

2021 年 01 月 17 日

业绩增长符合市场预期，甘精胰岛素实现持续放量

通化东宝(600867)

事件概述

公司公告 2020 年业绩快报：全年实现营业收入 29.25 亿元，同比增长 5.32%；实现归母净利润 9.29 亿元，同比增长 14.51%；实现扣非净利润 9.31 亿元，同比增长 15.07%。

分析判断：

▶ 业绩增长符合市场预期，甘精胰岛素实现持续放量

公司 2020 年营业收入同比增长 5.32%，疫情下实现稳健向上增长、业绩增长符合市场预期，分业务来看，二代胰岛素制剂实现稳健增长、甘精胰岛素实现持续放量。公司扣非净利润同比增长 15.07%，净利润增速高于收入端增长主要受（1）整体规模效应增强，公司原辅料采购成本下降，毛利率水平有明显提升；（2）逐步加强对销售费用等费用的管控，销售费用率同比下降。

▶ 甘精胰岛素已经上市，后续多个三代胰岛素及利拉鲁肽梯次上市驱动业绩中长期快速增长

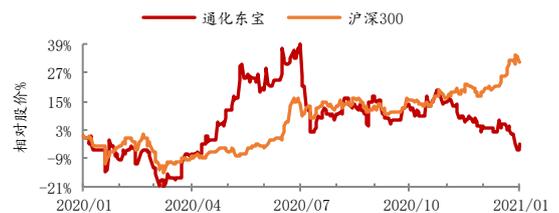
公司在糖尿病领域深度耕耘，研发管线覆盖三代/四代胰岛素、以及新靶点 GLP-1 和化学口服类降糖药物。公司甘精胰岛素已于 2019 年 12 月获得注册批件，年初以来各省挂网和进院工作顺利推进，展望未来 2-3 年，预期 2021 年门冬胰岛素上市销售、2022-2023 年门冬胰岛素 50/30 实现上市销售以及 2023 年前后重磅品种 GLP-1 利拉鲁肽实现上市，多个三代胰岛素和利拉鲁肽接续上市将为公司的中长期增长增添动力。此外，公司通过 license-in 引进四代胰岛素，积极进行前瞻性布局，除此之外公司在口服 GLP-1 类似物和口服降糖仿制药进行积极、对降糖药物进行全方位布局。随着公司三代胰岛素（甘精胰岛素、门冬胰岛素等品种）以及利拉鲁肽、四代胰岛素等新品种上市，公司业务结构将呈现持续改善、业绩增速趋势向上。

投资建议

公司二代胰岛素呈现去库存后的恢复性增长，我们预计 2020 年开始，有望持续保持稳健增长，叠加甘精胰岛素 2020 年开始放量、门冬胰岛素 2021 年开始放量带来的增量利润贡献。考虑到疫情对行业和公司的影响，略微调整盈利预测，即 2020-2022 年营业收入分别为 29.25/32.86/39.04 亿元

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	12.31
股票代码：	600867
52 周最高价/最低价：	18.45/10.01
总市值(亿)	250.38
自由流通市值(亿)	249.52
自由流通股数(百万)	2,027.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

助理研究员：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

- 通化东宝(600867.SH)：业绩略超市场预期，甘精胰岛素实现持续放量
2020.10.28
- 通化东宝(600867.SH)：二代胰岛素制剂增长符合市场预期，三代甘精胰岛素持续放量中
2020.08.20
- 通化东宝(600867.SH)：经营低点已过，重磅品种梯次上市驱动业绩增长提速、估值有望得到修复和提升
2020.05.23

(原预测为 30.27/34.93/41.32 亿元)，同比增长 5.3%/12.3%/18.8%；归母净利润分别为 9.29/10.89/12.86 亿元（原预测为 9.33/11.72/14.17 亿元），同比增长 14.5%/17.2%/18.1%，对应 21 和 22 年估值分别为 23/19 倍，看好公司作为胰岛素龙头的核心竞争力，维持“买入”评级。

风险提示

胰岛素集中带量采购的风险、核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、增长策略及业务扩展有失败的风险、核心客户丢失风险、汇率波动风险、美国市场药品降价风险、新型冠状病毒疫情影响国内外业务的拓展。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,693	2,777	2,925	3,286	3,904
YoY (%)	5.8%	3.1%	5.3%	12.3%	18.8%
归母净利润(百万元)	839	811	929	1,089	1,286
YoY (%)	0.2%	-3.3%	14.5%	17.2%	18.1%
毛利率 (%)	72.3%	74.0%	77.0%	77.6%	77.8%
每股收益 (元)	0.41	0.40	0.46	0.54	0.63
ROE	17.8%	16.2%	16.9%	16.9%	17.7%
市盈率	29.86	30.87	26.95	22.99	19.47

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,777	2,925	3,286	3,904	净利润	810	928	1,088	1,284
YoY (%)	3.1%	5.3%	12.3%	18.8%	折旧和摊销	153	148	150	149
营业成本	722	672	736	867	营运资金变动	198	-109	-64	-269
营业税金及附加	18	21	23	27	经营活动现金流	1,152	956	1,155	1,144
销售费用	849	863	953	1,142	资本开支	-293	-317	-354	-335
管理费用	157	190	200	246	投资	123	-30	-30	-30
财务费用	14	10	12	14	投资活动现金流	-152	-315	-343	-320
资产减值损失	-9	-2	-3	-2	股权募资	0	0	0	0
投资收益	41	31	42	46	债务募资	525	150	125	0
营业利润	968	1,097	1,288	1,517	筹资活动现金流	-954	-280	-337	-484
营业外收支	-15	-11	-12	-12	现金净流量	45	361	476	340
利润总额	952	1,087	1,276	1,505	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	143	159	189	221	成长能力				
净利润	810	928	1,088	1,284	营业收入增长率	3.1%	5.3%	12.3%	18.8%
归属于母公司净利润	811	929	1,089	1,286	净利润增长率	-3.3%	14.5%	17.2%	18.1%
YoY (%)	-3.3%	14.5%	17.2%	18.1%	盈利能力				
每股收益	0.40	0.46	0.54	0.63	毛利率	74.0%	77.0%	77.6%	77.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	29.2%	31.7%	33.1%	32.9%
货币资金	368	729	1,204	1,544	总资产收益率 ROA	15.2%	15.4%	15.3%	16.1%
预付款项	27	25	27	32	净资产收益率 ROE	16.2%	16.9%	16.9%	17.7%
存货	629	699	703	865	偿债能力				
其他流动资产	903	969	1,033	1,182	流动比率	6.32	5.04	4.85	5.50
流动资产合计	1,927	2,422	2,968	3,624	速动比率	4.17	3.54	3.66	4.14
长期股权投资	307	337	367	397	现金比率	1.21	1.52	1.97	2.34
固定资产	1,024	955	1,175	1,100	资产负债率	6.4%	8.6%	9.1%	8.7%
无形资产	256	336	384	448	经营效率				
非流动资产合计	3,423	3,612	4,135	4,341	总资产周转率	0.52	0.48	0.46	0.49
资产合计	5,350	6,034	7,103	7,965	每股指标 (元)				
短期借款	125	275	400	400	每股收益	0.40	0.46	0.54	0.63
应付账款及票据	69	92	85	109	每股净资产	2.46	2.71	3.17	3.57
其他流动负债	111	113	126	150	每股经营现金流	0.57	0.47	0.57	0.56
流动负债合计	305	480	612	659	每股股利	0.00	0.21	0.22	0.23
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	36	36	36	36	PE	30.87	26.95	22.99	19.47
非流动负债合计	36	36	36	36	PB	5.15	4.94	4.22	3.75
负债合计	341	516	648	696					
股本	2,034	2,034	2,034	2,034					
少数股东权益	8	8	6	5					
股东权益合计	5,009	5,517	6,455	7,269					
负债和股东权益合计	5,350	6,034	7,103	7,965					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。