



胰岛素产品基层市场持续渗透，推动业绩稳健增长

2018.08.18

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

事件:

2018年8月15日，公司公告，2018上半年营收14.63亿，同比增长23.85%，归母净利润为5.37亿元，同比增长30.78%。扣非后归母净利润为5.2亿元，同比增长28.23%。

点评:

- 继续深挖基层市场，胰岛素系列产品同比增长18.98%，推动业绩持续稳健31%高增长，规模效应+费用控制良好，净利率提升1.88pct

公司继续以基层市场为核心开展人胰岛素的推广工作，通过科室会、城市会、区域年会等多种形式对基层医师进行宣传教育，通过白求恩项目提升县级及乡镇等基层医师的糖尿病诊疗水平；通过“路标”研究项目探索符合中国国情的糖尿病分级诊疗模式。2018H1公司重组人胰岛素系列产品营收10.85亿，同比增长18.98%；医疗器械收入1.65亿，同比增长24.12%；房地产收入1.579亿，同比增长86.75%。2018H1公司整体毛利率为73.74%，比去年同期下降1.36pct，主要是房地产业务占比营收比重提升所致；整体净利率为36.6%，比去年同期提升1.88pct，主要是因为胰岛素规模效应盈利能力提升，销售费用率22.83%同比降低0.28pct，管理费用率位8.51%，同比降低0.92pct。

- 积极研发布局三代（胰岛素类似物）、四代（超长效）胰岛素

公司三代胰岛素研发即将步入收获期：1）甘精胰岛素已申报生产，2018年6月收到CD材料补充要求，公司正积极准备补充材料。预计CDE于今年下半年进行临床数据核查。2）门冬胰岛素及其预混制剂预计2018年12月完成总结报告、申报生产；3）地特胰岛素正处于临床试验筹备阶段；4）赖脯胰岛素及其预混制剂与2017年11月申报临床。公司还与法国Adocia公司签署了“四代胰岛素-超速效型胰岛素类似物（BCLispro）和胰岛素基础餐时组合（BCCombo）”项目合作协议，推动了东宝研发体系对接国际领先标准的进程，开启了通化东宝第四代胰岛素迈入国际市场的新局面，公司2018H1公司研发费用达3.8亿。

- 盈利预测与估值

根据公司现有业务情况，不考虑服务端的扩张，我们测算公司18-20年EPS分别为0.53元、0.68元、0.87元，分别对应PE为35、27、21倍，给予“强烈推荐”评级。

- 风险提示：三代胰岛素获批进度或四代胰岛素研发进展不及预期；招标降价风险。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2545.32	3090.54	3766.61	4604.93
同比(%)	24.75%	21.42%	21.88%	22.26%
归属母公司净利润	836.55	1082.89	1401.18	1795.58
同比(%)	30.52%	29.45%	29.39%	28.15%
ROE(%)	19.72%	22.08%	25.09%	28.10%
每股收益(元)	0.41	0.53	0.68	0.87
P/E	37.58	34.84	26.92	21.01
P/B	6.95	7.16	6.40	5.48
EV/EBITDA	15.71	25.55	19.92	15.59

强烈推荐（首次）

现价: 18.37

目标价: 21

股价空间: 16%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
宝莱特	-27.36	-25.73	-2.70
医药生物	-15.72	-23.20	-6.52
沪深300	-10.80	-22.92	-12.82

基本资料

总市值(亿元)	384
总股本(亿股)	20.5
流通股比例	96.1%
资产负债率	13.44%
大股东	东宝实业集团有限公司
大股东持股比例	37.49%

相关报告



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2239.98	2943.66	3250.80	3788.23	营业收入	2545.32	3090.54	3766.61	4604.93
现金	336.44	611.58	511.54	705.27	营业成本	644.46	713.01	791.84	882.49
应收账款	544.01	722.48	846.21	1027.80	营业税金及附加	16.85	21.01	24.52	33.65
其它应收款	12.55	42.24	42.57	46.86	营业费用	622.97	741.73	896.45	1082.16
预付账款	47.21	65.34	68.95	74.72	管理费用	261.01	309.05	376.66	460.49
存货	973.92	1309.58	1542.25	1638.39	财务费用	14.00	40.00	40.00	40.00
其他	325.85	192.44	239.29	295.17	资产减值损失	19.28	12.03	11.13	12.22
非流动资产	2512.74	2428.28	2461.33	2395.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	302.37	221.81	237.65	261.32	投资净收益	16.47	7.11	7.37	4.16
固定资产	1161.91	1476.92	1591.10	1618.84	营业利润	986.17	1260.82	1633.38	2098.08
无形资产	97.44	82.08	71.19	61.42	营业外收入	0.11	8.80	9.93	11.29
其他	951.02	647.47	561.39	453.66	营业外支出	13.29	7.66	7.61	8.71
资产总计	4752.72	5371.94	5712.13	6183.46	利润总额	972.98	1261.96	1635.70	2100.66
流动负债	174.99	643.49	696.13	612.28	所得税	132.88	183.41	237.46	307.14
短期借款	0.00	398.20	420.25	307.11	净利润	840.10	1078.55	1398.24	1793.52
应付账款	61.29	93.21	106.63	120.13	少数股东损益	3.54	-4.34	-2.94	-2.06
其他	113.70	152.08	169.25	185.04	归属母公司净利润	836.55	1082.89	1401.18	1795.58
非流动负债	40.31	-27.99	-118.59	-218.35	EBITDA	1186.65	1466.19	1881.65	2377.59
长期借款	0.00	-64.09	-154.61	-255.76	EPS（摊薄）	0.41	0.53	0.68	0.87
其他	40.31	36.10	36.01	37.41					
负债合计	215.30	615.51	577.54	393.93	主要财务比率				
少数股东权益	9.57	5.23	2.29	0.24	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1711.30	2053.56	2053.56	2053.56	成长能力				
资本公积	1214.78	1214.78	1214.78	1214.78	营业收入增长率	24.75%	21.42%	21.88%	22.26%
留存收益	1598.51	1996.88	2627.97	3614.96	营业利润增长率	33.47%	27.85%	29.55%	28.45%
归属母公司股东权益	4524.58	5265.21	5896.30	6883.29	归属于母公司净利润增长率	30.52%	29.45%	29.39%	28.15%
负债和股东权益	4752.72	5885.94	6476.13	7277.46	获利能力				
					毛利率	74.68%	76.93%	78.98%	80.84%
现金流量表					净利率	33.01%	34.90%	37.12%	38.95%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	19.72%	22.08%	25.09%	28.10%
经营活动现金流	963.31	418.52	991.08	1457.32	ROIC	19.45%	19.85%	23.22%	26.33%
净利润	840.10	1082.89	1401.18	1795.58	偿债能力				
折旧摊销	167.67	164.23	205.95	236.94	资产负债率	4.53%	11.46%	10.11%	6.37%
财务费用	14.00	40.00	40.00	40.00	净负债比率	0.00%	55.09%	47.08%	15.02%
投资损失	-16.47	-7.11	-7.37	-4.16	流动比率	1280.08%	457.45%	466.98%	618.71%
营运资金变动	-61.92	-359.10	-376.16	-314.10	速动比率	723.52%	253.94%	245.43%	351.12%
其它	19.93	-502.39	-272.51	-296.92	营运能力				
投资活动现金流	-106.49	-100.23	-213.81	-202.28	总资产周转率	54.00%	61.05%	67.96%	77.42%
资本支出	-185.50	-155.88	-189.34	-159.45	应收账款周转率	512.05%	488.05%	480.23%	491.45%
长期投资	-56.00	83.60	-10.28	-25.37	应付账款周转率	849.16%	922.99%	792.45%	778.35%
其他	135.00	-27.95	-14.19	-17.45	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-758.19	-43.15	-877.31	-1061.31	每股收益（最新摊薄）	0.41	0.53	0.68	0.87
短期借款	-410.00	398.20	22.05	-113.14	每股经营现金流（最新摊薄）	0.56	0.20	0.48	0.71
长期借款	-60.00	-64.09	-90.52	-101.15	每股净资产（最新摊薄）	2.64	2.56	2.87	3.35
普通股本增加	289.36	342.26	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	12.86	0.00	0.00	0.00	P/E	37.58	34.84	26.92	21.01
其他	-590.42	-719.52	-808.83	-847.03	P/B	6.95	7.16	6.40	5.48
现金净增加额	98.62	275.14	-100.04	193.73	EV/EBITDA	15.71	25.55	19.92	15.59

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。