



## 业务结构优化，胰岛素类似物放量显著

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年报，实现营业收入 29.5 亿元，同比增长 46.7%；实现归母净利润 12.2 亿元，扣非归母净利润 3.7 亿元，均实现扭亏为盈。业绩大幅回升主要因胰岛素类似物销量显著增长带动国内收入增长，海外业务增长强劲以及 2025 年内转让特宝生物部分股份获得 11 亿元投资收益。
- **国内业务结构优化，胰岛素类似物放量显著。**受益于胰岛素续采均以 A/A1 类中选优势，公司产品加速入院放量，国内市场份额持续提升。分产品看，2025 年公司人胰岛素市场份额占比超 45% 稳居国内第一，甘精胰岛素市占率超 15%。胰岛素类似物销量同比增长超 100%，收入占比首次超过人胰岛素，产品结构升级取得重要突破。同时，随着利拉鲁肽注射液、恩格列净片等新品逐步放量，将进一步发挥协同效应，深化公司在糖尿病治疗领域的全面布局。
- **国际化+创新研发双轮驱动，打开长期成长空间。**海外端，公司国际化战略扩面提速，2025 年海外收入增长势头持续强劲，海外市场实现收入超 2 亿元，同比增长 97.2%。多项国际注册证取得积极进展，1) 门冬胰岛素：美国 BLA 获 FDA 受理，欧盟 MAA 获 EMA 受理，已在印度尼西亚、多米尼加获批上市；2) 甘精胰岛素：已在缅甸获批上市；3) 人胰岛素：已在乌兹别克斯坦、尼加拉瓜获批上市，并获得马来西亚 GMP 证书；4) GLP-1 类：利拉鲁肽注射液在秘鲁获批上市，获得哥伦比亚、巴西 GMP 证书，并已接受埃及 GMP 现场审计产品出海版图持续扩大。公司持续推进创新管线研发进展，2 款糖尿病治疗领域一类新药（THDBH110、THDBH120）、痛风/高尿酸血症领域一类新药（THDBH151）均取得积极进展，有望开启公司长期成长空间。
- **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 2026-2028 年扣非 EPS 分别为 0.32 元、0.39 元、0.43 元。公司集采影响基本出清，看好 2026 年胰岛素类似物持续放量，建议关注。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，研发不及预期的风险，出海不及预期风险，集采降价的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2947.23	3352.97	3700.74	4096.92
增长率	46.66%	13.77%	10.37%	10.71%
扣非净利润(百万元)	319.89	625.28	765.12	848.48
增长率	-	-	22.36%	10.90%
扣非每股收益 EPS(元)	0.16	0.32	0.39	0.43
净资产收益率 ROE	16.84%	8.42%	9.47%	9.65%
扣非 PE		32	26	23
PB	2.80	2.66	2.45	2.25

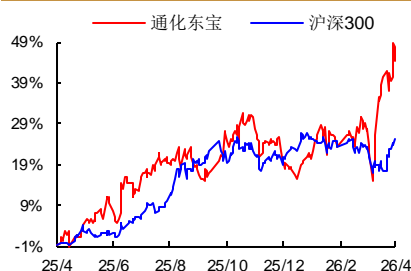
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：雷瑞  
执业证号：S1250525110001  
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)	7.23-10.49
总市值(亿元)	198.79
总资产(亿元)	81.54
每股净资产(元)	3.64

### 相关研究

1. 通化东宝（600867）：利润扭亏为盈，糖尿病治疗矩阵进一步丰富（2026-03-02）
2. 通化东宝（600867）：看好业绩修复，创新+出海打造新增长点（2025-07-18）

### 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，利拉鲁肽获批后商业化以及海外市场快速拓展，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 2026-2028 年增速分别为 14%/10%/11%；

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 2026-2028 年复合增速为 5%；

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 2026-2028 年增速分别为 30%/20%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入预测**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
生物制品	收入	2668	3037	3349	3706
	增速	53%	14%	10%	11%
医疗器械	收入	164	172	181	190
	增速	-9%	5%	5%	5%
中成药	收入	71	92	111	127
	增速	53%	30%	20%	15%
其他	收入	44	51	61	73
	增速	22%	17%	19%	21%
合计	收入	2947	3353	3701	4097
	增速	47%	14%	10%	11%
	毛利率	70%	70%	70%	70%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2947.23	3352.97	3700.74	4096.92	净利润	1197.20	629.76	769.46	851.57
营业成本	874.50	993.36	1100.49	1221.88	折旧与摊销	293.70	269.74	269.74	269.74
营业税金及附加	26.49	30.14	33.27	36.83	财务费用	18.74	1.68	3.70	4.10
销售费用	1108.13	1186.95	1284.16	1413.44	资产减值损失	-189.16	-100.00	-50.00	-50.00
管理费用	180.88	177.71	185.04	213.04	经营营运资本变动	89.60	-323.38	-122.63	-155.86
财务费用	18.74	1.68	3.70	4.10	其他	-720.86	96.51	-29.49	36.11
资产减值损失	-189.16	-100.00	-50.00	-50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>689.23</b>	<b>574.32</b>	<b>840.78</b>	<b>955.66</b>
投资收益	1179.59	50.00	50.00	50.00	资本支出	39.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.22	0.33	0.30	0.30	其他	745.66	50.33	50.30	50.30
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>785.13</b>	<b>50.33</b>	<b>50.30</b>	<b>50.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>1574.53</b>	<b>812.87</b>	<b>983.37</b>	<b>1085.03</b>	短期借款	-383.73	-3.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-97.28	-44.86	-45.01	-46.53	长期借款	-61.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1477.25</b>	<b>768.00</b>	<b>938.37</b>	<b>1038.50</b>	股权融资	-230.28	0.00	0.00	0.00
所得税	280.05	138.24	168.91	186.93	支付股利	-586.84	-243.81	-125.95	-153.89
净利润	1197.20	629.76	769.46	851.57	其他	622.72	-287.69	-3.70	-4.10
少数股东损益	-21.86	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-639.44</b>	<b>-534.52</b>	<b>-129.65</b>	<b>-157.99</b>
归属母公司股东净利润	1219.05	629.76	769.46	851.57	<b>现金流量净额</b>	<b>834.98</b>	<b>90.12</b>	<b>761.43</b>	<b>847.96</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1433.83	1523.95	2285.39	3133.35	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	474.53	724.77	764.57	829.40	销售收入增长率	46.66%	13.77%	10.37%	10.71%
存货	704.22	948.98	1098.49	1197.57	营业利润增长率	836.22%	-48.37%	20.98%	10.34%
其他流动资产	134.14	77.84	79.36	81.09	净利润增长率	2813.33%	-47.40%	22.18%	10.67%
长期股权投资	500.58	500.58	500.58	500.58	EBITDA 增长率	398.89%	-42.54%	15.91%	8.12%
投资性房地产	87.42	87.42	87.42	87.42	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2504.77	2313.23	2121.70	1930.17	毛利率	70.33%	70.37%	70.26%	70.18%
无形资产和开发支出	1641.84	1568.99	1496.13	1423.28	三费率	44.37%	40.75%	39.80%	39.80%
其他非流动资产	425.06	419.70	414.35	408.99	净利率	40.62%	18.78%	20.79%	20.79%
<b>资产总计</b>	<b>7906.40</b>	<b>8165.48</b>	<b>8847.98</b>	<b>9591.86</b>	ROE	16.84%	8.42%	9.47%	9.65%
短期借款	33.02	30.00	30.00	30.00	ROA	15.14%	7.71%	8.70%	8.88%
应付和预收款项	136.83	250.31	273.23	301.23	ROIC	23.44%	12.20%	14.82%	16.64%
长期借款	192.19	192.19	192.19	192.19	EBITDA/销售收入	64.03%	32.34%	33.96%	33.17%
其他负债	436.80	210.14	226.21	244.42	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>798.84</b>	<b>682.64</b>	<b>721.63</b>	<b>767.83</b>	总资产周转率	0.39	0.42	0.44	0.44
股本	1958.54	1958.54	1958.54	1958.54	固定资产周转率	1.22	1.50	1.81	2.21
资本公积	301.67	301.67	301.67	301.67	应收账款周转率	5.17	5.03	4.44	4.60
留存收益	4920.36	5306.32	5949.82	6647.50	存货周转率	1.14	1.14	1.05	1.05
归属母公司股东权益	7103.14	7478.42	8121.93	8819.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.60%	—	—	—
少数股东权益	4.42	4.42	4.42	4.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7107.56</b>	<b>7482.84</b>	<b>8126.35</b>	<b>8824.02</b>	资产负债率	10.10%	8.36%	8.16%	8.01%
负债和股东权益合计	7906.40	8165.48	8847.98	9591.86	带息债务/总负债	28.19%	32.55%	30.79%	28.94%
					流动比率	5.04	7.63	9.03	10.19
					速动比率	3.74	5.42	6.68	7.86
					股利支付率	48.14%	38.71%	16.37%	18.07%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	0.32	0.39	0.43
					每股净资产	3.63	3.82	4.15	4.50
					每股经营现金	0.35	0.29	0.43	0.49
					每股股利	0.30	0.12	0.06	0.08
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1886.98	1084.29	1256.82	1358.87					
PE	16.31	31.57	25.84	23.34					
PB	2.80	2.66	2.45	2.25					
PS	6.75	5.93	5.37	4.85					
EV/EBITDA	9.67	16.49	13.62	11.97					
股息率	2.95%	1.23%	0.63%	0.77%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---