

## 胰岛素销量持续增长，研发管线成果逐步兑现

2023 年 10 月 31 日

► **事件：**2023 年 10 月 30 日，通化东宝发布 2023 年三季度报告。2023 年第三季度，公司实现营业收入 7.25 亿元，同比增长 1.92%。公司实现归属于上市公司股东的净利润 2.75 亿元，同比增长 25.04%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.77 亿元，同比增长 26.19%。

► **公司业绩：**2023 年前三季度，公司实现营业收入 20.91 亿元，同比下降 0.36%。公司实现归属于上市公司股东的净利润 7.60 亿元，同比下降 45.81%，主要因为去年同期有 9.12 亿元的投资收益；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.57 亿元，同比增长 14.54%。

► **二代胰岛素销量企稳，三代胰岛素快速放量。**2022 年 5 月胰岛素专项集采正式落地，尽管受到产品价格下降等因素，但公司凭借不断加强渠道推广扩大市场份额，报告期内，公司人胰岛素销量企稳，胰岛素类似物系列产品销量保持高速增长，拉动第三季度扣非归母净利润同比增长 25%。前三季度胰岛素类似物收入占总收入比重超过 20%。与 2021 年同期相比，提升超过 10 个百分点。

► **创新转型战略布局，研发成果逐步兑现。**公司研发创新方面进展顺利，积极布局市场潜力巨大的 GLP-1RA、URAT1 等热门靶点。2023 年 8 月一类新药口服小分子 GLP-1RA 申报临床获得受理；10 月可溶性甘精赖脯双胰岛素注射液德国 I 期临床试验达到主要终点，为后续临床试验提供可靠依据；痛风一类新药 URAT1 抑制剂目前临床 IIa 期试验已完成数据库锁定和揭盲；有望成为痛风领域 First-in-class 的 XO/URAT1 抑制剂临床 I 期试验已完成末例出组。此外有 3 款产品已经或临近获批上市，GLP-1RA 利拉鲁肽注射预计年内获批上市，公司将成国产第二家上市的企业；今年 10 月恩格列净及其原料药获批上市，今年 9 月依托考昔片申报生产获得受理。

► **国际化战略稳步推进，产品出海未来可期。**报告期内，公司与健友股份就甘精、门冬、赖脯三款胰岛素注射剂进入美国胰岛素市场签订战略合作协议，公司与健友股份将按照美国 FDA 药品注册要求，共同开展以上三款胰岛素的开发和生产，同时健友股份将获得以上三款胰岛素在美国销售的独家商业化权益。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 11.64/13.52/15.23 亿元，对应 PE 为 19/16/15 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**集采风险；行业政策风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**11.09 元**

**分析师 王班**

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,778	3,092	3,492	3,912
增长率 (%)	-15.0	11.3	13.0	12.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,582	1,164	1,352	1,523
增长率 (%)	20.9	-26.4	16.1	12.7
每股收益 (元)	0.79	0.58	0.68	0.76
PE	14	19	16	15
PB	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,778	3,092	3,492	3,912
营业成本	618	696	786	900
营业税金及附加	15	14	16	18
销售费用	934	928	1,048	1,174
管理费用	181	179	203	227
研发费用	147	139	175	215
EBIT	887	1,136	1,266	1,379
财务费用	-13	-9	-14	-22
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	929	309	349	391
营业利润	1,829	1,455	1,628	1,792
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,830	1,455	1,628	1,792
所得税	248	291	277	269
净利润	1,582	1,164	1,352	1,523
归属于母公司净利润	1,582	1,164	1,352	1,523
EBITDA	1,021	1,378	1,614	1,757

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	788	1,130	1,800	2,432
应收账款及票据	422	466	526	590
预付款项	39	44	50	54
存货	654	739	753	801
其他流动资产	153	163	168	172
流动资产合计	2,056	2,543	3,297	4,048
长期股权投资	326	635	985	1,376
固定资产	1,521	2,618	2,545	2,524
无形资产	487	1,038	1,005	997
非流动资产合计	4,694	4,894	5,136	5,498
资产合计	6,750	7,436	8,433	9,546
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	81	91	95	99
其他流动负债	81	90	97	107
流动负债合计	162	182	192	206
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	39	38	38	38
非流动负债合计	39	38	38	38
负债合计	201	220	229	244
股本	1,994	1,994	1,994	1,994
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益合计	6,550	7,217	8,204	9,303
负债和股东权益合计	6,750	7,436	8,433	9,546

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-14.98	11.28	12.95	12.03
EBIT 增长率	-29.55	28.11	11.41	8.94
净利润增长率	20.92	-26.44	16.15	12.67
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	77.77	77.50	77.50	77.00
净利润率	56.93	37.64	38.70	38.92
总资产收益率 ROA	23.43	15.65	16.03	15.95
净资产收益率 ROE	24.17	16.14	16.49	16.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	12.69	13.98	17.19	19.66
速动比率	8.16	9.44	12.78	15.30
现金比率	4.86	6.21	9.39	11.81
资产负债率 (%)	2.97	2.95	2.72	2.55
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	55.49	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	386.51	388.00	350.00	325.00
总资产周转率	0.42	0.44	0.44	0.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.79	0.58	0.68	0.76
每股净资产	3.28	3.62	4.11	4.66
每股经营现金流	0.43	0.49	0.64	0.70
每股股利	0.50	0.18	0.21	0.24
<b>估值分析</b>				
PE	14	19	16	15
PB	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	21.16	15.67	13.38	12.29
股息收益率 (%)	4.51	1.65	1.92	2.16

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,582	1,164	1,352	1,523
折旧和摊销	134	242	349	378
营运资金变动	69	-124	-75	-106
经营活动现金流	863	969	1,276	1,404
资本开支	-493	-151	-242	-349
投资	817	0	0	0
投资活动现金流	344	-129	-242	-349
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,284	-497	-365	-424
现金净流量	-77	342	669	632

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026