

医药	收盘价 人民币 12.17	目标价 人民币 14.41	潜在涨幅 +18.4%
----	------------------	------------------	----------------

2023 年 11 月 28 日

通化东宝 (600867 CH)

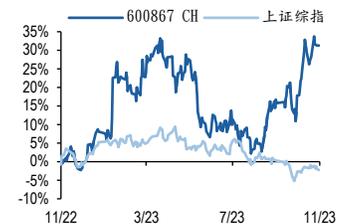
交银国际 2023 年医疗行业企业日纪要

- 核心胰岛素业务稳步增长，公司预计 2024 年整体收入双位数增长：**3Q23 公司内地胰岛素制剂销售收入同比增长 8-9%，整体收入同比增长仅 2%，主要是因为部分业务受到行业外部因素和欧洲地缘冲突影响。**二代胰岛素销量稳步增长：**公司二代胰岛素销量市占率目前接近 45%，公司预计 2023 年销量增速个位数。**三代胰岛素持续放量，拉动收入增长：**公司预计 2023 年三代胰岛素整体销量同比增长 50%，分产品来看：1) 甘精胰岛素 2023 年销量同比增长超 30%，目标 2024 年同比增长超行业增速；2) 门冬胰岛素 2023 年销量超过 200 万支，2024 年目标翻倍；3) 目标甘精和门冬远期市占率达到 20%。**其他产品：**利拉鲁肽公司预计 2024 年收入超过 1 亿元（人民币，下同），恩格列净贡献部分收入。
- 产品迭代加速：1) 2023-25 年多款降糖新品将申报上市/获批：**利拉鲁肽公司预计 2023 年底获批；三代新品赖脯 25R 和首个四代胰岛素超速效赖脯已进入 III 期临床，有望于 2024-25 年申报上市；甘精赖脯双胰岛素以及德谷利拉复方制剂将在 2025 年后陆续申报上市。**2) 痛风/高尿酸领域：**THDBH130 (URAT1) 已经完成 IIa 期临床试验，公司预计 12 月完成试验总结报告；THDBH151 (XO/URAT1) 已经完成 I 期临床试验。**3) 差异化布局 GLP-1：**口服小分子 GLP-1 THDBH110 降糖适应症 IND 已获批，公司正在考虑 2024 年推进减肥适应症的申报；THDBH120 (GLP-1R/GIPR) 半衰期长，目前正探索双周给药，公司预计 2023 年 12 月 IND 获批，2024 年进入 I 期。
- 积极拓展海外市场和 BD 机会：**2023 年 9 月公司与健友股份达成合作协议，主要胰岛素品种正在美国进行药学研究，公司预计 2H24-1H25 在美国申报 BLA。BD 方面，公司正围绕内分泌代谢疾病领域积极对接包括但不限于 CGM、长效 GLP-1 等相关项目，后续有望和现有业务形成协同效应。
- 当前性价比高，维持买入评级。**我们预计公司 2023/24/25 年扣非归母净利润达到 10.5 亿/12.5 亿/14.9 亿元。随着三代胰岛素放量，公司短期内业绩复苏具有较高弹性，长期创新管线价值有望持续兑现。我们维持买入评级和目标价 14.41 元，对应 2024 年 22.9x PE/1.2x PEG。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	12.39
52周低位(人民币)	9.03
市值(百万人民币)	24,029.79
日均成交量(百万)	19.23
年初至今变化(%)	32.57
200天平均价(人民币)	10.68

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	3,268	2,778	2,939	3,413	3,997
同比增长(%)		-15.0	5.8	16.1	17.1
净利润(百万人民币)	1,308	1,582	1,049	1,254	1,488
每股盈利(人民币)	0.64	0.79	0.52	0.63	0.74
同比增长(%)		23.4	-33.7	19.6	18.6
市盈率(倍)	19.0	15.4	23.2	19.4	16.4
每股账面净值(人民币)	3.09	3.28	3.68	4.15	4.71
市账率(倍)	3.94	3.71	3.31	2.93	2.59

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2023 年 11 月 28 日

通化东宝 (600867 CH)

图表 1: 通化东宝临床研发管线进度

类型	药品名称	当前进度/预计进展
胰岛素	精蛋白锌重组赖脯胰岛素 25R	25R：临床 III 期，受试者随访阶段
	超速效赖脯胰岛素（BC Lispro）	III 期临床筛选和入组中
	可溶性甘精赖脯双胰岛素（BC Combo）	于 2022 年 5 月完成 I 期首例入组
	德谷胰岛素	于 2022 年 9 月获批临床
GLP-1	利拉鲁肽	预计 2023 年底获批上市
	德谷胰岛素利拉鲁肽注射液	于 2022 年 8 月申报临床获得受理
	索马鲁肽	临床前
创新药	THDBH120（GLP-1/GIP 双受体激动剂）	预计 2023 年 12 月 IND 获批
	THDBH101（SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂）	2022 年 2 月完成 I 期首例入组
	THDBH110（口服小分子 GLP-1）	2023 年 11 月 IND 获批
URAT1	THDBH130（URAT1 抑制剂）	IIa 期试验完成，预计 4Q23 IIa 期数据读出，并进入 IIb 期试验
	THDBH151（XO/URAT1 双靶点抑制剂）	I 期临床完成

资料来源: 公司资料, 交银国际

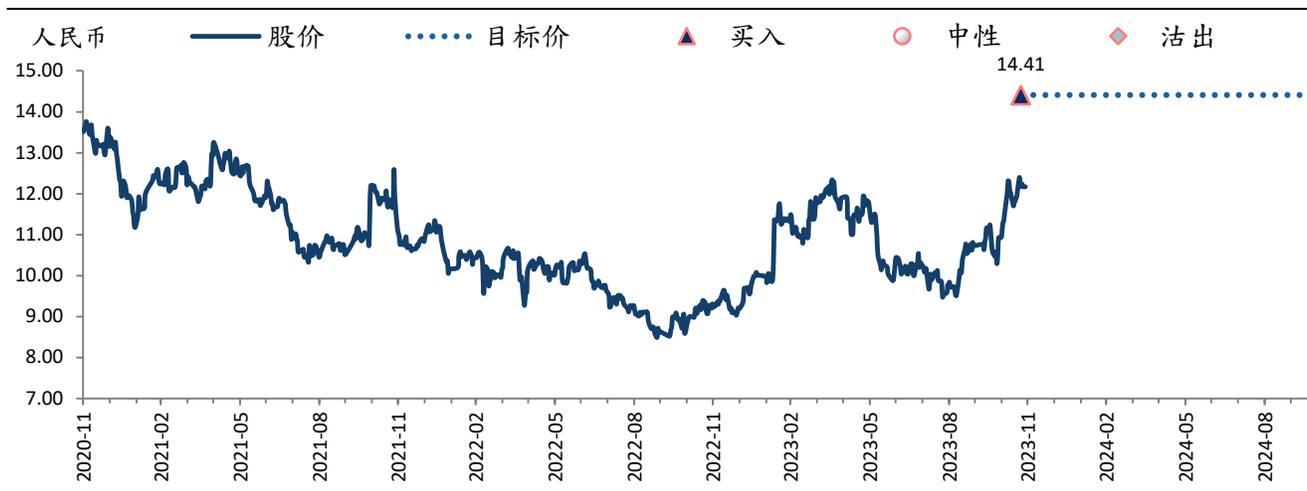
图表 2: 通化东宝 DCF 估值

(百万元)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	2,939	3,413	3,997	4,506	4,763	5,051	5,255	5,493	5,638	5,871	5,947	6,108
EBIT	1,220	1,458	1,730	1,961	2,088	2,244	2,363	2,501	2,600	2,742	2,812	2,918
EBIT*(1-T)	1,037	1,240	1,471	1,667	1,775	1,907	2,009	2,126	2,210	2,331	2,390	2,480
加：折旧摊销	176	208	239	271	303	334	364	391	416	437	455	471
减：资本性支出	(520)	(512)	(560)	(586)	(572)	(556)	(525)	(494)	(451)	(470)	(476)	(489)
减：运营资本变动	11	(68)	(157)	(159)	(113)	(81)	(73)	(65)	(57)	(56)	(46)	(35)
自由现金流	703	867	993	1,193	1,394	1,604	1,775	1,958	2,118	2,242	2,323	2,427
同比		23%	15%	20%	17%	15%	11%	10%	8%	6%	4%	4%
永续增长率	3%											
自由现金流现值	10,482											
终值现值	16,618											
企业价值	27,101											
净现金	1,630											
少数股东权益	6											
股权价值 (百万元)	28,725											
股份数量 (百万)	1994.0											
每股价值 (元)	14.41											

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 通化东宝 (600867 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医疗行业公司覆盖

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	44.00	59.00	34.1%	2023 年 10 月 31 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	22.75	28.43	25.0%	2023 年 09 月 20 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	1.76	4.40	150.2%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	47.85	57.00	19.1%	2023 年 07 月 31 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.58	7.40	12.4%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2269 HK	药明生物	买入	46.05	59.00	28.1%	2023 年 08 月 24 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	48.80	55.36	13.4%	2023 年 08 月 31 日	医疗服务
1093 HK	石药集团	买入	6.88	10.00	45.4%	2023 年 11 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	28.35	36.70	29.4%	2023 年 11 月 22 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.36	14.00	90.2%	2023 年 11 月 22 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.75	4.55	21.3%	2023 年 11 月 22 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	12.17	14.41	18.4%	2023 年 11 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	14.68	14.30	-2.6%	2023 年 11 月 22 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	46.80	49.50	5.8%	2023 年 11 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 11 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	3,268	2,778	2,939	3,413	3,997
主营业务成本	(576)	(618)	(588)	(657)	(745)
毛利	2,692	2,161	2,351	2,756	3,252
销售及管理费用	(1,255)	(1,114)	(1,034)	(1,174)	(1,363)
研发费用	(167)	(147)	(96)	(129)	(171)
其他经营净收入/费用	279	929	(1)	5	12
经营利润	1,549	1,829	1,220	1,458	1,730
其他非经营净收入/费用	(15)	1	0	0	0
税前利润	1,534	1,830	1,220	1,458	1,730
税费	(226)	(248)	(171)	(204)	(242)
非控股权益	(0)	0	(0)	0	0
净利润	1,308	1,582	1,049	1,254	1,488
作每股收益计算的净利润	1,308	1,582	1,049	1,254	1,488

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	865	788	1,158	1,630	2,156
应收账款及票据	559	422	476	519	595
存货	538	654	584	615	705
其他流动资产	200	192	192	192	192
总流动资产	2,162	2,056	2,411	2,955	3,648
投资物业	99	95	95	95	95
物业、厂房及设备	1,189	1,521	1,786	2,043	2,291
无形资产	389	487	590	699	822
其他长期资产	2,681	2,591	2,650	2,685	2,747
总长期资产	4,358	4,694	5,121	5,522	5,955
总资产	6,520	6,750	7,532	8,477	9,603
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	75	81	76	80	90
其他短期负债	194	81	81	81	81
总流动负债	269	162	157	161	171
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	3	3	3	3	3
其他长期负债	29	36	36	36	36
总长期负债	31	39	39	39	39
总负债	300	201	196	200	210
股本	2,034	1,994	1,994	1,994	1,994
储备及其他资本项目	4,181	4,551	5,337	6,278	7,394
股东权益	6,215	6,544	7,331	8,271	9,387
非控股权益	5	5	6	6	6
总权益	6,220	6,550	7,336	8,277	9,393

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	1,534	1,830	1,220	1,458	1,730
折旧及摊销	144	151	176	208	239
营运资本变动	(44)	69	11	(68)	(157)
利息调整	(1)	(1)	(12)	(18)	(25)
其他经营活动现金流	(499)	(1,186)	(171)	(204)	(242)
经营活动现金流	1,135	863	1,223	1,376	1,545
资本开支	(601)	(492)	(520)	(512)	(560)
投资活动	614	837	(71)	(79)	(88)
其他投资活动现金流	20	(1)	0	0	0
投资活动现金流	34	344	(591)	(590)	(647)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(600)	(496)	(262)	(314)	(372)
其他融资活动现金流	(96)	(788)	0	0	0
融资活动现金流	(696)	(1,284)	(262)	(314)	(372)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	392	865	788	1,158	1,630
年末现金	865	788	1,158	1,630	2,156

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.640	0.790	0.524	0.626	0.743
全面摊薄每股收益	0.640	0.790	0.524	0.626	0.743
每股账面值	3.093	3.283	3.676	4.148	4.708
利润率分析(%)					
毛利率	82.4	77.8	80.0	80.8	81.4
EBITDA利润率	51.8	71.3	47.5	48.8	49.3
EBIT利润率	47.4	65.8	41.5	42.7	43.3
净利率	40.0	56.9	35.7	36.7	37.2
盈利能力(%)					
ROA	20.1	23.4	13.9	14.8	15.5
ROE	21.0	24.2	14.3	15.2	15.8
ROIC	21.0	24.2	14.3	15.2	15.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	8.1	12.7	15.4	18.3	21.3
存货周转天数	341.1	386.5	353.7	360.4	366.9
应收账款周转天数	62.5	55.5	60.8	59.6	58.6
应付账款周转天数	47.6	47.8	45.9	47.1	46.9

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年11月28日
通化东宝 (600867 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司及山西省安装集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。