

# 通化东宝 (600867)

证券研究报告

2020年08月21日

## 甘精胰岛素逐步放量，有望成为公司业务新支柱

上半年收入增长 2.8%，业绩增长 1.73%

公司发布 2020 年半年报，上半年实现收入 14.75 亿元，同比+2.8%，归母净利润 5.41 亿元，同比+1.73%，扣非后归母净利润 5.42 亿元，同比+3.14%。单二季度实现收入 7.56 亿元，同比+4.98%，归母净利润 2.64 亿元，同比+2.08%，扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比+2.92%。公司经营性现金流净额为 5.99 亿元，同比+3.71%。随着甘精胰岛素的市场不断开发，有望带动业绩快速增长。

### 胰岛素系列稳定增长，核心主业进一步强化

2020 年上半年，公司重组人胰岛素原料药及注射剂产品收入 12.08 亿，同比增长 3.62%；胰岛素类似物（甘精胰岛素注射液）收入 0.41 亿；注射用笔、血糖试纸、采血针等医疗器械收入 1.59 亿，同比下降 2.94%；中成药收入 0.19 亿，同比下降 25.18%；塑钢窗及型材收入 0.04 亿，同比增长 326.05%；商品房收入 0.23 亿，同比下降 67.34%。随着公司胰岛素及相关器械的持续增长，以及非核心业务的逐步萎缩，公司的糖尿病核心主业进一步强化。

上半年公司毛利率为 79.05%，同比+4.14 个 pp，净利率为 36.65%，同比-0.34 个 pp，毛利率上涨，净利率下降，主要是因为费用率同比增加。公司期间费用率为 36.43%，同比+4.06 个 pp，其中销售费用率为 26.84%，同比+3.04 个 pp，销售费用 3.96 亿元，同比增长 15.95%，主要是为扩大重组人胰岛素及甘精胰岛素注射液产品的市场占有率，进一步加大对市场开拓费用的投入所致；管理费用率为 5.75%，同比+0.44 个 pp，管理费用 0.85 亿元，同比增长 11.24%，主要是维修费用及其他费用增加所致；财务费用率为 0.35%，同比-0.46 个 pp；研发费用率为 3.5%，同比-1.04 个 pp，研发费用 0.52 亿元，同比增长 46.16%。

### 甘精胰岛素上半年的市场开发工作效果良好，有望逐步放量

公司研究开发的甘精胰岛素于 2 月初成功上市销售，上半年销售团队重点做了各省招标、备案和目标医院的开发工作，虽然受到疫情影响，但是公司业务人员积极和各地招标医保主管部门沟通，取得了良好的效果。上半年，已经实现了 19 省、市的挂网及备案工作，为后期甘精胰岛素销售奠定了良好的销售基础；目前已开发的二级以上医院 1,100 多家，依托以往二代胰岛素合作良好的市场，甘精胰岛素的市场开发工作不断推进，有望逐步放量，长期看有望成为公司业务新支柱。

### 积极推进胰岛素类似物研发，不断丰富产品管线

公司致力于糖尿病药物的研发和生产，产品管线日益丰富，为公司未来发展形成了强力支撑。门冬胰岛素发补已完成，正在审评阶段；门冬胰岛素 30 注射液已完成全部病例的入组，目前处于临床随访和数据收集阶段；门冬胰岛素 50 注射液数据收集管理即将完成，计划 3 季度数据库锁定，4 季度完成总结报告；地特胰岛素不再进行申报，加大力度投入到德谷胰岛素及其他品种的研发。赖脯胰岛素及 25R、50R 计划于 3 季度进行伦理申报，4 季度开始病例入选；超速效型胰岛素类似物（THDB0206）现整理资料准备申请临床试验；胰岛素基础餐时组合（THDB0207）预计 3 季度完成注册批生产，进行临床前药学研究及相关委外研究；德谷胰岛素正在进行关键工艺参数筛选等相关试验。其他重点产品方面，利拉鲁肽注射液预计 3 季度完成 III 期临床全部病例入组，度拉糖肽注射液正在进行临床试验前的进一步研究，索马鲁肽正在进行关键工艺参数筛选等相关试验。

### 看好公司的持续发展，维持“买入”评级

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.48、0.58、0.69 元，对应 PE 分别为 30、24、21 倍，看好公司糖尿病赛道的卡位及甘精胰岛素的销售，维持“买入”评级。

**风险提示：**甘精胰岛素销售低于预期，二代胰岛素增速下滑超预期，研发及产品审评进展低于预期，集采超预期

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.24 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,033.99
流通 A 股股本(百万股)	2,033.99
A 股总市值(百万元)	28,964.00
流通 A 股市值(百万元)	28,964.00
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	10.52
一年内最高/最低(元)	19.35/10.01

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《通化东宝-年报点评报告:2019 年调整之年，2020 业绩有望重拾增长》2020-04-17
- 《通化东宝-公司点评:甘精胰岛素获批，开启公司发展新阶段》2019-12-12
- 《通化东宝-季报点评:胰岛素实现快速增长，甘精有望开启发展新时代》2019-10-23



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,692.93	2,777.15	3,303.70	3,831.59	4,411.07
增长率(%)	5.80	3.13	18.96	15.98	15.12
EBITDA(百万元)	1,247.21	1,233.52	1,295.83	1,558.63	1,844.30
净利润(百万元)	838.61	811.21	978.87	1,182.88	1,413.17
增长率(%)	0.25	(3.27)	20.67	20.84	19.47
EPS(元/股)	0.41	0.40	0.48	0.58	0.69
市盈率(P/E)	34.54	35.70	29.59	24.49	20.50
市净率(P/B)	6.13	5.79	5.13	4.62	4.14
市销率(P/S)	10.76	10.43	8.77	7.56	6.57
EV/EBITDA	22.31	20.24	21.46	17.54	14.58

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	355.98	368.01	893.03	1,266.41	1,734.87
应收票据及应收账款	598.59	551.69	733.08	603.29	934.46
预付账款	27.09	27.16	41.05	39.04	48.90
存货	901.02	628.76	780.91	821.32	976.12
其他	390.55	351.01	326.75	379.71	360.01
<b>流动资产合计</b>	<b>2,273.23</b>	<b>1,926.63</b>	<b>2,774.81</b>	<b>3,109.77</b>	<b>4,054.35</b>
长期股权投资	290.04	307.02	367.02	417.02	461.02
固定资产	1,116.00	1,024.13	1,487.74	1,801.94	1,964.23
在建工程	843.73	1,086.88	688.13	460.88	306.53
无形资产	388.57	472.57	482.44	478.19	453.15
其他	551.75	532.68	342.95	376.76	321.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,190.10</b>	<b>3,423.28</b>	<b>3,368.28</b>	<b>3,534.79</b>	<b>3,506.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,463.33</b>	<b>5,349.91</b>	<b>6,143.09</b>	<b>6,644.56</b>	<b>7,560.71</b>
短期借款	450.00	125.00	125.00	125.00	125.00
应付票据及应付账款	131.96	69.15	158.21	94.81	203.03
其他	109.44	110.69	162.15	115.50	190.97
<b>流动负债合计</b>	<b>691.40</b>	<b>304.85</b>	<b>445.37</b>	<b>335.30</b>	<b>518.99</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.66	36.25	38.07	37.33	37.22
<b>非流动负债合计</b>	<b>37.66</b>	<b>36.25</b>	<b>38.07</b>	<b>37.33</b>	<b>37.22</b>
<b>负债合计</b>	<b>729.06</b>	<b>341.10</b>	<b>483.44</b>	<b>372.63</b>	<b>556.21</b>
少数股东权益	9.98	8.42	9.29	9.03	8.44
股本	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99
资本公积	932.89	934.61	934.61	934.61	934.61
留存收益	2,685.48	3,091.61	3,616.38	4,228.91	4,962.07
其他	(928.06)	(1,059.81)	(934.61)	(934.61)	(934.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,734.27</b>	<b>5,008.81</b>	<b>5,659.65</b>	<b>6,271.93</b>	<b>7,004.50</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,463.33</b>	<b>5,349.91</b>	<b>6,143.09</b>	<b>6,644.56</b>	<b>7,560.71</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,062.69	194.14	995.71	1,535.83	2,079.08
折旧摊销	127.06	82.22	79.04	90.25	95.68
财务费用	38.32	(13.50)	(40.76)	(51.85)	(69.54)
投资损失	(1,193.20)	(5.61)	(10.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(300.81)	(1,124.62)	(649.07)	(1,129.08)	(1,300.38)
其它	200.71	929.40	287.42	433.18	607.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>(65.23)</b>	<b>62.02</b>	<b>662.34</b>	<b>870.33</b>	<b>1,403.89</b>
资本支出	(388.26)	304.41	53.30	3.75	(33.75)
长期投资	19.17	(218.09)	0.00	0.00	0.00
其他	988.23	106.67	(138.30)	(39.75)	57.25
<b>投资活动现金流</b>	<b>619.14</b>	<b>193.00</b>	<b>(85.00)</b>	<b>(36.00)</b>	<b>23.50</b>
债权融资	105.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	484.98	193.22	40.76	51.85	69.54
其他	121.72	(553.86)	(14.63)	(30.09)	(23.76)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>711.70</b>	<b>(360.64)</b>	<b>26.13</b>	<b>21.76</b>	<b>45.78</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,265.61</b>	<b>(105.62)</b>	<b>603.48</b>	<b>856.09</b>	<b>1,473.17</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,692.93</b>	<b>2,777.15</b>	<b>3,303.70</b>	<b>3,831.59</b>	<b>4,411.07</b>
营业成本	745.03	721.51	818.52	930.33	1,078.46
营业税金及附加	20.15	18.49	22.86	26.90	30.29
营业费用	701.02	848.79	1,017.54	1,149.48	1,279.21
管理费用	163.46	157.45	181.70	201.16	220.55
研发费用	97.65	78.04	99.11	122.61	132.33
财务费用	10.34	13.50	18.00	20.00	22.00
资产减值损失	6.06	(9.12)	5.40	0.78	(0.98)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.04	40.70	20.00	18.00	18.00
其他	(61.80)	(60.08)	(40.00)	(36.00)	(36.00)
<b>营业利润</b>	<b>992.98</b>	<b>967.85</b>	<b>1,160.56</b>	<b>1,398.34</b>	<b>1,667.20</b>
营业外收入	1.80	3.67	1.86	2.44	2.66
营业外支出	17.25	19.02	16.52	17.60	17.71
<b>利润总额</b>	<b>977.53</b>	<b>952.50</b>	<b>1,145.90</b>	<b>1,383.18</b>	<b>1,652.14</b>
所得税	138.61	142.85	166.16	200.56	239.56
<b>净利润</b>	<b>838.92</b>	<b>809.64</b>	<b>979.74</b>	<b>1,182.62</b>	<b>1,412.58</b>
少数股东损益	0.32	(1.56)	0.87	(0.26)	(0.59)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>838.61</b>	<b>811.21</b>	<b>978.87</b>	<b>1,182.88</b>	<b>1,413.17</b>
每股收益(元)	0.41	0.40	0.48	0.58	0.69

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.54%	27.55%	216.66%	38.67%	32.76%
营业利润	-963.85%	-81.30%	532.30%	51.70%	36.60%
归属于母公司净利润	-294.77%	-86.43%	601.33%	54.24%	35.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	80.39%	79.75%	89.13%	89.96%	90.56%
净利率	119.02%	12.66%	28.04%	31.19%	31.81%
ROE	22.87%	2.92%	17.03%	20.89%	22.10%
ROIC	50.04%	8.90%	57.77%	66.15%	67.56%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.38%	19.26%	24.88%	17.48%	15.66%
净负债率	-45.27%	-42.03%	-43.04%	-43.28%	-46.07%
流动比率	2.69	3.16	2.87	4.66	5.74
速动比率	2.54	2.88	2.51	4.06	5.07
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.39	2.36	4.80	4.50	4.19
存货周转率	3.93	4.08	6.90	5.98	6.15
总资产周转率	0.13	0.16	0.44	0.49	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.68	0.09	0.65	1.00	1.35
每股经营现金流	-0.04	0.04	0.43	0.57	0.91
每股净资产	2.98	3.16	3.80	4.78	6.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	108.04	796.15	113.52	73.60	54.37
市净率	24.71	23.23	19.33	15.37	12.02
EV/EBITDA	18.13	148.38	72.87	48.22	35.33
EV/EBIT	19.66	195.52	76.89	50.21	36.46

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com