

## 三代胰岛素快速增长，加速推进胰岛素国际化

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年报，实现营业收入30.8亿元（+10.7%），归属于母公司的净利润13.7亿元（-25.4%），归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润11.7亿元（+38.9%）。
- **胰岛素类似物2023年实现销量超60%增长，利润率稳步提升。**2023年公司业绩保持稳健增长，胰岛素全系列产品销量为8322.12万支，同比增长12.84%，尤其胰岛素类似物2023年实现销量超60%增长。根据医药魔方数据，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快速增长至近10%。毛利率80.1%（+2.3pp）；扣非后净利率38%（+7.7pp），利润率稳步提升。费用率管控良好，研发费用率3.4%（-1.9pp），销售费用率29.7%（-3.9pp），管理费用率4.4%（-2.1pp）。
- **与健友股份战略合作，进军美国胰岛素市场。**根据协议，通化东宝与健友股份将根据美国FDA药品注册要求，共同开展上述三种胰岛素合作产品的开发和生产，同时健友股份将获得产品上市后在美国市场独家商业化权益。公司人胰岛素欧盟注册III期临床试验2022年已全部完成，上市申请获正式受理，胰岛素类似物在多个发展中国家注册准备及申请工作稳步推进，胰岛素出海有望2024年开始贡献业绩增量。此外，公司甘精胰岛素已在多个发展中国家开展注册资料的准备及申请工作，同时完成了门冬胰岛素在发展中国家进行注册申请的前期准备工作。利拉鲁肽注射液2023年12月获批上市，公司将携手科兴制药共同开拓17个海外新兴市场。
- **公司创新管线储备丰富，为公司未来持续增长注入强大动力。**在研项目包含3款糖尿病治疗领域一类新药、2款痛风/高尿酸血症领域一类新药等。URAT1抑制剂2024年1月完成了关键IIa期临床达到主要终点目标，THDBH110（小分子GLP-1）2023年12月完成一期临床首例患者入组，注射用THDBH120（GLP-1/GIP）分别于2023年12月和2024年2月获批降糖和减重IND。URAT1/XO双靶抑制剂一期临床完成总结报告。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国产胰岛素龙头企业，集采扰动基本出清，新品陆续上市放量，国际化战略也稳步推进。我们预计2024-2026年扣非归母净利润为13、14.4、16.1亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险，研发不及预期风险，产品商业化不及预期风险等。

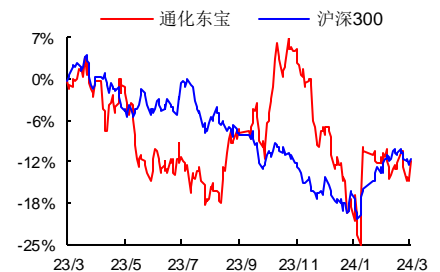
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3075.42	3452.79	3883.58	4410.90
增长率	10.69%	12.27%	12.48%	13.58%
归属母公司净利润（百万元）	1167.84	1296.97	1438.24	1612.98
增长率	-26.17%	11.06%	10.89%	12.15%
每股收益EPS（元）	0.59	0.65	0.72	0.81
净资产收益率ROE	16.18%	15.67%	15.21%	14.96%
PE	17	16	14	13
PB	2.83	2.47	2.16	1.90

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	19.94
流通A股(亿股)	19.92
52周内股价区间(元)	8.78-12.39
总市值(亿元)	204.35
总资产(亿元)	77.71
每股净资产(元)	3.62

### 相关研究

1. 通化东宝（600867）：业绩稳健增长，加速推进国际化进程（2023-11-01）
2. 通化东宝（600867）：合作进军美国市场，持续加速国际化进程（2023-09-19）
3. 通化东宝（600867）：集采扰动基本出清，创新管线打开成长空间（2023-09-15）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：三代胰岛素快速放量，二代胰岛素保持稳定，生物制品产品销量 2024-2026 年增速分别为 13.1%、13%、14.1%，毛利率维持在 84.5%；

假设 2：受胰岛素增长带动注射笔等医疗器械需求，医疗器械产品销量 2024-2026 年增速分别为 11%、14%、14%，毛利率维持在 50%；

假设 3：随着公司化药和中成药品种生产批件增加，假设中成药和化药产品销量 2024-2026 年增速分别为 22.8%、23.9%、24%，毛利率维持在 55%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
生物制品	收入	2630.0	2975.2	3361.0	3835.3
	增速	10.6%	13.1%	13.0%	14.1%
	毛利率	83.0%	84.5%	84.5%	84.5%
医疗器械	收入	210.3	233.4	266.1	303.4
	增速	-34.7%	11.0%	14.0%	14.0%
	毛利率	55.4%	50.0%	50.0%	50.0%
中成药和化药	收入	73.6	90.4	112.0	139.0
	增速	-5.6%	22.8%	23.9%	24.0%
	毛利率	54.3%	55.0%	55.0%	55.0%
房地产、建材	收入	15.7	15.7	15.7	15.7
	增速	42.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
其他	收入	145.8	145.8	145.8	145.8
	增速	305.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	59.3%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	3075.4	3452.8	3883.6	4410.9
	增速	10.7%	12.3%	12.5%	13.6%
	毛利率	80.1%	80.1%	80.2%	80.3%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3075.42	3452.79	3883.58	4410.90	净利润	1167.92	1296.97	1438.24	1612.98
营业成本	612.77	687.27	768.95	868.18	折旧与摊销	185.32	211.96	211.96	211.96
营业税金及附加	14.04	15.76	17.73	20.14	财务费用	-5.58	0.45	3.88	4.41
销售费用	912.83	1070.37	1223.33	1407.08	资产减值损失	-15.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	134.47	189.90	233.01	264.65	经营营运资本变动	-217.25	-105.25	107.54	-11.18
财务费用	-5.58	0.45	3.88	4.41	其他	-253.62	-140.99	-203.12	-213.38
资产减值损失	-15.28	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>861.52</b>	<b>1263.14</b>	<b>1558.51</b>	<b>1604.79</b>
投资收益	91.93	150.00	195.00	215.00	资本支出	-202.98	-613.00	-611.00	-632.00
公允价值变动损益	0.52	0.52	0.59	0.55	其他	-119.01	150.52	195.59	215.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-321.99</b>	<b>-462.48</b>	<b>-415.41</b>	<b>-416.45</b>
<b>营业利润</b>	<b>1365.08</b>	<b>1514.55</b>	<b>1677.26</b>	<b>1881.99</b>	短期借款	150.00	-150.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.81	-2.71	-1.11	-0.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1365.90</b>	<b>1511.85</b>	<b>1676.16</b>	<b>1881.04</b>	股权融资	-19.40	0.00	0.00	0.00
所得税	197.97	214.88	237.92	268.06	支付股利	-495.93	-233.57	-259.39	-287.65
净利润	1167.92	1296.97	1438.24	1612.98	其他	141.38	-5.73	-3.88	-4.41
少数股东损益	0.09	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-223.95</b>	<b>-389.30</b>	<b>-263.28</b>	<b>-292.06</b>
归属母公司股东净利润	1167.84	1296.97	1438.24	1612.98	<b>现金流量净额</b>	<b>316.14</b>	<b>411.36</b>	<b>879.82</b>	<b>896.29</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1104.20	1515.56	2395.38	3291.67	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	837.73	1422.34	1316.37	1337.85	销售收入增长率	10.69%	12.27%	12.48%	13.58%
存货	705.35	677.75	459.37	343.10	营业利润增长率	-25.36%	10.95%	10.74%	12.21%
其他流动资产	169.08	98.52	103.89	110.45	净利润增长率	-26.17%	11.05%	10.89%	12.15%
长期股权投资	398.81	398.81	398.81	398.81	EBITDA 增长率	-20.75%	11.79%	9.62%	10.84%
投资性房地产	99.23	99.23	99.23	99.23	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2670.68	3014.27	3360.86	3720.45	毛利率	80.08%	80.10%	80.20%	80.32%
无形资产和开发支出	1338.26	1397.48	1451.71	1513.94	三费率	33.87%	36.51%	37.60%	38.00%
其他非流动资产	448.04	446.25	444.47	442.69	净利率	37.98%	37.56%	37.03%	36.57%
<b>资产总计</b>	<b>7771.37</b>	<b>9070.23</b>	<b>10030.10</b>	<b>11258.21</b>	ROE	16.18%	15.67%	15.21%	14.96%
短期借款	150.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.03%	14.30%	14.34%	14.33%
应付和预收款项	205.20	760.90	541.93	444.70	ROIC	21.86%	22.20%	22.92%	24.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	50.23%	50.02%	48.75%	47.57%
其他负债	199.88	34.92	34.92	34.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>555.08</b>	<b>795.82</b>	<b>576.85</b>	<b>479.62</b>	总资产周转率	0.42	0.41	0.41	0.41
股本	1993.62	1993.62	1993.62	1993.62	固定资产周转率	2.14	2.69	3.39	4.37
资本公积	622.56	622.56	622.56	622.56	应收账款周转率	5.06	4.57	4.99	4.88
留存收益	4724.57	5787.97	6966.81	8292.15	存货周转率	0.89	0.99	1.34	2.15
归属母公司股东权益	7211.20	8269.32	9448.16	10773.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.71%	—	—	—
少数股东权益	5.09	5.09	5.09	5.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7216.28</b>	<b>8274.40</b>	<b>9453.25</b>	<b>10778.58</b>	资产负债率	7.14%	8.77%	5.75%	4.26%
负债和股东权益合计	7771.37	9070.23	10030.10	11258.21	带息债务/总负债	27.02%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.41	4.88	7.89	11.43
					速动比率	4.06	3.99	7.04	10.66
					股利支付率	42.47%	18.01%	18.04%	17.83%
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1544.83	1726.96	1893.11	2098.36	<b>每股指标</b>				
PE	17.50	15.76	14.21	12.67	每股收益	0.59	0.65	0.72	0.81
PB	2.83	2.47	2.16	1.90	每股净资产	3.62	4.15	4.74	5.40
PS	6.64	5.92	5.26	4.63	每股经营现金	0.43	0.63	0.78	0.80
EV/EBITDA	12.10	10.50	9.12	7.80	每股股利	0.25	0.12	0.13	0.14
股息率	2.43%	1.14%	1.27%	1.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---