

通化东宝（600867）深度研究报告系列二

国内集采加速放量，制剂出海迎来突破

- ❖ **历经多年阵痛，未来的东宝会不会更好。**受胰岛素集采接续降价、制剂国际化尚未集中兑现、创新研发项目高频减值等因素影响，2023年初至今东宝实际经历了业绩与估值双杀的过程。但公司也并非就此沉沦，公司借助集采提供的准入窗口不断加快甘精、门冬产品入院和放量，同时引进德谷与德谷门冬双胰岛素，加速新一代胰岛素的商业化进程；国际化层面，2025年首次实现了胰岛素制剂的海外获批，门冬BLA于25年7月获得FDA受理；创新转型方向公司重新梳理研发管线，在保留具备全球竞争力的产品的同时，设立上海隆棵作为新的自主创新研发平台，未来的东宝有望进入到更高质量的增长阶段。
- ❖ **国内制剂：胰岛素类似集采加速放量，引进德谷系列弯道超车。**1) **重组人胰岛素：**在发货与库存调整完毕后，2025年重组人胰岛素销量恢复到4800万支。考虑到胰岛素使用黏性、进口替代以及胰岛素渗透率提升等因素，预计短期二代胰岛素仍有望维持现有水平。2) **胰岛素类似物：**在最新一轮续约中甘精中标顺位进一步提升，门冬预混实现首次集采准入。2025年甘精销量约1200万支，门冬系列合计销量2000万支，放量极为迅速。随着续约的全面铺开，预计东宝胰岛素类似物销量还将保持较高增长水平。3) **新一代德谷胰岛素系列：**东宝与惠升生物达成合作，获得惠升旗下德谷门冬双胰岛素（惠优加）、德谷胰岛素（惠优达）中国大陆地区独家商业化权益。面对40+亿元的原研市场，借助东宝在胰岛素领域的商业转化能力，未来惠优加和惠优达市场机会可观。
- ❖ **制剂出海：欧美市场与新兴市场双轮驱动，构筑第二增长曲线。**1) **欧美市场：与健友战略合作，进军美国胰岛素市场。**2025年美国甘精、门冬、赖脯胰岛素市场规模合计约43.4亿美元（出厂价）。2023年9月东宝与健友达成合作共同开发美国胰岛素市场，2026年7月门冬胰岛素获得FDA批准。2) **新兴市场：潜力蓝海市场，加快市场准入。**2024年拉美、中东非、东南亚三大地区胰岛素市场合计约17.97亿美元，随着诺和诺德、礼来等开始对胰岛素进行战略收缩，中国胰岛素对其进行替代的机会巨大，2025年东宝胰岛素海外收入2.03亿元（全部来自新兴市场），随着新兴市场制剂批件获批数量不断增多，公司海外业务收入还有望进一步加速。
- ❖ **创新转型：拓展内分泌代谢，研发持续加码。**转型之初，东宝的创新研发工作主要由全资子公司东宝紫星负责，2021年东宝紫星从药明康德引入三款降糖1类新药和两款痛风/高尿酸1类新药，当前公司保留具备全球竞争力的核心品种，稳步推进临床开发。在2024年8月，公司与其控股股东东宝集团共同成立上海隆棵药业，打造公司的早研创新平台。
- ❖ **投资建议：**考虑公司当前处在销售推广和研发转型期，我们下调盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为5.24、6.16和7.17亿元（原2026-2027年预测值为7.72和9.40亿元），分别同比变化-57.0%、+17.4%和+16.4%，当前股价对应PE分别为31、27和23倍。根据DCF估值，我们预计公司2026年合理估值为219.3亿元，对应股价为11.2元/股，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1、胰岛素集采续约降价超预期；2、地缘政治风险；3、研发进展不及预期。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	2,947	3,408	3,964	4,604
同比增速(%)	46.7%	15.6%	16.3%	16.1%
归母净利润(百万)	1,219	524	616	717
同比增速(%)	2,953.4%	-57.0%	17.4%	16.4%
每股盈利(元)	0.62	0.27	0.31	0.37
市盈率(倍)	13	31	27	23
市净率(倍)	2.3	2.3	2.2	2.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2026年8月5日收盘价

推荐（维持）

目标价：11.2元

当前价：8.3元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：朱珂琛

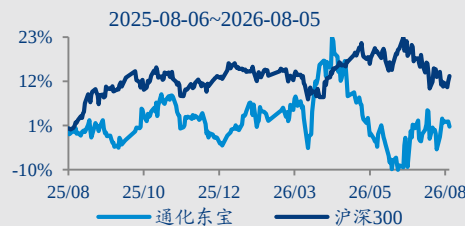
邮箱：zhukechen@hcyjs.com

执业编号：S0360524070007

公司基本数据

总股本(万股)	195,854.28
已上市流通股(万股)	195,854.28
总市值(亿元)	161.78
流通市值(亿元)	161.78
资产负债率(%)	12.27
每股净资产(元)	3.70
12个月内最高/最低价	10.49/7.37

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《通化东宝（600867）2025年三季报点评：经营性利润快速恢复，国际化稳步推进》

2025-11-23

《通化东宝（600867）重大事项点评：短期两次增持+两次回购，彰显未来发展信心》

2024-11-17

《通化东宝（600867）2024年三季报点评：Q3收入表现好于预期，利润实现扭亏》

2024-11-01

投资主题

报告亮点

报告复盘了过去多年通化东宝经营阵痛的原因，并指出当前公司在国内制剂、制剂出海和创新转型三个方面均做出了积极调整，未来的东宝有望进入到更高质量的增长阶段。

投资逻辑

国内制剂：胰岛素类似集采加速放量，引进德谷系列弯道超车。1）重组人胰岛素：考虑到胰岛素使用黏性、进口替代以及胰岛素渗透率提升等因素，预计短期二代胰岛素仍有望维持现有水平。2）胰岛素类似物：在最新一轮续约中甘精中标顺位进一步提升，随着续约的全面铺开，预计东宝胰岛素类似物销量还将保持较高增长水平。3）新一代德谷胰岛素系列：东宝引进获得惠升德谷门冬双胰岛素、德谷胰岛素，面对 40+亿元的原研市场，两款产品市场机会可观。

制剂出海：欧美市场与新兴市场双轮驱动，构筑第二增长曲线。1）欧美市场：与健友战略合作，进军美国胰岛素市场。2025 年美国甘精、门冬、赖脯胰岛素市场规模合计约 43.4 亿美元（出厂价）。2023 年 9 月东宝与健友达成合作共同开发美国胰岛素市场，2026 年 7 月门冬胰岛素获得 FDA 批准。2）新兴市场：潜力蓝海市场，加快市场准入。2024 年拉美、中东非、东南亚三大地区胰岛素市场合计约 17.97 亿美元，随着诺和诺德、礼来等开始对胰岛素进行战略收缩，中国胰岛素对其进行替代的机会巨大，2025 年东宝胰岛素海外收入 2.03 亿元（全部来自新兴市场），随着新兴市场制剂批件获批数量不断增多，公司海外业务收入还有望进一步加速。

创新转型：拓展内分泌代谢，研发持续加码。转型之初，东宝的创新研发工作主要由全资子公司东宝紫星负责，2021 年东宝紫星从药明康德引入三款降糖 1 类新药和两款痛风/高尿酸 1 类新药，当前公司保留具备全球竞争力的核心品种，稳步推进临床开发。在 2024 年 8 月，公司与其控股股东东宝集团共同成立上海隆棵药业，打造公司的早研创新平台。

关键假设、估值与盈利预测

考虑公司当前处在销售推广和研发转型期，我们下调盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.24、6.16 和 7.17 亿元（原 2026-2027 年预测值为 7.72 和 9.40 亿元），分别同比变化-57.0%、+17.4%和+16.4%，当前股价对应 PE 分别为 31、27 和 23 倍。根据 DCF 估值，我们预计公司 2026 年合理估值为 219.3 亿元，对应股价为 11.2 元/股，维持“推荐”评级。

目 录

前言：历经多年阵痛，未来的东宝会不会更好	5
（一）过去多年股价承压的原因	5
（二）立足当下，未来的东宝会不会更好	7
一、国内制剂：胰岛素类似物集采加速放量，引进德谷系列弯道超车	8
（一）集采接续落地，胰岛素类似物加速放量	8
1、重组人胰岛素销售调整完毕，整体有望保持稳定	8
2、胰岛素类似物集采续约顺位提升，放量进一步加速	9
（二）新一代德谷胰岛素系列商业化进程加速	10
二、制剂出海：欧美市场与新兴市场双轮驱动，构筑第二增长曲线	13
（一）欧美市场：与健友战略合作，进军美国胰岛素市场	13
1、欧美当前仍为全球胰岛素最大市场	13
2、诺和诺德、礼来降低胰岛素战略定位，原研替代空间大	14
3、东宝有望成为首款进入美国市场的国产门冬胰岛素生物类似药	15
（二）新兴市场：潜力蓝海市场，加快市场准入	16
1、发展中国家蓝海市场，市场替代机会巨大	16
2、从巴西市场看国产胰岛素机会	17
3、东宝正加快新兴市场国家的准入	17
三、创新转型：拓展内分泌代谢，研发持续加码	19
（一）降糖/减重：THDBH120 减重疗效优异，具备长效潜力	19
（二）痛风/高尿酸：URAT1/XO 双靶抑制剂 THDBH151 II 期进展值得期待	19
（三）上海隆棵：搭建自主创新研发体系，聚焦代谢与自免	21
四、盈利预测	22
五、风险提示	22

图表目录

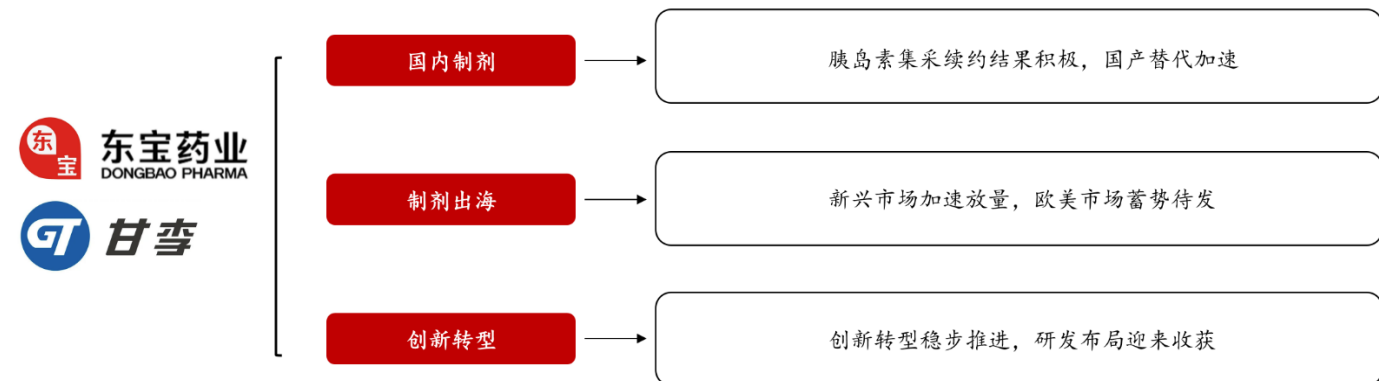
图表 1	胰岛素行业发展路径	5
图表 2	通化东宝市值复盘（亿元）	5
图表 3	2024 年胰岛素续约主要企业价格变动情况	6
图表 4	通化东宝与甘李药业胰岛素国际化进度对比	6
图表 5	通化东宝近年终止研发项目	7
图表 6	通化东宝各业务经营逻辑	7
图表 7	通化东宝二代胰岛素销量	8
图表 8	通化东宝生物制剂库存量	8
图表 9	中国重组人胰岛素市场规模	9
图表 10	2025 年中国重组人胰岛素格局（按销量）	9
图表 11	首轮胰岛素集采中选结果（单位：元）	9
图表 12	通化东宝胰岛素制剂销量	10
图表 13	甘李药业胰岛素制剂销量	10
图表 14	胰岛素集采继续中选结果（单位：元）	10
图表 15	中国胰岛素市场规模	11
图表 16	中国胰岛素市场格局	11
图表 17	中国德谷胰岛素市场规模	11
图表 18	中国德谷门冬双胰岛素市场规模	11
图表 19	诺和诺德、礼来、赛诺菲美国胰岛素降价梳理	13
图表 20	美国甘精、门冬和赖脯市场规模（出厂价口径）	14
图表 21	赛诺菲欧洲胰岛素销售额	14
图表 22	诺和诺德 EUCAN 胰岛素销售额（亿美元）	14
图表 23	Semglee 在美国甘精胰岛素市场市占率	15
图表 24	美国胰岛素研发格局	15
图表 25	新兴市场胰岛素市场规模（亿美元）	16
图表 26	2025 年海外制剂获批情况	18
图表 27	通化东宝胰岛素海外收入	18
图表 28	通化东宝创新药研发管线	19
图表 29	痛风/高尿酸现有治疗药物梳理	20
图表 30	上海隆裸研发管线	21

前言：历经多年阵痛，未来的东宝会不会更好

在胰岛素首轮国家集采前，市场对通化东宝和甘李药业两大胰岛素国产龙头的关注基本都聚焦国内胰岛素业务上，比如集采报价与带量、三代胰岛素对二代的替代、国产对进口的替代等方面，但东宝和甘李的经营战略从未停留在国内胰岛素，两家企业在集采前就已前瞻性地布局了国际化和创新管线。

经过多年培育孵化，新业务也逐步开花结果，逐步形成国内制剂、胰岛素出海和创新研发三大发展路径，我们对东宝的分析也围绕上述三大发展路径展开。

图表 1 胰岛素行业发展路径



资料来源：东宝、甘李公司官网，华创证券绘制

（一）过去多年股价承压的原因

2023 年初至今（截至 2026/07/27），通化东宝经历了业绩与估值双杀的过程，期间市值累计跌幅 18%，在业绩层面，集采叠加研发减值的双重影响，扣非净利润从 2023 年的 11.68 亿元下降至 2025 年的仅 3.75 亿元。

图表 2 通化东宝市值复盘（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券（截至 2026/07/27）

而具体到三大业务层面：

■ 胰岛素集采接续降价

在 2022 年首轮胰岛素国采中，东宝采取了相对温和的报价策略，平均降价幅度 37%，无调节分配量；甘李则采取了以量换价的路径，产品平均降幅 62%。由于东宝保持相对的

高价，市场一直担忧东宝续约进一步降价，造成了长期的估值压制。最终 2024 年胰岛素集采续约落地时，按照集采规则，东宝全系列产品需执行降价，最终甘精胰岛素降价 19%，门冬胰岛素降价 43%，二代胰岛素降价 11%。降价以及发货调整综合影响导致国内制剂业务承压。

图表 3 2024 年胰岛素续约主要企业价格变动情况

采购组	品种	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业
餐时胰岛素	人胰岛素	-1%			-11%	
基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素	-1%			-11%	
预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合	-1%	-1%		-11%	45%
餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素	-18%			-43%	30%
	赖脯胰岛素		63%			48%
	谷赖胰岛素			-11%		
基础胰岛素类似物	德谷胰岛素	-3%				
	甘精胰岛素		-	-5%	-19%	34%
预混胰岛素类似物	赖脯25R/50R		103%			23%
	门冬30/50	-18%			-	5%

资料来源：医药魔方，上海阳光医药采购网，华创证券

■ 制剂国际化尚未集中兑现

通化东宝胰岛素出海最早可以追溯到 2002 年，但是制剂（特别是胰岛素类似物）出海进展相对较慢。欧美市场上，东宝 2023 年与健康友达成合作进军美国胰岛素市场，2025Q1 门冬胰岛素向 FDA 递交 BLA，并于 2026 年 7 月获批上市，甘精和赖脯胰岛素暂未申报。新兴市场上，2025 年起开始实现突破，共计在印尼、多米尼加、缅甸、乌兹别克斯坦和尼加拉瓜获得胰岛素制剂批件，当前尚未实现业绩的集中兑现。

图表 4 通化东宝与甘李药业胰岛素国际化进度对比

企业	产品	欧美市场				新兴市场			
		美国 FDA		欧洲 EMA		2025 年获批 制剂批件数量	收入体量（百万元）		
		研发进度	状态开始时间	研发进度	状态开始时间		2023	2024	2025
甘李药业	甘精胰岛素	申报上市	2023Q1	获批上市	2026Q1	15	426	528	539
	门冬胰岛素	申报上市	2023Q2	获批上市	2026Q2				
	赖脯胰岛素	申报上市	2023Q2	获批上市	2026Q2				
通化东宝	门冬胰岛素	获批上市	2026Q3	申报上市	2026Q1	5	57	103	203
	甘精胰岛素	未申报	-	未申报	-				
	赖脯胰岛素	未申报	-	未申报	-				

资料来源：Wind，公司公告，东宝官网，甘李药业公众号，华创证券

■ 创新研发项目高频减值

在创新转型过程中，东宝一方面持续深耕糖尿病，进一步丰富胰岛素及其类似物管线，布局甘精赖脯双胰岛素、超速效胰岛素等新品；同时还在向痛风/高尿酸、减重、MASH 等其他内分泌领域拓展，公司 2021 年从药明康德引入五款 1 类新药，包括三款降糖产品和两款痛风高尿酸产品。但自 2024 年起，公司高频终止研发项目，仅资产减值计提对利

润总额的影响累计就达到了 5.78 亿元。

图表 5 通化东宝近年终止研发项目

公告时间	研发项目	减值准备及资产损失规模（亿元）
2024 年 07 月	甘精赖脯双胰岛素	3.18
2025 年 08 月	SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点	0.27
2025 年 10 月	欧洲重组人胰岛素	0.64
2025 年 10 月	超速效赖脯胰岛素	0.52
2026 年 01 月	URAT1 抑制剂	1.17

资料来源：公司公告，华创证券

（二）立足当下，未来的东宝会不会更好

东宝作为国产胰岛素龙头之一，1998 年成功研制出我国第一支重组人胰岛素，在诺和诺德二代胰岛素一家独大的情况下，东宝销售团队通过权威的临床数据、专业的学术推广、过硬的售后服务，打消了患者对国产胰岛素的顾虑，凭借性价比优势在基层实现快速放量，从此也在持续引领国产胰岛素行业的发展。

在 2022 年国家首轮胰岛素集采和 2024 年集采接续时，公司胰岛素一直处在产品代际调整过程中，二代胰岛素承压的同时三代新品还处在放量初期，尚未完成增长的切换；加之部分研发项目的终止，创新转型也遭遇挫折。

但公司也并非就此沉沦，公司借助集采提供的准入窗口不断加快甘精、门冬产品入院和放量，26Q1 胰岛素类似物收入在胰岛素制剂总收入中的占比已扩大至 55%以上，同时引进了德谷与德谷门冬双胰岛素，加速国产企业在新一代胰岛素的商业化进程；国际化层面，2025 年公司首次实现了胰岛素制剂的海外获批，门冬 BLA 申报也获得 FDA 受理；创新转型方向，公司重新梳理研发管线，在保留具备全球竞争力的产品的同时，设立上海隆裸作为新的自主创新研发平台。未来的东宝有望进入到更高质量的增长阶段。

图表 6 通化东宝各业务经营逻辑

 东宝药业 DONGBAO PHARMA 增长逻辑	
国内制剂	二代胰岛素：销售调整完毕，整体保持稳定
	三代胰岛素：集采续约顺位提升，放量进一步加速
	新一代胰岛素：引进惠升德谷系列，商业化进程加速
制剂出海	欧美市场与新兴市场双轮驱动，构筑第二增长曲线
创新转型	拓展内分泌代谢，研发持续加码

资料来源：东宝官网，医药魔方，上海阳光医药采购网，华创证券绘制

一、国内制剂：胰岛素类似物集采加速放量，引进德谷系列弯道超车

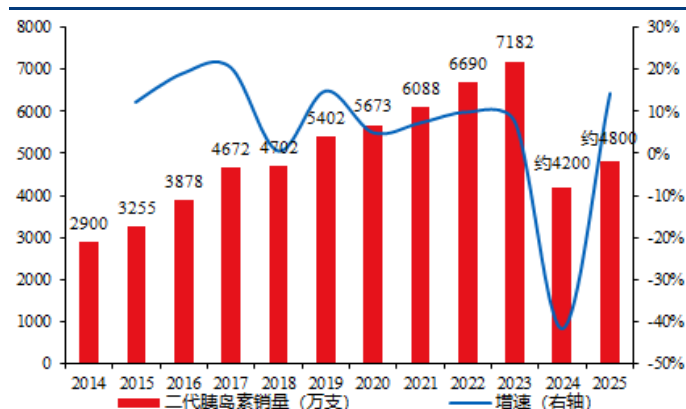
（一）集采接续落地，胰岛素类似物加速放量

1、重组人胰岛素销售调整完毕，整体有望保持稳定

自 1998 年上市重组人胰岛素以来，东宝的重组人胰岛素一直保持国内第二、国产第一的身份，同时在 2022 年胰岛素首轮国采落地后实现了对诺和诺德的市占率反超，市占率达到国内第一，2023 年销售量接近 7200 万支。

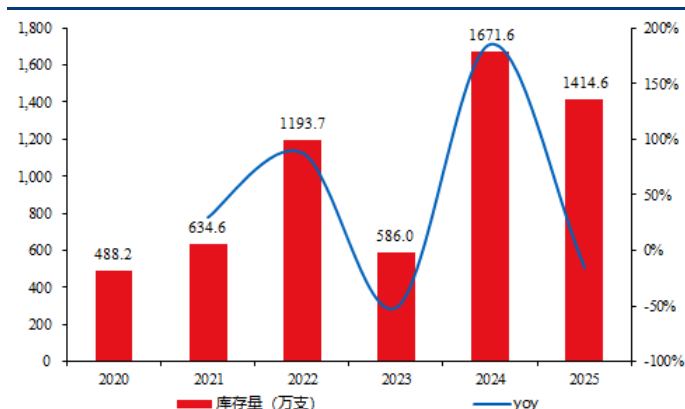
2024 年在胰岛素集采接续执行过程中，集采执行前由于新的集采价格尚未确定，为避免集采落地后的渠道补差，公司主动进行重组人胰岛素发货控制，同时在此期间公司也相应降低重组人胰岛素的库存水平，导致 2024 年的重组人胰岛素销售量下滑至约 4200 万支，同比减少 42%，对当年业绩造成了较大冲击。

图表 7 通化东宝二代胰岛素销量



资料来源：公司公告，华创证券测算（注：2023-2025 年为华创测算数据）

图表 8 通化东宝生物制剂库存量



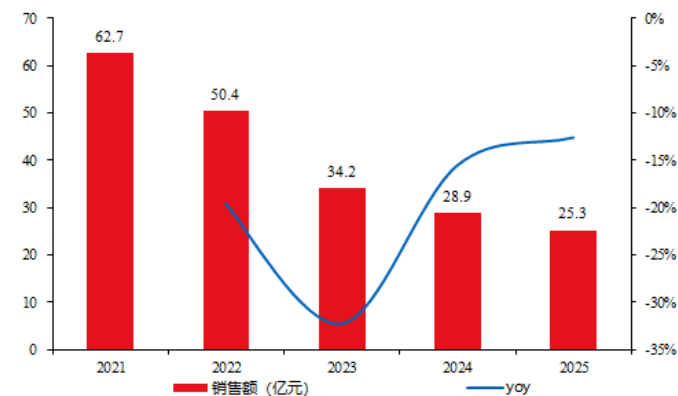
资料来源：公司公告，华创证券

在发货与库存调整完毕后，我们估算，2025 年公司重组人胰岛素销量恢复到约 4800 万支的水平，尽管当前中国二代重组人胰岛素市场正在萎缩，但考虑到胰岛素使用黏性、进口替代以及胰岛素渗透率提升等因素，我们预计公司短期二代胰岛素仍有望维持现有水平，主要基于：

1) 对进口厂商存量份额的替代。根据中康数据测算，预计 2025 年中国二代胰岛素市场规模约 25.3 亿元，折算成销量约 9361 万支，其中进口方面诺和诺德和礼来对应销量 2731 万支，未来依然有较大的进口替代空间。

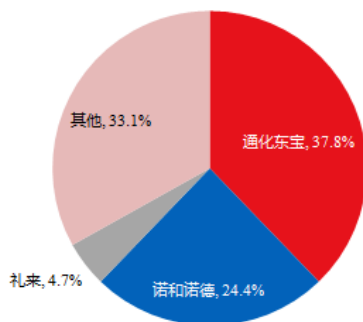
2) 中国胰岛素使用渗透率还有提升空间。集采后随着胰岛素产品价格进一步下降，基层市场对胰岛素的接受程度不断提高，国内胰岛素使用群体有望持续扩容。

图表 9 中国重组人胰岛素市场规模



资料来源：中康，华创证券

图表 10 2025 年中国重组人胰岛素格局（按销量）



资料来源：中康，华创证券

2、胰岛素类似物集采续约顺位提升，放量进一步加速

在首轮集采中，东宝甘精和门冬速效 B 类顺位中选，仅能获得基础量的 80%，其中甘精胰岛素获得基础量约 96.8 万支，门冬速效 2021 年上市，无基础量，且两款产品无调节分配量；门冬系列中最大的门冬预混由于在 2022 年 11 月底才获批上市，未能赶得上当年集采。

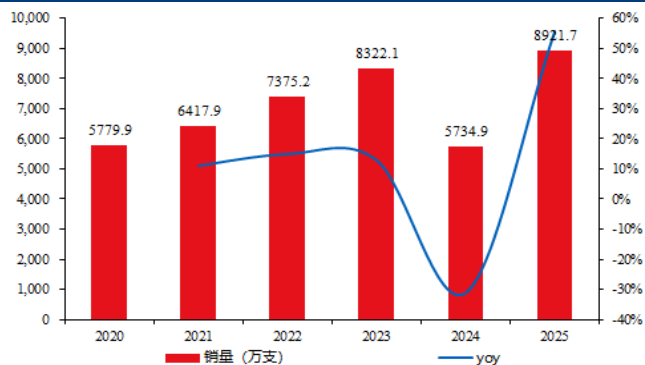
图表 11 首轮胰岛素集采中选结果（单位：元）

类别	采购组	品种	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业	联邦制药	江苏万邦	合肥天麦	宜昌东阳光	合肥亿帆	浙江海正
二代胰岛素	餐时胰岛素	人胰岛素	50.6/30 C	49.1/30 C		43.5/28.96 B		42.7/28.77 A3	29.36/29.36 B	24.8/24.8 A2	41.1/29.9 B	51/22.32 A1	
	基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素	50.7/30 B	49.5/30 C		44.2/28.96 B		42.3/27.37 A3	D	53/23 A2		52.5/22.32 A1	
		精蛋白人胰岛素混合 30R	49.1/30 C	49.6/30 C		44.2/28.96 B	43.8/17.89 A1	42.3/27.37 B		50.4/23.38 A3		50.6/23.22 A2	
	预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合 40R				44.2/28.96 B							
		精蛋白人胰岛素混合 50R	50.7/30 C			47.5/28.96 B		42.3/27.37 B	29.83/29.83 B				
		精蛋白重组人胰岛素混合 30R							29.83/29.83 B				
三代胰岛素	餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素	69.5/43.2 C			59.2/42.33 B	59.8/19.98 A1	59.5/41.27 B					23.46/23.46 A2
		赖脯胰岛素		67/23.57 A3			60/23.98 B						
		谷赖胰岛素			76.45/43.2 C								
	基础胰岛素类似物	德谷胰岛素	181/79.2 C										
		地特胰岛素	181/73.07 B										
		甘精胰岛素			163/69 A3	140/77.98 B	145/48.71 A1	144/66.97 A2			78.18/78.18 C		
	预混胰岛素类似物	赖脯 50R		67/18.89 A2									
		赖脯 25R		67/18.89 A1			60/28.88 B						
		门冬 30	68.5/43.2 C				59.4/24.56 A3	59.1/41.27 B					
		门冬 50	68.5/43.2 C										

