

核药在研管线丰富，龙头成长空间广阔

买入（维持）

2021年06月14日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003

021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,419	4,033	4,678	5,382
同比（%）	14.2%	18.0%	16.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	418	506	633	796
同比（%）	170.0%	21.0%	25.2%	25.7%
每股收益（元/股）	0.52	0.63	0.79	0.99
P/E（倍）	40.38	33.37	26.65	21.20

投资要点

■ **投资逻辑：**公司业务包括核药、原料药及制剂三大板块，其中核药毛利占比 2019 年超过 50%，我们预计 21 年很可能达到 70%。作为国内核药双寡头之一，公司未来有望充分受益于 PET-CT 配置增长带来的终端需求提升。在研产品丰富， ^{188}Re -HEDP 注射液、氟 ^{18}F 化钠注射液、 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记替曲膦等重磅品种研发持续推进，中长期成长空间广阔。

■ **持续加大核药布局，构建全产业链：**2015 年之前，公司以肝素钠原料药、硫酸软骨素为主营业务。2015 年公司收购云克药业后开始切入核药板块，进一步收购了 GMS（现东诚欣科）、益泰医药、南京安迪科、米度，打造了从诊断用核药到治疗用核药的全产业链体系。2021 年公司参股 APRINOIA Therapeutics，目标公司用于诊断阿尔茨海默的 PET 示踪剂 ^{18}F -APN-1607 正在美国与台湾同步进行二期临床试验，并于 2020 年 10 月在中国获得三期临床批件。未来 APRINOIA Therapeutics 在中国的 CMO 业务将独家委托给公司实施；在中国所需要的 CSO 和 CRO 服务同等条件下将优先委托给公司实施。

■ **国内 PET-CT 配置规划增加，驱动 ^{18}F -FDG 终端需求提升：**2019 年底国内正电子设备累计装机量达到 427 台，2020 年卫健委调整 2018-2020 年大型医用设备配置规划数量，其中 PET-CT 和 PET-MR 规划总数达到 884 台、82 台，合计 996 台，较 2019 年年底装机量翻倍。由于疫情影响，我们预计将于今明两年完成装机。2020 年 PET-CT 显像剂 ^{18}F -FDG 样本医院销售额为 1.4 亿元，同比增长 20.5%，目前只有三家生产厂商，竞争格局较好，其中公司全资子公司安迪科 2020 年样本医院市场份额为 30.6%。目前公司已投入运营 14 个正电子为主的核药房，正在建设 14 个正电子核药房，我们预计其中 5 个左右将在今年投入运营。2020 年安迪科实现净利润 1.2 亿元，我们预计未来三年有望实现高速增长。

■ **重磅品种研发有序推进，打开中长期成长空间：**储备产品包括 ^{188}Re -HEDP 注射液、氟 ^{18}F 化钠注射液、 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记替曲膦等。其中 ^{188}Re -HEDP 注射液正处于 IIb 期临床试验阶段，2023 年有望实现有条件批准上市。中国 2020 年新发癌症 457 万人，其中乳腺癌、前列腺癌、肺癌等多种癌症均易发生骨转移，市场空间广阔。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 40.33 亿、46.78 亿和 53.82 亿元，归母净利润分别为 5.06 亿、6.33 亿和 7.96 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元和 0.99 元。当前股价对应 PE 估值分别为 33X、27X 和 21X。考虑到 1、未来国内 PET-CT 配置增加提升终端需求；2、公司在研产品丰富，成长空间广阔，参考可比公司估值，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产品研发注册不及预期；市场竞争加剧风险；肝素钠原料药价格大幅波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.03
一年最低/最高价	17.58/29.24
市净率(倍)	3.72
流通 A 股市值(百万元)	14347.85

基础数据

每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	33.05
总股本(百万股)	802.21
流通 A 股(百万股)	682.25

相关研究

- 1、《东诚药业（002675）：Q3 业绩符合预期，核药逐渐恢复》2020-10-27
- 2、《东诚药业（002675）：业绩增长加速，核药受疫情影响较大》2020-08-08

内容目录

1. 东诚药业：核药+原料药+制剂三大板块共同发展.....	4
1.1. 原料药起家，并购后启动核药板块	4
1.2. 业绩稳步增长，21 年 Q1 核药恢复态势明显	5
2. 国内 PET-CT 配置规划增加，驱动 ^{18}F -FDG 终端需求提升	6
3. 重磅品种研发有序推进，打开中长期成长空间	8
3.1. 重磅品种铼[^{188}Re]依替膦酸盐注射液，2023 年有望获批上市	9
3.2. 参股 APRINOIA Therapeutics，布局阿尔茨海默症诊断	10
4. 盈利预测与估值	12
5. 风险提示	13

