

通化东宝 (600867.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

胰岛素国产替代进程加速，业绩预告超预期

事件简评

2024年1月29日，公司发布2023年度业绩预告，2023年公司预计实现收入30.95亿元，同比增长11%；预计实现归母净利润11.78亿元，同比减少25%；实现扣非归母净利润11.73亿元，同比增长40%；单季度来看，2023年第四季度公司预计实现收入10.03亿元，同比增长48%；实现归母净利润4.18亿元，同比增长134%；实现扣非归母净利润4.16亿元，同比增长131%。

经营分析

胰岛素集采影响逐步出清，国产替代进程加速。自2022年5月开始，胰岛素国家专项集采在各省市陆续落地，在胰岛素产品价格出现下降的同时，国产替代进程大大加速。公司凭借稳健的经营策略、合理的战略安排及强大的商业化能力，实现了胰岛素各系列产品销量的全面增长，同时推动公司产品市场份额持续攀升，公司胰岛素类似物产品报告期内实现销量超60%增长。

经营效率持续提升，技术服务收入增厚利润。公司归母净利润同比减少系上年同期公司出售厦门特宝生物工程股份有限公司部分股份，带来投资收益增加形成高基数所致。报告期内，公司进一步推进降本增效，销售费用率、管理费用率均进一步改善，促进盈利水平不断提高，同时叠加从香港健友取得的技术服务收入带来的利润贡献，公司全年实现扣非净利润同比较高增长。

临床项目稳步推进，创新研发多点开花。糖尿病管线方面，公司恩格列净原料药及片剂与利拉鲁肽注射液（商品名：统博力）先后获批上市，与现有产品协同互补。痛风创新药管线方面，公司一类新药URAT1抑制剂（THDBH130片）IIa期临床试验达到主要终点，XO/URAT1抑制剂（THDBH151片）临床I期试验已完成末例出组。口服小分子GLP-1受体激动剂（THDBH110胶囊）与GLP-1/GIP双靶点受体激动剂（注射用THDBH120）均已完成I期临床试验首例受试者入组。

盈利预测、估值与评级

基于公司主要产品市场份额提升和盈利能力提升超预期的情况，我们分别上调2023-2025年公司归母净利润20%、19%、18%，预计公司2023-2025年分别实现归母净利润11.78（-25%）、13.58（+15%）、15.19（+12%）亿元，对应当前EPS分别为0.59元、0.68元、0.76元，对应当前P/E分别为16、14、12倍。维持“买入”评级。

风险提示

新产品销售推广不及预期的风险，集采续约降价超预期风险，研发进度不及预期的风险，限售股解禁风险，股权质押风险。

医药组

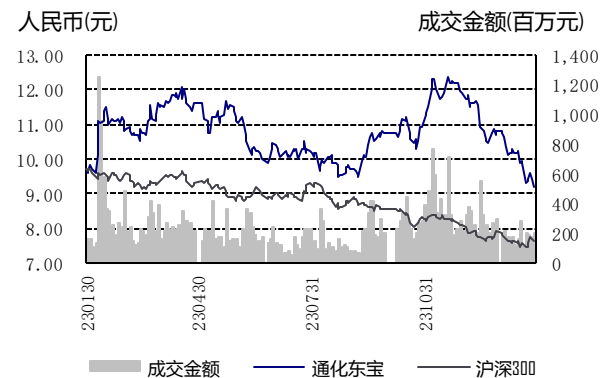
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.20元

相关报告：

1. 《胰岛素国产替代有望加速，多领域创新+海外商业化带动远期增长》，2024.1.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,268	2,778	3,095	3,597	4,032
营业收入增长率	12.99%	-14.98%	11.40%	16.22%	12.08%
归母净利润(百万元)	1,308	1,582	1,178	1,358	1,519
归母净利润增长率	40.69%	20.92%	-25.54%	15.27%	11.87%
摊薄每股收益(元)	0.643	0.793	0.591	0.681	0.762
每股经营性现金流净额	0.56	0.43	0.41	0.72	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.05%	24.17%	16.21%	16.80%	16.89%
P/E	17.04	11.57	15.57	13.51	12.08
P/B	3.59	2.80	2.52	2.27	2.04

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,892	3,268	2,778	3,095	3,597	4,032	货币资金	593	865	788	817	1,556	2,338
增长率	13.0%	-15.0%	11.4%	16.2%	12.1%		应收款项	589	659	477	936	970	1,010
主营业务成本	-588	-576	-618	-653	-757	-864	存货	538	538	654	733	788	852
%销售收入	20.3%	17.6%	22.2%	21.1%	21.0%	21.4%	其他流动资产	202	101	138	105	113	121
毛利	2,304	2,692	2,161	2,442	2,840	3,168	流动资产	1,922	2,162	2,056	2,592	3,427	4,320
%销售收入	79.7%	82.4%	77.8%	78.9%	79.0%	78.6%	%总资产	33.1%	33.2%	30.5%	34.2%	41.0%	46.5%
营业税金及附加	-11	-11	-15	-14	-17	-19	长期投资	528	557	458	458	458	458
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,288	2,392	2,678	2,737	2,787	2,827
销售费用	-909	-1,023	-934	-839	-971	-1,068	%总资产	39.4%	36.7%	39.7%	36.2%	33.3%	30.4%
%销售收入	31.4%	31.3%	33.6%	27.1%	27.0%	26.5%	无形资产	609	797	1,086	1,331	1,233	1,242
管理费用	-182	-232	-181	-176	-201	-222	非流动资产	3,881	4,358	4,694	4,978	4,930	4,980
%销售收入	6.3%	7.1%	6.5%	5.7%	5.6%	5.5%	%总资产	66.9%	66.8%	69.5%	65.8%	59.0%	53.5%
研发费用	-107	-167	-147	-124	-162	-202	资产总计	5,803	6,520	6,750	7,570	8,357	9,299
%销售收入	3.7%	5.1%	5.3%	4.0%	4.5%	5.0%	短期借款	0	0	0	61	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,094	1,259	886	1,289	1,489	1,658	应付款项	140	145	122	141	164	187
%销售收入	37.8%	38.5%	31.9%	41.6%	41.4%	41.1%	其他流动负债	68	124	40	65	75	84
财务费用	-6	8	13	15	23	40	流动负债	208	269	162	267	240	271
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	6	-25	-6	0	0	0	其他长期负债	36	31	39	31	31	31
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	244	300	201	298	271	302
投资收益	40	297	929	60	60	60	普通股股东权益	5,554	6,215	6,544	7,266	8,081	8,992
%税前利润	3.6%	19.3%	50.8%	4.4%	3.8%	3.4%	其中：股本	2,034	2,034	1,994	1,994	1,994	1,994
营业利润	1,181	1,549	1,829	1,364	1,572	1,758	未分配利润	1,951	2,701	3,026	3,732	4,547	5,458
%营业收入	40.8%	47.4%	65.8%	44.1%	43.7%	43.6%	少数股东权益	5	5	5	5	5	5
营业外收支	-73	-15	1	-2	-2	-2	负债股东权益合计	5,803	6,520	6,750	7,570	8,357	9,299
税前利润	1,108	1,534	1,830	1,362	1,570	1,756							
利润率	38.3%	47.0%	65.8%	44.0%	43.6%	43.6%							
所得税	-178	-226	-248	-184	-212	-237							
所得税率	16.0%	14.7%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%							
净利润	930	1,309	1,582	1,178	1,358	1,519							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	930	1,308	1,582	1,178	1,358	1,519							
净利率	32.2%	40.0%	56.9%	38.1%	37.7%	37.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	930	1,309	1,582	1,178	1,358	1,519	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.457	0.643	0.793	0.591	0.681	0.762
非现金支出	148	168	140	175	188	201	每股净资产	2.731	3.056	3.283	3.645	4.053	4.511
非经营收益	31	-299	-927	-67	-56	-58	每股经营现金净流	0.586	0.558	0.433	0.413	0.716	0.793
营运资金变动	82	-44	69	-462	-63	-80	每股股利	0.210	0.300	0.250	0.236	0.272	0.305
经营活动现金净流	1,192	1,135	863	823	1,427	1,581	回报率						
资本开支	-478	-580	-493	-457	-142	-252	净资产收益率	16.74%	21.05%	24.17%	16.21%	16.80%	16.89%
投资	-172	591	817	0	0	0	总资产收益率	16.02%	20.06%	23.43%	15.56%	16.25%	16.33%
其他	34	24	20	60	60	60	投入资本收益率	16.52%	17.26%	11.68%	15.21%	15.93%	15.93%
投资活动现金净流	-617	34	344	-397	-82	-192	增长率						
股权募资	0	0	0	16	0	0	主营业务收入增长率	4.14%	12.99%	-14.98%	11.40%	16.22%	12.08%
债权募资	-125	0	0	60	-61	0	EBIT增长率	14.82%	15.09%	-29.68%	45.57%	15.51%	11.32%
其他	-356	-696	-1,284	-473	-545	-608	净利润增长率	14.63%	40.69%	20.92%	-25.54%	15.27%	11.87%
筹资活动现金净流	-481	-696	-1,284	-397	-606	-608	总资产增长率	8.47%	12.35%	3.53%	12.14%	10.40%	11.28%
现金净流量	95	473	-77	29	739	782	资产管理能力						
							应收账款周转天数	67.0	59.8	64.5	100.0	88.0	81.0
							存货周转天数	361.8	341.0	352.2	410.0	380.0	360.0
							应付账款周转天数	42.6	45.4	46.1	49.0	49.0	49.0
							固定资产周转天数	136.0	132.8	199.8	174.5	145.0	124.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-13.38%	-14.50%	-12.92%	-11.20%	-19.96%	-26.63%
							EBIT利息保障倍数	179.9	-155.7	-65.8	-88.2	-66.0	-41.1
							资产负债率	4.20%	4.60%	2.97%	3.94%	3.24%	3.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-01-24	买入	9.37	11.42~11.42

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806