

# 通化东宝 (600867.SH)

## 一季度业绩略超预期，甘精胰岛素表现亮眼

**事件:** 公司发布 2021 年一季报。2021Q1，公司收入 8.23 亿元，同比 +14.52%，归母净利润 3.37 亿，同比 +21.33%，扣非归母净利润 3.37 亿元，同比 +20.46%。

**业绩略超预期，利润水平提升增厚业绩。** 公司 21Q1 业绩实现 21% 的业绩增长，比我们此前的预期略高。公司业绩提升主要驱动力是三代胰岛素放量和利润水平提升，21Q1 公司净利率达 40.9%，同比提高 2.3pct，达到历史最高水平。

**二代胰岛素业务增长回暖，甘精胰岛素放量较快。** 据公司微信公众号，公司二代人胰岛素 21Q1 实现同比 7.18% 增长，相对于 20 年的同比基本持平明显回暖；甘精胰岛素 21Q1 实现收入 7000 多万元，相比 2020H1 的 4051 万元，增量显著，根据我们此前的拆分，20Q4 甘精销售额约为 5000 万元，21Q1 环比增速 40%，超出市场预期。公司此前年报披露目前实现了在 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 亿元以上，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。与药明康德合作的 1 类新药三靶点抑制剂临床获受理。

**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 11.3 亿元、13.9 亿元、17.2 亿元，对应增速分别为 21.1%、23.3%、24.0%；EPS 分别为 0.55 元、0.68 元、0.85 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	3,318	3,861	4,532
增长率 yoy (%)	3.1	4.1	14.7	16.4	17.4
归母净利润 (百万元)	811	930	1,126	1,389	1,722
增长率 yoy (%)	-3.3	14.6	21.1	23.3	24.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.40	0.46	0.55	0.68	0.85
净资产收益率 (%)	16.2	16.7	18.0	19.2	20.2
P/E (倍)	31.0	27.0	22.3	18.1	14.6
P/B (倍)	5.0	4.5	4.0	3.5	2.9

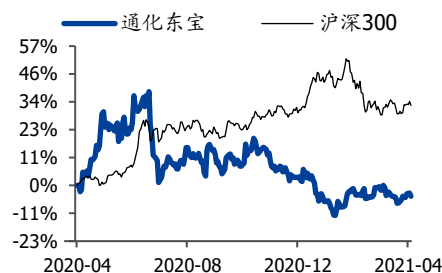
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

**买入 (维持)**

### 股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
04 月 26 日收盘价	12.19
总市值(百万元)	24,794.32
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)	6.65

### 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

- 1、《通化东宝 (600867.SH): 业绩符合预期，研发进展亮眼，发展有望加速》2021-04-16
- 2、《通化东宝 (600867.SH): 业绩符合预期，季度环比加速明显》2021-01-15
- 3、《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

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1927	1922	2690	3370	4359
现金	368	593	1207	1751	2624
应收票据及应收账款	552	510	511	677	617
其他应收款	55	18	54	19	56
预付账款	27	34	43	56	72
存货	629	538	646	638	761
其他流动资产	296	229	229	229	229
<b>非流动资产</b>	3423	3881	4269	4705	5214
长期投资	307	413	559	713	877
固定资产	1024	1077	1384	1676	1968
无形资产	473	609	653	689	737
其他非流动资产	1620	1782	1673	1627	1632
<b>资产总计</b>	5350	5803	6959	8076	9573
<b>流动负债</b>	305	208	228	245	283
短期借款	125	0	0	0	0
应付票据及应付账款	69	68	90	74	108
其他流动负债	111	140	138	171	175
<b>非流动负债</b>	36	36	37	37	37
长期借款	0	0	1	1	1
其他非流动负债	36	36	36	36	36
<b>负债合计</b>	341	244	265	282	320
少数股东权益	8	5	6	7	7
股本	2034	2034	2034	2034	2034
资本公积	935	1034	1034	1034	1034
留存收益	2157	2679	3624	4872	6385
归属母公司股东权益	5000	5554	6688	7787	9245
<b>负债和股东权益</b>	5350	5803	6959	8076	9573

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1152	1192	1139	1455	1862
净利润	810	930	1135	1405	1738
折旧摊销	153	155	187	241	299
财务费用	14	6	0	-12	-28
投资损失	-41	-40	-48	-58	-69
营运资金变动	98	82	-134	-120	-77
其他经营现金流	119	58	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-152	-617	-526	-618	-738
资本支出	293	480	242	282	345
长期投资	123	-144	-146	-106	-164
其他投资现金流	264	-281	-431	-442	-557
<b>筹资活动现金流</b>	-954	-481	1	-293	-251
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	-0	-293	-251
<b>现金净增加额</b>	45	95	614	544	873

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2777	2892	3318	3861	4532
营业成本	722	588	621	674	735
营业税金及附加	18	11	13	15	18
营业费用	849	909	996	1139	1314
管理费用	157	182	219	243	276
研发费用	78	107	139	162	190
财务费用	14	6	0	-12	-28
资产减值损失	-9	6	6	7	9
其他收益	1	46	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	41	40	48	58	69
资产处置收益	2	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	968	1181	1374	1693	2090
营业外收入	4	0	0	0	0
营业外支出	19	73	23	20	20
<b>利润总额</b>	952	1108	1352	1673	2071
所得税	143	178	217	268	332
<b>净利润</b>	810	930	1135	1405	1738
少数股东损益	-2	0	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	811	930	1134	1404	1738
EBITDA	1102	1245	1512	1869	2305
EPS (元)	0.40	0.46	0.56	0.69	0.85

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.1	4.1	14.7	16.4	17.4
营业利润(%)	-2.5	22.0	16.4	23.2	23.5
归属于母公司净利润(%)	-3.3	14.6	22.0	23.8	23.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.0	79.7	81.3	82.5	83.8
净利率(%)	29.2	32.2	34.2	36.4	38.3
ROE(%)	16.2	16.7	17.0	18.0	18.8
ROIC(%)	15.6	16.4	16.5	17.5	18.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	6.4	4.2	3.8	3.5	3.3
净负债比率(%)	-4.1	-10.0	-17.5	-22.0	-28.0
流动比率	6.3	9.2	11.8	13.8	15.4
速动比率	3.2	6.1	8.4	10.6	12.2
<b>营运能力</b>					
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	6.5	6.5	7.0
应付账款周转率	7.2	8.6	7.9	8.2	8.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.46	0.55	0.68	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.56	0.72	0.92
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.73	3.07	3.55	4.20
<b>估值比率</b>					
P/E	31.0	27.0	22.3	18.1	14.6
P/B	5.0	4.5	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	22.6	19.6	16.0	12.7	10.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 26 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