

公司研究

甘精胰岛素迅速放量，坚定推进创新转型

——通化东宝（600867.SH）2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年一季报，营业收入 8.23 亿元，同比+14.52%；归母净利润 3.37 亿元，同比+21.33%；扣非归母净利润 3.37 亿元，同比+20.46%；经营性净现金流 3.71 亿元，同比+3.85；EPS 0.17 元。业绩略超市场预期。

点评：

甘精胰岛素迅速放量，盈利能力再创新高：2021 一季度，重组人胰岛素注射剂销售收入同比增长 7.18%，保持稳健增长；甘精胰岛素注射剂销售收入达到 7000 多万，目前已实现了在 25 省、市的挂网及备案工作，已开发的二级以上医院 2900 多家，我们预计 2021 年有望基本完成大部分省市的挂网备案，成为拉动收入增长的新引擎。同时，得益于收入增长带来的规模效应、采购成本下降、高毛利产品占比提升、运营效率提升以及对费用的管控，一季度毛利率达到 83.17%，同比提升 3.68pp，净利率达到 40.92%，同比提升 2.35pp，达到公司历史上最好的盈利水平。

大力投入研发，坚定推进创新转型：2021Q1 公司研发费用 0.38 亿元，同比+70.03%，研发费用率达到了 4.62%。一季度公司在创新方面获得多项重要进展，1 月成立杭州创新药研发中心、3 月与药明康德签署战略合作备忘录暨 3 个创新药项目合作协议、4 月糖尿病 1 类创新药三靶点抑制剂临床试验申请获得受理。公司在糖尿病治疗领域坚定不移地践行创新转型的发展战略，未来公司将持续致力于打造“内分泌领域创新药研发的探索者和引领者”。

盈利预测、估值与评级：甘精胰岛素迅速放量将拉动中短期业绩提速，坚定推进创新转型利好公司长远发展。维持预测公司 2021-2023 年 EPS 为 0.55/0.63/0.73 元，同比增长+19.93%/15.23%/14.90%，现价对应 PE 分别为 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。

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 2021-04-26

增持（维持）

当前价：12.19 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

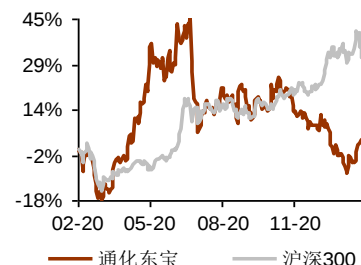
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.34
总市值(亿元):	247.94
一年最低/最高(元):	11.09/18.45
近 3 月换手率:	37.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.19	14.18	-37.19
绝对	-3.41	6.28	-4.37

资料来源：Wind

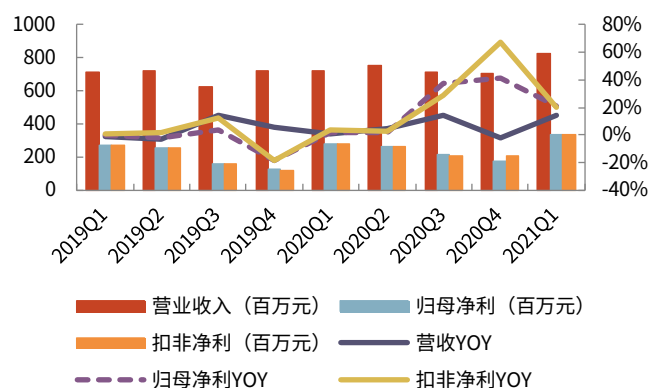
相关研报

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（2021-04-18）

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）

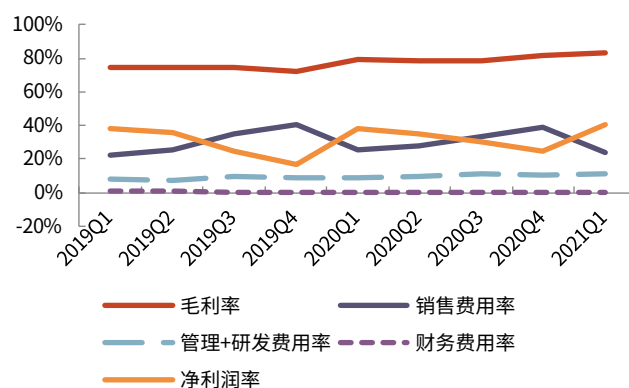
1、附录

图 1：公司 2019-2021Q1 单季度收入利润情况



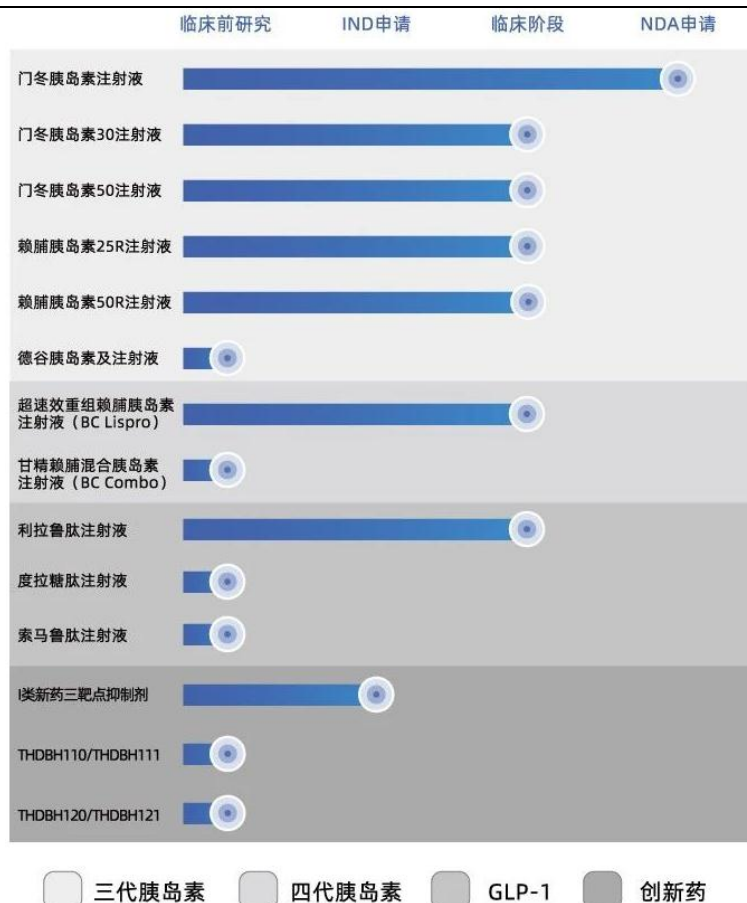
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021Q1 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 3：公司在研产品研发进展（截至 2021-04-26）



资料来源：通化东宝微信公众号、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

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	16.1	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的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所载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