



2019-08-26

公司研究报告

买入/首次

通化东宝(600867)

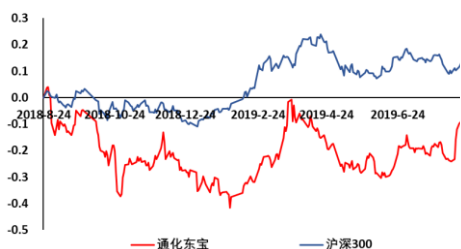
目标价: 25.65

昨收盘: 17.17

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 业绩拐点，糖尿病龙头初显

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2034/2034
总市值/流通(百万元)	34400/34400
12个月最高/最低(元)	19.64/11.04

## 相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

## 报告摘要

**历史业绩优异的国内胰岛素行业龙头，业绩有望重回较快增长轨道**

通化东宝是国内胰岛素行业龙头，目前拥有年产人胰岛素干粉 3000 吨，制剂 12600 万支的产能，是国内人胰岛素规格最为齐全的企业。公司历史业绩优异，2005-2018 年公司收入/净利润复合增速分别为 18%/35%。2018 年三季度公司主动降低渠道库存规模，降低应收账款规模，控制发货量，导致当年净利润出现小幅下滑。目前公司应收账款已经降至正常水平，渠道库存量也恢复正常，由于 18 年 Q3 为业绩低点，我们认为自 19 年 Q3 起公司业绩有望重回较快增长轨道。

**甘精胰岛素即将获批，产品线即将快速丰富，业绩有望长期稳健增长**

甘精胰岛素已经完成生产现场检测和现场抽样阶段，预计今年三季度有望获批，后续储备有门冬胰岛素 30、门冬胰岛素 50、GLP-1 类似物，口服降糖药等多个品种，公司即将进入产品线快速丰富期，糖尿病龙头初显。我们测算未来 3-5 年公司二代胰岛素仍有望保持在 10-13% 左右增长，甘精胰岛素峰值销售 10 亿元以上。

## 价值重估，糖尿病龙头初显

预计 19-21 年收入 28.53 亿元、32.98 亿元和 38.16 亿元，增速 6%/16%/16%，净利润 9.66 亿、11.52 亿和 13.86 亿，增速 15%/19%/20%。利润增速快于收入增速源于：胰岛素规模效应，毛利率随销售规模增加逐步提升以及公司各项费用率逐步下降，非胰岛素业务占比下降。目前公司 20 年 PE 仅为 30 倍，处于历史低位，相比医药其他龙头企业，估值具吸引力。给予目标价 25.65 元，对应 20 年 45 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**二代胰岛素增速下滑超预期；在研品种上市进度低于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2692.93	2853.17	3297.58	3815.61
(+/-%)	6%	6%	16%	16%
净利润(百万元)	840.16	966.24	1151.88	1385.46
(+/-%)	0%	15%	19%	20%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.48	0.57	0.68
市盈率(PE)	42	36	30	25

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一. 公司基本情况: 国内胰岛素行业龙头 .....	4
二. 渠道库存恢复正常, 产品线进入快速丰富期, 业绩迎来拐点 .....	7
三. 二代胰岛素有望保持稳定增长, 甘精胰岛素销售额有望超 10 亿元 .....	9
四. 盈利预测和风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 通化东宝胰岛素产品基本情况 .....	5
图表 2: 公司收入和归母净利润 .....	6
图表 3: 公司历年毛利构成和毛利率 .....	6
图表 4: 公司历年销售人员数量 .....	6
图表 5: 公司历年各项费用率 .....	6
图表 6: 公司应收账款/营业收入(母公司口径) .....	7
图表 7: 公司应收账款情况(母公司口径) .....	7
图表 8: 公司研发管线 .....	7
图表 9: 国内已上市胰岛素概况 .....	9
图表 10: 胰岛素常规治疗路径 .....	10
图表 11: 胰岛素短期强化治疗路径 .....	10
图表 12: 糖尿病治疗方案 .....	11
图表 13: 中国胰岛素市场情况 .....	11
图表 14: 国内胰岛素行业竞争格局 .....	11
图表 15: 公立医院甘精胰岛素销售额 .....	12
图表 16: 甘精胰岛素竞争格局 .....	12
图表 17: 通化东宝历史 PE (TTM) .....	13
图表 18: 通化东宝盈利预测 .....	13

## 一. 公司基本情况: 国内胰岛素行业龙头

通化东宝始建于 1985 年, 1994 年在上交所上市, 上市后公司的主要产品为“镇脑宁”、“东宝肝泰片”等。1995 年起公司开始了重组人胰岛素研究工作, 1998 年获得重组人胰岛素注射液 (甘舒霖 R) 生产批件, 成为国内首家能够自主生产人胰岛素的企业。1999 年公司年产 300 千克胰岛素原料药项目投入生产并出口海外。

与单抗等其他生物药相比, 胰岛素使用量大, 只有实现大规模工业化生产才能满足患者需要并有效降低成本。胰岛素原料药的生产包括发酵培养、包涵体富集、变性、复性、酶切、杂质分离和干燥等多个流程, 大规模工业化生产具有较高的技术壁垒。公司拥有中国重组人胰岛素生产企业中规模最大的发酵系统, 建立了重组人胰岛素高负载量、高回收的分离纯化工艺技术, 解决了吨级产业技术的生产周期长及产品收率低的难题。在生产过程中应用基因重组工程酶代替动物源酶, 增强了产品的安全性, 提高产品收率, 保证了工程酶的自主供应。公司于 2002 年投资 1.99 亿元开始建设年产 1000 千克基因重组人胰岛素冻干粉, 在此基础上后又追加年产 2000 千克基因重组人胰岛素冻干粉项目, 合计**年产 3000 千克**, 总投资 6.97 亿元。历经近 10 年攻关, 攻克了产能、产率、生产时间等产业化技术难题, 年产 3000 千克的吨级胰岛素原料药生产线于 2008 年 7 月正式投产, 其工艺步骤更少、收率更高、产品质量更高, 技术达国际先进水平。2009 年公司年产 7000 万支重组人胰岛素制剂正式投产; 2014 年重组人胰岛素注射液三车间通过新版 GMP 认证, 年产重组人胰岛素注射液 **12600 万支**。

在甘舒霖 R 于 1998 年上市后, 甘舒霖 N 也于 1999 年上市。2002 年 5 月公司完成甘舒霖 30R 的研究并获得生产批件, 后又分别于 2008 年和 2014 年获得甘舒霖 50R、甘舒霖 40R 生产批件, **成为国内人胰岛素规格最为齐全企业, 在人胰岛素市场占有率达 25% 以上**。甘舒霖 30R 为公司人胰岛素主力品种, 2016 年销量占比为 77%。公司产品价格保持较好, 以甘舒霖 R 为例, 2010 年 3ml:300 单位规格在北京地区中标价为 44.29 元, 2017 年中标价为 43.2 元, 7 年间价格仅下降 2.4%。

图表 1: 通化东宝胰岛素产品基本情况

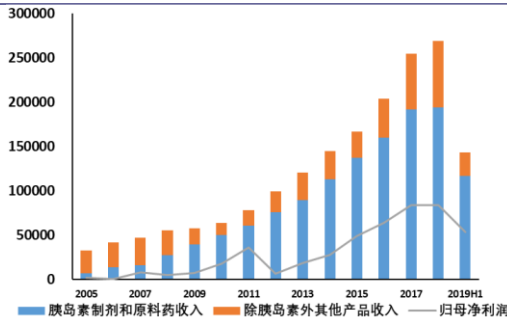
通用名	商品名	医保	规格	最新中标价	销量 (万支)
重组人胰岛素	甘舒霖 R	甲类	10ml:1000 单位 (34.7mg)	——	357.08
			3ml:300 单位 (10.4mg)	46.28 元	
			10ml:400 单位 (13.9mg)	46.7 元	
精蛋白重组人胰岛素注射液	甘舒霖 N		3ml:300 单位 (10.4mg)	46.28 元	117.91
			10ml:400 单位 (13.9mg)	46.38 元	
			10ml:1000 单位 (34.7mg)	——	
30/70 混合重组人胰岛素注射液	甘舒霖 30R		3ml:300 单位 (10.4mg)	46.27 元	2990.67
			10ml:400 单位 (13.9mg)	46.34 元	
			10ml:1000 单位 (34.7mg)	——	
精蛋白重组人胰岛素混合注射 (40/60)	甘舒霖 40R		3ml:300 单位 (10.4mg)	52.87 元	136.55
50/50 混合重组人胰岛素注射液	甘舒霖 50R	3ml:300IU	46.746 元	275.33	

资料来源: 公司公告, NMPA, 米内网, 太平洋证券研究院 (销量为 2016 年数据, 在此之后公司不再披露各产品销量, 只披露胰岛素总销量, 2018 年总销量为 4702 万支, 与 2016 年相比增加 21%)

公司历史业绩优异, 2005-2018 年公司营业收入从 3.3 亿元增长到 26.93 亿元, 复合增速为 18%; 其中胰岛素收入从 7035 万元增长到 19.41 亿元, 复合增速高达 29%。同期公司归母净利润从 2005 年的 1620 万元增长到 2018 年的 8.39 亿元, 复合增速为 35%。除了 2012 年和 2018 年以外, 公司归母净利润均处于持续增长态势。2012 年由于公司对账龄 5 年以上的应收款项坏账计提比例由原来的 50% 变更为按 100% 计提, 会计规则变更导致当年净利润下降。2018 年三季度公司主动降低渠道库存规模, 降低应收账款规模, 控制发货量, 导致当年净利润出现小幅下滑。

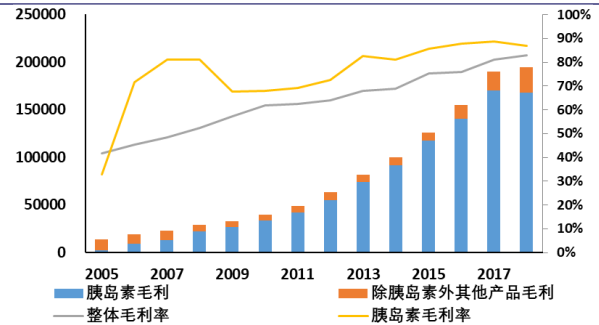
公司整体毛利率呈持续增长状态, 主要得益于高毛利胰岛素产品收入比重不断增加。随着胰岛素销售额不断增长, 规模效应逐步显现, 胰岛素产品毛利率基本处于持续提升态势, 仅在 2009 年、2014 年由于当年有在建工程投产转固, 折旧增加使得毛利率出现小幅下滑。

图表 2: 公司收入和归母净利润



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 3: 公司历年毛利构成和毛利率

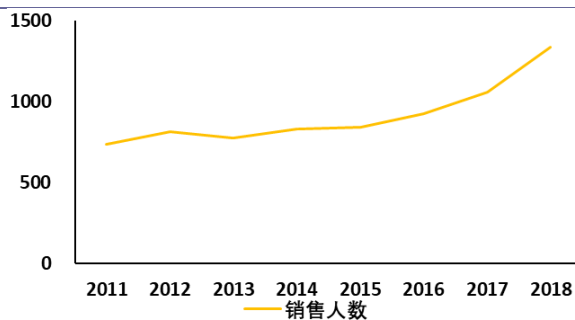


资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

公司自 2004 年起开始自建专业化销售团队, 原诺和诺德上海地区销售主管李聪先生于当年加入公司, 并于 2007 年起任公司总经理, 负责销售工作。在销售策略上, 公司深耕基层医疗市场, 覆盖了大量县级医院, 并逐步向乡镇(社区)市场进军。公司分别在 2011 年和 2014 年相继开展“蒲公英行动”、情系中华、关爱基层”糖尿病教育行动, 旨在培养教育基层医生, 提高其糖尿病诊治能力以及合理使用胰岛素的技能, 通过上述一系列学术活动不仅提升企业品牌和树立产品形象, 同时有效增强了医生群体对于公司产品的认可度。

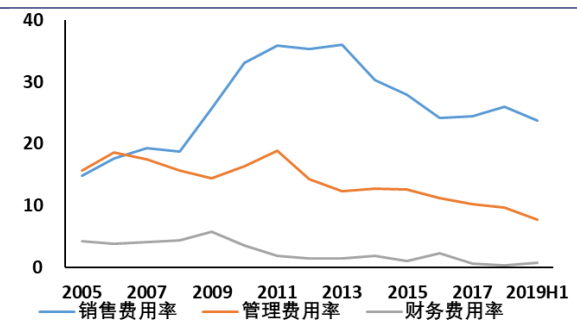
公司的销售费用率在 2005-2013 年呈上升态势, 主要是由于公司采用自营模式, 前期学术活动、人员工资等费用投入较大; 随着市场覆盖逐步完成, 收入开始快速增长而销售费用增幅小于收入增速, 使得公司销售费用率呈逐步下降态势。公司销售人员数量在 2011-2016 年较为稳定, 保持在 700-900 人左右。2017 年起公司为实现精细化营销, 向乡镇医院扩展市场, 以及为后续新品上市做准备, 逐步增加销售人员, 目前销售人员已超过 1300 人 (2018 年年报数据)。随着收入的增长, 公司管理费用率和财务费用率也呈稳步下降态势。

图表 4: 公司历年销售人员数量



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 5: 公司历年各项费用率

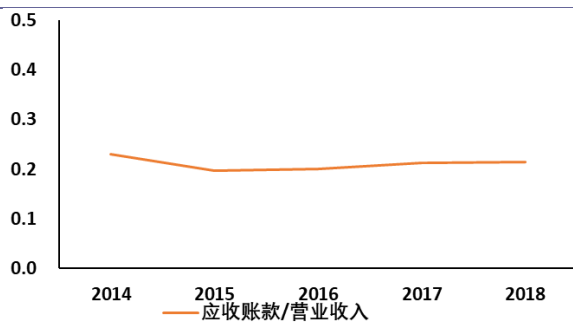


资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院(管理费用中已合并研发费用)

## 二. 渠道库存恢复正常, 产品线进入快速丰富期, 业绩迎来拐点

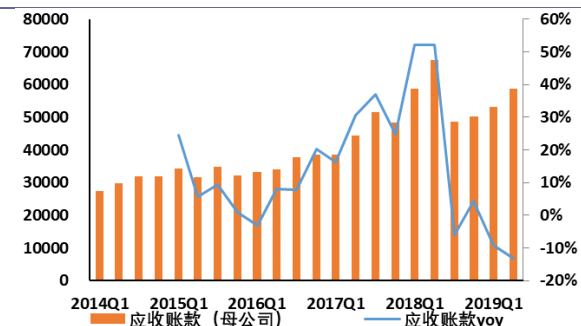
2016年起公司应收账款余额(母公司报表口径, 主要是胰岛素产品)同比增速开始逐季度提升, 2018年Q1和2018年Q2应收账款余额同比增速均在50%以上, 在确保了业绩持续高增长的同时也增加了渠道库存。2018年Q3公司控制发货量, 主动降低渠道库存, 当季度应收账款余额同比下降5.91%, 环比下降28%。2018年应收账款/营业收入为0.21, 已经于近年平均水平接近; 2019年Q2公司应收账款月娥同比下降13%。目前公司应收账款已经降至正常水平, 渠道库存量也恢复正常, 由于18年Q3为业绩低点, 我们认为19年Q3单季度业绩有望重回增长轨道。

图表 6: 公司应收账款/营业收入(母公司口径)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 7: 公司应收账款情况(母公司口径)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

公司研发管线聚焦于糖尿病用药, 包括了三代胰岛素、GLP-1 类似物和口服降糖药等多个品种。其中甘精胰岛素已经完成生产现场检测和现场抽样阶段, 今年三季度有望获批上市; 门冬胰岛素已于今年3月申报生产, 有望于2020年上市; 预计在2021-2022年, 公司还将有门冬胰岛素30、门冬胰岛素50、利拉鲁肽注射液、西格列汀等多个品种陆续上市, 公司即将进入产品线快速丰富期。凭借着公司完善的销售渠道网络和产品在医生/患者群体中良好的品牌形象, 我们认为上述产品在上市后有望迅速放量, 确保公司业绩长期持续稳健增长。

图表 8: 公司研发管线

品种	项目	进展	预计上市时间	已上市企业	国内其他在研品种
胰岛素	甘精胰岛素	申报生产, 进入生产现场检查 and 现场抽样阶段	2019	赛诺菲、甘李药业、联邦制药	博鳌生物申报生产; 礼来、海正药业、山东新时代药业、万邦生化、东阳光处于临床 III 期; 天麦生物申报临床
	门冬胰岛素	2019年3月申报生产	2020	诺和诺德	甘李药业、联邦制药申报生产; 海正药业处于临床 III 期; 吉林津升获批临床

	门冬胰岛素 30 注射液	临床 III 期 (患者入组阶段)	2021	诺和诺德	甘李药业、联邦制药申报生产; 吉林津升、宜昌东阳光处于临床 III 期; 双鹭药业、博螫生物获批临床
	门冬胰岛素 50 注射液	临床 III 期 (病例随访和治疗阶段)	2021	诺和诺德	甘李药业处于临床 I 期; 双鹭药业、吉林津升获批临床; 联邦制药申报临床
	地特胰岛素	获得临床试验批件	—	诺和诺德	杭州九源基因获批临床
	赖脯胰岛素	获得临床试验批件	—	礼来、甘李药业	万邦生化获批临床
	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 25R	获得临床试验批件	—	礼来、甘李药业	万邦生化获批临床
	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 50R	获得临床试验批件	—	礼来	甘李药业处于临床 III 期; 万邦生物处于临床 I 期
	THDB0206 (超速效型胰岛素类似物, BC Lispro)	临床前研究	—	无	无
	THDB0207 (胰岛素基础餐时组合, BC Combo)	临床前研究	—	无	无
GLP-1 类似物	利拉鲁肽注射液	临床 III 期 (患者招募完成)	2021-2022	诺和诺德	杭州九源基因处于临床 III 期; 万邦生化、重庆派金、翰宇药业、正大天晴处于临床 I 期; 成都圣诺、东阳光药业获批临床
	度拉糖肽注射液	临床前研究	—	礼来	无
口服降糖药	瑞格列奈片	获得临床试验批件	—	诺和诺德、豪森药业、北陆药业、康瑞药业、福元医药	北京万生药业 BE 试验进行中; 多家企业获得临床批件
	瑞格列奈二甲双胍片	获得临床试验批件	—	豪森药业	陕西白鹿制药申报上市
	琥珀酸曲格列汀片	获得临床试验批件	—	无	石药集团、科伦药业处于临床 III 期; 合肥拓锐生物、山东新时代药业、华东医药、江苏万川医疗处于临床 I 期; 多家企业获得临床批件
	磷酸西格列汀片	2018 年 12 月申报生产	2020	默克	扬子江药业、正大天晴、石药欧意申报生产; 多家处在 BE/申报临床阶段。
	恩格列净片	临床前研究	—	BI	万邦生化、科伦药业、正大天晴、豪森药业申报临床; 多家企业处在 BE/申报临床阶段。

资料来源: 公司公告, 米内网, 太平洋证券研究院

管理方面, 2019 年 3 月公司原董事长、创始人李一奎以及原总经理李聪辞去公司职务, 原公司副总经理冷春生担任公司董事长兼总经理, 兼管研发。原公司两位大区经理张文海、张国栋已经于 2018 年 5 月起担任公司副总经理。**综合来看, 目**



前公司现有产品销售、在研品种开发势头良好, 管理层也实现了平稳交接, 更加年轻化、专业化。我们认为公司即将迎来业绩拐点, 开始新一轮增长。

### 三. 二代胰岛素有望保持稳定增长, 甘精胰岛素销售额有望超 10 亿元

目前国内已有多种胰岛素上市, 按来源可分为人胰岛素(二代胰岛素)、胰岛素类似物(三代胰岛素)两大类, 按照胰岛素作用持续时间可分为超短效、短效、中效、长效和预混(短效+中效)等类。国内胰岛素市场竞争格局良好, 参与者主要是赛诺菲、诺和诺德和礼来等跨国大型药企, 国内企业主要是通化东宝、甘李药业和联邦制药。

图表 9: 国内已上市胰岛素概况

产品	国内厂家	国外厂家	种类
重组人胰岛素	天麦生物、深圳科兴、通化东宝、万邦生化、联邦制药	礼来、BIOTON、诺和诺德	短效
30X70 混合重组人胰岛素注射液	万邦生化、联邦制药、通化东宝	礼来、诺和诺德、BIOTON	预混
精蛋白重组人胰岛素混合注射液(40/60)	通化东宝	无	预混
精蛋白重组人胰岛素混合注射液(50/50)	万邦生化、联邦制药、通化东宝	诺和诺德	预混
精蛋白重组人胰岛素注射液	深圳科兴、通化东宝、万邦生化、联邦制药	礼来、BIOTON	中效
赖脯胰岛素	甘李药业	礼来	超短效
门冬胰岛素	无	诺和诺德	超短效
谷赖胰岛素	无	赛诺菲	超短效
甘精胰岛素	联邦制药、甘李药业	赛诺菲	长效
地特胰岛素	无	诺和诺德	长效
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液(25R)	甘李药业	礼来	预混
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液(50R)	无	礼来	预混
门冬胰岛素 50 注射液	无	诺和诺德	预混
门冬胰岛素 30 注射液	无	诺和诺德	预混
德谷胰岛素	无	诺和诺德	长效

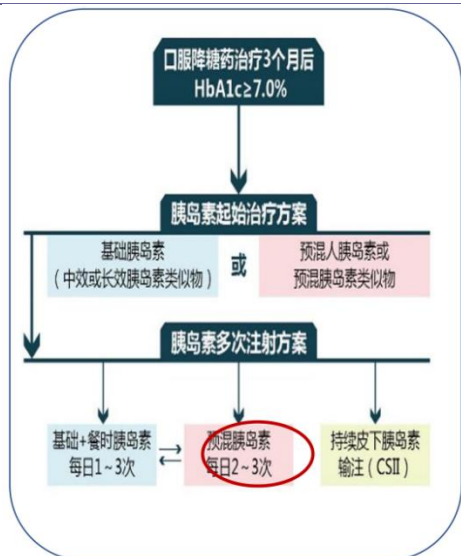
资料来源: NMPA, 丁香园, 太平洋证券研究院 (粉色背景为人胰岛素, 绿色背景为胰岛素类似物)

临床上对于口服降糖药治疗 3 个月以上但 HbA1c $\geq$ 7%的患者、即可进入胰岛素起始治疗, 治疗方案分为注射基础胰岛素(选择中效胰岛素或长效胰岛素)+口服药或注射预混胰岛素。对于新诊断的 HbA1c $\geq$ 9%或 FPG $\geq$ 11mol/L 患者应当选择短期胰岛素强化治疗方案, 治疗方案包括基础+餐食胰岛素每日 1-3 次注射(即长效和短效胰岛素组合使用)或预混胰岛素每日 1-3 次注射。

目前公司销售的主力品种为甘舒霖 30R(预混胰岛素), 而中效胰岛素甘舒霖 N(基础胰岛素)销量很少, 无法有效覆盖选择基础+餐食胰岛素(即长效短效胰岛素配合使用)

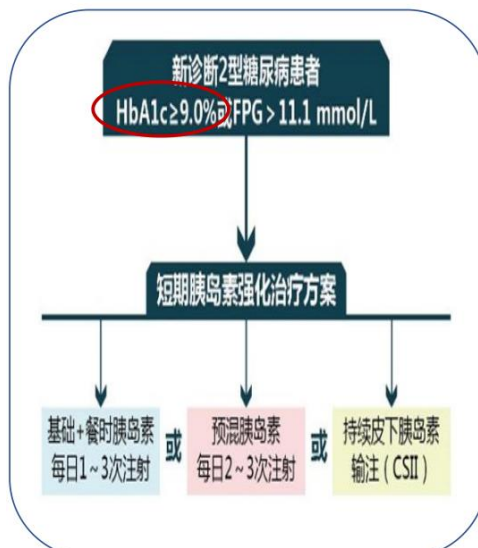
每日 1-3 次注射方案以及病情较轻, 选择基础胰岛素+口服降糖药的新患者。由于公司中效胰岛素甘舒霖 N 销售很少, 公司的甘精胰岛素上市后替代效应不明显, 反而可以与原有的甘舒霖 30R 形成互补, 满足不同胰岛素患者的需求, 公司新患者获取能力有望进一步提升。

图表 10: 胰岛素常规治疗路径



资料来源: 中国 11 型糖尿病防治指南, 太平洋证券研究院

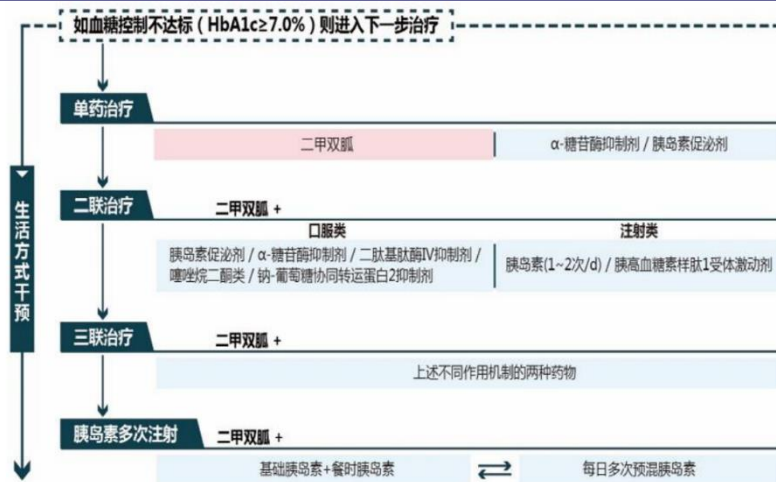
图表 11: 胰岛素短期强化治疗路径



资料来源: 中国 11 型糖尿病防治指南, 太平洋证券研究院

公司布局的瑞格列奈片、瑞格列奈二甲双胍片、琥珀酸曲格列汀片、磷酸西格列汀片和恩格列净片等多个不同作用机制的品种, 可以满足选择单药或二联口服药治疗患者的临床需求。公司现有/在研的短效胰岛素 (人胰岛素、门冬胰岛素、BC Lispro)、基础胰岛素 (甘精胰岛素、地特胰岛素、甘舒霖 N) 和预混胰岛素 (门冬 30、门冬 50、甘舒霖 R、BC Combo), 可以满足选择不同胰岛素治疗方案患者的需求。GLP-1 类似物 (利拉鲁肽和度拉糖肽) 可以满足部分二联治疗患者的需求。此外公司还拥有瑞特血糖试纸 (GS260)、舒霖笔、采血针等一系列供糖尿病患者用于血糖检测、胰岛素注射的医疗器械, 公司现有/在研产品能够为糖尿病患者提供多种临床治疗方案, 为糖尿病患者提供一体化解决方案。

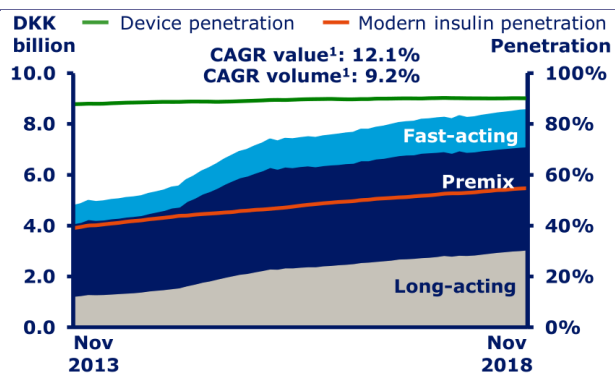
图表 12: 糖尿病治疗方案



资料来源: 中国 11 型糖尿病防治指南, 太平洋证券研究院

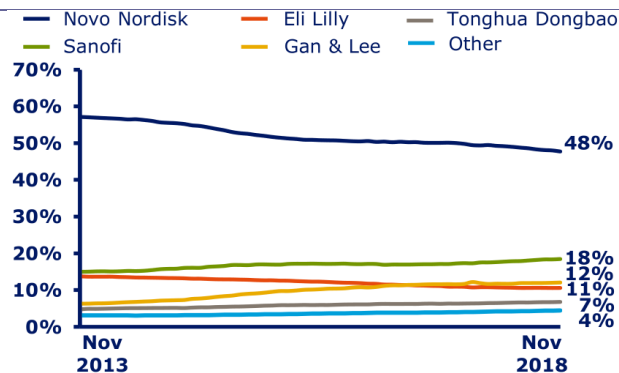
根据 IOVIA 的测算, 2018 年国内样本医院胰岛素市场规模约 80 亿丹麦克朗 (约合 84 亿元), 近 5 年销售额复合增速为 12.1%, 通化东宝的市场份额从 2016 年的 6% 增长到 2018 年的 7%, 我们测算其复合增速约为 13-14%。IQVIA 覆盖了国内约 50% 的医院, 预计有众多基层医院未被纳入, 而公司主要销售渠道在基层医院, 我们预计目前公司胰岛素终端销售增速仍有 15% 以上。与三代胰岛素相比, 二代胰岛素价格相对低廉, 在基层市场、经济相对不发达的地区仍有较大增长空间。考虑到产品降价、三代胰岛素渠道小陈对二代胰岛素替代等因素, 预计未来 3-5 年公司二代胰岛素终端销售复合增速将有小幅下滑, 有望保持在 10-13% 左右。

图表 13: 中国胰岛素市场情况



资料来源: 诺和诺德公告, IQVIA, 太平洋证券研究院

图表 14: 国内胰岛素行业竞争格局

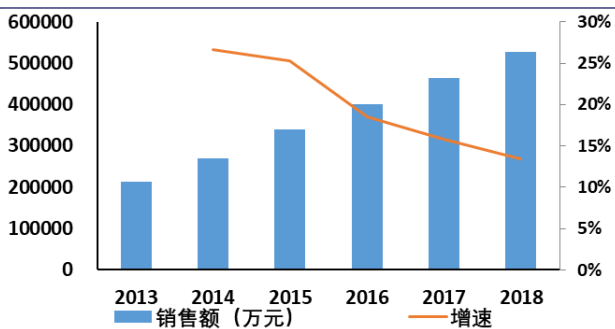


资料来源: IQVIA, 诺和诺德公告, 太平洋证券研究院

甘精胰岛素为重组人胰岛素类似物, 其化学结构为将天然人胰岛素 B 链第 30 位增加了 2 个精氨酸, A 链第 21 位天冬酰胺替换为甘氨酸。甘精胰岛素属于长效重组胰岛素类似物, 作用时间可持续 24h, 能长效、平稳地控制患者的血糖, 甘精胰岛素是 1 型糖尿病患者的基础胰岛素疗法, 2 型糖尿病患者口服药失效后的最佳补充疗法。与中效低精蛋白锌人胰岛素 (NPH) 相比, 能够明显减少低血糖事件, 且一天注射一针的治疗方案可大大提高患者用药依从性, 有利于全天血糖控制。

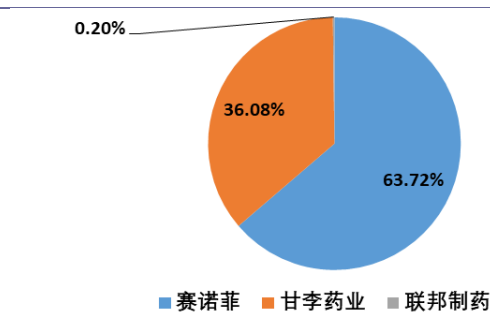
甘精胰岛素原研为赛诺菲, 2004 年在国内上市, 国内仅有甘李药业和联邦制药的产品于 2005 年和 2017 年分别获批上市。2018 年甘精胰岛素终端销售额为 52.73 亿元, 近 5 年复合增速近 20%。**保守假设未来 5 年甘精胰岛素复合增速为 10%, 则 2023 年市场规模将达到 85 亿元, 若公司占据 10-15% 市场份额, 公司的甘精胰岛素销售额有望达 10 亿元。**

图表 15: 公立医院甘精胰岛素销售额



资料来源: 米内网, 太平洋证券研究院

图表 16: 甘精胰岛素竞争格局



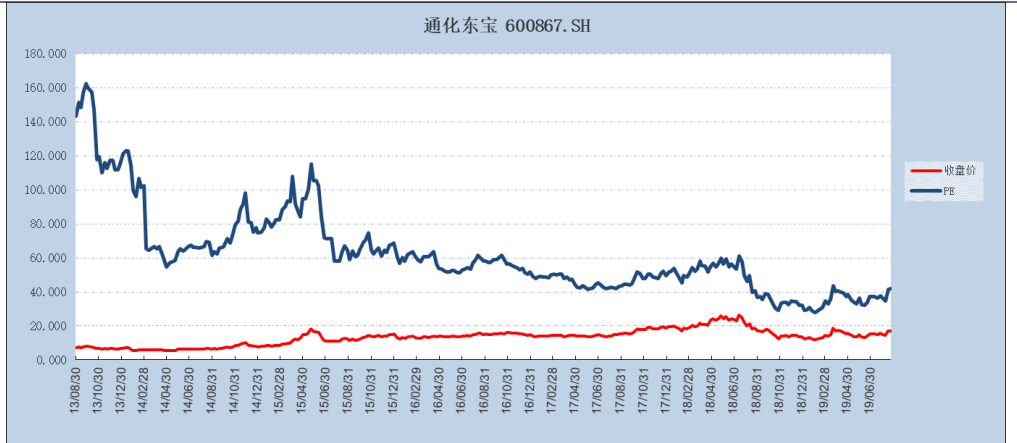
资料来源: 米内网, 太平洋证券研究院

## 四. 盈利预测和风险提示

我们认为目前公司渠道库存已恢复正常, 18 年 Q3 为业绩低点, 从 19 年 Q3 起公司业绩将重回增长轨道。预计二代胰岛素未来有望保持 10-13% 左右的复合增速, 在研品种中, 甘精胰岛素有望于今年 3 季度上市, 公司在基层市场深耕多年, 积淀深厚, 上市后将凭借着完善的销售渠道网络和医生/患者群体中良好的品牌形象快速放量, 预计 5 年后甘精胰岛素销售额有望超 10 亿元。除此之外, 公司后续还有门冬胰岛素、门冬胰岛素 30、GLP-1 类似物, 口服降糖药等多个品种, 公司即将进入产品线快速丰富期, 确保业绩长期稳健增长。预计 19-21 年收入 28.53 亿元、32.98 亿元和 38.16 亿元, 增速 6%/16%/16%, 归母净利润 9.66 亿、11.52 亿和 13.86 亿, 增速 15%/19%/20%。利润增速快于收入增速源于: 胰岛素规模效应, 毛利率随销售规模增加逐步提升以及公司各项费用率逐步下降, 非胰岛素业务占比下降。目前公司 20 年 PE 为 30 倍, 处于历史低位, 相比医药其他龙头公司, 估值具吸引力。给予目标价 25.65 元, 对应

20 年 45 倍 PE。首次覆盖, “买入” 评级。

图表 17: 通化东宝历史 PE (ttm)



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 18: 通化东宝盈利预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>一、医药:</b>								
<b>收入</b>	1945	2272	2341	2681	3198	3796	4480	5207
<b>yoy</b>	20%	17%	3%	15%	19%	19%	18%	16%
<b>毛利合计</b>	1495	1815	1820	2123	2531	3031	3620	4258
<b>yoy</b>	21%	21%	0%	17%	19%	20%	19%	18%
<b>净利润</b>		789	749	896	1095	1344	1646	1985
<b>yoy</b>			-5%	20%	22%	23%	22%	21%
<b>净利率</b>		34.7%	32.0%	33.4%	34.3%	35.4%	36.7%	38.1%
<b>1、二代胰岛素</b>								
<b>收入</b>	1599	1921	1941	2232	2522	2750	2986	3199
<b>yoy</b>	16%	20%	5%	15%	13%	9%	9%	7%
<b>毛利率(%)</b>	88%	89%	87%	88%	88%	89%	89%	89%
<b>毛利</b>	1404	1703	1683	1964	2227	2436	2654	2854
<b>2、三代胰岛素+其他糖尿病药</b>								
<b>收入</b>				170	480	860	1300	
<b>yoy</b>					182%	79%	51%	
<b>毛利率(%)</b>				70%	80%	85%	88%	
<b>毛利</b>				119	384	731	1144	
<b>其中: 甘精胰岛素</b>				150	300	500	700	
<b>门冬胰岛素</b>				10	150	300	500	
<b>其他糖尿病药</b>				10	30	60	100	
<b>3、医疗器械</b>								
<b>收入</b>	233	272	326	375	431	492	560	633

yoy	55%	17%	15%	15%	15%	14%	14%	13%
毛利率(%)	24%	25%	30%	32%	34%	35%	35%	35%
毛利	55	68	98	120	147	172	196	222
<b>4、中药</b>								
收入	78	79	74	74	74	74	74	74
yoy	-10%	1%	-6%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率(%)	47%	57%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
毛利	37	45	39	39	39	39	39	39
<b>二、房地产</b>								
收入	69	214	315	150	80	0	0	0
净利润		43	83	40	20	0	0	0
归母净利润 (97.59%股权)		42	81	39	20	0	0	0
<b>三、建材</b>								
收入	26	40	10	2	0	0	0	0
yoy	14%	22%	-76%	-79%	0	0	0	0
净利润	-10	-4	-1	-1	0	0	0	0
归母净利润 (95.09%股权)	-9	-4	-1	-1	0	0	0	0
<b>四、其他业务:</b>								
收入	0	19	27	20	20	20	20	20
<b>五、其他利润:</b>								
<b>1、医疗咨询公司</b>								
净利润	-9	-6	-5	5	5	5	5	5
<b>2、联营企业 (厦门特宝、华广生技)</b>								
净利润	-22	6	-5	15	20	25	30	35
<b>3、其他投资收益 (理财为主)</b>								
净利润	7	9	19	12	12	12	12	12
以上合计:	-25	9	10	32	37	42	47	52
<b>合计:</b>								
收入	2040	2545	2693	2853	3298	3816	4500	5227
yoy	22%	25%	6%	6%	16%	16%	18%	16%
归母净利润	641	837	839	966	1152	1386	1693	2037
yoy	30%	31%	0%	15%	19%	20%	22%	20%

**风险提示:** 二代胰岛素增速下滑超预期; 在研品种上市进度低于预期。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。