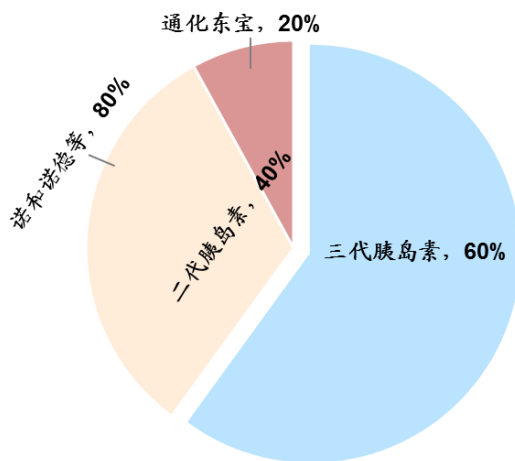
图表 13: 基层糖尿病市场



数据来源: 公开资料、华融证券整理

我国市场上的主要胰岛素产品为二代重组人胰岛素和三代胰岛素类似物, 其中二代胰岛素占整个胰岛素市场约 40% 份额。丹麦诺和诺德公司的二代胰岛素产品目前在国内市场处于垄断地位, 而通化东宝是国内二代胰岛素的龙头企业, 经过十多年市场推广, 目前已占据约 20% 份额。通化东宝二代胰岛素产品自上市之初即定位于基层市场, 随着二代胰岛素进入国家基本药物目录, 以及糖尿病分级诊疗政策的公布, 均会极其有利于公司进一步深度挖掘基层糖尿病市场, 产品持续放量概率较大。

图表 14: 公司与诺和诺德二代普通胰岛素市场比较



数据来源: 公开资料、华融证券整理

3、甘舒霖得到政策利好持续放量

公司二代重组人胰岛素甘舒霖及其系列产品服务基层市场多年, 凭借产品

优质质量及销售渠道不断拓展，甘舒霖迅速成为国产二代胰岛素龙头产品，市场占有率仅次于进口诺和诺德二代胰岛素。得到基层极高认可度的甘舒霖产品，目前又迎来新一轮业务增长动力。两股政策东风的吹动——进入基药目录及糖尿病分级诊疗，势必将促使公司甘舒霖产品又一次业绩爆发。

为了减轻基层群众医药费用负担，增加基层病人就医数量，国家前卫生部于2013年公布2012版《国家基本药物目录》。目前，三代胰岛素并未被纳入基药目录，而公司主营二代胰岛素产品进入目录，预计在未来一段时间内业绩会有明显保障。此外，在今年公布的各省二代胰岛素招标价格中可以看出，公司甘舒霖系列产品拥有较明显的价格优势（以重庆市为例）。再者，作为公司在二代胰岛素领域的主要竞争对手，各大外企近年来将重心更多倾向于三代胰岛素市场开发。以上因素将会使公司甘舒霖及其系列产品在同质价优的前提下，进一步扩大在基层胰岛素市场占有率。

图表 15: 2012 版《国家基本药物目录》

(三) 胰岛素及口服降血糖药		
211	胰岛素 Insulin	动物源胰岛素注射液（短效、中效、长效和预混）：400 单位 重组人胰岛素注射液（短效、中效和预混 30R）：300 单位、400 单位

数据来源：公开资料、华融证券整理

卫计委于去年出台了糖尿病分级诊疗服务技术方案，意在改善糖尿病患者健康状况，降低社会疾病负担。分级诊疗方案一方面会挖掘更多未被诊断的基层糖尿病患者进入医院进行治疗，将基层市场这块蛋糕做大；另一方面能够将多数患者“截留”至基层医疗机构进行诊疗，基层医院将会接收更多患者。公司二代胰岛素产品多年来重点耕耘基层市场，与基层医院大夫建立良好合作关系，将会率先受益于政策变革。

图表 16: 重庆市二代胰岛素最新招标价格 (2016.8.2 公布)

	重组人胰岛素注射液 (元)		精蛋白生物合成人胰岛素注射液 (元)		精蛋白生物合成人胰岛素注射液 (预混 30R) (元)		精蛋白生物合成人胰岛素注射液 (预混 50R) (元)	
	300U	400U	300U	400U	300U	400U	300U	400U
通化东宝	44.18	-	-	46.38	47.6	-	-	-
礼来	54.31	-	-	-	-	-	-	-
诺和诺德	56.39	56.47	56	56.31	56	56.31	56	-
拜耳	55.1	55.1	55.1	55.1	-	55.1	-	-
波士顿	53.7	53.59	54.76	54.07	53.96	53.88	-	-

