

业绩正在回暖, 静待三代胰岛素获批

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年全年实现收入26.9亿元, 同比增长5.8%; 归母净利润8.4亿元, 同比增长0.3%; 扣非后归母净利润为8.1亿元, 同比下滑2.5%。
- **业绩略低于预期, 收入端Q4开始有所回暖。** 公司2018年收入和归母净利润同比增速分别为5.8%和0.3%, 业绩略低于预期。从单季度看: 2018Q4公司营业收入6.8亿元, 同比下滑1.3%, 归母净利润1.5亿元, 同比下滑19.7%、扣非后归母净利润1.5亿元, 同比下滑22.8%, 三者降幅较Q3均有所收窄回暖。表明公司Q4胰岛素产品发货已逐渐恢复正常, 同时也说明公司对销售部门的调整初现成效。2018公司全年营收增速为10年内历史最低点, 公司2019年开始增速有望改善。分产品线看: 1) 二代胰岛素板块: 收入占比72%, 受压货拖累, 仅有1%的增长; 2) 注射笔、试纸等器械板块: 收入占比为12%, 增速为20%, 表现较为靓丽。从盈利能力看: 公司为拓展销售网络, 致使营业成本增长15.6% (+2.4pp) 至7.5亿元, 销售费用增长12.5% (+1.2pp) 至7.0亿元。此外, 公司研发费率以及管理费率分别为6.1%、3.6%, 均呈稳中有降态势。我们预计待库存影响消除后, 公司业绩开始回暖。
- **甘精胰岛素即将获批, 公司发展步入新阶段。** 公司甘精胰岛素于2017年申报生产, 目前处于等待生产现场检查阶段, 预计2019年年中有望获批上市。2017年全球三代胰岛素销售额为260亿美元, 其中甘精胰岛素占比接近40%, 为第一大品种。行业趋势为三代胰岛素替代二代胰岛素, 目前公司二代胰岛素为主, 三代甘精胰岛素为公司战略性重磅产品, 有望带动公司步入发展新阶段。
- **布局四代胰岛素, 国内最强糖尿病用药梯队渐现。** 糖尿病的治疗需要综合解决方案, 齐全产品组合将提升医生和患者粘性, 构筑更高产业壁垒, 除了已上市的胰岛素药械产品外, 公司立足自主创新, 不断优化产品结构, 正开发糖尿病领域其他产品, 重磅产品储备极其丰富。1) 胰岛素类似物: 甘精胰岛素(已报生产, 2019年年中获批)、门冬胰岛素(报生产获得受理)、门冬胰岛素30和50(三期临床中)、地特胰岛素和赖脯胰岛素(临床试验筹备阶段)、四代超速效胰岛素和胰岛素基础餐时组合(国内临床前, 国外二期临床)。2) GLP-1激动剂: 利拉鲁肽(III期临床中)和度拉糖肽(临床前研究); 3) 化药口服降糖药: 瑞格列奈及其与二甲双胍复方制剂、琥珀酸曲格列汀、西格列汀及其与二甲双胍复方制剂和恩格列净等处于研发不同阶段。整体看公司已形成国内最为齐全的糖尿病药物梯队, 借助公司客户基础和强大的销售团队, 持续增长可期。
- **盈利预测与评级。** 公司是国内二代胰岛素龙头企业, 同时积极布局三代胰岛素、GLP-1、DDP-4、以及SGLT-2等品种, 并率先踏足四代胰岛素领域。与此同时, 公司不断完善“检测、治疗、管理”的糖尿病管理闭环, 有助于加深护城河。我们预计2019-2021年EPS分别为0.50元、0.60元、0.73元, 未来三年归母净利润将保持在20.8%的复合增长率。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度不达预期、特宝生物科创板进度低于预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2692.93	3016.00	3499.64	4062.75
增长率	5.80%	12.00%	16.04%	16.09%
归属母公司净利润(百万元)	838.61	1013.01	1222.94	1476.94
增长率	0.25%	20.80%	20.72%	20.77%
每股收益EPS(元)	0.41	0.50	0.60	0.73
净资产收益率ROE	17.72%	18.22%	18.56%	18.87%
PE	40	33	27	22
PB	7.02	5.95	5.03	4.24

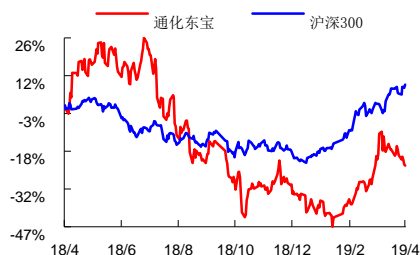
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.34
流通A股(亿股)	19.54
52周内股价区间(元)	11.2-31.14
总市值(亿元)	332.15
总资产(亿元)	54.63
每股净资产(元)	2.32

相关研究

1. 通化东宝(600867): 业绩基本符合预期, 静待三代胰岛素上市 (2018-08-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2692.93	3016.00	3499.64	4062.75	净利润	838.92	1016.06	1225.39	1478.41
营业成本	745.03	798.84	942.40	1100.12	折旧与摊销	172.35	150.07	150.07	150.07
营业税金及附加	20.15	22.61	25.71	28.03	财务费用	10.34	6.23	-3.73	-6.99
销售费用	701.02	693.68	769.92	853.18	资产减值损失	6.06	20.00	20.00	20.00
管理费用	163.46	301.60	332.47	365.65	经营营运资本变动	67.64	-193.78	-310.31	-355.47
财务费用	10.34	6.23	-3.73	-6.99	其他	-218.38	-28.09	-44.91	-43.70
资产减值损失	6.06	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	876.94	970.49	1036.51	1242.33
投资收益	18.04	15.00	20.00	25.00	资本支出	-142.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-607.46	15.00	20.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-749.71	15.00	20.00	25.00
营业利润	992.98	1188.04	1432.87	1727.76	短期借款	450.00	-450.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-15.45	-4.10	-5.02	-5.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	977.53	1183.93	1427.86	1722.68	股权融资	40.80	0.00	0.00	0.00
所得税	138.61	167.88	202.46	244.27	支付股利	-342.26	-167.72	-202.60	-244.59
净利润	838.92	1016.06	1225.39	1478.41	其他	-356.23	-11.06	3.73	6.99
少数股东损益	0.32	3.05	2.45	1.48	筹资活动现金流净额	-207.69	-628.78	-198.87	-237.60
归属母公司股东净利润	838.61	1013.01	1222.94	1476.94	现金流量净额	-80.47	356.71	857.64	1029.73
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	355.98	712.70	1570.33	2600.07	成长能力				
应收和预付款项	672.44	759.29	875.91	1020.33	销售收入增长率	5.80%	12.00%	16.04%	16.09%
存货	901.02	959.18	1137.72	1327.15	营业利润增长率	0.69%	19.64%	20.61%	20.58%
其他流动资产	343.79	385.03	446.77	518.66	净利润增长率	-0.14%	21.11%	20.60%	20.65%
长期股权投资	290.04	290.04	290.04	290.04	EBITDA 增长率	0.67%	14.35%	17.47%	18.47%
投资性房地产	58.68	58.68	58.68	58.68	获利能力				
固定资产和在建工程	1959.73	1848.07	1736.42	1624.76	毛利率	72.33%	73.51%	73.07%	72.92%
无形资产和开发支出	388.57	350.17	311.76	273.36	三费率	32.49%	33.21%	31.39%	29.83%
其他非流动资产	493.07	493.06	493.05	493.04	净利率	31.15%	33.69%	35.01%	36.39%
资产总计	5463.33	5856.23	6920.70	8206.11	ROE	17.72%	18.22%	18.56%	18.87%
短期借款	450.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.36%	17.35%	17.71%	18.02%
应付和预收款项	215.74	213.28	250.02	296.16	ROIC	20.83%	23.89%	27.68%	31.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.66%	44.57%	45.12%	46.05%
其他负债	63.32	65.17	70.11	75.54	营运能力				
负债合计	729.06	278.45	320.13	371.71	总资产周转率	0.53	0.53	0.55	0.54
股本	2033.99	2033.99	2033.99	2033.99	固定资产周转率	2.36	2.84	3.69	4.85
资本公积	932.89	932.89	932.89	932.89	应收账款周转率	4.89	5.04	5.09	5.11
留存收益	1752.59	2597.88	3618.22	4850.57	存货周转率	0.79	0.86	0.90	0.89
归属母公司股东权益	4724.29	5564.76	6585.10	7817.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.15%	—	—	—
少数股东权益	9.98	13.03	15.48	16.95	资本结构				
股东权益合计	4734.27	5577.78	6600.57	7834.40	资产负债率	13.34%	4.75%	4.63%	4.53%
负债和股东权益合计	5463.33	5856.23	6920.70	8206.11	带息债务/总负债	61.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.29	11.70	14.27	16.36
					速动比率	1.98	7.71	10.24	12.39
					股利支付率	40.81%	16.56%	16.57%	16.56%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.50	0.60	0.73
					每股净资产	2.33	2.74	3.25	3.85
					每股经营现金	0.43	0.48	0.51	0.61
					每股股利	0.17	0.08	0.10	0.12
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1175.67	1344.33	1579.21	1870.84					
PE	39.61	32.79	27.16	22.49					
PB	7.02	5.95	5.03	4.24					
PS	12.33	11.01	9.49	8.18					
EV/EBITDA	27.76	23.68	19.61	16.01					
股息率	1.03%	0.50%	0.61%	0.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn