

2025 年 07 月 14 日

证券研究报告•2025H1 业绩预告点评

通化东宝（600867）医药生物

当前价：7.95 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 看好业绩修复，创新+出海打造新增长点

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025H1 业绩预告。2025H1 公司实现归母净利润 2.2 亿元，和去年同期相比扭亏为盈。
- **集采后业绩迎来修复，出售特宝股权回笼资金。**24H2 胰岛素集采续约价格下降以及诉讼赔偿，2024 年业绩承压见底，看好集采后销量快速提升带来的业绩修复。同时 2025 年 7 月，公司出售特宝生物 5.7% 股权合计 13 亿元已完成过户登记，有利于公司回笼资金，提高资产使用效率，交易后公司仍持有特宝生物 10.3% 股权。
- **多款创新药管线持续突破。**(1) GLP-1 产品：GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂（注射用 THDBH120）的降糖+减重 1b 期临床试验数据积极，减重适应症进入 2 期临床，预计 26H1 进入 3 期。口服小分子 GLP-1 受体激动剂（THDBH110 胶囊）已完成 1a 期临床，预计 25H2 进入 2 期。SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂（THDBH100 胶囊）正在 1a 期临床。(2) 痛风产品：单靶点 URAT1 抑制剂（THDBH130）在 2025 年 1 月完成 2a 期临床。双靶点 XO/URAT1 抑制剂（THDBH150）在 2025 年 4 月完成 2a 期临床，有望在 25H2 进入 3 期。
- **海外业务快速增长，24 年海外收入约+80%。**利拉鲁肽、3 代胰岛素（门冬、甘精、赖脯等）陆续提交 NDA 申请，完善从胰岛素原料药-2 代胰岛素-3 代胰岛素-GLP-1 制剂的海外糖尿病市场布局。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到 2025 年公司出售特宝生物股权回笼 13 亿元资金，使用扣非净利润进行预测公司主营业务盈利能力，预计 2025-2027 年扣非 EPS 分别为 0.29 元、0.36 元、0.42 元，对应 PE 分别为 28 倍、22 倍、19 倍。公司集采影响基本出清，看好 2025 年业绩修复，建议关注。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，研发不及预期的风险，出海不及预期的风险，集采降价风险。

| 指标/年度         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 2009.51 | 2513.76 | 3051.25 | 3553.96 |
| 增长率           | -34.66% | 25.09%  | 21.38%  | 16.48%  |
| 扣非净利润(百万元)    | -10.17  | 566.26  | 699.30  | 823.54  |
| 增长率           | -       | -       | 23.49%  | 17.77%  |
| 扣非每股收益 EPS(元) | -0.01   | 0.29    | 0.36    | 0.42    |
| 净资产收益率 ROE    | -0.69%  | 19.84%  | 7.35%   | 8.13%   |
| 扣非 PE         |         | 28      | 22      | 19      |
| PB            | 2.44    | 1.95    | 1.88    | 1.76    |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：雷瑞

电话：021-68416017

邮箱：leir@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 19.59     |
| 流通 A 股(亿股)   | 19.59     |
| 52 周内股价区间(元) | 7.06-8.97 |
| 总市值(亿元)      | 155.70    |
| 总资产(亿元)      | 75.48     |
| 每股净资产(元)     | 3.32      |

### 相关研究

## 1 公司概况：看好业绩修复，创新+出海打造新增长点

通化东宝创立于 1985 年，致力于糖尿病及其他内分泌领域药物的研究与开发，为糖尿病及内分泌病人提供综合解决方案。公司为我国胰岛素龙头厂商，1998 年成功研制我国第一支重组人胰岛素“甘舒霖”，2020 年第三代甘精胰岛素投放市场，2021 年 12 月门冬胰岛素上市。公司始终坚持自主创新，不断优化产品结构，现有上市产品和在研管线在糖尿病领域布局丰富全面，涵盖长效、中效、速效、超速效胰岛素类产品，目前已将治疗领域由糖尿病拓展至减重、痛风/高尿酸血症等领域。

