

通化东宝 (600867.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

胰岛素销量全面增长，研发项目稳步推进

事件简评

2024年3月28日，公司发布2023年年度报告，2023年公司实现收入30.75亿元，同比增长11%；实现归母净利润11.68亿元，同比减少26%；实现扣非归母净利润11.68亿元，同比增长39%。单季度来看，2023年第四季度公司实现收入9.84亿元，同比增长45%；实现归母净利润4.08亿元，同比增长128%；实现扣非归母净利润4.11亿元，同比增长128%。

经营分析

胰岛素销量全面增长，国产替代进程加速。自2022年5月始，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，2023年公司胰岛素全系列产品销量为8322.12万支，同比增长12.84%，其中胰岛素类似物销量同比增长超60%，产品销量的提升大幅抵消胰岛素集采落地后降价带来的影响。

聚焦内分泌代谢，布局多适应症产品。公司持续拓宽内分泌代谢治疗领域的研发潜力，目前已将治疗领域由糖尿病拓宽至痛风/高尿酸血症治疗领域。同时公司不断探索布局拥有降糖、减重、非酒精性脂肪性肝炎(NASH)等多适应症且具有高临床价值的产品，在研项目包含3款糖尿病治疗领域一类新药、2款痛风/高尿酸血症治疗领域一类新药以及痛风治疗领域化学口服药物。在糖尿病治疗领域，公司GLP-1/GIP双靶点受体激动剂(注射用THDBH120)于2023年12月完成降糖适应症临床Ia期首例受试者入组，于2024年2月获得减重适应症临床试验申请受理通知书；口服小分子GLP-1受体激动剂(THDBH110胶囊)于2023年12月完成临床I期首例受试者入组。在痛风治疗领域，公司THDBH130片于2024年1月完成关键IIa期临床试验并达到主要终点；THDBH151片目前I期临床试验完成总结报告。公司研发工作顺利推进，为长期发展奠定坚实基础。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年分别实现归母净利润13.35(+14%)、14.89(+11%)、16.52(+11%)亿元，对应当前EPS分别为0.67元、0.75元、0.83元，对应当前P/E分别为15、13、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)：9.92 元

相关报告：

- 《通化东宝公司点评：胰岛素国产替代进程加速，业绩预告超预期》，2024.1.30
- 《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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,778	3,075	3,501	3,871	4,246
营业收入增长率	-14.98%	10.69%	13.83%	10.59%	9.67%
归母净利润(百万元)	1,582	1,168	1,335	1,489	1,652
归母净利润增长率	20.92%	-26.17%	14.35%	11.47%	10.97%
摊薄每股收益(元)	0.793	0.586	0.670	0.747	0.829
每股经营性现金流净额	0.43	0.43	0.51	0.75	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.17%	16.19%	16.59%	16.47%	16.21%
P/E	11.57	18.49	14.81	13.29	11.97
P/B	2.80	2.99	2.46	2.19	1.94

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,268	2,778	3,075	3,501	3,871	4,246
增长率		-15.0%	10.7%	13.8%	10.6%	9.7%
主营业务成本	-576	-618	-613	-823	-930	-1,032
%销售收入	17.6%	22.2%	19.9%	23.5%	24.0%	24.3%
毛利	2,692	2,161	2,463	2,677	2,942	3,214
%销售收入	82.4%	77.8%	80.1%	76.5%	76.0%	75.7%
营业税金及附加	-11	-15	-14	-16	-18	-20
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,023	-934	-913	-896	-960	-1,036
%销售收入	31.3%	33.6%	29.7%	25.6%	24.8%	24.4%
管理费用	-232	-181	-134	-158	-170	-183
%销售收入	7.1%	6.5%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-167	-147	-105	-140	-163	-174
%销售收入	5.1%	5.3%	3.4%	4.0%	4.2%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	1,259	886	1,296	1,467	1,631	1,802
%销售收入	38.5%	31.9%	42.2%	41.9%	42.1%	42.4%
财务费用	8	13	6	18	32	50
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.8%	-1.2%
资产减值损失	-25	-6	-36	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0
投资收益	297	929	92	60	60	60
%税前利润	19.3%	50.8%	6.7%	3.9%	3.5%	3.1%
营业利润	1,549	1,829	1,365	1,546	1,723	1,912
%营业利润率	47.4%	65.8%	44.4%	44.2%	44.5%	45.0%
营业外收支	-15	1	1	-2	-2	-2
税前利润	1,534	1,830	1,366	1,544	1,721	1,910
利润率	47.0%	65.8%	44.4%	44.1%	44.5%	45.0%
所得税	-226	-248	-198	-208	-232	-258
所得税率	14.7%	13.5%	14.5%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	1,309	1,582	1,168	1,335	1,489	1,652
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,308	1,582	1,168	1,335	1,489	1,652
净利率	40.0%	56.9%	38.0%	38.1%	38.5%	38.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,309	1,582	1,168	1,335	1,489	1,652
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	168	140	221	171	184	198
非经营收益	-299	-927	-78	-72	-58	-58
营运资金变动	-44	69	-449	-416	-124	-74
经营活动现金净流	1,135	863	862	1,018	1,491	1,718
资本开支	-580	-493	-348	-381	-272	-302
投资	591	817	2	0	0	0
其他	24	20	23	60	60	60
投资活动现金净流	34	344	-322	-321	-212	-242
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	150	-147	0	0
其他	-696	-1,284	-374	-503	-498	-498
筹资活动现金净流	-696	-1,284	-224	-650	-498	-498
现金净流量	473	-77	316	47	780	977

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	865	788	1,104	1,151	1,931	2,909
应收款项	659	477	879	963	1,065	1,110
存货	538	654	705	925	968	1,018
其他流动资产	101	138	128	115	122	130
流动资产	2,162	2,056	2,816	3,154	4,087	5,166
%总资产	33.2%	30.5%	36.2%	37.9%	43.7%	49.1%
长期投资	557	458	534	534	534	534
固定资产	2,392	2,678	2,671	2,745	2,809	2,865
%总资产	36.7%	39.7%	34.4%	33.0%	30.1%	27.2%
无形资产	797	1,086	1,356	1,443	1,465	1,511
非流动资产	4,358	4,694	4,955	5,175	5,261	5,364
%总资产	66.8%	69.5%	63.8%	62.1%	56.3%	50.9%
资产总计	6,520	6,750	7,771	8,329	9,348	10,530
短期借款	0	0	150	0	0	0
应付款项	145	122	271	171	191	211
其他流动负债	124	40	99	74	82	91
流动负债	269	162	520	245	273	302
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	39	35	31	31	31
负债	300	201	555	276	304	333
普通股股东权益	6,215	6,544	7,211	8,048	9,038	10,192
其中：股本	2,034	1,994	1,994	1,994	1,994	1,994
未分配利润	2,701	3,026	3,697	4,534	5,525	6,678
少数股东权益	5	5	5	5	5	5
负债股东权益合计	6,520	6,750	7,771	8,329	9,348	10,530

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.643	0.793	0.586	0.670	0.747	0.829
每股净资产	3.056	3.283	3.617	4.037	4.534	5.112
每股经营现金净流	0.558	0.433	0.432	0.511	0.748	0.862
每股股利	0.210	0.300	0.250	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	21.05%	24.17%	16.19%	16.59%	16.47%	16.21%
总资产收益率	20.06%	23.43%	15.03%	16.03%	15.92%	15.69%
投入资本收益率	17.26%	11.68%	15.03%	15.76%	15.60%	15.28%
增长率						
主营业务收入增长率	12.99%	-14.98%	10.69%	13.83%	10.59%	9.67%
EBIT增长率	15.09%	-29.68%	46.40%	13.20%	11.15%	10.46%
净利润增长率	40.69%	20.92%	-26.17%	14.35%	11.47%	10.97%
总资产增长率	12.35%	3.53%	15.13%	7.18%	12.23%	12.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.8	64.5	72.1	90.0	90.0	85.0
存货周转天数	341.0	352.2	404.8	410.0	380.0	360.0
应付账款周转天数	45.4	46.1	58.6	49.0	49.0	49.0
固定资产周转天数	132.8	199.8	160.4	138.2	121.6	107.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.50%	-12.92%	-13.99%	-14.99%	-21.97%	-29.07%
EBIT利息保障倍数	-155.7	-65.8	-232.5	-79.7	-51.1	-36.0
资产负债率	4.60%	2.97%	7.14%	3.31%	3.26%	3.16%

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
买入	0	0	5	6	21
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.17	1.25	1.00

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
2	2024-01-30	买入	9.20	N/A

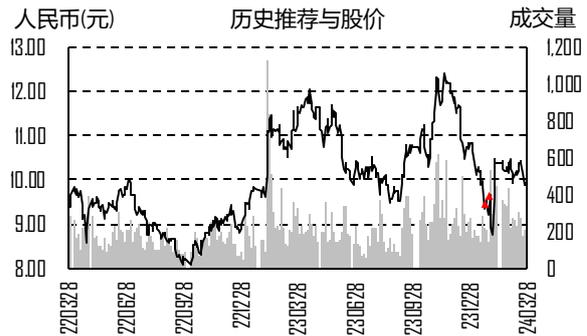
来源：国金证券研究所

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806