公司研究

东兴证券股份有限公司证券研究报告

业绩高速增长符合预期，二代胰岛素扩容器械增速迅猛——通化东宝（600867）2017 年一季报点评

2017 年 04 月 27 日

推荐/维持

通化东宝 财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	
孙谊	联系人	
	sunyi@dxzq.net.cn 010-66554104	

事件：

通化东宝发布 2017 年一季报，2017 年一季度公司实现营业收入 5.65 亿元，同比增 25.25%；归属于上市公司股东的净利润 2.10 亿元，同比增长 30.16%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.10 亿元，同比增长 31.19%。实现 EPS 为 0.15 元。

观点：

1、 业绩稳定高速增长符合预期

公司一季度营收 5.65 亿元，同比增 25.25%，归母净利润 2.10 亿元，同比增长 30.16%，扣非净利润 2.10 亿元，同比增长 31.19%，业绩保持稳定高速增长符合市场预期。我们根据以往数据推断胰岛素整体增速 15-20%，全年有望保持 20%以上增速，器械板块（血糖仪、试纸等）增速超过 30%。

财务指标方面：

公司整体毛利率 75.79%，同比下降 2.2pp，主要由于丽景花园小区实现对外销售，导致成本略有增加所致。2017 年 Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 21.66%、9.43%和 0.86%，同比降低 2.21pp、降低 0.44pp、降低 1.96pp。随着公司**慢病管理平台的成效初显，销售费用与管理费用稳定增长，且增速慢于收入增速，费用率不断下降，**我们认为随着后期公司专业化销售与医生患者共同管理血糖亲密度、信任度不断上升，**销售与管理费用率有望进一步降低**。

2. 二代胰岛素进入医保甲类有望扩容，三代后来居上有望赶超

2017 年新医保目录调整，二代胰岛素由**乙类升为甲类**，直接为患者节约 500-600 元费用/年，在患者无需自付的情况下，有望进一步打开基层市场空间。公司在**招标价格方面相对于诺和诺德、礼来更有优势**，通过前期蒲公英计划等销售渠道的铺垫以及目前“你的医生”平台搭建，**与医生、患者亲密度信任度不断上升**。目前公司二代胰岛素在国内**市场份额超过 20%**，我们认为**未来 3 年公司二代胰岛素增速有望提升保持在 20%左右，同时有望进一步扩大市场占有率**。

我们预计甘精胰岛素近期即将申报生产，2018 年有望获批，公司成为国内第三家甘精胰岛素厂商，实质与联邦制药仅相差一年时间。凭借公司在胰岛素领域深耕多年，在基层与三甲医院（仅除外北京、深圳等个别城市）的医生专家建立了非常紧密的合作关系，**公司的甘精胰岛素上市后仍有望强势赶超**。

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 8.36、10.87、14.02 亿元，同比增长 30.37%、30.12%、28.99%，EPS 分别为 0.59、0.79、0.99 元，对应 PE 分别为 35x，27x，21x。公司是国内二代胰岛素龙头企业，目前三代甘精胰岛素获批在即，门冬胰岛素、口服及注射降糖药产品储备丰富。同时公司前瞻性布局糖尿病全产业链，逐步转型为糖尿病综合服务供应商，领跑行业。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

招标政策风险，甘精胰岛素获批时间低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1634	2210	2875	3643	4584
货币资金	212	236	288	353	437
应收账款	385	450	551	675	835
其他应收款	26	22	27	33	41
预付款项	40	43	37	36	32
存货	955	1048	1303	1421	1613
其他流动资产	11	407	662	1118	1617
非流动资产合计	2154	2465	2845	2781	2688
长期股权投资	143	283	508	508	508
固定资产	1131	1224	1726	1810	1797
无形资产	50	125	104	87	72
其他非流动资产	226	37	0	0	0
资产总计	3788	4675	5720	6424	7272
流动负债合计	1027	639	1195	1276	1318
短期借款	873	410	962	1035	1063
应付账款	53	91	94	103	117
预收款项	2	5	5	5	5
一年内到期的非	0	20	20	20	20
非流动负债合计	282	91	84	84	84
长期借款	250	60	60	60	60
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	1309	730	1279	1360	1402
少数股东权益	20	6	3	1	-1
实收资本（或股	1136	1422	1422	1422	1422
资本公积	208	1202	1202	1202	1202
未分配利润	820	942	917	884	842
归属母公司股东	2459	3939	4437	5063	5871
负债和所有者权	3788	4675	5720	6424	7272

利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1669	2040	2497	3059	3785
营业成本	413	492	612	667	757
营业税金及附加	6	19	12	15	19
营业费用	467	494	604	746	924
管理费用	211	229	279	342	423
财务费用	17	47	0	0	0
资产减值损失	6.77	6.44	6.44	6.44	6.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.22	-14.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	569	739	983	1282	1657
营业外收入	4.51	26.32	11.69	11.69	11.69
营业外支出	3.21	6.28	5.78	5.78	5.78
利润总额	571	759	989	1288	1662
所得税	80	120	156	203	262
净利润	490	639	833	1085	1400
少数股东损益	-3	-2	-3	-2	-2
归属母公司净利润	493	641	836	1087	1402
EBITDA	712	930	1162	1491	1874
EPS（元）	0.43	0.46	0.59	0.76	0.99

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长	15.02%	22.23%	22.37%	22.49%	23.77%
营业利润增长	73.84%	29.81%	33.05%	30.42%	29.20%
归属于母公司净利润	30.37%	30.12%	30.37%	30.12%	28.99%
获利能力					
毛利率(%)	75.26%	75.89%	75.50%	78.20%	80.00%
净利率(%)	29.36%	31.33%	33.36%	35.47%	36.99%
总资产净利润（%）	13.01%	13.71%	14.61%	16.92%	19.29%
ROE(%)	20.04%	16.27%	18.83%	21.47%	23.89%
偿债能力					
资产负债率(%)	35%	16%	22%	21%	19%
流动比率	1.59	3.46	2.41	2.86	3.48
速动比率	0.66	1.82	1.31	1.74	2.25
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.48	0.48	0.50	0.55
应收账款周转率	4	5	5	5	5
应付账款周转率	31.74	28.40	27.01	31.01	34.47
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.46	0.59	0.76	0.99
每股净现金流(最新	0.01	0.02	0.04	0.05	0.06
每股净资产(最新摊	2.17	2.77	3.12	3.56	4.13
估值比率					
P/E	48.23	45.09	35.29	27.12	21.03
P/B	9.58	7.49	6.65	5.82	5.02
EV/EBITDA	34.37	31.97	26.02	20.29	16.11

现金流量表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	295	726	413	605	781
净利润	490	639	833	1085	1400
折旧摊销	126	145	179	209	217
财务费用	17	47	0	0	0
应收账款减少	0	-65	-101	-124	-160
预收帐款增加	0	3	0	0	0
投资活动现金流	-578	-838	-568	-151	-130
公允价值变动收	0	0	0	0	0
长期股权投资减	0	-140	-225	0	0
投资收益	20	-14	0	0	0
筹资活动现金流	294	136	208	-389	-567
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	-190	0	0	0
普通股增加	106	286	0	0	0
资本公积增加	51	994	0	0	0
现金净增加额	10	23	53	65	84

资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师医药行业第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

孙谊

2016 年水晶球最佳分析师医药行业第一名，北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生（上海）医疗器材有限公司。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。