



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2018-10-29

公司点评报告

买入/维持

东诚药业 (002675)

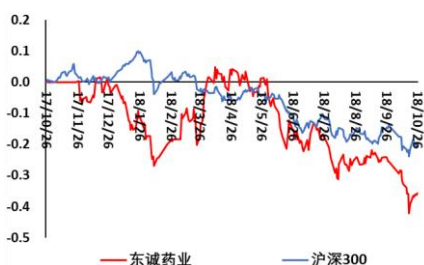
目标价: 11.61

昨收盘: 7.79

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

东诚药业 (002675) 三季度报点评: 核药持续向好, 非经常性损益拖累业绩

### ■ 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)	6041/4502
12个月最高/最低(元)	12.74/7.01

### 相关研究报告:

东诚药业(002675)深度报告:核药龙头, 重装启航-180615

东诚药业(002675)中报点评:核药快速增长, 业绩符合预期-180814

东诚药业(002675)事件点评:签署多个合作协议, 积极布局核医药全产业链-180910

### 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

### 证券分析师: 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 年三季度报, 实现营业收入 163085.61 万元 (+44.57%), 归母净利润 19370.30 万元 (+40.10%), 扣非后实现归母净利润 20242.06 万元 (+50.36%)。同时预告 2018 年归母净利润为 24168.7-29347.71 万元, 同比增长 40-70%。

### 收入增速略有提升, 非经常性损益影响表现增速

前三季度公司营业收入增速与中报相比增加 9.63 个百分点, 略有提升, 主要是由于: 1) 云克注射液、那屈肝素钙收入增长; 2) 合并了安迪科 18 年 Q2-Q3 报表。销售费用、管理费用分别同比增长 65.05% 和 48.24%, 主要是由于收入同步增长。研发费用同比增长 152.49%, 主要是由于一致性评价工作及部分项目的开展。财务费用同比增长 36.25%, 主要由于利息支出、汇兑损失增加, 其中 3 季度单季确认财务费用 2607 万元, 同比增长 121.5%。前三季度确认非经常性损益 -871.77 万元, 与去年同期相比减少 1236 万, 拉低了利润增速, 主要是由于并购安迪科时形成的金融负债公允价值变动的影响。

### 业务布局不断推进, 核药持续向好

公司核药板块前三季度延续了良好的增长态势, 预计前三季度核药板块利润占比已经接近 70%。其中云克药业利润增长 25% 左右; 安迪科利润增长 25% 左右, 其中  $^{18}\text{F}$ -FDG 增长 40% 以上, 由于设备销售收入尚未确认, 利润未完全释放。东诚欣科归母净利润增长 15-20%。我们预计云克药业、安迪科和东诚欣科 2018 年全年利润增速分别有望达到 25%、25%、15%, 合计贡献净利润 2.2 亿元, 利润占比达到 80% 左右。公司积极布局核医药上下游产业链, 3 季度先后与国投聚力合资成立基金用于核药中心建设与收购; 与中科院近代物理研究所签订战合资成立新型核素及核药创新研发公司。安迪科广东核药房也已经获得 GMP 认证, 西安、石家庄、青岛等地的核药房在建设之中, 核药房全国性布局正在逐步落地, **预计公司核药板块复合增速保持在 25-30%。**

### 制剂快速增长, 硫酸软骨素继续回暖, 原料药整体基本稳定

公司那屈肝素钙已经在 19 个省市完成中标, 进入快速放量期, 预计全年那屈肝素钙销量有望接近 400 万支, 利润增速 40%。原料药业务中, 中泰生物凭借低成本优势, 利润持续增长; 肝素原料药受汇兑损失、订单结构等因素影响, 利润有所下滑; 合计来看原料药业务整体

利润仍略有增长。随着核医药利润占比逐步提升, 原料药业务对公司整体盈利和估值影响较小。

#### 盈利预测和投资评级

由于汇兑损失增加, 减少净利润约 2000 万 (之前预期 0), 原料药贡献净利润比预期少 1000 万, 我们下调 18 年利润预测至 2.70 亿元 (原为 3.00 亿元)。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 [ $^{99m}\text{Tc}$ ] 标记药物和  $^{18}\text{F}$ -FDG 有望迎来快速增长期, 核心业务——三大核药子公司业绩预测不变。预计 18/19/20 公司归母净利润分别为 2.70 亿、3.79 亿和 4.75 亿元, 增速为 56%/41%/25%, 对应 EPS 分别为 0.35 元、0.49 元、0.61 元 (暂未考虑定增), PE 分别为 22.37X、15.92X 和 12.72X。公司估值: **1) 核医学:** 18 年归母净利润 2.20 亿元, 增长 94%, 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 35 倍 PE, 对应 2018 年市值 77 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, 给予 25 倍 PE, 对应 2018 年市值 13 亿元。**3) 原料药业务贡献净利润抵消集团费用等。公司合理市值 90 亿元, 维持“买入”评级。**

**风险提示:** 原料药、非经常性损益、汇兑损益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
<b>一.核医药</b>								
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%
<b>1.云克药业(持股52.11%)</b>								
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%
<b>2.安迪科 (18年并表)</b>								
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%
<b>3.东诚欣科 (16年并表, 主要经营主体上海欣科, 持股51%)</b>								
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%
<b>4.其他</b>								
收入					60	130	250	300
贡献母公司利润					15	40	75	120
<b>二.普通制剂</b>								
贡献母公司利润		37	52	70	91	114	136	164
yoy			40%	35%	30%	25%	20%	20%
<b>三.原料药</b>								
贡献母公司利润		117	125	125	125	125	125	125
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	20	20	20	20	20	20
<b>四.汇兑损益</b>								
贡献母公司利润		-25	-20	0	0	0	0	0
<b>五.集团费用及其他</b>								
贡献母公司利润		-69	-107	-107	-117	-127	-137	-147
<b>合计:</b>								
贡献母公司利润	131	173	270	379	475	584	714	875
yoy		31%	56%	41%	25%	23%	22%	23%
EPS	0.17	0.22	0.35	0.49	0.61	0.75	0.92	1.13
PE	46.12	34.92	22.37	15.92	12.72	10.34	8.46	6.90

## 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	liyew@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。