



公司研究

中药Ⅲ/中药Ⅱ/医药生物

投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	14.10 亿股
流通股本	7.32 亿股
ROE (摊薄)	7.58%
每股净资产	2.23 元
当前股价*	16.97 元

注：上述财务数据截止 2017 年半年报

*为 9 月 28 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

贵州百灵（002424）

——糖宁通络研发取得突破性进展，药效有效性再获验证

事件：

9 月 27 日，公司发布公告，收到香港大学关于《糖宁通络胶囊治疗糖尿病作用机理研究》结题报告。研究结果表明：糖宁通络是能够显著改善 I 型和 II 型糖尿病及其并发症，这种作用可能与其改变脂肪组织巨噬细胞 SBP2 表达，减少脂肪组织和系统性炎症相关。

事件点评：

◆**糖宁通络胶囊药效有效性再获验证。**公司曾委托中国医学科学院药用植物研究所孙晓波团队对糖宁通络胶囊开展了药效学等相关试验。孙晓波团队研究结果显示，糖宁通络胶囊降糖效果达到了国际一线西药的水平，治疗和阻断并发症等方面效果良好。之后，公司于 2015 年 1 月与香港大学签订了《合作研究合同》，委托香港大学研究开发“糖宁通络胶囊治疗糖尿病及并发症作用机理的研究”项目。结合孙晓波团队的研究基础，香港大学研究团队设计了“糖宁通络胶囊治疗糖尿病作用机理研究”和“糖宁通络胶囊对于 I 型糖尿病和免疫型糖尿病的治疗作用研究”两个子课题。本次研究结果表明，糖宁通络胶囊是能够显著改善 I 型和 II 型糖尿病及其并发症，再次验证糖宁通络胶囊疗效有效性。

◆**糖宁通络胶囊有望解除 I 型糖尿病患者注射胰岛素的痛苦。**香港大学通过链脲左菌酶素诱导的小鼠 I 型糖尿病模型，研究发现糖宁通络胶囊对于 I 型糖尿病引起的高血糖症具有明显的治疗作用，这种治疗作用呈现剂量依赖关系，其作用不低于注射胰岛素。I 型糖尿病主要是由自身免疫反应引起的，机体的防御系统攻击胰腺分泌胰岛素的 β 细胞，致使机体无法合成其所需的胰岛素。在现有的治疗方案

I 型糖尿病患者为控制血糖水平，每天都需注射胰岛素。糖宁通络胶



相关报告:

1. 贵州百灵(002424)——进入基药是亮点,收购秘方带来想象空间_2013.11.29
2. 贵州百灵(002424)——两大重磅新药是未来最大看点_2014.10.30
3. 贵州百灵(002424)——努力拓展药品品类,积极完善产品结构_2014.12.30
4. 贵州百灵(002424)——多点出击,药品储备再下一城_2015.3.12
5. 贵州百灵(002424)——苗药龙头,为人类健康护航_2015.10.23
6. 贵州百灵(002424.SZ)——糖宁通络将在日本开展临床试验,拓展海外市场_2017.06.07
7. 贵州百灵(002424.SZ)——牵手广东省中医院,加快糖宁通络全国布局_2017.06.15
8. 贵州百灵(002424)——院企合作再传佳音,糖宁通络获准在解放军总医院开展临床试验_黄文忠、胡晨曦_2017.09.01

囊的发现,有望解除 I 型糖尿病患者注射胰岛素的痛苦。

◆**证实糖宁通络胶囊能够将促炎性的 M I 细胞逆转成 M II 细胞,并发现作用靶点。**脂肪组织中的 M II 细胞逐渐转变为促炎性的 M I 细胞,因此加速炎性细胞在脂肪组织的浸润,促使脂肪组织释放出一系列因子使得胰岛素抵抗出现,是近年来在糖尿病和糖尿病并发症的发病机理研究的热门话题。本次研究结果发现,糖宁通络胶囊能够使得脂肪组织内的 M I 促炎性巨噬细胞转变成 M 2 抑炎性巨噬细胞,即糖宁通络胶囊将促炎性的 M I 细胞逆转成 M II 细,从而减少脂肪组织炎症和巨噬细胞的二次浸润。分子生物学研究表明,糖宁通络胶囊诱导的 SBP2 蛋白,能够靶向到巨噬细胞内的 caspase-1;SBP2 与 caspase-1 相互作用,抑制了巨噬细胞炎性小体的激活,从而抑制了炎症的产生。糖宁通络胶囊能够显著改善 I 型和 II 型糖尿病及其并发症,这种作用可能与其改变脂肪组织巨噬细胞 SBP2 表达,减少脂肪组织和系统性炎症相关。**我们认为本次研究结果突破性进展为:证实糖宁通络胶囊能够将促炎性的 M I 细胞逆转成 M II 细胞,并发现了糖宁通络胶囊将促炎性的 M I 细胞逆转成 M II 细的作用靶点。**

◆**贵州百灵糖尿病公益诊疗计划启动,聚焦糖尿病并发症顽症糖足。**9月25日,由公司主办、广东省中医院和广州博济医药协办、贵州百灵中医糖尿病医院承办的“传递健康,向生命致敬——贵州百灵糖尿病公益诊疗计划”启动会在广州举办。贵州百灵糖尿病公益诊疗计划首站将为广东省 100 例糖尿病足患者提供免费治疗。据贵州百灵中医糖尿病医院内分泌科发表的《糖宁通络胶囊治疗糖尿病足的临床经验》(《中国医药导报》2016年34期),2015年8月~2016年1月贵州百灵中医糖尿病医院收治的97例糖尿病足患者,根据治疗方法的不同分为常规西医治疗组(34例)和糖宁通络胶囊综合治疗组(63例)比较治疗,结果显示与常规西医治疗比较,糖宁通络胶囊综合治疗可加速创面愈合,改善患者生活质量。**我们认为,此次广东省 100 例糖尿病足患者诊疗结果,将打开糖宁通络胶囊在并发症治疗领域的市场突破口。**



投资建议：

我们预计公司2017-2018年的净利润分别为5.80亿元、6.97亿元，EPS为0.41元、0.49元，对应PE为41.39倍、34.63倍，目前中药III（TTM）中位数为34.04倍。考虑公司重点品种保持稳定增长；今年糖宁通络胶囊在研发、市场推广方面均取得突破性进展，已现燎原之势。市场推广方面，牵手广东省中医院，获准在解放军总医院开展临床试验，海外市场将在日本开展临床试验，广东省100例糖尿病足患者诊疗计划启动；研发方面，香港大学研究结果再次验证糖宁通络胶囊疗效有效性，作用机制研究也获得重大进展。我们维持其“买入”投资评级。

风险提示：

产品价格下调；糖宁通络胶囊市场推广进展缓慢；重点在研产品研发结果低于预期。

盈利预测及主要财务数据

关键指标	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2214.21	2670.60	3112.13
增长率	16.59%	20.61%	16.53%
归属母公司股东净利润（百万元）	482.33	580.15	697.29
增长率	17.25%	20.28%	20.19%
基准股本（百万）	1411.20	1411.20	1411.20
每股收益（元）	0.34	0.41	0.49
销售毛利率	64.37%	63.89%	63.86%
净资产收益率	15.96%	16.80%	17.55%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



财务预测表

单位：百万元

利润表	2016A	2017E	2018E	资产负债表	2016A	2017E	2018E
营业收入	2214.21	2670.60	3112.13	货币资金	960.79	1217.39	886.87
减：营业成本	788.95	964.40	1124.62	应收和预付款项	1313.27	2006.25	1848.27
营业税金及附加	31.80	38.35	44.69	存货	680.39	1181.98	989.80
营业费用	613.80	740.31	862.71	其他流动资产	256.60	-1190.68	0.00
管理费用	172.71	208.31	242.76	长期股权投资	0.00	0.00	0.00
财务费用	16.61	11.67	-11.05	投资性房地产	42.32	36.24	30.15
资产减值损失	23.47	20.00	20.00	固定资产	654.43	555.00	434.21
投资收益	3.03	0.00	0.00	无形资产	259.08	227.18	195.27
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	69.08	20.21	8.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	4235.96	4053.56	4393.41
营业利润	569.90	687.56	828.41				
其他非经营损益	10.04	10.00	10.00	短期借款	801.60	206.19	0.00
利润总额	579.94	697.56	838.41	应付和预收款项	234.75	345.24	366.29
所得税	93.68	112.68	135.43	长期借款	0.00	0.00	0.00
净利润	486.26	584.88	702.98	其他负债	134.27	0.00	0.00
少数股东损益	3.93	4.73	5.69	负债合计	1170.61	551.43	366.29
归母净利润	482.33	580.15	697.29	股本	1411.20	1411.20	1411.20
				资本公积	150.97	150.97	150.97
现金流量表	2016A	2017E	2018E	留存收益	1459.44	1891.50	2410.80
经营活动现金流	466.62	-380.12	1224.91	归母股东权益	3021.61	3453.67	3972.97
投资活动现金流	-152.28	8.38	8.38	少数股东权益	43.73	48.46	54.15
融资活动现金流	-57.73	-755.16	-373.13	股东权益合计	3065.34	3502.13	4027.12
现金流量净额	256.60	-1126.89	860.17	负债和股东权益	4235.96	4053.56	4393.41

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归公司所有，未经公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。