

通化东宝(600867.SH)

国产替代步伐加速，创新研发与国际化稳步推进

推荐（首次）

股价：7.72元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.thdb.com
大股东/持股	东宝实业集团股份有限公司/30.26%
实际控制人	李一奎
总股本(百万股)	1,959
流通A股(百万股)	1,959
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	151
流通A股市值(亿元)	151
每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	9.7

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn

研究助理

张梦鸽	一般证券从业资格编号 S1060124120037 ZHANGMENGGE752@pingan.com.cn
-----	--

平安观点：

- 公司深耕糖尿病领域，胰岛素市场前景广阔。作为国内糖尿病领域头部企业，公司现有产品线涵盖了人胰岛素、胰岛素类似物、GLP-1受体激动剂以及口服降糖药等丰富多元的治疗药物。糖尿病是全球性的健康问题，根据国际糖尿病联盟（IDF）全球糖尿病地图估计，2021年全球有5.37亿成年人患有糖尿病，而我国是全球糖尿病患者人数最多的国家，成年人糖尿病的患病率高达13%，糖尿病患者人数自2019年的1.16亿增长至2021年的1.41亿。我国存在糖尿病知晓率、治疗率、控制率三低的情况，未来糖尿病临床诊断率和治疗率将不断提升，糖尿病治疗市场将随之持续增长，胰岛素作为糖尿病治疗的最后一道防线，市场潜力巨大。
- 胰岛素集采利好胰岛素头部企业，国产企业份额持续扩大。在胰岛素专项集采接续采购中，从集采报量看，国产厂商份额从首次集采的31%大幅提升至本次集采的45%，新的集采周期内，胰岛素竞争格局更加优化，进一步加速国产替代，尤其有利于国产头部企业。公司全线产品均以A类中选，甘精胰岛素和门冬胰岛素系列产品以A1类中选，同时额外获得全国集采二次分配量中的30%以上（约1000万支），总签约量约4500万支，有望带动签约外的自由竞争市场的迅速增长。
- 创新研发有序进行，国际化进程顺利推进。在市场规模持续增长的GLP-1、DPP-4、SGLT-2类降糖药物上，公司均已有相应产品获得上市批准。核心产品司美格鲁肽、超速效赖脯胰岛素注射液、赖脯胰岛素注射液25R已进入临床III期；注射用THDBH120（GLP-1/GIP）和THDBH151片（XO/URAT1）已进入临床II期。同时国际化战略也稳步推进，人胰岛素注射液上市许可申请已获得欧洲药品管理局（EMA）正式受理；胰岛素类似物方面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，利拉鲁肽注射液在国内已获批上市，加速推动公司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进程，已完成多个国家的注册申请文件提交。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,778	3,075	2,293	2,873	3,314
YOY(%)	-15.0	10.7	-25.4	25.3	15.3
净利润(百万元)	1,582	1,168	41	852	1,168
YOY(%)	20.9	-26.2	-96.5	1,995.9	37.1
毛利率(%)	77.8	80.1	78.5	78.8	79.2
净利率(%)	56.9	38.0	1.8	29.6	35.2
ROE(%)	24.2	16.2	0.6	11.1	14.2
EPS(摊薄/元)	0.81	0.60	0.02	0.43	0.60
P/E(倍)	9.6	12.9	372.1	17.8	13.0
P/B(倍)	2.3	2.1	2.1	2.0	1.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **通化东宝为优质底部标的存在较大弹性，首次覆盖给予“推荐”评级。**公司作为国内胰岛素的头部企业，实现了对各类胰岛素全面覆盖。我们选取在 A 股上市的主营业务为胰岛素的企业甘李药业、生物制品企业特宝生物以及同样在胰岛素领域有所布局的亿帆医药。2025 年可比公司 PE 均值为 23 倍，通化东宝 2025 年 PE 估值为 18 倍，低于可比公司均值。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 0.41/8.52/11.68 亿元、对应 PE 分别为 372/18/13 倍。考虑胰岛素专项集采接续采购已结束，集采影响、库存消化、项目减值以及渠道补差等负面因素已释放，未来公司将轻装上阵。海外胰岛素也将陆续获批上市并与科兴制药和健友股份达成海外销售战略合作，公司有望实现收入与利润快速增长，开启第二成长曲线，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。**1.集采风险。2.行业政策风险。3. 产品研发不及预期风险。4. 市场竞争加剧风险。5. 产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险等。

正文目录

一、 国内胰岛素头部企业，深耕糖尿病领域	5
1.1 通化东宝股价复盘	5
1.2 集采扰动业绩承压，利空基本出清未来可期	5
1.3 公司持续增持回购，彰显未来发展信心	7
二、 胰岛素集采续约落地，国产替代进口步伐加速	10
2.1 胰岛素两轮集采后，国产份额进一步提升	10
2.2 全系列胰岛素产品 A 类中标，加速医院准入和覆盖	12
三、 创新管线稳步推进，国际化进程加速	14
3.1 产品体系不断丰富，双向拓展渠道范围	14
3.2 创新转型战略布局，加速推进核心潜力管线	15
3.3 国际化战略稳步推进，持续扩大产品海外布局	15
四、 盈利预测和估值评级	15
4.1 盈利预测假设与业务拆分	15
4.2 相对估值和评级	17
五、 风险提示	17

图表目录

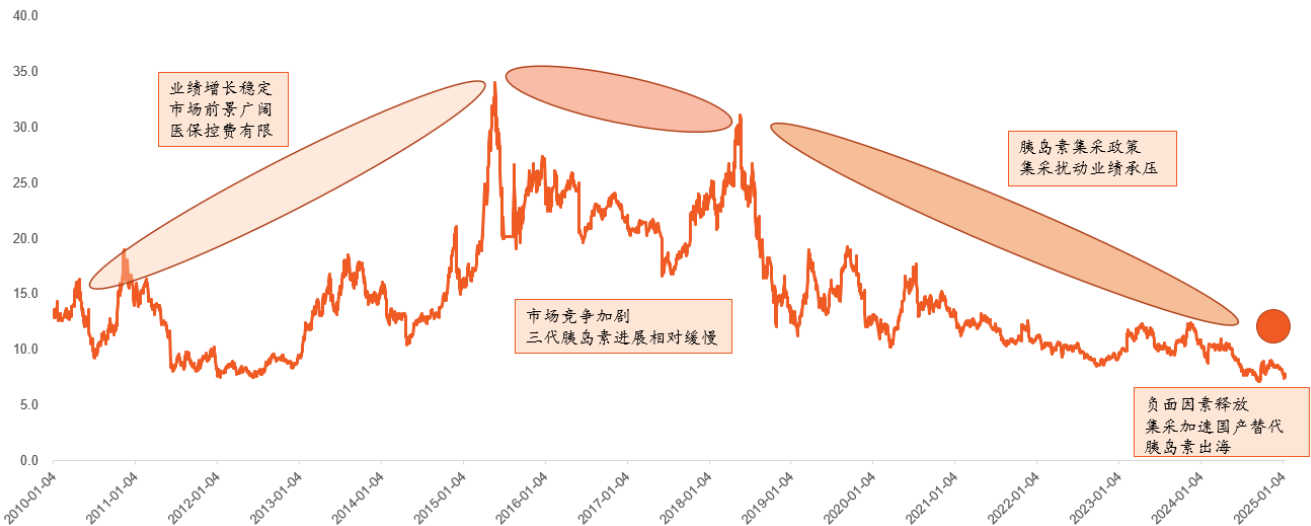
图表 1 公司 2010-2025 年股价复盘（元/股）	5
图表 2 公司 2019-2024Q1-Q3 营业收入（亿元）	6
图表 3 公司 2019-2024Q1-Q3 归母净利润（亿元）	6
图表 4 2019-2024Q1-Q3 公司费用率情况	6
图表 5 2019-2024Q1-Q3 公司净利率和毛利率	6
图表 6 2019-2023 公司营收构成	7
图表 7 2019-2023 公司分业务毛利率	7
图表 8 回购/增持结果一览	7
图表 9 2022 年糖尿病人数（A）和未治疗糖尿病人数（B）	8
图表 10 2022 年全球降糖药物市场规模结构（按金额）	9
图表 11 T2DM 诊疗指南	10
图表 12 胰岛素集采时间线梳理	10
图表 13 两次胰岛素集采国内及外资企业集采报量情况	11
图表 14 第一次集采主要企业报量占比	11
图表 15 第二次集采主要企业报量占比	11
图表 16 第一次集采报量结构	12
图表 17 第二次集采报量结构	12
图表 18 两轮集采公司胰岛素产品价格变化	12
图表 19 两轮集采公司胰岛素产品基础报量变化	12
图表 20 胰岛素续约主要企业中标梳理	12
图表 21 2020-2024H1 公司胰岛素类似物公立医院销售额	13
图表 22 2020-2024H1 公司胰岛素类似物公立医院销售量	13
图表 23 公司在研管线	14
图表 24 公司核心管线	15
图表 25 公司收入拆分	16
图表 26 各项费用率预测	17
图表 27 可比公司估值比较	17