资料来源：医药魔方，华创证券

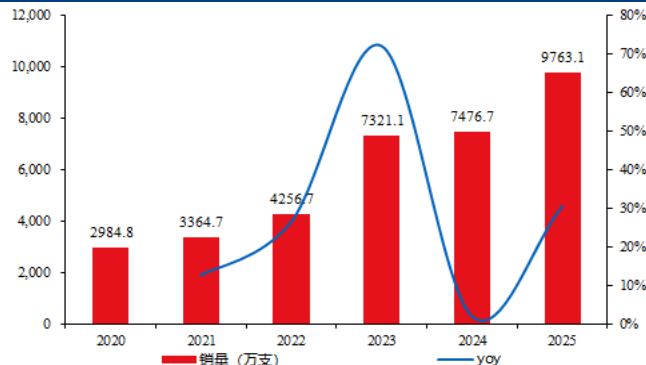
而甘李药业甘精、门冬速效、门冬预混中选顺位分别为 A1、A1 和 A3，不仅保留了 100%、100%和 90%的基础量，同时还获得了可观的调节分配量。在 2021 年集采前，东宝的胰岛素制剂销量为 6417.9 万支，甘李同期仅 3364.7 万支的胰岛素。而随着集采的执行，首轮集采后甘李的产品放量速度显著快于东宝，2024 年起甘李的胰岛素制剂销量反超东宝，2025 年甘李的胰岛素制剂销量为 9763.1 万支，通化东宝为 8921.7 万支。

图表 12 通化东宝胰岛素制剂销量



资料来源：公司公告，华创证券（剔除 2024 和 2025 年利拉鲁肽销量）

图表 13 甘李药业胰岛素制剂销量



资料来源：公司公告，华创证券

在最新一轮续约后，尽管东宝产品仍有一定幅度降价（二代平均降幅 11%、门冬餐时降价 43%、甘精降价 19%），但二代胰岛素和甘精胰岛素中标顺位进一步提升，同时门冬预混顺利实现首次集采准入，也加入到享受调节分配量的队列中。

图表 14 胰岛素集采继续中选结果（单位：元）

类别	采购组	品种	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业	联邦制药	江苏万邦	合肥天晟	宜昌东阳光	合肥亿帆	惠升生物	辽宁博盛	山东新时代
二代胰岛素	餐时胰岛素	人胰岛素	30.0/29.6 C			29.0/25.9 A		28.8/25.9 A	29.4/25.9 A	24.8/25.9 A	29.9/25.9 A1	22.3/25.9 A			
	基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素	30.0/29.6 C			29.0/25.9 A		27.4/25.9 A		23.0/25.9 A1		22.3/25.9 A			
	预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合30R/40R/50R	30.0/29.6 C	30.0/29.6 C		29.0/25.9 A	17.9/25.9 A	27.4/25.9 A	-25.9 A	23.4/25.9 A	-25.9 A	23.2/25.9 A1			
			43.2/35.6 B			42.3/24.0 A	20.0/25.9 A	41.3/25.9 A			-18.9 A1		-25.9 A		
三代胰岛素	餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素													
		赖脯胰岛素		23.6/38.4 C			24.0/35.6 B								
		谷赖胰岛素			43.2/38.4 C										
	基础胰岛素类似物	德谷胰岛素	79.2/77.1 C												
		地特胰岛素													
		甘精胰岛素		-77.1 C	69.0/65.3 A	78.0/63.3 A1	48.7/65.3 A	67.0/65.3 A	-65.3 A		78.2/63.4 A			-63.4 A	-75.5 B
		赖脯25R/50R		18.9/38.4 C			28.9/35.6 B								
	预混胰岛素类似物	门冬30/50	43.2/35.6 C			-24.0 A1	24.6/25.9 A	41.3/25.9 A			-25.9 A		-25.9 A		

资料来源：医药魔方，华创证券

根据测算，我们预计 2025 年东宝的甘精胰岛素销量超 1200 万支，门冬系列合计销量 2000 万支，放量极为迅速。随着集采续约全面铺开，我们预计东宝胰岛素类似物的销量还将保持较高增长水平。

（二）新一代德谷胰岛素系列商业化进程加速

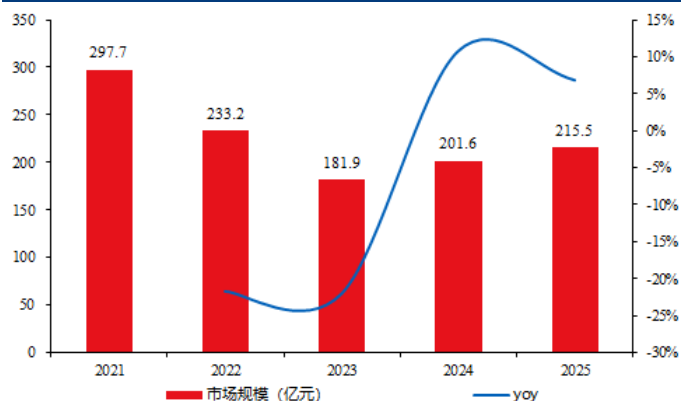
根据中康数据，2025 年中国胰岛素市场规模约 215.5 亿元（+7%），其中二代重组人胰岛素和三代胰岛素类似物销售占比不断下降，而诺和诺德新一代的德谷系列（包括德谷胰岛素、德谷门冬双胰岛素、德谷利拉鲁肽复方）份额持续提升。

德谷胰岛素作用持续时间长达 42 小时，且作用曲线平坦、稳定，与甘精、地特等第三代胰岛素类似物相比，德谷胰岛素改善空腹血糖更优，低血糖发生率显著降低，降糖疗效的变异性更小。

德谷门冬双胰岛素是长效基础胰岛素（德谷胰岛素）与速效餐时胰岛素（门冬胰岛素）组成的复方制剂，兼顾基础血糖与餐后血糖双重控制，既能保证血糖控制效果，又能显著降低低血糖发生风险，同时德谷门冬双胰岛素每日仅需 1-2 次注射，依从性更高，同时

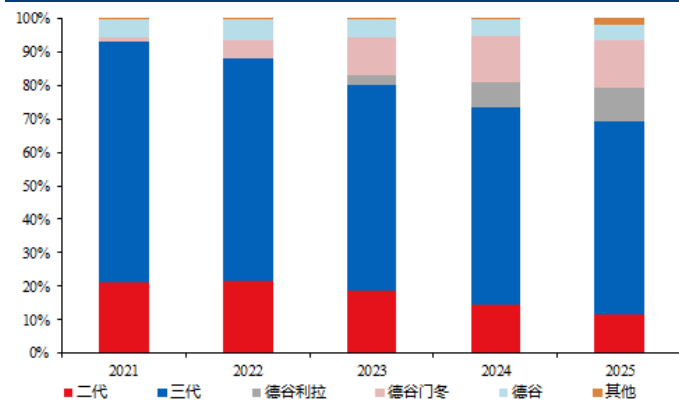
还避免了预混胰岛素的肩部效应。

图表 15 中国胰岛素市场规模



资料来源：中康，华创证券

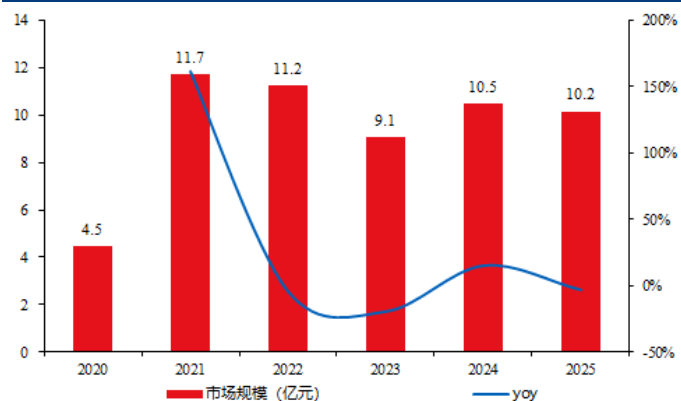
图表 16 中国胰岛素市场格局



资料来源：中康，华创证券

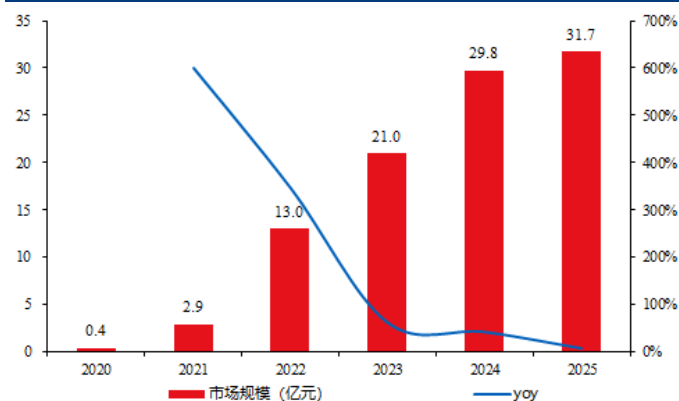
根据诺和诺德年报，2025 年德谷胰岛素中国销售额为 10.2 亿元（-3%），德谷门冬双胰岛素中国销售额 31.7 亿元（+7%），市场规模合计 41.9 亿元，份额基本全部集中在诺和诺德。其中德谷胰岛素纳入国家集采，最新续约价格为 77.1 元/支（3ml：300IU），德谷门冬双胰岛素尚未纳入集采，医保定价 74.4 元/支（3ml：300IU）。

图表 17 中国德谷胰岛素市场规模



资料来源：诺和诺德年报，华创证券

图表 18 中国德谷门冬双胰岛素市场规模



资料来源：诺和诺德年报，华创证券

2026 年 2 月，通化东宝与惠升生物（四环医药控股子公司）达成合作，根据协议约定，通化东宝获得惠升生物旗下德谷门冬双胰岛素注射液（商品名：惠优加）、德谷胰岛素注射液（商品名：惠优达）在中国大陆地区的独家商业化权益。

德谷胰岛素目前国内仅惠升生物和联邦制药两款生物类似药获批，其中惠升生物为 2024 年首仿，德谷门冬双胰岛素仅惠升生物一款生物类似药 2024 年上市，两款产品都拥有优异的竞争格局。在引入德谷胰岛素和德谷门冬双胰岛素后，东宝在新一代德谷胰岛素领域有望实现商业化进度的弯道超车。

惠升生物在 2024 年获批德谷和德谷门冬双胰岛素后并未实现快速的商业化放量，而通化东宝拥有强大的胰岛素销售渠道，与惠升的合作则实现产品研发与商业化能力的互补。

东宝在中国深耕胰岛素销售近三十年，覆盖了超 20000 家医院。公司强大的销售网络并非一朝一夕搭建完毕，而是通过二十余年大量基层推广积淀而成。从掌握的患者群体数

量来看，按照 2025 年公司 8000 万支国内胰岛素销售量计算，我们保守估计公司至少覆盖了中国 220 万胰岛素患者（每位患者每年 35 支用量）。胰岛素患者品牌黏性强，庞大的存量患者群体在从二代重组人胰岛素向新一代胰岛素产品升级的过程中有望为公司贡献较大增量。面对 40+亿元的原研独占市场，借助东宝在胰岛素领域的商业转化能力，未来惠优加和惠优达的市场机会可观。

二、制剂出海：欧美市场与新兴市场双轮驱动，构筑第二增长曲线

放眼全球，无论是欧美发达市场还是诸如巴西、印尼等新兴市场国家的胰岛素供应，长期以来都是由诺和诺德、礼来和赛诺菲三家垄断，当前诺和、礼来在胰岛素领域进行战略收缩，全球的胰岛素供应链出现波动。而在全球范围内，通化东宝、甘李药业、联邦制药等中国企业的胰岛素生产工艺、生产成本和规模优势也具备较强竞争力，因而也为国产企业出海提供了极佳的机会。

（一）欧美市场：与健友战略合作，进军美国胰岛素市场

1、欧美当前仍为全球胰岛素最大市场

美国胰岛素长期保持高昂的价格体系，在此背景下，2022 年 8 月美国国会通过《Inflation Reduction Act》（简称 IRA 法案），IRA 法案规定：每位 Medicare 参保人对胰岛素药品的每月实际自付费用（True Out-of-Pocket）的上限为 35 美元，超出 35 美元的部分将由 Medicare 或保险计划运营者承担。2023 年 3 月礼来、诺和诺德、赛诺菲三大胰岛素巨头先后宣布在美国进行胰岛素降价。

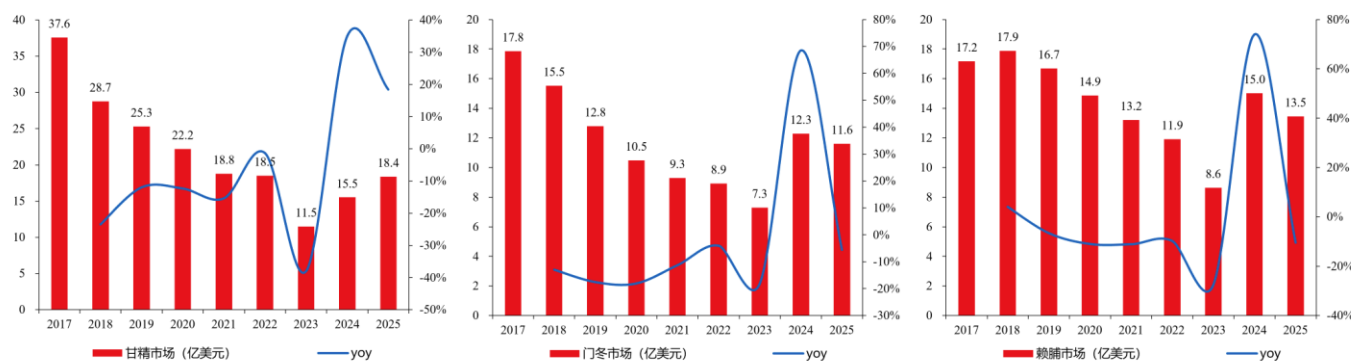
图表 19 诺和诺德、礼来、赛诺菲美国胰岛素降价梳理

企业	品牌名胰岛素（Branded Insulin）		无品牌名胰岛素（Unbranded Insulin）	
诺和诺德	地特胰岛素（Levemir）	降价 65%	门冬/门冬预混（Insulin Aspart）	降低价格以匹配品牌名胰岛素降价
	重组人胰岛素（Novolin）	降价 65%		
	门冬/门冬预混（NovoLog/NovoLog Mix）	降价 75%		
礼来	赖脯胰岛素（Humalog）	降价 75%	赖脯胰岛素（Insulin Lispro）	价格 25 美元/瓶
	重组人胰岛素（Humulin）	降价 75%		
	可互换甘精胰岛素（Rezvoglar）	比 Lantus 标价低 78%		
赛诺菲	甘精胰岛素（Lantus）	降价 78%		
	谷赖胰岛素（Apidra）	降价 70%		

资料来源：CNBC，礼来、赛诺菲公司官网，华创证券

2024 年各企业降价措施全部落地后，市场担心美国胰岛素市场规模或将快速萎缩，从而影响美国胰岛素生物类似药的市场机会。然而从 2024 和 2025 年的实际销售情况来看，降价结果落地后，随着向 PBM 支付的 rebate 比例降低，诺和诺德、礼来的美国胰岛素业务反而实现了较好恢复。基于诺和诺德、礼来、赛诺菲、Biocon 公司报表（即 net price 口径）拆分，2025 年美国甘精胰岛素、门冬胰岛素、赖脯胰岛素市场规模分别为 18.4、11.6、13.5 亿美元，合计约 43.4 亿美元（约 298.7 亿人民币），美国胰岛素市场规模依然庞大。

图表 20 美国甘精、门冬和赖脯市场规模（出厂价口径）

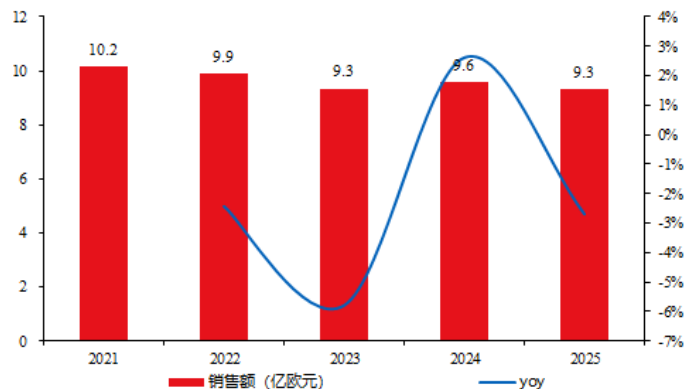


资料来源：诺和诺德、礼来、赛诺菲、Biocon 公司年报，华创证券

除美国外，欧洲市场也同样可观。根据甘李药业公告，IDF 全球糖尿病概览第 11 版发布的最新数据显示，2024 年欧洲地区 20-79 岁的糖尿病患者达 6560 万人，约占全球患者规模的 11.1%；因糖尿病导致的总医疗支出为 1930 亿美元，患者人均糖尿病相关年度支出金额为 2951 美元；在欧洲地区 20-79 岁的成年人口中，糖尿病的发病率为 9.8%。

