

通化东宝(600867.SH)

2024年业绩阶段性承压，轻装上阵有望迎来业绩拐点

推荐（维持）

股价：7.37 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/30.62%
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)	144
流通 A 股市值(亿元)	144
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	13.7

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】通化东宝（600867.SH）*首次覆盖报告*
国产替代步伐加速 创新研发与国际化稳步推进*推荐
20250127

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

事项：

2024 年，公司实现营业收入 20.10 亿元，同比下降 35%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.43 亿元，同比减少 104%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.09 亿元，同比减少 101%。公司 2024 年业绩下降主要系以下一次性或短期因素影响：1）胰岛素集采降价，库存一次性冲销返还；2）研发项目（可溶性甘精赖脯双胰岛素注射液）终止，计提 2.2 亿元；3）诉讼赔偿共计 6131.21 万元。不利因素已全面释放，公司 2025 年有望迎来业绩反转。2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。

平安观点：

■ 2025 年一季度收入恢复势头良好，胰岛素类似物销量大增。2025 年一季度，公司实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 10%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.09 亿元，同比减少 49%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.10 亿元，同比减少 49%。受益于在新一轮集采取得的成功，公司胰岛素产品的准入与放量得到极大加快，尤其是胰岛素类似物系列产品，2025 年一季度销量大幅增长 123%，其中门冬系列胰岛素销量更是同比增长超 260%。随着胰岛素类似物销量的快速提升，公司产品结构进一步优化，胰岛素类似物占公司总收入比例已接近 40%。

■ 创新出海稳步推进，有望迎来新的利润增长点。2024 年实现海外收入 1.03 亿元，同比增长近 80%；2025 年一季度海外收入已达 0.58 亿元，同比显著增长。胰岛素方面精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)在乌兹别克斯坦获批上市，人胰岛素原料药通过欧盟 EMA 上市批准前 GMP 检查。目前公司 4 款产品已迈入 III 期临床试验阶段，3 款一类创新药已推进至 II 期临床试验阶段。XO/URAT1 双靶点抑制剂（THDBH151 片）IIa 期临床试验结果达到主要终点目标，GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂（注射用 THDBH120）获得降糖和减重 Ib 期临床试验积极的顶线结果，减重适应症 II 期临床试验完成首例受试者给药。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,075	2,010	2,729	3,179	3,716
YOY(%)	10.7	-34.7	35.8	16.5	16.9
净利润(百万元)	1,168	-43	532	713	877
YOY(%)	-26.2	-103.7	1,344.8	34.1	23.0
毛利率(%)	80.1	73.9	69.9	70.4	70.8
净利率(%)	38.0	-2.1	19.5	22.4	23.6
ROE(%)	16.2	-0.7	7.9	9.9	11.3
EPS(摊薄/元)	0.60	-0.02	0.27	0.36	0.45
P/E(倍)	12.4	-337.9	27.1	20.2	16.5
P/B(倍)	2.0	2.3	2.1	2.0	1.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **看好公司业绩恢复，借助集采实现快速入院，加速国产替代，维持“推荐”评级。**考虑到公司主业受集采扰动，我们将公司2025-2026年净利润预测调整至5.32亿、7.13亿元（原预测为8.52亿元、11.68亿元），预计2027年净利润为8.77亿元。但考虑到公司国内胰岛素头部企业，借助集采有望加速国产替代步伐，抢占更多的市场份额，我们维持“推荐”评级。
- **风险提示。**1）研发风险：核心产品存在研发失败或进度不及预期可能。2）降价风险：核心产品存在集采降价风险。3）竞争风险：核心产品市场竞争有加剧风险。

资产负债表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,006	2,249	2,989	3,854
现金	587	457	928	1,472
应收票据及应收账款	548	654	762	891
其他应收款	8	13	15	18
预付账款	28	36	42	49
存货	736	989	1,135	1,308
其他流动资产	100	100	107	116
非流动资产	5,372	5,115	4,838	4,554
长期投资	592	677	763	849
固定资产	2,506	2,305	2,100	1,891
无形资产	628	707	771	819
其他非流动资产	1,647	1,425	1,204	996
资产总计	7,379	7,364	7,827	8,408
流动负债	665	361	414	478
短期借款	417	0	0	0
应付票据及应付账款	97	138	158	183
其他流动负债	152	223	256	295
非流动负债	313	252	190	129
长期借款	273	212	150	89
其他非流动负债	40	40	40	40
负债合计	978	612	604	606
少数股东权益	17	23	30	40
股本	1,982	1,959	1,959	1,959
资本公积	509	532	532	532
留存收益	3,893	4,239	4,702	5,272
归属母公司股东权益	6,384	6,729	7,192	7,762
负债和股东权益	7,379	7,364	7,827	8,408

现金流量表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	459	368	615	741
净利润	-44	538	721	887
折旧摊销	204	343	363	369
财务费用	6	6	6	2
投资损失	-123	-381	-381	-381
营运资金变动	180	-260	-216	-257
其他经营现金流	235	123	123	122
投资活动现金流	-569	173	173	174
资本支出	564	0	0	0
长期投资	-100	0	0	0
其他投资现金流	-1,033	173	173	174
筹资活动现金流	-409	-670	-318	-371
短期借款	267	-417	0	0
长期借款	273	-61	-61	-62
其他筹资现金流	-949	-193	-256	-309
现金净增加额	-519	-129	471	544

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,010	2,729	3,179	3,716
营业成本	525	821	942	1,086
税金及附加	14	15	18	21
营业费用	1,071	1,037	1,144	1,264
管理费用	181	246	159	149
研发费用	99	150	175	204
财务费用	6	6	6	2
资产减值损失	-104	-55	-65	-76
信用减值损失	16	3	4	4
其他收益	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	123	381	381	381
资产处置收益	15	5	5	5
营业利润	168	793	1,066	1,312
营业外收入	10	6	6	6
营业外支出	322	3	4	5
利润总额	-144	796	1,067	1,312
所得税	-100	258	346	426
净利润	-44	538	721	887
少数股东损益	-1	6	8	9
归属母公司净利润	-43	532	713	877
EBITDA	66	1,145	1,436	1,683
EPS (元)	-0.02	0.27	0.36	0.45

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-34.7	35.8	16.5	16.9
营业利润(%)	-87.7	371.7	34.3	23.1
归属于母公司净利润(%)	-103.7	1344.8	34.1	23.0
获利能力				
毛利率(%)	73.9	69.9	70.4	70.8
净利率(%)	-2.1	19.5	22.4	23.6
ROE(%)	-0.7	7.9	9.9	11.3
ROIC(%)	3.9	8.1	10.8	13.2
偿债能力				
资产负债率(%)	13.3	8.3	7.7	7.2
净负债比率(%)	1.6	-3.6	-10.8	-17.7
流动比率	3.0	6.2	7.2	8.1
速动比率	1.8	3.3	4.3	5.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.7	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	5.4	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.02	0.27	0.36	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.19	0.31	0.38
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.44	3.67	3.96
估值比率				
P/E	-337.9	27.1	20.2	16.5
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	244.4	12.6	9.7	7.9

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	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	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	