一、国内胰岛素头部企业，深耕糖尿病领域

1.1 通化东宝股价复盘

- **2010-2015 年：**公司主营业务的胰岛素产品销量持续增长，带来了稳定的营业收入和利润，为股价上涨提供了坚实的基本面支撑；此外公司生产的甘舒霖系列重组人胰岛素产品在国内市场具有较高的知名度和市场份额。尽管当时医保控费政策已经开始实施，但对于糖尿病等慢性疾病的治疗药物，尤其是胰岛素这种必需药品，医保政策相对稳定，市场对公司的盈利预期保持乐观。
- **2015-2018 年：**在胰岛素市场，外资企业如诺和诺德、礼来等一直占据重要地位。这些外企在技术研发、品牌知名度和全球市场份额等方面具有显著优势。2016 - 2018 年期间，它们加大了在中国市场的推广力度，通过降价、拓展销售渠道等方式争夺市场份额。此外公司一直在推进三代胰岛素的研发和上市进程，但在 2016-2018 年，公司三代胰岛素的研发进度未达到市场预期。
- **2019-2024 年：**2019 年 9 月，公司甘精胰岛素获批上市，随着 2020 年一季报业绩改善叠加甘精胰岛素获批后销售，股价上升。2020 年 7 月医保局召开胰岛素专项集采专家座谈会，市场考虑胰岛素降对公司业绩的影响，股价下滑。2021 年 11 月，第六批国采（胰岛素专项）后公司核心产品数款胰岛素价格下降，股价下滑。2022 年 10 月公司三季报显示，尽管受集采影响 2022 年前三季度营收有所下降，但归母净利润仍有一定增长。此外公司首款仿制药瑞格列奈片也在 9 月 30 号获批上市，股价开始上升。2023 年 8 月，由于 2022 年 5 月集采实施前胰岛素产品高单价形成的高基数以及 2022 年二季度公司对渠道库存差价的冲销或返还，叠加出售特宝股份导致 22 年净利润高基数等原因，业绩承压股价下滑。2024 年 4 月，医保局发布胰岛素专项接续中选结果，公司胰岛素再次降价，股价持续下滑。
- **2025 年：**我们看到 24 年第三季度的收入端已呈现恢复态势，利润端在集采续约执行的首个季度实现环比扭亏，考虑到 24 年集采影响出清，25 年利空因素释放，叠加续约后胰岛素市场份额的提升、管线稳步推进以及胰岛素出海的预期，预计公司将开启第二成长曲线。

图表1 公司 2010-2025 年股价复盘（元/股）



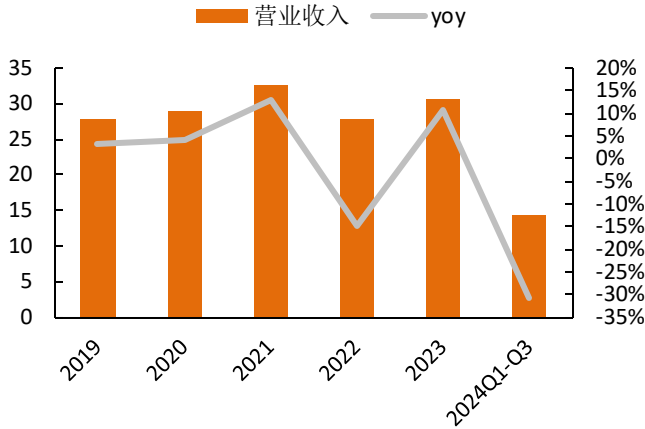
资料来源：wind、公司公告、国家医疗保障局官网、中国医疗器械网、平安证券研究所（股价截止 2025/01/16）

1.2 集采扰动业绩承压，利空基本出清未来可期

公司迎来集采扰动，业绩短期承压。2019-2021 年，公司营收和利润基本保持稳步增长，2021 年实现营收 32.68 亿元，同比增长 12.99%；实现归母净利润 13.08 亿元，同比增长 40.69%，主要得益于人胰岛素销售的稳定增长和甘精胰岛素的快

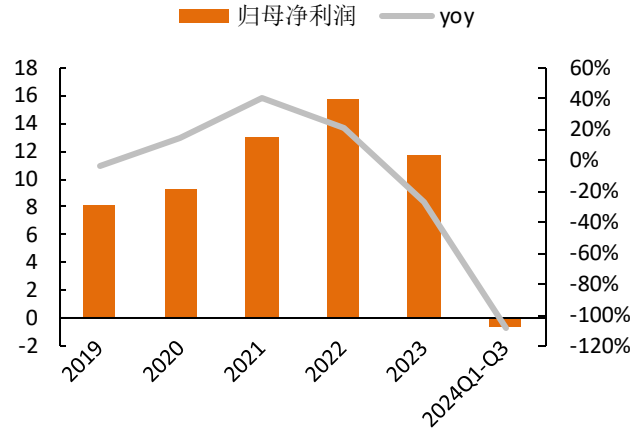
速放量。2022 年是集采落地执行年，受胰岛素集采影响叠加公司对渠道一次性冲销或返还，公司的营业收入同比有所下滑，实现营业收入 27.78 亿元，同比减少 14.98%，但 2022 年胰岛素各系列产品销量均实现强劲增长，此外公司出售所持特宝生物部分股份，2022 年实现归母净利润 15.82 亿元，同比增加 20.92%。2023 年公司凭借胰岛素集采大大加速国产替代，实现营收 30.75 亿元，同比增长 10.69%；但由于 2022 年归母净利润处于高基数，2023 年实现归母净利润 11.68 亿元，同比减少 26.17%。2024 年胰岛素集采续标中公司产品均进行了不同程度降价，库存消化、项目减值、渠道补差，多因素导致短期业绩承压，2024Q1-Q3 实现营收 14.48 亿元，同比下降 30.78%；实现归母净利润-0.66 亿元，同比下降 108.73%。

图表2 公司 2019-2024Q1-Q3 营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

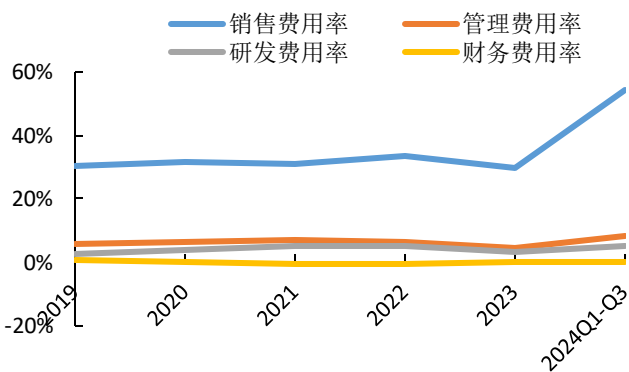
图表3 公司 2019-2024Q1-Q3 归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

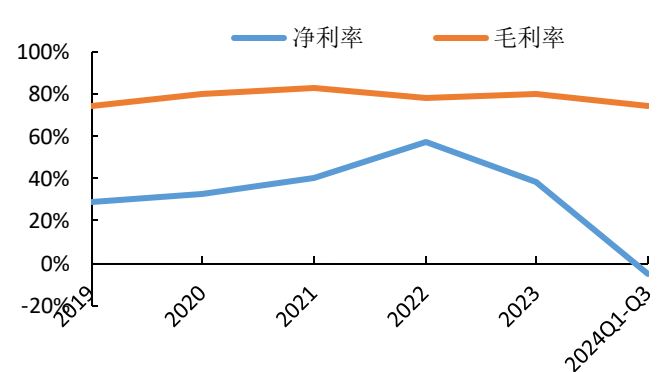
加速医院准入和覆盖, 净利润受集采影响。2019-2023 年, 公司的费用率均保持在稳定水平, 其中管理费用率平均为 5.99%, 研发费用率平均为 4.06%。2024 年为了进一步加速医院的准入和覆盖, 公司加大销售投入, 2024Q1-Q3 的销售费用率为 54.46%, 较 2023 年同期提高 24.42 个百分点。2019-2023 年, 公司的毛利率平均值保持在 78.68% 水平, 净利率平均值保持在 39.44% 水平。但是受到胰岛素集采续约的影响, 公司核心产品价格均有不同程度的下降, 导致公司毛利率和净利率在 2024 年出现下滑, 2024Q1-Q3 公司毛利率为 74.30%, 净利率为-4.62%。

