

通化东宝 (600867.SH)

业绩符合预期，研发进展亮眼，发展有望加速

事件：公司发布2020年度报告。2020年公司收入28.9亿元，同比+4.14%，实现归母净利润9.30亿元，同比+14.63%，扣非归母净利润9.55亿元，同比+18.00%。分红方案为每10股派发现金红利2.10元（含税）。2020Q4，公司收入7.07亿元，同比-1.86%，归母净利润1.74亿，同比+41.55%，扣非归母净利润2.03亿元，同比+67.17%。

全年业绩符合预期，Q4业绩继续高增长，利润水平提升增厚业绩。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42%业绩增速，Q4扣非增速高达67%，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、经营杠杆发挥作用下的利润率提升。2020年公司毛利率79.66%，提升5.64pct，净利率32.17%，提升3.02pct。

二代胰岛素业务增长回暖。公司二代胰岛素制剂全年收入22.07亿元，同比增长5%，增速有所回暖；二代胰岛素原料药收入5757万元，同比下滑48.94%，主要是受海外疫情影响，出口业务减少所致，20年公司海外收入5378万元，同比下滑50.97%。

甘精胰岛素放量较快，预计21年将实现高增长。2020年公司甘精胰岛素实现收入1.31亿元，销售量107万支，在首个推广年度，叠加疫情影响的情况下实现了理想的放量；截止目前实现了在25省、市的挂网及备案工作，已开发的二级以上医院2900多家，在此基础上，我们预计2021年公司甘精胰岛素有望实现高速增长，收入有望达3亿元，毛利率在20年90%基础上进一步提升。

后续产品研发值得期待。公司的门冬胰岛素已处于报产后现场检查，有望21年上半年获批；门冬胰岛素50和30已完成III期临床，21年2月提交pre-NDA meeting申请，预计21年上半年可能报产，22年有望获批；四代胰岛素超速效赖脯胰岛素注射液在21年3月向CDE提交了平行开展III期临床试验沟通交流会议申请，有望加速临床进度。GLP-1产品利拉鲁肽2020Q3完成III期临床全部病例观察，预计6月完成数据库锁定，III期临床工作接近尾声。2代胰岛素欧盟注册的III期临床试验已经完成。口服降糖药多个品种21年有望获批。

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，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有望加速。

盈利预测：预计2021-2023年公司归母净利润分别为11.1亿元、13.5亿元、16.6亿元，对应增速分别为18.4%、22.8%、22.6%；EPS分别为0.54元、0.67元、0.82元，对应PE分别为22x、18x、15x。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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,777	2,892	3,231	3,753	4,401
增长率 yoy (%)	3.1	4.1	11.7	16.2	17.3
归母净利润(百万元)	811	930	1,101	1,353	1,658
增长率 yoy (%)	-3.3	14.6	18.4	22.8	22.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.40	0.46	0.54	0.67	0.82
净资产收益率(%)	16.2	16.7	16.5	17.5	18.2
P/E(倍)	29.9	26.1	22.0	17.9	14.6
P/B(倍)	5.2	4.9	4.4	3.9	3.4

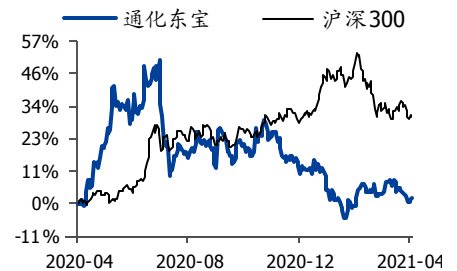
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月15日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
04月15日收盘价	11.98
总市值(百万元)	24,367.18
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)	7.34

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)：业绩符合预期，季度环比加速明显》2021-01-15
- 《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1927	1922	2656	3364	4207	营业收入	2777	2892	3231	3753	4401
现金	368	593	1098	1774	2292	营业成本	722	588	612	664	723
应收票据及应收账款	552	510	604	647	820	营业税金及附加	18	11	13	15	17
其他应收款	55	18	63	31	79	营业费用	849	909	1029	1176	1366
预付账款	27	34	34	45	48	管理费用	157	182	210	236	268
存货	629	538	628	637	740	研发费用	78	107	120	139	163
其他流动资产	296	229	229	229	229	财务费用	14	6	1	-12	-25
非流动资产	3423	3881	4200	4621	5113	资产减值损失	-9	6	6	7	8
长期投资	307	413	556	706	865	其他收益	1	46	46	46	46
固定资产	1024	1077	1346	1627	1910	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	473	609	653	689	737	投资净收益	41	40	45	54	65
其他非流动资产	1620	1782	1645	1598	1601	资产处置收益	2	0	0	0	0
资产总计	5350	5803	6855	7984	9320	营业利润	968	1181	1332	1628	1991
流动负债	305	208	160	244	205	营业外收入	4	0	0	0	0
短期借款	125	0	0	0	0	营业外支出	19	73	23	20	20
应付票据及应付账款	69	68	26	76	35	利润总额	952	1108	1309	1608	1971
其他流动负债	111	140	134	168	170	所得税	143	178	210	258	316
非流动负债	36	36	36	36	37	净利润	810	930	1099	1350	1655
长期借款	0	0	1	1	1	少数股东损益	-2	0	-2	-3	-3
其他非流动负债	36	36	36	36	36	归属母公司净利润	811	930	1101	1353	1658
负债合计	341	244	197	281	242	EBITDA	1102	1245	1469	1801	2204
少数股东权益	8	5	3	1	-2	EPS (元)	0.40	0.46	0.54	0.67	0.82
股本	2034	2034	2034	2034	2034						
资本公积	935	1034	1034	1034	1034						
留存收益	2157	2679	3595	4794	6234						
归属母公司股东权益	5000	5554	6655	7703	9081						
负债和股东权益	5350	5803	6855	7984	9320						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1152	1192	964	1572	1492
净利润	810	930	1099	1350	1655
折旧摊销	153	155	185	236	293
财务费用	14	6	1	-12	-25
投资损失	-41	-40	-45	-54	-65
营运资金变动	98	82	-277	52	-366
其他经营现金流	119	58	-1	-1	-1
投资活动现金流	-152	-617	-459	-602	-720
资本支出	293	480	176	271	334
长期投资	123	-144	-143	-106	-159
其他投资现金流	264	-281	-426	-437	-546
筹资活动现金流	-954	-481	0	-293	-255
短期借款	-325	-125	0	0	0
长期借款	0	0	1	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	99	0	0	0
其他筹资现金流	-631	-455	-1	-293	-255
现金净增加额	45	95	505	676	517

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	3.1	4.1	11.7	16.2	17.3
营业利润(%)	-2.5	22.0	12.8	22.2	22.3
归属于母公司净利润(%)	-3.3	14.6	18.4	22.8	22.6
获利能力					
毛利率(%)	74.0	79.7	81.1	82.3	83.6
净利率(%)	29.2	32.2	34.1	36.0	37.7
ROE(%)	16.2	16.7	16.5	17.5	18.2
ROIC(%)	15.6	16.4	16.1	17.0	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	6.4	4.2	2.9	3.5	2.6
净负债比率(%)	-4.1	-10.0	-15.9	-22.6	-24.8
流动比率	6.3	9.2	16.6	13.8	20.5
速动比率	3.2	6.1	11.9	10.6	16.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.8	5.4	5.8	6.0	6.0
应付账款周转率	7.2	8.6	13.0	13.0	13.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.46	0.54	0.67	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.47	0.77	0.73
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.73	3.27	3.79	4.46
估值比率					
P/E	29.9	26.1	22.0	17.9	14.6
P/B	4.8	4.4	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	21.8	18.9	15.7	12.4	9.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月15日收盘价

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