



东兴证券
DONGXING SECURITIES

与ADOCIA合作引入第四代胰岛素， 公司未来持续增长可期

2018年4月27日

推荐/维持

通化东宝 | 财报点评

——通化东宝（600867）2018年一季度报点评

张金洋

分析师

执业证书编号：S1480516080001

zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035

事件：

通化东宝 2018 年一季度报：实现营业收入 7.19 亿元，同比增长 27.23%；归属于上市公司股东的净利 2.74 亿元，同比增长 30.20%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.69 亿元，同比增长 28.23%，实现 EPS 为 0.16 元。

通化东宝与 Adocia 公司签署合作许可协议（预付款 5000 万美元，后续里程碑付款预计 8500 万美元），获得 Adocia 第四代胰岛素产品，包括超速效赖脯胰岛素（BioChaperone Lispro）以及长效+餐时胰岛素组合制剂（甘精胰岛素+赖脯胰岛素组合 BioChaperone Combo）在大中华区及部分亚洲其他国家的独家开发及商业化生产权利。

观点：

1. 业绩增速符合预期

公司2017年实现营业收入7.19亿元，同比增长27.23%；归属于上市公司股东的净利2.74亿元，同比增长30.20%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利2.69亿元，同比增长28.23%，增速符合预期，预计二代胰岛素继续保持20%增长，器械板块亦保持较快增长。

财务指标方面：公司销售费用率20.61%，同比（21.66%）下降1.05pp，费用控制较好；管理费用率8.65%，同比（9.43%）下降0.78pp；财务费用率-0.07%，同比（0.86%）下降0.93pp，上期已偿还银行贷款，财务费用降低。经营活动现金流下降27.3%，因公司一季度采购较多原材料所致。

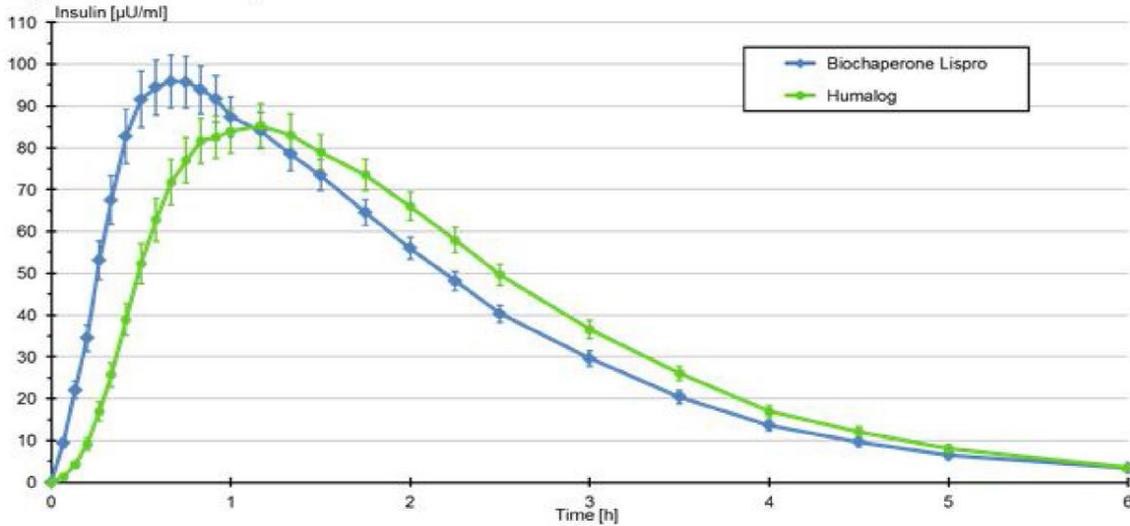
2. 与ADOCIA合作引入第四代胰岛素，符合胰岛素产业发展方向

Adocia公司开发了BioChaperone平台作为剂型载体，BioChaperone是一类多组分聚合物，可与多肽分子进行物理结合，从而起到助溶、增强药品储存稳定性、保持药物有效性/抗酶解的作用。BioChaperone与胰岛素类药物混合后，可提高药物吸收速度和生物利用度、降低给药剂量和频率。非常适用于儿童、胰岛素抵抗性2型糖尿病患者等人群。

本次与Adocia公司签署合作许可协议引入如下两个第四代胰岛素产品：

- ◆ **超速效赖脯胰岛素（BioChaperone Lispro）：**已完成1型及2型糖尿病餐时血糖控制试验，与优泌乐相比，BioChaperone Lispro达峰时间更快，可以在用餐时/餐后注射（优泌乐需在餐前5到15分钟注射），低血糖发作次数与优泌乐相当。

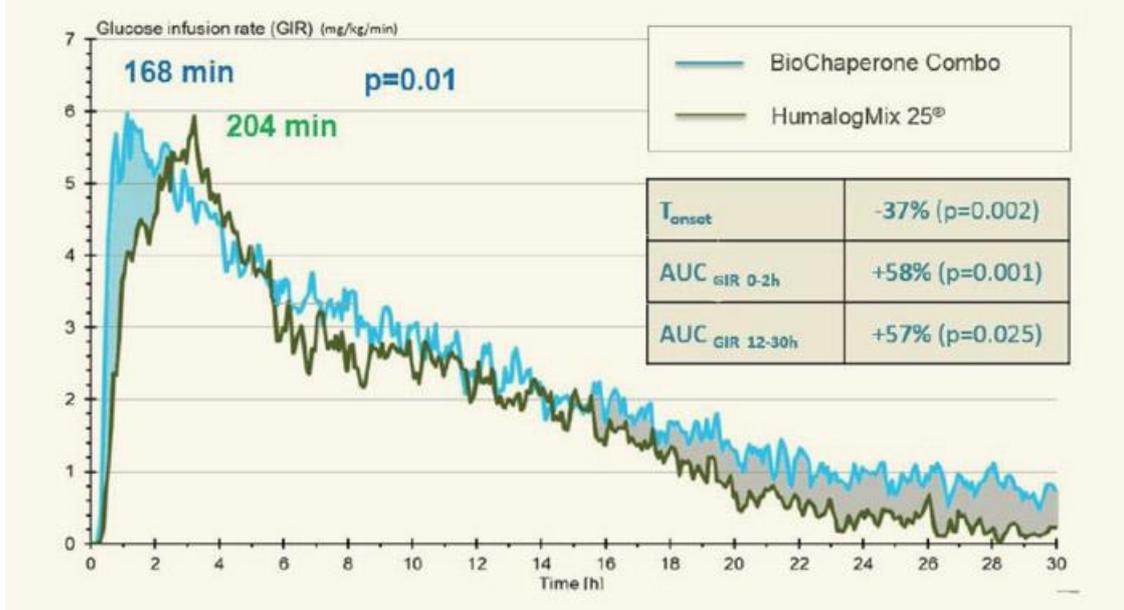
图 1: 与 Humalog（优泌乐）相比 BioChaperone Lispro（超速效赖脯胰岛素）达峰时间更快



资料来源：Adocia 官网，东兴证券研究所

- ◆ **长效+餐时胰岛素组合制剂（甘精胰岛素+赖脯胰岛素组合 BioChaperone Combo）**：目前全球唯一能将长效甘精胰岛素和速效赖脯胰岛素成功组合的成品制剂，降低患者注射次数（基础胰岛素每日1次+餐时胰岛素每日1-3次，BioChaperone Combo 仅需每日注射1-2次），而与预混三代胰岛素相比对血糖水平控制更好（不受用餐时间限制，同时降低低血糖风险）。公司2017年6月公布了相关试验结果，对比 BioChaperone Combo 与优泌乐25R、优泌乐+来得时对2型糖尿病的治疗结果，BioChaperone Combo 组与优泌乐25R组相比在餐时血糖和基础血糖的控制方面有较大优势（达峰时间168min: 204min），同时低血糖风险显著降低；与优泌乐+来得时组相比没有显著差异。

图 2: 与 HumalogMix 25（优泌乐 25R）相比 BioChaperone Combo 达峰时间更快



资料来源：Adocia 官网，东兴证券研究所

3. 二代胰岛素持续增长，拉动公司业绩

中国是全球糖尿病患者第一大国，据IDF统计，2017年病患人数高达1.21亿人。由于基药、医保支付、控费以及分级诊疗（慢病不出县）等政策影响，二代胰岛素在基层医院仍有较大市场，未来将长期作为基层用药并持续放量。通化东宝的二代胰岛素自上市以来逐渐占据了全国20%以上市场份额，公司在基层市场深耕多年，积累了大量医生资源。年报披露已有9000多名内分泌一线专业医生通过东宝慢病管理平台有效管理超过20万病人，公司2018年在保证平台入住医生数不变的情况下，争取管理病人数，线上患者受教育人次翻倍增长，对国内其他二代胰岛素竞争对手形成压倒性优势。随着医生教育深入+医保报销水平提高（乙类升甲类），预计未来三年公司二代胰岛素将继续维持20%销量增速。

4. 降糖产品组合将陆续落地，业绩持续高增长可期

未来公司将以三代胰岛素为核心增量，GLP及口服降糖药作为辅助，接力二代胰岛素继续推动公司成长。

三代胰岛素：

甘精胰岛素：预计2018-2019年获批生产。作为最畅销的三代胰岛素类似物，赛诺菲的甘精胰岛素来得时2016年全球销量约55亿美金。国内目前三代胰岛素类似物市场约100亿元左右，其中甘精胰岛素占40%（赛诺菲30%/甘李10%/联邦基数较小），整体市场增速15%左右，预计未来三代胰岛素市场天花板超过500亿元。

门冬胰岛素：按照三代胰岛素未来60%市占率，30%渗透率计算，门冬胰岛素未来市场空间超过200亿；公司门冬胰岛素注射液预计2018年报产，门冬胰岛素50注射液临床研究进行中，门冬胰岛素30注射液预计2018年上半年启动临床。

地特/赖脯胰岛素：地特胰岛素处于临床筹备阶，赖脯胰岛素（单相、双相25R/50R）处于临床申请状态。

激动剂类（GLP-1类似物）

利拉鲁肽注射液：诺和诺德2017年利拉鲁肽注射液全球销量38亿美元，PDB样本医院国内销量0.52亿元（同比增长24.5%），预计未来国内市场空间超过30亿元，公司利拉鲁肽已于2017年11月获临床受理。

度拉糖肽注射液/口服GLP-1类似物：度拉糖肽计划2018年年底前递交临床申请，口服GLP-1类似物处于体内药理及处方开发阶段。

化学口服降糖药

瑞格列奈/瑞格列奈二甲双胍：2017年公司完成了瑞格列奈片的生物等效性研究；瑞格列奈二甲双胍片正在开展仿制药一致性评价工作，计划2018年完成瑞格列奈二甲双胍片的生物等效性研究。

曲格列汀/西格列汀：公司已于2017年6月获得曲格列汀临床批件，计划于2018年开始开展生物等效性研究；于2017年6月对西格列汀进行了生物等效性备案，预计2018年完成生物等效性试验，2019年上半年报产。

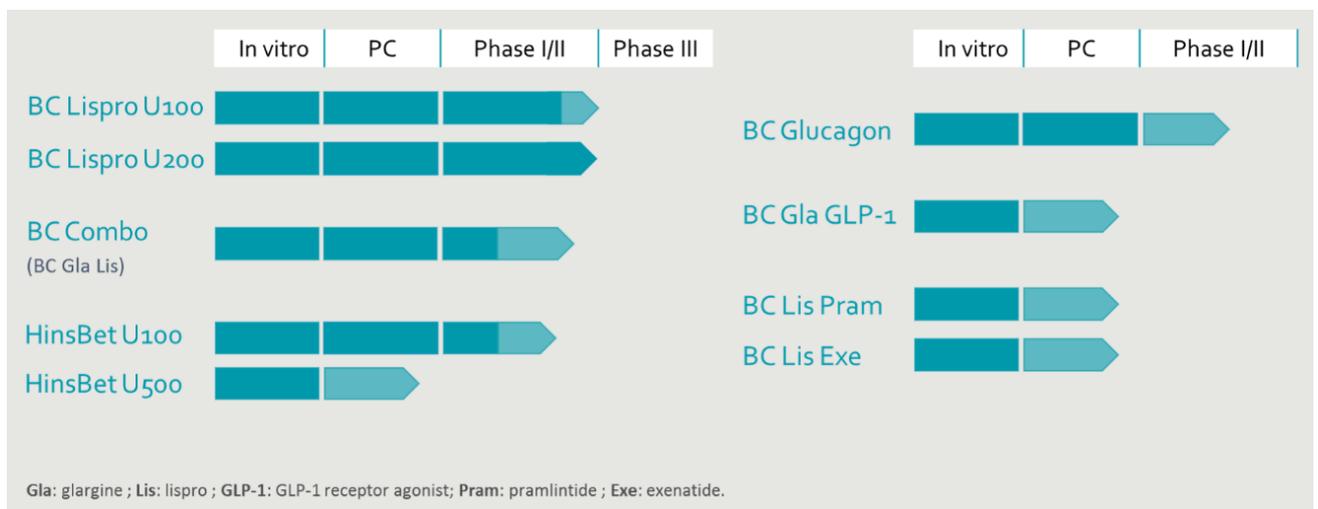
恩格列净：确定性降低心血管并发症、心血管死亡风险的SGLT-2抑制剂类降糖药，FDA于2016年底批准恩格列净用于降低2型糖尿病合并心血管疾病成人患者的心血管疾病死亡风险的适应症，2017H1礼来此产品销售额超过1.77亿美元，增速126%以上，全年将超过4亿美元；公司计划于2018年年内完成相关的药学研究。

附注：Adocia是一家致力于开发多肽药物创新剂型的公司，目前拥有约129名员工以及包括诺奖获得者在内的顾问团队。创始人Gerard Soula曾创办纳斯达克上市公司Flamel Technologies，专注于药品递送领域研究，与诺和诺德、BMS、GSK等跨国药企均有业务往来。

Adocia 产品管线一览：

- **临床阶段：**超速效剂型赖脯胰岛素（BioChaperone Lispro U100及U200）、甘精胰岛素+赖脯胰岛素的组合制剂产品（BioChaperone Combo）、以及速效人胰岛素（HinsBet U100）。其中BioChaperone 赖脯胰岛素U100和U200已经成功完成9项一期，二期临床试验（1型和2型糖尿病患者）。
- **临床前阶段：**BioChaperone 甘精胰岛素+度拉鲁肽、BioChaperone 甘精胰岛素+利拉鲁肽、BioChaperone 赖脯胰岛素+普兰林肽、BioChaperone 赖脯胰岛素+艾塞那肽，以及速效人胰岛素制剂（HinsBet U500）。

图 3: Adocia 在研产品



资料来源：Adocia 官网，东兴证券研究所

结论：

我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 10.72、13.81、17.21 亿元，同比增长 28.18%、28.79%、24.63%，EPS 分别为 0.63、0.81、1.01 元，对应 PE 分别为 46x、36x、29x。公司二代胰岛素稳定增长，三代甘精胰岛素等待上市，其他胰岛素以及降糖类产品储备丰富；布局糖尿病全产业链，做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：

胰岛素招标降价，甘精胰岛素获批时间不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2210	2240	2523	3432	4585	营业收入	2040	2545	2932	3625	4467
货币资金	236	336	507	1112	1834	营业成本	492	644	658	754	912
应收账款	450	544	627	775	955	营业税金及附加	19	17	15	18	22
其他应收款	22	13	14	18	22	营业费用	494	623	704	870	1072
预付款项	43	47	52	57	64	管理费用	229	261	293	362	447
存货	1048	974	994	1140	1378	财务费用	47	14	0	0	0
其他流动资产	407	324	325	325	326	资产减值损失	6.44	19.28	19.28	19.28	19.28
非流动资产合计	2465	2513	2901	2837	2742	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	283	302	527	527	527	投资净收益	-14.31	16.47	0.00	0.00	0.00
固定资产	1224	1162	1705	1808	1801	营业利润	739	986	1243	1601	1995
无形资产	125	97	81	68	56	营业外收入	26.32	0.11	10.31	10.31	10.31
其他非流动资产	37	38	0	0	0	营业外支出	6.28	13.29	7.59	7.59	7.59
资产总计	4675	4753	5424	6269	7327	利润总额	759	973	1246	1604	1998
流动负债合计	639	175	204	217	239	所得税	120	133	170	219	273
短期借款	410	0	0	0	0	净利润	639	840	1076	1385	1725
应付账款	91	61	91	104	125	少数股东损益	-2	4	4	4	4
预收款项	5	44	44	44	44	归属母公司净利润	641	837	1072	1381	1721
一年内到期的非流	20	0	0	0	0	EBITDA	919	1151	1419	1810	2213
非流动负债合计	91	40	35	35	35	EPS (元)	0.46	0.49	0.63	0.81	1.01
长期借款	60	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	730	215	239	253	274	成长能力					
少数股东权益	6	10	13	17	20	营业收入增长	22.23%	24.75%	15.18%	23.64%	23.23%
实收资本(或股本)	1422	1711	1711	1711	1711	营业利润增长	29.81%	33.47%	26.07%	28.76%	24.61%
资本公积	1202	1215	1215	1215	1215	归属于母公司净利润	30.02%	30.52%	28.18%	28.79%	24.63%
未分配利润	942	1130	1452	1866	2383	获利能力					
归属母公司股东权	3939	4528	5171	6000	7033	毛利率(%)	75.89%	74.68%	77.57%	79.20%	79.59%
负债和所有者权	4675	4753	5424	6269	7327	净利率(%)	31.33%	33.01%	36.70%	38.20%	38.61%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	13.71%	17.60%	19.77%	22.03%	23.49%	
经营活动现金流	726	961	1186	1322	1554	偿债能力					
净利润	639	840	1076	1385	1725	资产负债率(%)	16%	5%	4%	4%	4%
折旧摊销	134	151	176	209	219	流动比率	3.46	12.80	12.35	15.78	19.17
财务费用	47	14	0	0	0	速动比率	1.82	7.24	7.49	10.54	13.41
应收账款减少	0	-94	-83	-148	-180	营运能力					
预收帐款增加	0	39	0	0	0	总资产周转率	0.48	0.54	0.58	0.62	0.66
投资活动现金流	-838	-106	-581	-164	-143	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	28.40	33.54	38.62	37.31	38.97
长期股权投资减少	0	-35	-225	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-14	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.49	0.63	0.81	1.01
筹资活动现金流	136	-758	-434	-552	-688	每股净现金流(最新)	0.02	0.06	0.10	0.35	0.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.77	2.65	3.02	3.51	4.11
长期借款增加	0	-60	0	0	0	估值比率					
普通股增加	286	289	0	0	0	P/E	62.61	58.78	45.96	35.69	28.63
资本公积增加	994	13	0	0	0	P/B	10.40	10.88	9.53	8.21	7.01
现金净增加额	23	97	171	605	722	EV/EBITDA	44.83	42.53	34.38	26.62	21.44

资料来源: 公司财报、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。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。