



2020-04-19

公司点评报告

买入/维持

东诚药业 (002675)

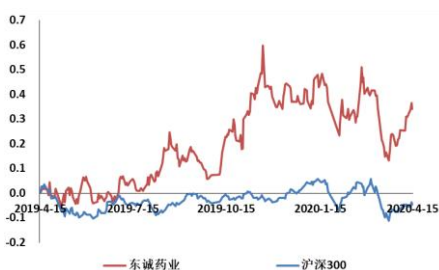
目标价: 21.31

昨收盘: 15.20

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

东诚药业 (002675): 核药业务持续发力, 继续看好长期发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	80200/66200
总市值/流通(百万元)	12200/10100
12个月最高/最低(元)	18.09/10.07

相关研究报告:

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: S1190518100001

事件: 公司发布 2019 年年报, 实现营业收入 29.93 亿元(+28.29%), 归母净利润 1.55 亿元(-44.83%), 经营活动产生的现金流量金额为 6.96 亿元(+41.42%)。同时发布 2020 年一季报, 实现营业收入 7.14 亿元(+33.61%), 归母净利润 7387 万元(+14.49%)。

核素药物稳健增长, 核药房全国化布局持续推进

2019 年公司核素药物收入 10.62 亿元(+22.02%), 继续快速增长。分公司来看, 云克药业收入 4.53 亿元(+15%), 归母净利润 1.08 亿元(+25%); 云克药业不断加强学术研究与推广, 相继发表云克注射液治疗类风湿关节炎和骨代谢异常相关疼痛病专家共识, 为长期增长蓄力。安迪科收入 3.85 亿元(+29%), 净利润 1.32 亿元(+25%), 其中 18F-FDG 收入预计近 3 亿元(+30%); 19 年新增柳州、聊城、石家庄、广州四个核药中心, 核药房数量达到 13 个, 15 个在建, 未来每年将新增 5-6 个核药中心, 预计未来三年内公司投入运营的核药中心将超过 30 个, 实现核药房全国化布局。东诚欣科核心子公司上海欣科收入 2.84 亿元(+11%), 净利润 5911 万元(+20%), 主要受益于碘-125 籽源、C14 胶囊等稳健增长。

肝素原料药量价齐升, 那曲肝素继续高速增长

2019 年公司原料药收入 11.29 亿元(+21.6%), 毛利率 25.96% (+1.33pp)。其中肝素原料药受非洲猪瘟影响, 价格上涨, 销量 23630.43 亿单位(+17.08%), 创历史新高。截至 20 年 Q1, 母公司报表存货为 5.59 亿元, 为历史最高水平, 我们推测公司肝素粗品储备充足, 肝素价格目前仍保持高位, 未来 2-3 年仍有望保持高景气度, 持续贡献业绩。中泰生物收入 1.27 亿元(+30%), 归母净利润 2175 万元(+88%)。制剂收入 6.85 亿元(+52%), 样本医院数据显示那屈肝素钙收入 2.84 亿元(+216%), 继续高速增长。

商誉减值等负面影响为一次性, 有利于公司长远发展

公司 2019 年归母净利润下滑, 主要是由于 1) 中泰生物、大洋制药商誉分别减值 1.06 亿元和 0.66 亿元; 2) 支付安迪科股权对价等导致公允价值变动损失 6986 万元, 于 2018 年相比增加 5473 万元。不考虑上述因素后, 公司 2019 年主业实际实现净利润约为 3.7 亿元(1.55 亿元+1.72 亿元+0.5 亿元*85%), 剔除安迪科并表因素后同比增长约

28%, 符合预期。我们认为商誉减值和公允价值变动对公司长期影响有限, 原因: 1) 大洋制药和中泰生物近年来业绩表现一般, 此前两公司商誉合计约 4 亿元, 本次减值后大洋制药剩余商誉仅为 1800 余万元, 中泰生物剩余商誉为 2.12 亿元, 2019 年中泰生物业绩出现恢复性增长, 未来商誉减值风险有所降低, 我们认为通过本次商誉减值大幅减轻了未来的业绩压力; 2) 支付股权对价款对公司业绩的负面影响为一次性, 且有利于长远发展。未支付的股权对价确认为金融负债, 并且会随着安迪科利润业绩增长持续增值, 每年都会产生公允价值损失, 持续拖累公司业绩。偿还后有助于减少对业绩的压力。假设 3.15 亿元对价款全部采用贷款支付, 按 4-5% 利率计算, 每年将增加约 1200-1500 万利息费用, 减少净利润约 1300 万; 但由于偿还了金融负债, 减少非经常性损失 2400 万, 实际增加净利润约 1000 多万, 略微增厚了公司利润, 对 20 年及以后业绩有正面影响。

1 季度业绩为年内低点, 对全年业绩影响有限

20 年 Q1 母公司报表 (主要为肝素原料药和部分硫酸软骨素业务) 收入 4.37 亿元 (+132.83%), 利润 4900 万元 (+522%), 我们认为公司肝素原料药业务 1 季度仍保持了较快增长。合并报表收入和利润增速均慢于母公司报表, 我们认为主要是由于疫情导致核药、普通制剂等销售下滑引起。随着国内医院诊疗秩序回归正常, 预计核药、普通制剂等在 2 季度起将重新进入增长轨道, 疫情对全年业绩影响有限。

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, 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, 铟 [^{99m}Tc] 标记药物和 ¹⁸F-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, PETCT 规划配置 710 台以内, 新增 377 台。长期来看。在疫情过后政府会加大在医疗设备领域的投资, 补齐短板。长期来看, 目前中国 PET-CT 保有量约为 400-500 台, 距离 WHO 建议的每百万人拥有 1 台仍有较大差距 (中国应配置 1400 台), 设备的增长将持续带动检查量提升进而带动 ¹⁸F-FDG 等核药增长。未来公司也将不断引进核药新品种丰富自身产品管线, 公司长期增长无忧。预计公司 20-22 年收入分别为 34.01/39.35/45.10 亿元, 增速分别 14%/16%/15%; 归母净利润 4.53/5.70/6.88 亿元, 增速分别为 193%/26%/21%; EPS 分别为 0.56/0.71/0.86 元, PE 分别为 27/21/18。公司属于优质赛道中性价比较高的核药龙头, 给予 21 年 30X 估值, 一年期目标价 21.31 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 原料药波动影响整体净利润; 核药增速不及预期。

东诚药业盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
一.核医药板块								
收入	367	590	987	1167	1290	1650	2013	2418
yoy		61%	67%	18%	11%	28%	22%	20%
净利润	147	192	332	406	463	604	737	895
yoy		30%	73%	22%	14%	30%	22%	21%
贡献母公司利润	77	110	210	280	331	436	545	674
yoy		43%	91%	33%	18%	32%	25%	24%
1.云克药业(持股52.11%)								
收入	300	320	392	453	476	619	712	818
yoy		7%	23%	15%	5%	30%	15%	15%
净利润	134	141	166	207	217	282	325	373
yoy		5%	18%	25%	5%	30%	15%	15%
贡献母公司利润	70	73	86	108	113	147	169	195
yoy		4%	18%	25%	5%	30%	15%	15%
2.安迪科 (18年并表)								
收入	185	260	298	385	425	530	648	792
yoy		41%	15%	29%	11%	25%	22%	22%
其中: 18F-FDG	146	185	220	280	350	455	573	717
yoy		26%	19%	27%	25%	30%	26%	25%
其他 (代理加速器)	39	75	78	105	75	75	75	75
净利润	66	83	106	132	165	215	271	338
yoy		25%	28%	25%	25%	30%	26%	25%
贡献母公司利润		6	88	132	165	215	271	338
yoy				50%	25%	30%	26%	25%
3.东诚欣科 (16年并表, 主要经营主体上海欣科, 持股51%)								
收入	67	270	297	329	349	401	453	508
yoy		306%	10%	11%	6%	15%	13%	12%
净利润	13	51	60	67	71	82	92	103
yoy			19%	11%	6%	15%	13%	12%
贡献母公司利润	7	31	36	40	42	49	55	62
yoy			16%	11%	6%	15%	13%	12%
4.其他 (引进/在研品种)								
收入					40	100	200	300
贡献母公司利润					10	25	50	80
二.普通制剂 (北方制药+大洋)								
收入		231	451	685	822	981	1177	1413
yoy			96%	52%	20%	20%	20%	20%
贡献母公司利润		37	46	32	38	53	65	79
yoy			23%	-30%	20%	38%	22%	22%
三.原料药								
收入		775	928	1129	1290	1304	1319	1336
贡献母公司利润		117	150	200	224	226	229	232
其中: 1.母公司API(肝素钠+硫酸软骨素+其他小品种)								
收入		702	830	1002	1150	1150	1150	1150
净利润		105	138	178	200	200	200	200
2.中泰生物(70%股权)								
收入		73	98	127	140	154	169	186
yoy			35%	30%	10%	10%	10%	10%
贡献母公司利润		12	12	22	24	26	29	32
四.母公司费用等								
其他收入			5	12				
贡献母公司利润		-92	-113	-125	-140	-145	-150	-155
五.金融负债公允价值变动								
贡献母公司利润		-5	-13	-59	0	0	0	0
六.商誉减值								
贡献母公司利润		0	0	-172	0	0	0	0
七.合计:								
收入	1158	1596	2333	2993	3401	3935	4510	5167
yoy		38%	46%	28%	14%	16%	15%	15%
贡献母公司利润	131	173	280	155	453	570	688	830

公司重点核药在研品种进度

产品	适应症	进度
氟[18F]化钠注射液	肿瘤骨转移诊断	即将开展临床试验
[188Re]-HEDP	肿瘤骨转移镇痛	临床 II B期试验
Flutemetamol(18F)注射液	阿尔茨海默病	申报临床
氟[18F]洛贝平注射液	阿尔茨海默病	获批临床
钇90树脂微球	肝癌	临床前研究
18F-FP-CIT	帕金森症	完成技术文件转移, 即将申报
99mTc标记美罗华	乳腺癌前哨淋巴结显像	技术资料已接近完成, 将注册申报

资料来源: 米内网, 公司公告

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。