

通化东宝 (600867.SH)

业绩符合预期，甘精放量迅速，静待政策落地

事件：公司发布 2021 年半年报，2021H1，公司收入 16.62 亿元，同比+12.71%，实现归母净利润 6.74 亿元，同比+24.47%，扣非归母净利润 6.55 亿元，同比+20.93%。

2021Q2，公司收入 8.39 亿元，同比+11.00%，归母净利润 3.37 亿，同比+27.78%，扣非归母净利润 3.19 亿元，同比+21.42%。

业绩增长符合预期，激励措施显成效。公司上半年整体收入和业绩符合我们此前的预期，医药行业业务 14.11% 收入增速属于健康水平；业绩加速增长主要驱动力为甘精胰岛素的放量，公司参股企业特宝生物的增长也贡献一定增量投资收益。公司 2020 年对公司高管和业务骨干实施激励，21-23 年业绩要求为不低于 10.50 亿元，12 亿元，14 亿元，目前看效果初步显现。

甘精胰岛素快速放量，二代胰岛素恢复稳健增长。2021H1，公司胰岛素类似物（甘精胰岛素）收入 1.59 亿元，同比+292%，实现高速放量，我们预计全年有望实现 3.5 亿元销售。二代人胰岛素收入 12.80 亿元，同比+5.92%，实现稳健增长。与此同时，公司通过提升规模效应，将甘精胰岛素和二代人胰岛素毛利率分别提升 1.99pct 和 2.71pct。

中成药表现亮眼，医疗器械有所下滑。2021H1，公司中成药收入 0.41 亿元，同比+119.51%，毛利率提升 3.63pct。注射用笔、血糖试纸、采血针等医疗器械收入 1.48 亿元，同比-6.70%。

门冬胰岛素获批在即，后续产品研发值得期待。公司的门冬胰岛素已完成报产现场检查，有望年内获批；门冬胰岛素 50 和 30 已完成 III 期临床，21 年 7 月获得 NDA 受理预计 22 年有望获批；赖脯胰岛素注射液 25R 和 50R 现处于临床试验阶段；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 2021 年 6 月完成 III 期临床数据库锁定，计划 12 月完成临床试验总结，在利拉鲁肽专利到期后可进行保产。糖尿病治疗领域一类新药，三靶点抑制剂已于 6 月获得临床批件。2 代胰岛素欧盟注册的 III 期临床试验已经完成，预计年内完成补充实验。甘精胰岛素、门冬胰岛素生产基地预计 2022 年将符合 EU/US FDA 认证。口服降糖药多个品种 21 年有望获批。除糖尿病领域外，公司 6 月引入两款高尿酸血症及痛风治疗一类新药，进入高尿酸血症及痛风领域，实现内分泌领域横向突破。

盈利预测：预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.6 亿元、14.5 亿元、17.8 亿元，对应增速分别为 24.8%、24.6%、23.1%；EPS 分别为 0.57 元、0.71 元、0.88 元，对应 PE 分别为 19x、15x、12x。近期，国家胰岛素集采拉开帷幕，我们判断，在政策真正落地后公司将迎来预期明晰叠加国产替代放量的股价反弹，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	3,265	3,840	4,482
增长率 yoy (%)	3.1	4.1	12.9	17.6	16.7
归母净利润(百万元)	811	930	1,160	1,446	1,781
增长率 yoy (%)	-3.3	14.6	24.8	24.6	23.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.40	0.46	0.57	0.71	0.88
净资产收益率(%)	16.2	16.7	18.4	19.7	20.5
P/E(倍)	26.6	23.2	18.6	14.9	12.1
P/B(倍)	4.3	3.9	3.4	2.9	2.5

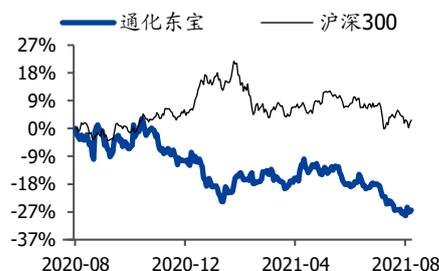
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 24 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
8月24日收盘价(元)	10.60
总市值(百万元)	21,560.28
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)	16.44

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)：一季度业绩略超预期，甘精胰岛素表现亮眼》2021-04-27
- 《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
- 《通化东宝 (600867.SH)：业绩符合预期，季度环比加速明显》2021-01-15



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	2339	2932	3811	营业收入	2777	2892	3265	3840	4482
现金	368	593	980	1297	2210	营业成本	722	588	567	622	681
应收票据及应收账款	552	510	494	687	593	营业税金及附加	18	11	20	23	26
其他应收款	55	18	53	20	54	营业费用	849	909	947	1075	1210
预付账款	27	34	42	57	70	管理费用	157	182	222	261	304
存货	629	538	542	643	655	研发费用	78	107	144	169	197
其他流动资产	296	229	229	229	229	财务费用	14	6	5	-1	-16
非流动资产	3423	3881	4233	4685	5162	资产减值损失	-9	6	6	7	9
长期投资	307	413	559	713	877	其他收益	1	46	2	2	2
固定资产	1024	1077	1380	1694	1976	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	48	58	69
其他非流动资产	1620	1782	1641	1588	1572	资产处置收益	2	0	0	0	0
资产总计	5350	5803	6573	7617	8973	营业利润	968	1181	1405	1743	2142
流动负债	305	208	243	252	240	营业外收入	4	0	0	0	0
短期借款	125	0	54	0	0	营业外支出	19	73	23	20	20
应付票据及应付账款	69	68	64	81	78	利润总额	952	1108	1383	1723	2122
其他流动负债	111	140	125	171	162	所得税	143	178	222	277	341
非流动负债	36	36	37	37	37	净利润	810	930	1161	1447	1782
长期借款	0	0	1	1	1	少数股东损益	-2	0	1	1	1
其他非流动负债	36	36	36	36	36	归属母公司净利润	811	930	1160	1446	1781
负债合计	341	244	280	288	276	EBITDA	1102	1245	1548	1932	2371
少数股东权益	8	5	6	7	7	EPS (元)	0.40	0.46	0.57	0.71	0.88
股本	2034	2034	2034	2034	2034						
资本公积	935	1034	1034	1034	1034						
留存收益	2157	2679	3307	4089	5053						
归属母公司股东权益	5000	5554	6287	7322	8689						
负债和股东权益	5350	5803	6573	7617	8973						

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	1255	1416	2019
净利润	810	930	1161	1447	1782
折旧摊销	153	155	187	241	301
财务费用	14	6	5	-1	-16
投资损失	-41	-40	-48	-58	-69
营运资金变动	98	82	-50	-213	22
其他经营现金流	119	58	0	0	0
投资活动现金流	-152	-617	-491	-635	-709
资本支出	293	480	206	297	314
长期投资	123	-144	-146	-154	-164
其他投资现金流	264	-281	-431	-492	-559
筹资活动现金流	-954	-481	-431	-411	-397
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	-432	-411	-398
现金净增加额	45	95	332	371	913

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	12.9	17.6	16.7
营业利润(%)	-2.5	22.0	19.0	24.0	22.9
归属于母公司净利润(%)	-3.3	14.6	24.8	24.6	23.1
获利能力					
毛利率(%)	74.0	79.7	82.6	83.8	84.8
净利率(%)	29.2	32.2	35.5	37.7	39.7
ROE(%)	16.2	16.7	18.4	19.7	20.5
ROIC(%)	15.6	16.4	17.9	19.3	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	6.4	4.2	4.3	3.8	3.1
净负债比率(%)	-4.2	-10.1	-14.2	-17.2	-25.0
流动比率	6.3	9.2	9.6	11.6	15.9
速动比率	3.2	6.1	6.9	8.6	12.6
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	6.5	6.5	7.0
应付账款周转率	7.2	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.46	0.57	0.71	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.62	0.70	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.73	3.09	3.60	4.27
估值比率					
P/E	26.6	23.2	18.6	14.9	12.1
P/B	4.3	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	19.4	16.8	13.3	10.4	8.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 24 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：021-38124100
 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