



2018年08月14日

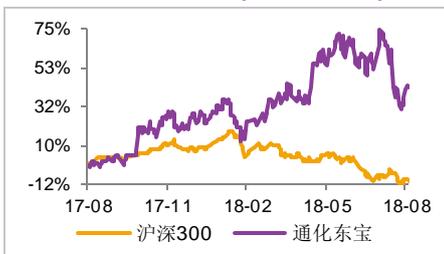
增持(首次评级)

当前价：21.84 元
目标价：26.00 元

分析师：李晨光

执业编号：S0300518070001
电话：010-66235631
邮箱：lichenguang@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2545	2981	3526	4209
(+/-)	24.8%	17.1%	18.3%	19.4%
归母净利润	837	1058	1271	1544
(+/-)	30.4%	26.4%	20.1%	21.5%
EPS(元)	0.41	0.52	0.62	0.75
P/E	64	42	35	29

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

通化东宝(600867.SH)

二代胰岛素增长稳健，甘精胰岛素即将上市

投资要点

◇ 通化东宝半年报业绩符合预期

2018 年上半年实现收入 14.63 亿、归母净利润 5.37 亿、扣非后归母净利润 5.20 亿，分别同比增长 23.9%、30.8%和 28.2%，；Q2 单季度实现收入 7.44 亿、净利润 2.63 亿和扣非后归母净利润 2.51 亿，同比分别增长 20.7%、31.4%和 28.2%，收入增速低于一季度，利润增速与一季度基本一致，稍微高于 Wind 一致预期。

观察费用率可以发现，销售费用率为 22.8%，下降 0.28 个 pp，管理费用率为 8.5%，下降 0.92 个 pp，主要原因是甘精胰岛素注射液和门冬胰岛素注射液完成三期临床，研发投入下降（上半年费用化支出预计仅有 800 万），财务费用率维持了一贯的低位。

分业务来看，受益于深挖基层，核心产品二代胰岛素原料药及制剂实现销售额 10.85 亿元，同比增长 19.0%，医疗器械收入 1.65 亿元，同比增长 24.1%。

◇ 研发进展顺利，甘精胰岛素有望于明年获批

在研品种中，甘精胰岛素注射液已于 2017 年 10 月申报生产，药监局于 18 年 6 月要求公司补充材料，如顺利的话，将与 19 年 Q1 获批。公司产品是第三家，预计将实现业绩推广，三代胰岛素主要应用于医院市场，与公司二代胰岛素形成高低互补。另外，虽然公司二代胰岛素主要销往基层市场，但拥有近千人的销售队伍，覆盖 6000 余家医院，由于内分泌科产品对企业品牌的严重依赖性，公司仍然可以籍由已有销售网络实现快速铺开。

甘精胰岛素是最重要的三代胰岛素，能够有效解决频繁注射的痛苦和预防胰岛素造成的低血糖。目前甘精胰岛素国内主要为赛诺菲控制，根据样本医院数据，甘李药业 2017 年市场占比为 24%，17 年销售额约为 20 亿元，我们认为甘李药业全市场份额应略高于 24%，则全市场容量约为 100 亿元左右。联邦制药产品 17 年获得批件，目前正在市场推广阶段，17 年销售额 0.22 亿元。目前市场共有礼来、辽宁博鳌（乐普）、宜昌长江（东阳光）、浙江海正、合肥天麦（华润），按照临床进展，预计均比公司晚 1 年以上。

其余品种中，

门冬胰岛素注射液 17 年 12 月完成数据库锁定，预计 18 年 12 月完成总结报告、申报生产。预混的门冬胰岛素 30 注射液 17 年 12 月通过了修改后的临床方案，18 年 4 月已通过伦理审评，即将开始临床试验。门冬胰岛素 50 注射液于 16 年 8 月开始入组，在进行临床研究。地特胰岛素原料药和注射液已获临床批件，正在筹备临床。赖脯胰岛素及注射液注射液，于 17 年 11 月提交临床申请，目前处于审评阶段。超速效型胰岛素类似物（BC Lispro）和胰岛素基础餐时组合（BC Combo）与法国 Adocia 公司签署合作协议之



