

业绩符合预期, 核药继续稳健增长

投资要点

- **事件:** 公司2019年前三季度实现营业收入21.7亿元, 同比增长33.4%; 实现归母净利润2.8亿元, 同比增长44.0%; 实现扣非归母净利润2.9亿元, 同比增长44.6%。
- **业绩复合预期, 核药继续稳健增长。** Q3收入8.5亿元, 同比增长24.7%, 归母净利润1亿元, 同比增长23.2%, 扣非净利润1亿元, 同比增长24.8%, 复合市场预期。其中, 预计前三季度安迪科净利润增长20%, 较上半年有所提速, 预计全年有望实现30%以上增长, 云克药业和东诚欣科预计继续维持20%和10%左右的稳健增长趋势。安迪科的核心产品18F-FDG处于国内双龙头垄断地位, 市占率超过40%, 随着2018年国内PET/CT配置证的放开, 预计三年内累计装机量可实现翻倍, 对应显影剂产品市场空间也将翻倍, 将推动公司18F-FDG产品加速增长。云克药业的云克注射液作为治疗类风湿关节炎独家的核药产品, 临床治疗效果显著, 预计未来几年有望继续保持20%左右的稳健增长趋势。
- **公司核药业绩贡献占比持续提升, 估值体系亟需重塑。** 2012年公司上市后, 通过一系列的外延并购, 发展成为一家覆盖生化原料药、中成药、化药、核药四大领域的综合性医药企业。目前, 公司主要搭建了三大业务即板块核药板块、制剂板块和原料药板块, 其中核药板块主要以安迪科、云克药业、东诚欣科为主, 制剂板块主要以东诚大洋、东诚北方为主, 原料药主要以母公司和东诚中泰为主。2019年上半年公司核药毛利贡献占比54%, 利润贡献更高, 目前核药已成为公司利润主要来源, 原料药等传统业务将成为公司现金流产品, 公司原有估值体系亟需重塑。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年归母净利润分别为3.8亿、5亿和6.4亿。考虑公司核药布局稀缺性突出, 参考可比公司, 给予公司2020年29倍估值, 对应目标价18.27元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 云克药业业绩或大幅下滑; 安迪科的核药产品价格或大幅下滑。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2332.82	3069.98	3778.38	4521.99
增长率	46.20%	31.60%	23.07%	19.68%
归属母公司净利润(百万元)	280.43	384.16	504.20	642.80
增长率	62.44%	36.99%	31.25%	27.49%
每股收益EPS(元)	0.35	0.48	0.63	0.80
净资产收益率ROE	8.43%	10.54%	12.29%	13.69%
PE	39	29	22	17
PB	2.63	2.52	2.35	2.15

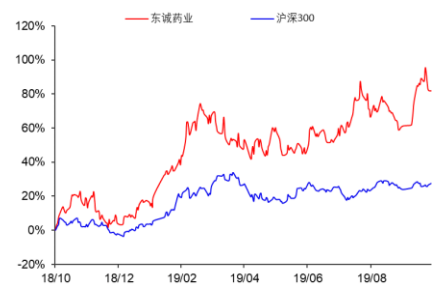
数据来源: Wind, 西南证券

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: 刘闯
执业证号: S1250519060002
电话: 021-58352031
邮箱: liuch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	8.02
流通A股(亿股)	6.33
52周内股价区间(元)	7.57-14.72
总市值(亿元)	109.90
总资产(亿元)	74.45
每股净资产(元)	5.54

相关研究

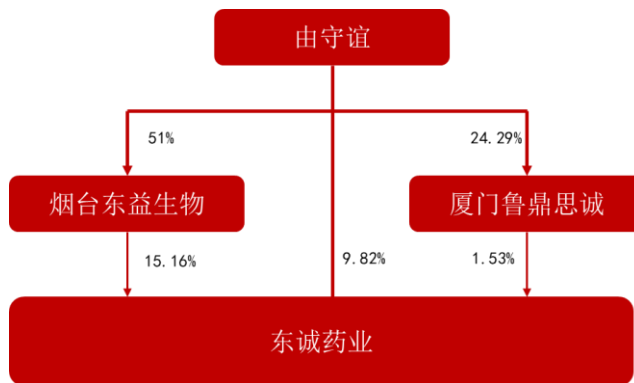
1 公司以原料药起家，大力布局核药产业

公司成立于 1998 年，早期主要从事肝素钠原料药和硫酸软骨素的研发、生产与销售，2012 年公司上市后，通过一系列的外延并购，现已发展成为一家覆盖生化原料药、中成药、化药、核药四大领域的综合性医药企业。

目前，公司主要搭建了三大业务板块即核药板块、制剂板块和原料药板块，其中核药板块主要以安迪科、云克药业、东诚欣科为主，制剂板块主要以东诚大洋、东诚北方为主，原料药主要以母公司和东诚中泰为主。

公司实际控制人由守谊直接持有公司 9.82% 的股权，通过烟台东益生物持有公司 7.7% 的股权，另外通过厦门鲁鼎思诚股权投资公司持有公司 0.37% 股权。

图 1：公司股权结构

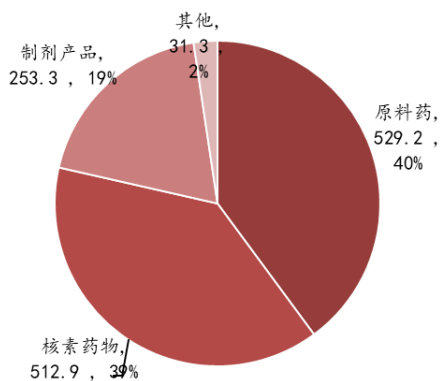


数据来源：Wind，西南证券整理

2 核药成为核心业务，业绩持续高增长

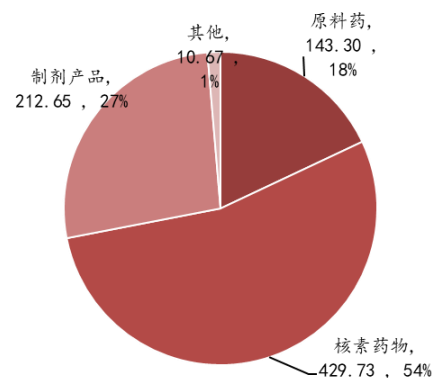
公司主营业务结构：2019H1 公司收入主要来自原料药、核素药物和制剂产品，其中原料药占比 40%，核药类占比 39%，制剂类占比 19%；公司毛利主要来源于核素药物，2019H1 占比 54%，制剂类占比 27%，原料药占比 18%。

图 2：公司 2019H1 主营业务结构情况



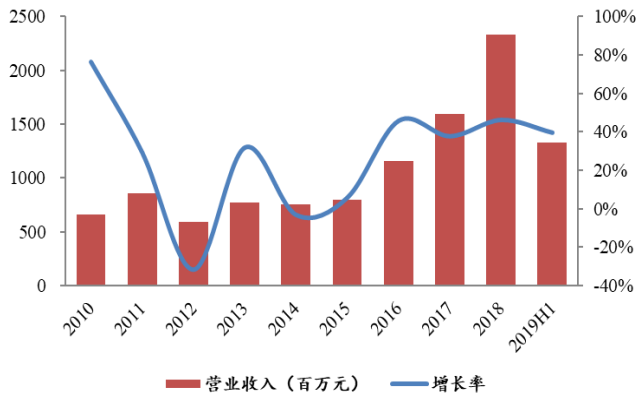
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2019H1 主营业务毛利情况

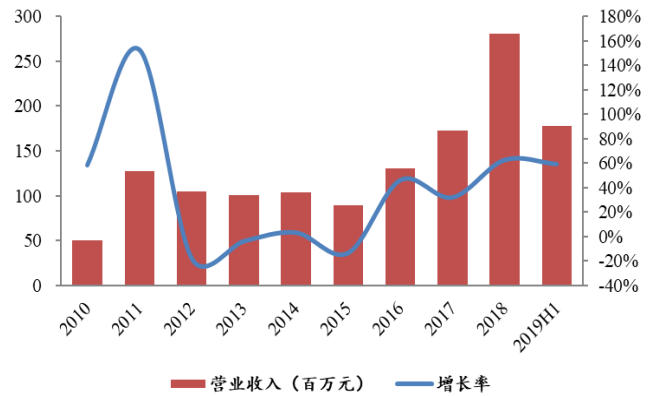


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：2015 年以前公司营业收入和净利润波动较大，2015 年公司连续并购云克药业、安迪科等，收入和净利润整体进入快速成长阶段，2015-2018 年收入端复合增长高达 40% 以上，净利润复合增长率更是高达 45% 以上。

图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：公司 2010 年以来净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：原料药 2019-2021 年销量增长率分别为 25%、5%、5%，产品单价维持稳定，毛利率为 25%、25%、25%；

假设 2：核药 2019-2021 年销量增长率分别为 24%、24%、25%，产品单价维持稳定，毛利率为 82%、82%、82%；

假设 3：制剂 2019-2021 年销量增长率分别为 70%、50%、30%，产品单价维持稳定，毛利率为 80%、80%、80%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
原料药	收入	928.2	1160.4	1218.4	1279.3
	增速	21%	25%	5%	5%
	毛利率	25%	25%	25%	25%
核药	收入	870.8	1083.4	1340.7	1668.6
	增速	48%	24%	24%	25%
	毛利率	83%	82%	82%	82%
制剂	收入	450.7	766.2	1149.3	1494.0
	增速	96%	70%	50%	30%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利率	80%	80%	80%	80%
其他	收入	83.1	60	70	80
	增速	-26%	-28%	17%	14%
	毛利率	29%	20%	30%	30%
合计	收入	2332.8	3070.0	3778.4	4522.0
	增速	46%	32%	23%	20%
	毛利率	57%	59%	62%	64%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 估值

我们选取医药行业中的两家公司作对比，2020 年两家公司平均 PE 为 29 倍。公司核药占比持续提升，未来三年公司业绩复合增长率高达 30%。我们给予公司 2020 年 29 倍 PE，对应目标价 18.27 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603737.SH	健友股份	40.50	0.77	0.83	1.12	1.45	53	49	36	28
300003.SZ	乐普医疗	27.50	0.68	0.96	1.23	1.63	40	29	22	17
平均值							47	39	29	23

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

云克药业业绩或大幅下滑；安迪科的核药产品价格或大幅下滑；

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2332.82	3069.98	3778.38	4521.99	净利润	388.79	519.14	663.42	824.10
营业成本	995.83	1254.92	1433.97	1614.64	折旧与摊销	83.86	108.74	84.48	96.22
营业税金及附加	27.91	36.84	45.34	54.26	财务费用	67.93	69.69	69.60	77.22
销售费用	574.40	767.50	1001.27	1220.94	资产减值损失	19.03	15.00	18.00	20.00
管理费用	144.43	331.56	453.41	587.86	经营营运资本变动	116.48	214.71	-167.97	-187.17
财务费用	67.93	69.69	69.60	77.22	其他	-183.03	-45.00	-49.00	-56.00
资产减值损失	19.03	15.00	18.00	20.00	经营活动现金流净额	493.06	882.28	618.53	774.37
投资收益	28.78	30.00	33.00	35.00	资本支出	-1639.69	-200.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	-15.13	0.00	0.00	0.00	其他	1712.49	30.00	33.00	35.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	72.80	-170.00	-267.00	-265.00
营业利润	467.57	624.47	789.79	982.07	短期借款	71.39	-474.75	0.00	0.00
其他非经营损益	2.18	1.00	0.00	-1.00	长期借款	-344.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	469.75	625.47	789.79	981.07	股权融资	985.74	0.00	0.00	0.00
所得税	80.96	106.33	126.37	156.97	支付股利	-19.00	-168.26	-192.08	-201.68
净利润	388.79	519.14	663.42	824.10	其他	-689.25	186.01	-69.60	-77.22
少数股东损益	108.37	134.98	159.22	181.30	筹资活动现金流净额	4.22	-457.00	-261.68	-278.90
归属母公司股东净利润	280.43	384.16	504.20	642.80	现金流量净额	574.34	255.28	89.85	230.47
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	911.49	1166.77	1256.62	1487.09	成长能力				
应收和预付款项	1000.99	635.45	763.43	887.24	销售收入增长率	46.20%	31.60%	23.07%	19.68%
存货	603.88	501.97	571.59	644.86	营业利润增长率	48.83%	33.56%	26.47%	24.35%
其他流动资产	352.17	767.50	944.59	1130.50	净利润增长率	46.86%	33.53%	27.79%	24.22%
长期股权投资	22.89	22.89	22.89	22.89	EBITDA 增长率	42.91%	29.64%	17.56%	22.42%
投资性房地产	0.21	0.21	0.21	0.21	获利能力				
固定资产和在建工程	952.39	1098.76	1335.17	1559.84	毛利率	57.31%	59.12%	62.05%	64.29%
无形资产和开发支出	2940.80	2919.91	2899.02	2878.14	三费率	33.73%	38.07%	40.34%	41.71%
其他非流动资产	182.54	148.31	148.31	148.31	净利率	16.67%	16.91%	17.56%	18.22%
资产总计	6967.35	7261.77	7941.84	8759.07	ROE	8.43%	10.54%	12.29%	13.69%
短期借款	474.75	0.00	0.00	0.00	ROA	5.58%	7.15%	8.35%	9.41%
应付和预收款项	483.03	478.28	571.36	649.48	ROIC	11.18%	12.30%	14.90%	16.96%
长期借款	279.35	279.35	279.35	279.35	EBITDA/销售收入	26.55%	26.15%	24.98%	25.55%
其他负债	1119.60	1577.51	1693.16	1809.85	营运能力				
负债合计	2356.73	2335.14	2543.86	2738.68	总资产周转率	0.38	0.43	0.50	0.54
股本	802.21	802.21	802.21	802.21	固定资产周转率	3.43	3.69	3.80	3.81
资本公积	2347.76	2347.76	2347.76	2347.76	应收账款周转率	2.96	4.12	6.23	6.32
留存收益	998.87	1214.78	1526.90	1968.02	存货周转率	1.69	2.27	2.67	2.65
归属母公司股东权益	4183.71	4364.76	4676.88	5117.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.93%	—	—	—
少数股东权益	426.91	561.88	721.10	902.41	资本结构				
股东权益合计	4610.62	4926.64	5397.98	6020.40	资产负债率	33.83%	32.16%	32.03%	31.27%
负债和股东权益合计	6967.35	7261.77	7941.84	8759.07	带息债务/总负债	32.00%	41.21%	37.83%	35.14%
					流动比率	1.44	2.38	2.36	2.45
					速动比率	1.14	1.99	1.98	2.07
					股利支付率	6.77%	43.80%	38.10%	31.38%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.48	0.63	0.80
					每股净资产	5.22	5.44	5.83	6.38
					每股经营现金	0.61	1.10	0.77	0.97
					每股股利	0.02	0.21	0.24	0.25
业绩和估值指标									
EBITDA	619.35	802.90	943.87	1155.51					
PE	39.19	28.61	21.80	17.10					
PB	2.63	2.52	2.35	2.15					
PS	4.71	3.58	2.91	2.43					
EV/EBITDA	17.88	13.25	11.17	8.93					
股息率	0.17%	1.53%	1.75%	1.84%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn