

## 核素药物放量值得期待, 逐步完善产业链布局

### 投资要点

- **业绩总结:** 2018H1 实现收入 9.5 亿(+35%)、归母净利润 1.1 亿(+54%)、扣非后归母净利润 1.2 亿(+66%); 预告 2018 年三季报归母净利润为 1.8-2.2 亿, 同比增长 30-60%。
- **云克药业快速放量, 安迪科并表增厚业绩。** 总体来看, 公司业绩实现快速增长, 主要是来自于核素药物和化学制剂快速放量。1) 核素业务: 主要核素药物都实现了快速放量。云克注射液在保证原有核心客户快速增长的基础上积极开发新医院和新客户, 2018H1 销量增长 29%, 带动云克药业实现收入 1.86 亿(+27%) 和净利润 0.83 亿(+82%), 增速出现明显提升。安迪科在上半年完成并表, 上半年实现收入 0.65 亿和净利润 0.26 亿。上海欣科药业在上半年实现收入 1.13 亿和净利润 0.23 亿。2) 制剂业务: 重磅新品种那屈肝素在 2015 年上市, 2017 年在 7 个省市实现中标, 营销中心也完成了组织架构, 围绕核心医院的核心医生进行高端学术推广, 从而实现快速放量, 上半年制剂品种收入达到 1.4 亿, 同比增长 413%。
- **持续整合核素产业链, 产品梯队齐全+核药房网络布局打造核素药物龙头企业。** 东诚药业通过并购形成了初步的核素诊断+治疗产品线。从产品来看, 东诚药业的核素药物产品线齐全, 现有产品(云克注射液、氟[18]-FDG、独家经销氯化铯[89Sr]) 稳定增长+在研重磅品种获批(铼[188]-HEDP 注射液、氟[18]-AV45) +外延并购预期, 能够保证核素药物的产品梯队; 从渠道来看, 东诚药业的安迪科+GMS 整合提升核药房盈利能力, 逐步建成覆盖全国的核药房网络掌控终端。公司已完成对安迪科 48.5497% 股权的现金收购, 通过非公开发行收购剩余股权正在持续推进中。丰富的产品梯队+广泛的营销渠道将推动公司的核素药物业务保持快速增长, 具备发展成全国核素药物龙头的潜力。
- **大型医用配置证放开推动安迪科放量, 云克注射液迎来新增长。** 2018 年 4 月份卫健委将 PET-CT 列为乙类医用设备, 审批权从国家卫计委下放至省级卫生部门, 简化流程有助于促进更多医疗机构配置 PET-CT。PET-CT 需要配套 F18 药物使用, 安迪科是国内仅有的 2 家生产企业之一, 市占率约 40%。PET-CT 配置证放开后装机量有望出现大幅度提升, 推动安迪科的 F18 药物快速放量。云克注射液一方面积极开拓新的医疗机构, 扩大使用范围, 推动销量快速增长; 另一方面开拓骨关节炎、强制性脊柱炎等适应症, 为骨性疼痛专业治疗积累证据, 进一步打开长期成长空间。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.35 元、0.47 元、0.63 元, 对应 PE 分别为 26 倍、19 倍、14 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购标的收购进度及业绩或不及预期、原料药出口或低于预期、其他不可预知风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1595.60	2039.84	2478.15	2985.64
增长率	37.74%	27.84%	21.49%	20.48%
归属母公司净利润(百万元)	172.63	268.03	363.75	487.90
增长率	31.83%	55.26%	35.71%	34.13%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.35	0.47	0.63
净资产收益率 ROE	8.05%	8.06%	9.98%	11.98%
PE	40	26	19	14
PB	2.11	1.56	1.43	1.28

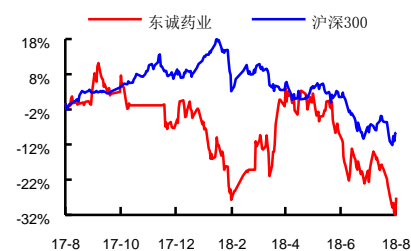
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平  
执业证号: S1250517080004  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.75
流通 A 股(亿股)	5.78
52 周内股价区间(元)	8.34-13.62
总市值(亿元)	69.33
总资产(亿元)	64.33
每股净资产(元)	4.90

### 相关研究

1. 东诚药业(002675): 定增收购无条件通过, 核医学整合持续推进 (2018-03-07)
2. 东诚药业(002675): 业绩稳定增长, 安迪科收购持续推进 (2017-10-24)

**关键假设：**

假设 1：预计 2018-2020 年核素药物保持快速增长，销量增速分别为 40%、30%、30%，毛利率维持在 85%；

假设 2：预计 2018-2020 年制剂销量增速分别为 50%、30%、20%，毛利率维持在 80%。

**表 1：分业务收入及毛利率（百万元）**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1595.6	2039.8	2478.1	2985.6
	增速	38%	28%	21%	20%
	毛利率	55%	57%	60%	62%
核素药物	收入	589.9	825.9	1073.6	1395.7
	增速	61%	40%	30%	30%
	毛利率	85%	85%	85%	85%
制剂	收入	230.5	345.8	449.5	539.4
	增速	85%	50%	30%	20%
	毛利率	72%	80%	80%	80%
原料药及相关产品	收入	775.2	868.2	955.0	1050.5
	增速	16%	12%	10%	10%
	毛利率	26%	22%	22%	22%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1595.60	2039.84	2478.15	2985.64	净利润	264.73	357.38	485.00	650.53
营业成本	725.43	870.24	995.87	1136.65	折旧与摊销	57.91	69.60	76.82	84.11
营业税金及附加	20.18	25.79	31.34	37.75	财务费用	61.30	68.11	72.25	72.28
销售费用	333.55	469.16	582.36	701.62	资产减值损失	11.56	10.00	10.00	10.00
管理费用	145.47	173.39	210.64	253.78	经营营运资本变动	-299.96	-405.59	-270.73	-332.23
财务费用	61.30	68.11	72.25	72.28	其他	113.41	-14.35	-14.35	-14.35
资产减值损失	11.56	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	208.94	85.14	359.00	470.35
投资收益	15.41	10.00	10.00	10.00	资本支出	-56.62	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-5.65	-5.65	-5.65	-5.65	其他	-1071.03	4.35	4.35	4.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1127.64	-95.65	-95.65	-95.65
<b>营业利润</b>	314.17	427.50	580.03	777.89	短期借款	-263.47	96.64	-200.00	-100.00
其他非经营损益	1.22	1.22	1.22	1.22	长期借款	624.02	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	315.39	428.72	581.25	779.11	股权融资	-4.71	823.30	0.00	0.00
所得税	50.66	71.34	96.25	128.58	支付股利	-28.14	-37.10	-57.61	-78.18
净利润	264.73	357.38	485.00	650.53	其他	101.22	-219.29	-72.25	-72.28
少数股东损益	92.10	89.34	121.25	162.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	428.91	663.55	-329.86	-250.46
归属母公司股东净利润	172.63	268.03	363.75	487.90	<b>现金流量净额</b>	-483.79	653.04	-66.51	124.23
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	377.52	1030.56	964.05	1088.29	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	676.43	911.96	1098.99	1317.09	销售收入增长率	37.74%	27.84%	21.49%	20.48%
存货	574.50	689.19	788.68	900.17	营业利润增长率	37.34%	36.07%	35.68%	34.11%
其他流动资产	453.38	579.60	704.15	848.34	净利润增长率	32.16%	35.00%	35.71%	34.13%
长期股权投资	815.29	815.29	815.29	815.29	EBITDA 增长率	60.08%	30.42%	29.00%	28.14%
投资性房地产	0.34	0.34	0.34	0.34	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	638.42	673.09	700.52	720.68	毛利率	54.54%	57.34%	59.81%	61.93%
无形资产和开发支出	1634.86	1631.01	1627.17	1623.32	三费率	33.86%	34.84%	34.92%	34.42%
其他非流动资产	102.41	101.99	101.58	101.16	净利率	16.59%	17.52%	19.57%	21.79%
<b>资产总计</b>	5273.15	6433.04	6800.77	7414.69	ROE	8.05%	8.06%	9.98%	11.98%
短期借款	403.36	500.00	300.00	200.00	ROA	5.02%	5.56%	7.13%	8.77%
应付和预收款项	280.24	261.92	324.90	379.76	ROIC	10.02%	11.56%	13.66%	16.31%
长期借款	624.02	624.02	624.02	624.02	EBITDA/销售收入	27.16%	27.71%	29.42%	31.29%
其他负债	676.77	615.65	693.02	779.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1984.38	2001.59	1941.93	1983.49	总资产周转率	0.33	0.35	0.37	0.42
股本	703.60	775.50	775.50	775.50	固定资产周转率	3.11	3.32	3.85	4.47
资本公积	1460.63	2212.04	2212.04	2212.04	应收账款周转率	2.73	2.70	2.58	2.59
留存收益	737.44	968.37	1274.52	1684.24	存货周转率	1.45	1.38	1.35	1.35
归属母公司股东权益	2902.58	3955.91	4262.05	4671.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.34%	—	—	—
少数股东权益	386.20	475.54	596.79	759.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	3288.77	4431.45	4858.84	5431.20	资产负债率	37.63%	31.11%	28.55%	26.75%
负债和股东权益合计	5273.15	6433.04	6800.77	7414.69	带息债务/总负债	51.77%	56.16%	47.58%	41.54%
					流动比率	1.63	2.47	2.87	3.25
					速动比率	1.18	1.94	2.23	2.54
					股利支付率	16.30%	13.84%	15.84%	16.02%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.22	0.35	0.47	0.63
					每股净资产	4.24	5.71	6.27	7.00
					每股经营现金	0.27	0.11	0.46	0.61
					每股股利	0.04	0.05	0.07	0.10
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	433.37	565.20	729.10	934.28					
PE	40.16	25.87	19.06	14.21					
PB	2.11	1.56	1.43	1.28					
PS	4.35	3.40	2.80	2.32					
EV/EBITDA	16.13	12.26	9.32	7.03					
股息率	0.41%	0.54%	0.83%	1.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn