

医药	收盘价 人民币 9.09	目标价 人民币 11.20↓	潜在涨幅 +23.2%	2026年5月11日
----	-----------------	-------------------	----------------	------------

通化东宝 (600867 CH)

三代胰岛素驱动业绩强势复苏，糖尿病产品矩阵快速丰富，维持买入

④ **重回高增长通道，2026年有望延续强势表现：**2025年和1Q26，公司收入分别增长47%/15%，集采降价的影响基本出清，其中：1) 胰岛素类似物得益于甘精和门冬预混以A1类中选的结果，市场份额快速提升，2025年销量同比增长100%以上，同时在胰岛素制剂中的收入贡献首次超过一半，其中甘精的市场份额已升至15%以上，门冬在1Q26延续高增长态势；2) 人胰岛素全部A类中标，市场份额继续攀升至45%以上、稳居中国内地第一；3) 胰岛素以外，利拉鲁肽在2025年销量增长翻倍以上，得益于学术推广和基层市场渗透。管理层指引2026年收入增长10%以上，主要驱动来自：1) 现有胰岛素产品和利拉鲁肽继续放量；2) 从惠升引进的德谷胰岛素和德谷门冬双胰岛素有望贡献增量；3) 恩格列净、依托考昔、瑞格列奈等仿制药中标集采续约，糖尿病领域多品布局协同效应显著。利润端，产品降价对2025年毛利率产生一定冲击，但1Q26已同比小幅回升；SG&A费用率快速收窄，管理层预计2026年将稳中有降；2025年扣非净利润扭亏为盈，我们预计未来三年盈利能力将快速回升。

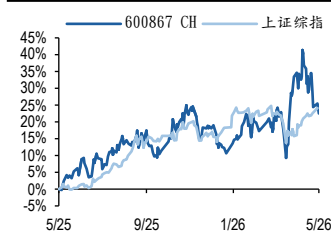
④ **2026年两大关注点：**1) 海外市场拓展：2025年，公司海外收入超2亿元，同比增长97.2%，新兴市场原料药+制剂产品体系快速成型。同时法规市场布局渐入佳境，门冬胰岛素欧美上市申请进展顺利，最快有望年内获批。2) 糖尿病产品组合迭代升级：GLP-1/GIP双靶有望于2H25读出II期数据，德谷胰岛素利拉鲁肽、超速效赖脯等中后期管线顺利推进，糖尿病产品组合扩张潜力可观。公司在新分子种类逐步加码，后续研发推进和数据披露有望进一步驱动创新价值兑现和估值修复。

④ **维持买入评级：**我们预计公司业绩将在未来2-3年延续强劲复苏态势，预计收入和扣非净利润将分别以13%/41%的2025-28年CAGR增长，得益于糖尿病新品和海外市场贡献对收入增速和利润率改善的推动作用。我们基于DCF模型得到最新目标价11.2元人民币，对应31倍/0.8倍2026年市盈率/PEG、23%未来12个月潜在升幅，维持买入评级。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	10.49
52周低位(人民币)	7.40
市值(百万人民币)	17,605.60
日均成交量(百万)	33.37
年初至今变化(%)	11.26
200天平均价(人民币)	8.97

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	2,010	2,947	3,277	3,777	4,239
同比增长(%)	-34.7	46.7	11.2	15.3	12.2
净利润(百万人民币)	(42)	1,219	702	872	1,048
每股盈利(人民币)	(0.02)	0.62	0.36	0.44	0.53
同比增长(%)	-103.4	-3,200.0	-42.4	24.2	20.1
市盈率(倍)	ns	14.7	25.5	20.5	17.1
每股账面净值(人民币)	3.22	3.63	3.90	4.23	4.63
市账率(倍)	2.82	2.51	2.33	2.15	1.96

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：通化东宝：财务预测变动

百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,277	4,278	-23.40%	3,777			4,239		
毛利润	2,310	3,488	-33.78%	2,682			3,028		
毛利率	70.48%	81.53%	-11.1ppts	70.99%			71.43%		
归母净利润	702	1,643	-57.26%	872			1,048		

资料来源：交银国际预测

图表 2：通化东宝：DCF 估值模型

百万人民币	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	3,277	3,777	4,239	4,751	5,238	5,882	6,429	7,180	8,049	3,277
EBIT	826	1,026	1,233	1,451	1,650	1,892	2,098	2,370	2,670	826
EBIT*(1-T)	702	872	1,048	1,234	1,403	1,609	1,784	2,015	2,270	702
加：折旧摊销	257	279	300	322	343	364	386	407	430	257
减：资本性支出	(426)	(453)	(466)	(475)	(471)	(471)	(514)	(574)	(644)	(426)
减：运营资本变动	(289)	(165)	(185)	(181)	(187)	(210)	(219)	(241)	(307)	(289)
自由现金流	244	533	697	899	1,088	1,293	1,436	1,606	1,749	244
永续增长率	3%									
自由现金流现值	6,991									
终值现值	13,873									
企业价值	20,864									
净现金	1,076									
少数股东权益	4									
股权价值 (百万元)	21,936									
股份数量 (百万)	1958.5									
每股价值 (港元)	11.20									

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源：交银国际预测

图表 3：通化东宝 (600867 CH) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际医疗行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	22.32	32.40	45.2%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	134.00	175.00	30.6%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	447.20	530.00	18.5%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.88	10.00	105.0%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	28.57	60.40	111.4%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	21.00	36.60	74.3%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	190.60	229.20	20.3%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	41.80	51.00	22.0%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	97.70	136.00	39.2%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	10.03	13.00	29.6%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	32.82	84.00	155.9%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	90.00	105.00	16.7%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	71.95	78.00	8.4%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	101.00	136.60	35.2%	2026 年 04 月 28 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	19.34	32.50	68.0%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	56.00	91.00	62.5%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	15.21	28.75	89.0%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	32.66	35.80	9.6%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	182.85	93.30	-49.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	56.16	33.10	-41.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
600867 CH	通化东宝	买入	9.09	11.20	23.2%	2026 年 05 月 11 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	36.24	44.50	22.8%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	5.43	7.70	41.8%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	11.96	17.70	48.0%	2026 年 03 月 27 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	64.55	74.00	14.6%	2026 年 04 月 24 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.20	8.70	6.1%	2026 年 03 月 27 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	33.64	40.20	19.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	29.16	34.20	17.3%	2026 年 04 月 02 日	民营医院
6078 HK	海吉亚医疗	买入	11.99	18.00	50.1%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.41	3.30	36.9%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2026 年 5 月 8 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,010	2,947	3,277	3,777	4,239
主营业务成本	(525)	(874)	(967)	(1,096)	(1,211)
毛利	1,485	2,073	2,310	2,682	3,028
销售及管理费用	(1,251)	(1,289)	(1,365)	(1,512)	(1,629)
研发费用	(99)	(167)	(202)	(226)	(249)
其他经营净收入/费用	35	958	83	82	83
经营利润	170	1,575	826	1,026	1,233
其他非经营净收入/费用	(312)	(97)	0	0	0
税前利润	(142)	1,477	826	1,026	1,233
税费	100	(280)	(124)	(154)	(185)
非控股权益	1	22	0	0	0
净利润	(42)	1,219	702	872	1,048
作每股收益计算的净利润	(42)	1,219	702	872	1,048

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	590	1,425	1,301	1,409	1,625
应收账款及票据	493	425	509	573	650
存货	736	704	909	1,025	1,148
其他流动资产	190	192	184	184	184
总流动资产	2,010	2,747	2,903	3,190	3,606
投资物业	96	87	87	87	87
物业、厂房及设备	2,482	2,336	2,382	2,541	2,693
无形资产	652	548	813	911	1,017
其他长期资产	2,142	2,189	2,274	2,399	2,526
总长期资产	5,372	5,160	5,557	5,938	6,324
总资产	7,382	7,906	8,460	9,128	9,930
短期贷款	417	33	33	33	33
应付账款	97	91	118	132	148
其他短期负债	153	421	421	421	421
总流动负债	667	546	572	587	602
长期贷款	253	192	192	192	192
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	59	61	61	61	61
总长期负债	313	253	253	253	253
总负债	979	799	825	840	856
股本	1,982	1,959	1,959	1,959	1,959
储备及其他资本项目	4,403	5,145	5,671	6,325	7,111
股东权益	6,385	7,103	7,630	8,284	9,070
非控股权益	18	4	4	4	4
总权益	6,403	7,108	7,634	8,288	9,074

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(142)	1,477	826	1,026	1,233
折旧及摊销	189	271	257	279	300
营运资本变动	182	5	(289)	(165)	(185)
利息调整	13	22	(9)	(9)	(9)
其他经营活动现金流	221	(1,087)	(224)	(254)	(285)
经营活动现金流	462	689	561	877	1,054
资本开支	(569)	(518)	(426)	(453)	(466)
投资活动	(67)	1,302	(83)	(98)	(110)
其他投资活动现金流	66	1	0	0	0
投资活动现金流	(569)	785	(509)	(551)	(577)
负债净变动	520	(176)	0	0	0
权益净变动	14	9	0	0	0
股息	(496)	(299)	(176)	(218)	(262)
其他融资活动现金流	(446)	(173)	0	0	0
融资活动现金流	(408)	(639)	(176)	(218)	(262)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	1,104	590	1,425	1,301	1,409
年末现金	590	1,425	1,301	1,409	1,625

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.020)	0.620	0.357	0.444	0.533
全面摊薄每股收益	(0.020)	0.620	0.357	0.444	0.533
每股账面值	3.222	3.627	3.896	4.230	4.631
利润率分析(%)					
毛利率	73.9	70.3	70.5	71.0	71.4
EBITDA利润率	17.8	62.6	33.0	34.5	36.2
EBIT利润率	8.4	53.4	25.2	27.2	29.1
净利率	(2.1)	41.4	21.4	23.1	24.7
盈利能力(%)					
ROA	(0.6)	15.4	8.3	9.6	10.6
ROE	(0.7)	17.2	9.2	10.5	11.5
ROIC	(0.6)	16.6	8.9	10.2	11.3
其他					
净负债权益比(%)	1.3	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.0	5.0	5.1	5.4	6.0
存货周转天数	360.4	366.9	360.3	362.5	363.2
应收账款周转天数	59.6	58.6	59.7	59.3	59.2
应付账款周转天数	47.1	46.9	46.6	46.9	46.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年5月11日
通化东宝 (600867 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司及广东云徙智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。