

公司研究

持续聚焦胰岛素主业，产品逐步升级换代

——通化东宝（600867.SH）2020 年报点评

增持（维持）

当前价：12.18 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

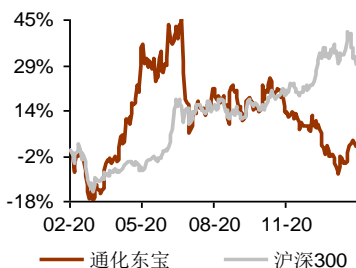
010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.34
总市值(亿元):	247.74
一年最低/最高(元):	11.09/18.45
近3月换手率:	40.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.92	10.26	-26.90
绝对	-3.56	0.25	2.45

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-15）

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）

要点

事件：

公司发布 2020 年报，实现营业收入 28.92 亿元，同比+4.14%；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%；经营性净现金流 11.92 亿元，同比+3.48%；EPS 0.46 元。业绩符合市场预期。

点评：

利润逐季加速增长，聚焦胰岛素主业提升毛利率：2020Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 7.19/7.56/7.11/7.07 亿元，同比+0.60%/+4.98%/+14.18%/-1.86%；归母净利润 2.77/2.64/2.14/1.74 亿元，同比+1.40%/+2.08%/+37.41%/+41.55%；扣非归母净利润 2.79/2.63/2.10/2.03 亿元，同比+3.35%/+2.92%/+29.25%/+67.17%。利润逐季加速增长，疫情对公司日常经营的影响已经逐步消退。2020 年毛利率达到 79.66%，相比上年提升 5.64pp，Q4 单季度毛利率达到 81.99%，主要是高毛利的甘精胰岛素开始销售、同时公司收入结构更加聚焦胰岛素主业，盈利能力持续提升。2020 年净利润现金含量达到 128.21%，现金流较为充沛。

甘精胰岛素销售顺利起步，互联网医疗与胰岛素主业相辅相成：在疫情期间，公司举办多场次的线上学术会议为甘精胰岛素医院开发做了很好的前期准备工作，并通过“你的医生”管理平台线上互动的方式解决医患不能及时了解病情的困惑，使销售工作得以顺利开展，目前已实现 25 省、市的挂网备案工作，已开发二级以上医院 2900 多家。公司的糖尿病全病程一体化管理平台同时具备记录血糖的信息管理和医患互动功能，现有超过 16000 名专业医生建群，总用户超过 40 万人次，日均用户增加 100 多人次，月均群互动 800 多场，文章点击率 8000 多次，帮助医护实现了院内外患者共同管理，促进了和医院在糖尿病患者整体解决方案的深度合作。

研发管线有序推进，为长期综合竞争力奠定基础：公司在糖尿病治疗领域持续开发不同系列产品，在 2020 年取得多项重要进展，未来陆续上市销售将进一步丰富产品梯队，打造综合性糖尿病治疗方案：

- **胰岛素类似物：**门冬胰岛素注射液在 2020 年 12 月收到生产现场检查通知，目前处于注册生产现场与药品 GMP 符合性检查阶段；门冬胰岛素 30 注射液在 2020 年 12 月完成全部病例的出组，正在进行病例报告表回收；门冬胰岛素 50 和门冬胰岛素 30 注射液在 2021 年 2 月一起提交了 pre-NDA meeting 申请；赖脯胰岛素、赖脯胰岛素 25R、赖脯胰岛素 50R 已经在 2021 年一季度获得组长单位伦理批件、组长单位合同签署、遗传办批件，目前正在启动首个试验中心的病例筛选；超速效赖脯胰岛素（THDB0206）的 I 期临床试验目前与试验中心合同已签署、临床试验样品正在进行一次性进口、准备启动试验中心的受试者筛选，在 2021 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；可溶性甘精赖脯双胰岛素注射液（THDB0207）在 2021 年 4 月向 CDE 提交了临床开发计划的沟通交流会议申请；德谷胰岛素前期工艺开发工作已完成，拟在 2021 年 Q2 完成原料药注册批生产。

- **GLP-1 受体激动剂类：**利拉鲁肽注射液的 III 期临床在 2021 年 3 月完成全部病例临床观察，拟于 2021 年 6 月完成数据库锁定；度拉糖肽注射液正在进行临床试验申请前的进一步研究；索马鲁肽已完成前期工艺开发工作，正在进行关键工艺参数筛选等相关试验。
- **化学口服降糖药：**磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片在 2020 年 10 月已递交发补意见恢复相关材料；瑞格列奈片预计 2021 年 5 月完成生物等效试验总结报告并提交 NDA；瑞格列奈二甲双胍片等待和国家药监局有关部门确定好参比制剂后开展进一步药学研究和人体生物等效性试验；琥珀酸曲格列汀原料药及片剂已完成临床前药学研究和临床样品生产，计划 2021 年启动人体生物等效性试验；恩格列净原料药及片剂在 2021 年 2 月完成人体生物等效性预实验，预计 2021 年 5 月开展正式人体生物等效性试验；恩格列净二甲双胍片拟在 2021 年完成人体生物等效性试验备案。
- **中药：**经典名方制剂 THDBZ0101、THDBZ0201、THDBZ0301 和 THDBZ0401 四个创新项目已进入“经典名方物质基准”的研究、申请阶段；镇脑宁胶囊申请了一测多评检测方法的发明专利，已进入实质审查阶段，有望系统性解决知识产权保护失效问题。

国际化稳步推进，开辟全球胰岛素市场：重组人胰岛素欧盟注册的 III 期临床试验已完成，正在准备生物仿制药测试项目的补充实验和申报注册的 DMF 文档；2020 年陆续开展了甘精胰岛素在多个发展中国家注册资料的准备及申请工作，并完成了门冬胰岛素在发展中国家进行注册申请的前期准备工作；2020 年 1 月启动了甘精胰岛素、门冬胰岛素生产基地的欧盟和美国 FDA 符合性项目，聘请国外公司指导进行，预计 2022 年生产基地符合 EU/US FDA 认证。

盈利预测、估值与评级：考虑到胰岛素行业竞争日益激烈，以及非胰岛素业务发展低于我们此前的预期，下调公司 2021-2022 年归母净利润预测为 11.15/12.85 亿元（原预测为 11.32/13.98 亿元，分别下调 2%/8%），新增预测 2023 年归母净利润为 14.77 亿元，同比增长 19.93%/15.23%/14.90%，对应 EPS 为 0.55/0.63/0.73 元，现价对应 PE 为 22/19/17 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。

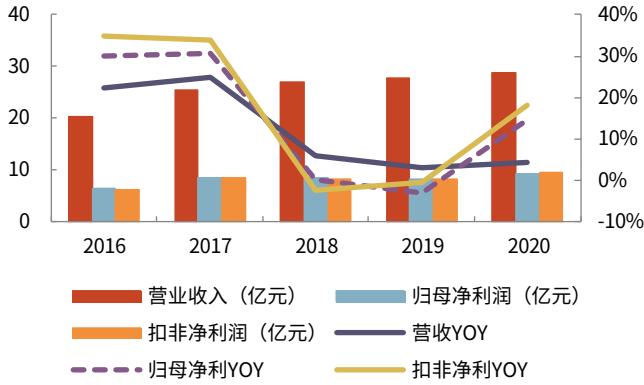
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,777	2,892	3,319	3,760	4,248
营业收入增长率	3.13%	4.14%	14.77%	13.28%	12.96%
净利润（百万元）	811	930	1,115	1,285	1,477
净利润增长率	-3.27%	14.63%	19.93%	15.23%	14.90%
EPS（元）	0.40	0.46	0.55	0.63	0.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.22%	16.74%	17.31%	17.87%	18.35%
P/E	31	27	22	19	17
P/B	5.0	4.5	3.8	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-16

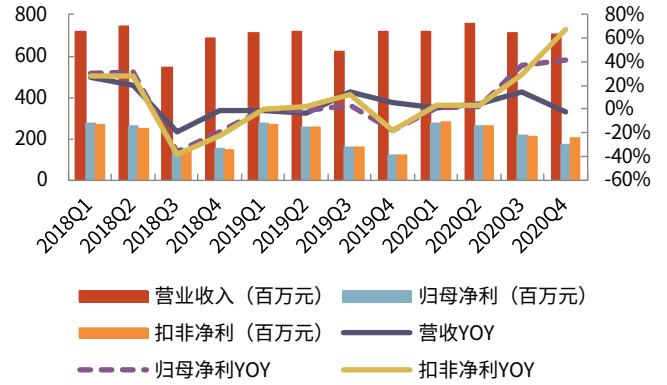
1、附录

图 1：公司 2016-2020 年收入利润情况



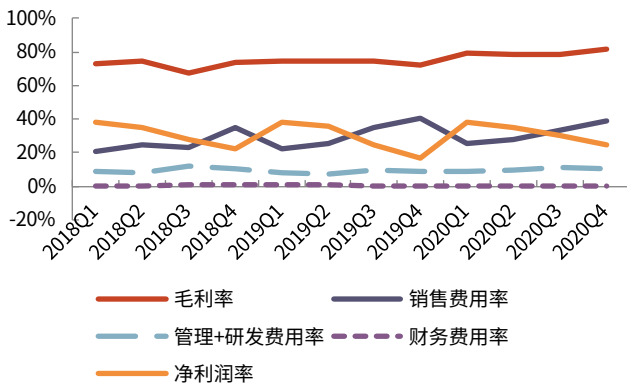
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：公司 2018-2020 年单季度收入利润情况



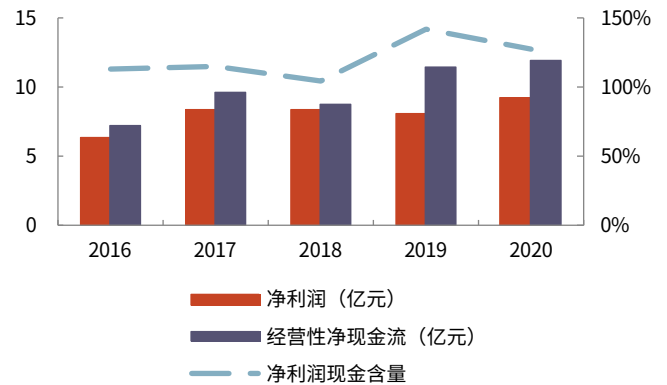
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 3：公司 2018-2020 单季度利润率和费用率情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 4：公司 2016-2020 年现金流情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,777	2,892	3,319	3,760	4,248
营业成本	722	588	650	714	783
折旧和摊销	153	155	190	219	245
税金及附加	18	11	20	23	26
销售费用	849	909	1,070	1,216	1,338
管理费用	157	182	172	181	190
研发费用	78	107	135	175	230
财务费用	14	6	-61	-58	-54
投资收益	41	40	33	33	33
营业利润	968	1,181	1,347	1,547	1,772
利润总额	952	1,108	1,313	1,513	1,738
所得税	143	178	198	228	262
净利润	810	930	1,115	1,285	1,476
少数股东损益	-2	0	0	0	-1
归属母公司净利润	811	930	1,115	1,285	1,477
EPS (元)	0.40	0.46	0.55	0.63	0.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,152	1,192	979	1,272	1,482
净利润	811	930	1,115	1,285	1,477
折旧摊销	153	155	190	219	245
净营运资金增加	-284	-391	297	206	225
其他	473	499	-624	-438	-465
投资活动产生现金流	-152	-617	-565	-371	-1,171
净资本支出	-293	-478	-354	-354	-354
长期投资变化	307	413	0	0	0
其他资产变化	-166	-551	-211	-17	-817
融资活动现金流	-954	-481	-168	-482	-568
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-325	-125	0	0	0
无息负债变化	-63	28	33	18	20
净现金流	45	95	246	420	-257

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	74.0%	79.7%	80.4%	81.0%	81.6%
EBITDA 率	40.2%	44.6%	45.0%	45.3%	46.2%
EBIT 率	34.7%	39.2%	39.3%	39.5%	40.4%
税前净利润率	34.3%	38.3%	39.5%	40.2%	40.9%
归母净利润率	29.2%	32.2%	33.6%	34.2%	34.8%
ROA	15.1%	16.0%	16.6%	17.2%	17.6%
ROE (摊薄)	16.2%	16.7%	17.3%	17.9%	18.3%
经营性 ROIC	17.2%	20.2%	19.8%	21.1%	22.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	6%	4%	4%	4%	4%
流动比率	6.32	9.23	9.38	10.85	12.50
速动比率	4.26	6.65	6.73	8.15	9.77
归母权益/有息债务	40.00	-	-	-	-
有形资产/有息债务	38.71	-	-	-	-

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,350	5,803	6,724	7,490	8,366
货币资金	368	593	839	1,259	1,002
交易性金融资产	0	150	0	0	800
应收帐款	552	510	644	730	824
应收票据	0	0	17	19	21
其他应收款 (合计)	55	18	32	36	40
存货	629	538	648	713	784
其他流动资产	296	78	78	78	78
流动资产合计	1,927	1,922	2,286	2,866	3,584
其他权益工具	49	49	49	49	49
长期股权投资	307	413	413	413	413
固定资产	1,024	1,077	1,309	1,479	1,599
在建工程	1,087	1,210	1,065	956	875
无形资产	256	256	301	344	387
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	373	419	763	763	763
非流动资产合计	3,423	3,881	4,439	4,623	4,782
总负债	341	244	277	295	315
短期借款	125	0	0	0	0
应付账款	69	68	84	93	102
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	30	1	29	33	37
其他流动负债	0	0	1	1	2
流动负债合计	305	208	244	264	287
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	33	33	31	28	25
非流动负债合计	36	36	33	31	28
股东权益	5,009	5,559	6,448	7,195	8,051
股本	2,034	2,034	2,034	2,034	2,034
公积金	1,560	1,762	1,873	2,002	2,051
未分配利润	1,531	1,951	2,528	3,147	3,955
归属母公司权益	5,000	5,554	6,443	7,190	8,047
少数股东权益	8	5	5	5	4

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	30.56%	31.44%	32.24%	32.34%	31.50%
管理费用率	5.67%	6.29%	5.19%	4.81%	4.47%
财务费用率	0.49%	0.21%	-1.83%	-1.55%	-1.26%
研发费用率	2.81%	3.70%	4.07%	4.64%	5.42%
所得税率	15%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.21	0.26	0.30	0.35
每股经营现金流	0.57	0.59	0.48	0.63	0.73
每股净资产	2.46	2.73	3.17	3.54	3.96
每股销售收入	1.37	1.42	1.63	1.85	2.09

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	31	27	22	19	17
PB	5.0	4.5	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	22.0	18.6	16.0	13.9	11.8
股息率	1.6%	1.7%	2.2%	2.5%	2.9%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE