

业绩强势反转，三代胰岛素高增

——通化东宝 2025 年报点评

核心观点

- 业绩强势反转，员工持股计划彰显信心。**2025 年公司实现营收 29.47 亿元（同比+46.7%），归母净利润 12.19 亿元，扣非归母净利润 3.75 亿元，较上年全面扭亏。营收端高增主要得益于胰岛素类似物快速放量；利润端大幅改善一方面源于主营业务盈利回暖，另一方面系本期转让特宝生物股权带来 10.99 亿元非经常性投资收益。此外，公司 2025 年推出两期员工持股计划，考核覆盖业绩和研发指标，体现管理层对主业持续改善的信心，以及深耕管线、培育第二增长曲线的战略决心。
- 三代胰岛素快速放量，海外市场打开空间。**2025 年在上年低基数的背景下，紧抓胰岛素集采续标机遇，推动产品结构转型，年内胰岛素类似物销量同比增幅超 100%，收入首次超越人胰岛素。公司胰岛素整体市占率稳居行业第二，人胰岛素市占率升至 45% 以上并稳居国内第一，甘精、门冬系列市占率亦稳步提升。海外市场方面，2025 年营收 2.03 亿元（同比+97.2%），已成为重要增长极。公司胰岛素制剂及原料药、GLP-1 产品分别在欧美及多个新兴市场取得积极进展，逐步构建起“原料药+制剂”全链条海外产品体系，公司海外业务有望维持高速增长。
- 研发推进顺利，第二曲线可期。**公司持续加大研发投入，管线布局持续完善，围绕代谢疾病领域多点开花：1）胰岛素类似物：赖脯 25R 和超速效赖脯胰岛素即将 NDA；2）GLP-1 受体激动剂产品：司美格鲁肽降糖适应症即将 NDA，德谷胰岛素利拉鲁肽已完成 III 期全部患者入组；3）GLP-1 创新药：GLP-1/GIP 双靶点激动剂 THDBH120 减重适应症 II 期完成全部患者入组，口服小分子 GLP-1 受体激动剂 THDBH110 的 Ia 期临床正进行数据分析和试验总结；4）痛风：XO/URAT1 双靶点新药 THDBH150/151 已完成 IIa 期临床且达到主要终点。我们认为公司研发管线已形成良好梯队，长期成长动能持续扩充，第二增长曲线有望逐步兑现。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2025 年报，我们略上调营收并下调管理和销售费用预期，预测公司 26-28 年每股收益分别为 0.38、0.45、0.55 元（原 26-27 年预测值分别为 0.32/0.38 元），参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2026 年 29 倍 PE 估值，对应目标价 11.02 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,010	2,947	3,293	3,678	4,100
同比增长(%)	-34.7%	46.7%	11.7%	11.7%	11.5%
营业利润(百万元)	170	1,575	859	1,032	1,260
同比增长(%)	-87.6%	828.1%	-45.4%	20.1%	22.1%
归属母公司净利润(百万元)	(42)	1,219	735	883	1,083
同比增长(%)	-103.6%	3005.6%	-39.7%	20.1%	22.7%
每股收益(元)	(0.02)	0.62	0.38	0.45	0.55
毛利率(%)	73.9%	70.3%	72.2%	70.9%	70.9%
净利率(%)	-2.1%	41.4%	22.3%	24.0%	26.4%
净资产收益率(%)	-0.6%	18.1%	9.8%	10.7%	12.0%
市盈率	(470.6)	16.2	26.9	22.4	18.2
市净率	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1

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（2026年04月21日）	9.75 元
目标价格	11.02 元
52 周最高价/最低价	10.67/6.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	195,854/195,854
A 股市值（百万元）	19,096
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 04 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.52	13.37	10.8	38.17
相对表现%	-2.94	8.97	9.85	12.2
沪深 300%	1.42	4.4	0.95	25.97



证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
胡俊涛	执业证书编号：S0860526040002 hujuntao@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

上半年有所恢复，加速出海与创新：通化东宝 2025 年中报点评	2025-09-08
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	2025-05-23
业绩短期承压，研发有序推进	2025-02-10

图 1：可比公司估值（截止 2026.4.21）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率			
		2026/4/21	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
安科生物	300009	9.75	0.42	0.44	0.51	0.59	23.05	22.16	19.18	16.58	
恒瑞医药	600276	55.75	0.95	1.16	1.45	1.72	58.40	47.99	38.38	32.38	
康辰药业	603590	36.17	0.27	0.95	1.16	1.37	136.23	38.23	31.22	26.34	
特宝生物	688278	63.16	2.03	2.53	3.25	4.16	31.15	25.00	19.46	15.20	
甘李药业	603087	64.20	1.03	1.85	2.43	2.93	62.38	34.72	26.47	21.93	
我武生物	300357	26.11	0.61	0.77	0.93	1.13	43.01	34.13	28.09	23.16	
美诺华	603538	52.53	0.30	0.61	0.85	1.10	173.37	86.71	61.78	47.71	
	最大值						173.37	86.71	61.78	47.71	
	最小值						23.05	22.16	19.18	15.20	
	平均数						75.37	41.28	32.08	26.19	
	调整后平均						66.24	36.01	28.72	24.08	

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	590	1,434	1,766	2,233	3,020	营业收入	2,010	2,947	3,293	3,678	4,100
应收票据、账款及款项融资	548	483	711	742	768	营业成本	525	874	915	1,068	1,195
预付账款	28	39	42	49	54	销售费用	1,068	1,108	1,153	1,197	1,244
存货	736	704	1,006	1,175	1,314	管理费用	183	181	185	195	206
其他	107	87	101	102	99	研发费用	99	167	198	226	258
流动资产合计	2,010	2,747	3,627	4,302	5,256	财务费用	6	19	7	(4)	(10)
长期股权投资	592	501	497	530	509	资产、信用减值损失	88	186	103	126	138
固定资产	2,482	2,335	2,187	2,017	1,841	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	226	170	160	152	147	投资净收益	123	1,180	138	178	212
无形资产	628	548	646	732	805	其他	6	(17)	(11)	(14)	(20)
其他	1,444	1,606	1,442	1,480	1,472	营业利润	170	1,575	859	1,032	1,260
非流动资产合计	5,372	5,160	4,932	4,911	4,774	营业外收入	10	0	5	5	3
资产总计	7,382	7,906	8,559	9,213	10,030	营业外支出	322	98	5	5	5
短期借款	417	33	50	50	50	利润总额	(142)	1,477	860	1,032	1,259
应付票据及应付账款	97	91	143	155	157	所得税	(100)	280	125	150	182
其他	153	421	191	170	174	净利润	(43)	1,197	735	883	1,076
流动负债合计	667	546	384	375	381	少数股东损益	(1)	(22)	(0)	(0)	(7)
长期借款	253	192	192	192	192	归属于母公司净利润	(42)	1,219	735	883	1,083
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.02	0.62	0.38	0.45	0.55
其他	59	61	63	63	63						
非流动负债合计	313	253	255	255	256	主要财务比率					
负债合计	979	799	639	631	637		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	18	4	4	4	(2)	成长能力					
实收资本(或股本)	1,982	1,959	1,959	1,959	1,959	营业收入	-34.7%	46.7%	11.7%	11.7%	11.5%
资本公积	209	214	302	302	302	营业利润	-87.6%	828.1%	-45.4%	20.1%	22.1%
留存收益	4,187	4,920	5,655	6,318	7,135	归属于母公司净利润	-103.6%	3005.6%	-39.7%	20.1%	22.7%
其他	7	11	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,403	7,108	7,920	8,582	9,393	毛利率	73.9%	70.3%	72.2%	70.9%	70.9%
负债和股东权益总计	7,382	7,906	8,559	9,213	10,030	净利率	-2.1%	41.4%	22.3%	24.0%	26.4%
						ROE	-0.6%	18.1%	9.8%	10.7%	12.0%
						ROIC	0.7%	17.6%	9.4%	10.3%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	13.3%	10.1%	7.5%	6.8%	6.3%
净利润	(43)	1,197	735	883	1,076	净负债率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	162	244	283	306	323	流动比率	3.01	5.04	9.45	11.47	13.80
财务费用	6	19	7	(4)	(10)	速动比率	1.91	3.74	6.83	8.33	10.35
投资损失	(123)	(1,180)	(138)	(178)	(212)	营运能力					
营运资金变动	194	106	(461)	(215)	(160)	应收账款周转率	3.1	6.6	5.9	5.1	5.5
其它	266	302	(58)	19	(1)	存货周转率	0.7	1.2	1.1	1.0	1.0
经营活动现金流	462	689	368	810	1,016	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(89)	100	(193)	(194)	(195)	每股指标(元)					
长期投资	(190)	100	(3)	(31)	22	每股收益	-0.02	0.62	0.38	0.45	0.55
其他	(290)	585	334	98	200	每股经营现金流	0.23	0.35	0.19	0.41	0.52
投资活动现金流	(569)	785	138	(127)	26	每股净资产	3.26	3.63	4.04	4.38	4.80
债权融资	258	210	(271)	0	0	估值比率					
股权融资	(291)	(19)	88	0	0	市盈率	-470.6	16.2	26.9	22.4	18.2
其他	(375)	(830)	10	(216)	(254)	市净率	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1
筹资活动现金流	(408)	(639)	(174)	(216)	(254)	EV/EBITDA	55.3	10.2	16.2	14.0	11.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	106.1	11.7	21.5	18.1	14.9
现金净增加额	(514)	835	332	467	788						

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。