图表4 2019-2024Q1-Q3 公司费用率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

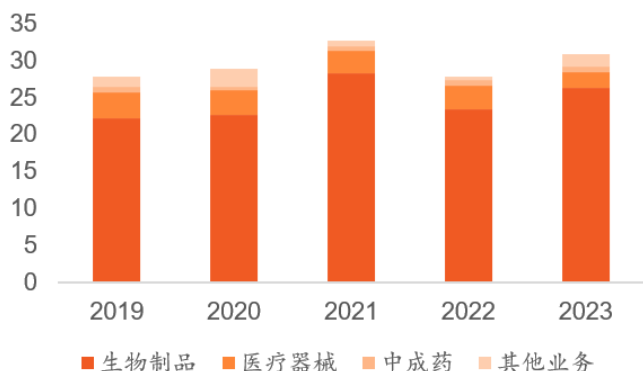
图表5 2019-2024Q1-Q3 公司净利率和毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

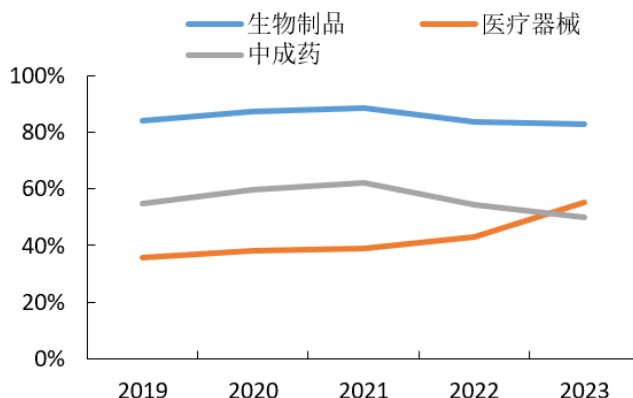
聚焦糖尿病领域, 营收主要来自胰岛素。近年来, 公司主要营业收入来自胰岛素制剂及原料药, 近 5 年来该业务板块平均占比为 82.75%, 2023 年生物制剂板块收入达到 26.3 亿元, 占比为 85.53%, 未来随着创新产品的不断获批, 预计生物制品板块的营收贡献持续提升。2023 年生物制品板块毛利率为 83.02%, 较 2022 年同期下降 0.84 个百分点, 主要原因为集采降价; 医疗器械板块毛利率为 55.40%, 较 2022 年同期上升 12.32 个百分点; 中成药板块毛利率为 49.76%, 较 2022 年同期下降 4.49 个百分点。

图表6 2019-2023 公司营收构成



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2019-2023 公司分业务毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

1.3 公司持续增持回购, 彰显未来发展信心

2024 年下半年, 公司分别进行两次回购和增持以彰显公司对未来发展的信息, 具体回购与增持信息如下:

第一次回购: 2024 年 7 月 8 日, 公司发布回购股份公告, 公司以自有资金回购公司股份, 预计回购金额 8000-12000 万元, 回购股份数量为 666.67-1000 万股, 占公司总股本比例为 0.34-0.5%, 本次回购后的股份用于股权激励及/或员工持股计划。

第二次回购: 2024 年 7 月 10 日, 公司发布第二期回购股份公告, 公司以自有资金回购公司股份, 预计回购金额 18000-20000 万元, 回购股份数量为 1500-1666.66 万股, 占公司总股本比例为 0.76-0.84%, 本次回购后的股份将注销减少公司的注册资本。

回购情况: 截至 2024 年 8 月 22 日第一次回购已实施完毕, 以集中竞价交易方式累计回购公司股份 1508 万股, 占公司目前总股本的比例为 0.77%, 花费资金 1.20 亿元。截至 2025 年 1 月 3 日第二次回购已实施完毕, 以集中竞价交易方式累计回购公司股份 2319 万股, 占公司总股本的比例为 1.18%, 花费资金 1.80 亿元。

第一次增持: 2024 年 7 月 10 日, 公司发布控股股东及其控制企业和公司董事长将增持公司股份公告, 东宝集团及其控制的企业合计增持金额不低于 4000 万元, 不超过 6000 万元; 董事长李佳鸿先生增持金额不低于 4000 万元, 不超过 6000 万元。

第二次增持: 2024 年 10 月 30 日, 公司发布控股股东增持公司股份计划公告, 公司控股股东东宝实业集团股份有限公司计划自本公告披露日起 12 个月内, 通过上海证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份。本次增持比例不低于公司总股本 1%, 即 1882 万股, 不超过公司总股本 2%, 即 3963 万股。

增持结果: 2024 年 10 月 30 日, 第一次增持已完成。盛睿企业管理中心增持公司股份 525 万股, 增持金额 4005 万元, 占公司总股本的 0.27%; 董事长李佳鸿先生增持公司股份 528 万股, 增持金额 4144 万元, 占公司总股本的 0.27%。实际增持金额均已超过本次增持计划金额下限, 本次增持计划已实施完毕, 合计增持公司股份 1053 万股, 占公司总股本的 0.53%。2025 年 1 月 15 日, 第二轮增持已完成。监事会主席王君业先生增持公司股份 51 万股, 增持金额 43 万元, 占公司总股本的 0.03%。

图表8 回购/增持结果一览

日期	2024-08-22 (第一次)	2025-01-03 (第二次)	2024-10-30 (第一次)	2025-01-15 (第二次)
进度	回购完成	回购完成	增持完成	增持完成
方式	集中竞价方式	集中竞价方式	集中竞价交易方式	集中竞价交易方式
目的	实施股权激励或员工持股计划	注销减少公司的注册资本	增持	增持
已回购/增持数量	1508	2319	1053	51

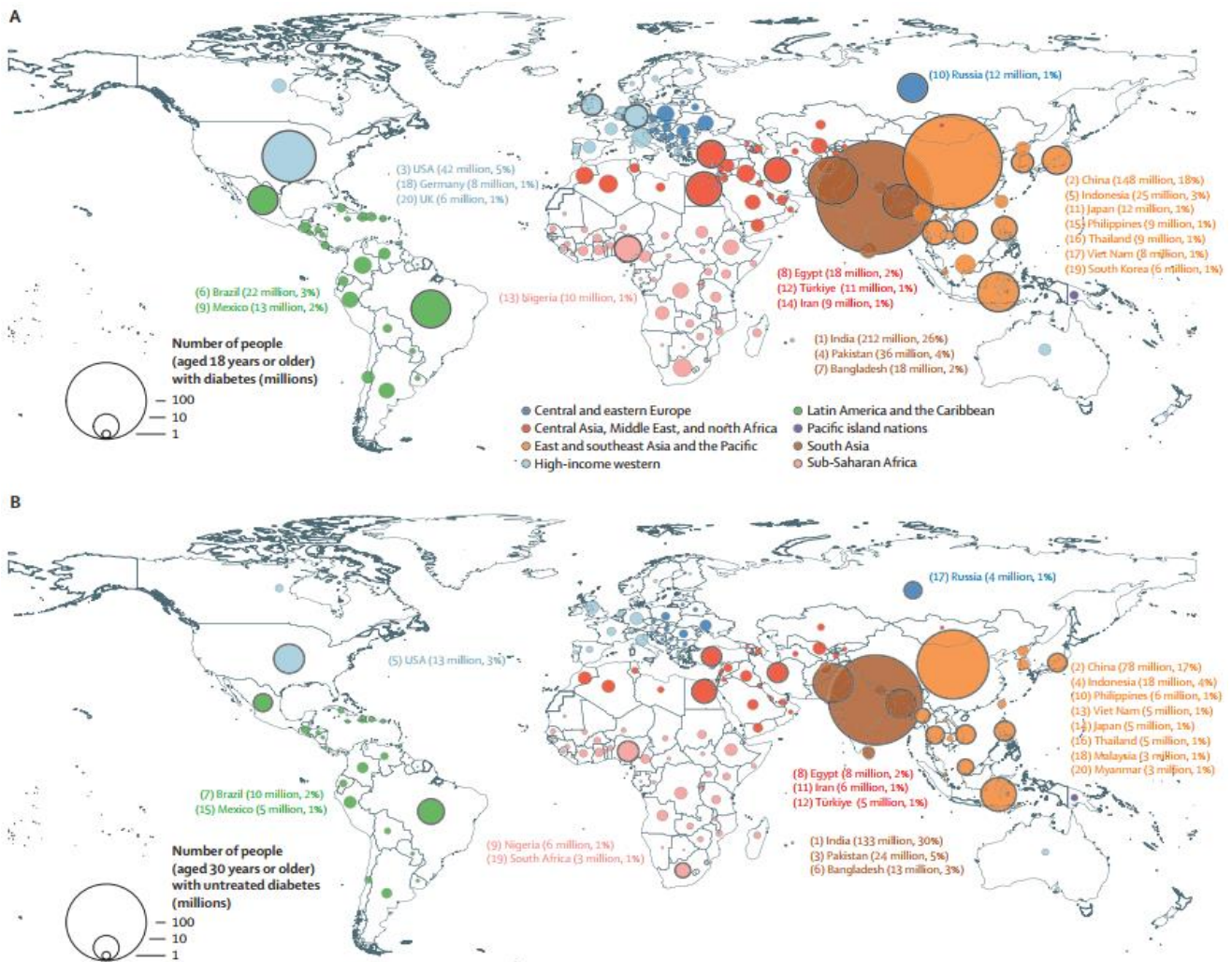
(万股)				
占总股本比例(%)	0.77	1.18	0.53	0.03
已回购/增持金额(亿元)	1.2	1.8	0.8	0.04

