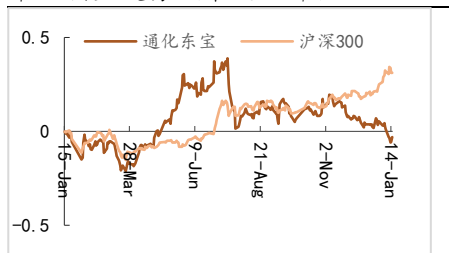


评级： 买入

李志新
首席分析师
SAC 执证编号：S0110520090001
lizhixin@sczq.com.cn
电话：86-10-56511807

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	12.31
一年内最高/最低价(元)	18.45/9.81
市盈率(当前)	28.49
市净率(当前)	4.74
总股本(亿股)	20.34
总市值(亿元)	250.38

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **事件：**1月14日，通化东宝发布业绩预告，预计2020年公司实现营业总收入29.25亿元，同比增长5.32%；营业利润11.76亿元，同比增长21.52%；归母净利润约9.29亿元，同比增长14.51%。

点评：

- **业绩保持稳定增长，三代胰岛素未来放量可期。**根据公告，公司2020年实现全年营业总收入29.25亿元，同比增长5.32%；归母净利润9.29亿元，同比增长14.51%，业绩增长稳健，符合市场预期。业绩增长主要原因是销售收入稳步增长以及原辅料采购成本下降，毛利率水平提升。公司二代胰岛素仍是主打产品，2019年占国内市场份额超过25%，仅次于诺和诺德（市场份额52%）；三代胰岛素甘精胰岛素于2020年2月开始上市销售，到三季度销售额超过8000万元，已完成22个省市的挂网及备案，开发了1700多家二级以上医院，未来放量可期。
- **糖尿病治疗领域在研产品管线丰富，研发投入持续增加。**公司持续加大研发投入，丰富糖尿病治疗领域产品管线，目前研发进度靠前的胰岛素类似物产品有门冬胰岛素（完成发补资料递交）、门冬胰岛素30（3期临床）、门冬胰岛素50（3期临床），也在积极布局超速效赖脯胰岛素、超长效德谷胰岛素、GLP-1（其中利拉鲁肽在3期临床）和口服类降糖药物等。公司2020年前三季度研发支出为8204万元，同比增加47%。
- **国内胰岛素市场渗透率仍将提升，国产替代利好龙头。**根据IDF数据，2019年国内糖尿病患者约1.16亿，糖尿病药物市场约323亿元，其中胰岛素市场约200亿元。受人口老龄化程度加深、药物品种迭代升级和医保政策的影响，未来胰岛素市场将持续增加。目前国内胰岛素市场诺和诺德、赛诺菲、礼来三大外企市场份额超过80%，三代胰岛素中只有甘精胰岛素国产化程度较高（约25%）；国内三代胰岛素渗透率约55%，相比欧美国家（渗透率超过80%）仍有较大提升空间。未来随着集采落地，预计国产胰岛素进口替代空间较大，利好产品管线丰富的龙头企业。
- **盈利预测与估值。**我们预测2020-2022年，公司营收分别为29.25亿元、34.32亿元和40.08亿元，分别同比增5.3%、17.3%和16.8%；归母净利润分别为9.29亿元、11.03亿元和13.20亿元，分别同比增14.5%、18.7%和20.6%。当前收盘价（12.31元/股）对应PE（2020E）27倍。
- **风险提示：**产品降价，产品市场推广不及预期，产品研发进度不及预期。

盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2021E
营收(亿元)	27.77	29.25	34.32	40.08
营收增速(%)		5.3%	17.3%	16.8%
净利润(亿元)	8.11	9.29	11.03	13.30
净利润增速(%)		14.5%	18.7%	20.6%
EPS(元/股)	0.40	0.46	0.54	0.65
PE	30.9	26.9	22.7	18.8

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1926.6	2832.0	3576.4	4450.8	经营活动现金流	1152.2	1010.2	991.0	1172.8
现金	368.0	1215.1	1716.6	2318.6	净利润	811.2	929.2	1102.9	1330.1
应收账款	551.7	560.9	658.1	768.6	折旧摊销	152.9	166.4	154.3	143.6
其它应收款	54.6	57.6	67.5	78.9	财务费用	19.9	7.8	9.3	3.8
预付账款	27.2	27.5	30.8	34.2	投资损失	-40.7	-32.0	-40.0	-40.0
存货	628.8	629.5	702.9	782.6	营运资金变动	211.7	-57.2	-235.6	-264.6
其他	296.4	312.2	366.2	427.8	其它	-1.3	-1.0	3.5	4.1
非流动资产	3423.3	3313.5	3215.6	3128.4	投资活动现金流	-152.5	-23.5	-15.5	-15.5
长期投资	307.0	307.0	307.0	307.0	资本支出	-293.1	-55.0	-55.0	-55.0
固定资产	1024.1	956.1	895.9	842.6	长期投资	579.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	472.6	430.3	392.3	358.1	其他	-438.4	31.5	39.5	39.5
其他	373.1	373.1	373.1	373.1	筹资活动现金流	-954.2	-139.6	-473.9	-555.3
资产总计	5349.9	6145.5	6792.0	7579.1	短期借款	125.0	400.0	400.0	400.0
流动负债	304.8	581.2	593.0	605.7	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	125.0	400.0	400.0	400.0	其他	-540.2	-406.8	-464.6	-551.5
应付账款	69.2	70.1	78.3	87.2	现金净增加额	45.5	847.0	501.6	602.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
非流动负债	36.3	36.0	36.0	36.0	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	33.4	33.4	33.4	33.4	营业收入	3.1%	5.3%	17.3%	16.8%
负债合计	341.1	617.3	629.0	641.7	营业利润	-2.5%	13.7%	18.5%	20.6%
少数股东权益	8.4	5.5	1.9	-2.3	归属母公司净利润	-3.3%	14.5%	18.7%	20.6%
归属母公司股东权益	5000.4	5522.8	6161.1	6939.8	获利能力				
负债和股东权益	5349.9	6145.5	6792.0	7579.1	毛利率	74.0%	75.0%	76.2%	77.3%
					净利率	29.2%	31.8%	32.1%	33.2%
					ROE	16.2%	16.8%	17.9%	19.2%
					ROIC	16.1%	15.8%	16.9%	18.1%
利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
营业收入	2777.1	2925.2	3431.9	4008.4	资产负债率	6.4%	10.0%	9.3%	8.5%
营业成本	721.5	731.7	816.9	909.6	净负债比率	2.3%	6.5%	5.9%	5.3%
营业税金及附加	18.5	20.5	24.0	28.1	流动比率	6.32	4.87	6.03	7.35
营业费用	848.8	848.3	1029.6	1202.5	速动比率	4.26	3.79	4.85	6.06
研发费用	78.0	81.9	96.1	112.2	营运能力				
管理费用	157.5	166.7	192.2	220.5	总资产周转率	0.52	0.48	0.51	0.53
财务费用	13.5	7.8	9.3	3.8	应收账款周转率	4.83	5.12	5.35	5.34
资产减值损失	-15.8	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	7.18	10.51	11.01	10.99
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	44.3	32.0	40.0	40.0	每股收益	0.40	0.46	0.54	0.65
营业利润	967.8	1100.2	1303.8	1571.7	每股经营现金	0.57	0.50	0.49	0.58
营业外收入	3.7	10.0	10.0	10.0	每股净资产	2.46	2.72	3.03	3.41
营业外支出	19.0	20.0	20.0	20.0	估值比率				
利润总额	952.5	1090.2	1293.8	1561.7	P/E	30.9	26.9	22.7	18.8
所得税	142.9	164.0	194.3	235.9	P/B	5.01	4.53	4.06	3.61
净利润	809.6	926.2	1099.4	1325.9					
少数股东损益	-1.6	-3.0	-3.5	-4.2					
归属母公司净利润	811.2	929.2	1102.9	1330.1					
EBITDA	1105.7	1274.4	1467.4	1719.2					
EPS (元)	0.40	0.46	0.54	0.65					

分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，5年证券从业经历。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现