

公司研究

持续深耕核医学全产业链，一季度核药恢复强劲增长

——东诚药业（002675.SZ）2020 年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：20.65 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

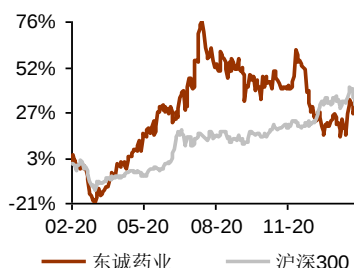
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.02
总市值(亿元):	165.66
一年最低/最高(元):	15.41/29.60
近 3 月换手率:	34.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.77	3.12	25.76
绝对	8.68	4.03	26.67

资料来源：Wind

要点

事件：

- 1) 公司发布 2020 年报，营业收入 34.19 亿元，同比+14.24%；归母净利润 4.18 亿元，同比+170.02%；扣非归母净利润 3.94 亿元，同比+103.76%；经营性净现金流 5.73 亿元，同比-17.78%；EPS 0.52 元；业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2021 年一季报，营业收入 8.90 亿元，同比+24.76%；归母净利润 0.67 亿元，同比-9.44%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比-10.47%；经营性净现金流 1.48 亿元，同比+43.83%；EPS 0.08 元；业绩符合市场预期。

点评：

2020 年核药与制剂业务受到疫情冲击，肝素钠原料药收入大幅增长：2020Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 7.14/9.33/9.31/8.42 亿元，同比+33.61%/17.66%/9.75%/2.94%；归母净利润 0.74/1.45/1.19/0.80 亿元，同比+14.49%/27.91%/18.12%/164.07%；扣非归母净利润 0.72/1.44/1.14/0.65 亿元，同比+4.53%/20.11%/8.83%/164.90%。分业务板块来看：

- **核药产品：**营业收入 9.30 亿元，同比-12.44%；毛利 7.54 亿元，毛利率 81.06%，同比下降 3.92pp。分子公司来看：
 - **安迪科：**营业收入 4.18 亿元，同比+8.79%。受疫情影响，2020Q1 销售下滑幅度较大，Q2 经营情况出现好转，Q3 已恢复至同期水平，Q4 已较同期出现增长。
 - **云克药业：**营业收入 3.44 亿元，同比-24.01%。上半年，受各地疫情防控对慢性病住院患者统筹安排的影响，云克业务订单量有所下滑；下半年通过线上医师注册计划，开发新客户，锁定病患，拓宽销售渠道，同时继续进行深度学术推广、市场学术活动，云克产品的销量的得到有效的提升。
 - **上海欣科：**营业收入 2.35 亿元，同比-17.22%。主要是新冠疫情导致医院客流量下降，因此收入有所下滑。
- **原料药相关产品：**营业收入 17.26 亿元，同比+52.90%；毛利 3.71 亿元，毛利率 21.48%，同比下降 4.48pp。主要是受非洲猪瘟叠加疫情的影响，肝素钠产品较 2019 年销量及收入增长明显。
- **制剂产品：**营业收入 6.36 亿元，同比-7.05%；毛利 5.33 亿元，毛利率 83.76%，同比上升 2.03pp。主要是随着带量采购、医保支付方式改革等政策的落地，制剂产品的销售面临压力加大，同时新冠疫情导致国内医院手术量受到很大影响，导致重点产品注射用那曲肝素钙增速放缓。

持续深耕核药全产业链布局，综合性核药大平台未来可期：2020 年广东回旋核药房投入运营，使公司短半衰期药物核药房投入运营 14 个，长半衰期药物核药房投入运营 7 个，生产配送平台进一步完善；全资子公司安迪科收购并增资米度生物，旨在利用其在分子影像技术中特色示踪技术的优势，精准定量、定性地确定新药的靶向准确性及药物的有效性，为公司创新药物的决策确定及研发管线的战略规划奠定基础，并为公司核药在研新药提供一站式 CRO 服务，进一步促进公司在研新药转化效率。