数据来源：药智网、华融证券整理

图表 17: 分级诊疗流程



数据来源: 公开资料、华融证券整理

三、夯实自主研发, 三代胰岛素及各类口服降糖药提升公司竞争力

1、增强企业自主创新能力和发展后劲

公司坚持科技创新驱动, 增强自主创新能力的战略。以创新药物和仿制药物相结合, 聚焦糖尿病治疗领域的研究与开发, 以胰岛素相关产品为主线, 其他口服降糖产品为辅的模式进行布局, 增强企业发展后劲。近年来, 公司逐步加大研发费用投入, 重视研发体系建设, 与国内同行业竞争者相比具有明显优势。

甘李药业作为国内三代胰岛素的领军企业, 与通化东宝分道扬镳之后一直致力于三代胰岛素自主研发与生产, 其研发投入占营收比例为 4.11%, 研发人员数量占公司总人数比例为 10.86%, 目前产品已占国内三代胰岛素约 8% 市场份额。华东药业是国内最大口服降糖药生产企业, 其自主研发的产品卡博平为阿卡波糖类物质国产最大品种, 仅次于拜耳拜糖萍, 公司研发投入占营收比例及研发人员占比各位 1.00% 和 2.24%。相比之下, 通化东宝不仅致力于二代胰

胰岛素的技术升级与产品更新换代，同时大力开发三代胰岛素及口服降糖药，其研发投入明显高于国内竞争对手。

图表 18: 同业研发投入比较

	通化东宝	甘李药业	华东医药
研发投入占营收比例	4.81%	4.11%	1.00%
研发人员数量占公司人数比例	13.35%	10.86%	2.24%

数据来源：公司公告、华融证券整理

2. 三代胰岛素类似物及降糖药研究进展

从胰岛素初次使用至今已有一百多年历史，经过技术与产品更迭，目前市场上主要为二代胰岛素和三代胰岛素，其中三代为主流，销量占比约为六成。由于中国医药行业发展缓慢及患者消费水平较低，在政策的引导之下，国内二代胰岛素市场远未达到饱和。通化东宝实行两手抓两手都要硬的策略，一方面深度耕耘基层二代胰岛素市场，另一方面加大三代胰岛素研发投入，全方位占领国内胰岛素市场。

近年来，公司发力布局三代胰岛素及各类降糖药市场。自 2011 年起，公司先后开展 4 类三代胰岛素产品的临床研究，近年来逐渐将产品线延长。预计甘精胰岛素今年年底申报生产批件，明年有望上市销售，届时公司将与国外诺和诺德、赛诺菲、礼来及国内甘李药业等企业竞争国内三代胰岛素市场。虽然竞争格局较为激烈，凭借在糖尿病市场的长期布局与学术推广，公司未来仍将是胰岛素行业本土龙头企业。

图表 19: 在研三代胰岛素和口服降糖药

序号	项目开发	研发（注册）所处阶段	进展情况	累计研发投入（万元，人民币）
1	甘精胰岛素原料药及制剂研究开发与应用	III 期临床	申请生产批件	3,316
2	门冬胰岛素原料药及制剂研究开发与应用	III 期临床	门冬胰岛素、门冬胰岛素注射液完成全部计划病例数的招募；门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液获得临床批件。III 期临床研究筹备中	4,217
3	地特胰岛素原料药及制剂研究开发与应用	申请临床	提交临床申请，已受理	3,233
4	赖脯胰岛素原料药及制剂研究开发与应用	拟申请临床	已完成中试研究，拟于 2016 年下半年申请临床	2,322
5	瑞格列奈二甲双胍片项目	已获得临床批件	生物等效性（BE）试验筹备中	525

6	瑞格列奈片项目	已获得临床批件	生物等效性（BE）试验筹备中	373
7	琥珀酸曲格列汀原料药及其片剂的药学开发项目	已受理临床申请	待审评	197

数据来源：公司公告、华融证券整理

四、寻求业务拓展，通过外延并购和代理签署积极布局糖尿病一站式服务

公司于2016年初发布公告，与瑞士 Ypsomed AG 公司签署胰岛素笔式注射器针头独家经销协议，协议期内（自2015年1月1日起5年）公司为 Ypsomed 笔式注射器针头产品中国地区独家分销商。Ypsomed 是世界领先的自我医疗注射设备开发商和制造商，此次与通化东宝签约的产品为最新研制生产的 Clickfine 32G 系列胰岛素笔式注射器针头，其内壁薄、针头短及针尖三切面，注射时基本无痛感，患者依从性高。该产品与公司胰岛素系列产品放入市场中必会产生协同效应，二者得到更大的放量。

