

医药	收盘价 人民币 10.18	目标价 人民币 14.00	潜在涨幅 +37.6%	2024年4月29日
----	------------------	------------------	----------------	------------

通化东宝 (600867 CH)

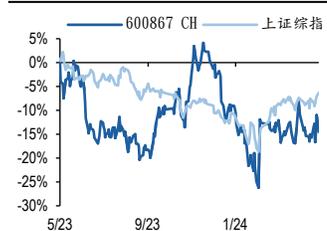
胰岛素续约集采结果利好三代产品份额爬坡，下半年收入放量可期

- ⊕ **胰岛素集采落地，门冬 30 和门冬 50 首次纳入并以 A1 类中标：**第二轮胰岛素集采落地，公司全系列胰岛素产品成功以 A 类中选，其中甘精胰岛素和新品预混型门冬胰岛素（门冬胰岛素 30 与门冬胰岛素 50）均以 A1 类中选，将有助于加速产品的进院准入和销售放量。基础签约量外，公司还将获得 B 类、C 类中选产品未分配的采购需求量和未中选产品的采购需求量，该部分合计超过 3,300 万支（大部分来自三代）。从价格来看，二代和甘精的降幅在 10-20% 之间，整体较温和；门冬系列虽然降幅更大，但我们预计分配量的提升足以弥补降价影响。
- ⊕ **1Q 合理调整发货节奏，2H 收入放量可期：**1Q24 公司收入/扣非净利润分别同比-11.1%/-13.0%，主要由于：为了减少新一轮集采相关的差额一次性冲销或返还，公司在 1 季度合理调控发货节奏，减少胰岛素产品发货。2024 年 1-4 月，公司预计甘精销量同比+20%，门冬 30 销量同比+80%；综合考虑集采结果的执行节奏，我们看好 2H 三代产品在收入端的放量。此外，公司也正加快利拉鲁肽的挂网和入院，预计 2H 销售将放量。
- ⊕ **出海、研发稳步推进：**出海：公司的二代产品于 2024 年 4 月已经完成欧盟 GMP 验厂，公司预计 2024 年底-1H25 将获批上市，获批后将有利于加速产品在其他非法规市场的商业化；三代产品将于 2-3Q24 在欧洲进入临床研究，并于 2024 年完成研究工作，2025 年在欧美申报 BLA。**早研：**1) GLP-1/GIP 双靶点减重适应症已获得 IND 批准；2) 痛风领域，关注 URAT1/XO 双靶药物的 IIa 期已开始首例给药；3) 超速效赖脯胰岛素 III 期临床将于 1H24 完成入组，并有望于 2025 年申报 BLA。
- ⊕ **维持目标价不变：**我们微调 2024-26 年收入预测-2/+2%/-0.3%至 33.8 亿/38.8 亿/42.8 亿元，考虑到：1) 集采续标虽然短期内影响发货、导致渠道库存差额冲销，但我们预计公司三代产品的销量市场份额将快速提升至 20% 以上；2) 根据本次集采结果，公司在标外市场中的份额也有望进一步提升。我们调整 2024-26 年净利润预测-2%/+3%/+1%至 12.7 亿/14.7 亿/16.4 亿元。基于 DCF 模型，我们维持公司 14.0 元目标价不变。

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)	8.78
市值(百万人民币)	20,136.85
日均成交量(百万)	83.68
年初至今变化(%)	(6.00)
200天平均价(人民币)	10.65

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	2,778	3,075	3,383	3,876	4,278
同比增长(%)	-15.0	10.7	10.0	14.6	10.4
净利润(百万人民币)	1,582	1,168	1,271	1,469	1,643
每股盈利(人民币)	0.79	0.58	0.63	0.73	0.82
同比增长(%)	23.4	-26.2	8.8	15.5	11.9
前EPS预测值(人民币)			0.64	0.71	0.82
调整幅度(%)			-1.5	2.7	0.6
市盈率(倍)	12.9	17.5	16.0	13.9	12.4
每股账面净值(人民币)	3.28	3.62	4.09	4.65	5.26
市账率(倍)	3.10	2.81	2.49	2.19	1.93

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>

图表1: 通化东宝财务预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,383	3,456	-2.09%	3,876	3,811	1.69%	4,278	4,289	-0.26%
毛利润	2,732	2,792	-2.16%	3,133	3,079	1.74%	3,488	3,497	-0.26%
毛利率	80.74%	80.80%	-0.1pct	80.84%	80.80%	0.0pct	90.00%	81.54%	8.5pct
归母净利润	1,271	1,291	-1.51%	1,469	1,430	2.68%	1,643	1,632	0.65%

资料来源: 交银国际预测

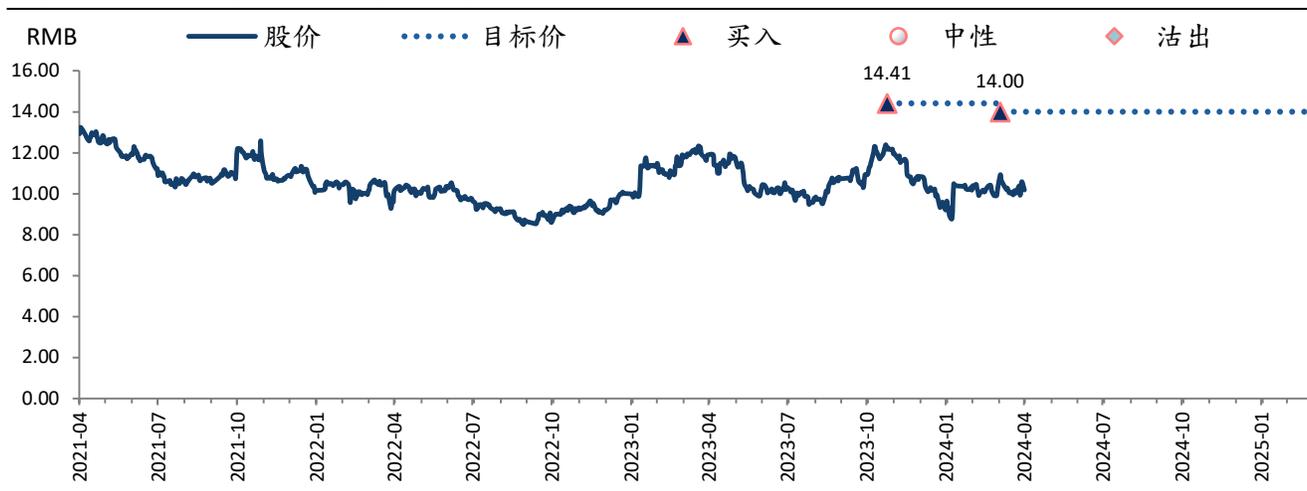
图表 2: 通化东宝 DCF 估值

(百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	3,383	3,876	4,278	4,550	4,717	4,885	4,971	5,137	5,153	5,246	5,331
EBIT	1,487	1,717	1,921	2,074	2,183	2,295	2,372	2,490	2,538	2,620	2,689
EBIT*(1-T)	1,264	1,460	1,633	1,763	1,855	1,951	2,016	2,116	2,157	2,227	2,286
加: 折旧摊销	208	240	271	302	332	360	384	406	423	438	450
减: 资本性支出	(508)	(543)	(556)	(546)	(519)	(489)	(447)	(411)	(412)	(420)	(426)
减: 运营资本变动	(64)	(124)	(131)	(91)	(59)	(43)	(30)	(30)	(19)	(10)	(24)
自由现金流	901	1,033	1,217	1,429	1,609	1,780	1,923	2,081	2,149	2,235	2,285
同比	-8%	15%	18%	17%	13%	11%	8%	8%	3%	4%	2%
永续增长率	3%										
自由现金流现值	10,483										
终值现值	15,986										
企业价值	26,469										
净现金	1,450										
少数股东权益	5										
股权价值 (百万元)	27,914										
股份数量 (百万)	1993.7										
每股价值 (元)	14.00										

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: 交银国际医药行业覆盖公司

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	27.85	56.00	101.1%	2024 年 03 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	49.00	70.00	42.9%	2024 年 03 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	11.76	27.75	136.0%	2024 年 03 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.94	4.40	368.5%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.74	7.40	56.1%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	21.90	42.00	91.8%	2024 年 02 月 02 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	13.96	16.20	16.1%	2024 年 03 月 27 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	33.95	49.00	44.3%	2024 年 03 月 28 日	医疗服务
002422 CH	科伦药业	买入	32.83	40.00	21.8%	2024 年 04 月 29 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.81	4.80	70.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	10.18	14.00	37.6%	2024 年 04 月 01 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.40	11.50	112.9%	2024 年 02 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	买入	6.60	10.00	51.5%	2023 年 11 月 22 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	46.18	45.50	-1.5%	2024 年 04 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	17.48	16.00	-8.5%	2024 年 03 月 27 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2,778	3,075	3,383	3,876	4,278
主营业务成本	(618)	(613)	(652)	(743)	(790)
毛利	2,161	2,463	2,732	3,133	3,488
销售及管理费用	(1,114)	(1,047)	(1,140)	(1,279)	(1,399)
研发费用	(147)	(105)	(135)	(174)	(214)
其他经营净收入/费用	929	55	30	38	46
经营利润	1,829	1,365	1,487	1,717	1,921
其他非经营净收入/费用	1	1	0	0	0
税前利润	1,830	1,366	1,487	1,717	1,921
税费	(248)	(198)	(215)	(249)	(278)
非控股权益	0	(0)	0	0	0
净利润	1,582	1,168	1,271	1,469	1,643
作每股收益计算的净利润	1,582	1,168	1,271	1,469	1,643

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	788	1,104	1,600	2,165	2,861
应收账款及票据	422	794	527	583	667
存货	654	705	624	701	757
其他流动资产	192	212	212	212	212
总流动资产	2,056	2,816	2,964	3,661	4,496
投资物业	95	99	99	99	99
物业、厂房及设备	1,521	1,351	2,050	2,299	2,540
无形资产	487	670	704	821	943
其他长期资产	2,591	2,835	2,874	2,919	2,962
总长期资产	4,694	4,955	5,727	6,139	6,544
总资产	6,750	7,771	8,690	9,800	11,040
短期贷款	0	150	150	150	150
应付账款	81	116	82	90	98
其他短期负债	81	254	254	254	254
总流动负债	162	520	486	494	502
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	3	0	0	0	0
其他长期负债	36	35	35	35	35
总长期负债	39	35	35	35	35
总负债	201	555	521	529	537
股本	1,994	1,994	1,994	1,994	1,994
储备及其他资本项目	4,551	5,218	6,171	7,272	8,505
股东权益	6,544	7,211	8,165	9,266	10,498
非控股权益	5	5	5	5	5
总权益	6,550	7,216	8,170	9,271	10,503

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	1,830	1,366	1,487	1,717	1,921
折旧及摊销	151	176	208	240	271
营运资本变动	69	(11)	(64)	(124)	(131)
利息调整	(1)	6	(16)	(24)	(32)
其他经营活动现金流	(1,186)	(675)	(215)	(249)	(278)
经营活动现金流	863	862	1,399	1,561	1,751
资本开支	(492)	(348)	(508)	(543)	(556)
投资活动	837	26	(79)	(86)	(89)
其他投资活动现金流	(1)	0	0	0	0
投资活动现金流	344	(322)	(587)	(628)	(645)
负债净变动	0	150	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(496)	(76)	(318)	(367)	(411)
其他融资活动现金流	(788)	(298)	0	0	0
融资活动现金流	(1,284)	(224)	(318)	(367)	(411)
汇率收益/损失	0	1	0	0	0
年初现金	865	788	1,105	1,600	2,165
年末现金	788	1,105	1,600	2,165	2,861

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.790	0.583	0.635	0.733	0.821
全面摊薄每股收益	0.790	0.583	0.635	0.733	0.821
每股账面值	3.283	3.616	4.095	4.647	5.265
利润率分析(%)					
毛利率	77.8	80.1	80.7	80.8	81.5
EBITDA利润率	71.3	50.1	50.1	50.5	51.3
EBIT利润率	65.8	44.4	43.9	44.3	44.9
净利率	56.9	38.0	37.6	37.9	38.4
盈利能力(%)					
ROA	23.4	15.0	14.6	15.0	14.9
ROE	24.2	16.2	15.6	15.8	15.6
ROIC	24.2	15.9	15.3	15.6	15.4
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	12.7	5.4	6.1	7.4	9.0
存货周转天数	386.5	353.7	360.4	366.9	360.3
应收账款周转天数	55.5	60.8	59.6	58.6	59.7
应付账款周转天数	47.8	45.9	47.1	46.9	46.6

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**

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；及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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、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、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、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问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，并可能受送递延误、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。