

集采影响逐步出清，创新管线进展顺利

——通化东宝 2024 年报&2025 年一季报点评

核心观点

- 2024 年业绩有所承压。**公司发布年报，2024 年实现营收 20.1 亿元（-34.7%）；归母净利润-0.4 亿元（-103.7%）；扣非归母净利润-0.1 亿元（-100.8%）。利润端下滑较多主要系：①2024 年，新一轮胰岛素集采陆续实施及公司商业客户库存控制导致收入下滑；②公司对集采实施前流通环节的库存产品进行冲销；③公司将支付给 SAADOCIA 公司的 THDB0207 项目的预付商业化权利款金额 2.5 亿元确认为损失；④赔偿甘李药业经济损失、维权合理开支、一审诉讼费等共计 0.6 亿元。
- 海外收入增长亮眼，一季度收入端有所恢复。**2024 年，公司加速推进多款产品的海外商业化进程，海外市场实现收入 1.03 亿元，同比增长近 80%。公司已与健友股份达成胰岛素的战略合作，共同进军美国胰岛素市场；人胰岛素原料药的生产设施已通过欧洲药品管理局(EMA)现场检查，具备欧盟商业化生产条件。2025Q1，公司实现营收 6.5 亿元（+10.2%），归母净利润 1.1 亿元（-49.2%），扣非归母净利润 1.1 亿元（-48.9%）。随着集采影响逐步消化，公司 2025 年一季度收入端有所恢复。
- 研发管线进展顺利，痛风双靶点抑制剂 IIa 期数据优异。**公司持续拓宽内分泌代谢治疗领域的研发边界。THDBH120 于 2025 年 2 月获得降糖和减重 Ib 期临床试验积极的顶线结果；THDBH110 分子与 THDBH100/THDBH101 胶囊正在进行 Ia 期的数据分析和试验总结工作；THDBH130 于 2024 年 1 月完成了 IIa 期临床试验并获得临床试验总结报告；痛风双靶点抑制剂 THDBH150/THDBH151 片 2025 年 4 月获得 IIa 期临床试验总结报告，研究结果显示达到主要终点目标。

盈利预测与投资建议

- 考虑到集采影响，我们下调公司收入与毛利率预期，同时上调整体费用率预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.32、0.40、0.47 元（原预测值 2025-2026 年分别为 0.44/0.58 元），参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2025 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 8.00 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 出海进度不达预期风险；新品上市不达预期风险；行业政策变动风险；新兴疗法冲击风险；地缘政治变化风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,075	2,010	2,708	3,216	3,546
同比增长(%)	10.7%	-34.7%	34.7%	18.8%	10.3%
营业利润(百万元)	1,365	168	748	935	1,087
同比增长(%)	-25.4%	-87.7%	345.1%	24.9%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,168	(43)	630	788	911
同比增长(%)	-26.2%	-103.7%	1575.4%	25.0%	15.7%
每股收益(元)	0.60	(0.02)	0.32	0.40	0.47
毛利率(%)	80.1%	73.9%	71.8%	71.6%	71.3%
净利率(%)	38.0%	-2.1%	23.3%	24.5%	25.7%
净资产收益率(%)	17.0%	-0.6%	9.2%	10.4%	11.1%
市盈率	12.9	(353.9)	24.0	19.2	16.6
市净率	2.1	2.4	2.1	1.9	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05月21日）	7.67 元
目标价格	8.00 元
52 周最高价/最低价	9.8/7 元
总股本/流通 A 股（万股）	195,854/195,854
A 股市值（百万元）	15,022
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 05 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.99	5.21	0.26	-21.25
相对表现%	2.67	1.74	1.82	-27.78
沪深 300%	-0.68	3.47	-1.56	6.53



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

业绩短期承压，研发有序推进	2025-02-10
胰岛素稳健放量，创新与出海不断突破	2024-03-31

图 1：可比公司估值（截止 2025.5.21）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2025/5/21	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
安科生物	300009	8.81	0.42	0.57	0.67	0.72	20.84	15.56	13.07	12.21
长春高新	000661	104.89	6.33	6.46	7.02	7.70	16.57	16.24	14.94	13.63
康辰药业	603590	30.80	0.26	0.89	1.12	1.42	116.27	34.73	27.52	21.76
特宝生物	688278	70.14	2.03	2.78	3.79	4.72	34.48	25.21	18.52	14.86
甘李药业	603087	50.96	1.02	1.87	2.45	2.96	49.83	27.18	20.83	17.22
我武生物	300357	20.36	0.61	0.67	0.76	0.87	33.54	30.55	26.77	23.42
	最大值						116.27	34.73	27.52	23.42
	最小值						16.57	15.56	13.07	12.21
	平均数						45.26	24.91	20.28	17.18
	调整后平均						34.67	24.79	20.27	16.87

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						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,104	587	1,384	1,765	2,360	营业收入	3,075	2,010	2,708	3,216	3,546
应收票据、账款及款项融资	870	548	646	839	904	营业成本	613	525	762	912	1,017
预付账款	34	28	35	41	47	销售费用	913	1,071	1,035	1,267	1,382
存货	705	736	839	1,003	1,118	管理费用	134	181	194	209	225
其他	103	107	110	109	113	研发费用	105	99	107	114	123
流动资产合计	2,816	2,006	3,014	3,758	4,542	财务费用	(6)	6	22	4	(1)
长期股权投资	399	592	439	476	502	资产、信用减值损失	36	88	15	15	15
固定资产	1,351	2,482	2,329	2,150	1,961	公允价值变动收益	1	0	(0)	0	0
在建工程	1,319	226	185	168	155	投资净收益	92	123	182	247	308
无形资产	670	628	714	787	845	其他	(8)	6	(5)	(6)	(8)
其他	1,215	1,444	1,309	1,330	1,354	营业利润	1,365	168	748	935	1,087
非流动资产合计	4,955	5,372	4,976	4,910	4,818	营业外收入	6	10	6	7	7
资产总计	7,771	7,379	7,990	8,668	9,360	营业外支出	5	322	5	5	5
短期借款	150	417	50	50	50	利润总额	1,366	(144)	749	936	1,089
应付票据及应付账款	116	97	128	165	181	所得税	198	(100)	109	136	158
其他	254	152	166	197	178	净利润	1,168	(44)	641	801	931
流动负债合计	520	665	344	411	409	少数股东损益	0	(1)	10	13	20
长期借款	0	253	253	253	253	归属于母公司净利润	1,168	(43)	630	788	911
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.60	-0.02	0.32	0.40	0.47
其他	35	59	57	57	57	主要财务比率					
非流动负债合计	35	313	311	311	311		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	555	978	655	722	719	成长能力					
少数股东权益	5	17	27	40	60	营业收入	10.7%	-34.7%	34.7%	18.8%	10.3%
实收资本（或股本）	1,994	1,982	1,982	1,982	1,982	营业利润	-25.4%	-87.7%	345.1%	24.9%	16.3%
资本公积	488	208	509	509	509	归属于母公司净利润	-26.2%	-103.7%	1575.4%	25.0%	15.7%
留存收益	4,725	4,186	4,817	5,416	6,091	获利能力					
其他	5	7	0	0	0	毛利率	80.1%	73.9%	71.8%	71.6%	71.3%
股东权益合计	7,216	6,400	7,334	7,946	8,641	净利率	38.0%	-2.1%	23.3%	24.5%	25.7%
负债和股东权益总计	7,771	7,379	7,990	8,668	9,360	ROE	17.0%	-0.6%	9.2%	10.4%	11.1%
现金流量表						ROIC	16.7%	0.7%	8.9%	10.1%	10.8%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,168	(44)	641	801	931	资产负债率	7.1%	13.3%	8.2%	8.3%	7.7%
折旧摊销	137	162	293	318	338	净负债率	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(6)	6	22	4	(1)	流动比率	5.41	3.02	8.75	9.14	11.12
投资损失	(92)	(123)	(182)	(247)	(308)	速动比率	4.01	1.91	6.32	6.70	8.38
营运资金变动	(243)	192	(163)	(296)	(193)	营运能力					
其它	(104)	266	(102)	26	9	应收账款周转率	5.1	3.1	5.0	4.7	4.4
经营活动现金流	862	460	508	605	777	存货周转率	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0
资本支出	(275)	(89)	(170)	(190)	(191)	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
长期投资	(77)	(190)	152	(38)	(25)	每股指标（元）					
其他	29	(290)	395	198	270	每股收益	0.60	-0.02	0.32	0.40	0.47
投资活动现金流	(322)	(569)	377	(31)	53	每股经营现金流	0.43	0.23	0.26	0.31	0.39
债权融资	(3)	258	(0)	0	0	每股净资产	3.68	3.26	3.73	4.04	4.38
股权融资	(4)	(291)	300	0	0	估值比率					
其他	(217)	(376)	(388)	(193)	(236)	市盈率	12.9	-353.9	24.0	19.2	16.6
筹资活动现金流	(224)	(409)	(88)	(193)	(236)	市净率	2.1	2.4	2.1	1.9	1.8
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	10.1	44.9	14.2	12.0	10.6
现金净增加额	316	(518)	797	382	594	EV/EBIT	11.1	86.4	19.6	16.1	13.9

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。