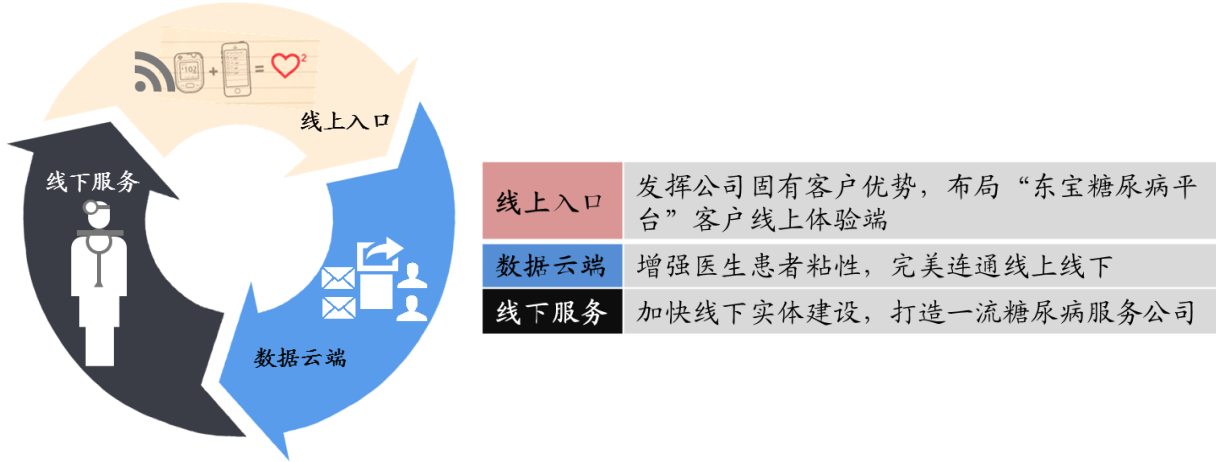
为了打通糖尿病产业链上下游产品，给患者提供一站式服务，公司两年前开始寻找市场中优质的血糖检测领域标的，最终选择了产品质量可与国际顶尖企业媲美的台湾企业——华广生技进行战略合作。公司投入约2.2亿元认购华广生技17.79%私募股权，成为其第一大股东并取得所有血糖监测产品大陆总代理。华广生技血糖检测仪配备高品质黄金电极和血糖监测系统互联网功能，能够将血糖数值及时传输网上，提升病人与医生的互动频率，实现公司在血糖监测领域的布局。

至此，公司已全面覆盖糖尿病产业链中的所有产品——降糖药、胰岛素、血糖检测仪及诊疗辅助器械，糖尿病一站式服务搭建完成。

五、引入互联网+，慢病管理平台初具规模

近两年，公司逐渐将“东宝糖尿病平台”建设提上日程，各项目前正在有条不紊地进行。“东宝糖尿病平台”由“线上入口+数据云端+线下服务”三角构成完整O2O闭环。

图表 20: O2O 闭环示意图



数据来源：公开资料、华融证券整理

1、发挥公司固有优势，布局“东宝糖尿病平台”客户线上体验端

公司“东宝糖尿病平台”客户线上体验端平台包括“你的医生”——HeartSquare 红倍心 APP 及微信公众号。“你的医生”——红倍心 APP 目前搭载华广生技血糖仪 GE 333，血糖数据蓝牙自动上传，云端分析实现个体化血糖管理，利用 APP 迅速找到血糖对应的健康生活方式。此外，APP 能得到专业医生认可推荐的健康报告，同时患者可添加食物照相、生活事件及语音留言，关联血糖实时自动精准记录管理。微信公众号包括“东宝舒霖关怀”和“东宝血糖监测站”，通过两大平台能够得到胰岛素售后服务及血糖监测线上交流。