持续加大力度投入研发，逐步转型创新驱动：2020 年，公司研发投入 1.26 亿元，同比+30.71%，占营收的比例为 3.68%，其中费用化 1.09 亿元，研发费用率 3.20%。2021 年 2 月，公司与 APRINOIA 签署了《C 系列优先股认购协议》，其诊断阿尔兹海默症的 ^{18}F -APN-1607 目前在国内处于 III 期临床阶段；2020 年 GE 授权安迪科在中国大陆申请并持有药品注册证书、并在约定区域内生产、经销 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 替曲磷注射液，该产品是目前欧美、日本心肌灌注主要核药产品之一；2020 年安迪科引进北京肿瘤医院的前列腺癌和乳腺癌诊断产品，公司将获得 ^{18}F -PSMA-BCH-ZL 分子探针产品和 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ -SLN-F 分子探针产品在全球的专利、临床开发与注册、生产和市场销售的独家权利；氟化钠注射液骨扫描显像剂临床试验工作已启动；铼 ^{188}Re 依替膦酸盐注射液处于 II b 期临床试验阶段。各个研发项目稳步推进，未来公司将逐步进入创新驱动增长的全新发展阶段。

2021Q1 核药高增长，肝素毛利率下降和加大研发投入拖累利润增速：一季度公司的核药业务收入 2.45 亿元，同比+89.40%，其中 ^{18}F -FDG 收入同比+77.97%，云克注射液收入同比+86.18%；原料药业务收入 5.10 亿元，同比+16.80%；制剂业务收入 1.18 亿元，同比-11.22%，估计是注射用那屈肝素钙等产品面临带量采购的压力。利润出现负增长的原因主要包括：①毛利率下降至 39.47%，同比下降 6.12pp，主要是肝素钠粗品受非洲猪瘟影响采购价格上升，导致单位销售成本上升；②公司大力投入研发，研发费用 0.31 亿元，同比增加 69.77%。随着医院客流量恢复，盈利能力强的核药产品放量，我们预计 2021 年公司整体业绩将保持稳健增长。

盈利预测、估值与评级：考虑到非洲猪瘟可能会对公司的肝素原料药业务产生不利影响，下调 2021-2022 年归母净利润预测为 5.07/6.35 亿元（原预测为 5.63/6.99 亿元，分别下调 10%/9%），新增预测 2023 年归母净利润为 8.05 亿元，同比增长 21.39%/25.29%/26.72%，按最新股本测算 EPS 为 0.63/0.79/1.00 元，现价对应 PE 分别为 33/26/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：PETCT 等设备装机量低于预期；核药房布局建设低于预期；肝素原料药价格波动的风险。

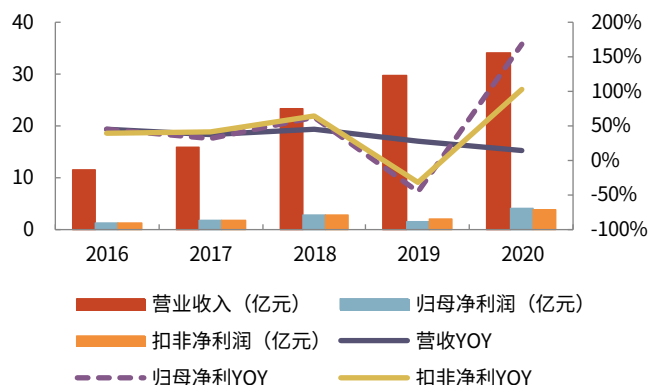
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,993	3,419	3,850	4,303	4,796
营业收入增长率	28.29%	14.24%	12.59%	11.77%	11.48%
净利润（百万元）	155	418	507	635	805
净利润增长率	-44.83%	170.02%	21.39%	25.29%	26.72%
EPS（元）	0.19	0.52	0.63	0.79	1.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.60%	9.35%	10.57%	12.29%	14.25%
P/E	107	40	33	26	21
P/B	3.9	3.7	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

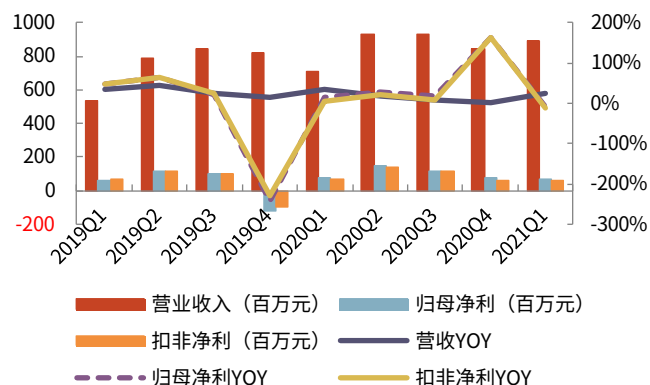
1、 附录

图 1：公司 2016-2020 年收入利润情况



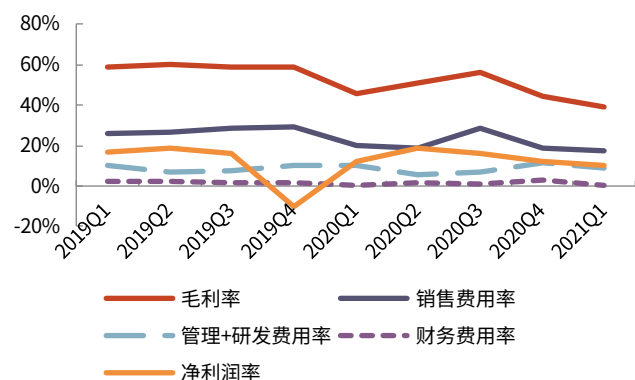
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021Q1 单季度收入利润情况



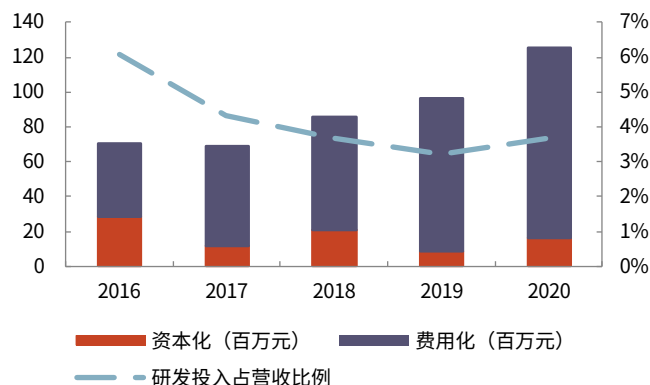
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 3：公司 2019-2021Q1 单季度利润率和费用率情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 4：公司 2016-2020 年研发投入情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

表 1：公司在研产品进展（截至 2020 年报期）

序号	研发产品	研发进度
1	氟化钠注射液骨扫描显像剂	临床试验工作已启动，目前已开展 8 个临床中心，病人在持续入组过程中
2	99mTc 标记替曲膦产品	前期资料已整理完毕，即将向 CDE 提交注册申报资料
3	铈[188Re]依替膦酸盐注射液	II b 期临床试验中，PK/PD 期临床同步开展，受试者正在按照预期计划入组。
4	18F-FP-CIT 产品	已完成药理学研究和药理毒理补充工作，即将提交 IND 申请。
5	99mTc 标记美罗华产品	目前正在开展药理学研究补充工作
6	18FAI-PSMA 产品	目前正在开展药理学研究工作
7	放射性微球研发项目	已完成药学研究，目前正在进行 Pre-INDmeeting 的相关药理药效、药代动力学、安全性等临床前生物学评价的准备工作。
8	抗凝新靶点化学创新药 DCP118	已获得国家专利局专利授权批准
9	那屈肝素钙注射液	即将提交 ANDA 申请
10	依诺肝素钠注射液	即将提交 ANDA 申请
11	达肝素钠注射液	即将提交 ANDA 申请

资料来源：公司年报、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,993	3,419	3,850	4,303	4,796
营业成本	1,217	1,719	1,762	1,878	2,005
折旧和摊销	96	103	98	112	127
税金及附加	32	31	41	45	51
销售费用	833	743	926	1,019	1,123
管理费用	167	182	197	208	221
研发费用	89	109	150	181	212
财务费用	57	52	16	3	-6
投资收益	15	9	18	18	18
营业利润	394	609	783	969	1,205
利润总额	396	611	785	971	1,207
所得税	102	94	121	149	185
净利润	294	517	664	822	1,022
少数股东损益	139	100	157	186	216
归属母公司净利润	155	418	507	635	805
EPS (元)	0.19	0.52	0.63	0.79	1.00

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	696	573	917	1,116	1,205
净利润	155	418	507	635	805
折旧摊销	96	103	98	112	127
净营运资金增加	-470	405	-20	-52	63
其他	916	-353	332	420	209
投资活动产生现金流	-210	-531	-336	-287	-287
净资本支出	-134	-249	-254	-255	-255
长期投资变化	24	26	0	0	0
其他资产变化	-100	-308	-81	-32	-32
融资活动现金流	-553	-141	-335	-441	-344
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-299	129	-144	-183	-28
无息负债变化	459	-218	82	128	33
净现金流	-72	-103	247	388	574

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	59.4%	49.7%	54.2%	56.4%	58.2%
EBITDA 率	31.4%	22.4%	22.9%	25.5%	27.6%
EBIT 率	28.1%	19.3%	20.4%	22.8%	25.0%
税前净利润率	13.2%	17.9%	20.4%	22.6%	25.2%
归母净利润率	5.2%	12.2%	13.2%	14.8%	16.8%
ROA	4.0%	7.0%	8.5%	9.9%	11.3%
ROE (摊薄)	3.6%	9.3%	10.6%	12.3%	14.3%
经营性 ROIC	12.0%	9.6%	11.0%	13.5%	15.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	33%	30%	28%	26%
流动比率	1.27	1.55	1.71	1.95	2.24
速动比率	0.90	1.04	1.25	1.52	1.85
归母权益/有息债务	5.07	4.57	5.76	7.95	9.07
有形资产/有息债务	5.17	4.51	5.73	8.05	9.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,295	7,393	7,816	8,324	9,024
货币资金	825	716	962	1,351	1,924
交易性金融资产	222	118	118	87	68
应收帐款	986	972	991	997	1,001
应收票据	15	18	28	31	35
其他应收款 (合计)	24	11	29	32	36
存货	888	974	849	769	698
其他流动资产	66	93	115	137	162
流动资产合计	3,078	2,945	3,139	3,455	3,976
其他权益工具	99	99	99	99	99
长期股权投资	24	26	26	26	26
固定资产	770	876	962	1,037	1,101
在建工程	346	410	412	414	416
无形资产	171	193	239	283	327
商誉	2,567	2,600	2,600	2,600	2,600
其他非流动资产	63	42	63	63	63
非流动资产合计	4,217	4,448	4,677	4,869	5,047
总负债	2,516	2,428	2,366	2,312	2,317
短期借款	557	457	135	0	0
应付账款	86	185	151	161	172
应付票据	496	534	515	549	586
预收账款	125	0	125	140	156
其他流动负债	0	12	16	21	26
流动负债合计	2,432	1,897	1,831	1,772	1,772
长期借款	6	449	449	449	449
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	61	65	70	75
非流动负债合计	84	531	535	540	545
股东权益	4,779	4,966	5,450	6,012	6,707
股本	802	802	802	802	802
公积金	2,461	2,502	2,553	2,617	2,697
未分配利润	977	1,151	1,406	1,719	2,123
归属母公司权益	4,293	4,468	4,795	5,171	5,649
少数股东权益	486	497	655	841	1,058

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	27.83%	21.74%	24.06%	23.69%	23.40%
管理费用率	5.57%	5.34%	5.12%	4.84%	4.60%
财务费用率	1.92%	1.51%	0.41%	0.06%	-0.12%
研发费用率	2.96%	3.20%	3.91%	4.20%	4.41%
所得税率	26%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.25	0.32	0.40	0.50
每股经营现金流	0.87	0.71	1.14	1.39	1.50
每股净资产	5.35	5.57	5.98	6.45	7.04
每股销售收入	3.73	4.26	4.80	5.36	5.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	107	40	33	26	21
PB	3.9	3.7	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	19.3	24.3	21.0	16.9	14.0
股息率	1.2%	1.2%	1.6%	1.9%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

原点资产