2020 年 10 月 26 日
公司研究●证券研究报告

东诚药业（002675.SZ）

公司快报

核药优质赛道龙头，业绩稳步恢复

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年三季报，2020 前三季度实现营业收入 25.77 亿元，同比增长 18.49%；实现归母净利润 3.38 亿元，同比增长 21.27%；实现扣非净利润 3.28 亿元，同比增长 12.43%。总体来看，公司制剂、核药业务受新冠疫情影响较大，随着疫情控制，前三季度业绩基本符合预期。

- **Q3 业绩平稳增长，盈利能力快速修复：分季度看，**公司 Q3 实现营收 9.31 亿元，同比增长 9.75%；归母净利润 1.19 亿元，同比增长 18.12%，公司 Q3 业绩保持稳定增长。由于四季度猪肉出栏价下降，预计猪小肠价格将逐步下降，价格变化预计到明年会传导到肝素原料药。**盈利能力方面，**公司 2020 前三季度毛利率为 51.49%，同比下降 8.06pct，对比 H1 增长 2.86pct；毛利率下降主要公司制剂、核素药等高毛利产品仍受到疫情一定的影响。公司三费均保持优秀水平，增速明显低于收入增长。公司 2020 前三季度净利率为 16.11%，同比下降 1.14pct。公司盈利能力总体保持稳定，制剂、核素药等高附加值产品将在四季度加速恢复，全年盈利能力有望恢复去年水平。

- **核素药高壁垒优质赛道，核药房为核心稀缺标的：**核药房是中短半衰期核素药生产、配送的中心，也是短半衰期核素药唯一的销售途径。公司十分看重核药房的建设，将核药房网络的建设题设到战略层面。公司已在北上广、南京、武汉等 20 个城市建立了配送服务中心和药品生产基地，在建 15 个，预计未来每年建成速度在 5-6 家，可完成对全国约 93.5%人口的覆盖，形成全面的核素药生产、配送一体化核医学解决方案。国内目前仅有东诚和同辐拥有成型的核药房网络，公司的布局和进度略好于同辐。由于核药房在管理、技术、环保等方面的高要求，准入门槛高。包括国外医药公司在内的短半衰期核素药产品均需要核药房进行配送，核药房未来前景十分良好。**核素药产品方面，**安迪科旗下的 18F-FDG 注射液为公司短半衰期重点产品，市场占有率在 40%以上。随着 PETCT 配置证的下放和公司核药房网络的落地，在需求侧和供给侧持续优化，预计在 2021 年开始快速放量，我们预计安迪科收入增速可达 35-45%。云克注射剂为公司另一重要产品，占核素药收入 30%以上，未来增速可维持 15%左右。尿素[14C]胶囊、碘[I125]籽源等其他核素药产品预计增速在 25%左右。

- **与 GE 合作，加强核药龙头地位：**10 月 21 日，公司全资子公司安迪科与通用电气药业（GE）签署协议，授权安迪科在国内生产销售锝[99mTc]替曲磷注射液，该产品为 SPECT 检测冠心病的心肌灌注显像剂，是目前欧美、日本心肌灌注主要核药产品之一。此外，子公司北京欣科与 GE 签署进口分销协议，将在中国非独家进口和经销注射用亚锡替曲膦。与 GE 的合作将进一步稳固公司在国内核药领域的龙头地位。

- **管线逐渐丰富，新药落地时间可期：**公司持续加强研发投入，丰富研发管线，实现了从单电子核药到正电子核药，从检测性核药到治疗性核药的全面覆盖。目前公司

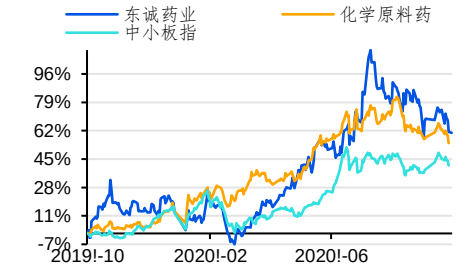
医药 | 化学原料药 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-26)	21.65 元

交易数据

总市值（百万元）	17,367.94
流通市值（百万元）	14,770.66
总股本（百万股）	802.21
流通股本（百万股）	682.25
12 个月价格区间	12.70/29.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.8	-10.38	6.57
绝对收益	-10.8	-7.33	49.6

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

报告联系人 徐梓煜
xuziyu@huajinsc.cn
02120377063

相关报告

东诚药业：疫情短期影响公司业绩，长期看好核药优质赛道 2020-08-07

东诚药业：商誉减值拖累 19 年业绩，长期看好核药潜力 2020-04-20

东诚药业：Q1 业绩维持高增长，核心业务成长动力强劲 2019-04-24

东诚药业：核药并购稳步推进，双寡头格局初步形成 2018-03-30

东诚药业：入股中硼联康，核药有望走得更远 2017-12-20

研发管线有多个品种，其中铼[188Re]依替膦酸盐注射液Ⅱb 期临床试验顺利进行中，受试者正在按照预期计划入组，预计明年初可进入临床 III 期，预计可在 2022 年末上市。氟化钠注射剂已完成临床试验前期准备工作，下半年将开展临床 III 期试验。此外公司还有氟基甲酯基托烷注射液、钇 90 树脂微球、FAI-PSMA 等多个储备项目。受到疫情影响，公司新药研发时间可能延长，但仍在有序进行中。丰富的研发管线给公司带来极大的增量成长空间。

- **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 4.17 亿元、6.15 亿元和 8.93 亿元，同比增长分别为 169.8%、47.2%和 45.3%；对应 PE 分别为 42 倍、28 倍和 20 倍。我们看好公司核医学和制剂产品的成长能力，维持“买入-B”评级。
- **风险提示：**研发速度不及预期；核药房建设速度不达预期；原料药贸易战风险；商誉减值风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,333	2,993	3,616	4,850	6,426
YoY(%)	46.2	28.3	20.8	34.1	32.5
净利润(百万元)	280	155	417	615	893
YoY(%)	62.4	-44.8	169.8	47.2	45.3
毛利率(%)	57.3	59.4	61.1	64.3	67.2
EPS(摊薄/元)	0.35	0.19	0.52	0.77	1.11
ROE(%)	8.4	6.1	12.5	15.8	19.0
P/E(倍)	61.9	112.3	41.6	28.3	19.5
P/B(倍)	4.2	4.0	3.9	3.4	3.0
净利率(%)	12.0	5.2	11.5	12.7	13.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2869	3078	4142	5629	6919
现金	911	825	1579	2119	2807
应收票据及应收账款	966	1002	1376	1813	2411
预付账款	17	47	30	73	63
存货	604	888	837	1290	1294
其他流动资产	371	317	321	335	343
非流动资产	4099	4217	4456	4913	5441
长期投资	23	24	34	45	54
固定资产	761	770	996	1394	1859
无形资产	243	255	278	301	318
其他非流动资产	3071	3167	3147	3174	3209
资产总计	6967	7295	8598	10542	12360
流动负债	1993	2432	3270	4294	4750
短期借款	475	557	2023	2092	2802
应付票据及应付账款	237	582	365	803	616
其他流动负债	1282	1292	882	1399	1331
非流动负债	**363**	**84**	**96**	**121**	**150**
长期借款	279	6	18	43	72
其他非流动负债	84	78	78	78	78
负债合计	2357	2516	3366	4415	4900
少数股东权益	427	486	723	1076	1600
股本	802	802	802	802	802
资本公积	2348	2322	2322	2322	2322
留存收益	999	1115	1481	1970	2547
归属母公司股东权益	4184	4293	4510	5051	5860
负债和股东权益	6967	7295	8598	10542	12360

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	493	696	148	1201	877
净利润	389	294	654	968	1416
折旧摊销	84	99	91	126	173
财务费用	68	57	56	98	141
投资损失	-29	-15	-17	-19	-20
营运资金变动	-86	37	-658	1	-867
其他经营现金流	67	225	22	28	33
投资活动现金流	73	-210	-336	-592	-714
筹资活动现金流	4	-553	-525	-139	-185

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.35	0.19	0.52	0.77	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.87	0.18	1.50	1.09
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.35	5.62	6.30	7.31

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2333	2993	3616	4850	6426
营业成本	996	1217	1406	1734	2107
营业税金及附加	28	32	42	57	74
营业费用	574	833	968	1315	1735
管理费用	144	167	230	295	391
研发费用	65	89	105	142	187
财务费用	68	57	56	98	141
资产减值损失	19	-172	0	0	0
公允价值变动收益	-15	-68	-22	-28	-33
投资净收益	29	15	17	19	20
营业利润	468	394	803	1201	1777
营业外收入	5	3	6	4	5
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	470	396	808	1204	1780
所得税	81	102	154	235	364
税后利润	389	294	654	968	1416
少数股东损益	108	139	236	354	524
归属母公司净利润	280	155	417	615	893
EBITDA	573	504	942	1400	2029

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	46.2	28.3	20.8	34.1	32.5
营业利润(%)	48.8	-15.8	104.0	49.5	47.9
归属于母公司净利润(%)	62.4	-44.8	169.8	47.2	45.3
获利能力					
毛利率(%)	57.3	59.4	61.1	64.3	67.2
净利率(%)	12.0	5.2	11.5	12.7	13.9
ROE(%)	8.4	6.1	12.5	15.8	19.0
ROIC(%)	7.5	5.8	10.4	14.1	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	33.8	34.5	39.1	41.9	39.6
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.5
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	4.5	3.0	3.0	3.0	3.0
估值比率					
P/E	61.9	112.3	41.6	28.3	19.5
P/B	4.2	4.0	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	31.5	35.1	19.5	13.1	9.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn