



2020年4月15日

通化东宝 (600867): 二代胰岛素恢复增长, 期待三代胰岛素放量

推荐 (维持)

医药生物

当前股价: 11.76 元

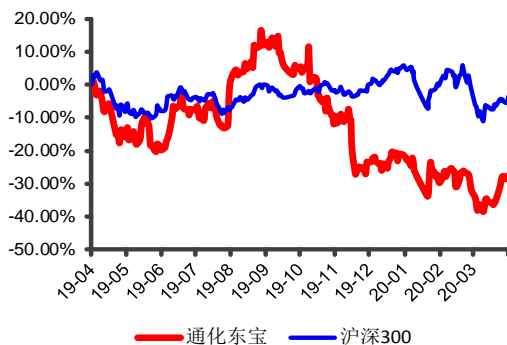
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,777	3,098	3,664	4,292
(+/-)	3.1%	11.6%	18.3%	17.1%
营业利润	968	1,137	1,386	1,702
(+/-)	-2.5%	17.5%	21.8%	22.8%
归属母公司净利润	811	954	1,164	1,431
(+/-)	-3.3%	17.6%	22.0%	23.0%
EPS (元)	0.40	0.47	0.57	0.70
市盈率	29.5	25.1	20.6	16.7

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	203399 / 203399
流通市值 (亿元)	239
每股净资产 (元)	2.46
资产负债率 (%)	6.4

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

- 公司业绩略低于预期。公司 2019 年实现营业收入 27.77 亿元, 同比增长 3.13%; 归属于母公司股东净利润 8.11 亿元, 同比增长-3.27%; 扣非后归属于母公司股东净利润 8.09 亿元, 同比增长-0.61%; 对应 EPS0.40 元。2019Q4 单季实现营收 7.20 亿元, 同比增长 5.23%; 归母净利润 1.23 亿元, 同比增长-18.49%, 公司业绩略低于预期。

- 二代胰岛素恢复良性增长, 期待三代胰岛素放量表现。报告期内, 公司胰岛素系列产品实现营收 22.14 亿元(+14.09%), 其中胰岛素注射剂销量达 5401 万支, 同比增长 14.87%, 公司二代胰岛素经历前期去库存后, 逐步恢复良性增长; 医疗器械实现营收 3.55 亿元 (+8.71%), 其中瑞特血糖仪、瑞特血糖试纸、注射笔用针等产品的增幅较大。公司的三代甘精胰岛素已于 2019 年 12 月获批上市, 成为国内第三家取得该产品注册批件的公司, 首批甘精胰岛素已于 2020 年 2 月投放市场, 随着各省招标的陆续开展, 有望实现快速放量, 将成为新的核心增长点。报告期内, 公司的门冬胰岛素上市申请已获受理; 门冬 30 和门冬 50 处于 3 期临床阶段; 地特胰岛素处于临床试验筹备阶段; 与法国 Adocia 合作引进的四代胰岛素产品处于临床前研发阶段。公司胰岛素产品种类丰富, 并已构建较为完善的销售体系, 随着三代胰岛素的相继上市, 公司产品将逐步升级替代, 盈利能力有望得到进一步提高。

- 销售费用增加, 研发稳步推进。报告期内, 公司销售毛利率为 74.02%, 同比上升 1.69pp; 销售净利率为 29.15%, 同比下降 2.00pp; 全年销售费用率达到 30.56%, 同比上升 4.53pp, 预计报告期内公司加大了甘精胰岛素的学术推广, 为其正式上

市销售做准备。公司全年研发投入 1.99 亿元，占营业收入比重为 7.17%，其中费用化 0.78 亿元，资本化 1.21 亿元。除了胰岛素产品外，公司的激动剂类降糖药利拉鲁肽已启动临床三期，度拉糖肽处于临床前研究阶段，化学口服降糖药瑞格列奈片和瑞格列奈二甲双胍等产品的研发进程也在稳步推进。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 9.54 亿元、11.64 亿元、14.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.47 元、0.57 元、0.70 元，当前股价对应 PE 分别为 25.1/20.6/16.7 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**胰岛素销售不达预期的风险；研发项目进展不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2021E		2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产:					营业收入	2,777	3,098	3,664	4,292
货币资金	368	910	1,538	2,349	营业成本	722	786	913	1,027
应收款	697	757	865	990	营业税金及附加	18	18	18	18
存货	629	698	786	856	销售费用	849	960	1,099	1,245
其他流动资产	233	244	257	269	管理费用	157	170	203	240
流动资产合计	1,927	2,610	3,446	4,464	财务费用	14	0	-6	-12
非流动资产:					费用合计	1,020	1,131	1,297	1,473
金融类资产	49	51	54	56	资产减值损失	-16	-11	-8	-5
固定资产+在建工程	2,111	2,032	1,960	1,897	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	256	282	310	341	投资收益	41	43	45	47
其他非流动资产	1,007	1,108	1,219	1,341	营业利润	968	1,137	1,386	1,702
非流动资产合计	3,423	3,473	3,543	3,635	加: 营业外收入	4	4	4	5
资产总计	5,350	6,083	6,989	8,099	减: 营业外支出	19	21	23	25
流动负债:					利润总额	952	1,120	1,367	1,681
短期借款	125	131	138	145	所得税费用	143	168	205	252
应付账款、票据	69	74	84	91	净利润	810	952	1,162	1,429
其他流动负债	111	122	134	147	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
流动负债合计	305	327	355	383	归母净利润	811	954	1,164	1,431
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	36	38	40	42					
非流动负债合计	36	38	40	42					
负债合计	341	365	395	425					
所有者权益									
股本	2,034	2,034	2,034	2,034					
资本公积金	935	935	935	935					
未分配利润	1,531	2,145	2,904	3,841					
少数股东权益	8	8	8	8					
所有者权益合计	5,009	5,718	6,594	7,673					
负债和所有者权益	5,350	6,083	6,989	8,099					

现金流量表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	810	952	1162	1429
折旧与摊销	153	129	132	135
财务费用	20	0	-6	-12
存货的减少	270	-69	-88	-70
营运资本变化	-172	-55	-98	-117
其他非现金部分	72	-125	-137	-150
经营活动现金净流量	1152	832	965	1215
投资活动现金净流量	-152	-52	-63	-75
筹资活动现金净流量	-954	-237	-274	-330
现金流量净额	45	542	628	811

主要财务指标				
	2019A	2020E	2021E	2021E
成长性				
营业收入增长率	3.1%	11.6%	18.3%	17.1%
营业利润增长率	-2.5%	17.5%	21.8%	22.8%
归母净利润增长率	-3.3%	17.6%	22.0%	23.0%
总资产增长率	-2.1%	13.7%	14.9%	15.9%
盈利能力				
毛利率	74.0%	74.6%	75.1%	76.1%
营业利润率	34.9%	36.7%	37.8%	39.6%
三项费用/营收	36.7%	36.5%	35.4%	34.3%
EBIT/销售收入	35.0%	36.4%	37.5%	39.3%
净利率	29.2%	30.7%	31.7%	33.3%
ROE	16.2%	16.7%	17.6%	18.6%
营运能力				
总资产周转率	51.9%	50.9%	52.4%	53.0%
资产结构				
资产负债率	6.4%	6.0%	5.7%	5.3%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	1.42	0.87	0.83	0.85
每股数据 (元/股)				
每股收益	0.40	0.47	0.57	0.70
每股净资产	2.46	2.81	3.24	3.77

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>