

胰岛素类似物持续放量， 创新研发及国际化进展积极

核心观点

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报，2025 年胰岛素类似物产品销量增长显著，叠加产品结构优化及新品放量，带动国内销售收入增长。26Q1 核心业务保持稳健增长，同时盈利质量实质性提升。公司海外注册持续推进，2025 年成效显著；多个研发管线取得积极进展。2026 年公司将加快胰岛素类似物扩量和产品结构升级，并推进德谷门冬双胰岛素与德谷胰岛素商业化合作落地，看好全年业绩稳步增长。公司持续推动重点产品注册申报，并加强国际注册与海外商业化能力建设，后续进展值得期待。

事件

公司发布 2025 年报，业绩扭亏为盈

4月20日，公司发布2025年年度报告，实现：1) 营业收入29.47亿元，同比增长46.66%；2) 归母净利润12.19亿元（2024年-0.42亿元，实现扭亏）；3) 扣非归母净利润3.75亿元（2024年-0.43亿元，实现扭亏）；4) 基本每股收益0.62元/股。

公司利润分配预案：向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税），合计现金分红5.87亿元。

公司发布 2026 年一季报

4月29日，公司发布2026年第一季度报告，实现：1) 营业收入7.48亿元，同比增长14.76%；2) 归母净利润1.27亿元，同比增长16.15%；3) 扣非归母净利润1.27亿元，同比增长15.72%；4) 基本每股收益0.06元/股。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,009.51	2,947.23	3,308.45	3,649.80	3,963.15
YoY(%)	-34.66	46.66	12.26	10.32	8.59
净利润(百万元)	-42.72	1,219.05	566.86	656.29	745.53
YoY(%)	-103.66	2,953.38	-53.50	15.78	13.60
毛利率(%)	73.90	70.33	70.65	71.25	71.81
销售净利率(%)	-2.13	41.36	17.13	17.98	18.81
ROE(%)	-0.67	17.16	5.82	5.13	4.59
EPS(摊薄/元)	-0.02	0.62	0.29	0.34	0.38
P/E(倍)	-414.42	14.52	31.23	26.98	23.75
P/B(倍)	2.77	2.49	1.82	1.38	1.09

资料来源：iFinD，中信建投证券

通化东宝 (600867. SH)

首次覆盖

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

汤然

tangan@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年05月17日

当前股价：9.20元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-7.07/-14.80	3.25/0.44	24.16/-1.90
12月最高/最低价(元)			10.49/7.37
总股本(万股)			195,854.28
流通A股(万股)			195,854.28
总市值(亿元)			180.19
流通市值(亿元)			180.19
近3月日均成交量(万)			5498.92

简评

胰岛素类似物放量驱动业绩增长，实现扭亏为盈

2025 年公司收入同比快速增长，主要由于：1) 胰岛素类似物产品销量增长显著，带动国内销售收入增长；2) 2024 年同期胰岛素集采续标实施前，商业公司对库存进行控制与调整，致发货减少形成低基数。利润端实现扭亏，除了受收入增长影响外，还受益于转让特宝生物股份产生的投资收益，且上年同期研发项目终止确认较大损失所致。26Q1 公司核心业务继续保持稳健增长，同时毛利率同比提升，销售费用率、管理费用率均同比下降，盈利质量实质性提升。

持续推进胰岛素准入与市场拓展，产品结构优化及新品放量助力增长。 胰岛素产品市场方面，公司把握新一轮集采 A 类中标的发展机遇，迅速推进胰岛素系列产品的医院准入，并重点突破零售终端与空白区域市场，全力开拓集采标外增量空间。公司持续推进产品结构优化，2025 年胰岛素类似物全年销量同比增幅超 100%，胰岛素类似物制剂收入超越人胰岛素。公司其他新品，如利拉鲁肽注射液、恩格列净片和磷酸西格列汀片等也逐步放量，与胰岛素产品形成产品梯队，助力业绩增长，并赋能基层医疗。26Q1 公司国内市场收入同比增长近 20%，胰岛素类似物销量保持快速增长，其中门冬胰岛素销量同比增长超 46%；胰岛素类似物制剂收入在胰岛素制剂总收入中占比扩大至 55% 以上，利拉鲁肽注射液 26Q1 销量同比增长约 60%。

积极推进国际化战略，海外注册进展显著。 在国际化战略方面，公司加速推进多款胰岛素产品的海外注册工作，2025 年海外收入 2.03 亿元，同比增长 97.16%，保持快速增长态势。胰岛素类似物方面，公司门冬胰岛素美国 BLA 获 FDA 受理，欧盟 MAA 获 EMA 受理，同时在印度尼西亚、多米尼加获批上市；甘精胰岛素在缅甸获批上市。人胰岛素产品分别在乌兹别克斯坦和尼加拉瓜获批上市，并获得马来西亚 GMP 证书；人胰岛素原料药获巴基斯坦 DRAP 批准信。GLP-1 类产品方面，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。

积极布局创新产品管线，产品矩阵持续丰富。 公司围绕糖尿病领域积极布局创新管线，2025 年及 26Q1，多个核心研发管线，如司美格鲁肽（THDB0225 注射液）、德谷胰岛素利拉鲁肽注射液、GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂（注射用 THDBH120）等取得重要进展。除糖尿病外，公司研发管线延伸至痛风/高尿酸血症治疗领域，XO/URAT1 双靶点抑制剂（THDBH151 片）IIa 期临床试验结果达到主要终点目标，痛风化学口服药物依托考昔片于 2025 年 1 月获得上市许可。2026 年 2 月，公司与惠升生物签署《商业化合作协议》，取得其旗下德谷门冬双胰岛素注射液和德谷胰岛素注射液在中国大陆地区的独家商业化权益。两款产品与公司现有产品形成协同互补，进一步丰富了产品矩阵，有望为公司培育新的增长动能。

表 1: 公司主要研发项目进展

产品名称	适应症	研发阶段
司美格鲁肽注射液	成人 2 型糖尿病	已于 2026 年 2 月提交 Pre-NDA 申请
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R)	糖尿病	临床 III 期
超速效赖脯胰岛素注射液	成人 1 型、2 型糖尿病	临床 III 期
德谷胰岛素/利拉鲁肽复方注射液	成人 2 型糖尿病	临床 III 期
THDBH110/THDBH110 胶囊	成人 2 型糖尿病	临床 I 期
THDBH120/注射用 THDBH120	超重或肥胖	临床 II 期

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 1: 公司主要研发项目进展

产品名称	适应症	研发阶段
	2 型糖尿病	临床 I 期
THDBH150/THDBH151 片	痛风/高尿酸血症	临床 II 期

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

2025 及 26Q1 经营净现金流保持增长, 费用管控成果持续释放

2025 年公司整体毛利率 70.33%，同比下降 3.57pct；其中生物制品（原料药及制剂产品）毛利率 72.84%，同比下降 4.26pct，主要由于人胰岛素注射剂及胰岛素类似物集采后销售单价降低所致。2025 年公司销售费用 11.08 亿元（+3.74%），销售费用率 37.60%（-15.55pct）；研发费用 1.67 亿元（+68.29%），研发费用率 5.67%（+0.73pct）；管理费用 1.81 亿元（-0.95%），管理费用率 6.14%（-2.95pct）；财务费用 0.19 亿元（+200.39%），财务费用率 0.64%（+0.33pct）。销售费用率下降主要由于收入增长较快，费用端同比变化较小所致；管理费用率下降主要由于折旧及维修费用同比减少所致。2025 年公司经营净现金流 6.89 亿元，同比增长 49.08%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

2026Q1 公司整体毛利率 71.62%，同比增长 2.30pct，主要受产品结构优化带动。26Q1 公司销售费用 2.73 亿元（+8.63%），销售费用率 36.56%（-2.06pct）；研发费用 0.36 亿元（-4.83%），研发费用率 4.79%（-0.99pct）；管理费用 0.64 亿元（-5.39%），管理费用率 8.56%（-1.82pct）；财务费用 0.03 亿元（-33.90%），财务费用率 0.38%（-0.28pct）。各项费用率均有所下降，费用管控成果持续释放。26Q1 公司经营净现金流 2.63 亿元，同比增长 165.54%，经营质量持续改善。

2026 年展望：看好胰岛素龙头业绩稳步增长，期待创新研发与国际化新进展

公司作为国内二代+三代胰岛素龙头，集采续标 A 类中标后基本盘稳固，零售终端及空白市场增量空间可观，同时产品结构优化及新品放量有望推动国内业务持续增长。海外注册持续推进，有望打开第二增长曲线。创新研发持续推进，为公司中长期增长提供充足动能。展望 2026 年，随着集采续标协议量稳健执行，公司将加快胰岛素类似物扩量和产品结构升级，并推进德谷门冬双胰岛素与德谷胰岛素商业化合作落地，看好全年业绩稳步增长。公司将持续推动司美格鲁肽、超速效胰岛素等重点产品的注册申报，并持续加强国际注册与海外商业化能力建设，后续进展值得期待。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026~2028 年营业收入分别为 33.08 亿元、36.50 亿元和 39.63 亿元，分别同比增长 12.3%、10.3% 和 8.6%；归母净利润分别为 5.67 亿元、6.56 亿元和 7.46 亿元，2026 年预计同比下降 53.5%（主要由于 2025 年转让特宝生物股权产生投资收益 10.99 亿元，导致净利润高基数；剔除该部分影响后经营层面预计保持增长趋势），2027~2028 年分别同比增长 15.8% 和 13.6%，折合 EPS 分别为 0.29 元/股、0.34 元/股和 0.38 元/股，对应 PE 分别为 31.2X、27.0X 和 23.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险分析

1、集采降价风险：胰岛素集采续标执行周期至 2027 年底，后续若新一轮集采启动或续约方案变化，产品价格存在进一步下行压力。

2、研发不及预期风险：创新药研发周期长、投入大，存在临床失败或进度不及预期风险，影响中长期管线价值。

3、市场竞争加剧风险：GLP-1 等新型降糖药对胰岛素市场形成竞争替代，可能影响公司产品市场份额。

4、海外拓展进度不及预期风险：海外注册审批进度受各国监管政策影响，存在不确定性；若审批上市或商业化进度不及预期，可能影响后续业绩表现。

5、业绩不及预期风险：若公司产品销售不及预期或价格出现下滑，预计 2026~2028 年对应的归母净利润可能从目前预测的 5.67 亿元、6.56 亿元和 7.46 亿元降低至 4.71 亿元、5.52 亿元和 6.38 亿元。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

沈毅

中信建投制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk