



东诚药业(002675.SZ)

## 【联讯医药公司季报点评】东诚药业：一季度业绩开门红，核药业务渐入佳境

2019年04月24日

事项：

### 买入(首次评级)

当前价： 11.82 元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

相关研究

公司公告 2019Q1 业绩报告，期内实现收入 5.34 亿元(+33.67%)；归母净利润 6452 万元 (+48.66%)；扣非后归母净利润 6873 万元 (+49.51%)。EPS 为 0.08 元。

### 评论：

#### ◇ 一季度开门红，安迪科并表提升同比增速

公司一季报业绩开门红，营收和归母净利润同比增速分别为 33.67%和 48.66%，业绩延续高增长，主要受安迪科并表影响，去年同期安迪科尚未并表。19Q1 销售毛利率比 2018 年提升近 2pct，达到 59.26%，但费用率上升（主要是销售和管理费用），吞噬毛利率上升成果，期内净利润率 16.66%，与 2018 年相比基本维持稳定。近三年来，公司原有肝素等生化药和成药业务平稳增长，战略介入核药领域，业绩持续高增长，2016-2018 年营收 CAGR（年复合增速）43.2%，归母净利润 CAGR46%。

#### ◇ 核药双寡头之一，核药业务渐入佳境

公司是国内核药领域双寡头之一（另一个为中国同辐（01763.HK）），近年来，通过外延并购布局，核药业务收入从无到有，占公司总营收比例提升到去年 37.33%左右。从 2015 年开始，相继并购成都云克药业、东诚欣科药业、上海益泰医药和南京安迪科；云克药业主要从事治疗性核素药物生产，代表品种是云克注射液和碘[125I]密封籽源；上海益泰医药是核药新药研发，主要在研产品依替膦酸盐注射液已经进入 IIb 期临床；东诚欣科药业和南京安迪科主要在全国建设布局核药房，为半衰期较短的核药提供生产、分发和配送基地，安迪科是国内拥有 FDG 药品批准注册文号的两家企业之一，市占率达 40%。公司核药业务已经形成较完整的研发、生产和配送链条，产品线从单光子药物到正电子药物全覆盖，成为一家完善的核药和核医学解决方案的提供商，核药业务渐入佳境。

#### ◇ 核药房“高速公路”价值待市场认识

核药房是半衰期较短的核素药物生产和配送基地，新建核药房审批门槛较高、建设周期长，但是建成投产核药房卡位优势明显，一方面可以作为自有产品如安迪科 FDG 的生产和配送基地，另外还可以承接外部核药独代等方面合作，起到核药高速公路作用，提升核药产能利用率。公司目前已经有 18 个核药房获得 GMP 证书（东诚欣科 7 个、安迪科 11 个），未来三年内在建设和规划建设的核药中心超过 30 个。在核药房承接外部核药合作方面，去年安迪科已经与通用电气医疗签署国内独家经销美莎特龙（氯化锶）注射液协议；与 DuChemBio Co., Ltd. 签订了战略合作协议，独家经销 “[18F] 氟丙基甲酯基托烷注射液；今年 1 月 18 日，与 Nihon Medi-Physics Co., Ltd. 签订了《谅解备忘录》，就相关单光子及正电子放射性药物以及治疗性核药在中国市场的研发、申报和生产技术的运营达成战略合作意向。核药房高速公路正处于多个核药品种导入期，战略价值亟待市场认识。



#### ◇ 盈利预测与投资评级

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 28.3/33.8/40.1 亿元，分别同比增 21.3%/19.5%/18.6%；归母净利润分别为 4.07/4.97/6.26 亿元，分别同比增 45.2%/22.3%/25.8%；对应每股 EPS 为 0.51/0.62/0.78 元，当前收盘价（11.82 元/股）对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 23/19/15 倍；公司是国内核药双寡头之一，未来三年净利平均增速约 30%，PEG 不足 1 倍，估值偏低，首次给予“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

汇兑损益风险；核药生产、配送安全事故；产品销量不及预期。



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2868.5	3235.6	3932.8	4737.7	经营活动现金流	493.1	385.9	478.9	566.1
现金	911.5	1020.9	1273.3	1591.5	净利润	388.8	531.7	641.0	791.1
应收账款和票据	965.7	1159.9	1385.6	1642.8	折旧摊销	83.9	76.1	88.5	79.7
其它应收款	18.5	17.3	16.4	17.8	财务费用	72.6	49.6	50.4	50.5
预付账款	16.7	25.5	21.3	24.2	投资损失	19.0	0.0	5.0	5.0
存货	603.9	735.6	878.7	1041.8	营运资金变动	-86.0	-286.7	-315.4	-366.7
其他	352.2	300.0	289.3	302.5	其它	14.8	15.2	9.4	6.5
非流动资产	4098.8	4132.9	4131.2	4152.3	投资活动现金流	72.8	-80.7	-99.0	-97.9
在建工程	191.0	91.0	191.0	100.0	资本支出	-121.1	-100.0	-100.0	-100.0
固定资产	761.4	885.3	796.7	908.1	投资支付	98.2	19.0	0.0	0.0
无形资产和商誉	2864.3	2854.2	2845.2	2835.7	其他	95.7	0.3	1.0	2.1
其他	282.1	302.4	298.3	308.5	筹资活动现金流	4.2	-195.8	-127.5	-150.0
资产总计	6967.3	7368.5	8064.1	8890.0	吸收投资	200.8	0.5	0.0	0.0
流动负债	1993.4	1998.5	2049.5	2089.2	分配股利和利息	-132.8	-88.0	-131.8	-150.0
短期借款	474.7	500.0	500.0	500.0	短、长期借款	-87.6	-108.3	4.3	0.0
应付账款和票据	236.7	275.9	329.2	382.8	现金流量净额	574.3	109.4	252.4	318.2
其他	1282.0	1222.6	1220.3	1206.4					
非流动负债	363.3	227.7	231.2	226.3	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	279.3	145.7	150.0	150.0	成长能力				
其他	84.0	82.0	81.2	76.3	营业收入	46.21%	21.27%	19.46%	18.56%
负债合计	2356.7	2226.2	2280.7	2315.5	营业利润	48.82%	37.62%	20.59%	23.45%
归属母公司股东权益	4183.7	4590.7	5088.4	5714.7	归属母公司净利润	62.36%	45.17%	22.26%	25.84%
少数股东权益	426.9	551.6	694.9	859.8	获利能力				
股东权益合计	4610.6	5142.3	5783.3	6574.5	毛利率	57.31%	59.37%	59.41%	60.19%
					净利率	16.67%	18.79%	18.97%	19.74%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	6.70%	8.87%	9.78%	10.96%
营业收入	2332.8	2829.1	3379.5	4006.8	ROIC	10.50%	12.14%	13.17%	14.12%
营业成本	995.9	1149.5	1371.7	1594.9	偿债能力				
营业税金及附加	27.9	33.9	40.6	48.1	资产负债率	33.83%	30.21%	28.28%	26.05%
营业费用	574.4	707.3	844.9	1001.7	净资产负债率	51.11%	43.29%	39.44%	35.22%
管理费用	209.2	260.3	310.9	368.6	流动比率	1.44	1.62	1.92	2.27
财务费用	67.9	49.6	50.4	50.5	速动比率	1.14	1.25	1.49	1.77
资产减值损失	19.0	0.0	5.0	5.0	营运能力				
公允价值变动收益	-15.1	-10.0	-10.0	-10.0	总资产周转率	0.67	0.39	0.44	0.47
投资净收益	28.8	5.0	10.0	10.0	应收账款周转率	4.83	2.66	2.66	2.65
营业利润	467.6	643.5	776.0	958.0	存货周转率	3.30	1.72	1.70	1.66
营业外收入	5.3	2.0	2.0	2.0	每股指标(元)				
营业外支出	3.1	1.0	1.0	1.0	每股收益	0.35	0.51	0.62	0.78
利润总额	469.8	644.5	777.0	959.0	每股经营现金	5.22	5.72	6.34	7.13
所得税	81.0	112.8	136.0	167.8	每股净资产	0.61	0.48	0.60	0.71
净利润	388.8	531.7	641.0	791.1	估值比率				
少数股东损益	108.4	124.7	143.4	164.9	P/E	33.8	23.3	19.0	15.1
归属母公司净利润	280.4	407.0	497.7	626.3	P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
EBITDA	605.7	770.2	915.9	1089.1	EV/EBITDA	16.90	13.15	11.06	9.30
EPS（元）	0.35	0.51	0.62	0.78					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；  
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)