图表目录

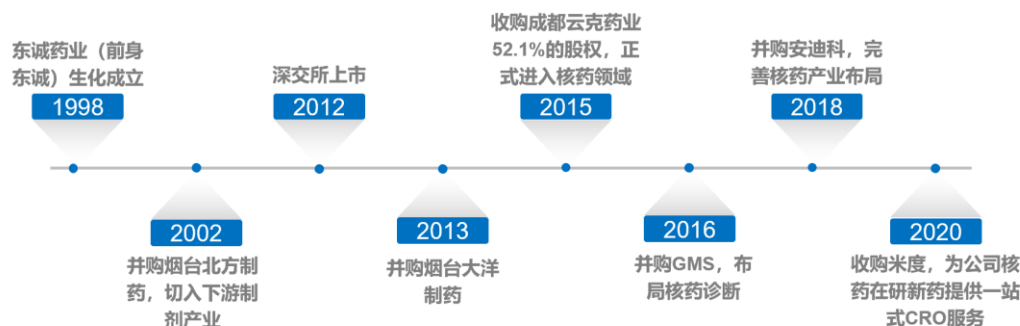
图 1: 东诚药业发展历程.....	4
图 2: 公司业务布局.....	4
图 3: 东诚药业股权结构.....	5
图 4: 东诚药业营业收入.....	5
图 5: 东诚药业归母净利润.....	5
图 6: 东诚药业收入构成.....	6
图 7: 东诚药业毛利构成.....	6
图 8: 东诚药业主营业务毛利率.....	6
图 9: 东诚药业净利率和期间费用率.....	6
图 10: ^{18}F -FDG 样本医院销售金额	8
图 11: 2020 年 ^{18}F -FDG 样本医院竞争格局	8
图 12: 2020 年全球癌症患者人数 (单位: 万人)	9
图 13: 部分癌症的骨转移率.....	9
图 14: 1985-2018 年我国阿尔茨海默病合并患病率	11
图 15: 2015-2050 我国阿尔茨海默病患者人数趋势	11
图 16: Tau 蛋白 (黄色) 在阿尔茨海默症患者大脑中分布.....	11
图 17: 早期临床阶段阿尔茨海默病患者的 Tau PET 脑部扫描 (绿色) 准确预测 1-2 年后通过 MRI 测量的脑萎缩位置 (洋红色)	11
图 18: APRINOIA Therapeutics 研发管线	12
表 1: 2018-2020 年大型医学影像设备规划	7
表 2: 公司在研核药产品 (截至 2020 年年报)	8
表 3: 不同放射性核素的物理性质.....	10
表 4: ^{188}Re -HEDP 在不同肿瘤中的应答率	10
表 5: 可比公司估值.....	13

1. 东诚药业：核药+原料药+制剂三大板块共同发展

1.1. 原料药起家，并购后启动核药板块

东诚药业成立于1988年，2012年5月在深交所上市。2015年之前，公司以肝素钠原料药、硫酸软骨素的研究、生产与销售为主营业务。2015年公司收购云克药业后开始切入核药板块，随后公司在核药领域进一步扩张，依次收购了GMS（现东诚欣科）、益泰医药、南京安迪科、米度，经过多年耕耘，已打造从诊断用核药到治疗用核药的全产业链体系。

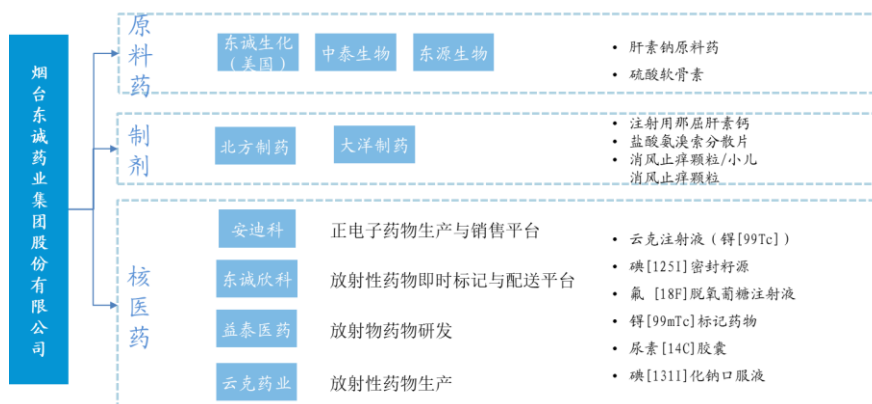
图 1：东诚药业发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前业务主要分为核药、制剂和原料药三大板块，其中原料药以是肝素钠和硫酸软骨素为主，制剂主要由子公司北方制药和大洋制药生产，核药由子公司云克药业、安迪科、东诚欣科以及益泰医药生产。

图 2：公司业务布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

股权结构方面，截止 2021 年一季报，董事长由守谊直接持有公司 10.09% 的股份，通过烟台东益生物控制公司 15.57% 的股权，通过厦门鲁鼎思诚控制公司 0.38% 的股权，合计直接或间接控制公司 26.04% 的股份，是公司的实际控制人。

图 3：东诚药业股权结构（截至 2021 年一季报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业绩稳步增长，21 年 Q1 核药恢复态势明显

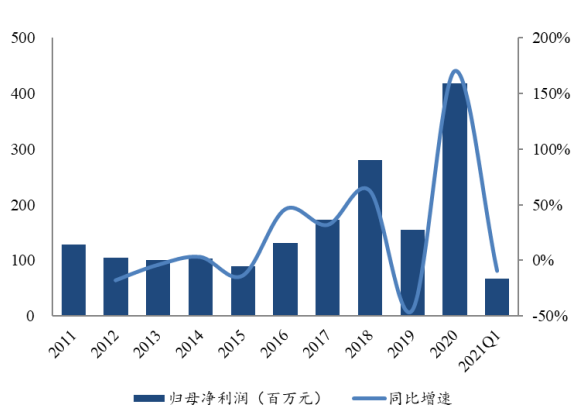
公司业绩情况：自 2012 年公司上市以来，公司业绩一直保持稳健增长。2020 年面对新冠疫情，公司三大板块均受到不同程度的影响，但在公司全体员工的努力下，公司 2020 年仍实现收入 34.19 亿元，同比增长 14.2%。2012-2020 年复合增长率为 24.62%。2021 年 Q1 实现收入 8.90 亿元，同比增长 24.8%。2021Q1 实现归母净利润 6690 万元，同比下降 9.4%，2012-2020 年复合增长率为 18.8%。