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 中国是糖尿病人口第二大国，胰岛素渗透率提升空间大

全球糖尿病总患病人数增加，中国有约 1.48 亿患病人数，未治疗率达到 52.7%。柳叶刀显示：2022 年全球 18 岁及以上成年人患有糖尿病人数约有 8.28 亿人，其中增长最多的国家是东南亚的低收入和中等收入国家，尤其是南亚、中东和北非、拉丁美洲和加勒比地区。2022 年，全球年龄标准化糖尿病患病率女性为 13.9%，男性为 14.3%。全球约有 8.28 亿成年人患有糖尿病，比 1990 年大幅增加了 6.3 亿。其中，4.2 亿是女性，4.08 亿是男性。印度（2.12 亿）和中国（1.48 亿）占这一数字的比例最大，其次是美国、巴基斯坦、印度尼西亚和巴西。其中中国糖尿病未治疗人数为 7800 万人，未治疗率达到 52.7%，因此胰岛素渗透率提升空间较大。

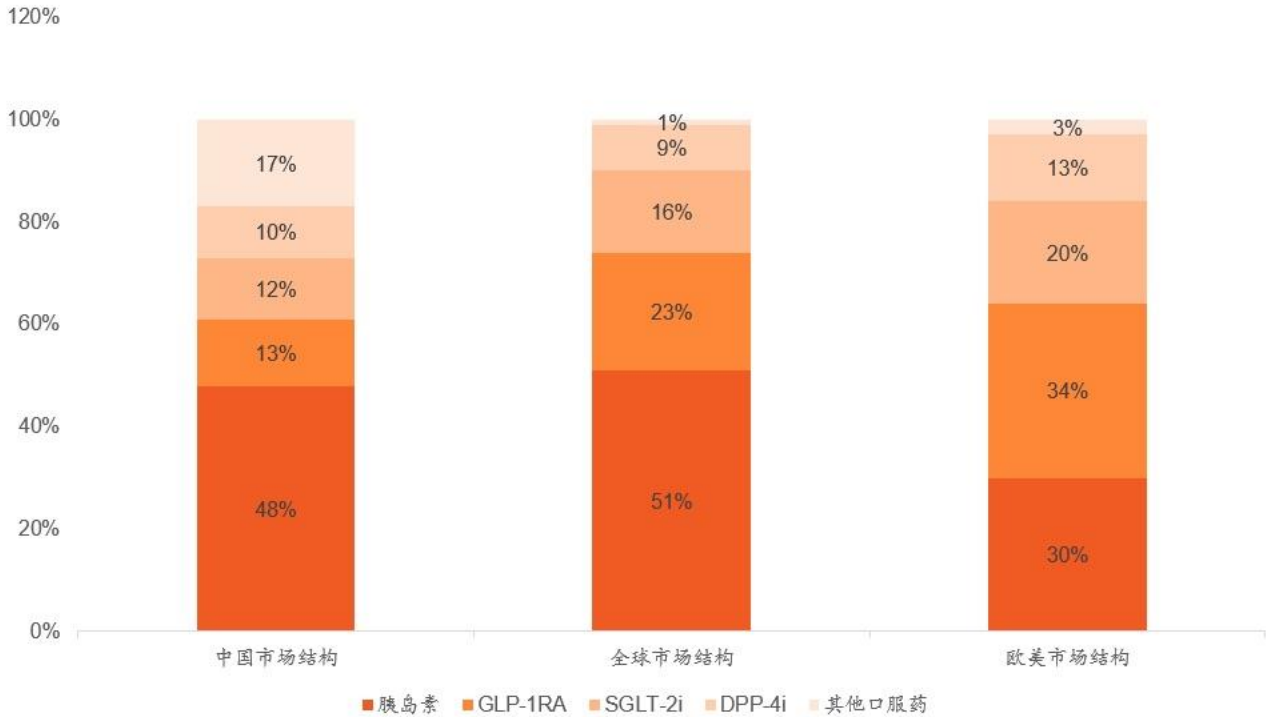
图表9 2022 年糖尿病人数 (A) 和未治疗糖尿病人数 (B)



资料来源：lancet，平安证券研究所（注：A：圆圈的面积与每个国家患有糖尿病的人数成正比；B：圆圈的面积与每个国家未治疗糖尿病的人数成正比）

胰岛素在降糖类药物中占比最大，未来市场广阔。随着近年来糖尿病市场新型药物的不断上市，糖尿病市场结构不断发生变化。新型降糖药虽然目前的患者渗透率较低，但占据较高的市场份额，未来也将有较大的利润空间。国内 DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂以及 GLP-1 受体激动剂三大类新型药物进入市场时间较晚，目前正处于高速发展阶段，市场潜力大。糖尿病是一种慢性疾病，需要随着时间的推移而加强治疗。胰岛素是不可替代的治疗糖尿病的终端产品。虽然胰岛素在市场结构表现上比例有所减少，但其依然占比最大（中国市场占比 48%，全球市场占比 51%，欧美市场占比 30%），且总量依然呈递增趋势，未来市场可观。

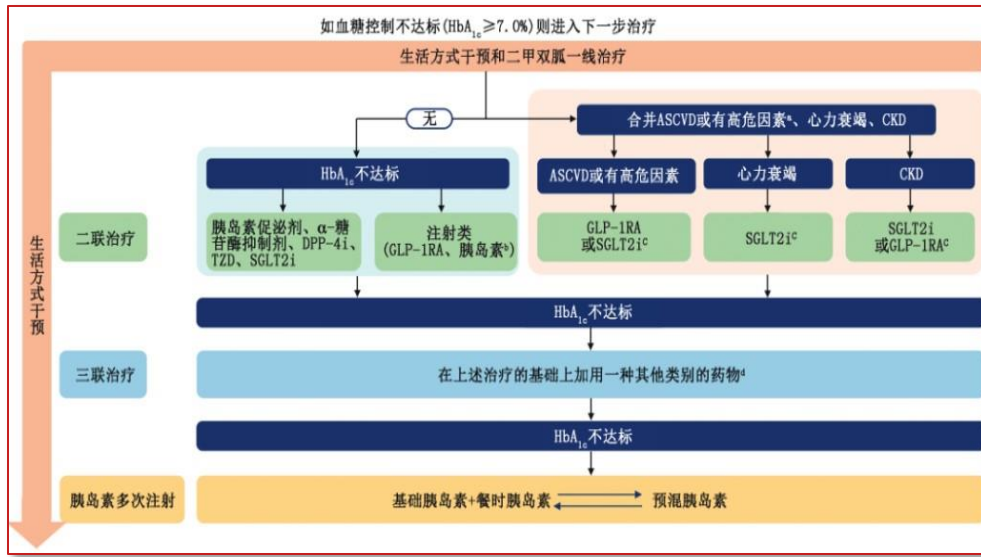
图表 10 2022 年全球降糖药物市场规模结构（按金额）



资料来源：甘李药业公告，平安证券研究所

胰岛素作为糖尿病治疗的最后一道防线，是必要的治疗手段。我国糖尿病有以下特征：1) 以 2 型糖尿病 (T2DM) 为主，糖尿病人群中 T2DM 占 90% 以上。2) 我国经济发达地区的糖尿病患病率高于中等发达地区和不发达地区，城市高于农村，在不发达地区和中等发达地区这差别尤为明显。目前针对 2 型糖尿病的一线治疗方式为生活方式管理和二甲双胍治疗。T2DM 是一种进展性疾病，随着病程的进展，血糖有逐渐升高的趋势，控制高血糖的治疗强度也应该随之加强。如果单独使用二甲双胍治疗血糖未达标，应进行二联治疗。二联治疗主要药物可根据患者病情特点选择，主要有 α-糖苷酶抑制剂、TZD、DPP-4i、SGLT2i 或者 GLP-1RA，如果患者 HbA1c 距离目标值较大则选择降糖作用较强的药物，如胰岛素促泌剂或胰岛素。二联治疗 3 个月不达标患者，应启动三联治疗，即在二联治疗的基础上加用一种不同机制的降糖药物。如果三联治疗血糖不达标，则应将治疗方案调整为多次胰岛素治疗（基础胰岛素加餐时胰岛素或者每日多次预混胰岛素）。

图表11 T2DM 诊疗指南



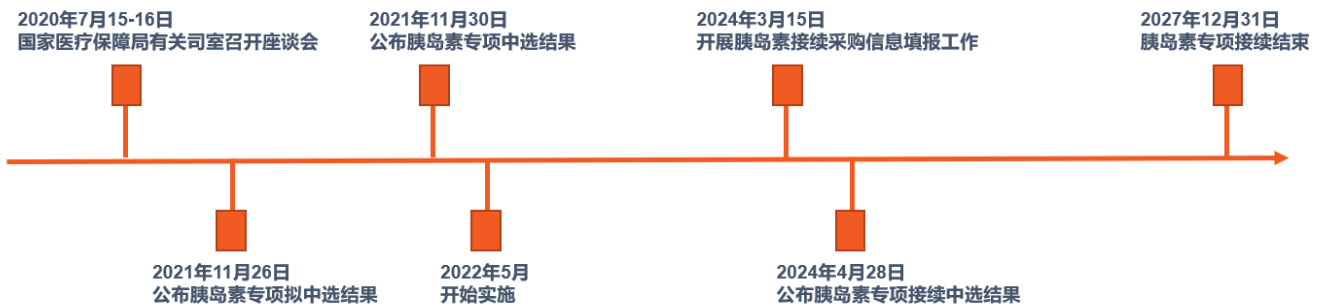
资料来源：中国2型糖尿病防治指南（2020年版），平安证券研究所

二、胰岛素集采续约落地，国产替代进口步伐加速

2.1 胰岛素两轮集采后，国产份额进一步提升

胰岛素集采时间线梳理：2020年7月15-16日，国家医疗保障局有关司室召开座谈会，就生物制品（含胰岛素）和中成药集中采购工作听取专家意见和建议，研究完善相关领域采购政策，推进采购方式改革。2021年11月26日，公布全国药品集中采购（胰岛素专项）拟中选结果。11月30日，根据《全国药品集中采购文件（胰岛素专项）（GY-YD2021-3）》规定，联合采购办公室开展了胰岛素专项集中采购工作，公布中选结果，第一轮集采于2022年5月开始实施，采购周期为2年。2024年3月15日，国家组织药品联合采购办公室开展胰岛素专项协议期满接续采购相关药品信息填报工作。4月28日，公布全国药品集中采购（胰岛素专项接续）中选结果，第二轮胰岛素续约从2024年5月开始实施，采购周期至2027年12月31日，长达3年半的标期利于公司稳定发展。

图表12 胰岛素集采时间线梳理

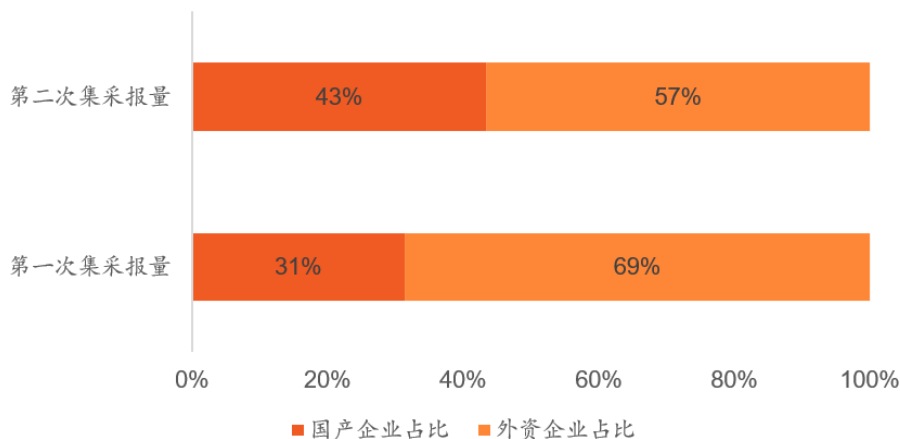


资料来源：国家医疗保障局、上海阳光采购网，平安证券研究所

胰岛素集采加速国产替代，国产市场份额持续扩张。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。本次接续集采首年采购需求量共计2.42亿支，较上次集采首年采购

需求量增长 2800 万支，增长率 13%，通过各采购组的首年采购需求量两年的变化可以看出，市场总量在上涨。在第一集采报量中，国产企业的报量占比为 31%，但在第二次集采报量中，国产企业报量占比提高 12 个百分点，达到 43%，可以看出胰岛素集采大大加速国产替代步伐。

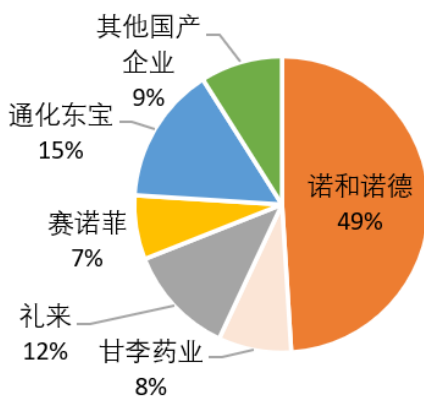
图表 13 两次胰岛素集采国内及外资企业集采报量情况



资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

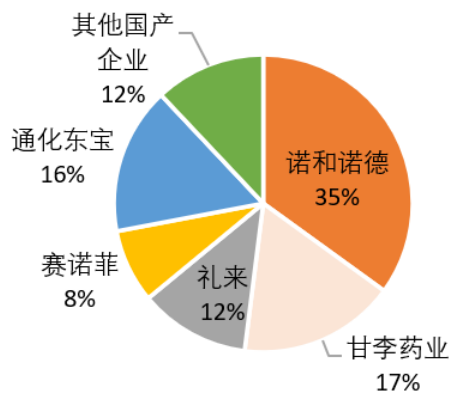
胰岛素集采利好国内头部企业企业，三代胰岛素更受市场青睐。从胰岛素专项续约的集采报量看，国产厂商份额从首次集采的 31% 大幅提升至本次集采的 43%，国内企业的市占率有了明显提升，公司在第一次集采中的报量占比为 15%，第二轮集采报量占比进一步提升。此外各采购组的结构发生较大变化。二代胰岛素除餐时组需求量略有提升外，其他各组需求量均下降。三代胰岛素首年采购需求量占总体的比例从上次集采的 58% 提升至本次集采的 70%，三代胰岛素产品各组首年采购需求量均大幅提升，其中三代基础胰岛素首年采购需求量增长 1975 万支，增长最多。此趋势可以看出，更多的医生或患者愿意选用疗效更佳、安全性更好的三代胰岛素产品。公司除二代胰岛素以外，自 2019 年甘精胰岛素注射液获批以后，三代胰岛素产品矩阵日渐丰富，目前门冬胰岛素注射液、预混型门冬胰岛素（门冬胰岛素 30 注射液与门冬胰岛素 50 注射液）也获批上市，管线中的三代胰岛素还有赖脯胰岛素注射液 25R、超速效赖脯胰岛素注射液、德谷胰岛素。

图表 14 第一次集采主要企业报量占比



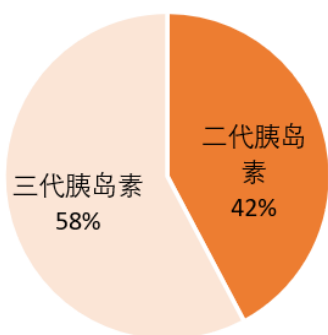
资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

图表 15 第二次集采主要企业报量占比



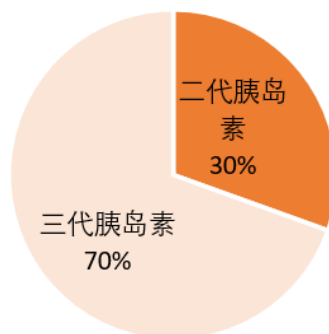
资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

图表16 第一次集采报量结构



资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

图表17 第二次集采报量结构

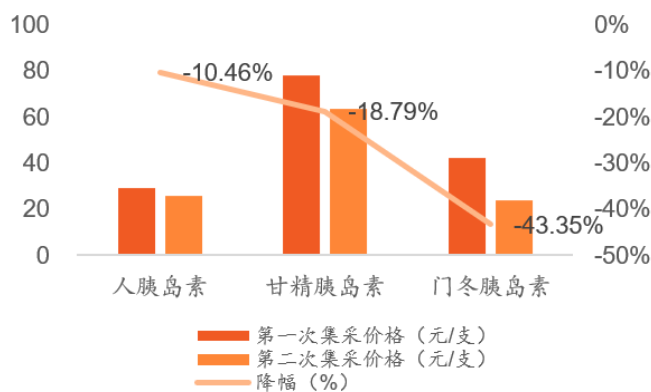


资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

2.2 全系列胰岛素产品 A 类中标，加速医院准入和覆盖

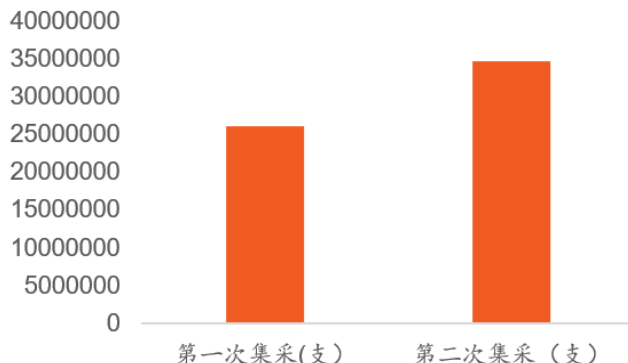
公司积极拥抱集采，国产市场份额持续扩张。新的集采周期内，胰岛素竞争格局更加优化，进一步加速国产替代，尤其有利于国产头部企业。2024 年 4 月 23 日，在胰岛素专项集采接续采购中，为了响应国家政策，降低医保费用支出，减轻患者用药负担，公司产品中选价格与原价格相比有一定幅度下降，价格的下降将对销售收入产生一定压力，其中公司人胰岛素下降幅度为 10.46%，甘精胰岛素下降幅度为 18.76%，门冬胰岛素下降幅度为 43.35%。公司在第一轮集采中获得基础报量为 2608 万支，第二轮集采中获得基础量为 3457 万支，同比增加 32.5%，公司的市场份额进一步提升。

图表18 两轮集采公司胰岛素产品价格变化



资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

图表19 两轮集采公司胰岛素产品基础报量变化



资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

二代胰岛素市占第一，三代胰岛素高速增长。在新一轮集采，公司全系列胰岛素产品成功以 A 类中选，甘精胰岛素和预混型门冬胰岛素两大品种均以 A1 类中选供，本轮集采中公司获得基础协议量 3457 万支，此外公司额外获得全国集采二次分配量中的 30% 以上（约 1000 万支），总签约量约 4500 万支，同时将带动签约量外的自由竞争市场迅速增长。

图表20 胰岛素续约主要企业中标梳理

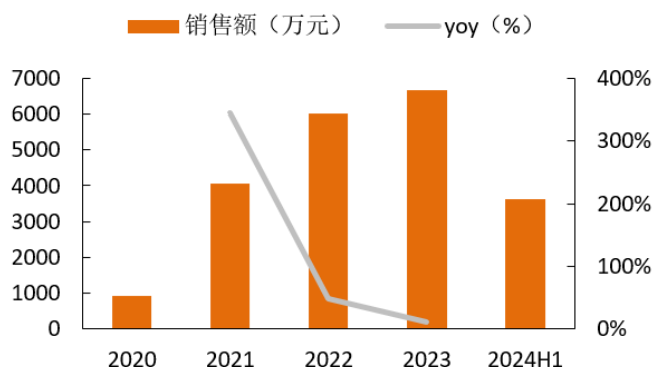
公司	采购组	产品类型	报价 (元)	分类 (组)	报量 (支)	平均挂网价 (元/支)	降价幅度 (%)	基础协议量 (支)
通化东宝	餐时人胰岛素	人胰岛素	25.93	A	6394862	28.96	-10%	5755376
	基础人胰岛素	人胰岛素	25.93	A	442715	29.96	-13%	398444
	预混人胰岛素	人胰岛素	25.93	A	24121630	28.96	-10%	21709467
	餐时胰岛素类似物	门冬	23.98	A	1225012	42.33	-43%	1102511
	基础胰岛素类似物	甘精	63.33	A1	4302002	77.98	-19%	4302002

	预混胰岛素类似物	门冬	23.98	A1	1298327	/	/	1298327
合计					37784548			34566126
甘李药业	预混人胰岛素	人胰岛素	25.9	A	2015327	17.89	45%	1813794
	餐时胰岛素类似物	门冬	25.9	A	5459891	19.98	30%	4913902
	餐时胰岛素类似物	赖脯	35.55	B	1735894	23.98	48%	954742
	基础胰岛素类似物	甘精	65.3	A	17015590	48.71	34%	15314031
	预混胰岛素类似物	门冬	25.9	A	13278307	24.56	5%	11950476
	预混胰岛素类似物	赖脯	35.55	B	2264364	28.88	23%	1245400
合计					41769373			36192345
联邦	餐时人胰岛素	人胰岛素	25.91	A	870018	28.77	-10%	783016
	基础人胰岛素	人胰岛素	25.91	A	202906	29.37	-12%	182615
	预混人胰岛素	人胰岛素	25.91	A	11204139	27.37	-5%	10083725
	餐时胰岛素类似物	门冬	25.91	A	1044863	41.27	-37%	940377
	基础胰岛素类似物	甘精	65.31	A	4617715	66.97	-2%	4155944
	预混胰岛素类似物	门冬	25.91	A	2829318	41.27	-37%	2546386
合计					20768959			18692063
诺和诺德	餐时人胰岛素	人胰岛素	29.56	C	899701	30.00	-1%	404865
	基础人胰岛素	人胰岛素	29.56	C	413570	30.00	-1%	144750
	预混人胰岛素	人胰岛素	29.56	C	17173944	30.00	-1%	7728275
	餐时胰岛素类似物	门冬	35.55	B	21031129	43.20	-18%	13670234
	基础胰岛素类似物	德谷	77.11	C	7026907	79.20	-3%	3162108
	预混胰岛素类似物	门冬	35.55	B	3132953	43.20	-18%	2036419
合计					49678204			27146651
礼来	预混人胰岛素	人胰岛素	29.56	C	3959362	30.00	-1%	1781713
	餐时胰岛素类似物	赖脯	38.42	C	6863442	23.57	63%	2402205
	基础胰岛素类似物	甘精	77.11	C	393406			177033
	预混胰岛素类似物	赖脯	38.42	C	17564115	18.89	103%	6147440
合计					28780325			10508391
赛诺菲	基础胰岛素类似物	甘精	65.32	A	18820411	69.00	-5%	16938370
合计					18820411			16938370

资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

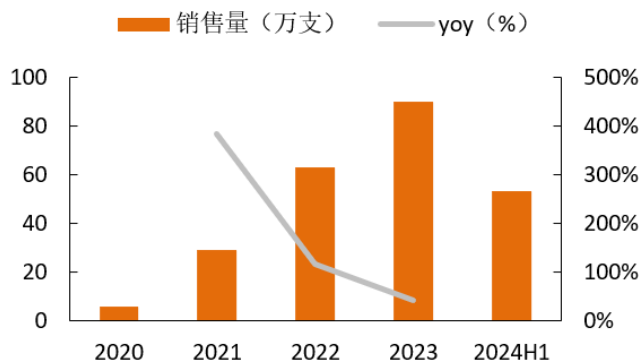
二代胰岛素销售企稳，胰岛素类似物销量快速提升。2024 年一季度公司人胰岛素市场份额在 40% 以上，稳居行业第一；甘精胰岛素市场份额 10%；门冬胰岛素系列正处于快速放量过程中。公司胰岛素类似物的快速放量将驱动公司市场份额进一步提升，巩固和扩大公司长远发展优势。根据米内网公立医院端数据，公司的胰岛素类似物虽然上市时间较晚，但是近年来实现快速放量。从销售额角度看，2021-2023 年同比增速分别为 345%、48%、11%；从销售量角度看，2021-2023 年同步增速分别 383%、117%、43%。

图 21 2020-2024H1 公司胰岛素类似物公立医院销售额



资料来源：米内网，平安证券研究所

图 22 2020-2024H1 公司胰岛素类似物公立医院销售量



资料来源：米内网，平安证券研究所

三、创新管线稳步推进，国际化进程加速

3.1 产品体系不断丰富，双向拓展渠道范围

公司拥有中国糖尿病治疗领域全面的产品组合，覆盖人胰岛素、胰岛素类似物、GLP-1RA、口服降糖药全系列产品。治疗领域以糖尿病及内分泌、心脑血管为主，主要产品包括人胰岛素原料药、人胰岛素注射剂（注册商标：甘舒霖）、甘精胰岛素原料药、甘精胰岛素注射液（注册商标：平舒霖）、门冬胰岛素原料药、门冬胰岛素注射液、预混型门冬胰岛素（门冬胰岛素 30 注射液与门冬胰岛素 50 注射液）（注册商标：锐舒霖）、利拉鲁肽注射液（注册商标：统博力）、镇脑宁胶囊、糖尿病相关的医疗器械等。公司拥有治疗糖尿病领域的系列产品，以发展糖尿病治疗领域为核心，丰富糖尿病治疗领域产品线，通过完备的胰岛素笔及针的注射系统，高品质血糖监测系统，结合线上和线下的患者管理，为患者提供一体化解决方案与完善的售后服务，使通化东宝成为国内糖尿病治疗领域的头部企业。

图表23 公司在研管线

主要治疗领域	药品名称	注册分类	胰岛素分类	适应症	研发进展	最快进度获批时间	
糖尿病	人胰岛素注射液	生物制品	速效	1 型或 2 型糖尿病	已上市	1998	
	精蛋白人胰岛素注射液	生物制品	基础	1 型或 2 型糖尿病	已上市	1999	
	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）	生物制品	预混	1 型或 2 型糖尿病	已上市	2002	
	精蛋白重组人胰岛素混合注射液（40/60）	生物制品	预混	需用胰岛素治疗的糖尿病	已上市	2002	
	精蛋白人胰岛素混合注射液（50R）	生物制品	预混	1 型或 2 型糖尿病	已上市	2002	
	甘精胰岛素注射液	生物制品	基础	需用胰岛素治疗的糖尿病	已上市	2019	
	门冬胰岛素注射液	生物制品	速效	治疗糖尿病	已上市	2021	
	门冬胰岛素 30 注射液	生物制品	预混	治疗糖尿病	已上市	2022	
	门冬胰岛素 50 注射液	生物制品	预混	治疗糖尿病	已上市	2022	
	利拉鲁肽注射液	生物制品	/	成人 2 型糖尿病	已上市	2023	
	超速效赖脯胰岛素注射液（THDB0206）	生物制品	速效	1 型或 2 型糖尿病	III 期	2022	
	德谷胰岛素	生物制品	基础	成人 2 型糖尿病	IND	2022	
	德古胰岛素+利拉鲁肽注射液	生物制品	/	成人 2 型糖尿病	I 期	2024	
	赖脯胰岛素注射液 25R	生物制品	预混	成人 2 型糖尿病	III 期	2021	
	司美格鲁肽注射液（THDB0225 注射液）	生物制品	/	成人 2 型糖尿病	III 期	2024	
	SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂	小分子药物	/	用于治疗糖尿病	I 期	2022	
	注射用 THDBH120（GLP-1/GIP）	生物制品	/	2 型糖尿病；肥胖	II 期	2024	
	THDBH110 胶囊（口服 GLP-1）	小分子药物	/	2 型糖尿病；肥胖	I 期	2023	
	痛风	瑞格列奈片	化学药品	/	饮食控制、减轻体重及运动锻炼不能控制其高血糖的成人 2 型糖尿病患者	已上市	2022
		恩格列净片	化学药品	/	治疗 2 型糖尿病	已上市	2023
西格列汀二甲双胍片		化学药品	/	治疗 2 型糖尿病	已上市	2021	
磷酸西格列汀片		化学药品	/	治疗 2 型糖尿病	已上市	2021	
THDBH130 片（URAT1）		化学药品	/	高尿酸血症	II 期	2023	
THDBH151 片（XO/URAT1）		化学药品	/	高尿酸血症	III 期	2024	
依托考昔片（COX-2）		化学药品	/	高尿酸血症；痛风性关节炎；骨关节炎；原发性痛经	NDA	2023	
心血管	镇脑宁胶囊	原中药新药	/	用于风邪上扰所致的头痛头昏、恶心呕吐、视物不清、肢体麻木、耳鸣；血管神经性头痛、高血压、动脉硬化见上述证候者	已上市	1992	

资料来源：公司公告，医药魔方，平安证券研究所（注：字体加粗的药物为一类创新药）

3.2 创新转型战略布局，加速推进核心潜力管线

不断拓宽治疗领域潜力，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、减肥治疗领域一类新药、2 款痛风/高尿酸血症治疗领域一类新药。未来公司也会加速推进核心管线，主要为以下三款产品：司美格鲁肽注射液、注射用 THDBH120（GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂）以及 THDBH151 片（XO/URAT1 双靶点抑制剂）。

图表24 公司核心管线

名称	适应症	IND	I 期	II 期	III 期	NDA	Note
司美格鲁肽注射液	糖尿病						预期：2025 年报产； 2026 年获批上市
注射用 THDBH120 (GLP-1/GIP 双靶点 受体激动剂)	糖尿病 肥胖						预期：2025 年 Q1 Ib CSR
THDBH151 片 (XO/URAT1 双靶点 抑制剂)	痛风						预期：2025 年 Q1 IIa CSR； 2025Q1 IIb 首例入组

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 国际化战略稳步推进，持续扩大产品海外布局

多品种开拓海外市场，海外商业化蓄势待发。人胰岛素：人胰岛素注射液上市许可申请已获得欧洲药品管理局（EMA）正式受理。2024 年 7 月，公司收到通过 EMA 上市批准的 GMP 检查，公司一直严格按照欧盟 GMP 法规实施标准化、规范化管理，人胰岛素原料药的质量获得 EMA 的专业认可。此次通过欧盟 GMP 检查，将加速公司欧洲以及一带一路和诸多新兴国家的注册审批进程。除本次人胰岛素通过欧盟 EMA 上市批准前 GMP 检查，公司其它产品在海外市场同样进行了布局。

三代胰岛素：公司与健友股份达成战略合作，共同进军美国胰岛素市场。公司稳步推进胰岛素类似物的海外注册工作，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。公司持续推进了甘精胰岛素、门冬胰岛素生产基地的欧盟和美国 FDA 符合性项目的各项工作，项目进展符合预期。

GLP-1RA 药物：利拉鲁肽注射液国内获批上市，加速推动公司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进程，截至目前已完成多个国家的注册申请文件提交。

随着公司管线的不断兑现与产品体系的日益丰富，除了已出口多年的人胰岛素产品外，公司正在不断将更多高品质的产品如人胰岛素和胰岛素类似物系列产品、GLP-1RA 以及一类创新药等产品推向国际市场，通过多种渠道和方式加速推进国际化战略，积极开拓海外市场空间，提升产品销售。

四、盈利预测和估值评级

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将公司的营业收入按照主营业务板块进行拆分，主要按照胰岛素制剂、医疗器械、中成药和化药以及其他业务板块进行拆分。核心假设如下：

1) 胰岛素制剂：公司在胰岛素专项集采接续采购中，全线产品均以 A 类中选，甘精胰岛素和门冬胰岛素系列产品以 A1 类中选，因此公司获得了产品首年采购需求量的 90%或 100%，还额外获得全国集采二次分配量中的 30%以上，有利于公司产品市场份额进一步提升，尤其是胰岛素类似物产品有望加速放量，同时大幅加快产品在全国范围内的准入与放量速度。

2024年胰岛素注射液系列产品集采续标实施前，商业公司对库存进行控制与调整，使公司发货减少导致2024年该板块增速较低，因此假设胰岛素制剂板块2024/2025/2026年营业收入增速为-26.94%/28.88%/16.42%。

2) 医疗器械：公司销售糖尿病相关的医疗器械，包括注射用笔、血糖试纸、胰岛素笔注射针头等，随着胰岛素制剂的快速放量，相关医疗器械预计逐渐放量，因此假设医疗器械板块2024/2025/2026年营业收入增速为5%/6%/7%。

3) 中成药和化药：在市场规模持续增长的GLP-1、DPP-4、SGLT-2类降糖药物上，公司均已有相应产品获得上市批准，其中DPP-4类药物磷酸西格列汀与复方制剂西格列汀二甲双胍已获得注册批件；SGLT-2类药物恩格列净与GLP-1类药物利拉鲁肽注射液已获批上市，后续有望实现快速放量，因此假设中成药和化药板块2024/2025/2026年营业收入增速为5%/9%/15%。

4) 其他业务：公司其他业务均为存量业务，2023年其他业务版块收入处于高基数，主要系与健友股份合作胰岛素出海美国市场收到相应技术服务费用，因此假设其他业务板块2024/2025/2026年营业收入增速为-60%/8%/8%。