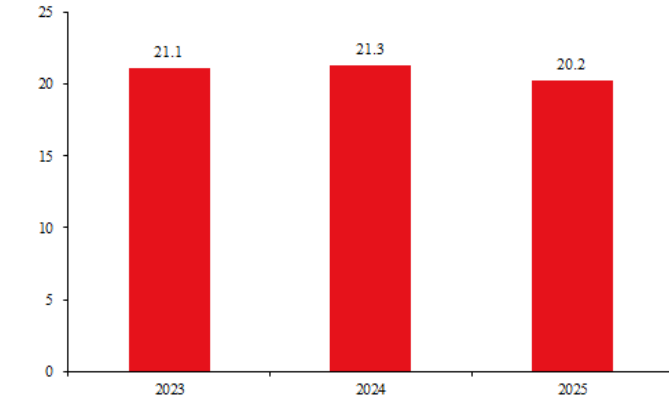
根据各公司年报，2025 年赛诺菲欧洲地区销售额为 7.97 亿欧元（约 9.3 亿美元），诺和诺德 2025 年 EUCAN 地区（欧洲+加拿大）胰岛素合计销售额约 20.2 亿美元。若再考虑礼来的销售额，我们预计欧洲地区的市场空间有望接近美国市场。

图表 21 赛诺菲欧洲胰岛素销售额



资料来源：赛诺菲公告，华创证券

图表 22 诺和诺德 EUCAN 胰岛素销售额（亿美元）



资料来源：诺和诺德公告，华创证券（注：EUCAN 地区包括欧洲和加拿大）

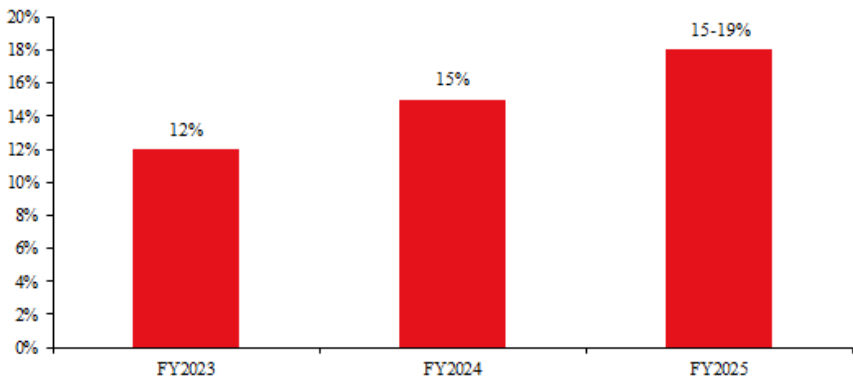
2、诺和诺德、礼来降低胰岛素战略定位，原研替代空间大

2023 年 11 月，诺和诺德宣布将在 2024 年底全部停止地特胰岛素在美国的供应，随后又宣布在 2026 年底将在全球范围内全面停产地特胰岛素。2026 年 3 月，礼来宣布将逐步在欧洲停止供应胰岛素，包括重组人胰岛素、赖脯胰岛素以及甘精胰岛素等。

而胰岛素作为糖尿病患者的末线用药，具备不可替代性，在原研厂家逐步退出市场后，替代空间可观。例如，Biocon 首款甘精胰岛素生物类似药 2020 年获得 FDA 批准，自上市以来快速放量，2025 财年 Semglee（甘精胰岛素生物类似药）在美国已取得 15-19% 的市场份额；又如 2025 年 4 月底东阳光药的甘精胰岛素也顺利获批，根据公司公告，公司

已获得 Lannett 关于甘精胰岛素注射液的首次订单，订单总量至少为 1800 万支，供应周期为 18 个月。

图表 23 Semglee 在美国甘精胰岛素市场市占率



资料来源：Biocon 年报，华创证券（注：Biocon2025 财年指 2024 年 4 月 1 日-2025 年 3 月 31 日）

3、东宝有望成为首款进入美国市场的国产门冬胰岛素生物类似药

2023 年 9 月，通化东宝与健友股份达成合作，双方共同开展甘精、门冬、赖脯三种胰岛素合作产品的开发和生产，同时健友将获得产品上市后在美国市场独家商业化权益。

2025 年 7 月，门冬胰岛素 BLA 申请获得美国 FDA 受理，2026 年 7 月 28 日通化东宝与健友股份合作开发的门冬胰岛素注射液正式获得美国 FDA 上市批准，此次门冬胰岛素从接受美国 FDA 现场检查到最终获批，仅历时约 4 个月，成为美国第三款获得 FDA 批准的门冬胰岛素生物类似药。在门冬胰岛素注册申报的同时，公司也在筹备甘精胰岛素等的注册申报工作。

图表 24 美国胰岛素研发格局

产品	分类	厂家	商品名	美国研发进度	进度开始时间
甘精胰岛素	原研	赛诺菲	Lantus	批准上市	2000/04/20
	原研	赛诺菲	Toujeo	批准上市	2015/02/25
	生物类似药	礼来	Basaglar	批准上市	2015/12/16
	生物类似药	默沙东/Samsung BioLogics	Lusduna	批准上市（已退市）	2017/07/20
	生物类似药	Mylan/Biocon	Semglee	批准上市（可替换标签）	2020/06/11
	生物类似药	礼来	Rezvoglar	批准上市（可替换标签）	2021/12/17
	生物类似药	东阳光药/Lannett	-	批准上市（可替换标签）	2026/04/29
	生物类似药	甘李药业/Sandoz	-	申报上市	2023/02/24
	生物类似药	通化东宝/健友股份	-	临床前	-
门冬胰岛素	原研	诺和诺德	NovoLog	批准上市	2000/06/07
	原研	诺和诺德	NovoLog Mix	批准上市	2001/11/01
	原研	诺和诺德	Fiasp	批准上市	2017/09/29
	生物类似药	赛诺菲	Truvelog Mix	批准上市	2025/02/14
	生物类似药	Mylan/Biocon	Kixelle	批准上市	2025/07/15
	生物类似药	通化东宝/健友股份	-	批准上市	2026/7/28

	生物类似药	甘李药业/Sandoz	-	申报上市	2023/06/14
	生物类似药	Amphastar Pharmaceuticals	-	申报上市	2023/01/30
	生物类似药	东阳光药/Lannett	-	临床前	-
赖脯胰岛素	原研	礼来	Humalog	批准上市	1996/06/14
	原研	礼来	Humalog Mix	批准上市	1999/12/22
	原研	礼来	Lyumjev	批准上市	2020/06/15
	生物类似药	赛诺菲	Admelog	批准上市	2017/12/11
	生物类似药	甘李药业/Sandoz	-	申报上市	2023/06/01
	生物类似药	通化东宝/健友股份	-	临床前	-
谷赖胰岛素	原研	赛诺菲	Apidra	批准上市	2004/04/16
地特胰岛素	原研	诺和诺德	Levemir	批准上市	2005/06/16
德谷胰岛素	原研	诺和诺德	Tresiba	批准上市	2015/09/25

资料来源：医药魔方，华创证券

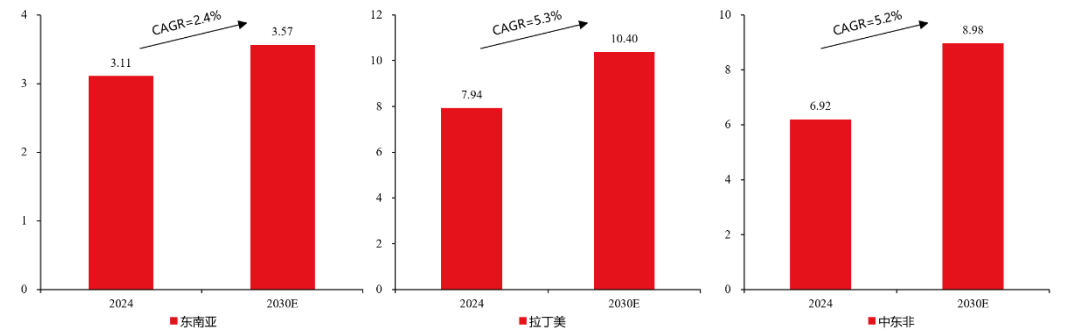
（二）新兴市场：潜力蓝海市场，加快市场准入

1、发展中国家蓝海市场，市场替代机会巨大

欧美发达市场可以享受更高的定价和支付能力，但注册标准高，往往导致较长的准入周期。而在发展中国家中，部分国家（特别是在东南亚、拉美和中东等地区）糖尿病患者基数大且具备一定医疗支付能力，且准入难度较小，易形成规模化准入，潜在的市场空间同样可观。

根据 Grandviewresearch 数据，2024 年拉美、中东非胰岛素市场规模为 7.94 和 6.92 亿美元，根据 Reed Intelligence 数据，2024 年东南亚胰岛素市场 3.11 亿美元，三大地区合计市场约 17.97 亿美元（合计约 122.74 亿人民币），预计 2030 年将达到 22.94 亿美元（约 156.71 亿人民币）。然而，由于胰岛素具备明显的生产壁垒和规模效应限制，即使在发展中国家，胰岛素的供应也基本由诺和诺德、礼来和赛诺菲三家巨头来完成，随着诺和诺德、礼来等开始对胰岛素进行战略收缩，中国胰岛素企业对其进行替代的机会巨大。

图表 25 新兴市场胰岛素市场规模（亿美元）



资料来源：Grandviewresearch，Reed Intelligence，华创证券（注：东南亚 2030 年数据为根据 2033 年数据线性外推而得，CAGR 为 2025-2030 年数据）

2、从巴西市场看国产胰岛素机会

据国际糖尿病联盟（IDF）发布的第 11 版《全球糖尿病概览》（2025）数据，2024 年巴西 20-79 岁糖尿病患者人数达 1660 万，排名全球第六，糖尿病相关医疗支出金额达到 451 亿美元，仅次于美国和中国，位居全球第三。但长期以来，巴西的胰岛素一直依赖海外进口，2025 年之前无本土化生产的胰岛素产品，因而受海外供应链波动的影响，巴西胰岛素供应也容易出现短缺，如 2023 年一季度，巴西卫生部宣布餐时胰岛素供应短缺，并启动了紧急招标，采购了超百万支餐食胰岛素。

2025 年 9 月，甘李药业与巴西卫生部下属公立实验室 Fiocruz（奥斯瓦尔多克鲁斯基金会）及巴西 Biomm 公司签署《技术转移与供应协议》，同时与 Biomm 签署《供应框架协议》，十年累计订单金额不低于 30 亿元人民币（包括甘精胰岛素制剂、原料药及注射笔），也代表着巴西政府的生产开发伙伴关系计划（Parcerias para o Desenvolvimento Produtivo, PDP）正式落地¹。在合作初期，甘李优先启动甘精胰岛素注射液供应，重点缓解巴西临床用药紧缺问题；中期，把甘精胰岛素技术转移给 Fiocruz，并向 Biomm 供应甘精胰岛素注射液制剂及原料药；同时，Biomm 完成本地甘精胰岛素注射液灌装后，配套笔式注射器一起交付 Fiocruz，最终实现巴西胰岛素自主供应，项目结束时达到 7000 万瓶的年产能能力。

当前巴西政府正在全面推动胰岛素本土化生产和胰岛素的升级迭代，在甘李甘精 PDP 项目取得成功后，我们认为后续其他胰岛素项目的政府合作机会也值得期待。

3、东宝正加快新兴市场国家的准入

长期以来，东宝的海外业务全部为二代胰岛素的原料药供应，收入一直不温不火。随着胰岛素及其类似物产品梯队的补齐，公司正不断加快胰岛素产品的出海，2020 年起公司开始推进甘精和门冬胰岛素类似物的海外注册前期工作，2025 年甘精与门冬胰岛素制剂陆续在各发展中国家获批，其中门冬胰岛素在印度尼西亚、多米尼加获批上市；甘精胰岛素在缅甸获批上市；精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）在乌兹别克斯坦获批上市、精蛋白人胰岛素注射液在尼加拉瓜获批上市。

2025 年东宝胰岛素海外收入达到 2.03 亿元（全部来自于新兴市场），同比增长 97.3%，随着新兴市场制剂批件获批数量的不断增多，我们认为公司海外业务收入还有望进一步加速。

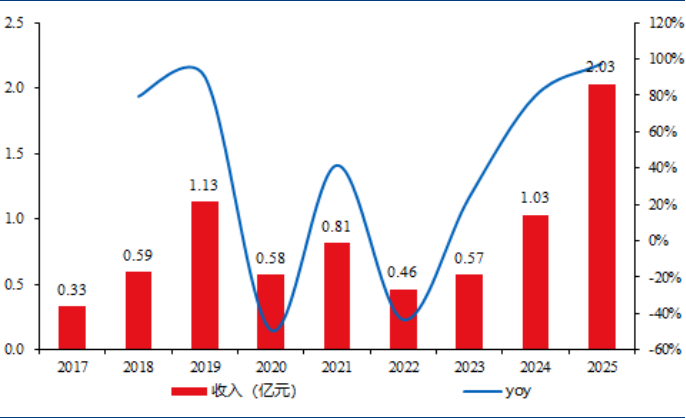
¹ PDP（生产开发伙伴关系计划）是政府推动制药本地化与保障药品可及性的核心政策工具，该模式通过政府、科研机构与制药企业的长期协作，将关键药品生产逐步转移至本土企业，以降低进口依赖并确保统一卫生系统（SUS）的稳定供应。按巴西卫生部规划，PDP 项目通常具有十年以上执行周期，要求企业分阶段实现从进口到本地化生产的过渡。

图表 26 2025 年海外制剂获批情况

时间	产品	获批国家
2025 年 03 月	精蛋白人胰岛素预混（30R）	乌兹别克斯坦
2025 年 05 月	精蛋白人胰岛素	尼加拉瓜
2025 年 10 月	门冬胰岛素	印度尼西亚
2025 年 10 月	甘精胰岛素	缅甸
2025 年 11 月	门冬胰岛素	多米尼加

资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 通化东宝胰岛素海外收入



资料来源：公司公告，华创证券

三、创新转型：拓展内分泌代谢，研发持续加码

公司在内分泌治疗领域不断提高创新研发能力，为推进新品研发，公司在北京、上海、杭州、通化等多地建立研发机构，主要职能涵盖新药研发、成果转化、注册申报、海外事务及国际注册、产业化生产等。

转型之初，东宝的创新研发工作主要由全资子公司东宝紫星负责，2021 年东宝紫星从药明康德引入三款降糖 1 类新药和两款痛风/高尿酸 1 类新药。在 2024 年 8 月，公司与其控股股东东宝集团共同成立上海隆樾药业，打造公司的早研创新平台。

图表 28 通化东宝创新药研发管线

研发体系	产品	靶点	注册分类	适应症	给药方式	中国临床进展
东宝紫星	THDBH120	GLP-1/GIP	1 类新药	II 型糖尿病/减重	注射	II 期临床
	THDBH110	GLP-1	1 类新药	II 型糖尿病	口服	I 期临床
	THDBH151	URAT1/XO	1 类新药	痛风/高尿酸	口服	II 期临床
上海隆樾						

资料来源：医药魔方，华创证券

（一）降糖/减重：THDBH120 减重疗效优异，具备长效潜力

公司在糖尿病领域销售积淀深厚，拥有强大的糖尿病销售渠道，基于其渠道优势，公司在糖尿病领域战略聚焦 GLP-1，除开发利拉鲁肽和司美格鲁肽两款生物类似药外，还布局 THDBH120（GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂，中国 II 期临床）和 THDBH110（小分子 GLP-1，中国 II 期临床）两款 GLP-1 新药，并且正在积极拓展 GLP-1 有关肥胖、NASH 等适应症。

注射用 THDBH120 为 GLP1R 和 GIPR 双靶点受体激动剂产品，双靶点产品通过分子设计进一步提高代谢稳定性，发挥协同促进的血糖控制、体重减轻以及调节脂质代谢等功能，满足单一分子靶点或复方制剂治疗效果不佳的糖尿病患者的临床需求。

2025 年 2 月 THDBH120 宣布减重适应症 Ib 期临床达到主要终点，关键结果包括：

- 1) 肥胖受试者在接受 1-1-2-4mg 每周一次给药、2-4-6mg 或 2-4-8mg 每两周一次给药后，治疗期末（首次给药后第 4 周或第 6 周）体重较基线变化的百分比分别为-7.38%、-8.03% 和-9.36%。
- 2) 体重较基线降低≥5%的各组受试者比例分别为 90%、100%、100%，其中 2-4-8mg 组超过一半的受试者（55.6%）体重较基线降低≥10%。
- 3) 对治疗结束后的受试者继续随访 5-6 周，发现体重降幅可维持或体重进一步降低，提示 THDBH120 具有更长给药间隔的潜能。

目前减重适应症 II 期临床于 2025 年 9 月完成全部受试者入组，根据 CDE 临床进度显示，2026 年 4 月 11 日，THDBH120 已完成减重 II 期临床，我们预计年内有望读出 II 期数据。

（二）痛风/高尿酸：URAT1/XO 双靶抑制剂 THDBH151 II 期进展值得期待

高尿酸血症与痛风是连续、慢性的病理生理过程，高尿酸血症是指嘌呤代谢紊乱引起的代谢异常综合征，非同日 2 次血尿酸水平超过 420μmol/L（7mg/dL）。血尿酸超过其在血液或组织液中的饱和度可在关节局部形成尿酸钠晶体并沉积，诱发局部炎症反应和组织

破坏，即为痛风。高尿酸血症和痛风是多系统受累的全身性疾病，也是慢性肾病、高血压、心脑血管疾病及糖尿病等疾病的独立危险因素。

据《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南》及国家统计局第六次人口普查数据显示，中国高尿酸血症的总体患病率为 13.3%，患病人数约为 1.77 亿，高尿酸血症已成为继糖尿病、高血压、高血脂症后的“第四高”。痛风总体发病率为 1.1%，患病人数约为 1466 万。