图 4：公司营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司归母净利润

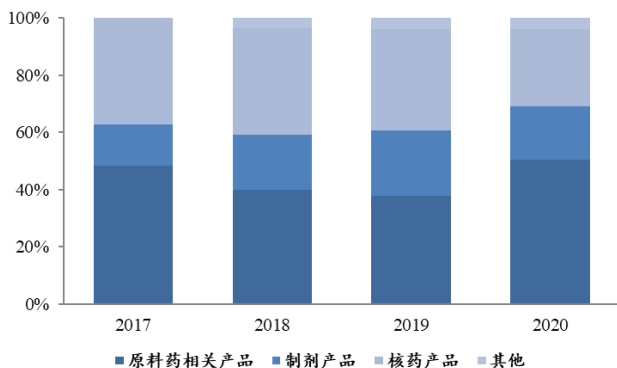


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主营业务结构：过去几年，原料药一直是公司最大的收入来源，而核药收入 2017-2019 年占比均在 35% 以上。毛利方面，2017-2019 年核药产占比均超过 50%，是公司主要的盈利来源。2020 年受新冠疫情影响，公司核药业务收入和毛利占比均有不同程

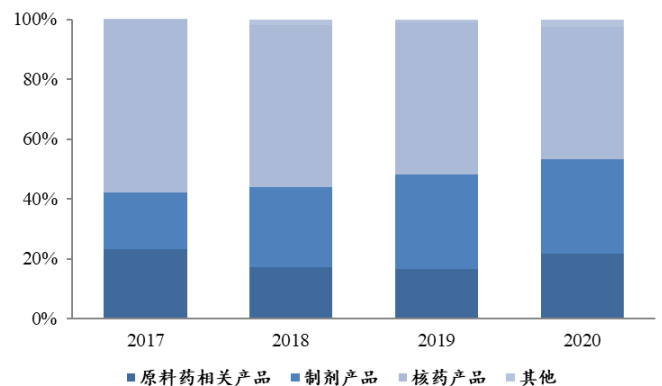
度下滑。随着疫情逐渐得到控制,公司核药业务2021Q1大幅增长,收入同比增长89.4%,我们预计全年收入和毛利占比有望回到2019年之前水平。

图 6: 东诚药业收入构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

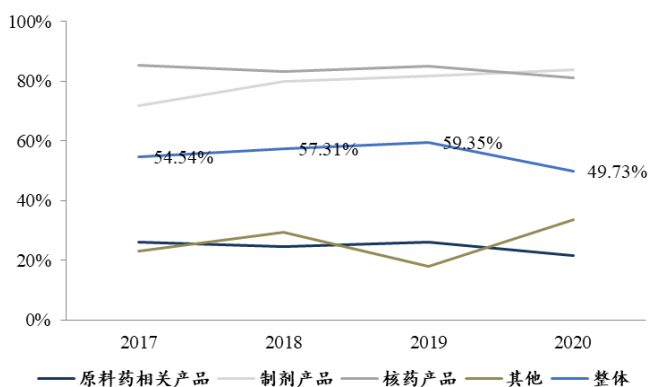
图 7: 东诚药业毛利构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

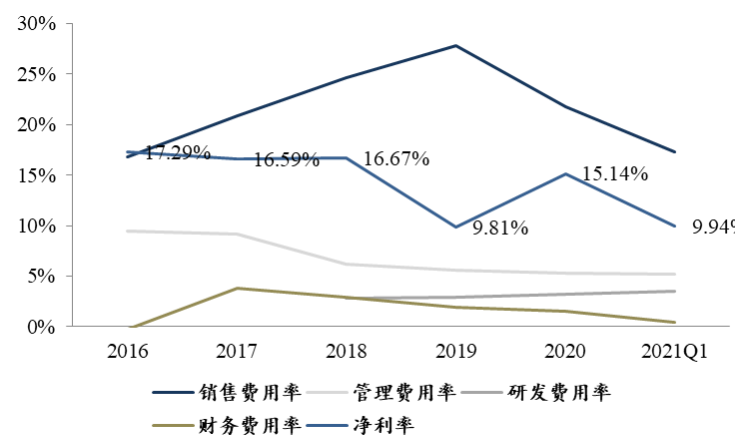
盈利能力: 公司各业务毛利率保持相对平稳, 2020 年由于受非洲猪瘟叠加疫情的影响, 导致生猪出栏量减少, 毛利率水平相对较低的肝素钠产品收入大幅增长, 导致公司整体毛利率出现一定下滑。

图 8: 东诚药业主营业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 东诚药业净利率和期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 国内 PET-CT 配置规划增加, 驱动 ^{18}F -FDG 终端需求提升

PET 指以发射正电子的放射性核素作为发射体, 称为正电子发射型计算机断层显像, 是目前核医学领域最高水平的临床检查影像技术。通过将短半衰期的放射性核素标记到各种生命所需的化合物、代谢产物或类似物上而不改变它们的生物活性, 且可以参与人体的生理、生化代谢过程, 因而能够深入分子水平反映人体的生理、生化过程。PET-CT 将 PET 与 CT 融为一体, 由 PET 提供病灶详尽的功能与代谢等分子信息, 而 CT 提供病灶的精确解剖定位, 一次显像可获得全身各方位的断层图像, 具有灵敏、准确、特异及定位精确等特点, 可一目了然的了解全身状况, 达到早期发现病灶和诊断疾病的目的。

2018 年 3 月国家卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录》，大型医用设备配置许可管理权限进一步放开。2020 年 7 月 31 日，卫健委对《2018-2020 年大型医用设备配置规划数量分布表》进行调整，其中 PET-CT (含 PET) 规划总数由调整前的 710 台增加至 884 台，新增数目由调整前的 377 台增加至 551 台。

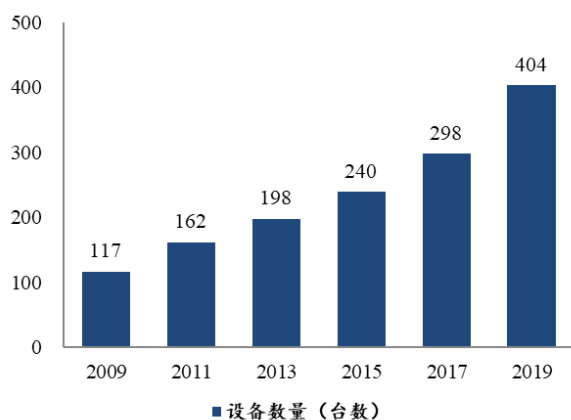
表 1: 2018-2020 年大型医学影像设备规划

设备名称	2020 年底规划配置 (台, 调整前)	2020 年底规划配置 (台, 调整后)	新增配置 (台, 调整前)	新增配置 (台, 调整后)
质子治疗肿瘤系统	10	16	10	16
正电子发射型磁共振成像系统 (PET/MR)	33	82	28	77
高端放射治疗设备	216	216	188	188
X 线正电子发射断层扫描仪 (PET/CT, 含 PET)	710	884	377	551
内窥镜手术器械控制系统 (手术机器人)	197	268	154	225
64 排及以上 X 线计算机断层扫描仪 (64 排及以上 CT)	8119	9338	3535	4754
1.5T 及以上磁共振成像系统 (1.5T 及以上 MR)	9846	10713	4451	5318
直线加速器 (含 X 刀)	3162	3405	1208	1451
伽玛射线立体定向放射治疗系统	254	296	146	188

数据来源: 卫健委, 东吴证券研究所

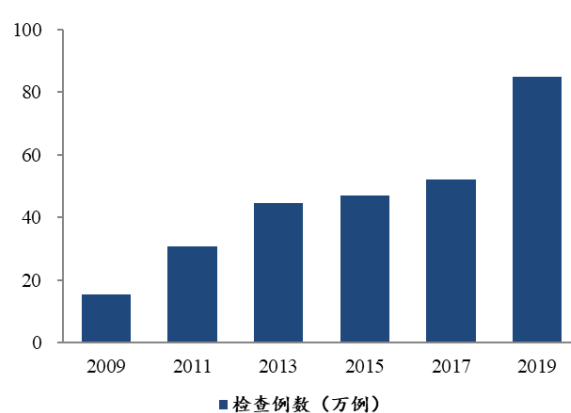
根据 2020 年中国核医学普查, 正电子显像设备 (PET, PET-CT, PET-MR) 装机量近年来呈加速增长趋势, 2019 年底累计装机数量达到 427 台, 2020 年新的 PET-CT 规划总数达到 884 台, PET-MR 规划总数达到 82 台, 合计 996 台, 较 2019 年底装机量翻倍, 我们预计将在 2021 年完成装机, 国内核素诊断试剂有望加速增长。根据 2020 年中国核医学普查, 2019 年我国正电子检查总例数为 85 万例, 较 2017 年 52 万例大幅增长, 未来增长有望提速。

图 10: 我国正电子设备装机台数



数据来源: 中国核医学普查, 东吴证券研究所

图 11: 我国正电子检查例数

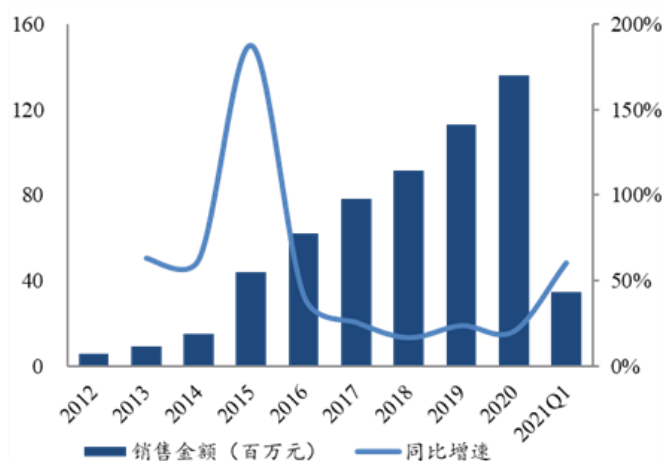


数据来源: 中国核医学普查, 东吴证券研究所

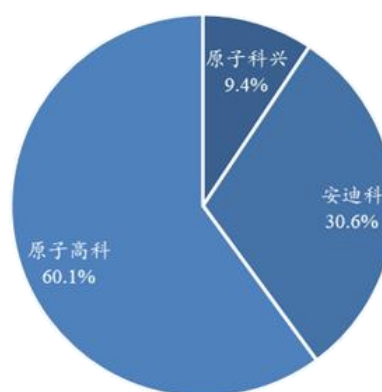
^{18}F -FDG 全名氟 [^{18}F] 脱氧葡萄糖注射液, 正电子核素 ^{18}F 标记在葡萄糖而成。 ^{18}F -

FDG 在体内代谢可准确反映体内器官/组织的葡萄糖代谢水平，是目前正电子发射断层显像（PET）及 PET-CT 显像主要显像剂。随着 PET-CT 在肿瘤及神经退行性疾病的诊断与治疗的作用越来越明显， ^{18}F -FDG 市场规模保持快速增长。根据 PDB 数据，2020 年 ^{18}F -FDG 样本医院销售额为 1.4 亿元，同比增长 20.5%，我们预计未来随着国内 PET-CT 配置数量增加，市场规模有望进一步扩大。

根据 PDB 数据，国内 ^{18}F -FDG 目前只有三家生产厂商，竞争格局较好，其中公司全资子公司安迪科 2020 年样本医院市场份额为 30.6%。目前公司已投入运营 14 个正电子为主的核药房，正在建设 14 个以正电子为主的核药房，公司预计未来三年内基本覆盖国内 93.5% 人口的核医学的需求。我们认为，未来公司 ^{18}F -FDG 产品有望充分受益于 PET-CT 配置增加带来的行业高景气度，持续增厚公司利润。

图 12: ^{18}F -FDG 样本医院销售金额

数据来源：PDB，东吴证券研究所

图 13: 2020 年 ^{18}F -FDG 样本医院竞争格局

数据来源：PDB，东吴证券研究所

3. 重磅品种研发有序推进，打开中长期成长空间

公司高度重视研发创新，研发投入不断加大。公司核素药物以东诚安迪科核药技术研发中心、东诚云克核药技术研发中心、东诚欣科核药技术研发中心、东诚益泰核药技术研发中心为基础，组成放射性药物精准诊疗研发平台，目前平台下主要研发产品有 ^{188}Re -HEDP 注射液，主要用于恶性肿瘤骨转移的镇痛治疗，具有广阔的市场前景，是少数几个治疗恶性肿瘤骨转移的核素药物之一，目前处于 IIb 期临床试验中。氟 ^{18}F 化钠注射液为恶性肿瘤骨转移诊断骨扫描显像剂，目前已完成临床试验前期准备工作，预计下半年将陆续获得多中心伦理批件，加速受试者入组。钇 90 树脂微球，主要用于肝癌的治疗，目前正在开展药理药效、药代动力学、安全性等临床前生物学评价工作。放射性药物精准诊疗研发平台药物的不断丰富，有效的公司提升了公司的核心竞争力。

表 2: 公司在研核药产品（截至 2020 年年报）

研发产品	研发进度
氟 ^{18}F 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

^{99m} Tc 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
铼[¹⁸⁸ Re]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。
¹⁸ F-FP-CIT 产品	已完成授权引进的技术文件转移，下一步将进行药学研究和药理毒理补充工作，并探索豁免或减少临床的可能
^{99m} Tc 标记美罗华产品	目前正开展药学研究补充工作
¹⁸ FAI-PSMA 产品	目前正开展药学研究工作
放射性微球研发项目	已完成药学研究，目前正在进行 Pre-IND meeting 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

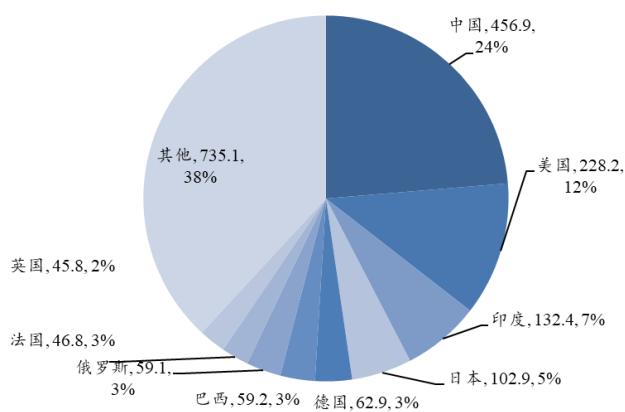
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 重磅品种铼[¹⁸⁸Re]依替膦酸盐注射液，2023 年有望获批上市

根据世界卫生组织国际癌症研究机构(IARC)最新发布的《2020 年全球最新癌症负担数据》显示：2020 年全球新发癌症病例 1929 万例，其中中国新发癌症 457 万人，占全球 23.7%，高居全球第一。

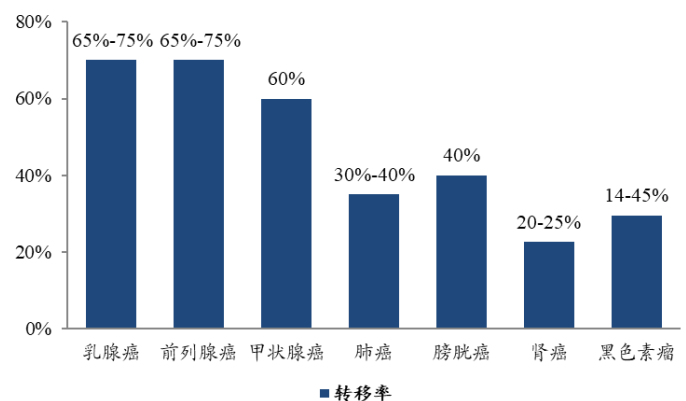
骨转移是某些原发于骨组织以外的恶性肿瘤经血行转移至骨组织引起的以骨损害、疼痛为主要表现的疾病。乳癌、肺癌、前列腺癌等都易发生骨转移。另外，肿瘤患者接受手术或其他非放射性治疗后，仍有一半以上的患者继续忍受严重的骨痛。因此肿瘤骨转移疼痛的治疗仍然是临床医师面临的主要挑战。

图 14：2020 年全球癌症患者人数（单位：万人）



数据来源：IRAC，东吴证券研究所

图 15：部分癌症的骨转移率



数据来源：《Bone metastases: an overview》，东吴证券研究所

外放射治疗可用于治疗骨转移疼痛，但扩大照射野的外放射治疗毒副作用较大如骨髓抑制明显、胃肠道症状等。因此临床上常使用骨靶向的放射性药物内照射治疗。以往常用的骨靶向放射性药物有 ⁸⁹Sr、³²P，此两种药物可较长时间地发射 β 射线，但不发射 γ 射线而不能进行显像。近年来较为常见的 ¹⁵³Sm 虽然可作显像，但需要反应堆产生，

并且半衰期也较短，不易保存。

核素 ^{188}Re 能发射高能 β 射线，最大 β 粒子能量可达 2.1MeV，具有肿瘤细胞杀伤作用；同时还可发射 155KeV 的 γ 射线，可用于显像，便于临床上治疗用药剂量、评价疗效等；此外 ^{188}Re 的半衰期也相对较短，为 16.9 小时，可降低对骨髓的抑制作用。因此， ^{188}Re 被称之为“理想的医疗核素”。

表 3：不同放射性核素的物理性质

放射性核素	半衰期	最大 β 能量 (MeV)	γ 能量 (KeV)	平均软组织穿透 (mm)
^{32}P	14.3 天	1.71	—	3.0
^{153}Sm	46.3h	0.81	103	0.6
^{89}Sr	50.6 天	1.46	—	2.4
^{188}Re	16.9h	2.12	155	3mm

数据来源：中国知网，万方，东吴证券研究所

依替膦酸盐 (HEDP) 是亲骨性化学药，作用明确、安全， ^{188}Re 与 HEDP 结合，利用 HEDP 的靶向亲骨作用，将 ^{188}Re 带到成骨活跃的癌症骨转移病灶，局部杀伤和抑制肿瘤细胞生长，达到缓解疼痛并改善患者生存质量的目的。根据《Rhenium-188 HEDP To Treat Painful Bone Metastases》研究结果， ^{188}Re -HEDP 在肺癌、前列腺、乳腺癌、膀胱癌、肾癌和鼻咽癌等患者中的完全或显著的疼痛缓解率均超过 50%。

表 4： ^{188}Re -HEDP 在不同肿瘤中的应答率

应答类型	肺癌 (n=26)	前列腺癌 (n=8)	乳腺癌 (n=6)	膀胱癌 (n=2)	肾癌 (n=2)	鼻咽癌 (n=2)	其他 (n=15)
完全	8 (31%)	4 (50%)	3 (50%)		1 (50%)		6 (40%)
显著	12 (46%)	3 (38%)	2 (33.3%)	2 (100%)		1 (50%)	7 (47%)
较小或没有	6 (23%)	1 (13%)	1 (17%)		1 (50%)	1 (50%)	2 (13.3%)
总体	20 (77%)	7 (88%)	5 (83%)	2 (100%)	1 (50%)	1 (50%)	13 (87%)

数据来源：《Rhenium-188 HEDP To Treat Painful Bone Metastases》，东吴证券研究所

公司子公司上海益泰拥有具有自主知识产权的 I 类创新药物——铼 [^{188}Re] 依替膦酸盐注射液 (^{188}Re -HEDP)。目前该药正处于 IIb 期临床试验，公司预计 2023 年有望实现有条件批准上市，未来将成为公司新的盈利增长点。

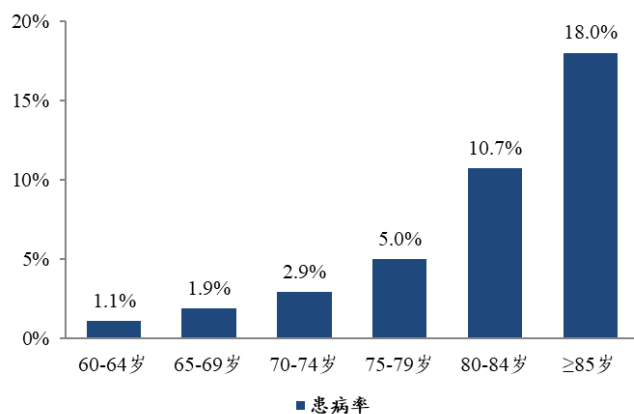
3.2. 参股 APRINOIA Therapeutics，布局阿尔茨海默症诊断

阿尔茨海默病 (AD) 是一种起病隐匿的进行性发展的神经系统退行性疾病。临床上以记忆障碍、失语、失用、失认、视空间技能损害、执行功能障碍以及人格和行为改变等全面性痴呆表现为特征，病因迄今未明，65 岁以后发病者，也被称为老年性痴呆。

我国人口老龄化严重，阿尔茨海默症越来越成为困扰我国的重要社会问题。根据

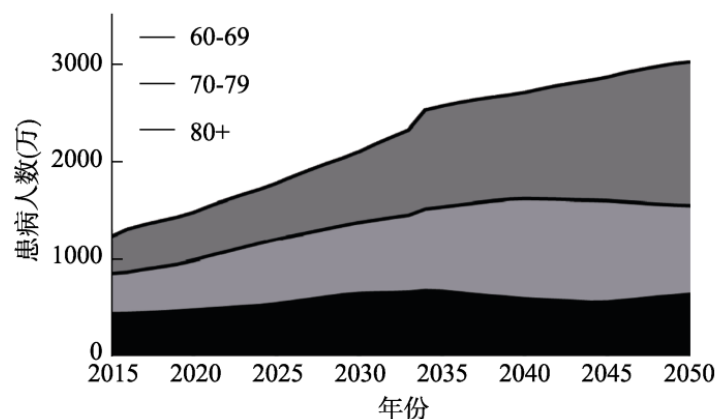
《2020-2050 年中国阿尔茨海默病患病情况预测研究》结果显示，中国 1985-2018 年 60 岁以上老年人阿尔茨海默病的合并患病率达到了 3.9%，其中 80 岁以上老人合并患病率高达 10.7%；随着中国老年人口的增加，预计未来 30 年我国阿尔茨海默病患者人数持续增长，2030 年将超过 2000 万人，2050 年将超过 3000 万人。

图 16: 1985-2018 年我国阿尔茨海默病合并患病率



数据来源：《2020-2050 年中国阿尔茨海默病患病情况预测研究》，东吴证券研究所

图 17: 2015-2050 我国阿尔茨海默病患者人数趋势



数据来源：《2020-2050 年中国阿尔茨海默病患病情况预测研究》，东吴证券研究所

β -淀粉样斑块和含 tau 的神经原纤维缠结是阿尔茨海默病 (AD) 的两个神经病理学标志，被认为在导致痴呆的神经退行性级联反应中起着至关重要的作用。2020 年发表在《Science Translational Medicine》上的一项研究显示，对病理性 tau 蛋白缠结的脑成像可以可靠地预测阿尔茨海默症患者未来一年或更早出现脑萎缩的位置。相比之下，过去一直是该疾病研究和药物开发焦点的淀粉样蛋白斑块的位置，被发现作用不大。2020 年 5 月，礼来的 Tauvid (flortaucipir F18) 成为首个得到 FDA 批准的 tau 病理成像剂。

Tau 蛋白的缠结除了是阿尔茨海默症的一种生物标记，也在一系列的神经退行性疾病观测到。这些疾病包含：额颞叶型失智症(FTD)、进行性核上眼神经麻痹症(PSP)、和大脑皮质基底核症候群患者(CBS)。

图 18: Tau 蛋白 (黄色) 在阿尔茨海默症患者大脑中分布

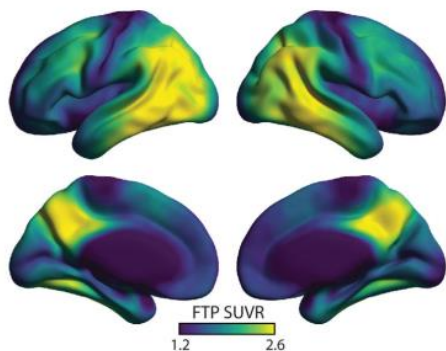
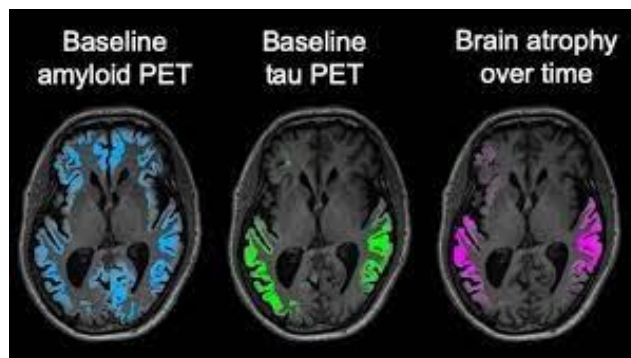


图 19: 早期临床阶段阿尔茨海默病患者的 Tau PET 脑部扫描 (绿色) 准确预测 1-2 年后通过 MRI 测量的脑萎缩位置 (洋红色)



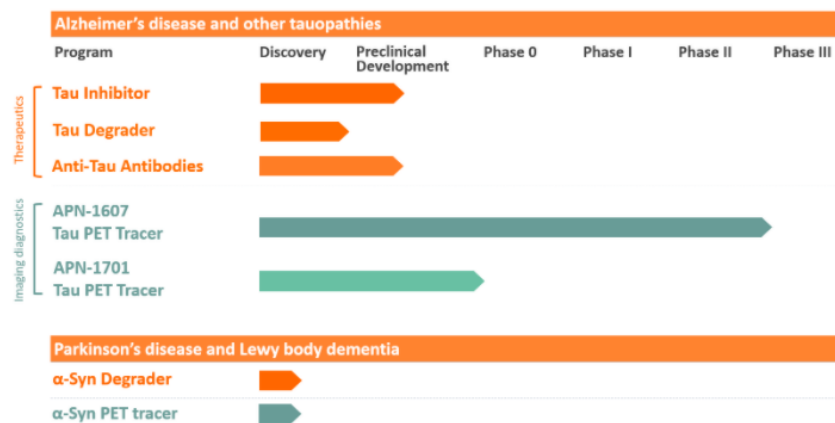
数据来源：《Prospective longitudinal atrophy in Alzheimer's disease correlates with the intensity and topography of baseline tau-PET》，东吴证券研究所

数据来源：《Prospective longitudinal atrophy in Alzheimer's disease correlates with the intensity and topography of baseline tau-PET》，REGENHEALTHSOLUTIONS，东吴证券研究所

2021 年年初公司以 1807.3 万美元认购 APRINOIA Therapeutics 增发的 86% 股份，同时在本轮投资交割前，按照公司可接受的条件购买目标公司原有股东部分股权，数量不低于 385.43 万股。本轮投资和员工期权发放完成后，公司预计持股比例将为 16%。

APRINOIA Therapeutics 针对神经退行性疾病，建立药物研发平台，进行对不同变异蛋白质有选择性的小分子化合物的药品开发。目前已有多项诊断与治疗性的放射性核素标记的化合物正在研发中。其中，用于 PET 影像诊断类药物 Tau 蛋白正电子摄影示踪剂 18F-APN-1607 是能够与脑内积蓄的 Tau 蛋白进行特异性结合从而实现诊断阿尔茨海默症的制剂。该产品在诊断过程中具有显著优势：1、靶优势点，可以实现更早诊断；2、化学结构专一性，18F-APN-1607 对 Tau 靶点专一性强。该产品目前已被美国食品药品监督管理局认定为“孤儿药”，正在美国与台湾同步进行二期临床试验；2020 年 10 月该产品在中国获得三期临床批件。

图 20: APRINOIA Therapeutics 研发管线



数据来源：APRINOIA Therapeutics 官网，东吴证券研究所

协议签署后，APRINOIA Therapeutics 在中国的 CMO（委外生产）业务将独家委托给公司实施；目标公司在中国所需要的 CSO（委外销售）和 CRO（委外研发）服务，同等条件下将优先委托给公司实施。本次投资有利于公司完善放射性药物平台的产品线，增加公司在核素药物研发、生产、配送等方面的协同效应，增强公司产品的核心竞争力。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 40.33 亿、46.78 亿和 53.82 亿元，归母净利润分别为 5.06 亿、6.33 亿和 7.96 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元和 0.99 元。当前股价对应 PE 估值分别为 33X、27X 和 21X。考虑到 1、未来国内 PET-CT 配置增加提升终端需求；2、公司在研产品丰富，成长空间广阔；同时我们选

取了港股中主营业务同为核药的中国同辐，以及 A 股中主营业务均为原料药和制剂的健友股份和普洛药业作为可比公司，参考可比公司估值，维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1763.HK	中国同辐	25.13	1.2	1.45	1.83	21	17	14
603707.SH	健友股份	43.89	1.17	1.55	1.96	38	28	22
000739.SZ	普洛药业	25.6	0.91	1.18	1.53	28	22	17
	平均值					29	22	18
	东诚药业		0.63	0.79	0.99	33	27	21

数据来源：Wind，东吴证券研究所，股价为 2020 年 6 月 11 日收盘价，中国同辐、健友股份、普洛药业盈利预测为 wind 一致预期 表中单位均为人民币，港币兑人民币汇率采用 0.82 计算。

5. 风险提示

1、产品研发注册不及预期

公司有多项在研项目，如果未来公司产品研发注册不及预期，可能造成公司未来收入增长放缓。

2、市场竞争加剧的风险

公司核药产品如 ^{18}F -FDG 等市场参与者较少，未来如果有新的进入者导致市场竞争加剧，可能造成公司销售收入不及预期。

3、肝素钠原料药价格大幅波动风险

肝素钠原料药价格受市场供需关系影响变动较大，如果未来肝素钠原料药价格过低，可能造成公司盈利不及预期风险。

东诚药业三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,945	3,989	3,843	5,261	营业收入	3,419	4,033	4,678	5,382
现金	716	1,022	949	1,577	减:营业成本	1,719	2,099	2,345	2,605
应收账款	990	1,360	1,366	1,769	营业税金及附加	31	37	42	49
存货	974	1,299	1,241	1,582	营业费用	743	807	936	1,076
其他流动资产	265	308	288	333	管理费用	182	222	257	296
非流动资产	4,448	4,637	4,809	4,975	研发费用	109	141	187	215
长期股权投资	26	27	28	30	财务费用	52	31	26	14
固定资产	876	1,051	1,211	1,362	资产减值损失	0	0	0	1
在建工程	410	397	389	385	加:投资净收益	9	10	10	10
无形资产	279	300	316	327	其他收益	27	30	30	30
其他非流动资产	2,857	2,861	2,866	2,871	资产处置收益	-1	0	0	0
资产总计	7,393	8,626	8,652	10,236	营业利润	609	738	926	1,167
流动负债	1,897	2,780	2,301	3,187	加:营业外净收支	2	2	0	-2
短期借款	457	457	457	457	利润总额	611	740	926	1,165
应付账款	719	870	905	1,067	减:所得税费用	94	114	142	179
其他流动负债	721	1,453	939	1,663	少数股东损益	100	121	151	190
非流动负债	531	454	376	289	归属母公司净利润	418	506	633	796
长期借款	449	372	294	207	EBIT	647	755	936	1,163
其他非流动负债	82	82	82	82	EBITDA	753	857	1,062	1,314
负债合计	2,428	3,234	2,677	3,476	重要财务与估值指标				
少数股东权益	497	618	769	959	每股收益(元)	0.52	0.63	0.79	0.99
归属母公司股东权益	4,468	4,773	5,206	5,801	每股净资产(元)	5.57	5.95	6.49	7.23
负债和股东权益	7,393	8,626	8,652	10,236	发行在外股份(百万股)	802	802	802	802
					ROIC(%)	12.2%	14.4%	16.2%	20.7%
					ROE(%)	10.4%	11.6%	13.1%	14.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	49.7%	48.0%	49.9%	51.6%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.2%	12.5%	13.5%	14.8%
经营活动现金流	573	872	515	1,234	资产负债率(%)	32.8%	37.5%	30.9%	34.0%
投资活动现金流	-531	-280	-287	-306	收入增长率(%)	14.2%	18.0%	16.0%	15.0%
筹资活动现金流	-141	-286	-301	-299	净利润增长率(%)	76.2%	21.0%	25.2%	25.7%
现金净增加额	-103	306	-73	629	P/E	40.38	33.37	26.65	21.20
折旧和摊销	106	102	126	151	P/B	3.78	3.53	3.24	2.91
资本开支	262	188	171	165	EV/EBITDA	23.33	20.21	16.46	12.91
营运资本变动	-83	123	-410	94					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>