5) 房地产：公司房地产业务为存量业务，由于房地产经济有所下滑，因此假设房地产板块2024/2025/2026年营业收入增速为1%/1%/1%。

综上所述，预计2024-2026年公司实现营业收入22.93/28.73/33.14亿元，同比-25.43%/25.29%/15.34%

图表25 公司收入拆分

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
胰岛素制剂	收入（百万元）	2,330.90	2,629.99	1,921.36	2,476.28	2,882.93
	增速	-3.63%	12.83%	-26.94%	28.88%	16.42%
	毛利率	83.86%	83.02%	82.50%	82.10%	82.30%
医疗器械	收入（百万元）	322.19	210.29	220.81	234.06	250.44
	增速	6.25%	-34.73%	5.00%	6.00%	7.00%
	毛利率	43.08%	55.41%	55.80%	56.00%	56.30%
中成药和化药	收入（百万元）	78.01	73.63	77.31	84.26	96.90
	增速	21.17%	-5.62%	5.00%	9.00%	15.00%
	毛利率	54.25%	49.76%	50.00%	49.78%	49.80%
其他	收入（百万元）	36.47	145.81	58.33	62.99	68.03
	增速	-25.90%	299.83%	-60.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	59.32%	82.33%	82.50%	82.70%	83.00%
房地产	收入（百万元）	9.10	15.24	15.39	15.55	15.70
	增速	-68.96%	67.50%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	33.58%	38.03%	38.03%	38.03%	38.03%
总收入（百万元）		2,778.45	3,075.42	2,293.19	2,873.14	3,314.00
	增速	-14.98%	10.69%	-25.43%	25.29%	15.34%
	毛利率	77.77%	80.08%	78.53%	78.80%	79.19%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

期间费用率假设：

1) 销售费用率：2022-2023年，公司销售费用率分别为33.60%、29.68%，公司胰岛素集采续约后初期需要加大宣传推广，我们预计2024-2026年公司的销售费用率分别为48.80%、35.00%与30.00%。

2) 管理费用率：2022-2023年，公司管理费用率分别为6.50%、4.37%，公司在2024年下半年进行两次回购和增持，后续管理费用将维持稳定，我们预计2024-2026年管理费用率分别为8.30%、6.00%与4.50%。

3) 研发费用率: 2021-2022 年, 公司研发费用率分别为 5.28%、3.41%, 随研发投入增长, 保持上行趋势。我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 5.35%、5.40% 与 5.50%。

4) 财务费用率: 2021-2022 年, 财务费用率分别是 -0.48% 和 -0.18%, 2024 年财务费用增长主要系支付银行贷款利息与应收票据贴现利息同比增加, 后续假设财务费用率保持稳定, 我们预计 2024-2026 年财务费用率为 0.13%、0.08%、0.03%。

图表26 各项费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	33.60%	29.68%	48.80%	35.00%	30.00%
管理费用率	6.50%	4.37%	8.30%	6.00%	4.50%
研发费用率	5.28%	3.41%	5.35%	5.40%	5.50%
财务费用率	-0.48%	-0.18%	0.13%	0.08%	0.03%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

归母净利润: 我们预计公司营业收入保持稳健增长, 在费用率控制良好预期下, 预计 2024-2026 年公司的归母净利润分别为 0.41、8.52、11.68 亿元, 分别同比-96.52%、+1995.91%、+37.08%。

4.2 相对估值和评级

通化东宝估值仍有提升空间, 首次覆盖给予“推荐”评级。公司作为国内胰岛素的头部企业, 核心产品为各类胰岛素产品, 实现了对各类胰岛素全面覆盖。因此我们选取在 A 股上市的主营胰岛素的企业甘李药业、生物制品企业特宝生物以及同样在胰岛素领域有所布局的亿帆医药。2025 年可比公司 PE 均值为 23 倍, 通化东宝 2025 年 PE 估值为 18 倍, 低于可比公司均值。

我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 0.41/8.52/11.68 亿元、对应 PE 分别为 372/18/13 倍。考虑胰岛素专项集采接续采购已结束, 集采影响, 库存消化、项目减值以及渠道补差等负面因素释放, 未来公司将轻装上阵。此外海外胰岛素也将陆续获批上市并与科兴制药和健友股份达成海外销售战略合作, 公司有望实现收入与利润快速成长, 开启第二成长曲线, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表27 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688278.SH	特宝生物	326	1.37	1.95	2.7	3.61	38	41	30	22
002019.SZ	亿帆医药	129	-0.45	0.43	0.62	0.77		25	17	14
603087.SH	甘李药业	263	0.57	1.09	1.94	2.48	92	40	23	18
平均值							65	35	23	18
600867.SH	通化东宝	151					13	372	18	13

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 除通化东宝外, 可比公司 2023-2025 年 EPS/PE 预测均为 wind 一致预测

五、 风险提示

1. 集采风险。

胰岛素专项集采第三轮将在 2027 年开展，参与集采，存在价格大幅下降，集采约定量不及预期风险，若不参与集采同样存在销售量大幅下降的风险。已集采产品存在集采续约中，价格再度下降，或者集采续约中竞争加剧而失去原有市场份额的风险。

2. 行业政策风险。

国内医药行业受政策严格监管，生物类似药的研发、上市、销售等环节均受政策影响，药品审评审批政策、医保政策、准入政策等存在变化的风险。

3. 产品研发不及预期风险。

管线内产品研发存在临床试验数据不及预期风险。国内外的临床试验患者招募存在不及预期风险，试验进展及随访存在不及预期风险，试验数据分析进度存在不及预期风险。

4. 市场竞争加剧风险。

GLP-1 以及痛风领域市场潜力大，国内外药企有多项在研产品布局，随着研发及上市申报的推进，存在市场竞争加剧的风险，进而导致销售不及预期风险。

5. 产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险。

公司所有胰岛素产品均在 2024 年胰岛素专项续约 A 类中标，中标价相对较低，存在产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,816	2,722	3,415	4,273
现金	1,104	1,592	2,022	2,687
应收票据及应收账款	870	494	619	714
其他应收款	9	10	12	14
预付账款	34	31	38	44
存货	705	516	638	723
其他流动资产	94	80	86	91
非流动资产	4,955	4,768	4,550	4,308
长期投资	399	460	521	582
固定资产	1,351	1,423	1,475	1,506
无形资产	670	703	725	736
其他非流动资产	2,535	2,182	1,828	1,484
资产总计	7,771	7,490	7,965	8,581
流动负债	520	218	270	306
短期借款	150	0	0	0
应付票据及应付账款	116	74	91	104
其他流动负债	254	144	179	203
非流动负债	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
负债合计	555	253	305	341
少数股东权益	5	5	5	5
股本	1,994	1,959	1,959	1,959
资本公积	623	658	658	658
留存收益	4,595	4,615	5,038	5,618
归属母公司股东权益	7,211	7,231	7,654	8,234
负债和股东权益	7,771	7,490	7,965	8,581

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	862	598	845	1,238
净利润	1,168	41	852	1,168
折旧摊销	185	248	280	303
财务费用	-6	3	2	1
投资损失	-92	-91	-91	-91
营运资金变动	-449	431	-212	-156
其他经营现金流	55	-33	14	14
投资活动现金流	-322	63	16	16
资本支出	352	0	0	0
长期投资	2	0	0	0
其他投资现金流	-676	63	16	16
筹资活动现金流	-224	-173	-431	-589
短期借款	150	-150	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-374	-23	-431	-589
现金净增加额	316	487	430	666

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,075	2,293	2,873	3,314
营业成本	613	492	609	690
税金及附加	14	10	14	15
营业费用	913	1,119	1,006	994
管理费用	134	190	172	149
研发费用	105	123	155	182
财务费用	-6	3	2	1
资产减值损失	-15	-70	-15	-15
信用减值损失	-20	-5	-6	-5
其他收益	6	8	8	8
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	92	91	91	91
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,365	380	993	1,362
营业外收入	6	4	3	3
营业外支出	5	337	3	3
利润总额	1,366	47	993	1,362
所得税	198	7	142	194
净利润	1,168	41	852	1,168
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,168	41	852	1,168
EBITDA	1,546	298	1,275	1,665
EPS (元)	0.60	0.02	0.43	0.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	10.7	-25.4	25.3	15.3
营业利润(%)	-25.4	-72.2	161.4	37.1
归属于母公司净利润(%)	-26.2	-96.5	1995.9	37.1
获利能力				
毛利率(%)	80.1	78.5	78.8	79.2
净利率(%)	38.0	1.8	29.6	35.2
ROE(%)	16.2	0.6	11.1	14.2
ROIC(%)	19.5	5.8	14.8	20.0
偿债能力				
资产负债率(%)	7.1	3.4	3.8	4.0
净负债比率(%)	-13.2	-22.0	-26.4	-32.6
流动比率	5.4	12.5	12.6	13.9
速动比率	3.9	9.8	10.0	11.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	3.5	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	5.3	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.02	0.43	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.31	0.43	0.63
每股净资产(最新摊薄)	3.68	3.69	3.91	4.20
估值比率				
P/E	12.9	372.1	17.8	13.0
P/B	2.1	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.5	45.8	10.4	7.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层