

2021年04月30日

东诚药业 (002675.SZ)

公司快报

核素药业务恢复良好，看好核药优质赛道龙头

医药 | 化学原料药 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-04-29)

19.09 元

交易数据

总市值(百万元)	15,314.27
流通市值(百万元)	13,024.10
总股本(百万股)	802.21
流通股本(百万股)	682.25
12个月价格区间	15.37/29.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.57	13.24	-13.67
绝对收益	-1.24	4.37	17.82

分析师

 魏贇
 SAC 执业证书编号: S0910521040001
 weiyun@huajinsec.com

分析师

 王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.com
 021-20377036

报告联系人

 徐梓煜
 xuziyu@huajinsec.com
 02120377063

相关报告

东诚药业：核药优质赛道龙头，业绩稳步恢复 2020-10-27

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

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年报，公司全年实现营业收入 34.19 亿元，同比增长 14.24%；归母净利润 4.18 亿元，同比增长 170.02%；实现扣非净利润 3.94 亿元，同比增长 103.76%；经营性现金净额 5.73 亿元，同比下降 17.78%。公司 2019 年计提商誉减值和公允价值损失合计 2.21 亿元。剔除商誉减值影响，2020 年归母净利润同比增长 11.2%。公司同时公布 2021 一季报，2021Q1 实现营业收入 8.90 亿元，同比增长 24.76%；归母净利润 0.67 亿元，同比下降 9.44%。

◆ **业绩总体受到疫情影响，下半年开始加速恢复。分业务看，核素药业务**实现营收 9.30 亿元，同比下降 12.43%，业绩下降主要因为受到疫情影响，上半年入院人数明显下降导致，随着下半年疫情控制，收入基本达到 2019 年同期水平。其中因为 18F-FDG 为肿瘤临床检测刚需产品，安迪科业务恢复情况良好，全年营收 4.18 亿元，同比增长 8.79%；云克注射液业务受到病房管控影响较大，全年营收 3.44 亿元，同比下降 24.01%。**原料药业务**实现营收 17.88 亿元，同比增长 48.57%，业绩高增速因为 2020 年上半年肝素原料药价格受到生猪涨价影响而提升，外加原料药销售量提升所致。**制剂业务**实现营收 2.46 亿元，同比下降 5.36%，主要因为受到疫情影响，那屈肝素钙注射液销售放缓。**分季度看**，2021Q1 公司原料药、制剂、核素药板块收入增速分别为 16.8%、-11.22%、89.4%，其中 18F-FDG 和云克注射液收入增速分别达 77.97%和 86.18%。制剂短期仍受影响，核药恢复情况良好。**总体来看**，公司业绩从三季度开始恢复，随着国内疫情的控制和疫苗接种率的提升，预计 2021 年核素药和制剂板块将恢复高增速。

◆ **盈利能力受到疫情和产品结构影响，2021 年有望恢复常态。**公司全年毛利率为 49.73%，同比下降 9.62pct；毛利率下降主要因为公司制剂、核素药等高毛利产品仍受到疫情影响较大，同时低毛利原料药产品收入占比提升 12.76pct 至 50.48%。**费用率方面**，公司三费均保持优秀水平，合计费用率同比降低 6.49pct。**总的来看**，公司 2020 年净利率提升 5.33pct 至 15.14%，对比 2019 年下降 1.53pct。公司盈利能力总体保持稳定，随着制剂、核素药等高附加值产品总体恢复情况良好，盈利能力有望恢复常规水平。

◆ **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、武汉等城市投入使用单光子核药房 7 个，正电子核药房 14 个，在建正电子核药房 14 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，我们预计在疫情影响消除后，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。

- ◆ **达成多项合作，加强核药龙头地位。**2020 年 10 月安迪科与 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。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磷。安迪科收购并增资米度，加强公司核素药研发和转化能力。2021 年 2 月公司和 APRINOIA（新旭生计）达成优先股认购协议。旭日生计专注神经退行性疾病的核素治疗，其中 18F-APN-1607 在国内处于 III 期临床。与 GE、旭日生计等的合作将进一步稳固公司在国内核药领域的龙头地位，形成协同效应。
- ◆ **核素药研发管线不断丰富，新药落地时间可期。**公司持续加强研发投入，2020 年研发费用同比增加 30.71%。公司丰富研发管线，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，PK/PD 期临床同步开展，预计 2021 年年可进入临床 III 期，预计在 2022 年末上市。氟化钠注射剂目前已开展 8 个临床中心。锝[99mTc]替曲磷产品即将向 CDE 提交注册申报资料。此外公司还有氟基甲酯基托烷注射液、钇 90 树脂微球、18FAI-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，2021 年将开始恢复正常推进。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 2021 年至 2023 年营收分别为 40.20 亿元、46.41 亿元和 54.92 亿元，同比增长分别为 17.6%、15.5%和 18.3%；归母净利润分别为 4.90 亿元、6.29 亿元和 7.83 亿元，同比增长分别为 17.3%、28.4%和 24.6%；对应 PE 分别为 31 倍、24 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,993	3,419	4,020	4,641	5,492
YoY(%)	28.3	14.2	17.6	15.5	18.3
净利润(百万元)	155	418	490	629	783
YoY(%)	-44.8	170.0	17.3	28.4	24.6
毛利率(%)	59.4	49.7	57.2	58.7	60.4
EPS(摊薄/元)	0.19	0.52	0.61	0.78	0.98
ROE(%)	6.1	10.4	13.2	14.6	15.9
P/E(倍)	99.0	36.7	31.3	24.3	19.5
P/B(倍)	3.6	3.4	3.2	2.9	2.6
净利率(%)	5.2	12.2	12.2	13.6	14.3

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)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3078	2945	4012	4518	5353	营业收入	2993	3419	4020	4641	5492
现金	825	716	1463	1690	1999	营业成本	1217	1719	1720	1918	2176
应收票据及应收账款	1002	990	1352	1352	1847	营业税金及附加	32	31	45	50	57
预付账款	47	38	61	53	82	营业费用	833	743	956	1072	1281
存货	888	974	889	1189	1169	管理费用	167	182	223	255	301
其他流动资产	317	227	246	234	255	研发费用	89	109	125	146	172
非流动资产	4217	4448	4661	4838	5071	财务费用	57	52	59	55	43
长期投资	24	26	35	42	48	资产减值损失	-172	0	0	0	0
固定资产	770	876	1080	1254	1462	公允价值变动收益	-68	1	-22	-26	-29
无形资产	255	279	300	316	327	投资净收益	15	9	17	17	15
其他非流动资产	3167	3267	3246	3226	3234	营业利润	394	609	888	1138	1448
资产总计	7295	7393	8672	9356	10424	营业外收入	3	5	4	4	4
流动负债	2432	1897	2728	2684	2812	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	557	457	988	914	667	利润总额	396	611	889	1140	1450
应付票据及应付账款	582	719	583	869	779	所得税	102	94	166	220	286
其他流动负债	1292	721	1157	901	1366	税后利润	294	517	724	921	1163
非流动负债	84	531	455	377	293	少数股东损益	139	100	234	292	380
长期借款	6	449	373	295	211	归属母公司净利润	155	418	490	629	783
其他非流动负债	78	82	82	82	82	EBITDA	504	753	1018	1291	1608
负债合计	2516	2428	3183	3061	3105						
少数股东权益	486	497	731	1023	1403	主要财务比率					
股本	802	802	802	802	802	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2322	2321	2321	2321	2321	成长能力					
留存收益	1115	1332	1690	2054	2377	营业收入(%)	28.3	14.2	17.6	15.5	18.3
归属母公司股东权益	4293	4468	4758	5271	5916	营业利润(%)	-15.8	54.7	45.7	28.3	27.2
负债和股东权益	7295	7393	8672	9356	10424	归属于母公司净利润(%)	-44.8	170.0	17.3	28.4	24.6
						获利能力					
						毛利率(%)	59.4	49.7	57.2	58.7	60.4
						净利率(%)	5.2	12.2	12.2	13.6	14.3
						ROE(%)	6.1	10.4	13.2	14.6	15.9
						ROIC(%)	5.8	9.9	11.9	14.1	16.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	34.5	32.8	36.7	32.7	29.8
						流动比率	1.3	1.6	1.5	1.7	1.9
						速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	3.0	3.4	3.4	3.4	3.4
						应付账款周转率	3.0	2.6	2.6	2.6	2.6
						估值比率					
						P/E	99.0	36.7	31.3	24.3	19.5
						P/B	3.6	3.4	3.2	2.9	2.6
						EV/EBITDA	31.1	21.3	15.7	12.3	9.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	696	573	850	860	1223
净利润	294	517	724	921	1163
折旧摊销	99	106	104	129	157
财务费用	57	52	59	55	43
投资损失	-15	-9	-17	-17	-15
营运资金变动	37	-83	-41	-253	-154
其他经营现金流	225	-11	22	26	29
投资活动现金流	-210	-531	-321	-315	-405
筹资活动现金流	-553	-141	-312	-245	-261
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.52	0.61	0.78	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.71	1.06	1.07	1.52
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.57	5.93	6.57	7.37

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

魏贇、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.huajinsec.cn