图表 21: 公司 APP 和微信公众号



数据来源：公开资料、华融证券整理

2、增强医生患者粘性，完美连通线上线下

目前我国确诊的糖尿病患者约为 1.14 亿，日益年轻化的患者是红倍心 APP 导入的第一目标群体，APP 配有的亲友版本为老年患者子女提供了实时掌握父母健康的便利条件。此外，公司销售代表队伍积极通过医生导入 APP 的市场推广，同样有利于医生掌握患者第一手资料，以便对患者提供有效及时的诊疗方案。

“你的医生”APP 目前已公测三个月时间，接入 5400 名医生，10 万例患者。其中三甲和二甲医院占比超过 70%，副主任和主治医师占比同样超过 70%，推送文章点击率为 20% 左右，共完成上千次互动。其中二甲医院医生更喜欢指导患者饮食调整，三甲医院医生更倾向于点评患者血糖变化。全国目前共有约 10000 名内分泌科大夫，预计全国已有半数专科医生使用“你的医生”APP，慢病管理平台初具规模。

3、加快线下实体建设，打造一流糖尿病服务公司

公司非公开发行 A 股股票募集资金，投入 8.2 亿元全力打造“东宝糖尿病平台”线下项目建设。项目包括东宝糖尿病平台搭建（你的医疗）、患者线上导入及日常健康教育、线下实体药店加盟合作及日常运营及物联网体系建设及物流仓储。

公司将血糖监测仪和胰岛素产品结合，借助平台推行糖尿病大数据管理及持续的患者健康教育服务。同时，在线疾病管理系统正在加紧建设中，该平台将与公司已有血糖监测仪、胰岛素产品产生互补效用，在糖尿病慢病管理领域的产业协同效应将逐步显现。

4、利用慢病管理平台对公司未来业务进行提前布局

慢病管理平台的推广并不能带给公司直接业绩兑现，但作为接入病人的端口，对于今后公司的长期发展有着显著的战略意义。

做大胰岛素市场蛋糕：患者被诊断为糖尿病之后，首先使用口服降糖药对血糖进行控制，若干年之后，降糖药势必无法继续控制血糖，此时医生会推荐患者改用胰岛素。然而目前国内糖尿病诊疗水平低下，患者人数众多而专科医生匮乏，再者基层患者负担胰岛素治疗的经济压力较大。以上因素导致目前国内糖尿病患者中存在有非常庞大的人数，实质口服降糖药对其已经失效，但却

一直未使用胰岛素进行治疗。公司推出慢病管理平台之后，医生可以随时监测患者血糖变化，能够筛选出大量该放弃降糖药而选择胰岛素的患者。公司作为主营胰岛素的国内糖尿病龙头企业，定会在市场蛋糕越来越大的情况下分得更多利益。

三代胰岛素提前布局：公司目前只有二代胰岛素上市，自主研发的三代胰岛素——甘精胰岛素预计明年上市销售。届时，国内将有进口的诺和诺德、礼来、赛诺菲及国产甘李药业共同竞争这一市场。作为三代市场的后来者，公司虽在经营二代过程中积累可观的医患资源，但压力仍不容小视。于此时间点推出慢病管理平台，其目的不言而喻。接入平台的医患资源，定会为明年上市的三代胰岛素提供巨大的帮助。

六、财务分析

1、2016 年三季度业绩

公司 2016 年 10 月 26 日公布了 2016 年三季度业绩，公司前三季度实现营业收入 14.79 亿元，同比增长 19.38%；归属上市公司净利润为 5.00 亿元，同比增长 28.63%；扣非后归属上市公司净利润为 4.95 亿元，同比增长 38.96%；每股收益 0.36 元。

单季度来看，第三季度实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 28.32%；归属上市公司净利润为 1.86 亿元，同比增长 47.46%，每股收益 0.13 元。

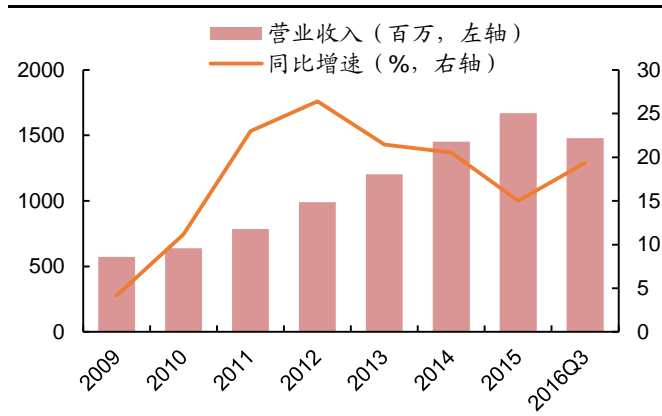
2、历年来公司成长性情况

经过多年的发展，公司营业收入由 2006 年的 4.15 亿元发展到 2015 年的 16.69 亿元，十年间收入涨幅超过 4 倍，属于高速增长的企业，主要产品重组人胰岛素原料药及注射剂合计占收入比重从 2010 年起维持在 80%左右。公司二代胰岛素产品市场占有率约为两成，在国内企业中处于龙头地位，新产品研发进度较慢，导致公司每年复合增速在 10%左右。

归属上市公司净利润由 2006 年的 346 万元增加到 2015 年的 4.9 亿元，七年间净利润增长了 140 多倍，高于收入的增长，主要是由于公司适时优化产品内部结构，淘汰毛利率低的产品系列，增加盈利能力强的产品系列。从 2008 甘舒霖二期工程试车成功起，公司逐渐将主营业务转向二代胰岛素产品。多年基层市场的深度耕耘和开拓创新的外延并购，使得公司逐渐成为国内糖尿病行

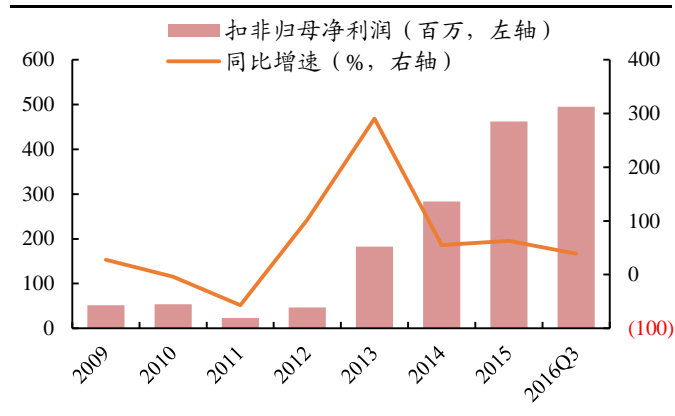
业的龙头企业。

图表 22: 2009-2016Q3 营业收入情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

图表 23: 2009-2016Q3 扣非归属上市公司净利润情况



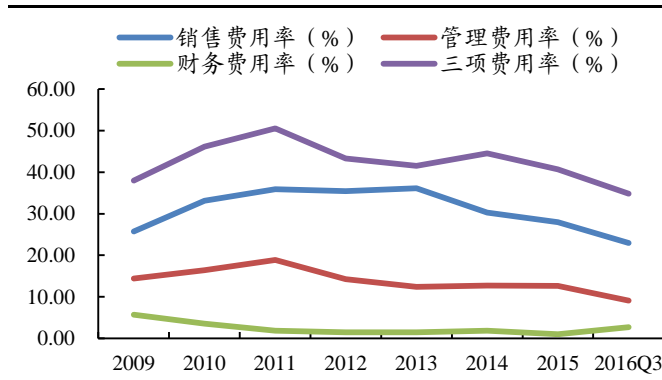
数据来源: 公司公告、华融证券整理

3、盈利能力分析

公司三项费用率在 2009-2011 三年间约有 15 个百分点的上升,幅度较大。2011 年起开始逐渐降低,截止今年三季度,三项费用率基本已与 2009 年持平,达到 34.78%。主要由于 2009 年起公司主营业务集中转向二代胰岛素,并定位于基层市场。业务前期的开拓导致三项费用率明显上升,近年来公司的营销管理模式日益成熟,三项费用率逐年降低。

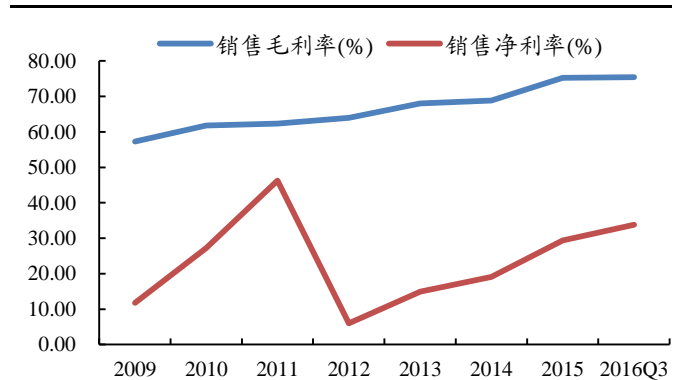
公司毛利率自 2009 年起逐年上升,一直维持在约 60%以上,截至 2016 年三季度公司毛利率为 75.45%。净利率总体趋势一直向上,其中 2011 年出现较高涨幅,达到 46.27%,是因为当年完成对甘李药业的股权转让,之后几年保持较平稳的上升趋势,具体情况如下图所示。

图表 24: 2009-2016Q3 三项费用率情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

图表 25: 2009-2016Q3 毛利率和净利率情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

七、投资建议

公司作为国内糖尿病龙头企业，成立之初就将产品定位于基层市场，其产品口碑与质量可与进口媲美。公司主营的二代胰岛素虽然治疗效果不如三代胰岛素，但因三代价格昂贵，目前国内政策主推二代产品（二代胰岛素进入基药目录）。此外，国家近期另一重大医疗政策的改革——分级诊疗，有利于基层市场的持续放量。综上，二代胰岛素市场目前远未达到天花板。

公司慢病管理平台推出后取得良好的市场反应，随着明年三代胰岛素上市销售，未来业绩预计保持稳步增长。

核心假设：

（1）二代胰岛素市场仍保持半数胰岛素市场份额，且公司二代胰岛素系列产品保持较高增速；

（2）公司三代胰岛素产品明年上市销售；

（3）慢病管理平台持续取得良好市场反馈。

图表 26：公司盈利预测情况

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
胰岛素产品					
收入（百万元）	1127.08	1373.78	1717.23	2146.54	2683.18
同比增速（%）	25.47%	21.89%	25.00%	25.00%	25.00%
甘舒霖笔、血糖仪等医疗器械					
收入（百万元）	140.61	149.98	179.98	233.97	304.16
同比增速（%）	9.24%	6.66%	20.00%	30.00%	30.00%
其他					
收入（百万元）	183.65	145.55	145.55	145.55	145.55
同比增速（%）	3.69%	-20.74%	0.00%	0.00%	0.00%
收入合计（百万元）	1451.34	1669.31	2042.76	2526.06	3132.89

数据来源：公司公告，华融证券整理

我们预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 20.43 亿元、25.26 亿元和 31.33 亿元，同比增速分别为 22.4%、23.7%和 24.0%；归属上市公司净利润分别为 6.23 亿元、7.92 亿元和 10.09 亿元，同比增速分别为 26.3%、27.2%和 27.3%；每股收益分别为 0.44 元、0.56 元和 0.71 元，给予公司“推荐”评级。

图表 27: 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	1,451.3	1,669.3	2,042.8	2,526.1	3,132.9
同比增长 (+/-%)	20.5%	15.0%	22.4%	23.7%	24.0%
归母净利润 (百万元)	279.8	493.0	622.6	792.3	1,008.6
同比增长 (+/-%)	52.1%	76.2%	26.3%	27.2%	27.3%
每股收益 (元)	0.27	0.43	0.44	0.56	0.71
PE	122.33	69.43	54.97	43.20	33.94
PB	11.60	11.12	12.13	10.87	9.43

数据来源: 公司公告, 华融证券整理

八、风险提示

- 1、二代胰岛素招标降价风险
- 2、三代胰岛素批准上市进度低于预期
- 3、慢病管理平台推广低于预期

附表:
资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,311.8	1,633.9	1,979.2	2,401.6	2,925.5
现金	201.9	212.2	204.3	252.6	313.3
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	4.8	4.6	6.1	7.6	9.4
应收款项	392.2	384.8	551.4	663.8	809.3
其他应收款	33.6	26.4	29.1	36.0	44.6
存货	629.6	954.8	1,133.5	1,372.3	1,665.9
其他	49.8	51.1	54.7	69.3	83.0
非流动资产	1,644.5	2,154.3	2,446.9	2,737.0	3,021.3
长期股权投资	158.4	143.0	143.0	143.0	143.0
固定资产	1,215.7	1,130.8	1,516.2	1,443.3	1,530.2
无形资产	56.3	49.6	45.9	42.4	39.0
其他	214.0	830.9	741.9	1,108.4	1,309.1
资产总计	2,956.2	3,788.1	4,426.1	5,138.7	5,946.8
流动负债	460.7	1,026.7	1,326.8	1,711.8	2,037.8
短期负债	310.0	872.8	1,154.6	1,498.6	1,776.1
应付账款	52.0	53.2	52.8	67.1	83.7
预收账款	3.3	2.0	2.0	2.5	3.1
其他	95.4	98.8	117.3	143.5	174.8
长期负债	335.1	282.4	257.9	257.9	257.9
长期借款	298.0	250.0	250.0	250.0	250.0
其他	37.1	32.4	7.9	7.9	7.9
负债合计	795.7	1,309.1	1,584.7	1,969.7	2,295.7
股本	1,030.1	1,135.8	1,421.9	1,421.9	1,421.9
资本公积金	157.5	208.2	-53.4	-53.4	-53.4
留存收益	960.2	1,144.1	1,506.5	1,834.2	2,316.2
少数股东权益	22.8	19.7	19.7	19.7	19.7
母公司所有者权益	2,137.7	2,459.3	2,821.7	3,149.3	3,631.4
负债及权益合计	2,956.2	3,788.1	4,426.1	5,138.7	5,946.8

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	190.3	287.8	507.7	693.6	845.2
净利润	276.5	490.1	622.6	792.3	1,008.6
折旧摊销	113.9	131.9	178.6	181.9	185.2
财务费用	27.5	18.2	48.7	60.5	71.2
投资收益	0.6	-20.4	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-222.5	-329.4	-334.9	-338.0	-421.1
其他	-5.7	-2.6	-7.4	-3.1	1.3
投资活动现金流	-106.0	-578.4	-464.0	-464.0	-464.4
资本支出	-65.9	-394.2	-232.0	-232.0	-232.0
其他投资	-40.1	-184.2	-232.0	-232.0	-232.4
筹资活动现金流	84.9	482.1	-51.6	-181.3	-320.1
借款变动	98.6	514.8	281.8	343.9	277.6
普通股增加	98.6	105.7	286.1	0.0	0.0
资本公积增加	57.6	50.8	-286.1	0.0	0.0
股利分配	-186.3	-206.0	-260.3	-464.7	-526.5
其他	16.3	16.9	-73.2	-60.5	-71.2

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,451.3	1,669.3	2,042.8	2,526.1	3,132.9
营业成本	452.0	412.9	490.3	593.6	720.6
营业税金及附加	11.5	5.5	6.1	15.2	18.8
营业费用	439.7	467.3	531.1	631.5	773.8
管理费用	184.2	210.8	251.3	315.8	397.9
财务费用	26.8	17.0	48.7	60.5	71.2
资产减值损失	15.6	6.8	-7.4	-3.1	1.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.1	20.2	0.0	0.0	0.0
营业利润	327.4	569.2	722.7	912.6	1,149.3
营业外收入	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5
营业外支出	7.9	3.2	3.2	2.2	1.2
利润总额	323.8	570.5	724.0	914.9	1,152.7
所得税	47.3	80.5	101.4	122.6	144.1
净利润	276.5	490.1	622.6	792.3	1,008.6
少数股东权益	-3.2	-2.9	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	279.8	493.0	622.6	792.3	1,008.6
EPS (元)	0.27	0.43	0.44	0.56	0.71

主要财务比率

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
同比增长率					
营业收入	20.5%	15.0%	22.4%	23.7%	24.0%
营业利润	58.5%	73.8%	27.0%	26.3%	25.9%
净利润	54.1%	77.2%	27.1%	27.2%	27.3%
盈利能力					
毛利率	68.9%	75.3%	76.0%	76.5%	77.0%
净利率	19.1%	29.4%	30.5%	31.4%	32.2%
ROE	13.1%	20.0%	22.1%	25.2%	27.8%
ROIC	12.7%	16.3%	18.2%	19.8%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	26.9%	34.6%	35.8%	38.3%	38.6%
流动比率	2.85	1.59	1.49	1.40	1.44
速动比率	1.48	0.65	0.63	0.59	0.61
营运能力					
资产周转率	0.49	0.44	0.46	0.49	0.53
存货周转率	0.72	0.43	0.43	0.43	0.43
应收账款周转率	3.66	4.29	3.66	3.76	3.83
每股资料 (元)					
每股收益	0.20	0.35	0.44	0.56	0.71
每股经营现金	0.20	0.26	0.36	0.49	0.59
每股净资产	2.08	2.17	1.98	2.21	2.55
每股股利	0.13	0.14	0.18	0.30	0.32
估值比率					
PE	122.33	69.43	54.97	43.20	33.94
PB	11.60	11.12	12.13	10.87	9.43

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层(100020)

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn