

胰岛素保持稳健增长，研发管线持续推进

——通化东宝（600867.SH）2020年业绩快报点评

要点

事件：公司发布业绩快报，2020年实现营业总收入29.25亿元，同比+5.32%；营业利润11.76亿元，同比+21.52%；归母净利润9.29亿元，同比+14.51%；EPS 0.46元。业绩略低于市场预期。

点评：

胰岛素主业保持稳健，甘精胰岛素奠定良好开局：公司的营业总收入增速较低，估计主要是疫情影响了公司日常的学术推广活动和部分生产经营活动。我们估计二代胰岛素注射剂实现收入约23亿元，同比增速接近5%；甘精胰岛素实现收入超过1亿元；其他业务受到疫情影响较大可能出现负增长。利润增速快于收入增速主要是由于原辅料采购成本下降和加强对销售费用的管控，同时高毛利的胰岛素注射剂产品收入占比提升也会导致毛利率上升。

在研管线持续推进，升级换代打造糖尿病大平台：2020年公司的研发管线取得多项进展，其中门冬胰岛素的上市申请于2020.10进入第2轮补充资料阶段，磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片于2020.11进入第1轮补充资料阶段，均有望近期获批上市；利拉鲁肽、门冬胰岛素30和门冬胰岛素50、阿达木单抗正在推进III期临床试验；赖脯胰岛素25R正在推进I期临床试验；超速效赖脯胰岛素于2020.11获批临床。随着后续研发管线持续推进，公司的产品梯队将逐步丰富，从胰岛素生产企业逐步进化为具备创新能力的糖尿病大平台。

盈利预测、估值与评级：公司远期有望成为‘慢病管理+血糖监测+药物治疗’三位一体的糖尿病管理大平台。考虑到疫情对公司的影响大于我们此前的预期，以及降糖药领域竞争压力日渐增大，略下调2020~2022年的EPS预测为0.46/0.56/0.69元（原预测为0.49/0.63/0.81元），同比增长14.51%/21.84%/23.54%，现价对应PE为26/22/17倍，维持‘增持’评级。

风险提示：胰岛素厂家增多，导致竞争加剧的风险；新产品研发、申报进度不达预期的风险；口服胰岛素研发成功对注射剂形成竞争的风险。

增持（维持）

当前价：12.00元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

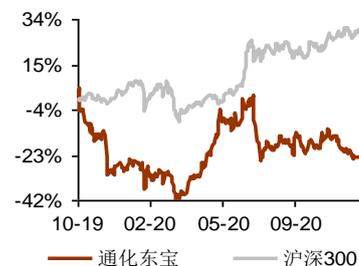
执业证书编号：S0930520080004

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.34
总市值(亿元)	244.08
一年最低/最高(元)	9.88/18.45
近3月换手率	63.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.40	-30.41	-36.50
绝对	-7.55	-16.61	-5.94

资料来源：Wind

相关研报

Q3业绩增速明显提升，研发工作有序推进——通化东宝（600867.SH）2020年三季度报点评（2020-10-30）

组合激励方案出台，变更募投项目，利好长远发展——通化东宝（600867.SH）公告点评（2020-09-30）

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,693	2,777	2,925	3,528	4,133
营业收入增长率	5.80%	3.13%	5.32%	20.62%	17.16%
净利润（百万元）	839	811	929	1,132	1,398
净利润增长率	0.25%	-3.27%	14.51%	21.84%	23.54%
EPS（元）	0.41	0.40	0.46	0.56	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.75%	16.22%	16.42%	17.84%	19.42%
P/E	29	30	26	22	17
P/B	5.2	4.9	4.3	3.8	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-14

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,693	2,777	2,925	3,528	4,133
营业成本	745	722	688	861	973
折旧和摊销	172	153	179	206	231
税金及附加	20	18	20	24	29
销售费用	701	849	855	944	1,035
管理费用	163	157	163	169	175
研发费用	98	78	108	161	221
财务费用	10	14	-47	-45	-35
投资收益	18	41	41	41	41
营业利润	993	968	1,175	1,420	1,742
利润总额	978	952	1,123	1,368	1,690
所得税	139	143	168	205	253
净利润	839	810	954	1,163	1,437
少数股东损益	0	-2	25	31	38
归属母公司净利润	839	811	929	1,132	1,398
EPS(按最新股本计)	0.41	0.40	0.46	0.56	0.69

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	877	1,152	818	969	1,346
净利润	839	811	929	1,132	1,398
折旧摊销	172	153	179	206	231
净营运资金增加	-31	-284	250	404	336
其他	-103	473	-540	-773	-620
投资活动产生现金流	-750	-152	-461	-361	-1,162
净资本支出	-768	-293	-352	-352	-352
长期投资变化	290	307	0	0	0
其他资产变化	-272	-166	-109	-9	-809
融资活动现金流	-208	-954	-286	-462	-149
股本变化	323	0	0	0	0
债务净变化	450	-325	-60	-65	355
无息负债变化	64	-63	23	42	34
净现金流	-80	45	71	146	36

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	72.3%	74.0%	76.5%	75.6%	76.5%
EBITDA 率	42.9%	40.2%	43.5%	44.7%	46.8%
EBIT 率	36.5%	34.7%	37.3%	38.9%	41.2%
税前净利润率	36.3%	34.3%	38.4%	38.8%	40.9%
归母净利润率	31.1%	29.2%	31.8%	32.1%	33.8%
ROA	15.4%	15.1%	15.9%	17.4%	18.0%
ROE (摊薄)	17.8%	16.2%	16.4%	17.8%	19.4%
经营性 ROIC	17.4%	17.2%	17.4%	19.7%	22.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	13%	6%	5%	4%	8%
流动比率	3.29	6.32	8.39	11.30	6.13
速动比率	1.98	4.26	5.32	7.05	4.27
归母权益/有息债务	10.50	40.00	86.88	-	20.31
有形资产/有息债务	11.20	38.71	83.52	-	20.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,463	5,350	5,994	6,691	7,975
货币资金	356	368	439	584	620
交易性金融资产	0	0	0	0	800
应收帐款	558	552	604	729	854
应收票据	41	0	15	19	22
其他应收款 (合计)	52	55	36	44	51
存货	901	629	823	1,034	1,171
其他流动资产	339	296	296	296	296
流动资产合计	2,273	1,927	2,248	2,748	3,862
其他权益工具	0	49	49	49	49
长期股权投资	290	307	307	307	307
固定资产	1,116	1,024	1,236	1,396	1,513
在建工程	844	1,087	973	887	823
无形资产	239	256	301	344	387
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	421	373	473	473	473
非流动资产合计	3,190	3,423	3,746	3,943	4,114
总负债	729	341	305	282	671
短期借款	450	125	65	0	355
应付账款	132	69	84	106	119
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	41	30	30	51	60
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	691	305	268	243	630
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	33	34	36	37
非流动负债合计	38	36	37	38	40
股东权益	4,734	5,009	5,690	6,409	7,305
股本	2,034	2,034	2,034	2,034	2,034
公积金	1,477	1,560	1,653	1,767	1,906
未分配利润	1,208	1,531	1,960	2,535	3,253
归属母公司权益	4,724	5,000	5,656	6,344	7,202
少数股东权益	10	8	34	65	103

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	26.03%	30.56%	29.22%	26.75%	25.03%
管理费用率	6.07%	5.67%	5.56%	4.78%	4.22%
财务费用率	0.38%	0.49%	-1.61%	-1.29%	-0.86%
研发费用率	3.63%	2.81%	3.68%	4.57%	5.35%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.20	0.22	0.27	0.33
每股经营现金流	0.43	0.57	0.40	0.48	0.66
每股净资产	2.32	2.46	2.78	3.12	3.54
每股销售收入	1.32	1.37	1.44	1.73	2.03

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	29	30	26	22	17
PB	5.2	4.9	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	21.2	21.7	19.0	15.3	12.3
股息率	1.7%	1.7%	1.8%	2.2%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