东诚药业（002675.SZ）

公司快报

Q1 业绩维持高增长，核心业务成长动力强劲

投资要点

- **事件：**公司发布 2019 年一季度报告，实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 33.67%；扣非净利润 6872.55 万元，同比增长 49.51%。

- **安迪科并表提升增速，二季度开始并表因素消除：**从收入端来看，除了主营业务的内生性增长以外，安迪科的完全并表也在一定程度上拉升了 2019Q1 的收入和利润的增速。根据之前安科迪股权收购的时间来推算，并表的影响将在今年第二季度开始基本消除。核药和肝素钠原料药作为公司最重要的两个业务板块，核药的毛利率水平（80-90%）远高于肝素钠原料药（20-30%），因此受到安迪科并表的影响，2019Q1 的综合毛利率水平进一步提升至 59.26%。从费用端来看，与去年同期相比，销售费用率上升了 5 个 pp，主要受到两票制等因素的影响；管理费用率（含研发费用）基本持平；财务费用率小幅上升 1 个 pp。

- **大型医用设备配置证下放，行业迎来拐点：**2018 年 4 月，卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2018 年）》，对甲类和乙类大型医用设备目录分别作出调整，其中 PET-CT 由甲类调为乙类，SPECT 调出目录。《目录》调整后国内核医学检测设备的普及将会进一步提速，从而带动氟[F-18]脱氧葡糖注射液（FDG）、锝[Tc-99m]标记影像剂等诊断性核药市场的发展。从政策出台到检测设备的配置放量预计存在 1 年左右的时间差，我们认为今年是国内核医学检测设备以及诊断性核药大发展的元年，行业拐点正在到来。目前国内核药行业基本被东诚药业和中国同辐所垄断。考虑到核药行业的特殊性，必须核药产品和核药房双线布局的企业才能健康发展，我们预计未来国内核药市场将长期维持双寡头的市场格局，东诚药业也将持续享受行业发展带来的红利。

- **肝素原料药存在涨价动力，低分子肝素制剂仍有替代空间：**肝素原料药的直接原材料是肝素粗品。近两年监管部门的环保督察力度明显加大，许多环保要求不达标的小型肝素粗品生产企业纷纷关闭，造成肝素粗品供应的收缩，肝素粗品价格上涨，进而传递到产业链中游，导致肝素原料药价格从 2016 年 6 月开始触底反弹，由 3400 美元/千克上涨到目前的 6500 美元/千克左右。我们认为今后环保监管不会放松，因此肝素原料药的价格仍有上升空间。此外，去年 8 月起非洲猪瘟疫情在国内快速扩散，参考俄罗斯的经验，我们认为把本次非洲猪瘟完全打压下去需要比较长的时间，肉猪及猪小肠的供应在未来一段时间里仍会相对紧张。然而，去年 8 月初至今肝素原料药的价格并未大幅波动，疫情导致的原材料供应收缩的影响还未反应到肝素原料药的价格上，这也为未来原料药价格的上涨提供了支撑。在肝素产业链上，公司也进行了纵向一体化，那屈肝素钙制剂已上市销售。国内目前还有 20%多的低分子肝素市场被“未分类低分子肝素”占据，这类药物并未根据生产工艺或分子量等标准进行明确的区分，是早期国内药品审批标准过低的历史遗留产物。我们认为在国内行业监管趋严的背景下，未来这部分非标准的低分子肝素产品会逐步退出市场，被那屈肝素钙等标准化的低分子肝素取代，公司亦有望从中受益。

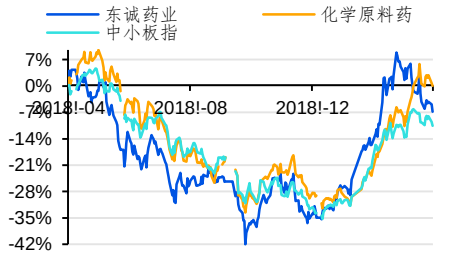
医药 | 化学原料药 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2019-04-23)	11.28 元

交易数据

总市值（百万元）	9,048.98
流通市值（百万元）	7,109.53
总股本（百万股）	802.21
流通股本（百万股）	630.28
12 个月价格区间	6.90/13.39 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.09	-2.14	1.33
绝对收益	-11.39	27.75	-5.55

分析师 王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

报告联系人 李伟
liwei@huajinsc.cn
021-20377053

相关报告

东诚药业：核药并购稳步推进，双寡头格局初步形成 2018-03-30

东诚药业：入股中硼联康，核药有望走得更远 2017-12-20

东诚药业：核医学成长潜力大，原料药稳定性增强 2017-08-13

东诚药业：收购安迪科，核医药双寡头格局形成 2017-07-19

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.48、0.61 和 0.77 元。基于（1）大型医用设备配置证下放带来的诊断性核药快速放量（2）核药行业寡头垄断的特殊性（3）核药行业标的的稀缺性（4）肝素原料药价格处于上行周期，维持公司买入-B 评级。

◆ **风险提示：**医院对核医学检测设备的配置进度低于预期，原料药价格波动，行业政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,595.6	2,332.8	2,820.4	3,419.2	4,212.1
同比增长(%)	37.7%	46.2%	20.9%	21.2%	23.2%
营业利润(百万元)	314.2	467.6	635.7	806.5	1,017.4
同比增长(%)	37.3%	48.8%	36.0%	26.9%	26.1%
净利润(百万元)	172.6	280.4	388.0	489.8	617.7
同比增长(%)	31.8%	62.4%	38.4%	26.2%	26.1%
每股收益(元)	0.22	0.35	0.48	0.61	0.77
PE	52.4	32.3	23.3	18.5	14.6
PB	3.1	2.2	2.0	1.8	1.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,595.6	2,332.8	2,820.4	3,419.2	4,212.1
减:营业成本	725.4	995.8	1,149.0	1,389.2	1,718.5
营业税费	20.2	27.9	33.7	40.9	50.4
销售费用	333.5	574.4	735.0	866.5	1,082.5
管理费用	145.5	144.4	293.3	308.7	370.7
财务费用	61.3	67.9	9.7	0.9	-4.1
资产减值损失	11.6	19.0	6.5	5.0	5.0
加:公允价值变动收益	-5.7	-15.1	25.3	-21.9	6.2
投资和汇兑收益	15.4	28.8	17.3	20.5	22.2
营业利润	314.2	467.6	635.7	806.5	1,017.4
加:营业外净收支	1.2	2.2	5.6	3.0	3.6
利润总额	315.4	469.7	641.4	809.5	1,021.0
减:所得税	50.7	81.0	110.5	139.5	176.0
净利润	172.6	280.4	388.0	489.8	617.7

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	377.5	911.5	329.1	281.3	1,147.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	661.5	939.3	944.7	1,214.1	1,296.5
应收票据	9.4	26.4	12.0	33.4	25.9
预付帐款	5.5	16.7	9.6	18.5	19.0
存货	574.5	603.9	865.0	913.7	1,229.9
其他流动资产	453.4	370.7	325.8	383.3	359.9
可供出售金融资产	50.0	59.0	43.3	50.8	51.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	815.3	22.9	27.3	26.6	-236.3
投资性房地产	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
固定资产	598.0	761.4	943.8	1,082.3	1,183.4
在建工程	40.4	191.0	182.1	168.7	163.8
无形资产	149.7	166.7	177.3	183.7	190.2
其他非流动资产	1,537.6	2,897.6	2,841.5	2,846.1	3,111.5
资产总额	5,273.2	6,967.3	6,701.7	7,202.7	8,542.6
短期债务	403.4	474.7	-	-	-
应付帐款	274.8	78.7	674.1	192.2	743.7
应付票据	135.8	158.0	207.8	264.6	359.6
其他流动负债	466.6	1,282.0	712.7	835.9	958.6
长期借款	624.0	279.3	-	187.0	-
其他非流动负债	79.8	84.0	76.0	79.9	80.0
负债总额	1,984.4	2,356.7	1,670.6	1,559.7	2,141.8
少数股东权益	386.2	426.9	569.7	749.9	977.3
股本	703.6	802.2	802.2	802.2	802.2
留存收益	2,198.1	3,346.6	3,659.2	4,090.9	4,621.3
股东权益	3,288.8	4,610.6	5,031.1	5,643.1	6,400.8

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	264.7	388.8	388.0	489.8	617.7
加:折旧和摊销	57.9	83.9	102.2	129.9	156.3
资产减值准备	11.6	19.0	-	-	-
公允价值变动损失	5.7	15.1	25.3	-21.9	6.2
财务费用	45.6	72.6	9.7	0.9	-4.1
投资损失	-15.4	-28.8	-17.3	-20.5	-22.2
少数股东损益	92.1	108.4	142.8	180.2	227.3
营运资金的变动	-416.9	318.9	144.4	-752.6	353.3
经营活动产生现金流量	208.9	493.1	795.1	5.7	1,334.6
投资活动产生现金流量	-1,127.6	72.8	-253.3	-248.3	-237.1
融资活动产生现金流量	428.9	4.2	-1,124.2	194.7	-231.3

财务指标

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	37.7%	46.2%	20.9%	21.2%	23.2%
营业利润增长率	37.3%	48.8%	36.0%	26.9%	26.1%
净利润增长率	31.8%	62.4%	38.4%	26.2%	26.1%
EBITDA 增长率	57.4%	56.4%	12.4%	25.4%	24.8%
EBIT 增长率	63.1%	58.4%	10.3%	25.1%	25.5%
NOPLAT 增长率	68.4%	40.6%	20.5%	25.1%	25.5%
投资资本增长率	39.1%	16.7%	2.3%	19.1%	-4.8%
净资产增长率	6.6%	40.2%	9.1%	12.2%	13.4%
盈利能力					
毛利率	54.5%	57.3%	59.3%	59.4%	59.2%
营业利润率	19.7%	20.0%	22.5%	23.6%	24.2%
净利润率	10.8%	12.0%	13.8%	14.3%	14.7%
EBITDA/营业收入	26.7%	28.5%	26.5%	27.4%	27.8%
EBIT/营业收入	23.1%	25.1%	22.9%	23.6%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	37.6%	33.8%	24.9%	21.7%	25.1%
负债权益比	60.3%	51.1%	33.2%	27.6%	33.5%
流动比率	1.63	1.44	1.56	2.20	1.98
速动比率	1.18	1.14	1.02	1.49	1.38
利息保障倍数	6.02	8.61	66.86	914.58	-248.59
营运能力					
固定资产周转天数	116	105	109	107	97
流动营业资本周转天数	187	140	100	119	113
流动资产周转天数	454	382	342	281	296
应收帐款周转天数	135	124	120	114	107
存货周转天数	113	91	94	94	92
总资产周转天数	1,076	944	872	732	673
投资资本周转天数	762	657	592	541	466
费用率					
销售费用率	20.9%	24.6%	26.1%	25.3%	25.7%
管理费用率	9.1%	6.2%	10.4%	9.0%	8.8%
财务费用率	3.8%	2.9%	0.3%	0.0%	-0.1%
三费/营业收入	33.9%	33.7%	36.8%	34.4%	34.4%
投资回报率					
ROE	5.9%	6.7%	8.7%	10.0%	11.4%
ROA	5.0%	5.6%	7.9%	9.3%	9.9%
ROIC	11.2%	11.3%	11.6%	14.2%	15.0%
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.05	0.07	0.08	0.11
分红比率	11.0%	13.7%	15.4%	13.4%	14.2%
股息收益率	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	1.0%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.22	0.35	0.48	0.61	0.77
BVPS(元)	3.62	5.22	5.56	6.10	6.76
PE(X)	52.4	32.3	23.3	18.5	14.6
PB(X)	3.1	2.2	2.0	1.8	1.7
P/FCF	-21.5	-22.2	-13.3	-57.0	12.4
P/S	5.7	3.9	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	21.1	14.2	12.4	10.4	7.6
CAGR(%)	36.3%	29.5%	38.4%	36.3%	29.5%
PEG	1.4	1.1	0.6	0.5	0.5
ROIC/WACC	1.1	1.1	1.1	1.4	1.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn