

业绩短期承压，研发有序推进

核心观点

- 公司发布预告，业绩有所承压。**公司公告预计 2024 年实现归母净利润 4052.77 万元，同比减少约 96.53%；扣除非经常性损益事项后，2024 年实现归母净利润 2.71 亿元，同比减少约 76.81%。非经常性损益事项包括公司对 THDB0207 注射液研发资本化金额 6455.82 万元全额计提资产减值准备，同时对 2018 年已经支付给 SA ADOCIA 公司与该项目相关的预付商业化权利款金额 2.54 亿元确认为损失。
- 胰岛素接续集采带来短期影响，三代胰岛素与海外业务快速增长。**2024 年，随着新一轮胰岛素集采落地实施，公司各胰岛素产品价格下降导致销售收入下滑。同时，公司商业客户对库存进行控制与调整，对公司发货造成一定影响。根据公司官微，2024 年下半年，公司发货与销售工作逐步恢复，并且新一轮集采的施行极大加快了公司胰岛素产品的准入与放量。公司门冬系列胰岛素产品新准入了数千家医院，下半年销量同比增长超 300%。此外，2024 全年海外业务大幅增长，预计实现收入超亿元，同比接近翻倍。
- 创新研发项目有序推进，重点加快 GLP-1 与痛风领域创新药研发。**截至 2025 年 1 月，公司 GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂在糖尿病和减重两个适应症的两项 Ib 期临床试验正顺利开展，已完成数据库锁定。此外，公司减重适应症 II 期临床试验已完成首例受试者给药；长效 GLP-1 产品司美格鲁肽注射液中国 III 期临床试验已完成全部受试者入组；XO/URAT1 双靶点抑制剂（THDBH151 片）IIa 期临床试验已完成数据库锁定；痛风一类新药 URAT1 抑制剂（THDBH130 片）IIa 期临床试验达到主要终点；德谷胰岛素利拉鲁肽注射液 I 期临床试验已获得总结报告，正在筹备 III 期临床试验。

盈利预测与投资建议

- 考虑到集采续约对公司部分胰岛素产品的影响，以资产减值准备计提等因素，我们下调 24-26 年收入和盈利预测，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.02/0.44/0.58 元（原预测值为 0.64/0.74/0.80 元），根据可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 19 倍市盈率，对应目标价为 8.48 元，维持“买入”评级。

风险提示

胰岛素销售放量不及预期，政策控费超预期，新药研发不及预期，资产减值风险等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,778	3,075	2,177	2,903	3,489
同比增长(%)	-15.0%	10.7%	-29.2%	33.4%	20.2%
营业利润(百万元)	1,829	1,365	50	1,001	1,320
同比增长(%)	18.0%	-25.4%	-96.3%	1883.4%	31.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,582	1,168	41	854	1,128
同比增长(%)	20.9%	-26.2%	-96.5%	1978.2%	32.0%
每股收益（元）	0.81	0.60	0.02	0.44	0.58
毛利率(%)	77.8%	80.1%	71.3%	73.8%	73.8%
净利率(%)	56.9%	38.0%	1.9%	29.4%	32.3%
净资产收益率(%)	24.8%	17.0%	0.6%	12.2%	14.3%
市盈率	9.6	12.9	367.7	17.7	13.4
市净率	2.3	2.1	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年02月07日）	7.72 元
目标价格	8.48 元
52 周最高价/最低价	10.81/7.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	195,854/195,854
A 股市值（百万元）	15,120
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 02 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.39	1.31	-12.47	-24.45
相对表现%	-1.59	-1.23	-6.37	-40.87
沪深 300%	1.98	2.54	-6.1	16.42



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020003

相关报告

胰岛素稳健放量，创新与出海不断突破	2024-03-31
二十余年风雨路，国内胰岛素龙头焕发新生：——通化东宝首次覆盖	2023-03-31

图 1：可比公司估值（截止 2025.2.7）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2025/2/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
安科生物	300009	8.58	0.51	0.60	0.69	0.81	16.94	14.41	12.38	10.62
长春高新	000661	96.51	11.11	9.64	10.55	11.38	8.69	10.01	9.15	8.48
派林生物	000403	21.65	0.84	1.06	1.26	1.47	25.86	20.45	17.18	14.77
康辰药业	603590	23.60	0.94	0.79	0.96	1.28	25.00	29.93	24.62	18.47
特宝生物	688278	80.39	1.37	1.95	2.70	3.61	58.88	41.16	29.82	22.26
甘李药业	603087	44.50	0.57	1.09	1.94	2.48	78.65	40.81	22.95	17.95
	最大值						78.65	41.16	29.82	22.26
	最小值						8.69	10.01	9.15	8.48
	平均数						35.67	26.13	19.35	15.42
	调整后平均						31.67	26.40	19.28	15.45

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	788	1,104	793	1,430	2,151
应收票据、账款及款项融资	456	870	466	643	830
预付账款	39	34	29	37	44
存货	654	705	688	837	1,006
其他	120	103	91	105	103
流动资产合计	2,056	2,816	2,066	3,052	4,134
长期股权投资	326	399	382	369	383
固定资产	1,520	1,351	1,513	1,547	1,494
在建工程	1,158	1,319	1,017	790	619
无形资产	487	670	752	821	876
其他	1,203	1,215	1,203	1,220	1,227
非流动资产合计	4,694	4,955	4,867	4,746	4,600
资产总计	6,750	7,771	6,934	7,799	8,734
短期借款	0	150	50	50	50
应付票据及应付账款	81	116	94	119	151
其他	81	254	173	171	203
流动负债合计	162	520	317	340	404
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	39	35	28	28	28
非流动负债合计	39	35	28	28	28
负债合计	201	555	345	368	432
少数股东权益	5	5	5	5	5
实收资本（或股本）	1,994	1,994	1,959	1,959	1,959
资本公积	492	488	358	358	358
留存收益	4,053	4,725	4,267	5,109	5,981
其他	6	5	0	0	0
股东权益合计	6,550	7,216	6,589	7,431	8,302
负债和股东权益总计	6,750	7,771	6,934	7,799	8,734

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,582	1,168	41	854	1,128
折旧摊销	125	137	254	303	349
财务费用	(13)	(6)	(3)	(8)	(15)
投资损失	(929)	(92)	(127)	(175)	(235)
营运资金变动	(65)	(243)	331	(327)	(303)
其它	164	(104)	(126)	45	12
经营活动现金流	863	862	369	693	937
资本支出	(513)	(275)	(186)	(187)	(188)
长期投资	99	(77)	18	14	(15)
其他	758	29	248	122	229
投资活动现金流	344	(322)	80	(51)	26
债权融资	0	(3)	0	0	0
股权融资	(156)	(4)	(165)	0	0
其他	(1,128)	(217)	(595)	(4)	(242)
筹资活动现金流	(1,284)	(224)	(760)	(4)	(242)
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0
现金净增加额	(77)	316	(311)	637	721

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,778	3,075	2,177	2,903	3,489
营业成本	618	613	625	761	915
销售费用	934	913	1,089	1,023	1,179
管理费用	181	134	163	175	188
研发费用	147	105	107	113	121
财务费用	(13)	(6)	(3)	(8)	(15)
资产、信用减值损失	6	36	270	5	6
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	929	92	127	175	235
其他	(9)	(8)	(2)	(8)	(9)
营业利润	1,829	1,365	50	1,001	1,320
营业外收入	2	6	3	3	4
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	1,830	1,366	48	999	1,319
所得税	248	198	7	145	191
净利润	1,582	1,168	41	854	1,128
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1,582	1,168	41	854	1,128
每股收益（元）	0.81	0.60	0.02	0.44	0.58

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-15.0%	10.7%	-29.2%	33.4%	20.2%
营业利润	18.0%	-25.4%	-96.3%	1883.4%	31.9%
归属于母公司净利润	20.9%	-26.2%	-96.5%	1978.2%	32.0%
获利能力					
毛利率	77.8%	80.1%	71.3%	73.8%	73.8%
净利率	56.9%	38.0%	1.9%	29.4%	32.3%
ROE	24.8%	17.0%	0.6%	12.2%	14.3%
ROIC	24.6%	16.7%	0.6%	12.0%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	3.0%	7.1%	5.0%	4.7%	4.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	12.69	5.41	6.52	8.98	10.23
速动比率	8.52	4.01	4.27	6.43	7.65
营运能力					
应收账款周转率	5.7	5.1	3.6	5.8	5.2
存货周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	0.81	0.60	0.02	0.44	0.58
每股经营现金流	0.43	0.43	0.19	0.35	0.48
每股净资产	3.34	3.68	3.36	3.79	4.24
估值比率					
市盈率	9.6	12.9	367.7	17.7	13.4
市净率	2.3	2.1	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.8	10.1	50.3	11.7	9.2
EV/EBIT	8.3	11.1	320.2	15.2	11.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。