

2021 年中报点评：业绩低于我们预期，短期业绩波动不改长期发展逻辑

买入（维持）

2021 年 07 月 28 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	3,906	4,538	5,307
同比（%）	14.2%	14.2%	16.2%	16.9%
归母净利润（百万元）	418	437	578	767
同比（%）	170.0%	4.6%	32.4%	32.6%
每股收益（元/股）	0.52	0.54	0.72	0.96
P/E（倍）	35.35	33.81	25.53	19.26

投资要点

■ **事件：**2021 年上半年公司实现营业收入 18.3 亿元，同比增长 10.9%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长减少 29.3%；实现扣非后归母净利润 1.5 亿元，同比减少 31.3%，业绩低于我们预期。

■ **原料药业务毛利率下降明显，制剂业务有所下滑：**2021 年上半年公司业绩下滑的主要原因是肝素钠成本上升叠加人民币兑美元升值，导致毛利率下降。其中原料药相关产品实现收入 10.5 亿元，同比增长 11.6%，毛利率为 14.07%，同比下降 11.63 个百分点；制剂产品实现收入 2 亿元，同比减少 25.7%，毛利率为 76.81%，同比下降 7.25 个百分点。

■ **核药业务高速增长，产业链布局完善：**2021 年上半年公司核药产品实现收入 5.3 亿元(+32%)，其中重点产品 ^{18}F -FDG 实现收入 1.9 亿元(同比+43%，下同)，云克注射液实现收入 1.7 亿元(+32%)，公司近年来重点打造从诊断用核药到治疗用核药的全产业链体系，全面布局诊疗一体化和精准医疗。公司核素药物产品丰富，包括诊断类正电子药物 ^{18}F -FDG、单光子药物 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记药物和其他药物尿素 ^{14}C 胶囊，治疗类药物云克注射液、碘 ^{125}I 密封籽源、碘 ^{131}I 化钠口服液等，同时，公司也通过加强与通用医疗、北京肿瘤医院等的合作，提前布局行业前沿的诊断类及治疗类核药品种，进一步完善核药产品线布局，满足市场对于精准诊疗的需求，我们认为核药业务未来有望持续保持高速增长，成为公司业绩增长的主要驱动力。

■ **研发顺利推进，布局阿尔兹海默诊断前景广阔：** ^{18}F -NaF 注射液临床试验进展顺利，截至 6 月底，临床病例入组数已接近一半；铼 ^{188}Re 依替膦酸盐注射液 II b 期临床试验病例入组已接近尾声。那屈肝素钙注射液已提交 ANDA 申请；其他创新研发项目进展正在按照预期计划进行。2021 年公司参股 APRINOIA Therapeutics，目标公司用于诊断阿尔兹海默的 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。本次投资有利于公司完善放射性药物平台的产品线，增强公司产品的核心竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到肝素钠成本上升及人民币兑美元升值，我们将 2021-2023 年 EPS 从 0.63/0.79/0.99 元下调至 0.54/0.72/0.96 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 34 倍、26 倍、19 倍，考虑到公司是国内核药龙头，未来成长空间广阔，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原料药价格大幅下降的风险；产品研发不及预期的风险；汇兑损益风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.41
一年最低/最高价	17.83/29.60
市净率(倍)	3.35
流通 A 股市值(百万元)	14768.77

基础数据

每股净资产(元)	5.49
资产负债率(%)	33.78
总股本(百万股)	802.21
流通 A 股(百万股)	734.65

相关研究

- 1、《东诚药业 (002675)：核药在研管线丰富，龙头成长空间广阔》2021-06-15
- 2、《东诚药业 (002675)：Q3 业绩符合预期，核药逐渐恢复》2020-10-27
- 3、《东诚药业 (002675)：业绩增长加速，核药受疫情影响较大》2020-08-08

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	3,905	3,731	5,065	营业收入	3,419	3,906	4,538	5,307
现金	716	1,045	847	1,440	减:营业成本	1,719	2,072	2,315	2,584
应收账款	990	1,285	1,358	1,733	营业税金及附加	31	35	41	48
存货	974	1,270	1,238	1,562	营业费用	743	781	908	1,061
其他流动资产	265	304	288	331	管理费用	182	215	250	292
非流动资产	4,448	4,591	4,761	4,954	研发费用	109	137	182	212
长期股权投资	26	27	28	30	财务费用	52	69	37	25
固定资产	876	1,017	1,173	1,344	资产减值损失	0	0	0	1
在建工程	410	385	377	382	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	8,495	8,492	10,018	营业利润	609	637	846	1,124
流动负债	1,897	2,738	2,296	3,158	加:营业外净收支	2	2	0	-2
短期借款	457	457	457	457	利润总额	611	639	846	1,122
应付账款	719	850	903	1,053	减:所得税费用	94	98	130	172
其他流动负债	721	1,431	936	1,648	少数股东损益	100	104	138	183
非流动负债	531	451	373	289	归属母公司净利润	418	437	578	767
长期借款	449	369	291	207	EBIT	647	654	857	1,124
其他非流动负债	82	82	82	82	EBITDA	753	755	980	1,272
负债合计	2,428	3,189	2,669	3,447	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	497	602	740	923	每股收益(元)	0.52	0.54	0.72	0.96
归属母公司股东权益	4,468	4,705	5,082	5,649	每股净资产(元)	5.57	5.86	6.34	7.04
负债和股东权益	7,393	8,495	8,492	10,018	发行在外股份(百万股)	802	802	802	802
					ROIC(%)	12.2%	12.7%	14.9%	20.0%
					ROE(%)	10.4%	10.2%	12.3%	14.5%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	49.7%	47.0%	49.0%	51.3%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.2%	11.2%	12.7%	14.4%
经营活动现金流	573	890	396	1,230	资产负债率(%)	32.8%	37.5%	31.4%	34.4%
投资活动现金流	-531	-232	-282	-330	收入增长率(%)	14.2%	14.2%	16.2%	16.9%
筹资活动现金流	-141	-329	-312	-308	净利润增长率(%)	170.0%	4.6%	32.4%	32.6%
现金净增加额	-103	329	-198	592	P/E	35.35	33.81	25.53	19.26
折旧和摊销	106	101	123	148	P/B	3.31	3.14	2.91	2.61
资本开支	262	141	169	192	EV/EBITDA	20.54	20.11	15.77	11.76
营运资本变动	-83	190	-469	118					

数据来源: Wind, 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>