目前临床上主要从两大方面来进行痛风/高尿酸治疗，分别为：

- **抑制尿酸生成：**代表性药物为黄嘌呤氧化酶（XO）抑制剂。通过抑制黄嘌呤氧化酶活性，减少尿酸生成，主要包括别嘌醇和非布司他。
- **促进尿酸排泄：**代表性药物为尿酸盐转运蛋白 1（URAT1）抑制剂，主要包括有苯溴马隆、丙磺舒、雷西纳德和多替诺雷。目前指南推荐别嘌醇、非布司他或苯溴马隆为痛风患者降尿酸治疗的一线用药（IB）。

图表 29 痛风/高尿酸现有治疗药物梳理

作用机制	药品	靶点	中国上市年份	2024 年中国市场规模 (百万元)	中国诊疗指南推荐级别
抑制尿酸生成	别嘌醇	XO	1985	124	IB
	非布司他	XO	2013	1250	IB
促进尿酸排泄	苯溴马隆	URAT1	1999	355	IB
	丙磺舒	URAT1	1982	2	-
	雷西纳德	URAT1	未上市	0	-
	多替诺雷	URAT1	2024	0	-
	鲁兹诺雷钠	URAT1	2026	0	-

资料来源：医药魔方，中康，中华医学会内分泌学分会《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南（2019）》，华创证券

XO/URAT1 双靶点抑制剂既能抑制黄嘌呤氧化酶（XO），从源头上减少尿酸的生成，又能抑制肾小管尿酸盐转运体（URAT1）对尿酸的重吸收，加快尿酸排除体外，通过双重机制来降低血尿酸水平。中国痛风诊疗指南也建议对于单药充分治疗血尿酸仍未达标的患者，可考虑联合应用两种不同作用机制的降尿酸药物，以提高尿酸达标率，我们认为 XO/URAT1 双靶点抑制剂有望更新一代的痛风治疗药物。

全球首个 XO/URAT1 抑制剂为辉瑞的 PF-06743649，但在其 I 期临床试验中，2 例受试者在给药后发生急性肾损伤副作用，分析认为这可能与 PF-06743649 较高的 URAT1 抑制活性导致的肾小管中尿酸沉淀有关，辉瑞已终止该产品研发。目前国内唯一仍在推进的 XO/URAT1 双靶产品为通化东宝的 THDBH151 片，正在 II 期临床阶段。

2025 年 4 月 THDBH151 片 IIa 期临床（CTR20240980）达到终点，用药第 4 周末，THDBH151 片 150mg 血尿酸水平较基线下降比例、≤6mg/dL 和 ≤5mg/dL 的达标率均与非布司他临床最高剂量 80mg 接近；THDBH151 片 150mg 第 28 天给药后 0-24h 平均血尿酸水平较基线的下降比例高于非布司他 80mg（49.3% vs 43.4%）。THDBH151 片在痛风患者中安全性和耐受性良好，总体不良事件发生率与安慰剂相近。目前 THDBH151 片正在推进 IIb 期剂量爬坡，预计补充毒理试验后启动患者入组，剂量进一步爬坡后的 II 期数据值得期待。

（三）上海隆棵：搭建自主创新研发体系，聚焦代谢与自免

2024 年 8 月，通化东宝与其控股股东东宝集团共同成立上海隆棵药业，当前通化东宝对上海隆棵持股比例为 55%，上海隆棵实际为通化东宝控股的创新药研发平台。

上海隆棵研发聚焦代谢和自免疾病领域，目前正在搭建包括 AI 制药、核酸药物开发、核酸靶向递送、细胞治疗药物开发等在内的七个技术平台。管理团队及研发团队拥有从立项到上市的全生命周期的药物研发、管理及产业化经验。

图表 30 上海隆棵研发管线

项目代号	作用机理	适应症	Pre-PCC	PCC	Phase II	Phase III	权益
LK03	大分子	代谢异常					全球
LK04	核酸	代谢异常					全球
LK01	小分子	代谢异常及纤维化					全球
LK02	大分子	代谢异常					全球
LK05	大分子	代谢异常及纤维化					全球
LK06	核酸	代谢异常					全球
LK07	细胞药物	代谢异常					全球
LK08	小分子	代谢异常					全球

资料来源：上海隆棵公司官网

四、盈利预测

考虑公司当前处在销售推广和研发转型期，我们下调盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.24、6.16 和 7.17 亿元（原 2026-2027 年预测值为 7.72 和 9.40 亿元），分别同比变化-57.0%、+17.4%和+16.4%，当前股价对应 PE 分别为 31、27 和 23 倍。根据 DCF 估值，我们预计公司 2026 年合理估值为 219.3 亿元，对应股价为 11.2 元/股，维持“推荐”评级。

五、风险提示

1、胰岛素集采续约降价超预期；2、地缘政治风险；3、研发进展不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,434	1,237	1,579	1,983
应收票据	16	8	11	16
应收账款	409	670	825	903
预付账款	39	55	62	73
存货	704	830	971	1,164
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	145	195	221	246
流动资产合计	2,747	2,994	3,669	4,386
其他长期投资	87	87	87	87
长期股权投资	501	501	501	501
固定资产	2,335	2,308	2,273	2,245
在建工程	170	170	170	170
无形资产	548	592	622	642
其他非流动资产	1,519	1,531	1,547	1,566
非流动资产合计	5,160	5,189	5,199	5,211
资产合计	7,906	8,183	8,868	9,596
短期借款	33	53	73	93
应付票据	9	3	4	6
应付账款	82	151	183	208
预收款项	2	2	2	2
合同负债	7	8	10	11
其他应付款	83	83	83	83
一年内到期的非流动负债	275	275	275	275
其他流动负债	54	37	43	50
流动负债合计	546	612	673	728
长期借款	192	470	738	996
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	61	61	61	61
非流动负债合计	253	532	799	1,057
负债合计	799	1,144	1,471	1,785
归属母公司所有者权益	7,103	7,040	7,404	7,824
少数股东权益	4	-1	-6	-13
所有者权益合计	7,108	7,040	7,397	7,811
负债和股东权益	7,906	8,183	8,868	9,596

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	689	260	472	586
现金收益	1,510	759	864	963
存货影响	32	-126	-140	-193
经营性应收影响	100	-379	-221	-154
经营性应付影响	-7	47	40	36
其他影响	-945	-40	-71	-66
投资活动现金流	785	-269	-263	-260
资本支出	-17	-262	-253	-248
股权投资	91	0	0	0
其他长期资产变化	711	-8	-10	-13
融资活动现金流	-639	-188	134	78
借款增加	-174	298	287	278
股利及利息支付	-505	-256	-301	-350
股东融资	9	9	9	9
其他影响	31	-239	139	141

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,947	3,408	3,964	4,604
营业成本	874	1,010	1,185	1,427
税金及附加	26	22	27	34
销售费用	1,108	1,346	1,526	1,736
管理费用	181	208	230	258
研发费用	167	256	297	345
财务费用	19	0	1	4
信用减值损失	3	-2	-2	-2
资产减值损失	-189	-20	-40	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1,180	100	100	100
其他收益	13	13	13	13
营业利润	1,575	655	766	888
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	98	20	20	20
利润总额	1,477	635	746	868
所得税	280	120	141	165
净利润	1,197	515	604	704
少数股东损益	-22	-9	-11	-13
归属母公司净利润	1,219	524	616	717
NOPLAT	1,212	514	605	707
EPS(摊薄)（元）	0.62	0.27	0.31	0.37

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	46.7%	15.6%	16.3%	16.1%
EBIT 增长率	1,187.7%	-57.6%	17.7%	16.8%
归母净利润增长率	2,953.4%	-57.0%	17.4%	16.4%
获利能力				
毛利率	70.3%	70.4%	70.1%	69.0%
净利率	40.6%	15.1%	15.2%	15.3%
ROE	17.2%	7.4%	8.3%	9.2%
ROIC	28.8%	11.4%	12.0%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	10.1%	14.0%	16.6%	18.6%
债务权益比	7.9%	12.2%	15.5%	18.2%
流动比率	5.0	4.9	5.5	6.0
速动比率	3.7	3.5	4.0	4.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	55	57	68	68
应付账款周转天数	37	42	51	49
存货周转天数	297	274	274	269
每股指标(元)				
每股收益	0.62	0.27	0.31	0.37
每股经营现金流	0.35	0.13	0.24	0.30
每股净资产	3.63	3.59	3.78	3.99
估值比率				
P/E	13	31	27	23
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	9	19	17	15

医药组团队介绍

研究所所长助理、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

中科院有机化学博士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

医疗器械组组长、资深分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

药品产业链和医疗服务小组组长、高级分析师：王宏雨

复旦大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

高级分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

分析师：张良龙

复旦大学生物化学与分子生物学硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

分析师：陈俊威

悉尼大学会计学和商业分析硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：段江瑶

伦敦大学学院细胞生物学硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：赵建韬

北京大学电子信息硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：苍泓宇

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyi@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

私募销售组	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522