**立足糖尿病，逐步拓宽减重、痛风/高尿酸血症等研发边界。**公司现有五个全球一类创新药，即 3 款糖尿病治疗领域和 2 款痛风/高尿酸血症治疗领域的创新药。其中糖尿病领域为：GLP-1/GIP 双靶点激动剂注射用 THDBH120、口服小分子 GLP-1 受体激动剂 THDBH110 胶囊、全球首个 SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂 THDBH101 胶囊。痛风/高尿酸血症一类新药：URAT1 靶点抑制剂 THDBH130 和 XO/URAT1 痛风双靶点抑制剂 THDBH151 均进入临床研究阶段。

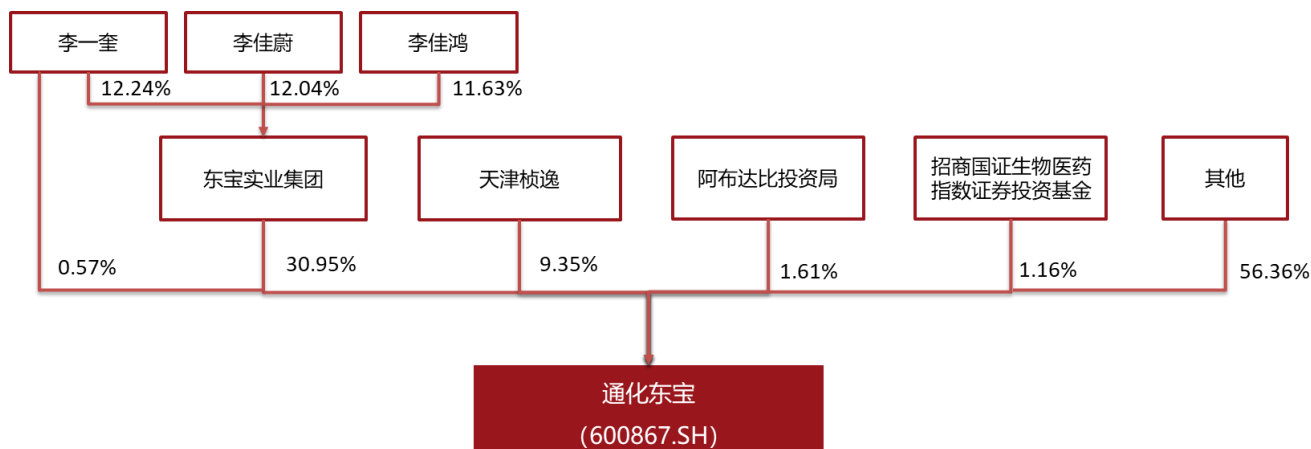
表 1：公司主要产品及其用途

| 细分行业 | 主要治疗领域 | 药（产）品名称               | 适应症或功能主治                                                    |
|------|--------|-----------------------|-------------------------------------------------------------|
| 生物制品 | 糖尿病    | 精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)     | 1 型或 2 型糖尿病                                                 |
|      |        | 精蛋白重组人胰岛素混合注射液(40/60) | 需用胰岛素治疗的糖尿病                                                 |
|      |        | 精蛋白人胰岛素混合注射液(50R)     | 1 型或 2 型糖尿病                                                 |
|      |        | 人胰岛素注射液               | 1 型或 2 型糖尿病                                                 |
|      |        | 精蛋白人胰岛素注射液            | 1 型或 2 型糖尿病                                                 |
|      |        | 甘精胰岛素注射液              | 需用胰岛素治疗的糖尿病                                                 |
|      |        | 门冬胰岛素注射液              | 用于治疗糖尿病                                                     |
|      |        | 门冬胰岛素 30 注射液          |                                                             |
|      |        | 门冬胰岛素 50 注射液          |                                                             |
| 化药   |        | 利拉鲁肽注射液               | 用于成人 2 型糖尿病患者控制血糖                                           |
|      |        | 恩格列净片                 | 治疗 2 型糖尿病                                                   |
|      |        | 磷酸西格列汀片               |                                                             |
|      |        | 瑞格列奈片                 | 用于饮食控制、减轻体重及运动锻炼不能有效控制其高血糖的成人 2 型糖尿病患者                      |
| 中成药  | 心脑血管   | 镇脑宁胶囊                 | 熄风通络。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 |

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司股权结构稳定，控股股东东宝实业集团持股 30.95%，实控人为李一奎。截至 2025 年 6 月，公司控股股东东宝实业直接持股 30.95%。

图 1：公司股权结构图（截至 2025 年 6 月）



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**近年受集采影响业绩承压。**公司营业收入主要来自胰岛素制剂，2019-2021 年业绩稳健增长，营收复合增长率为 6.7%，归母净利润复合增长率为 16%。2021 年公司在胰岛素中标集采，2022 年执行集采价格，业绩开始承压，但 2022 年公司出售所持特宝生物部分股权导致投资收益增加，归母净利润达历史高点。

**集采逐步出清，25Q1 收入恢复增长。**2024 年公司实现营收 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%）。利润端承压主要因 1) 2024 年国家组织新一批胰岛素集采续约谈判。2) 集采前库存产品冲销，以及经销客户控制采购库存。3) 公司支付给 SAADOCIA 公司的 THDB0207 项目的预付商业化权利款金额 2.5 亿元，列为非经常性损益。4) 赔偿甘李药业累计 0.6 亿元。25H1 公司预计实现归母净利润 2.2 亿元，同比扭亏为盈。

图 2：2017-2025Q1 公司营业收入情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2017-2025H1 公司归母净利润情况（亿元）



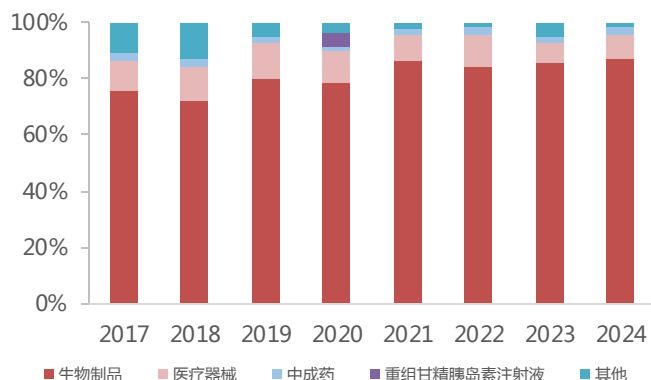
数据来源：Wind，西南证券整理

**看好集采续约背景下胰岛素的加速放量。**从产品看，公司主营业务为生物制品，包括胰岛素制剂、原料药等品类。其中，制剂是公司最大收入来源，2024 年生物制品制剂营收为 16.7 亿元（-35%），主要因 2024 年胰岛素续约谈判的影响，销量和价格对 2024 年营收影响的比例约为 8：2。在 2024 续约中，公司全线产品均以 A 类中选，且额外获得全国集采二

次分配量中的 30% 以上，累计协议签约量达 4500 支，同比首批集采+73%。25H1 胰岛素类似物销量同比增长超 200%，看好后续公司胰岛素产品在集采续约背景下的加速放量。

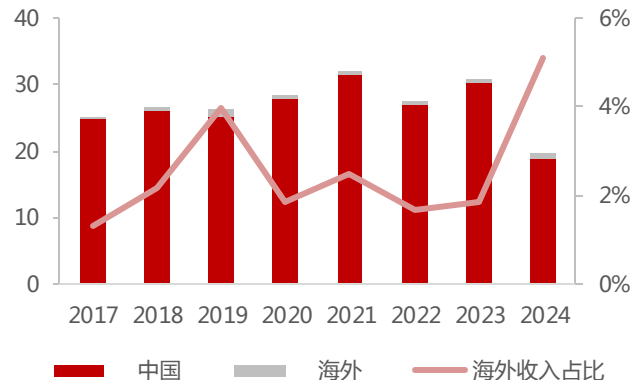
从地区看，公司国际化战略已显成效，通过原料药出口、原料药+技术转移、制剂出口等不同模式，针对性开发海外不同市场，全面加快公司胰岛素、GLP-1 类产品在欧美地区、东南亚、南美等国家与地区的商业化进程，2024 年公司海外收入达 1.0 亿元（+79.7%）。

图 4：公司分产品营业收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司分地区营业收入（亿元）

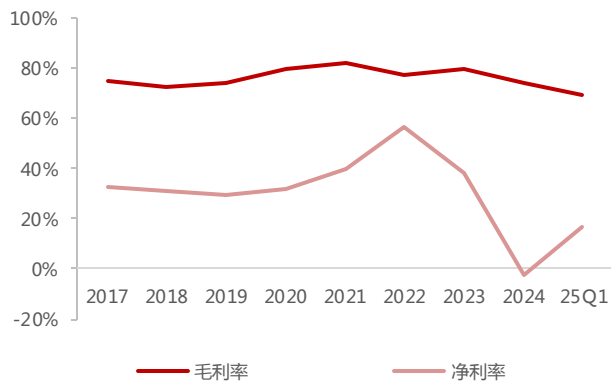


数据来源：Wind，西南证券整理

销售力度加大，提前布局创新和海外商业化渠道。公司费用率总体得到有效控制，2024 年总费用率为 67.5%，同比+30.2pp，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 53.3%/9.0%/4.9%/0%，同比+23.6pp/+4.6pp/+1.5pp/+0.5pp。考虑到公司 GLP 类重磅管线已进入临床关键期，且海外市场也面临从原料药出海扩展至胰岛素制剂出海的转折点，公司坚持扩大销售团队和渠道拓展，市场开发投入和销售薪酬均有所提高，销售费用同比提高 17.3%。

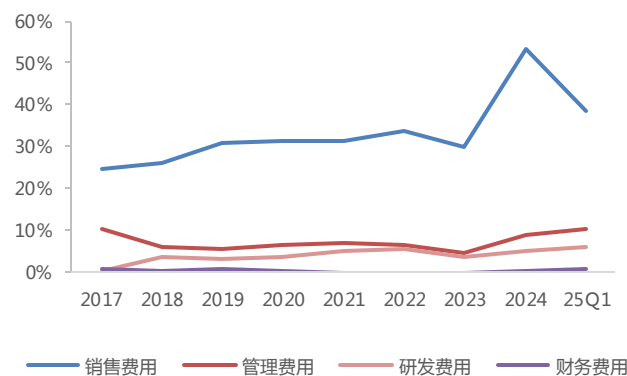
2024 年利润端已见底，看好 2025 年业绩修复。从盈利方面来看，2024 年公司毛利率、净利率分别为 73.9%、-2.2%，同比-6.2pp/-40.2pp，毛利率整体保持稳定，利润端承压主要系集采续约销售单价下降，销售费用投入增加，以及当年对甘李、SAADOCIA 等产生的非经常性损益。

图 6：2017-2024 年公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2017-2024 年公司四费率



数据来源：Wind，西南证券整理

**出售特宝生物持股，回笼 13 亿元资金。**2025 年 5 月，公司拟转让特宝生物 5.7% 股权给西藏信托，回笼 13 亿元资金，用于提高公司资产使用率，该笔交易已于 7 月完成过户登记，转让后公司仍持有特宝生物 10.33% 股权比例。

**公司多款重磅创新药管线持续突破。**  
**（1）GLP-1 产品：**GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂（注射用 THDBH120）的降糖+减重 1b 期临床试验数据积极，减重适应症进入 2 期临床，预计 26H1 进入 3 期。口服小分子 GLP-1 受体激动剂（THDBH110 胶囊）已完成 1a 期临床，预计 25H2 进入 2 期。SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂（THDBH100 胶囊）正在 1a 期临床。  
**（2）痛风产品：**单靶点 URAT1 抑制剂（THDBH130）在 2025 年 1 月完成 2a 期临床。双靶点 XO/URAT1 抑制剂（THDBH150）在 2025 年 4 月完成 2a 期临床，有望在 25H2 进入 3 期。

**表 2：公司糖尿病和痛风在研产品布局**

| 领域  | 产品                | 研发进度         | 靶点               | 适应症或功能主治                         |
|-----|-------------------|--------------|------------------|----------------------------------|
| 糖尿病 | 利拉鲁肽              | 已上市（2023.12） | GLP-1            | 2 型糖尿病                           |
|     | 德谷胰岛素利拉鲁肽注射液      | 3 期临床        | GLP-1RA          | 成人 2 型糖尿病                        |
|     | 司美格鲁肽注射液/THDB0225 | 3 期临床        | GLP-1            | 成人 2 型糖尿病                        |
|     | 注射用 THDBH120      | 1 期临床        | GLP-1/GIP        | 2 型糖尿病                           |
|     |                   | 2 期临床        |                  | 超重或肥胖患者                          |
|     | THDBH110 胶囊       | 1 期临床        | GLP-1            | 成人 2 型糖尿病                        |
| 痛风  | THDBH100 胶囊       | 1 期临床        | SGLT1/SGLT2/DPP4 | 成人 2 型糖尿病                        |
|     | 依托考昔片             | 已上市（2025.1）  | COX-2            | 骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征、急性痛风性关节炎、原发性痛经 |
|     | THDBH130 片        | 2 期临床        | URAT1            | 痛风/高尿酸血症                         |
|     | THDBH150 片        | 2 期临床        | XO/URAT1         | 痛风/高尿酸血症                         |

资料来源：公司公告，西南证券整理

**公司加速推进多款产品的海外商业化进程**，依托稳定可靠的产品质量和不断丰富产品体系，积极拓展国际市场。2024 年海外市场实现收入 1.03 亿元，同比增长近 80%。

**胰岛素产品上：**1) 美国市场：2023 年 9 月，公司携手健友股份共同进军美国胰岛素市场，共同开展甘精、门冬、赖脯三种胰岛素合作产品的开发和生产，同时健友股份将获得产品上市后美国区域的独家商业化权益。我们预计门冬、甘精、赖脯三款胰岛素有望在 2025 年提交美国注册申请，在 2026 年陆续获批上市。公司借助健友股份扎根美国的销售能力，有望快速打开美国市场大门。2) 欧洲市场：人胰岛素原料药的生产设施已通过欧洲药品管理局现场检查，具备欧盟商业化生产条件；3) 其他：精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）在乌兹别克斯坦获批上市，甘精胰岛素和门冬胰岛素在其他发展中国家的注册申请也在有序开展。

**GLP-1 产品上**，2022 年 12 月，公司与科兴制药签署《利拉鲁肽海外市场独家许可合作协议》，公司授予科兴制药利拉鲁肽注射液产品在海外新兴市场共计 17 个国家的独家商业化许可权益，共同开拓利拉鲁肽注射液的海外市场。公司利拉鲁肽注射液 2023 年在国内获批上市，并与科兴制药合作加快推动其在海外 17 个新兴市场的注册和申报进程，目前已完成多个国家的注册申请文件提交，并已接受其中埃及卫生部 GMP 现场审计，为公司开拓海外市场奠定了坚实基础。

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随着门冬胰岛素 30、50 等第三代胰岛素的放量，以及后续利拉鲁肽等获批后商业化，预计公司生物制品销量增速将稳步提升，假设生物制品产品销量 2025-2027 年增速分别为 27%、22%、17%，毛利率维持在 77%；

假设 2：胰岛素等产品的放量会带动胰岛素笔等医疗器械产品的销量增长，假设医疗器械产品销量 2025-2027 年复合增速为 15%，毛利率维持在 52%；

假设 3：公司中成药上游中药材价格较为稳定，竞争格局无明显变化，政策持续扶持，预期中成药销量增速保持稳健，假设中成药产品销量 2025-2027 年复合增速为 15%，毛利率维持在 50%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 生物制品   | 收入  | 1746  | 2213  | 2708  | 3161  |
|        | 增速  | -34%  | 27%   | 22%   | 17%   |
|        | 毛利率 | 77%   | 77%   | 77%   | 77%   |
| 医疗器械   | 收入  | 181   | 208   | 239   | 275   |
|        | 增速  | -14%  | 15%   | 15%   | 15%   |
|        | 毛利率 | 53%   | 52%   | 52%   | 52%   |
| 中成药    | 收入  | 47    | 53    | 61    | 71    |
|        | 增速  | -37%  | 15%   | 15%   | 15%   |
|        | 毛利率 | 50%   | 50%   | 50%   | 50%   |
| 房地产、建材 | 收入  | 3     | 3     | 3     | 3     |
|        | 增速  | -83%  | 0%    | 0%    | 0%    |
|        | 毛利率 | 36%   | 36%   | 36%   | 36%   |
| 其他     | 收入  | 33    | 36    | 40    | 44    |
| 合计     | 收入  | 2010  | 2514  | 3051  | 3554  |
|        | 增速  | -35%  | 25%   | 21%   | 16%   |
|        | 毛利率 | 74%   | 74%   | 74%   | 74%   |

数据来源：Wind，西南证券

### 2.2 相对估值

我们选取仿创结合型药企或涉及糖尿病药物的三家可比公司，2025-2027 年三家公司平均 PE 为 24、20 和 17 倍。公司集采影响基本出清，看好 2025 年业绩修复，建议关注。

