



2019-02-01

公司点评报告

买入/维持

东诚药业 (002675)

目标价: 12.34

昨收盘: 8.59

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

东诚药业 (002675) 年报点评: 业绩略超预期, 核医药利润占比大幅提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	802/630
总市值/流通(百万元)	6891/6015
12个月最高/最低(元)	12.63/7.01

### 相关研究报告:

东诚药业 (002675) 点评报告: 并购广东高尚核药房资产, 加快全国性布局步伐 -190108

东诚药业 (002675) 三季报点评: 核药持续向好, 非经常性损益拖累业绩 -181029

### 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 年年报, 实现营业收入 233282.29 万元 (+46.2%), 归母净利润 28042.67 万元 (+62.44%), 扣非后实现归母净利润 27907.55 万元 (+65.41%)。

### 核药持续高增长, 利润占比大幅提升, 产业布局日臻成熟

18 年公司核药板块高速增长, 利润占比已经超过 70%。其中, 云克药业在完成渠道库存消化后重回高增长, 实现营业收入 39249.63 万元 (+22.53%), 净利润 16594.50 万元 (+17.66%), 归属于上市公司净利润 8646.75 万元 (+17.66%), 利润增速慢于收入增速主要是由于确认业绩承诺完成奖金等因素, 属于一次性费用。目前我国仅类风湿性关节炎患者就达 500 万人, 此外云克注射液还可用于骨关节炎、骨质疏松的治疗, 与单抗等生物制剂相比适用人群更广, 全国核医学现状普查显示, 云克注射液年治疗约 19 万例次, 渗透率还处在较低水平, 未来仍有巨大的增长空间, 预计复合增速可达到 15-20%。安迪科实现净利润 10022 万元, 预计 <sup>18</sup>F-FDG 增长 40% 左右。PET-CT 配置证审批权限下放后, 已经有 18 个省市发布了《乙类大型医用设备配置与使用管理办法》, 预计 19 年将会有出现由省级卫生管理部门发放的配置证, PET-CT 装机量有望迎来快速增长。18 年安迪科新增上海、西安和广东 3 个核药房, 核药房总数已达到 10 个, 19 年预计还将有多个核药房通过 GMP 认证, 覆盖区域数量将持续增加, 预计未来 3 年将持续受益于 PET-CT 装机量提升带来的诊断用药需求增加。上海欣科继续稳健增长, 实现营业收入 25561.96 万元 (+12.35%), 净利润 4950.33 万元 (+19.69%), 归属于上市公司净利润 2524.67 万元 (+16.13%)。

2018 年公司积极布局核医药行业全产业链。上游核素生产领域: 与中科院近代物理研究所合资成立新型核素及核药创新研发公司。中游核药经营/研发: 与国投聚力合资成立基金用于核药中心建设与收购; 拟收购高尚旗下 4 个核药房; 整合现有核医药研发资源, 成立东诚药业创新研究院; 与 GE、礼来、韩国 DuChemBio 和日本 Nihon Medi-Physics 等企业合作, 获得多个产品国内权益, 持续丰富核药产品线。下游医疗服务: 参股中硼联康/高尚医学影像。公司在核医药行业布局日臻成熟。

### 制剂收入高速增长, 费用增加拖累利润, 原料药恢复增长

18 年制剂收入 45069.42 万元 (+96%), 主要由于那屈肝素钙快速放量, 增长 138%。制剂板块核心子公司北方制药实现营业收入 38592.34 万元 (+126%), 净利润 3623.28 万元, 基本持平, 主要由于: 1) 那屈肝素钙一致性评价费用; 2) 新车间转固增加折旧; 3) 渠道费用增加。大洋制药完成新厂区搬迁后利润恢复明显, 商誉减值风险大幅降低。原料药收入 92828.84 万元 (+21%), 毛利 22865 万元 (+15%), 主要受益于肝素原料药恢复增长。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逐渐变小。

### 费用有所增长, 盈利质量优良

销售费用、管理费用分别同比增长 72.21% 和 36.7%, 主要是由于收入同步增长/合并安迪科。研发费用同比增长 62.69%, 主要是由于一致性评价费用、部分项目开展临床试验和合并安迪科。经营活动产生的现金流量净额 49306 万元 (+135.59%), 现金流增速远超利润增速, 反映出公司盈利质量良好。

### 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。短期来看, PET/CT 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 [<sup>99m</sup>Tc] 标记药物和 <sup>18</sup>F-FDG 有望迎来快速增长期, 卫健委发布的《2018—2020 年大型医用设备配置规划的通知》提出到 2020 年, PET/CT 规划配置 710 台以内, 新增 377 台, 装机量年复合增速达 29%, 预计公司 <sup>18</sup>F-FDG 增速将提升至 30%。长期来看, 海外重磅治疗性核药将陆续在国内上市, 必须借助国内现有的核医药生产和销售网络, 加速治疗性核药市场扩容, 国内核药企业有望持续受益。预计 19/20/21 公司归母净利润分别为 3.79 亿、4.81 亿和 5.83 亿元, 增速为 35%/27%/21%, 对应 EPS 分别为 0.47 元、0.60 元、0.73 元, PE 分别为 18X、14X 和 12X。

公司估值: **1) 核医药:** 19 年归母净利润 2.86 亿元, 增长 36%, 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 30 倍 PE, 对应 2019 年市值 86 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 0.61 亿元, 给予 15 倍 PE, 对应 2019 年市值 9 亿元。3) 原料药业务扣除集团费用等 19 年净利润 0.42 亿元, 给予 10 倍 PE, 对于 2019 年市值 4 亿元。公司合理市值 99 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; 核药增速不及预期。

盈利拆分及预测 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一.核医药								
收入	367	590	991	1215	1540	1882	2315	2737
yoy		61%	68%	23%	27%	22%	23%	18%
净利润	147	192	326	409	516	634	775	947
yoy		30%	70%	25%	26%	23%	22%	22%
贡献母公司利润	77	110	210	286	369	461	577	718
yoy		43%	91%	36%	29%	25%	25%	25%
1.云克药业(持股52.11%)								
收入	300	320	392	483	579	666	766	881
yoy		7%	23%	23%	20%	15%	15%	15%
净利润	134	141	166	206	247	284	327	376
yoy		5%	18%	24%	20%	15%	15%	15%
贡献母公司利润	70	73	86	107	129	148	170	196
yoy		5%	18%	24%	20%	15%	15%	15%
2.安迪科 (18年并表)								
收入	185	260	298	388	504	630	775	953
yoy		41%	15%	30%	30%	25%	23%	23%
净利润	66	83	100	134	175	218	268	330
yoy		25%	21%	34%	30%	25%	23%	23%
贡献母公司利润	6	88	137	178	218	268	330	330
yoy				56%	30%	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	300	345	397	456	525	603
yoy		306%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	13	51	60	69	80	92	105	121
yoy			19%	15%	15%	15%	15%	15%
贡献母公司利润	7	31	36	41	48	55	63	72
yoy			16%	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 (北方制药+大洋)								
贡献母公司利润		37	46	61	80	100	120	144
yoy			40%	35%	30%	25%	20%	20%
三.原料药								
贡献母公司利润		117	150	150	150	150	150	150
1.集团API(肝素钠+硫酸软骨素)		105	138	138	138	138	138	138
2.中泰生物(70%股权)		12	12	20	20	20	20	20
四.汇兑损益								
贡献母公司利润		-25	-18	-10	0	0	0	0
五.母公司费用及其他								
贡献母公司利润		-66	-108	-108	-118	-128	-138	-148
其中:								
1、税后管理/研发费用		-54	-63	-68	-74	-80	-86	-93
2、税后销售费用		-11	-10	-11	-12	-14	-15	-17
3、税后财务费用		-20	-44	-49	-54	-59	-65	-71
4、非经常性损益		4	1	5	5	5	5	5
上述4项合计		-81	-116	-123	-135	-147	-161	-176
六.合计:								
贡献母公司利润	131	173	280	379	481	583	708	864
yoy		31%	62%	35%	27%	21%	22%	22%
EPS	0.17	0.22	0.36	0.47	0.60	0.73	0.88	1.08

## 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。