



2018-08-13

公司点评报告

买入/维持

东诚药业 (002675)

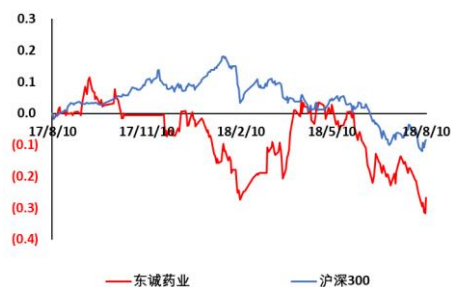
目标价: 13.73

昨收盘: 8.94

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

东诚药业 (002675) 中报点评: 核药快速增长, 业绩符合预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	775/578
总市值/流通(百万元)	6933/5166
12个月最高/最低(元)	13.62/8.34

相关研究报告:

东诚药业 (002675) 深度报告: 核药龙头, 重装启航-180615

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件: 公司发布 2018 年中报, 实现营业收入 95020.71 万元, 同比增长 34.94%, 归母净利润 11196.05 万元, 同比增长 53.68%, 扣非后实现归母净利润 11882.07 万元, 同比增长 65.74%, 符合我们之前的预期。同时公司预告 1-9 月归母净利润为 17973.68-22121.46 万元, 同比增长 30-60%。

费用率提高短期拉低利润增速, 但为中期发展助力

剔除安迪科并表因素后, 仅考虑内生性业绩, 公司上半年营业收入增速为 25.73%, 扣非归母净利润增速为 16.24%。由于销售费用和管理费用增幅较大导致利润增速低于收入增速, 主要与那屈肝素钙推广力度加大, 研发投入增加有关。财务费用与去年同期相比减少 1.88%, 控制良好。

核药板块表现良好, 云克药业业绩加速, GMS 稳健增长, 安迪科核药板块 25-30%增长

上半年公司核药业务实现营业收入 38815.67 万元, 同比增长 43.25%, 主要受云克药业增速提升、GMS 稳健增长和安迪科并表等因素带动。分板块来看, 云克药业上半年实现营业收入 18649.98 万元 (+28.20%), 净利润 8317.33 万元 (+27.09%), 归属于上市公司股东的净利润 4333.84 万元 (+27.09%), 其中核心产品云克注射液实现销售 348 万套, 同比增长 28.67%。云克药业收入和归属于上市公司净利润增速分别比上年同期增长 19.28、15.52 个百分点, 业绩加速明显, 主要是由于核心客户再上量和新客户开发并重的销售战略的实施。公司同时开展骨关节炎、强直性脊柱炎的拓展研究, 并为骨性疼痛专业治疗的定位积累循证依据, 新适应症的拓展有望进一步打开云克注射液的增长空间, 预计云克药业业绩全年有望保持 25%左右增速。GMS 核心子公司上海欣科上半年实现营业收入 11369.18 万元 (+9.26%), 净利润 2340.67 万元 (+19.38%), 归属于上市公司净利润 1193.74 万元 (+20.81%), 预计 GMS 归母净利润整体保持 15%左右增速。

安迪科于 4 月份并表, 并表后实现营业收入 6490.29 万元, 净利润 2613.77 万元, 加上安迪科 1 季度净利润约 2300 万元, 安迪科上半年实际实现净利润约 4900 万元, 同比增长约 16% (17H1 扣非净利润 4239.02 万元), 主要是由于今年上半年部分设备销售收入未确认, 而去年同期确认了相应收入 (2017H1 毛利占比约 11%), 基数增高拉

低了 18H1 增速, 仅考虑核药部分, 预计增速在 25-30%。我们预计设备销售收入将在下半年确认, 全年业绩有望保持 25%左右增速。根据我们对通过环评的 PETCT、SPECT 数量统计, 安迪科、GMS 现有/在建核药房分布地域与设备快速增长地区重复度较高, 未来受益明显。长期来看, 安迪科业绩将持续保持高速增长。

制剂快速增长, 原料药继续回暖

上半年公司制剂业务实现营业收入 14171.71 万元 (+141.59%), 其中那屈肝素钙在目标省市全部实现良好中标, 同时加强营销力度, 并与全国性商业龙头达成战略集采合作协议, 上半年销量达百万支, 销售额同比增长 413.06%, 预计销售额近 1 亿元。样本医院数据显示, 公司那屈肝素钙 1 季度销售额和销量分别同比增长 248.5%和 256.5%, 呈迅速放量态势, 预计全年制剂业务利润有望保持 40%左右增速。原料药业务实现营业收入 41323.79 万元 (+11.29%), 毛利额 8907.18 万元 (-17.58%)。凭借低成本优势, 中泰生物实现营业收入 4861.06 万元 (+67.68%), 净利润 903.57 万元 (+205.87%), 硫酸软骨素业务明显回暖。肝素原料药受粗品价格上涨影响, 预计毛利额同比有所下降, 但随着核医药利润占比逐步提升, 对公司整体盈利和估值影响较小。

成立创新研究院, 加快核医药研发自主步伐和引进产品落地速度

公司同时公告成立东诚药业创新研究院。研究院的成立将优化整合集团各分子公司研发方面的资源, 在强化公司在传统多糖药物研发领域优势同时, 整合现有核医药平台的研发资源, 成立放射性药品的创新平台, 加强核医药创新平台的建设, 专注放射性药品在恶性肿瘤诊疗一体化的创新工作。目前公司核医药研发进展顺利, 自主研发&产品引进同步推进, 依替膦酸盐注射液成功完成 IIa 期临床研究, 进入 IIb 期临床; 安迪科的氟 [18F] 洛贝平注射液申报生产, 未来公司可以通过自主创新、仿制、licence-in 等方式来持续获得新品种, 研究院的设立将加快公司核医药研发自主步伐和引进落地速度, 为业绩长期持续增长提供保障。

盈利预测和投资评级

我们认为核医药行业壁垒高, 市场空间大, 成长性好, 此外 PETCT 配置审批权限下放, SPECT 配置无需审批, 政策利好加快相关设备装机量提速, 钨 [99mTc] 标记药物和 ¹⁸F-FDG 有望迎来快速增长期。预计 18/19/20 公司归母净利润分别为 3.00 亿、3.89 亿和 4.95 亿元, 增速为 73%/30%/27%, 对应 EPS 分别为 0.39 元、0.50 元、0.64 元, PE 分别为 22.92X、17.88X 和 13.97X。公司估值: **1) 核医学: 18 年归母净利润 2.20 亿元, 增长 95%, 考虑核医药板块 2 家寡头竞争, 壁垒极**

高, 竞争格局好, 市场空间大, 盈利能力极强, 应给予一定估值溢价, 给予 40 倍 PE, 对应 2018 年市值 88 亿元。**2) 普通制剂:** 以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长, 有望陆续获批依诺肝素、达肝素, 18 年净利润 0.52 亿元, 给与 30 倍 PE, 对应 2018 年市值 15.6 亿元。**3) 原料药扣除集团费用等:** 18 年净利润 0.28 亿元, 给予 10 倍 PE, 对应 2018 年市值 2.8 亿元, 合理市值 106 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 原料药业务波动影响整体净利润; 核素药物增速不及预期。

盈利拆分及预测 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一.核医药								
收入	367	590	1002	1228	1553	1896	2330	2753
yoy		61%	70%	23%	27%	22%	23%	18%
净利润	147	196	343	424	533	654	798	973
yoy		33%	75%	24%	26%	23%	22%	22%
贡献母公司利润	77	113	220	292	376	473	590	734
yoy		47%	94%	32%	29%	26%	25%	24%
1.云克药业(持股52.11%)								
收入	300	320	400	492	590	679	781	898
yoy		7%	25%	23%	20%	15%	15%	15%
净利润	134	141	176	217	260	299	344	396
yoy		5%	25%	23%	20%	15%	15%	15%
贡献母公司利润	70	73	91	112	135	155	178	205
yoy		5%	25%	23%	20%	15%	15%	15%
2.安迪科 (18年并表)								
收入	185	233	291	379	492	615	757	931
yoy		26%	25%	30%	30%	25%	23%	23%
净利润	66	83	103	134	175	218	268	330
yoy		25%	25%	30%	30%	25%	23%	23%
贡献母公司利润		6	90	134	175	218	268	330
yoy			49%	30%	25%	23%	23%	23%
3.GMS (16年并表, 主要经营主体上海欣科, 持股51%)								
收入	67	270	310	357	410	472	543	624
yoy		306%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	13	55	63	73	84	96	111	127
yoy			15%	15%	15%	15%	15%	15%
贡献母公司利润	7	34	39	45	52	59	68	79
yoy			15%	15%	15%	15%	15%	15%
4.其他								
收入					60	130	250	300
贡献母公司利润					15	40	75	120
二.普通制剂								
贡献母公司利润		37	52	70	91	114	136	164
yoy			40%	35%	30%	25%	20%	20%
三.原料药								
贡献母公司利润		117	135	135	135	135	135	135
1.集团API(肝素钠+硫酸软骨素)		105	105	105	105	105	105	105
2.中泰生物		12	30	30	30	30	30	30
四.汇兑损益								
贡献母公司利润		-25	0	0	0	0	0	0
五.集团费用及其他								
贡献母公司利润		-69	-107	-107	-107	-107	-107	-107
合计:								
贡献母公司利润	131	173	300	389	495	614	754	925
yoy		31%	73%	30%	27%	24%	23%	23%
EPS	0.17	0.22	0.39	0.50	0.64	0.79	0.97	1.19

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。