后，已进行了工艺技术、分析方法的交接，接收了全套欧盟注册文件，目前正在验证数据，设计临床的临床前阶段。

◇ 盈利预测与估值

预计 18-20 年 实现 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 42 倍、35 倍和 29 倍，复合增速为 22.3%。公司业绩持续高增长，产品竞争格局良好，产品护城河很高，二代胰岛素目前仍有医保红利、进口替代和基层普及的投资逻辑，重磅产品甘精胰岛素即将上市，与二代胰岛素形成差异化发展，我们给予公司对应 18 年目标估值 50 倍估值，目标价 26.00 元，增长空间为 19%，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

甘精胰岛素发补失败；

甘精胰岛素市场推广不及预期；

二代胰岛素增长遇到天花板。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2240	3010	4081	5348	经营活动现金流	961	734	1193	1375
现金	336	510	1182	1954	净利润	707	1056	1271	1544
应收账款	545	656	776	926	折旧摊销	168	167	247	247
其它应收款	13	17	20	20	财务费用	6	28	28	28
预付账款	47	50	60	72	投资损失	19	11	13	16
存货	974	1452	1717	2050	营运资金变动	-45	-529	-366	-461
其他	324	326	326	326	其它	0	0	0	0
非流动资产	2522	2657	2511	2399	投资活动现金流	-1241	146	-13	15
在建工程	711	0	45	30	资本支出	77	2	0	0
固定资产	1162	1725	1478	1290	长期投资	-261	124	-45	-15
无形资产	97	97	67	55	其他	-1057	20	32	30
其他	552	835	921	1024	筹资活动现金流	-758	77	-508	-618
资产总计	4762	5976	6744	7695	短期借款	528	500	0	0
流动负债	175	756	762	785	长期借款	-986	0	0	0
短期借款	0	500	500	500	其他	-300	-423	-508	-618
应付账款	61	121	139	161	现金净增加额	-1038	957	672	772
其他	114	135	123	124					
非流动负债	40	40	40	40	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2017A	2018E	2019E	2020E
其他	40	40	40	40	成长能力				
负债合计	215	796	802	825	营业收入	24.75%	17.14%	18.26%	19.37%
少数股东权益	0	4	2	2	营业利润	31.29%	25.35%	19.65%	21.50%
归属母公司股东权益	4401	5176	5939	6869	归属母公司净利润	30.52%	26.10%	20.39%	19.66%
负债和股东权益	4762	5976	6744	7695	获利能力				
					毛利率	74.69%	75.44%	76.11%	76.76%
					净利率	27.77%	35.43%	36.05%	36.70%
					ROE	6.30%	8.06%	8.44%	8.87%
					ROIC	19.37%	21.57%	23.42%	24.19%
					偿债能力				
					资产负债率	4.51%	13.32%	11.89%	10.73%
					净负债比率	4.73%	15.36%	13.49%	12.01%
					流动比率	12.80	3.98	5.36	6.81
					速动比率	7.23	2.06	3.10	4.20
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.56	0.55	0.58
					应收账款周转率	5.09	4.97	4.93	4.95
					存货周转率	0.64	0.60	0.53	0.52
					每股指标(元)				
					每股收益	0.41	0.52	0.62	0.75
					每股经营现金	1.19	0.91	1.47	1.70
					每股净资产	5.43	6.39	7.33	8.48
					估值比率				
					P/E	64	42	35	29
					P/B	4.0	3.4	3.0	2.6
					EV/EBITDA	44.3	31.9	25.9	21.9
利润表									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
营业收入	2545	2981	3526	4209					
营业成本	644	732	842	978					
营业税金及附加	17	20	24	28					
营业费用	623	701	811	947					
管理费用	381	259	335	421					
财务费用	14	28	28	28					
资产减值损失	19	11	13	16					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	6	6	6	6					
营业利润	986	1236	1479	1797					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	15	7	0	0					
利润总额	973	1229	1479	1797					
所得税	133	173	208	252					
净利润	842	1056	1271	1544					
少数股东损益	4	-2	0	0					
归属母公司净利润	837	1058	1271	1544					
EBITDA	1120	1424	1754	2072					
EPS (元)	0.41	0.52	0.62	0.75					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李晨光，兰州大学药物化学硕士。2018年5月加入联讯证券，现任医药行业分析师，证书编号：S0300518070001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com