

## 通化东宝 (600867.SH)

### 集采影响出清业绩拐点将至，创新研发打造未来增长引擎

胰岛素集采后格局已然出清，国产企业迎来发展机遇。通化东宝二代胰岛素份额稳定，三代胰岛素快速放量，利拉鲁肽获批在即，代谢相关领域创新研发管线储备丰富，龙头地位显现，进入新一轮增长长期。

□ **胰岛素行业集采触发行业格局变动，国产企业迎来新一轮发展机遇。**胰岛素市场竞争格局随“专项集采”而发生变动，**集采前：**我国胰岛素市场“三梯队”竞争格局僵化，诺和诺德等三大跨国龙头长期垄断，国产替代进程缓慢。**集采后：**跨国企业龙头腾出市场空间，国产企业份额加速提升。格局变化原因解析，**集采规则上：**不同于传统化药集采“以价换量”，胰岛素集采核心逻辑为“以价保量”，在尽可能纳入主流玩家的基础上，力求兼顾降低药价与尊重临床需求，同时增强自由竞争活力。**各企业策略：**国际三巨头降价温和、多中标C类，导致直接存量损失；而国产企业以A/B类中标为主，“降价保量、标外争量”策略清晰，对进口产品形成有效替代，加速抢占市场份额。通化东宝申报品种全线B类中标，整体平均降价幅度36%、实现量价齐收，集采影响合理可控、标内标外市场得以兼顾。

□ **通化东宝：二代胰岛素份额稳固，三代胰岛素快速放量，利拉鲁肽获批在即，创新研发注入长期增长动能。****1) 胰岛素板块：**公司为二代胰岛素龙头企业，深耕基层市场二十余载，构筑起完善的护城河，借助集采进一步打开下沉渠道，2022年市场份额已超越诺和诺德，成为全国第一。三代胰岛素：在集采大背景下正在迎头追赶、加速放量。**2) GLP-1 板块：**公司在研产品利拉鲁肽预计将2023年底获批上市，为国产第一梯队，有望成为公司后续业绩增长新增量。**3) 在研管线：**公司战略性布局糖尿病、减肥、NASH等治疗领域新产品，胰岛素板块超速效赖脯胰岛素等产品(III期临床)不断完善产品矩阵，同步布局创新药SGLT1/SGLT2/DPP4三靶点抑制剂(I期临床)后续接力。痛风/高尿酸血症领域URAT1抑制剂进展顺利，已处于II期临床阶段，后续布局XO/URAT1双靶点抑制剂。公司创新研发项目将成为其长期增长新动能。

□ **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**我们看好通化东宝内分泌领域国内龙头企业的潜力与愿景，同时看好其创新研发布局，预期通化东宝2023-2025年归母净利润分别为10.5/13.1/16.4亿元，增速分别为-34%/25%/25%，对应PE分别为22x/17x/14x。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**行业政策变化风险、研发及商业化不预期风险、股权质押风险、盈利能力下降风险、海外业务推广风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3268	2778	3032	3465	3993
同比增长	13%	-15%	9%	14%	15%
营业利润(百万元)	1549	1829	1214	1516	1894
同比增长	31%	18%	-34%	25%	25%
归母净利润(百万元)	1308	1582	1051	1312	1639
同比增长	41%	21%	-34%	25%	25%
每股收益(元)	0.66	0.79	0.53	0.66	0.82
PE	17.5	14.5	21.8	17.4	14.0
PB	3.7	3.5	3.5	2.9	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (首次)

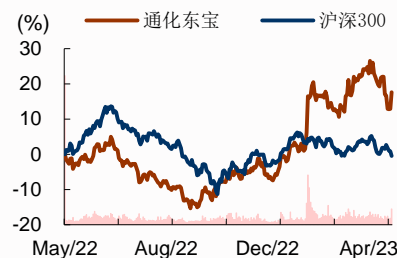
消费品/医药生物  
目标估值：NA  
当前股价：11.47 元

#### 基础数据

总股本(万股)	199368
已上市流通股(万股)	198985
总市值(亿元)	229
流通市值(亿元)	228
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	14.7
资产负债率	2.9%
主要股东	东宝实业集团有限公司
主要股东持股比例	29.68%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	25	18
相对表现	-1	21	19



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

许菲菲 S1090520040003  
✉ xufeifei@cmschina.com.cn  
焦玉鹏 研究助理  
✉ jiaoyupeng@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 胰岛素集采触发格局变动，国产替代迎来新一轮发展机遇	5
1.1、 行业概览：长期刚需属性，赛道优质、空间广阔	5
1.2、 胰岛素国采引发行业格局变动，国产企业迎来发展机遇	6
1.3、 格局变化原因解析：胰岛素国采规则、结果与各企业报价策略	7
二、 通化东宝：国产胰岛素龙头企业	13
2.1、 深耕糖尿病治疗领域，产品体系丰富全面	13
2.2、 股权结构集中稳定，核心管理层资深成熟	14
2.3、 历史业绩表现良好，集采带来业绩扰动基本出清	16
三、 主营产品：二代胰岛素跃居份额第一，三代胰岛素加速增长	17
3.1、 二代胰岛素：集采后份额锚定第一，总量呈现稳定增长态势	17
3.2、 三代胰岛素：借集采之东风加速放量，重点发力有望快速抢占市场	18
四、 在研产品矩阵完整丰富，实现糖尿病治疗领域全覆盖	21
4.1、 糖尿病治疗领域：多款创新药产品具爆发潜力	21
4.2、 痛风：治疗领域拓展，凸显新蓝海潜力	23
五、 盈利预测与估值	25
六、 风险提示	26

## 图表目录

图 1：2017-2022 年国内样本医院胰岛素销量结构	6
图 2：2017-2022 年国内样本医院胰岛素销售额结构	6
图 3：2017-2021 年国内样本医院胰岛素销售额结构	6
图 4：2021 年中国城市公立医院胰岛素各梯队市场份额	6
图 5：2017-2021 年国内样本医院二代胰岛素销量结构	7
图 6：2017-2021 年国内样本医院三代胰岛素销量结构	7
图 7：2019-2022 年国内样本医院胰岛素市场份额（按销量）	7
图 8：第六批国采（胰岛素专项）竞价机制	9
图 9：重要企业集采报量及平均降价幅度（较挂网价）	11
图 10：2022 年中国胰岛素市场结构	11
图 11：通化东宝发展历程与市值表现（亿元）	13

图 12: 通化东宝、诺和诺德主营产品及在研管线对比 .....	14
图 13: 通化东宝股权结构 (截至 2023 年 3 月 29 日) .....	15
图 14: 2018-2022 年通化东宝营业收入 (百万元) .....	16
图 15: 2018-2022 年通化东宝扣非归母净利 (百万元) .....	16
图 16: 2018-2022 年通化东宝收入结构 (百万元) .....	16
图 17: 2022 年通化东宝主营业务结构 (%) .....	16
图 18: 2017-2022 年通化东宝人胰岛素市场销量 (万支) .....	18
图 19: 通化东宝人胰岛素市场份额 (按销量计算) .....	18
图 20: 2018-2022 年通化东宝人胰岛素收入及同比变化 (亿元) .....	18
图 21: 2020-2022 年通化东宝三代胰岛素销量 .....	19
图 22: 2020-2022 年通化东宝甘精胰岛素市场份额 .....	19
图 23: 通化东宝锐舒霖系列上市时间线 .....	20
图 24: 2016-2030E 中国 GLP-1RA 市场规模 (亿元) .....	22
图 25: 2021 年中国糖尿病药物市场结构 .....	22
图 26: 2016-2025E 中国高尿酸血症及痛风患者数 (亿人) .....	24
图 27: 2016-2025E 中国痛风药物市场规模 (亿元) .....	24
表 1: 胰岛素的发展历程 .....	5
表 2: 胰岛素专项集采与传统化药集采主要区别 .....	8
表 3: 胰岛素专项集采各采购组及最高有效申报价 .....	8
表 4: 胰岛素专项集采议价及分量规则 .....	9
表 5: 胰岛素专项集采中标情况 .....	10
表 6: 参与医疗机构采购报量及签约结构 (按企业) .....	11
表 7: 通化东宝管理层简介 .....	15
表 8: 通化东宝二代人胰岛素品种 .....	17
表 9: 通化东宝、诺和诺德二代胰岛素集采中标情况对比 .....	17
表 10: 通化东宝三代人胰岛素品种 .....	18
表 11: 甘精胰岛素集采中标情况 .....	19
表 12: 通化东宝三代人胰岛素品种 .....	20
表 13: 通化东宝在研管线 (红色为创新药产品) .....	21
表 14: 中国已上市 GLP-1 产品 .....	22
表 15: 中国降糖领域胰岛素企业 GLP-1 布局 .....	23

---

表 16: 中国 URAT1 抑制剂研发进展 (已进入临床阶段) .....	24
表 17: 分业务收入预测 (百万元) .....	25
附: 财务预测表 .....	27

## 一、胰岛素集采触发格局变动，国产替代迎来新一轮发展机遇

### 1.1、行业概览：长期刚需属性，赛道优质、空间广阔

胰岛素消费具有长期、刚需属性。胰岛素为治疗糖尿病、预防并发症的最终解决方案，1型糖尿病（T1D）患者终身依赖胰岛素作为唯一治疗手段；2型糖尿病（T2D）患者在口服降糖药治疗不达标时，需尽早开始胰岛素治疗，终身使用比例为30-40%。糖尿病为慢性、进展性疾病，患者人均胰岛素治疗时长约12年，对胰岛素具有长期刚性需求。

截至目前，胰岛素已历经三代发展历程，依次为：动物源胰岛素、重组人胰岛素、胰岛素类似物，有效性、安全性持续提升，但仍面临皮下注射、低血糖风险等临床挑战，减少注射、模拟生理胰岛素分泌特征贯穿胰岛素主流研发方向。目前新一代胰岛素积极研发中，德谷胰岛素领先上市，满足“平稳降糖”血糖管理目标，潜力巨大。

表 1：胰岛素的发展历程

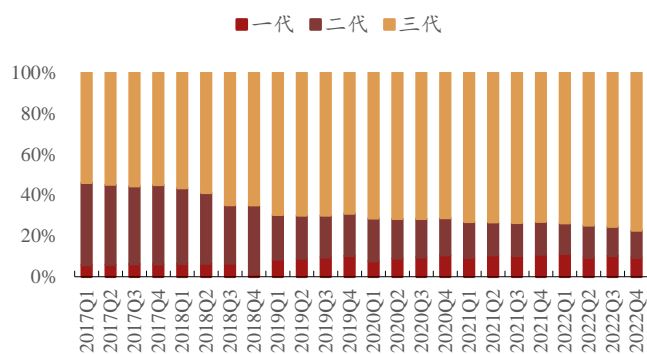
代际	通用名	上市时间	制备原理	优缺点	代表品种
一代	动物源胰岛素	1923年商业化生产	猪、牛胰脏	<ul style="list-style-type: none"> <li>生物活性低，免疫原性高，易出现过敏反应和注射部位脂肪萎缩；</li> <li>产量低，无法满足临床需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>猪胰岛素、牛胰岛素</li> </ul>
二代	重组人胰岛素	1982年商业化生产	基因工程	<ul style="list-style-type: none"> <li>与内源性胰岛素的氨基酸结构相同，不会引起患者异源性过敏反应，较一代胰岛素副作用大幅降低，安全性、有效性提高；</li> <li>难以完全模拟人体内胰岛素释放曲线，无法精准调节血糖，患者血糖浓度难以下降到正常水平，容易发生低血糖</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>短效：</b>重组人胰岛素、生物合成人胰岛素</li> <li><b>中效：</b>精蛋白生物合成人胰岛素、低精蛋白重组人胰岛素、精蛋白锌重组人胰岛素</li> <li><b>预混：</b>精蛋白锌重组人胰岛素 70/30、精蛋白生物合成人胰岛素 30R</li> </ul>
三代	胰岛素类似物	1996年首批上市	基因工程、DNA重组	<ul style="list-style-type: none"> <li>可更好模拟内源人胰岛素的分泌模式及其与胰岛素受体的结合作用方式，更符合人体生理性胰岛素分泌曲线；</li> <li>进一步提升安全性、有效性，提高血糖控制达标率，并降低患者低血糖风险</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>速效：</b>门冬胰岛素、赖脯胰岛素、谷赖胰岛素</li> <li><b>预混：</b>精蛋白锌重组赖脯胰岛素 25R、门冬胰岛素 30</li> <li><b>长效：</b>甘精胰岛素、地特胰岛素</li> </ul>

资料来源：公司招股书、公司公告、《中国医院用药评价与分析》、招商证券

二、三代胰岛素均为市面主流产品，瓜分全国 300 亿市场规模。2015-2019 年，我国胰岛素市场规模由 178 亿元增至 250 亿元，CAGR 为 8.83%，维持快速增长；综合估计 2022 年全国胰岛素市场规模接近 300 亿元。据 IDF 预测，2045 年中国糖尿病患者数量将增至 1.74 亿人，驱动胰岛素需求端长期稳定扩容。叠加我国胰岛素渗透率较低（中美胰岛素渗透率对比为 2% vs. 30%），伴随集采降价全面落地及患者治疗观念转变，潜在胰岛素治疗需求有望加速释放，胰岛素市场增长潜力巨大。

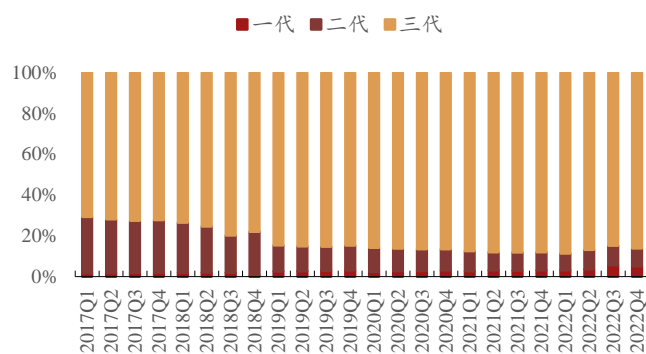
- **国际胰岛素市场：**发达国家市场发展成熟度高，三代胰岛素为主导产品，占全球胰岛素销量约 60%；销售额端市场份额超 80%。一代胰岛素已基本退出市场。
- **中国胰岛素市场：**二、三代均为市面主流产品，整体处于二代向三代转型过渡期。虽三代胰岛素有效性及安全性优于二代，但受制于价格较高及上市较晚，二代仍占有较大市场份额，集中分布于二、三线城市以下县域市场，总体市场份额约 40%，呈逐年降低趋势；三代胰岛素市场份额接近 60%，以大中城市三甲医院为主。此外，一代胰岛素因价格低廉在我国仍占有少量市场份额。

图 1：2017-2022 年国内样本医院胰岛素销量结构



资料来源：Wind 医药库、招商证券

图 2：2017-2022 年国内样本医院胰岛素销售额结构



资料来源：Wind 医药库、招商证券

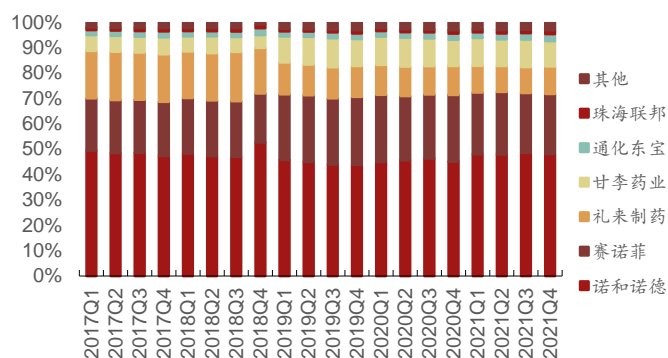
## 1.2、胰岛素国采引发行业格局变动，国产企业迎来发展机遇

### (1) 集采前：跨国龙头长期垄断，国产替代进程缓慢

#### ● 总体市场：市场集中度高，竞争格局僵化。

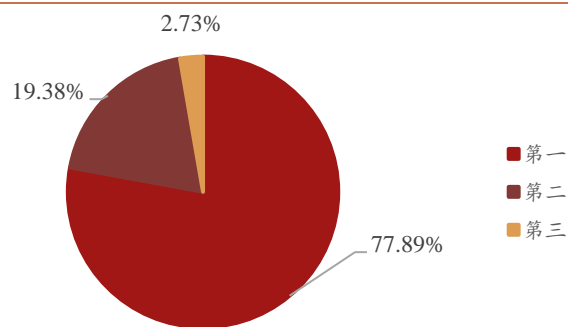
国采落地前，我国胰岛素市场竞争格局长期稳定，主要参与者可划分为三大梯队。第一梯队为国际三大胰岛素巨头诺和诺德、赛诺菲、礼来，作为原研外企上世纪 90 年代即布局中国，在国内市场处于长期垄断地位，2021 年市占率合计超过 77%，其中诺和诺德作为全球胰岛素最大供应商以一己之力占据近 50% 市场份额。第二梯队为国产老牌厂商甘李药业、通化东宝及联邦制药，作为国产胰岛素引领者凭借价格及产能优势抢占约两成市场份额。第三梯队为江苏万邦、东阳光、海正药业等国产新参与者，2021 年市场份额不足 3%。

图 3：2017-2021 年国内样本医院胰岛素销售额结构



资料来源：Wind 医药库、招商证券

图 4：2021 年中国城市公立医院胰岛素各梯队市场份额



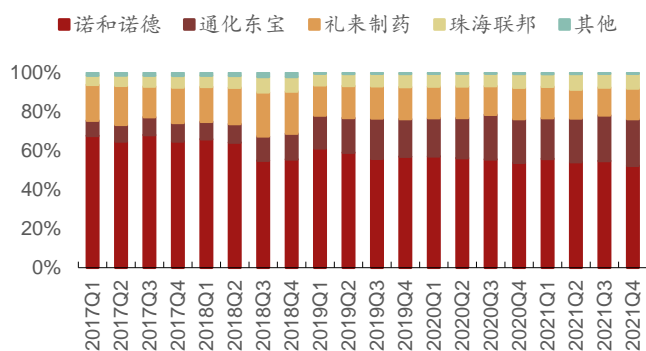
资料来源：公司招股书、米内网、招商证券

**行业进入壁垒高，集采前国产替代进程相对缓慢。**对于现有参与者，原研外企凭借先发优势，筑牢品牌、渠道、患者基础，垄断地位难以撼动；国产厂商虽已具备价格优势与产能基础，并逐步形成全面产品梯队，但根据中国城市公立医院终端数据，2018-2021 年国产胰岛素龙头甘李药业及通化东宝市场份额提升均不足 0.5 pp，国产替代进程极为缓慢。叠加胰岛素行业具有较高技术、产能、品牌等进入壁垒，新参与者动力不足且短期内难以抢占市场份额，集采前我国胰岛素市场玩家呈现长期维持寡头垄断、高价销售格局，也一定程度上推动了大面积集采的发生。

#### ● 细分市场：通化东宝为二代国产龙头，甘李药业为三代国产龙头

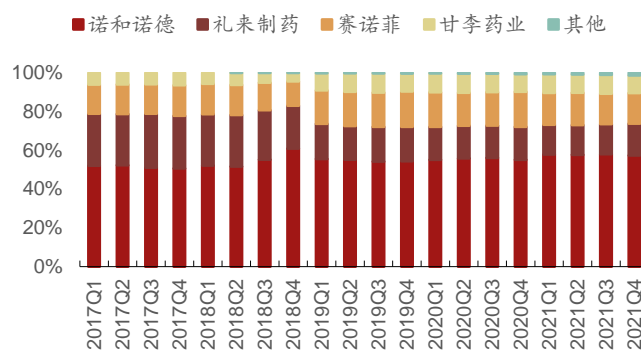
**二代胰岛素市场：**诺和诺德（54.3%）>通化东宝（22.7%）>礼来（15.2%）>珠海联邦（7.3%）。2021 年，诺和诺德以过半的市场份额位居第一；通化东宝深耕国内基层市场，在我国二代胰岛素销量排名中仅次于诺和诺德，市占率高达 23%，稳居国产二代龙头地位，且与礼来拉开一定距离。其中值得注意的是，2017-2021 年，诺和诺德二代胰岛素市占率由 66.3% 降至 54.3%（-12 pp），礼来由 18.0% 降至 15.2%（-2.8 pp），而通化东宝则由 8.8% 迅速提升至 22.7%，成功抢占约 13.9% 市场份额，国产替代卓有成效。

图 5：2017-2021 年国内样本医院二代胰岛素销量结构



资料来源：Wind 医药库、招商证券

图 6：2017-2021 年国内样本医院三代胰岛素销量结构



资料来源：Wind 医药库、招商证券

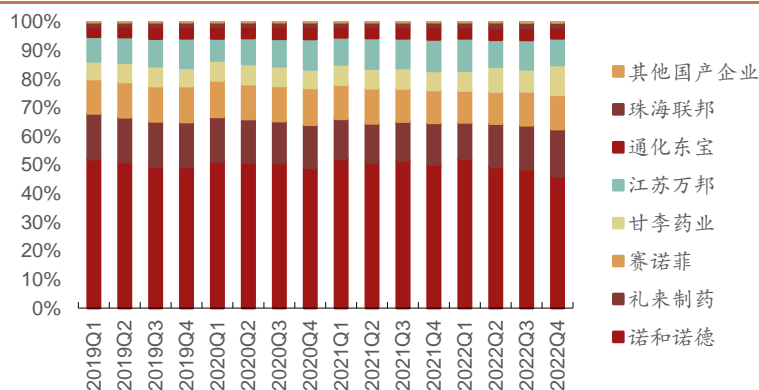
**三代胰岛素市场：**诺和诺德（57.7%）>赛诺菲（16.1%）>礼来（15.7%）>甘李药业（9.5%）。我国三代胰岛素上市较晚，进口、国产占比约为 90%、10%，主要市场份额由国际三巨头及甘李药业四家瓜分，其中甘李药业作为国产三代绝对领先者，市占率约为 9.5%，为仅次于诺和诺德、赛诺菲、礼来的第三大供应商。整体而言，进口胰岛素在三代市场占据主导份额，国产替代空间广阔。

### （2）集采后：跨国龙头腾出市场空间，国产企业份额加速提升

2021 年 11 月，第六批国采胰岛素专项正式启动，并于 2022 年 5 月起在全国陆续落地实施。纵观中国主要胰岛素企业市场份额变化史，以诺和诺德为首的三大跨国巨头长期牢踞垄断地位，国产企业生存空间相对狭窄。自 2022Q2 以来，在集采落地执行催化下，该格局表现出明显松动迹象。

以诺和诺德为例，按销量计算，2022Q1-Q4，其市场份额由 52.09% 快速跌至 46.11%，1 年内下降 5.98 pp，为国产替代腾出空间；反观国产企业，甘李药业、通化东宝等参与者市场份额均有不同程度提升。我们认为，在集采、国产替代大背景下，国产企业有望加速抢占市场份额，国内胰岛素市场格局长期有望迎来反转。

图 7：2019-2022 年国内样本医院胰岛素市场份额（按销量）



资料来源：Wind 医药库、招商证券

## 1.3、格局变化原因解析：胰岛素国采规则、结果与各企业报价策略

### （1）胰岛素集采规则解析：不同于化药集采，降价保量

**胰岛素集采动力及逻辑——“以价保量”：**我国胰岛素需求量巨大、患者负担较重，且跨国寡头长期垄断、市场集中度高，叠加国产厂商品类齐全、技术成熟存在替代的可行性，推进胰岛素大面积集采势在必行。与传统化药集采“以价换量”逻辑略有不同，胰岛素集采倾向于“以价保量”，在尽可能纳入主流玩家的基础上，力求兼顾降低药价与尊重临床需求，同时增强自由竞争活力，加速推进国产替代。