表 4：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |      | PE（倍） |     |     |     |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
|           |      |       | 24A    | 25E  | 26E  | 27E  | 24A   | 25E | 26E | 27E |
| 603087.SH | 甘李药业 | 56.00 | 1.02   | 1.88 | 2.43 | 2.97 | 55    | 30  | 23  | 19  |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 38.17 | 2.26   | 2.49 | 2.74 | 3.03 | 17    | 15  | 14  | 13  |
| 002019.SZ | 亿帆医药 | 14.68 | 0.32   | 0.53 | 0.67 | 0.81 | 46    | 28  | 22  | 18  |
| 平均值       |      |       |        |      |      |      | 39    | 24  | 20  | 17  |

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 风险提示

行业竞争加剧风险，研发不及预期的风险，出海不及预期的风险，集采降价风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）       | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 现金流量表（百万元）        | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入           | 2009.51        | 2513.76        | 3051.25        | 3553.96        | 净利润               | -44.12         | 1585.00        | 608.68         | 721.63         |
| 营业成本           | 524.52         | 653.27         | 787.55         | 915.39         | 折旧与摊销             | 203.84         | 269.21         | 269.21         | 269.21         |
| 营业税金及附加        | 14.06          | 17.59          | 21.35          | 24.87          | 财务费用              | 6.22           | 0.33           | 3.05           | 3.55           |
| 销售费用           | 1071.14        | 854.68         | 1037.42        | 1208.35        | 资产减值损失            | -103.63        | -50.00         | -50.00         | -50.00         |
| 管理费用           | 181.04         | 175.96         | 213.59         | 248.78         | 经营营运资本变动          | 160.01         | 83.24          | -275.76        | -240.00        |
| 财务费用           | 6.22           | 0.33           | 3.05           | 3.55           | 其他                | 237.42         | -1246.92       | -28.62         | 19.07          |
| 资产减值损失         | -103.63        | -50.00         | -50.00         | -50.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>459.74</b>  | <b>640.85</b>  | <b>526.56</b>  | <b>723.47</b>  |
| 投资收益           | 122.89         | 1301.00        | 80.00          | 80.00          | 资本支出              | -536.99        | -613.00        | -611.00        | -632.00        |
| 公允价值变动损益       | 0.40           | 0.53           | 0.49           | 0.49           | 其他                | -31.95         | 1301.53        | 80.49          | 80.49          |
| 其他经营损益         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-568.93</b> | <b>688.53</b>  | <b>-530.51</b> | <b>-551.51</b> |
| <b>营业利润</b>    | <b>168.18</b>  | <b>1937.78</b> | <b>866.21</b>  | <b>1005.82</b> | 短期借款              | 266.76         | -216.76        | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益        | -311.93        | -156.88        | -182.30        | -194.99        | 长期借款              | 253.49         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>    | <b>-143.75</b> | <b>1780.90</b> | <b>683.92</b>  | <b>810.83</b>  | 股权融资              | -125.68        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税            | -99.63         | 195.90         | 75.23          | 89.19          | 支付股利              | -495.43        | 8.54           | -317.00        | -121.74        |
| 净利润            | -44.12         | 1585.00        | 608.68         | 721.63         | 其他                | -307.90        | -11.63         | -3.05          | -3.55          |
| 少数股东损益         | -1.40          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-408.76</b> | <b>-219.85</b> | <b>-320.05</b> | <b>-125.29</b> |
| 归属母公司股东净利润     | -42.72         | 1585.00        | 608.68         | 721.63         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-517.61</b> | <b>1109.54</b> | <b>-324.00</b> | <b>46.67</b>   |
|                |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）     | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 财务分析指标            | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| 货币资金           | 586.60         | 1696.13        | 1372.13        | 1418.80        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项        | 529.39         | 633.45         | 791.81         | 914.88         | 销售收入增长率           | -34.66%        | 25.09%         | 21.38%         | 16.48%         |
| 存货             | 736.31         | 619.16         | 785.55         | 895.76         | 营业利润增长率           | -87.68%        | 1052.20%       | -55.30%        | 16.12%         |
| 其他流动资产         | 154.02         | 110.69         | 122.51         | 133.57         | 净利润增长率            | -103.78%       | 3692.24%       | -61.60%        | 18.56%         |
| 长期股权投资         | 591.55         | 591.55         | 591.55         | 591.55         | EBITDA 增长率        | -75.52%        | 483.58%        | -48.42%        | 12.31%         |
| 投资性房地产         | 96.32          | 96.32          | 96.32          | 96.32          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程      | 2708.41        | 2997.25        | 3289.10        | 3593.94        | 毛利率               | 73.90%         | 74.01%         | 74.19%         | 74.24%         |
| 无形资产和开发支出      | 1575.77        | 1633.29        | 1685.80        | 1746.32        | 三费率               | 62.62%         | 41.01%         | 41.10%         | 41.10%         |
| 其他非流动资产        | 400.15         | 397.58         | 395.01         | 392.44         | 净利率               | -2.20%         | 63.05%         | 19.95%         | 20.31%         |
| <b>资产总计</b>    | <b>7378.51</b> | <b>8775.42</b> | <b>9129.78</b> | <b>9783.58</b> | ROE               | -0.69%         | 19.84%         | 7.35%          | 8.13%          |
| 短期借款           | 416.76         | 200.00         | 200.00         | 200.00         | ROA               | -0.60%         | 18.06%         | 6.67%          | 7.38%          |
| 应付和预收款项        | 153.54         | 177.72         | 220.26         | 254.99         | ROIC              | 0.56%          | 30.12%         | 12.44%         | 13.10%         |
| 长期借款           | 253.49         | 253.49         | 253.49         | 253.49         | EBITDA/销售收入       | 18.82%         | 87.81%         | 37.31%         | 35.98%         |
| 其他负债           | 154.30         | 157.14         | 177.28         | 196.46         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>    | <b>978.08</b>  | <b>788.36</b>  | <b>851.04</b>  | <b>904.94</b>  | 总资产周转率            | 0.27           | 0.31           | 0.34           | 0.38           |
| 股本             | 1981.73        | 1958.54        | 1958.54        | 1958.54        | 固定资产周转率           | 1.05           | 1.05           | 1.39           | 1.77           |
| 资本公积           | 508.77         | 531.96         | 531.96         | 531.96         | 应收账款周转率           | 2.58           | 3.74           | 3.73           | 3.62           |
| 留存收益           | 4186.41        | 5779.95        | 6071.64        | 6671.54        | 存货周转率             | 0.69           | 0.91           | 1.09           | 1.08           |
| 归属母公司股东权益      | 6383.54        | 7970.17        | 8261.86        | 8861.76        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 113.60%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益         | 16.89          | 16.89          | 16.89          | 16.89          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>6400.43</b> | <b>7987.06</b> | <b>8278.74</b> | <b>8878.64</b> | 资产负债率             | 13.26%         | 8.98%          | 9.32%          | 9.25%          |
| 负债和股东权益合计      | 7378.51        | 8775.42        | 9129.78        | 9783.58        | 带息债务/总负债          | 68.53%         | 57.52%         | 53.29%         | 50.11%         |
|                |                |                |                |                | 流动比率              | 3.02           | 6.43           | 5.71           | 5.68           |
|                |                |                |                |                | 速动比率              | 1.91           | 5.13           | 4.25           | 4.17           |
|                |                |                |                |                | 股利支付率             | -1159.64%      | -0.54%         | 52.08%         | 16.87%         |
|                |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2024A</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   | 每股收益              | -0.02          | 0.81           | 0.31           | 0.37           |
| EBITDA         | 378.24         | 2207.31        | 1138.47        | 1278.58        | 每股净资产             | 3.26           | 4.07           | 4.22           | 4.52           |
| PE             | -364.45        | 9.82           | 25.58          | 21.58          | 每股经营现金            | 0.23           | 0.33           | 0.27           | 0.37           |
| PB             | 2.44           | 1.95           | 1.88           | 1.76           | 每股股利              | 0.25           | 0.00           | 0.16           | 0.06           |
| PS             | 7.75           | 6.19           | 5.10           | 4.38           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA      | 39.99          | 6.17           | 12.24          | 10.86          |                   |                |                |                |                |
| 股息率            | 3.18%          | —              | 2.04%          | 0.78%          |                   |                |                |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jj@swsc.com.cn       |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
| 北京 | 毛玮琳 | 销售岗                     | 18721786793  | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn      |
|    | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售岗                     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn  |
|    | 马冰竹 | 销售岗                     | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
| 广深 | 龚之涵 | 销售岗                     | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售岗                     | 13668255142  | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 林哲睿 | 销售岗                     | 15602268757  | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |