

产品结构持续优化，胰岛素国际化进程加速

2024 年 03 月 29 日

► **集采加速国产替代，公司经营业绩恢复增长。**2023 年 3 月 28 日，公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 30.75 亿元，同比增长 10.69%；实现扣非归母净利润 11.68 亿元，同比增长 38.88%。

► **产品结构持续优化，胰岛素各系列产品销量的全面增长。**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，推动公司产品市场份额持续攀升。2023 年，公司人胰岛素市场份额超 40%，稳居行业第一。公司甘精胰岛素市场份额持续快速增长，2023 年近 10%。2023 年公司胰岛素全系列产品销量为 8,322.12 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，并带动营业收入同比实现强劲增长。

► **研发管线稳步推进，不断拓宽治疗领域。**公司深耕内分泌代谢治疗领域，在胰岛素类似物方面，赖脯胰岛素注射液 25R 目前处于 III 期临床总结阶段，超速效赖脯胰岛素注射液进入临床 III 期，可溶性甘精赖脯双胰岛素注射液已达到 I 期临床终点。此外公司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。糖尿病领域，公司拥有 SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂、GLP-1/GIP 受体双靶点激动剂、口服非肽类小分子 GLP-1 受体激动剂，目前这三款药物均处于临床 I 期；痛风领域，公司拥有 URAT1 排尿酸药物，目前处于临床 II 期，XO/URAT1 双靶点抑制剂，目前 I 期临床试验完成总结报告。此外，公司还进行了痛风治疗领域化学口服药物依托考昔片的研发，这是最新一代的选择性环氧酶-2 (COX-2) 抑制剂，2023 年 9 月，收到国家药品监督管理局下发的依托考昔片申报生产的受理通知书。

► **加速胰岛素国际化步伐，扩大产品海外布局。**2023 年上半年，公司人胰岛素注射液上市许可申请已获得欧洲药品管理局正式受理，2023 年下半年，公司与健友股份达成战略合作，共同进军美国胰岛素市场。GLP-1RA 方面，利拉鲁肽注射液国内获批上市，公司也在加速与科兴制药合作在海外 17 个新兴市场利拉鲁肽的注册和申报。

► **投资建议：**公司深耕糖尿病领域，不断拓宽治疗领域，胰岛素国际化进程不断加速，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 34.46/38.50/44.60 亿元，实现净利润 13.52/15.18/17.39 亿元，对应 PE 为 15/13/12 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,075	3,446	3,850	4,460
增长率 (%)	10.7	12.0	11.7	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,168	1,352	1,518	1,739
增长率 (%)	-26.2	15.8	12.3	14.6
每股收益 (元)	0.59	0.68	0.76	0.87
PE	17	15	13	12
PB	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.25 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

- 1.通化东宝 (600867.SH) 深度研究：创新产品加速企业转型，海外商业化蓄势待发-2023/12/08
- 2.通化东宝 (600867.SH) 2023 年三季报点评：胰岛素销量持续增长，研发管线成果逐步兑现-2023/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,075	3,446	3,850	4,460
营业成本	613	689	770	892
营业税金及附加	14	14	15	18
销售费用	913	1,027	1,136	1,316
管理费用	134	165	185	214
研发费用	105	131	158	214
EBIT	1,274	1,427	1,594	1,815
财务费用	-6	-8	-17	-29
资产减值损失	-15	0	0	0
投资收益	92	138	154	178
营业利润	1,365	1,572	1,765	2,023
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,366	1,572	1,765	2,023
所得税	198	220	247	283
净利润	1,168	1,352	1,518	1,739
归属于母公司净利润	1,168	1,352	1,518	1,739
EBITDA	1,459	1,725	2,016	2,273

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,104	1,895	2,862	3,798
应收账款及票据	794	755	844	978
预付款项	34	43	49	54
存货	705	733	738	794
其他流动资产	178	163	168	175
流动资产合计	2,816	3,589	4,661	5,799
长期股权投资	399	537	691	869
固定资产	1,351	2,594	2,510	2,483
无形资产	670	1,303	1,263	1,254
非流动资产合计	4,955	4,980	5,011	5,153
资产合计	7,771	8,570	9,672	10,952
短期借款	150	150	150	150
应付账款及票据	116	91	93	98
其他流动负债	254	92	97	110
流动负债合计	520	333	340	357
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	555	368	375	392
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	7,216	8,202	9,297	10,560
负债和股东权益合计	7,771	8,570	9,672	10,952

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.69	12.04	11.75	15.84
EBIT 增长率	43.69	11.97	11.75	13.88
净利润增长率	-26.17	15.78	12.29	14.57
盈利能力 (%)				
毛利率	80.08	80.00	80.00	80.00
净利润率	37.97	39.24	39.43	39.00
总资产收益率 ROA	15.03	15.78	15.70	15.88
净资产收益率 ROE	16.19	16.49	16.34	16.48
偿债能力				
流动比率	5.41	10.79	13.70	16.23
速动比率	3.92	8.34	11.27	13.75
现金比率	2.12	5.69	8.41	10.63
资产负债率 (%)	7.14	4.29	3.88	3.58
经营效率				
应收账款周转天数	94.12	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	420.14	388.00	350.00	325.00
总资产周转率	0.42	0.42	0.42	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.68	0.76	0.87
每股净资产	3.62	4.11	4.66	5.29
每股经营现金流	0.43	0.68	0.85	0.92
每股股利	0.25	0.21	0.24	0.27
估值分析				
PE	17	15	13	12
PB	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.35	11.29	9.66	8.57
股息收益率 (%)	2.44	2.07	2.33	2.67

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,168	1,352	1,518	1,739
折旧和摊销	185	298	422	458
营运资金变动	-449	-170	-96	-185
经营活动现金流	862	1,348	1,695	1,840
资本开支	-348	-186	-298	-422
投资	2	0	0	0
投资活动现金流	-322	-186	-298	-422
股权募资	0	0	0	0
债务募资	150	0	0	0
筹资活动现金流	-224	-372	-429	-481
现金净流量	316	790	967	936

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