

## 通化东宝

600867

审慎增持 (维持)

Q3 业绩环比明显改善，三代胰岛素持续放量

2022 年 11 月 4 日

## 市场数据

市场数据日期	2022-11-1
收盘价(元)	8.92
总股本(亿股)	19.94
流通股本(亿股)	19.90
总市值(亿元)	178
流通市值(亿元)	178
净资产(百万元)	6356.45
总资产(百万元)	6885.01
每股净资产(元)	3.19

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

【兴证医药】通化东宝(600867) 2022 年中报点评: 胰岛素集采落地导致 H1 业绩承压, 三代胰岛素产品加速放量 (2022.9.26)

【兴证医药】通化东宝(600867) 2022 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 投资收益较多导致归母净利润大幅增长 (2022.5.2)

【兴证医药】通化东宝(600867) 2021 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 研发管线持续推进 (2021.11.1)

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3268	3234	3393	3775
同比增长	13.0%	-1.0%	4.9%	11.3%
归母净利润(百万元)	1308	1725	1080	1164
同比增长	40.7%	31.9%	-37.4%	7.8%
毛利率	82.4%	77.9%	77.4%	77.5%
净利率	40.0%	53.4%	31.8%	30.8%
净资产收益率	21.1%	24.9%	15.0%	14.9%
每股收益(元)	0.66	0.87	0.54	0.58
每股经营现金流(元)	0.57	0.16	0.30	0.31

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 近日, 公司发布 2022 年三季报。报告期内, 公司前三季度实现营业收入 20.99 亿元, 同比 2021 年下降 14.50%; 实现归母净利润 14.03 亿元, 同比 2021 年增长 31.39%; 实现扣非归母净利润 6.61 亿元, 同比 2021 年下降 26.65%。
- **盈利预测与估值:** 公司二代胰岛素维持行业龙头地位, 随着甘精、门冬等三代胰岛素销量持续上升, 产品商业化取得进一步进展, 公司有望打开新的成长空间。通过持续加大研发投入、布局多适应性产品, 公司在赖脯胰岛素、GLP-1、糖尿病创新药等在研项目上不断推进, 为后续长期增长提供动力。2022 年, 公司共计将转让特宝生物 10.04% 的股份, 转让价款总额为 8.73 亿元, 预计公司 2022 年归母净利润将保持较高的增速。考虑糖尿病用药格局竞争加剧、生物类似物集采降价和疫情反复风险, 我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.87、0.54、0.58 元, 对应 2022 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 10.3、16.5、15.3 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 胰岛素销售不达预期; 胰岛素集采相关风险; 新产品研发及上市进展低于预期。

## 报告正文

## 事件

- 近日,公司发布 2022 年三季报。报告期内,公司前三季度实现营业收入 20.99 亿元,同比 2021 年下降 14.50%;实现归母净利润 14.03 亿元,同比 2021 年增长 31.39%;实现扣非归母净利润 6.61 亿元,同比 2021 年下降 26.65%。

## 点评

- **Q3 业绩符合预期,环比明显改善。**公司前三季度实现营业收入 20.99 亿元,同比 2021 年下降 14.50%;实现归母净利润 14.03 亿元,同比 2021 年增长 31.39%;实现扣非归母净利润 6.61 亿元,同比 2021 年下降 26.65%。Q3 单季度,公司实现营业收入 7.12 亿元,同比 2021 年下降 10.24%,环比 22Q2 增长 42.40%;实现归母净利润 2.20 亿元,同比 2021 年下降 44.08%,主要系集采后胰岛素降价及上年同期因出售特宝生物带来的投资收益增加导致归母净利润基数较高所致;实现扣非归母净利润 2.20 亿元,同比 2021 年下降 10.56%,环比 22Q2 增长 323.08%。
- **胰岛素类似物快速放量,市占率持续提升。**胰岛素集采价格于 2022 年 5 月开始落地执行,公司旗下人胰岛素及胰岛素类似物价格降幅符合预期,随着胰岛素类似物快速放量、市占率持续提升,公司整体收入及利润降幅可控。分产线看,公司前三季度人胰岛素产品销量保持稳定增长,胰岛素类似物销量增长超 100%。根据米内网数据,2022 年上半年公司胰岛素及其类似物在中国公立医疗机构终端市场份额(按销售额计)提升至 10.83%,位列行业第三。随着公司持续加大院外市场的投入,预计公司将较好地消化集采降价带来的业绩压力,并为未来长期增长奠定稳固的基础。
- **研发管线持续推进,重磅产品逐步兑现。**公司积极开展三代胰岛素类似物、GLP-1 受体激动剂类降糖药品及其他糖尿病和内分泌领域创新药的研发工作,以满足市场上不同糖尿病患者的用药需求。其中,胰岛素类似物方面,预混型门冬胰岛素 30 注射液及 50 注射液有望于今年四季度获批上市,其中门冬 50 将成为国内首仿。GLP-1 受体激动剂方面,利拉鲁肽注射液已于 2022 年 6 月取得国家药监局下发的上市许可注册申请受理通知书,有望于明年年内获批上市。三季度,公司德谷胰岛素注射液获得临床批准,德谷胰岛素利拉鲁肽 IND 获得受理,痛风双靶点一类新药 THDBH151 片 IND 获得受理,瑞格列奈片获得药品注册证书。
- **财务指标:**报告期内,公司整体毛利率 78.52%,较去年同期减少 4.15pp;净利率为 66.82%,同比增加 23.33pp,净利率大幅提升主要系上半年出售特宝生物带来的投资收益所致,属于非经常性损益。报告期内,公司销售费用 6.87 亿元,同比减少 3.05%,销售费用率 32.71%,同比增加 3.86 个百分点;管理

费用 1.33 亿元，同比减少 20.39%，管理费用率 6.35%，同比减少 0.47 个百分点；财务费用-0.09 亿元，同比变化 0.03 亿元；研发费用 1.12 亿元，同比减少 5.07%，研发费用率 5.35%，同比增加 0.53 个百分点。

- **盈利预测：**公司二代胰岛素维持行业龙头地位，随着甘精、门冬等三代胰岛素的陆续上市，有望打开新的成长空间；公司在德谷胰岛素、GLP-1 等在研项目上的不断推进，将为后续长期增长提供动力。考虑糖尿病用药格局竞争加剧及生物类似物集采降价风险，我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.87、0.54、0.58 元，对应 2022 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 10.3、16.5、15.3 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**胰岛素销售不达预期；胰岛素集采相关风险；新产品研发及上市进展低于预期。

表 1、通化东宝分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	793	813	887	500	712	-10.2%	2455	2099	-14.5%
营业成本	139	136	150	156	144	3.6%	440	451	2.5%
毛利	654	677	737	344	568	-13.2%	2015	1648	-18.2%
销售费用	284	314	209	247	230	-18.8%	708	687	-3.0%
管理费用	55	65	48	46	39	-29.0%	168	133	-20.4%
财务费用	-2	-2	-3	-4	-3	-	-6	-9	-
研发费用	44	49	29	30	53	20.5%	118	112	-5.1%
资产减值	0	-26	0	0	0	-	3	0	-100.0%
公允价值	1	-2	0	0	0	-100.0%	2	0	-100.0%
投资收益	190	73	531	367	14	-92.5%	224	912	307.2%
营业利润	464	289	980	403	259	-44.1%	1260	1643	30.4%
利润总额	461	280	980	403	259	-43.8%	1255	1643	30.9%
归母净利润	394	241	831	351	220	-44.1%	1068	1403	31.4%
EPS	0.198	0.121	0.417	0.176	0.110	-44.1%	0.535	0.704	31.4%
销售费用率	35.8%	38.7%	23.6%	49.4%	32.4%	-3.4%	28.8%	32.7%	3.9%
管理费用率	6.9%	8.0%	5.4%	9.3%	5.4%	-1.4%	6.8%	6.4%	-0.5%
财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.8%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%
研发费用率	5.5%	6.0%	3.3%	6.0%	7.4%	1.9%	4.8%	5.3%	0.5%
所得税率	14.6%	13.8%	15.2%	12.9%	15.1%	0.5%	14.9%	14.6%	-0.3%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2162	3168	3334	3751
货币资金	865	1758	1849	2119
交易性金融资产	37	0	0	0
应收票据及应收账款	559	599	620	679
预付款项	49	49	55	62
存货	538	655	704	781
其他	114	107	106	109
<b>非流动资产</b>	4358	4059	4156	4394
长期股权投资	422	422	422	422
固定资产	1189	1512	1836	2160
在建工程	1203	602	301	150
无形资产	389	434	490	553
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-0	-0
其他	1155	1089	1107	1109
<b>资产总计</b>	6520	7227	7490	8145
<b>流动负债</b>	269	249	262	275
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	75	85.70	93.81	104.28
其他	194	163	168	171
<b>非流动负债</b>	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0
其他	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	300	280	293	307
股本	2034	1994	1994	1994
资本公积	1006	1006	1006	1006
未分配利润	2701	3130	3302	3845
少数股东权益	5	6	6	6
<b>股东权益合计</b>	6220	6947	7197	7838
<b>负债及权益合计</b>	6520	7227	7490	8145

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1308	1725	1080	1164
折旧和摊销	144	-300	-301	-302
资产减值准备	23	15	4	21
资产处置损失	-8	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-54	-75	-82
投资损失	-297	-873	-50	-40
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-44	-194	-67	-152
<b>经营活动产生现金流量</b>	1135	320	594	611
<b>投资活动产生现金流量</b>	34	1508	253	102
<b>融资活动产生现金流量</b>	-696	-934	-756	-443
现金净变动	473	893	91	270
现金的期初余额	392	865	1758	1849
现金的期末余额	865	1758	1849	2119

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3268	3234	3393	3775
营业成本	576	716	765	848
税金及附加	11	11	12	13
销售费用	1023	1077	1129	1275
管理费用	232	194	207	230
研发费用	167	149	146	171
财务费用	-8	-54	-75	-82
其他收益	12	22	23	21
投资收益	297	873	50	40
公允价值变动收	-0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-1	-1
资产减值损失	-23	3	3	3
资产处置收益	-2	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	1549	2038	1282	1380
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	1534	2023	1267	1365
所得税	226	298	186	201
净利润	1309	1726	1081	1164
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1308	1725	1080	1164
<b>EPS(元)</b>	0.66	0.87	0.54	0.58

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	13.0%	-1.0%	4.9%	11.3%
营业利润增长率	31.2%	31.5%	-37.1%	7.7%
归母净利润增长	40.7%	31.9%	-37.4%	7.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	82.4%	77.9%	77.4%	77.5%
净利率	40.0%	53.4%	31.8%	30.8%
ROE	21.1%	24.9%	15.0%	14.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	4.6%	3.9%	3.9%	3.8%
流动比率	8.05	12.72	12.73	13.62
速动比率	6.05	10.09	10.04	10.78
<b>营运能力</b>				
资产周转率	53.0%	47.1%	46.1%	48.3%
应收账款周转率	475.7%	449.5%	452.7%	469.9%
存货周转率	104.8%	117.1%	109.8%	111.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.66	0.87	0.54	0.58
每股经营现金	0.57	0.16	0.30	0.31
每股净资产	3.12	3.48	3.61	3.93
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.6	10.3	16.5	15.3
PB	2.9	2.6	2.5	2.3

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn