

审慎增持 (维持)

通化东宝

600867

## 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 年 9 月 26 日

## 市场数据

市场数据日期	2022-9-23
收盘价(元)	8.62
总股本(百万股)	2009
流通股本(百万股)	2006
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	173
净资产(百万元)	6736.26
总资产(百万元)	6912.46
每股净资产(元)	3.35

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)

【兴证医药】通化东宝(600867) 2021 年中报点评: H1 业绩超预期增长, 研发管线持续推进(2021.9.1)

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	3164	3503	4079
同比增长	13.0%	-3.2%	10.7%	16.4%
归母净利润(百万元)	1308	1681	1243	1389
同比增长	40.7%	28.5%	-26.0%	11.7%
毛利率	82.4%	77.8%	77.7%	78.1%
净利率	40.0%	53.1%	35.5%	34.1%
净资产收益率	21.1%	22.7%	15.8%	16.1%
每股收益(元)	0.65	0.84	0.62	0.69
每股经营现金流(元)	0.56	0.14	0.34	0.37

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, 通化东宝发布了 2022 年中报。报告期内, 公司实现营业收入 13.88 亿元, 同比减少 16.53%; 实现归母净利润 11.83 亿元, 同比增长 75.49%; 实现扣非归母净利润 4.41 亿元, 同比减少 32.67%。
- **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 0.84、0.62、0.69 元, 对应 2022 年 9 月 23 日收盘价 PE 分别为 10.3、13.9、12.5 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; 集采外市场拓展情况低于预期; 公共卫生事件风险; 新产品研发进展低于预期。

## 报告正文

## 事件

- 近日，公司发布 2022 年中报。2022 年上半年，公司实现营业收入 13.88 亿元，同比减少 16.53%；实现归母净利润 11.83 亿元，同比增长 75.49%；实现扣非归母净利润 4.41 亿元，同比减少 32.67%。
- 2022 年单二季度，公司实现营业收入 5.00 亿元，同比减少 40.43%；实现归母净利润 3.51 亿元，同比增加 4.20%；实现扣非归母净利润 0.52 亿元，同比减少 83.67%。

## 点评

- **胰岛素专项集采 5 月开始落地，公司 H1 业绩承压。**近日，公司发布 2022 年中报。2022 年上半年，公司实现营业收入 13.88 亿元，同比减少 16.53%；实现归母净利润 11.83 亿元，同比增长 75.49%；实现扣非归母净利润 4.41 亿元，同比减少 32.67%。胰岛素国家专项集采于 5 月开始陆续在各地落地实施。胰岛素产品价格的下降，叠加部分地区受疫情影响，导致营业收入相应减少。与此同时，公司对集采实施前存在于流通环节的胰岛素产品，原供货价与集采实施价格之间的差额进行一次性冲销或返还，公司营业收入受此一次性调整的影响下降幅度较大。此外，公司出售特宝生物部分股份，投资收益增加 8.73 亿元，导致公司净利润大幅增加；由于受到营业收入的减少、集采产品降价后毛利率下降等因素影响，扣非归母净利润下降。
- **发力市场拓展，甘精胰岛素翻倍增长、门冬胰岛素开始放量。**2022 年二季度“集采”落地执行以来，公司及时动态调整销售策略，借助“集采”东风加快胰岛素产品在全国各地招标备案和医院开发放量工作，并加大对零售渠道、民营医院等集采外市场的投入，全力拓展增量市场。截至 2022 年 7 月末，公司甘精胰岛素产品已进入 4100 多家全国二级及二级以上医院，门冬胰岛素产品进入 1400 多家全国二级及二级以上医院；2022 年上半年，甘精胰岛素销量近 300 万只，同比增长超过 100%，门冬胰岛素也开始放量。
- **重磅产品逐步兑现，新建产能有序落地。**报告期内，公司多个重磅产品逐步兑现。**胰岛素类似物方面**，门冬胰岛素 30 注射液及 50 注射液目前已完成发补资料的递交，正在审评中。**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。以上两类产品有望于明年内获批上市。**口服降糖药方面**，瑞格列奈片已于 2022 年 5 月完成了补发资料的提交，正在审评阶段；西格列汀二甲双胍片已于 2022 年 4 月收到国家药监局下发的发补通知书，目前正处于发补研究阶段。此外，公司于通化医药高新区打造东宝生物医药产业园，主要用于未来生产德谷胰岛素、利拉鲁肽、索马鲁肽等品种。其中德谷胰岛素原料药及

注射液生产基地、利拉鲁肽原料药及注射液生产基地工程项目已完成土建工程部分。德谷胰岛素原料药及注射液生产基地的工程项目已处于土建完成内部装修，预计下半年进行试生产。

