

通化东宝

600867

三代胰岛素放量驱动业绩增长，
聚焦产品研发推进创新转型

2022年4月20日

审慎增持 (维持)

市场数据

市场数据日期	2022-4-19
收盘价(元)	10.23
总股本(百万股)	2009.59
流通股本(百万股)	2009.59
总市值(百万元)	20558.09
流通市值(百万元)	20558.09
净资产(百万元)	6220.23
总资产(百万元)	6520.10
每股净资产(元)	3.06

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) 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)

【兴证医药】通化东宝(600867) 2021年一季报点评: 甘精胰岛素放量提速, 研发管线布局全面(2021.4.28)

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3268	3227	3667	4212
同比增长	13.0%	-1.3%	13.6%	14.9%
归母净利润(百万元)	1308	1970	1528	1786
同比增长	40.7%	50.6%	-22.4%	16.9%
毛利率	82.4%	79.4%	80.2%	80.4%
净利率	40.0%	61.1%	41.7%	42.4%
净资产收益率	21.1%	23.6%	17.1%	17.9%
每股收益(元)	0.64	0.97	0.75	0.88
每股经营现金流(元)	0.56	0.28	0.45	0.55

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2021年年报。报告期内, 公司实现营业收入32.68亿元, 同比增长12.99%; 实现归母净利润13.08亿元, 同比增长40.69%; 实现扣非归母净利润11.05亿元, 同比增加15.68%; 分红方案为每10股派发现金红利3.00元(含税)。
- **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。2021年是公司创新转型的第一年, 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, 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司2022-2024年EPS为0.97、0.75、0.88元, 对应2022年4月19日收盘价PE分别为10.6、13.6、11.7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; 疫情反复风险; 新产品研发进展低于预期



报告正文

事件

- **事件:** 近日, 通化东宝发布了 2021 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 32.68 亿元, 同比增长 12.99%; 实现归母净利润 13.08 亿元, 同比增长 40.69%; 实现扣非归母净利润 11.05 亿元, 同比增加 15.68%; 分红方案为每 10 股派发现金红利 3.00 元(含税)。

点评

- **三代胰岛素快速放量, 主营业务收入再创新高。**报告期内, 公司实现营业收入 32.68 亿元, 同比增长 12.99%; 实现归母净利润 13.08 亿元, 同比增长 40.69%; 实现扣非归母净利润 11.05 亿元, 同比增加 15.68%。报告期内业绩的主要驱动因素为人胰岛素销售的稳定增长和甘精胰岛素的快速放量。归母净利润和扣非归母净利润增速差异较大, 主要由于公司 2021 年包括非流动资产处置损益、计入当期损益的政府补助、处置长期股权投资取得的投资收益收入较多。
- **毛利率持续增厚, 2021 年毛利率高达 82.38%。**报告期内, 公司整体毛利率持续增加至 82.38%, 较上年提升 2.73pp, 主要系胰岛素产品产量增长, 协同效应及规模效应下单位生产成本下降所致。具体分产品来看:
 - **人胰岛素原料药及注射剂产品**全年实现收入 24.19 亿元, 同比增长 6.83%, 占总体收入的 74.02%, 毛利率为 87.89%, 较上年增加 0.69pp;
 - **二代胰岛素产品**长期处于国内龙头位置, 根据医药魔方的统计, 2021 年上半年产品市占率超 38%, 居行业第二位, 预计 22 年仍将维持稳健发展。
 - **胰岛素类似物原料药及注射剂产品**实现收入 4.01 亿元, 同比增长 204.79%, 占总体收入的 12.26%, 毛利率为 91.21%, 较上年增加 0.90pp;
 - 公司的三代胰岛素类似物——**甘精胰岛素产品(长舒霖)**销量显著提升, 同比增长约 200%。依托于专业化销售团队, 公司积极落实各省招标、备案和目标医院开发工作。截至 2022 年 3 月底, 产品已完成 29 个省市的招标备案工作, 进入二级及以上医院超过 3800 家, 为后期进一步打开市场提供了良好的基础。
 - 公司的三代胰岛素类似物——**门冬胰岛素产品(锐舒霖)**于 2021 年 10 月获批上市, 与甘精胰岛素产品形成了基础+餐时胰岛素治疗结合的强化方案。与此同时, 为满足患者个性化治疗需求, 公司积极推进门冬胰岛素产品各省挂网和入院工作。截至 2022 年 3 月底, 门冬胰岛素产品已经成功进入数百家医院。

- **聚焦创新研发,拓展治疗领域。**公司在原有产品的基础上持续投入创新研发,在研项目治疗领域覆盖糖尿病、糖尿病/减肥/NASH 以及痛风/高尿酸血症。报告期内,公司在研胰岛素产品门冬 30 和门冬 50 已完成生产现场核查,正在进行发补资料整理阶段,预计将于今年年内获批上市。超速效赖脯胰岛素正在开展 I 期临床试验,于 2021 年 10 月获 CDE 批准启动 III 期临床试验的准备工作。与此同时,可溶性甘精赖脯双胰岛素注射于 2022 年 3 月收到 CDE 核准签发的药物临床试验批准通知书。该产品的三项 I 期临床试验申请于 2022 年 4 月获得德国联邦药物和医疗器械管理局 (BfArM) 批准。GLP-1 类产品方面,利拉鲁肽已完成临床试验总结报告,处于 Pre-NDA 阶段。在糖尿病创新药领域,公司设立杭州创新药研发中心,在 2021 年 3 月通过合作开发、技术转让等方式引进了包括全球首款 SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂 (THDBH101 胶囊) 在内的 3 款一类新药。此外,公司旗下还有 2 款痛风/高尿酸血症治疗领域一类新药和痛风治疗领域化学口服药物正研。

图 1、公司在研产品梳理

糖尿病		糖尿病、减肥、NASH	痛风、高尿酸血症
门冬30、50胰岛素 (已报产)	赖脯25R、50R胰岛素 (临床III期)	索马鲁肽 (临床前)	URAT1 抑制剂 (临床I期)
超速效赖脯胰岛素 (临床I期 & III期)	可溶性甘精赖脯双胰岛素 (国内&国际临床I期)	胰岛素类似物GLP-1RA 复方制剂 (临床前)	THDBH 150/151 (多靶点) (临床前)
德谷胰岛素 (临床前)	利拉鲁肽 (Pre - NDA)	THDBH 120/121 (多靶点) (临床前)	依托考昔 (临床前)
SGLT1/SGLT2/DPP4三 靶点抑制剂 (临床I期)	THDBH 110/111 (临床前)		
磺胺西格列汀 (已获批上市)	西格列汀二甲双胍 (已获批上市)		
瑞格列奈 (已报产)	恩格列净 (已报产)		

■ 胰岛素及类似物

■ GLP-1RA

■ 创新药

■ 口服降糖/痛风化药

资料来源:公司微信公众号,兴业证券经济与金融研究院整理

- **财务指标:**报告期内,公司整体毛利率为 82.38%,较上年提升 2.73pp,主要为胰岛素产品产量增长,协同效应及规模效应下单位生产成本下降所致。10.23 亿元,同比增加 12.45%,销售费用率 31.29%,同比下降 0.15pp;管理费用 2.32 亿元,同比增加 27.70%,管理费用率 7.11%,同比增加 0.82pp;财务费用-808.90 万元,同比下降 233.01%,财务费用率-0.25%,同比下降 0.46pp;研发费用 1.67 亿元,同比增加 56.05%,研发费用率 5.11%,同比增加 1.41pp。
- **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。2021 年是公司创新转型的第一年,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,我们调整对公司的盈利预测,预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.97、0.75、0.88 元,对应 2022 年 4 月 19 日收盘价 PE 分别为 10.6、13.6、11.7 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; 疫情反复风险; 新产品研发进展低于预期

表 1、通化东宝分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	20-4Q	21-1Q	21-2Q	21-3Q	21-4Q	QOQ	2020-12	2021-12	YOY
营业收入	707	823	839	793	813	15.1%	2892	3268	13.0%
营业成本	127	138	153	134	150	18.2%	588	576	-2.2%
毛利	579	684	687	659	663	14.4%	2304	2692	16.9%
销售费用	276	198	236	289	300	8.7%	909	1023	12.5%
管理费用	49	56	57	55	65	31.3%	182	232	27.7%
财务费用	-2	-2	-2	-2	-2	-	6	-8	-233.0%
研发费用	25	38	37	44	49	95.2%	107	167	56.1%
资产减值	5	0	3	0	-26	-654.2%	6	-23	-514.6%
公允价值	0	1	1	1	-2	-750.0%	0	-0	-200.0%
投资收益	3	12	21	190	73	2237.6%	40	297	650.8%
营业利润	281	404	392	464	289	2.9%	1181	1549	31.2%
利润总额	220	402	392	461	280	27.3%	1108	1534	38.5%
归母净利润	174	337	337	394	241	38.1%	930	1308	40.7%
EPS	0.087	0.168	0.168	0.196	0.120	38.1%	0.463	0.651	40.7%
销售费用率	39.0%	24.1%	28.1%	36.4%	36.9%	-2.2%	31.4%	31.3%	-0.2%
管理费用率	7.0%	6.8%	6.8%	6.9%	8.0%	1.0%	6.3%	7.1%	0.8%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.2%	-0.3%	-0.5%
研发费用率	3.5%	4.6%	4.4%	5.5%	6.0%	2.5%	3.7%	5.1%	1.4%
所得税率	19.4%	16.2%	13.9%	14.6%	13.9%	-5.6%	16.1%	14.7%	-1.3%
毛利率	82.0%	83.2%	81.8%	83.1%	81.5%	-0.5%	79.7%	82.4%	2.7%
净利率	24.7%	40.9%	40.2%	49.7%	29.6%	5.0%	32.2%	40.0%	7.9%

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
流动资产	2162	4560	5063	5898
货币资金	865	3201	3567	4208
交易性金融资产	37	0	0	0
应收票据及应收账款	559	597	670	758
预付款项	49	40	50	58
存货	538	610	668	762
其他	114	112	109	112
非流动资产	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
资产总计	6520	8619	9219	10292
流动负债	269	243	257	273
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	75	79.74	88.92	101.65
其他	194	163	168	171
非流动负债	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0
其他	31	31	31	31
负债合计	300	274	288	304
股本	2034	2010	2010	2010
资本公积	1006	1006	1006	1006
未分配利润	2701	4462	4921	5814
少数股东权益	5	6	6	7
股东权益合计	6220	8345	8931	9987
负债及权益合计	6520	8619	9219	10292

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1308	1970	1528	1786
折旧和摊销	144	-300	-301	-302
资产减值准备	23	13	19	29
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	-84	-140	-161
投资损失	-297	-873	-50	-40
少数股东损益	0	1	0	0
营运资金的变动	-44	-148	-142	-206
经营活动产生现金流量	1135	580	916	1109
投资活动产生现金流量	34	1508	253	102
融资活动产生现金流量	-696	249	-803	-571
现金净变动	473	2336	366	641
现金的期初余额	392	865	3201	3567
现金的期末余额	865	3201	3567	4208

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3268	3227	3667	4212
营业成本	576	591	689	800
税金及附加	11	11	13	15
销售费用	1023	823	917	1032
管理费用	232	207	235	261
研发费用	167	175	184	189
财务费用	-8	-84	-140	-161
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
营业利润	1549	2325	1807	2109
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	1534	2311	1793	2095
所得税	226	340	264	308
净利润	1309	1971	1529	1786
少数股东损益	0	1	0	0
归属母公司净利润	1308	1970	1528	1786
EPS(元)	0.64	0.97	0.75	0.88

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	13.0%	-1.3%	13.6%	14.9%
营业利润增长率	31.2%	50.1%	-22.3%	16.7%
归母净利润增长	40.7%	50.6%	-22.4%	16.9%
盈利能力				
毛利率	82.4%	79.4%	80.2%	80.4%
净利率	40.0%	61.1%	41.7%	42.4%
ROE	21.1%	23.6%	17.1%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	4.6%	3.2%	3.1%	3.0%
流动比率	8.05	18.76	19.70	21.60
速动比率	6.00	16.19	17.03	18.74
营运能力				
资产周转率	53.0%	42.6%	41.1%	43.2%
应收账款周转率	476%	449%	471%	477%
存货周转率	105%	113%	111%	113%
每股资料(元)				
每股收益	0.64	0.97	0.75	0.88
每股经营现金	0.56	0.28	0.45	0.55
每股净资产	3.06	4.10	4.39	4.91
估值比率(倍)				
PE	15.9	10.6	13.6	11.7
PB	3.3	2.5	2.3	2.1

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注册为证券分析师，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