**胰岛素产品特点导致其集采规则与传统化药仿制药不同：**1) 糖尿病患者以老年人为主，用药粘性较强，品牌转换较

为保守；2) 生产壁垒高、生产周期长，报批手续复杂，短期难以扩大产能；3) 生物类似物一致性评价发展较晚，胰岛素通用名、品牌可替代性仍处于探索中；4) 胰岛素需匹配特定给药装置，影响患者长期使用习惯，增大品牌替代难度。因此在集采规则上与传统化药有所差异。

表 2: 胰岛素专项集采与传统化药集采主要区别

区别	传统化药集采	胰岛素专项	特点
采购周期	1-3 年	2 年	兼顾中选企业产能稳定性与市场竞争活力
分组	按照通用名分组	按照相似临床作用机制和治疗效果，将不同通用名合并分组	在尊重临床用药习惯和市场规律的前提下，提高组内竞争充分性
报量	按通用名报量，不区分品牌	细分到品牌，且分量时医药机构可按需自主选择供应企业	最大限度减少集采可能对不同胰岛素品牌转换而导致的临床用药风险，保证患者用药稳定性
竞价（价格熔断及保护机制）	· 报价>同采购组 1.8 倍直接不中选 · 降幅≥限价 50% 直接中选	· 报价>同采购组 1.3 倍直接不中选 · 降幅≥限价 40% 直接中选	温和降价，有利于避免过低中选价导致企业利润骤降，进而引发产品质量下降、供应短缺及产业震荡

资料来源：上海阳光医药采购网、《中国卫生资源》、招商证券

**分组机制：**本次专项设置 2 年采购周期，集采范围为二代、三代胰岛素，按功能各分为餐时、基础、预混三个组别，共计 6 个采购组，覆盖 16 个通用名。各采购组报价单元以 3ml:300 单位规格为代表品，设置最高限价。同时为尊重临床实际治疗需求，由参与医药机构按品牌、通用名自主上报首年采购需求量，并根据中标结果按需自主选择供应企业，以保障患者用药稳定性。

表 3: 胰岛素专项集采各采购组及最高有效申报价

采购组序号	采购组	代表品规格	最高有效申报价（元/支）
1	餐时人胰岛素	3ml:300 单位(笔芯)	50
2	基础人胰岛素	3ml:300 单位(笔芯)	50
3	预混人胰岛素	3ml:300 单位(笔芯)	50
4	餐时胰岛素类似物	3ml:300 单位(笔芯)	72
5	基础胰岛素类似物	3ml:300 单位(笔芯)	132
6	预混胰岛素类似物	3ml:300 单位(笔芯)	72

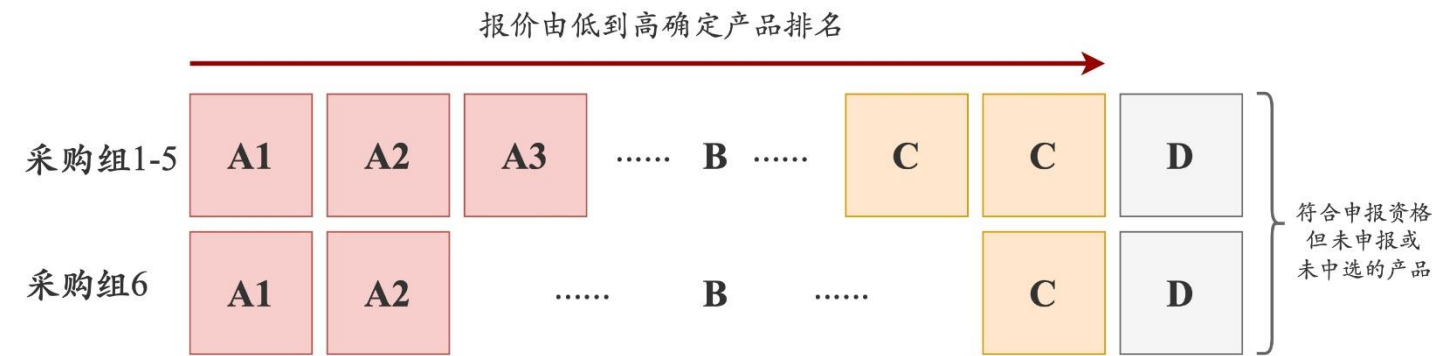
资料来源：上海阳光医药采购网、招商证券

**竞价机制：**同采购组内，按报价由低到高确定产品排名，报价最低为第一名，依次类推，根据排名将中选产品划分为 A1、A2、A3、B、C、D 六类。

- D 类：符合申报资格但未申报或未中选的产品；
- 采购组 1-5：同采购组内，排名前三产品进入 A 类(由低至高标注为 A1、A2、A3)；若无 D 类产品，则排名后两位产品进入 C 类，其余产品自动归为 B 类；若有 1 个 D 类产品，则排名最后的产品为 C 类，其余为 B 类；若有 2 个及以上 D 类，则该组没有 C 类，除 A 类以外均为 B 类；
- 采购组 6：同采购组内，排名前两位产品进入 A 类(由低至高标注为 A1、A2)；若无 D 类产品，则排名末尾产品进入 C 类，其余为 B 类；若有 1 个及以上 D 类产品，则该组没有 C 类，除 A 类以外均为 B 类；



图 8：第六批国采（胰岛素专项）竞价机制



资料来源：《全国药品集中采购文件（胰岛素专项）》，招商证券

**分量机制：A类在量上受益较大**，在保留主要存量的基础上，可优先竞争 C、D 类的大额调出量；**B类量上亦受益，且降价压力更小**。在保留主要存量的基础上，可优先竞争 D 类的部分调出量，且降价压力低于 A 类。C、D 类较为不利，损失大量存量。此外，全部中标产品均有机会参与自由竞争，争取标外市场需求量，对固有竞争格局形成搅动，国产替代迎来发展机遇。

- **获得量+调出量**：A1、A2、A3、B 分别保留采购需求量的 100%、90%、85%、80%；C 保留采购需求量的 50%，损失 30%；D 损失全部采购需求量。
- **标内竞争量（A、B 类优先）**：A1、A2、A3 共同获得同组 C 类产品 30%的采购需求量和 D 类 ≥40%的采购需求量，B 类产品获得同组 D 类 <40%的采购需求量。
- **标外市场（自由竞争）**：集采剩余替代用量，叠加院外市场（2020 年 51.15 亿元），自由竞争空间接近 50% 市场份额。1）替代用量：A2、A3、B、C 类采购需求量剩余的 10%、15%、20%、20%；2）院外市场：此次院内总报量约 2.14 亿支，市场规模约 170 亿元，约覆盖总体胰岛素市场六成，院外市场仍有四成份额亟待抢占。

表 4：胰岛素专项集采竞价及分量规则

产品分类	获得的基础量	调出的分配量	获得的分配量
A1	该产品采购需求量的 100%	0	A1、A2、A3 共同获得同组 C 类产品 30%的采购需求量和同组 D 类产品 ≥40%的采购需求量，医药机构自主选择供应企业
A2	该产品采购需求量的 90%	0	
A3	该产品采购需求量的 85%	0	
B	该产品采购需求量的 80%	0	所有 B 类产品共同获得同组 D 类产品 <40%的采购需求量，医药机构自主选择供应企业
C	该产品采购需求量的 50%	该产品采购需求量的 30%	0
D	0	该产品采购需求量的 80%	0

资料来源：上海阳光医药采购网、招商证券

## （2）胰岛素集采结果解析：B 类中标量上获益，同时降价压力更小

2021 年 11 月 26 日，胰岛素专项集采正式开标并公布拟中选结果。本次集采涵盖临床常用的二代和三代胰岛素共 16 个通用名品种，全国医疗机构首年采购需求量约 2.1 亿支，按集采前价格计算，涉及采购金额约 170 亿元，采购周期两年。11 家企业的 43 个产品参与投标，42 个产品最终中选，产品中选率高达 98%；11 家企业全部中选，企业中选率 100%。中选产品较限价平均降价 48%，降幅范围为 33%至 76%，与历史集采（前五批国采整体平均降幅范围 52%-56%）相比降价相对温和。

国产企业以 A、B 类为主中标，进口替代空间潜力大。根据中标情况，国产中标胰岛素基本均进入 A/B 类，在保留主要需求量的同时，可优先竞争 C/D 类调出量；跨国企业进入 C/D 类较多，损失较多基础量，为国产替代腾出市场空间。此外，集采后进口、国产胰岛素价格差进一步缩小，且国产龙头企业在多个采购组均有产品布局，为胰岛素市场

结构调整创造条件，利好国产替代加速推进。

表 5: 胰岛素专项集采中标情况

集采中标情况		进口			国产								
中标企业 及中标品种数		诺和 诺德	赛诺菲	礼来	甘李 药业	通化 东宝	江苏 万邦	珠海 联邦	合肥 亿帆	合肥 天麦	宜昌 东阳光	浙江 海正	
		7	2	5	6	5	2	6	3	3	2	1	
二代	餐时 人胰岛素	30.00 C		30.00 C		28.96 B	29.36 B	28.77 A3	22.32 A1	24.80 A2	29.90 B		
	基础 精蛋白人胰岛素	30.00 B		30.00 C		29.96 B		29.37 A3	22.32 A1	23.00 A2			
	预混	精蛋白人胰岛素 混合注射液 (30R)	30.00 C		30.00 C	17.89 A1	28.96 B	39.77 B	27.37 B	23.22 A2	23.38 A3		
		精蛋白人胰岛素 混合注射液 (40R)					28.96 B						
		精蛋白人胰岛素 混合注射液 (50R)	30.00 C				28.96 B	29.83 B	27.37 B				
		精蛋白重组人胰 岛素混合注射液 (30/70)						29.83 B					
三代	餐时 门冬胰岛素	43.20 C			19.98 A1	42.33 B		41.27 B				23.46 A2	
	餐时	赖脯胰岛素			23.57 A3	23.98 B							
		谷赖胰岛素		43.20 C									
	基础	甘精胰岛素		69.00 A3		48.71 A1	77.98 B		66.97 A2			78.18 C	
		地特胰岛素	73.07 B										
		德谷胰岛素	79.20 C										
预混	门冬 30	43.20 C			24.56 A3			41.27 B					
	门冬 50	43.20 C											
	精蛋白锌重组赖 脯胰岛素混合注 射液(25R)			18.89 A1	28.88 B								
		精蛋白锌重组赖 脯胰岛素混合注 射液(50R)			18.89 A2								

资料来源：上海阳光医药采购网、招商证券绘制

### (3) 企业报价策略分析：外资企业选择保价格，国产企业降价保量，竞标外量

总体而言，国际三巨头降价温和、多中标 C 类，导致直接存量损失；而国产企业以 A/B 类中标为主，“降价保量、竞标外量”逻辑清晰，预计将对进口产品形成有效替代，牵动我国胰岛素行业竞争格局变革，国产厂商有望乘集采东风、加速抢占市场份额。

表 6: 参与医疗机构采购报量及签约结构 (按企业)

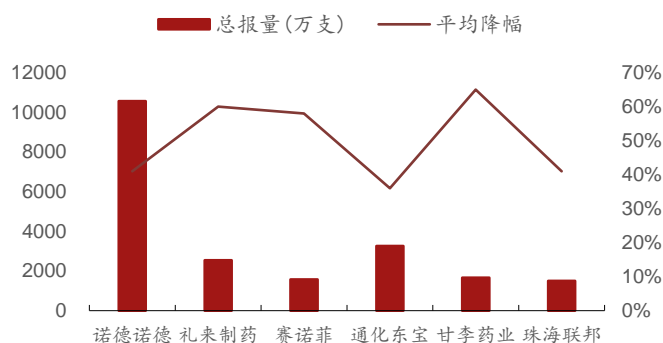
公司	集采报量(万支)	签约量	签约量占比	签约金额	签约金额占比	样本医院市场份额 (销量)	
						2021	2022
诺和诺德	10561	5419	37.68%	2241.03	40.24%	51.18%	49.01%
礼来制药	2540	1984	13.79%	444.54	7.98%	13.98%	14.96%
赛诺菲	1572	1317	9.15%	901.10	16.18%	11.81%	11.50%
通化东宝	3260	2608	18.14%	803.33	14.43%	4.05%	4.09%
甘李药业	1664	1595	11.09%	705.23	12.66%	6.93%	8.45%
珠海联邦	1503	1226	8.52%	411.90	7.40%	1.62%	1.84%
其他	284	234	1.63%	61.43	1.10%	10.43%	10.15%
合计	21385	14382	100.00%	5568.56	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司 2022 年业绩快报、Wind 医药库、招商证券

第一梯队企业:

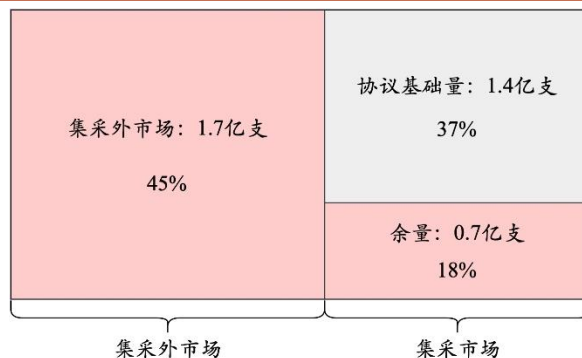
- **诺和诺德:** 参与 1-6 组胰岛素集采, 全部产品中标且主要进入 C 类, 与挂网价相比平均降幅 41%, 降幅较低; 仅保有 50% 需求量, 且调出 30% 需求量由 A 类瓜分, 集采前市场份额第一, 进入 C 类造成较大的损失。整体而言, 标内市场采取保守降价策略, 以价格缓冲出货量损失, 院内销量占比下降同时, 销售额占比下降相对缓和。标外市场, 由于集采缩小进口、国产价差, 且诺和诺德在中国市场已建立良好的渠道、消费者粘性、品牌基础, 市占率长期第一, 预计将成为标外市场有力竞争对手。
- **礼来&赛诺菲:** 礼来参与 1-4 及第 6 组集采, 5 个品种全部中标, 二代 C 类、三代 A 类, 院内市场导致二代减量, 三代增量, 但三代降价幅度较高, 低于同采购组内报价 10-24 元, 拉动平均降幅达到 60% (较挂网价)。赛诺菲在二代市场份额不足 1%, 三代市场份额 27%, 仅参与 4、5 组胰岛素集采, 2 个品种中标, 与挂网价相比平均降幅 58%。

图 9: 重要企业集采报量及平均降价幅度 (较挂网价)



资料来源: 公司 2022 年业绩快报、招商证券

图 10: 2022 年中国胰岛素市场结构



资料来源: 公司 2022 年业绩快报、招商证券

第二梯队企业:

- **甘李药业:** 参与 3-6 组集采, 6 个申报品种全部中标并进入 A/B 类。可保留主要保量, 并优先竞争诺和诺德、礼来 30% 调出量; 降价较为激进, 3 个采购组均标记为 A1, 与同组报价相差较大; 以 65% 的平均降幅 (较挂网价) 成为降价力度最大企业, 削弱一定的利润空间。
- **通化东宝:** 参与 1-5 组集采, 5 个申报品种 B 类中标, 成功保留 80% 报量; 报价逻辑清晰, 降价稳健, 公司整体价格降幅 36%, 为行业最低, 符合预期, 集采影响合理可控, 温和报价利于平衡标外市场价格; 三代产品上市较晚, 目前仍处于放量爬坡期, 经过此次集采有望在巩固二代龙头地位基础上, 加速三代放量, 迅速抢占三代市场份额, 2022 年二代胰岛素市场份额 36.2% (诺和诺德 40.5%), 三代甘精胰岛素市场份额 5.9% (2020 年 0.9%)。
- **珠海联邦:** 参与 1-6 组集采, 均以 A/B 类全部中选, 较挂网价平均降幅 41%, 处于同行低位水平, 以较低价格损失保留 80%-90% 需求量; 二代人胰岛素、精蛋白人胰岛素均为 A3, 可二代市场优先竞争诺和诺德与礼来

的调出量。

综上所述，胰岛素集采相对受益企业为通化东宝与珠海联邦。

## 二、通化东宝：国产胰岛素龙头企业

### 2.1、深耕糖尿病治疗领域，产品体系丰富全面

通化东宝成立于 1985 年，1994 年 8 月在上交所挂牌上市。公司以糖尿病治疗领域内药物研发、生产及销售为核心业务，旗下产品覆盖生物药、中西成药、医疗器械、慢病管理平台，旨在为糖尿病患者提供一体化综合解决方案。作为我国胰岛素龙头厂商，公司秉承“坚持自主创新，创造世界品牌”的发展理念，1998 年成功研制我国第一支重组胰岛素，2019 年第三代甘精胰岛素获批上市，2020 年新一代胰岛素国内率先获批临床，叠加研发管线内持续加码口服降糖药、GLP-1 等多款创新药大单品，有望逐步打造层次丰富、覆盖全面的降糖产品体系。

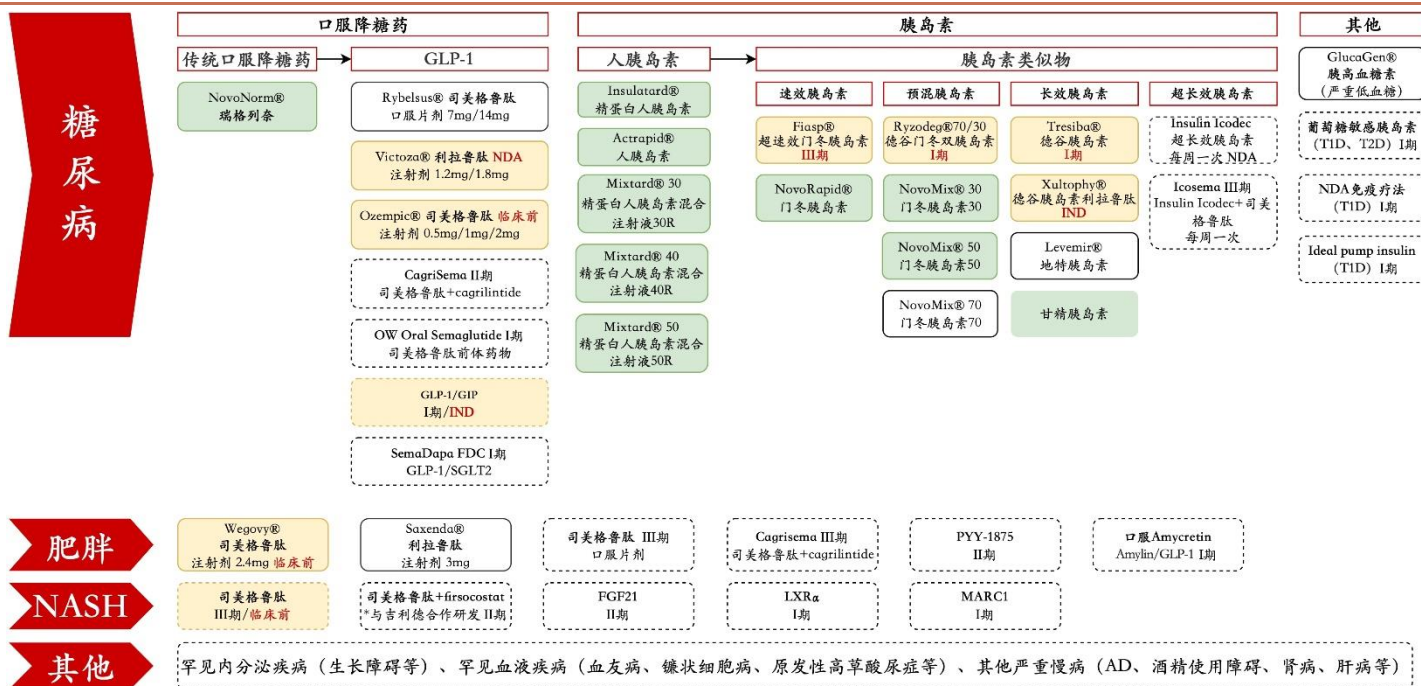
图 11：通化东宝发展历程与市值表现（亿元）



资料来源：iFinD、公司公告、公司官网、招商证券绘制

**上市品种覆盖全面，三代胰岛素增量可期。**公司已上市主打产品以胰岛素为主，包括重组人胰岛素“甘舒霖®”系列及胰岛素类似物“锐舒霖®”、“平舒霖®”系列，实现二代及三代餐时、基础、预混胰岛素全覆盖。在持续完善胰岛素产品管线以外，公司积极布局化学口服降糖药领域，2021-2022 年实现磷酸西格列汀、西格列汀二甲双胍、瑞格列奈获批上市。公司长期牢踞二代胰岛素市场国产龙头，2021 年二代销售收入占公司总收入比例高达 74%；而三代胰岛素上市时间较晚，目前仍处于销量爬坡期，2021 年公司全线胰岛素中标集采，利于门冬、甘精等三代产品加速放量，叠加胰岛素患者用药黏性较强属性，后续有望持续打开市场空间，加速抢占市场份额。

图 12: 通化东宝、诺和诺德主营产品及在研管线对比



资料来源: 公司官网、公司年报、招商证券 (注: 诺和诺德: 实线框为已上市产品, 虚线框为在研产品; 通化东宝: 绿色为已上市产品, 黄色为在研产品, 红色为通化东宝进度, 黑色为诺和诺德进度)

研发管线储备丰富, 多款创新药具备爆发潜力。自 2021 年起, 公司开启创新战略转型元年, 在延续传统生物药的基础上, 注重自主研发与对外合作相结合, 强势加码创新研发, 聚力拓展治疗领域、扩大产品适应症, 满足糖尿病患者多元治疗需求。以诺和诺德为对标, 多个领域产品均有布局: 截至 2022 年末, 在研项目涵盖新一代胰岛素 3 款、糖尿病治疗领域一类新药 3 款、痛风/高尿酸血症治疗领域一类新药 2 款, 临床进展高效顺利, 蓄力释放高增长潜力。重点产品包括: 1) 胰岛素领域: BC Lispro 于 2022 年末完成中国 I 期临床, 两项平行临床 III 期顺利推进中; 德谷胰岛素 于 2022 年 9 月获批临床, 目前处于临床 I 期中, 全球尚无生物类似药上市。2) GLP-1 领域: 利拉鲁肽 于 2022 年 6 月国内 NDA 获受理, 有望于明年内获批上市; GLP-1/GIP 双受体激动剂 于 2023 年 1 月 IND 获受理。3) URAT1 抑制剂: I 期临床于 2023 年 1 月已达主要研究终点, 目前处于临床 IIa 期中。

## 2.2、股权结构集中稳定, 核心管理层资深成熟

股权结构集中稳定, 分支机构各司其职。截至 2023 年 3 月 29 日, 公司控股股东东宝集团直接持股 29.68%; 公司创始人、前董事长李一奎直接持股 0.57%, 并通过东宝集团间接持股 16.71%, 合计持股比例 17.28%, 为公司实际控制人。此外, 东宝集团为李一奎家族式企业, 与李一奎互为一致行动人, 两者合计持有公司 30.25% 股份。

公司旗下拥有多家子公司, 其中制药领域内: 北京通宝依托首都优势负责药物安评、临床研究、注册申报工作, 通化紫星生物以生物药制造业务为主, 杭州通宝则定位为公司产业化基地, 上海通宝主要承担创新药早期研发中心、商务拓展及国际合作业务。

图 13: 通化东宝股权结构 (截至 2023 年 3 月 29 日)



资料来源: 企查查、公司公告、招商证券

**核心管理层专业资深，员工持股绑定核心利益。**2019 年，公司实现管理层交接，以冷春生为核心的新一代专业经理人接力新征程。公司董事长兼总经理冷春生于 1997 年加入公司，在生物药研发领域深耕二十余载，历任公司董事、副总经理、高级工程师等职，负责二代、三代胰岛素研发及成果产业化等多个重大项目，作为公司元老深刻把握公司发展脉搏，引领公司创新转型战略深入实施。多位副总着重发力研发与销售业务领域，体现公司强大发展决心与高效执行力。整体而言，公司管理层经验成熟丰富，业务能力积累深厚，为研发管线顺利推进、加速商业化放量打造良好人才基础。冷春生等多位高管通过员工持股计划合计持股 573.12 万股，深度绑定员工核心利益，利于激发员工积极性与创造性。

表 7: 通化东宝管理层简介

职位	姓名	年龄	持股数 (万股)	简历
董事长、 总经理	冷春生	49	228.10	<ul style="list-style-type: none"> <li>中共党员，正高级工程师；</li> <li>· 博士学位，吉林化工学院精细化工专业本科，辽宁师范大学细胞生物学博士；</li> <li>· 曾获国家科技进步奖二等奖，享受国务院特殊津贴，被评为全国劳动模范、全国优秀科技工作者、吉林省高管专家、长白山学者技能名师；</li> <li>· 1997 年加入公司，从事蛋白质生物药研发及成果产业化等工作；历任董事、副总经理</li> </ul>
董事、 副总经理 (销售)	张国栋	47	26.41	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 本科学历，同济医科大学临床医学专业本科，中国人民大学 MBA；</li> <li>· 历任联邦制药北京办事处医药代表、美国礼来医药专员；</li> <li>· 2005 年加入公司，历任大区经理、副总经理</li> </ul>
董事、 副总经理 (销售)	张文海	49	59.71	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 本科学历，哈尔滨商业大学中药制药专业；</li> <li>· 1998-2002 年任北京市大兴区中医医院药剂科中药师，2002-2004 年任美国礼来亚洲公司北京办事处医药代表；</li> <li>· 2004 年加入公司，历任大区经理、副总经理</li> </ul>
副总经理 (研发)	陈红	49	29.08	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 中共党员，正高级工程师，执业药师；硕士学历，沈阳药科大学药物分析专业本科，吉林大学生物工程硕士；武汉大学经济学在职博士（2016 年毕业）；</li> <li>· 曾从事中药及生物制品研发工作，主持过重组人胰岛素系列制剂研究与开发、氧化物模拟酶的筛选及应用研究、镇脑宁胶囊改良中药新药研制、镇脑宁胶囊药物经济学评价、珍稀药用植物细胞生物工程技术的开发与应用研究等；</li> <li>· 历任公司产品开发部经理、副总经理、总工程师，现主要负责中药改良型新药和古代经典名方中药复方制剂的开发及中药生产质量管理等工作</li> </ul>
副总经理 (研发)	杜治强	51	/	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 博士学位，中国医科大学七年制临床医学硕士，美国德州理工大学生物学博士，美国休斯顿 MD 安德森癌症中心博士后，上海第五届“张江优秀人才”；</li> <li>· 2009-2018 年历任诺华中国研发中心、强生制药中国研发中心、安进亚太研发中心重要岗位，覆盖内分泌代谢、心血管及肿瘤等治疗领域；2018 年出任仁会生物研发副总；</li> <li>· 2021 年 9 月加入公司</li> </ul>
副总经理、	苏璠	44	/	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 硕士学历，中国政法大学法学硕士，伊拉斯姆斯大学鹿特丹管理学院 MBA；</li> </ul>

敬请阅读末页的重要说明

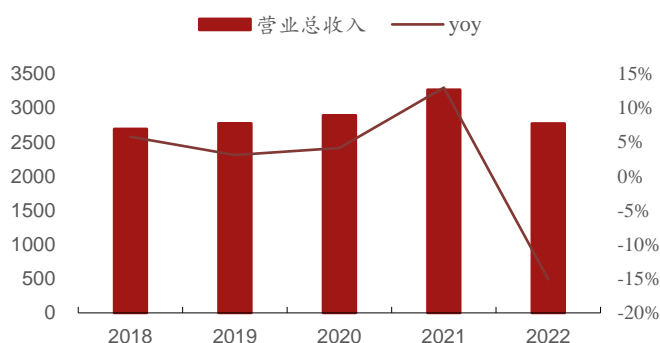
职位	姓名	年龄	持股数 (万股)	简历
董秘				· 历任美的集团海外战略经理及投资者关系经理、飞科电器董事会秘书、豫园股份投资者关系部总经理； · 2020年加入公司
总会计师	迟军玉	44	/	· 本科学历，注册会计师、税务师，中级会计师；吉林财税高等专科学校会计电算化专业，长春理工大学法学专业本科； · 历任通化通达会计师事务所审计助理、项目经理、所长、主任会计师； · 2020年加入公司

资料来源：公司官网、Wind、招商证券整理

### 2.3、历史业绩表现良好，集采带来业绩扰动基本出清

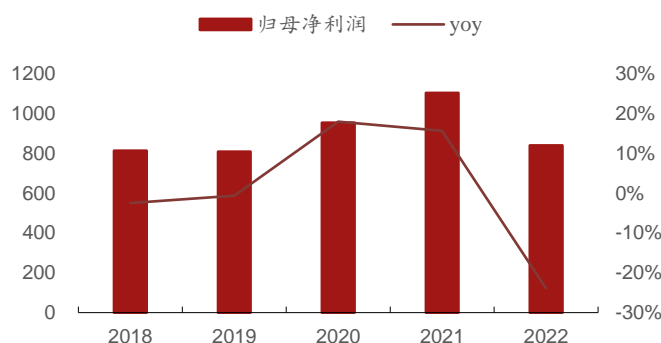
公司历史业绩增长稳定，2022年受集采影响业绩下滑。2018-2021年营业收入由26.93亿元提升至32.68亿元，CAGR为6.66%；归母净利润由8.39亿元增至13.08亿元，CAGR达15.98%，维持快速增长趋势；2021年公司全线胰岛素中标集采，受产品降价及渠道价格补差影响，2022年公司营收同比下降14.98%，扣非归母净利同比下降23.90%；基于公司出售所持特宝生物部分股权导致投资收益增加，2022年归母净利润为15.82亿元（yoy+20.92%）。我们认为，2022年公司业绩短期承压，预计期内集采风险已基本出清，2023年有望迎来快速正增长。

图 14：2018-2022 年通化东宝营业收入（百万元）



资料来源：Wind、招商证券

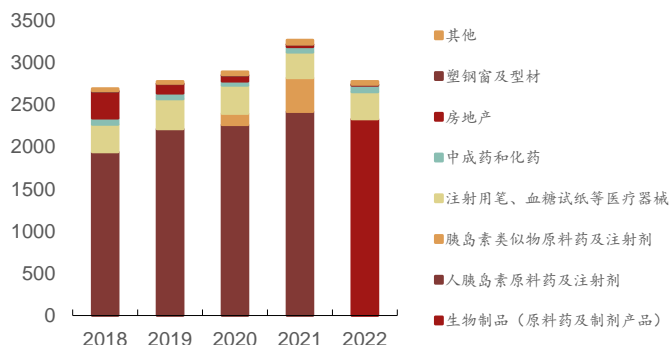
图 15：2018-2022 年通化东宝扣非归母净利润（百万元）



资料来源：Wind、招商证券

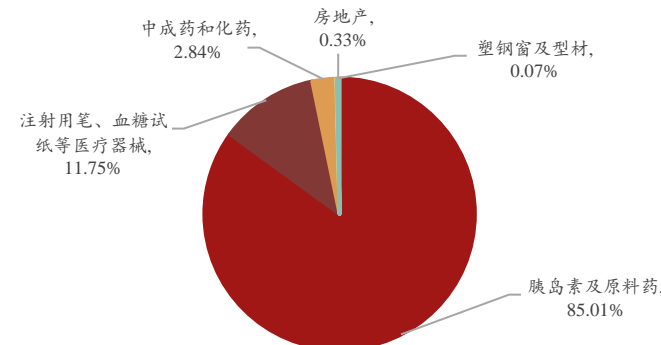
三代胰岛素接力二代胰岛素增长，盈利能力延续高位。公司以制药行业为主营业务，产品覆盖二、三代胰岛素及其原料药、中成药、医疗器械等多品类。其中，二代人胰岛素贡献最大收入来源，2021年营收占比高达74.02%；2018-2021年收入由19.41亿元增至24.19亿元，CAGR为7.6%，维持稳健增长。公司三代胰岛素类似物于2020年2月开始投放市场，2021年营收占比快速提升至12.26%，实现营收4.01亿元，成为公司第二大核心产品；2022年乘集采东风加速放量，销量同比增长超100%，有望持续打造公司增量空间。毛利率端，公司综合毛利率稳中有增，由2018年72.33%稳定增至2021年82.38%，净利率由31.15%快速提升至40.04%，盈利能力持续提升。

图 16：2018-2022 年通化东宝收入结构（百万元）



资料来源：iFinD、招商证券（注：2022年公司财务报表将二、三

图 17：2022 年通化东宝主营业务结构（%）



资料来源：iFinD、招商证券



代业务合并为“生物制品”)

### 三、主营产品：二代胰岛素跃居份额第一，三代胰岛素加速增长

#### 3.1、二代胰岛素：集采后份额锚定第一，总量呈现稳定增长态势

公司二代人胰岛素产品线注册商标为“甘舒霖”，具体包括：人胰岛素、精蛋白人胰岛素、精蛋白人胰岛素 30R/40R/50R，实现基础、餐时、预混三大品类全覆盖。

表 8：通化东宝二代人胰岛素品种

分类	通用名	商标名
餐时(速效)	人胰岛素注射液	甘舒霖®R
基础	精蛋白人胰岛素注射液	甘舒霖®N
	精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)	甘舒霖®30R
预混	精蛋白人胰岛素混合注射液(40R)	甘舒霖®40R
	精蛋白人胰岛素混合注射液(50R)	甘舒霖®50R

资料来源：公司官网、招商证券

公司二代胰岛素全部品种均 B 类中标集采。与国际巨头诺和诺德相比，公司降价温和，二代胰岛素较挂网价平均降幅 34% (vs. 诺和诺德 40%)；B 类中标成功保量，获得基础量合计 2511.52 万支、标内预估销售额 7.28 亿元，约为诺和诺德 1.4 倍，实现量价双收，有望在巩固二代国产龙头的基础上，进一步提升市场份额，实现国产替代深入推进。

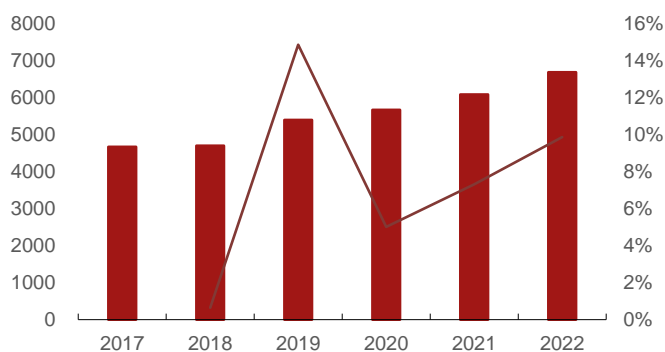
表 9：通化东宝、诺和诺德二代胰岛素集采中标情况对比

分类	集采信息	通化东宝	诺和诺德
餐时	报价(元/支)	28.96	30
	较挂网价平均降幅	-34%	-41%
	报量(万支)	405.65	231.74
	获得基础量(万支)	324.52	185.39
	标内预估销售额(万元)	9398.10	5561.84
基础	报价(元/支)	29.96	30
	较挂网价平均降幅	-32%	-41%
	报量(万支)	68.06	114.07
	获得基础量(万支)	54.45	91.26
	标内预估销售额(万元)	1631.31	2737.79
预混	报价	28.96	30
	较挂网价平均降幅	-35%	-39%
	报量(万支)	2665.69	3000.64
	获得基础量(万支)	2132.55	1500.32
	标内预估销售额(万元)	61758.68	45009.61
合计	获得基础量(万支)	2511.52	1776.97
	标内预估销售额(万元)	72788.08	53309.24

资料来源：公司公告、阳光采购网、招商证券

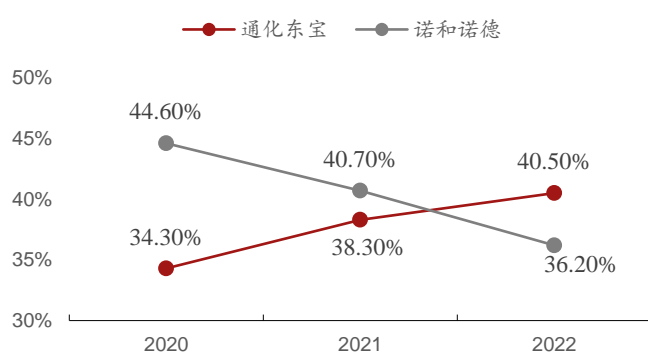
销量双位数稳健增长，增量市场拓展成绩亮眼。2022 年 5 月以来，胰岛素集采在全国陆续落地实施，公司依托扎实基层市场基础及二代国产龙头地位，进一步推动渠道下沉，加大对乡镇医院和社区服务中心的开发力度，2022 年实现基层医院覆盖超一万家，标外销售持续发力。2022 年公司人胰岛素销量同比近双位数增长，远超标内所获基础量，增量市场开发成绩喜人。根据医药魔方胰岛素销量数据，2022 年公司人胰岛素市场份额提升至 40.50%，超越诺和诺德，跃居全国第一，通化东宝引领二代胰岛素的市场格局已然筑牢。

图 18: 2017-2022 年通化东宝人胰岛素市场销量 (万支)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 通化东宝人胰岛素市场份额 (按销量计算)

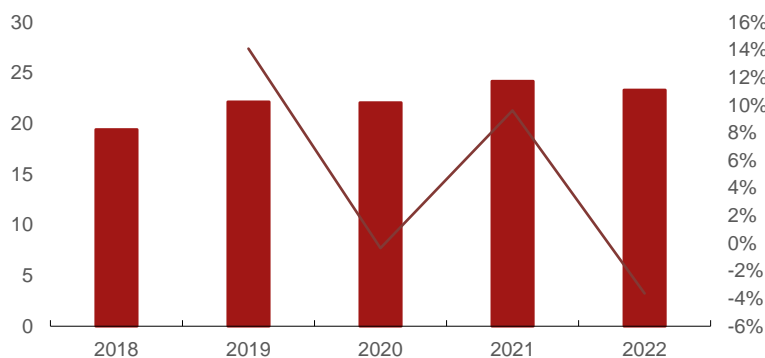


资料来源: 公司官方微信公众号、医药魔方、招商证券

集采影响整体可控, 二代业务稳中向好。公司针对二代胰岛素长期在基层市场精耕细作, 依托牢固市场根基, 乘集采政策之东风, 并积极高效执行销售策略、售后服务, 标内中选品种执行良好, 标外增量高效开拓, 市场份额赶超诺和诺德跃居为国内二代龙头, 我们认为公司在较大程度上实现了以销量增长抵消价格下降, 显示出强大增长韧性, 未来有望维持稳定放量趋势。

- 受集采降价影响, 2022 年公司二代胰岛素毛利率为 84.44% (同比-3.45 pp), 略有下滑但总体可控。与此同时, 公司各中选品种执行情况良好, 且标外增量卓有成效, 二代市场份额攀升至全国第一。
- 集采虽缩小二、三代价差, 长期驱动中国胰岛素用药市场整体由二代向三代转型, 但由此次医疗机构报量结构可知, 短期内二代胰岛素仍在我国占据较大市场份额, 通化东宝作为我国二代龙头, 未来有望维持稳定放量趋势。

图 20: 2018-2022 年通化东宝人胰岛素收入及同比变化 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券 (注: 2022 年数据为生物制品 (原料药及制剂产品) 收入)

### 3.2、三代胰岛素: 借集采之东风加速放量, 重点发力有望快速抢占市场

截至 2022 年末, 公司三代胰岛素类似物产品线已实现基础、餐时、预混三大品类全面覆盖, 可为医生及患者提供更为丰富的用药选择及个性化治疗方案。产品具体包括: 甘精胰岛素、门冬胰岛素、门冬胰岛素 30、门冬胰岛素 50; 其中甘精胰岛素注册商标为“平舒霖”, 门冬系列注册商标为“锐舒霖”。

表 10: 通化东宝三代人胰岛素品种

分类	通用名	商标名	上市时间
餐时 (速效)	门冬胰岛素注射液	锐舒霖®	2021-10
基础 (长效)	甘精胰岛素注射液	平舒霖®	2019-12
预混	门冬胰岛素 30 注射液	锐舒霖®30	2022-11
	门冬胰岛素 50 注射液	锐舒霖®50	2022-11

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

### (1) 甘精胰岛素素（平舒霖）：乘集采快车加速放量，全球市场份额最大长效胰岛素类似物

公司甘精胰岛素 B 类中标，由于上市时间较晚，临床渗透率较低，仍处于销量爬坡期，院内报量仅 120.94 万支，标内预估销售额约 7544.72 万元。在标内市场空间有限的情况下，预计公司将重点发力标外市场，公司较平均挂网价降幅 44%，处于同行最低水平，降价策略温和利于平衡标内标外市场。

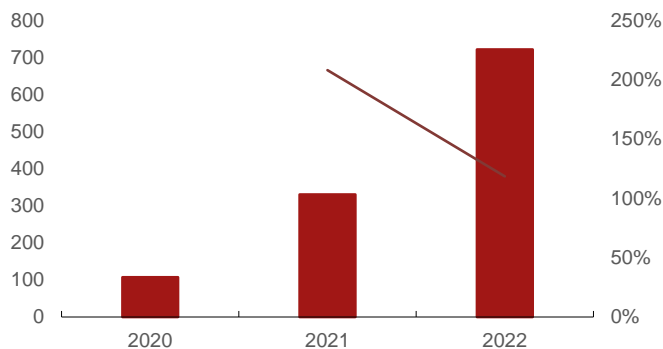
表 11：甘精胰岛素集采中标情况

集采情况	通化东宝 (B)	甘李药业 (A1)	珠海联邦 (A2)	赛诺菲 (A3)
报价 (元/支)	77.98	48.71	66.97	69
较挂网价降幅	-44%	-66%	-53%	-59%
报量 (万支)	120.94	1276.96	191.81	1515.54
获得基础量 (万支)	96.75	1276.96	172.63	1288.21
标内预估销售额 (万元)	7544.72	62200.51	11560.72	88886.58

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

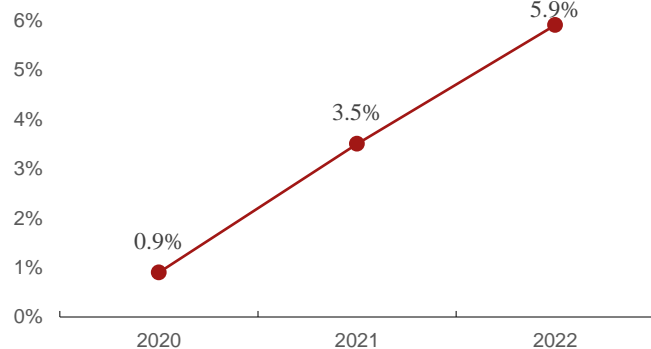
公司依托集采扩大院内销售渠道，96.75 万支集采签约量执行良好；同时不断拓展标外市场，一方面深挖三甲医院销售渠道，持续扩大品牌院内影响力；此外，协同线上电商及线下实体药店一体化，尤其加强与全国百强药店战略合作，销售渠道全方位拓展，2022 年公司胰岛素全系产品销量 7375.78 万支 (yoy+14.92%)，其中三代胰岛素（以甘精为主）销量同比增长超 100%；甘精胰岛素市场份额持续快速增长，2022 年提升至约 5.90%，为未来持续放量奠定坚实基础，进一步打开增长空间

图 21：2020-2022 年通化东宝三代胰岛素销量



资料来源：公司公告、招商证券

图 22：2020-2022 年通化东宝甘精胰岛素市场份额



资料来源：公司公告、招商证券

国际化战略稳步推进，项目进展符合预期。公司稳步推进三代胰岛素类似物的海外注册工作，甘精胰岛素已在多个发展中国家开展注册资料准备及申请工作，2022 年持续推进甘精胰岛素生产基地的欧盟和美国 FDA 符合性项目进展。

### (2) 门冬胰岛素系列（锐舒霖）：专注标外市场，有望快速实现国产替代

门冬系列产品：1) 门冬胰岛素为速效胰岛素类似物，因上市时间较晚、无机构报量，未在集采中直接获得基础需求量。2) 门冬胰岛素 30、50 均为预混胰岛素，于 2022 年末获批上市，未参加第六批国采。综上，公司针对门冬系列产品将着重发力标外市场，实现快速放量销售。

图 23: 通化东宝锐舒霖系列上市时间线



资料来源: 公司公告、上海阳光医药采购网、招商证券

**销售策略:** 受集采等因素影响, 2020-2022 年诺和诺德门冬胰岛素中国区收入由 20.75 亿丹麦克朗持续降至 19.42 亿丹麦克朗, 且 2023 年 3 月诺和诺德门冬胰岛素在美降价 75%, 综合导致其门冬胰岛素利润空间大幅削弱, 叠加产能调整及战略重点转移, 诺和诺德门冬胰岛素存在供应不足、市场份额逐渐下滑的潜在风险。

- 门冬胰岛素 50: 公司为国内首仿, 国内仅有通化东宝与原研诺和诺德获批上市, 具备良好稀缺性;
- 门冬胰岛素: 以 42.33 元/支报价 B 类中标, 与同行相比降价温和, 专注标外市场利于量价双收;
- 门冬胰岛素 30: 医保乙类, 较二代吸收速度更快, 安全性更高, 对餐后血糖控制效果更优;

上述背景下, 公司积极把握时机, 充分发挥产品及销售优势, 预期快速实现国产替代, 加速门冬系列产品放量。

表 12: 通化东宝三代人胰岛素品种

通用名	A1	A2	A3	B	C
门冬胰岛素 (餐时)	甘李药业	浙江海正	/	通化东宝/珠海联邦	诺和诺德
门冬胰岛素 30 (预混)	/	/	甘李药业	珠海联邦	诺和诺德
门冬胰岛素 50 (预混)	/	/	/	/	诺和诺德

资料来源: 公司官网、公司公告、招商证券

**着力开发等级医院, 销量快速提升。** 门冬全系列产品获批上市后, 公司积极推进门冬胰岛素产品入院与放量工作, 截至 2023 年 3 月底, 进入二级及以上医院超 2300 家, 实现累计覆盖 7800+家。据公司披露, 2022 年门冬胰岛素实现百万支销售, 门冬系列胰岛素处于快速放量阶段, 销售收入与市场份额正快速提升。此外, 公司已完成门冬胰岛素在发展中国 IND 前期准备, 持续推进门冬胰岛素生产基地的欧盟和美国 FDA 符合性项目的各项工作, 海外版图徐徐展开。

## 四、在研产品矩阵完整丰富，实现糖尿病治疗领域全覆盖

公司秉承“坚持自主创新，创造世界品牌”发展理念，并致力于打造“内分泌领域创新医药研发的探索者和引领者”。研发管线储备丰富，持续拓宽内分泌、代谢治疗领域的研发潜力，降糖、减重、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）等高潜力细分适应症领域均有布局，并逐渐拓展至痛风/高尿酸血症治疗领域。在传统生物类似药基础上引入五款全球一类创新药：包含糖尿病治疗领域一类新药 3 款、痛风/高尿酸血症治疗领域一类新药 2 款，研发管线顺利推进中。

表 13: 通化东宝在研管线（红色为创新药产品）

治疗领域	类型	药品名称	进度					
			临床前	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA
糖尿病	三代胰岛素	精蛋白锌重组赖脯胰岛素 25R/50R		25R: 受试者随访阶段				
		超速效赖脯胰岛素 (BC Lispro)		III 期临床筛选和入组中				
	四代胰岛素	可溶性甘精赖脯双胰岛素 (BC Combo)		于 2022/05 完成 I 期首例入组				
		德谷胰岛素		于 2022/09 获批临床				
	GLP-1	利拉鲁肽		已完成药学和临床现场检查工作，预计于 2023 年底获批上市				
		德谷胰岛素利拉鲁肽注射液		于 2022/08 获批临床				
		索马鲁肽		稳定性研究				
	创新药	THDBH121 (GLP-1/GIP 双受体激动剂)		2023/01 IND 获受理				
		THDBH101 (SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂)		于 2022/02 完成 I 期首例入组				
		THDBH110/111						
痛风、 高尿酸血症	URAT1	THDBH130 (URAT1 抑制剂)		2023/02 完成 II 期首例入组				
		THDBH151 (XO/URAT1 双靶点抑制剂)		2022/12 获批临床				
	其他	依托考昔		2022/12 完成生物等效性备案				

资料来源: Wind、公司公告、招商证券整理

### 4.1、糖尿病治疗领域：多款创新药产品具爆发潜力

#### (1) 胰岛素类似物：研发升级持续推进

**三代胰岛素：**截至 2022 年末，公司精蛋白锌重组赖脯胰岛素 25R 处于临床 3 期随访阶段，预计将于 2023 年提交 NDA，进一步丰富三代胰岛素产品矩阵。目前，国内该品种仅有原研礼来、国产首仿甘李药业获批；胰岛素集采中，礼来以 A1、A2 类分别中标 25R、50R，甘李 B 类中标 25R。公司在三代胰岛素市场起步较晚，近年来着重发力新一代胰岛素研发，国内领先优势显著。

#### 四代胰岛素：

- **BC Lispro：**即超速效赖脯胰岛素，为新一代速效胰岛素类似物，2018 年公司与法国 Adocia 签订合作协议获得（含 BC Combo）；基于第三代餐时胰岛素（赖脯胰岛素）进行改良，药物吸收、起效更快，与餐后生理性胰岛素分泌更为接近。目前，全球同类药品仅有诺和诺德 Fiasp 和美国礼来 Lyumjev，均未在中国上市。2022 年 12 月，BC Lispro 中国 I 期临床达到主要终点，有望成为首个国产超速效胰岛素类似物。
- **BC Combo：**即可溶性甘精赖脯双胰岛素，是目前唯一成功将长效甘精胰岛素、速效赖脯胰岛素成功组合的复方制剂，2022 年 5 月德国 I 期临床完成首例受试者入组（用于中国注册申报）。目前，全球双胰岛素产品仅有诺和诺德“诺和佳®”（德谷门冬双胰岛素），于 2019 年 5 月在华获批上市，2022Q1 国内销售额 2.21 亿元（2021 年 2.75 亿元），市场前景广阔。
- **德谷胰岛素：**超长效基础胰岛素类似物，具有半衰期长、作用平稳持久、低血糖发生风险更低的特点，符合“平稳降糖”血糖管理理念，原研诺和诺德“诺和达”于 2017 年在华获批上市。公司于 2022 年 7 月 5 日提交国内 IND，2022 年 7 月 12 日获得受理。
- **德谷胰岛素利拉鲁肽注射液：**为基础胰岛素类似物和 GLP-1 类似物组成的复方制剂，融合两种药物的双组分优势，机制互补、多靶向调节血糖稳态，临床疗效和安全性良好，已被写入《中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年

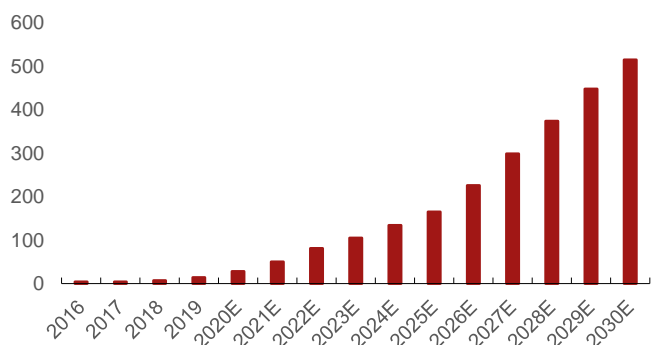
版)》。原研诺和诺德“诺和益”于2021年在华获批上市，2022H1国内销售额1979万元。公司于2022年8月IND获受理。

**(2) GLP-1 受体激动剂:多梯度布局, 进度领先**

**GLP-1RA 降糖效果显著, 兼具多重获益。**GLP-1 受体激动剂 (GLP-1RA) 属于肠促胰素类药物, 通过激活 GLP-1 受体, 刺激胰岛素分泌、抑制胰高糖素分泌, 同时促进葡萄糖新陈代谢, 综合发挥降糖作用, 并可延缓胃排空、抑制食欲, 被中国 2 型糖尿病防治指南列入二联降糖治疗选择之一; 临床数据显示, GLP-1RA 降低 HbA1c 效果优于磺脲类、TZDs、DPP-4 等其他降糖药物, 较甘精胰岛素更优或相当, 降糖疗效可靠且安全。此外, GLP-1RA 兼具减轻体重、降低血压、调节血脂、提升血管安全性等多重获益, 为多适应症领域热点研发方向, 临床应用前景广阔。

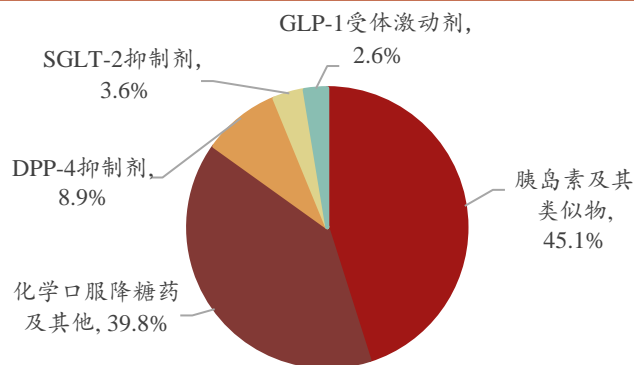
**我国 GLP-1 市场增势迅猛、渗透率低, 发展潜力大。**2016-2019 年, 中国 GLP-1 受体激动剂市场规模由 4 亿元快速增至 14 亿元, CAGR 高达 51.83%, 据弗若斯特沙利文预测, 有望于 2023 年突破百亿市场规模达至 105 亿元。我国 DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂及 GLP-1 受体激动剂等新型药物进入时间较晚、市场渗透率较低, 2020 年在国内整体糖尿病药物市场中合计占比不足 15.1% (GLP-1: 2.6%), 与发达国家市场 47% 高份额相比仍有较大提升空间 (GLP-1: 18.8%)。综上, 我国 GLP-1 市场处于快速扩张期, 伴随渗透率持续提升, 市场空间广阔、前景良好。

图 24: 2016-2030E 中国 GLP-1RA 市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 25: 2021 年中国糖尿病药物市场结构



资料来源: 火石创造、招商证券

截止目前, 中国已上市 GLP-1RA 产品共计 10 款, 覆盖 8 个通用名品种, 包含短效剂型 3 款 (艾塞那肽、贝那鲁肽、利司那肽)、长效剂型 5 款 (利拉鲁肽、艾塞那肽微球、度拉糖肽、聚乙二醇洛塞那肽、司美格鲁肽), 获批治疗领域均为 T2D。总体来看, 已上市产品以进口原研为主, 研发方向呈长效化趋势。2022 国内样本医院数据显示, 司美格鲁肽、利拉鲁肽、度拉糖肽、聚乙二醇洛塞那肽销量位列前四。

表 14: 中国已上市 GLP-1 产品

企业	药物	靶点	作用时间	备注	获批适应症	上市时间	医保
阿斯利康	艾塞那肽	GLP-1R	短效	原研	T2D	2009.05	乙
诺和诺德	利拉鲁肽	GLP-1R	长效	原研	T2D	2011.03	乙
仁会生物	贝那鲁肽	GLP-1R	短效	原研	T2D	2016.12	乙
赛诺菲	利司那肽	GLP-1R	短效	原研	T2D	2018.11	乙
阿斯利康	艾塞那肽微球	GLP-1R	长效	原研	T2D	2017.12	/
礼来	度拉糖肽	GLP-1R	长效	原研	T2D	2019.02	乙
豪森药业	聚乙二醇洛塞那肽	GLP-1R	长效	原研	T2D	2019.05	乙
诺和诺德	司美格鲁肽	GLP-1R	长效	原研	T2D	2021.04	乙
青海晨菲制药	艾塞那肽	GLP-1R	短效	国产首仿	T2D	2022.07	乙
华东医药	利拉鲁肽	GLP-1R	短效	国产首仿	T2D	2023.03	乙

资料来源: 药智网、CDE 官网、招商证券

**公司 GLP-1 领域布局全面, 蓄势聚力抢占增量。**公司在 GLP-1 领域已布局三款产品, 品种数量及进度均领先同行企业, 作用时间覆盖短效及长效。

- **仿制药:** 1) 利拉鲁肽, 国产仿制第二家, 于 2022 年 6 月 NDA 获受理, 获批上市在即; 2) 司美格鲁肽, 处于临床前研究阶段;
- **创新药:** 化药 1 类新药 THDBH121, 为 GLP-1/GIP 双受体激动剂, 于 2023 年 1 月 IND 获受理。礼来 Tirzepatide 作为全球首款 GLP-1/GIP 双受体激动剂, 于 2022 年 5 月在美上市, 目前国内尚无 GLP-1/GIP 双受体激动剂获批, 公司产品具备良好稀缺性及爆发潜力。公司已在该项目投入研发费用约 2862.51 万元。

表 15: 中国降糖领域胰岛素企业 GLP-1 布局

作用时间	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业	联邦制药
短效	利拉鲁肽		利司那肽	利拉鲁肽 NDA		利拉鲁肽 III 期
长效	司美格鲁肽	度拉糖肽		司美格鲁肽 临床前	GZR18 Ib/IIa 期	司美格鲁肽 III 期
多靶点长效	CagriSema III 期	替西帕肽 NDA IBI362 III 期		GLP-1/GIP 双 受体激动剂 IND		

资料来源: 药智网、CDE 官网、招商证券

**国际化版图持续拓展, 有望打造第二增长曲线。**2022 年 12 月, 公司与科兴制药签署《利拉鲁肽海外市场独家许可合作协议》。根据协议, 公司将授予科兴制药利拉鲁肽注射液产品在海外新兴市场共 17 个国家的独家商业化许可权益, 双方将合作开拓利拉鲁肽注射液海外市场。通过本次合作, 双方将发挥各自优势, 共同推动国产糖尿病产品利拉鲁肽实现全球商业化; 公司有望加速产品出海进程, 进一步开拓海外潜在市场空间。

### (3) 其他创新药: 多梯度布局, 进度领先

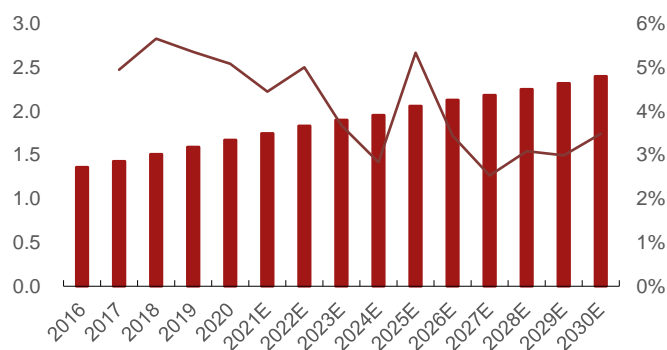
- **THDBH101:**全球首个进入临床试验阶段的创新小分子口服 SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂, 治疗机制为: 在 SGLT2 作用机制基础上, 发挥 SGLT1、DPP4 协同作用, 多机制叠加强化降糖效果, 效应发挥更加稳定、持久。在 2 型糖尿病患者的血糖控制中预期可获得更为有利的有效性和安全性结果, 同时有望建立除降糖以外的临床获益基础, 发挥心血管、肾脏、肝脏等方面的保护作用。目前在全球尚无同类品种上市, 具备良好 FIC 潜力。

## 4.2、痛风: 治疗领域拓展, 凸显新蓝海潜力

中国高尿酸血症及痛风患者稳定增长趋势明显, 为痛风药物市场发展提供长期驱动力; 叠加多款国产痛风创新药上市有望, 潜在痛风治疗需求有望加速释放。

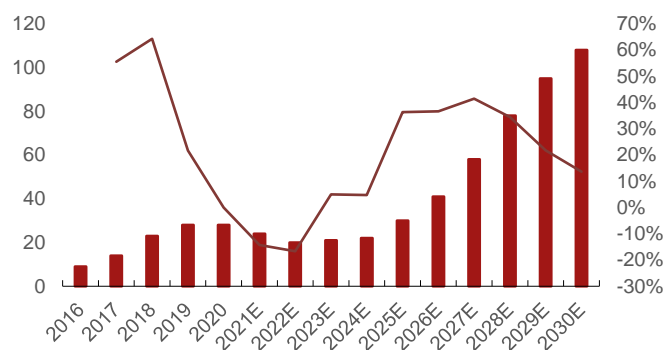
- 高尿酸血症为痛风发病的先导因素, 与肾脏、心血管、脑卒中、代谢综合征等多系统疾病发生发展密切相关。据《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》统计, 近年我国高尿酸血症发病率呈明显上升和年轻化趋势, 中国高尿酸血症的总体患病率为 13.3%, 痛风为 1.1%。高尿酸血症已成为继糖尿病、高血压、高血脂传统“三高”外的第四高。
- **我国高尿酸血症及痛风患者存量且稳定扩容。**据弗托斯特沙利文公开数据, 2016-2020 年中国高尿酸血症及痛风患者数量由 1.4 亿例稳步增至 1.7 亿例, CAGR 为 5.1%, 预计将于 2030 年达到 2.1 亿人, 维持稳健增长趋势, 治疗需求端将迎来长期、稳定扩容。
- **URAT1 抑制剂上市在即, 中国痛风药物市场有望迎来快速增长。**2020 年, 中国痛风药物市场规模约 28 亿元。患者端稳定增长为痛风药物市场提供长期发展动力, 国内 URAT1 抑制剂等痛风创新药预计将于 2023 年后陆续上市, 驱动我国痛风药物市场迎来快速增长期, 有望于 2030 年突破百亿市场规模达到 108 亿元。

图 26: 2016-2025E 中国高尿酸血症及痛风患者数(亿人)



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

图 27: 2016-2025E 中国痛风药物市场规模(亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

血尿酸水平升高为高尿酸血症和痛风发生、发展的根本原因。根据《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南(2019)》，目前痛风一线用药为黄嘌呤氧化酶抑制剂、URAT1 抑制剂。黄嘌呤氧化酶抑制剂通过抑制黄嘌呤氧化酶可减少尿酸产生，而 URAT1 抑制剂通过抑制肾小管尿酸重吸收来促进尿酸排泄。约 10% 高尿酸血症源于尿酸过度生成，适用黄嘌呤氧化酶抑制剂；而高达 90% 的高尿酸血症均由肾脏尿酸排泄效能下降所致，适用 URAT1 抑制剂。

近年在痛风治疗领域，URAT1 抑制剂已成为药企必争之地。国内获批临床的 1 类抗痛风新药中，URAT1 抑制剂占据主流地位。截至 2023 年 3 月末，恒瑞医药 SHR4640 进展最快，为国内首个高选择性、强效 URAT1 抑制剂，单药治疗已进入 III 期临床、联合用药处于 II 期。通化东宝 THDBH130 在国产企业中进展较快，IIa 期临床加速推进中。

表 16: 中国 URAT1 抑制剂研发进展(已进入临床阶段)

企业	药物	靶点	适应症	最高研发阶段
恒瑞医药	SHR4640	URAT1	原发性痛风伴高尿酸血症	III 期
卫材	Dotinurad	URAT1	痛风	III 期
瓊黎药业	YL-90148	URAT1	痛风、无症状高尿酸血症	III 期(招募中)
信诺维	XNW-3009	URAT1	高尿酸血症、痛风	IIb/III 期(招募中)
珊顿医药	SAP-001	URAT1	高尿酸血症、痛风	IIb 期(招募中)
益方生物	D-0120-NA	URAT1	原发性高尿酸血症	IIb 期(尚未招募)
<b>通化东宝</b>	<b>THDBH130</b>	<b>URAT1</b>	<b>高尿酸血症、痛风</b>	<b>IIa 期(招募中)</b>
天津药物研究院	泰宁纳德	URAT1	(伴痛风)高尿酸血症	IIa 期(招募中)
海创药业	HP501	URAT1	原发性痛风伴高尿酸血症	II 期(尚未招募)
新元素医药	ABP-671	URAT1	高尿酸血症、痛风	I/IIa 期(招募完成)
复创医药	FCN-207	URAT1	高尿酸血症	I 期(已完成)
复创医药	FCN-342	URAT1	高尿酸血症	I 期(招募中)
康缘药业	WXSH0493	URAT1	高尿酸血症、痛风	I 期(招募中)
先声药业	SIM1909-13	URAT1	痛风	I 期(尚未招募)
一品红药业	AR-882	URAT1	高尿酸血症、痛风	I 期(尚未招募)

资料来源：药智网、招商证券



## 五、盈利预测与估值

对通化东宝进行盈利预测：

**二代胰岛素板块：**公司为二代胰岛素国产龙头，基层市场品牌、服务、患者基础深厚，借集采进一步推动渠道下沉，2022 年实现销量同比近双位数增长，市场份额升至 40.50%，超越诺和诺德，跃居全国第一，预计将保持稳健增速。

**三代胰岛素板块：**三代胰岛素上市时间较晚、处于销量上升期，其中甘精胰岛素借助集采快速放量，2022 年市场份额增至 5.90%；门冬胰岛素重点发力标外市场、加速市场推广，2022 年三代胰岛素整体实现销量同比超 100% 增长，有望持续开拓增量空间。

**GLP-1 板块：**利拉鲁肽预计 2023 年底获批上市，看好业绩潜力；

**创新药板块：**5 款一类新药重磅加持，为公司长期发展积累动能。

考虑到创新药等产品仍处于临床早期阶段，2023-2025 年预测仅考虑胰岛素及利拉鲁肽产品，根据我们预测，通化东宝 2023-2025 年利润分别为 10.5/13.1/16.4 亿元，增速分别为 -34%/25%/25%，对应 PE 分别为 22x/17x/14x。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

表 17：分业务收入预测（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,892	3,268	2,778	3,032	3,465	3,993
yoy	4.1%	13.0%	-15.0%	9.1%	14.3%	15.2%
主营业务收入	2,760	2,866	2,775	3,028	3,462	3,990
yoy	-0.6%	3.8%	-3.2%	9.1%	14.3%	15.3%
胰岛素原料药及注射液	2,264	2,419	2,365	2,588	2,892	3,330
yoy	2.3%	6.8%	-2.2%	9.4%	11.7%	15.1%
GLP-1 及口服药板块				30	160	250
yoy					433.3%	56.3%
注射用笔等医疗器械	334	303	322	322	322	322
yoy	-5.9%	-9.3%	6.3%	0%	0%	0%
中成药	49	64	78	78	78	78
yoy	-27.9%	30.6%	21.9%	0%	0%	0%
其他	113	80	10	10	10	10
yoy	-19.9%	-29.2%	-87.5%	0%	0%	0%
其他业务收入	0	1	3	3	3	3
yoy	-100%	/	200%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告、招商证券

## 六、风险提示

**行业政策变化风险。**一致性评价、医保控费、药品集采等政策背景下，公司未来发展面临行业政策变化风险。

**研发及商业化不预期风险。**新药研发及推广易受多方面影响，公司在研产品存在研发及商业化不及预期风险。

**股权质押风险。**公司控股股东股权质押比例较高，存在经营稳定性风险。

**盈利能力下降风险。**公司产品面临集采续标降价、综合成本上涨等因素所致利润下滑风险。

**海外业务推广风险。**公司出海业务存在市场准入受限、市场需求变化、竞争策略误判等潜在风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2162	2056	1905	2878	4155
现金	865	788	634	1489	2618
交易性投资	37	58	58	58	58
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	559	422	440	503	580
其它应收款	8	21	22	26	30
存货	538	654	631	668	719
其他	155	113	119	133	150
<b>非流动资产</b>	4358	4694	4898	5085	5257
长期股权投资	422	326	326	326	326
固定资产	1189	1521	1835	2121	2382
无形资产商誉	797	1069	962	866	779
其他	1951	1778	1774	1772	1769
<b>资产总计</b>	<b>6520</b>	<b>6750</b>	<b>6802</b>	<b>7962</b>	<b>9413</b>
<b>流动负债</b>	269	162	160	166	174
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	75	81	79	84	90
预收账款	8	21	21	22	23
其他	186	60	60	60	60
<b>长期负债</b>	31	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	39	39	39	39
<b>负债合计</b>	<b>300</b>	<b>201</b>	<b>198</b>	<b>204</b>	<b>212</b>
股本	2034	1994	1994	1994	1994
资本公积金	607	492	492	492	492
留存收益	3573	4059	4113	5268	6710
少数股东权益	5	5	5	5	5
归属于母公司所有者权益	6215	6544	6599	7753	9195
<b>负债及权益合计</b>	<b>6520</b>	<b>6750</b>	<b>6802</b>	<b>7962</b>	<b>9413</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1135	863	1273	1449	1762
净利润	1309	1582	1051	1312	1639
折旧摊销	144	134	246	262	278
财务费用	(1)	(1)	(15)	(10)	(10)
投资收益	(297)	(929)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(15)	74	(6)	(115)	(145)
其它	(5)	4	4	7	7
<b>投资活动现金流</b>	34	344	(446)	(446)	(446)
资本支出	(601)	(492)	(453)	(453)	(453)
其他投资	635	836	7	7	7
<b>筹资活动现金流</b>	(696)	(1284)	(982)	(148)	(187)
借款变动	(46)	(33)	0	0	0
普通股增加	0	(40)	0	0	0
资本公积增加	(226)	(116)	0	0	0
股利分配	(427)	(1109)	(997)	(158)	(197)
其他	4	13	15	10	10
<b>现金净增加额</b>	<b>473</b>	<b>(77)</b>	<b>(154)</b>	<b>855</b>	<b>1129</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	3268	2778	3032	3465	3993
营业成本	576	618	603	639	688
营业税金及附加	11	15	16	18	21
营业费用	1023	934	943	1008	1080
管理费用	232	181	112	120	129
研发费用	167	147	160	176	195
财务费用	(8)	(13)	(15)	(10)	(10)
资产减值损失	(27)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(0)	1	0	0	0
其他收益	12	5	5	5	5
投资收益	297	929	2	2	2
<b>营业利润</b>	1549	1829	1214	1516	1894
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	15	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1534	1830	1215	1516	1894
所得税	226	248	164	204	255
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1308</b>	<b>1582</b>	<b>1051</b>	<b>1312</b>	<b>1639</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	13%	-15%	9%	14%	15%
营业利润	31%	18%	-34%	25%	25%
归母净利润	41%	21%	-34%	25%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	82.4%	77.8%	80.1%	81.6%	82.8%
净利率	40.0%	56.9%	34.7%	37.9%	41.0%
ROE	22.2%	24.8%	16.0%	18.3%	19.3%
ROIC	21.4%	20.6%	15.8%	18.1%	19.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	4.6%	3.0%	2.9%	2.6%	2.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.1	12.7	11.9	17.4	23.9
速动比率	6.0	8.7	8.0	13.3	19.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.1	5.7	7.0	7.3	7.4
应付账款周转率	8.0	7.9	7.5	7.9	7.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.66	0.79	0.53	0.66	0.82
每股经营净现金	0.57	0.43	0.64	0.73	0.88
每股净资产	3.12	3.28	3.31	3.89	4.61
每股股利	0.31	0.50	0.08	0.10	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	17.5	14.5	21.8	17.4	14.0
PB	3.7	3.5	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.3	11.5	15.4	12.6	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

焦玉鹏 生物医药行业研究助理

复旦大学理学学士、有机化学硕士，2021年7月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。