

# 通化东宝 (600867.SH)

## 业绩符合预期，季度环比加速明显

**事件:** 公司发布 2020 年度业绩快报。2020 年公司收入 29.3 亿元，同比 +5.32%，实现归母净利润 9.29 亿元，同比 +14.51%，扣非归母净利润 9.31 亿元，同比 +15.07%。

2020Q4，公司收入 7.39 亿元，同比 +2.70%，归母净利润 1.73 亿，同比 +40.75%，扣非归母净利润 1.80 亿元，同比 +47.71%。

**全年业绩符合预期，Q4 业绩继续高增长，下半年利润水平提升增厚利润。** 公司在有新冠肺炎疫情的影响下，实现接近全年 15% 的业绩增长，殊为不易，符合我们的预期。从季度趋势看，Q3、Q4 分别实现了 37% 和 41% 业绩增速，相比上半年 1.73% 的增速明显加速，主要原因是收入增长加快及生产规模扩大、成本降低下利润率提升。

**胰岛素业务增长提速。** 根据公司公告及三季报母公司报表，我们估算，公司二代胰岛素全年增速在 3-8% 的水平，增速有所回暖，整体收入在 23-24 亿元；甘精胰岛素仍在放量爬坡期，全年销量可能达到 1.2-1.3 亿元，2021 年有望实现高速增长。

**后续产品研发值得期待。** 据公司此前公告及临床数据网站信息，公司的门冬胰岛素已处于报产后发补资料的审核阶段，有望 2021 年上半年获批；门冬胰岛素 50 已完成 III 期临床，预计 2021 年上半年能够报产，2022 年有望获批；门冬胰岛素 30 2020 年 6 月已完成 III 期临床入组。四代胰岛素超速效赖脯胰岛素注射液已获临床批件。GLP-1 产品利拉鲁肽 2020Q3 完成 III 期临床入组。

**员工持股有望激活经营。** 公司 2020 年 11 月 26 日完成股票期权和限制性股票授予，股票期权授予数量 5323.5 万份，行权价格为 14.31 元/份，对象为董事长在内的 6 为高管及 372 为业务骨干；限制性股票授予对象为 92 位业务骨干，合计持股 699 万股，来源为公司此前回购的股份，授予价格 8.50 元/股。业绩考核指标为 2021-2023 年归母净利润不低于 10.50 亿元，12 亿元，14 亿元，激励出台后公司业务发展有望加速。

**盈利预测:** 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 9.3 亿元、11.1 亿元、13.6 亿元，对应增速分别为 14.6%、19.8%、22.4%；EPS 分别为 0.46 元、0.55 元、0.67 元，对应 PE 分别为 26x、22x、18x。维持“买入”评级。

**风险提示:** 胰岛素价格受政策影响降低；甘精胰岛素推广不及预期；市场竞争加剧；大股东质押风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,693	2,777	2,925	3,320	3,845
增长率 yoy (%)	5.8	3.1	5.3	13.5	15.8
归母净利润 (百万元)	839	811	929	1,114	1,363
增长率 yoy (%)	0.2	-3.3	14.6	19.8	22.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.41	0.40	0.46	0.55	0.67
净资产收益率 (%)	17.7	16.2	16.8	17.9	18.9
P/E (倍)	29.1	30.1	26.3	21.9	17.9
P/B (倍)	5.2	4.9	4.4	3.9	3.4

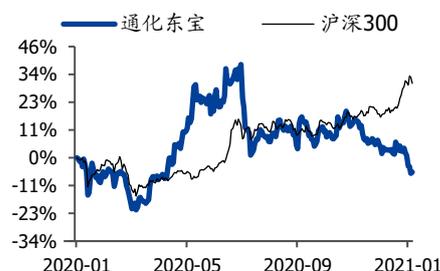
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
最新收盘价	12.00
总市值(百万元)	24,407.86
总股本(百万股)	2,033.99
其中自由流通股(%)	99.66
30 日日均成交量(百万股)	12.39

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

### 相关研究

- 《通化东宝 (600867.SH): Q3 业绩增速超预期, 业务回暖下利润水平提升》2020-10-29
- 《通化东宝 (600867.SH): 大股东部分股权转让方案出台, 公司有望加速发展》2020-09-11
- 《通化东宝 (600867.SH): 甘精胰岛素逐步开启放量, 后续研发与业绩兑现值得期待》2020-08-20



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2273	1927	2344	2885	3522
现金	356	368	888	1092	1750
应收票据及应收账款	599	552	457	650	632
其他应收款	52	55	57	70	77
预付账款	27	27	30	35	40
存货	901	629	615	742	727
其他流动资产	339	296	296	296	296
<b>非流动资产</b>	3190	3423	3493	3727	4018
长期投资	290	307	356	410	473
固定资产	1116	1024	1194	1411	1634
无形资产	389	473	501	533	556
其他非流动资产	1395	1620	1442	1373	1356
<b>资产总计</b>	5463	5350	5837	6612	7540
<b>流动负债</b>	691	305	268	335	305
短期借款	450	125	125	125	125
应付票据及应付账款	132	69	31	78	40
其他流动负债	109	111	112	131	140
<b>非流动负债</b>	38	36	37	38	39
长期借款	0	0	1	2	3
其他非流动负债	38	36	36	36	36
<b>负债合计</b>	729	341	305	373	344
少数股东权益	10	8	9	9	10
股本	2034	2034	2034	2034	2034
资本公积	933	935	935	935	935
留存收益	1753	2157	2626	3185	3871
归属母公司股东权益	4724	5000	5523	6230	7186
<b>负债和股东权益</b>	5463	5350	5837	6612	7540

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	877	1152	1127	997	1536
净利润	839	810	930	1114	1364
折旧摊销	172	153	166	206	252
财务费用	10	14	7	-2	-11
投资损失	-18	-41	-40	-47	-57
营运资金变动	-38	98	67	-272	-9
其他经营现金流	-89	119	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-750	-152	-194	-390	-484
资本支出	773	293	21	179	229
长期投资	-11	123	-49	-17	-62
其他投资现金流	12	264	-221	-228	-318
<b>筹资活动现金流</b>	-208	-954	-413	-403	-394
短期借款	450	-325	0	0	0
长期借款	0	0	1	2	1
普通股增加	323	0	0	0	0
资本公积增加	-282	2	0	0	0
其他筹资现金流	-698	-631	-413	-405	-395
<b>现金净增加额</b>	-80	45	520	204	658

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2693	2777	2925	3320	3845
营业成本	745	722	653	712	771
营业税金及附加	20	18	19	22	26
营业费用	701	849	906	1011	1160
管理费用	163	157	172	188	210
研发费用	98	78	108	123	142
财务费用	10	14	7	-2	-11
资产减值损失	6	-9	-10	-11	-13
其他收益	24	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	18	41	40	47	57
资产处置收益	1	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	993	968	1113	1327	1621
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	17	19	23	20	20
<b>利润总额</b>	978	952	1094	1311	1604
所得税	139	143	164	197	241
<b>净利润</b>	839	810	930	1114	1364
少数股东损益	0	-2	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	839	811	929	1114	1363
EBITDA	1166	1102	1249	1495	1821
EPS (元)	0.41	0.40	0.46	0.55	0.67

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.8	3.1	5.3	13.5	15.8
营业利润(%)	0.7	-2.5	15.0	19.2	22.1
归属于母公司净利润(%)	0.2	-3.3	14.6	19.8	22.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	72.3	74.0	77.7	78.5	79.9
净利率(%)	31.1	29.2	31.8	33.5	35.5
ROE(%)	17.7	16.2	16.8	17.9	18.9
ROIC(%)	16.4	15.6	16.2	17.1	18.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.3	6.4	5.2	5.6	4.6
净负债比率(%)	2.8	-4.1	-13.1	-14.9	-22.0
流动比率	3.3	6.3	8.7	8.6	11.5
速动比率	1.5	3.2	5.2	5.4	8.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.7	4.8	5.8	6.0	6.0
应付账款周转率	7.7	7.2	13.0	13.0	13.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.40	0.46	0.55	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.57	0.55	0.49	0.76
每股净资产(最新摊薄)	2.32	2.46	2.72	3.06	3.53
<b>估值比率</b>					
P/E	29.1	30.1	26.3	21.9	17.9
P/B	5.2	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	21.0	22.0	19.0	15.7	12.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com