- **财务指标:** 报告期内,公司综合毛利率 77.88%,较上年同期下降-4.01pp。期间费用方面,销售费用 4.56 亿元,同比增长 7.47%,销售费用率 32.88%,同比增加 7.34pp,主要系为扩大胰岛素类似物注射液系列产品的市场占有率,进一步加大对市场开拓费用的投入所致;管理费用 0.95 亿元,同比减少 16.22%,主要系报告期股权激励摊销费用较上年同期减少所致,管理费用率 6.82%,同比增加 0.03pp;研发费用 0.60 亿元,同比减少 20.08%。主要系报告期内研发项目陆续达到资本化条件而列入开发支出所致,研发费用率 4.29%,同比减少 0.19pp;财务费用-0.07 亿元,财务费用率-0.47%,同比减少 0.21pp。
- **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 0.84、0.62、0.69 元,对应 2022 年 9 月 23 日收盘价 PE 分别为 10.3、13.9、12.5 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;集采外市场拓展情况低于预期;公共卫生事件风险;新产品研发进展低于预期。

表 1、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	839	793	813	887	500	-40.4%	1662	1388	-16.5%
营业成本	158	124	150	150	156	-0.9%	301	307	2.0%
毛利	682	668	663	737	344	-49.6%	1361	1081	-20.6%
销售费用	231	298	300	209	247	6.9%	424	456	7.5%
管理费用	57	55	65	48	46	-18.9%	113	95	-16.2%
财务费用	-2	-2	-2	-3	-4	-	-4	-7	-
研发费用	37	44	49	29	30	-17.3%	75	60	-20.1%
资产减值	3	0	-26	0	0	-100.0%	3	0	-100.0%
公允价值	1	1	-2	0	0	-100.0%	1	0	-100.0%
投资收益	21	190	73	531	367	1620.0%	34	897	2575.3%
营业利润	392	464	289	980	403	2.9%	796	1384	73.8%
利润总额	392	461	280	980	403	3.0%	793	1383	74.3%
归母净利润	337	394	241	831	351	4.2%	674	1183	75.5%
EPS	0.168	0.196	0.120	0.414	0.175	4.2%	0.335	0.589	75.5%
销售费用率	27.5%	37.6%	36.9%	23.6%	49.4%	21.8%	25.5%	32.9%	7.3%
管理费用率	6.8%	6.9%	8.0%	5.4%	9.3%	2.5%	6.8%	6.8%	0.0%
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.2%
研发费用率	4.4%	5.5%	6.0%	3.3%	6.0%	1.7%	4.5%	4.3%	-0.2%
所得税率	13.9%	14.6%	13.8%	15.2%	12.9%	-1.0%	15.1%	14.5%	-0.6%
毛利率	81.2%	84.3%	81.5%	83.0%	68.7%	-12.5%	81.9%	77.9%	-4.0%
净利润率	40.2%	49.7%	29.6%	93.7%	70.3%	30.1%	40.5%	85.2%	44.7%

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	3641	3994	4564
货币资金	865	2256	2474	2833
交易性金融资产	37	0	0	0
应收票据及应收账款	559	585	640	734
预付款项	49	48	56	65
存货	538	644	718	822
其他	114	107	106	110
<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	7700	8150	8958
<b>流动负债</b>	269	248	264	281
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	75	84.28	95.58	109.73
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	279	295	312
股本	2034	2010	2010	2010
资本公积	1006	1006	1006	1006
未分配利润	2701	3593	3931	4600
少数股东权益	5	6	6	6
<b>股东权益合计</b>	6220	7421	7855	8645
<b>负债及权益合计</b>	6520	7700	8150	8958

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1308	1681	1243	1389
折旧和摊销	144	-300	-301	-302
资产减值准备	23	11	14	31
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	-65	-98	-110
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	-166	-133	-224
<b>经营活动产生现金流量</b>	1135	289	677	747
<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	-406	-712	-491
现金净变动	473	1391	218	359
现金的期初余额	392	865	2256	2474
现金的期末余额	865	2256	2474	2833

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3268	3164	3503	4079
营业成本	576	704	780	893
税金及附加	11	11	12	14
销售费用	1023	1085	1061	1276
管理费用	232	196	203	245
研发费用	167	143	145	178
财务费用	-8	-65	-98	-110
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	1986	1473	1644
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	1971	1458	1629
所得税	226	290	215	240
<b>净利润</b>	1309	1681	1244	1389
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1308	1681	1243	1389
<b>EPS(元)</b>	0.65	0.84	0.62	0.69

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	13.0%	-3.2%	10.7%	16.4%
营业利润增长率	31.2%	28.2%	-25.8%	11.6%
归母净利润增长	40.7%	28.5%	-26.0%	11.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	82.4%	77.8%	77.7%	78.1%
净利率	40.0%	53.1%	35.5%	34.1%
ROE	21.1%	22.7%	15.8%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	4.6%	3.6%	3.6%	3.5%
流动比率	8.05	14.71	15.15	16.24
速动比率	6.05	12.10	12.43	13.31
<b>营运能力</b>				
资产周转率	53.0%	44.5%	44.2%	47.7%
应收账款周转率	475.7%	444.6%	464.8%	480.0%
存货周转率	104.8%	116.2%	111.7%	113.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.65	0.84	0.62	0.69
每股经营现金	0.56	0.14	0.34	0.37
每股净资产	3.09	3.69	3.91	4.30
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.2	10.3	13.9	12.5
PB	2.8	2.3	2.2	2.0

## 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](http://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