

通化东宝 (600867.SH)

业绩稳健增长符合预期，甘精胰岛素表演亮眼

事件：公司发布2021年三季报，2021前三季度，公司收入24.55亿元，同比+12.33%，实现归母净利润10.68亿元，同比+41.28%，扣非归母净利润9.01亿元，同比+19.88%。

2021Q3，公司收入7.93亿元，同比+11.52%，归母净利润3.94亿，同比+83.72%，扣非归母净利润2.46亿元，同比+17.17%。

业绩增长符合预期，投资收益增厚归母净利润。公司前三季度收入和扣非归母净利润均符合预期，归母净利润增速显著高于扣非净利润增速主要是三季度确认的非经常性损益较多所致（共1.71亿元，主要是减持特宝生物股权810万股产生）。公司业绩稳健增长主要驱动力为甘精胰岛素放量，以及二代胰岛素的企稳回暖。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，目前看效果显著。

甘精胰岛素快速放量，二代胰岛素稳健增长。根据公司公告及微信公众号信息，2021H1，公司胰岛素类似物（甘精胰岛素）收入1.59亿元，同比+292%，2021Q3，甘精胰岛素收入超1.2亿元，前三季度累计收入超2.79亿元，相比上年增幅约250%；二代人胰岛素2021前三季度同比增长7.29%；其中2021H1收入12.80亿元，同比+5.92%，2021Q3同比+10.55%，实现稳健增长。与此同时，公司通过提升规模效应，将前三季度总体毛利率提升至82.68%（+3.78pct）。

门冬胰岛素及口服降糖药获批，后续产品研发值得期待。公司首款口服降糖药磷酸西格列汀于9月获批上市，门冬胰岛素注射液及西格列汀二甲双胍片（II）于10月同时注册获批。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；二代胰岛素超速效赖脯胰岛素注射液（BC Lispro）申报平行开展III期临床与I期临床于10月获得批准。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。二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。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，其中的URAT1抑制剂申报临床已于10月获得受理。

盈利预测：预计2021-2023年公司归母净利润分别为13.2亿元、14.3亿元、17.2亿元，对应增速分别为41.7%、8.2%、20.6%；EPS分别为0.65元、0.70元、0.85元，对应PE分别为17x、15x、13x。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	3,292	3,739	4,250
增长率 yoy (%)	3.1	4.1	13.8	13.6	13.7
归母净利润（百万元）	811	930	1,318	1,426	1,719
增长率 yoy (%)	-3.3	14.6	41.7	8.2	20.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.46	0.65	0.70	0.85
净资产收益率 (%)	16.2	16.7	20.4	19.1	19.6
P/E（倍）	27.0	23.5	16.6	15.3	12.7
P/B（倍）	4.4	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10月27日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	10.75
总市值(百万元)	21,865.38
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)	16.86

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，甘精放量迅速，静待政策落地》2021-08-25
- 2、《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
- 3、《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

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
流动资产	1927	1922	2425	3136	4045
现金	368	593	1052	1573	2493
应收票据及应收账款	552	510	502	648	566
其他应收款	55	18	54	17	53
预付账款	27	34	43	54	67
存货	629	538	546	616	637
其他流动资产	296	229	229	229	229
非流动资产	3423	3881	4253	4609	4995
长期投资	307	413	559	713	877
固定资产	1024	1077	1393	1649	1871
无形资产	473	609	653	689	737
其他非流动资产	1620	1782	1649	1558	1510
资产总计	5350	5803	6678	7746	9040
流动负债	305	208	191	243	231
短期借款	125	0	0	0	0
应付票据及应付账款	69	68	65	78	76
其他流动负债	111	140	126	166	155
非流动负债	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
负债合计	341	244	227	280	268
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	3392	4164	5093
归属母公司股东权益	5000	5554	6445	7459	8765
负债和股东权益	5350	5803	6678	7746	9040

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	1227	1457	1907
净利润	810	930	1319	1427	1720
折旧摊销	153	155	188	240	293
财务费用	14	6	3	-8	-26
投资损失	-41	-40	-220	-63	-78
营运资金变动	98	82	-62	-137	-1
其他经营现金流	119	58	0	0	0
投资活动现金流	-152	-617	-340	-532	-600
资本支出	293	480	226	202	222
长期投资	123	-144	-146	-154	-164
其他投资现金流	264	-281	-260	-484	-542
筹资活动现金流	-954	-481	-428	-403	-387
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	-429	-403	-387
现金净增加额	45	95	458	521	920

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2777	2892	3292	3739	4250
营业成本	722	588	569	610	658
营业税金及附加	18	11	20	23	24
营业费用	849	909	955	1047	1148
管理费用	157	182	224	243	263
研发费用	78	107	145	165	187
财务费用	14	6	3	-8	-26
资产减值损失	-9	6	6	7	8
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	220	63	78
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	968	1181	1593	1719	2068
营业外收入	4	0	0	0	0
营业外支出	19	73	23	20	20
利润总额	952	1108	1571	1699	2049
所得税	143	178	252	273	329
净利润	810	930	1319	1427	1720
少数股东损益	-2	0	1	1	1
归属母公司净利润	811	930	1318	1426	1719
EBITDA	1102	1245	1734	1900	2281
EPS (元)	0.40	0.46	0.65	0.70	0.85

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	13.8	13.6	13.7
营业利润(%)	-2.5	22.0	35.0	7.9	20.3
归属于母公司净利润(%)	-3.3	14.6	41.7	8.2	20.6
获利能力					
毛利率(%)	74.0	79.7	82.7	83.7	84.5
净利率(%)	29.2	32.2	40.0	38.1	40.4
ROE(%)	16.2	16.7	20.4	19.1	19.6
ROIC(%)	15.6	16.4	20.0	18.6	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	6.4	4.2	3.4	3.6	3.0
净负债比率(%)	-4.2	-10.1	-15.8	-20.6	-28.0
流动比率	6.3	9.2	12.7	12.9	17.5
速动比率	3.2	6.1	9.2	9.8	14.1
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	0.65	0.70	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.60	0.72	0.94
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.73	3.17	3.67	4.31
估值比率					
P/E	27.0	23.5	16.6	15.3	12.7
P/B	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	19.7	17.0	11.9	10.6	8.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 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