

## 东诚药业 (002675.SZ) 核药恢复增长, 原料药波动拖累整体业绩

2021年07月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

苑建 (分析师)

蔡明子 (分析师)

王斌 (分析师)

yuanjian@kysec.cn

caimingzi@kysec.cn

wangbin@kysec.cn

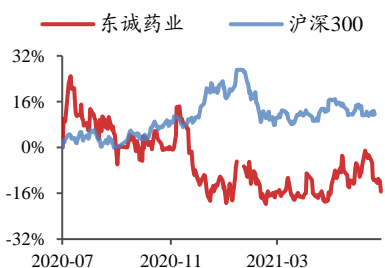
证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070005

日期	2021/7/27
当前股价(元)	18.41
一年最高最低(元)	22.71/18.22
总市值(亿元)	147.69
流通市值(亿元)	135.25
总股本(亿股)	8.02
流通股本(亿股)	7.35
近3个月换手率(%)	48.55

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2020年业绩符合预期, 1季度核药迅速恢复增长》-2021.5.4

《公司首次覆盖报告-快速成长的核医药龙头》-2020.12.25

#### ● 业绩基本符合预期, 维持“买入”评级

公司发布2021年中报, 实现营业收入18.26亿元(+10.93%), 归母净利润1.55亿元(-29.32%), 扣非归母净利润1.48亿元(-31.13%)。公司核药业务在疫情之后迅速恢复增长, 各项业务利润结构回归正常, 我们维持原盈利预测, 预计2021-2023年公司归母净利润分别为5.04/6.14/7.75亿元, 当前股价对应PE为29.3/24.1/19.1倍, EPS分别为0.63/0.77/0.97元, 维持“买入”评级。

#### ● 核素药物恢复增长, <sup>18</sup>F-FDG表现亮眼, 核药研发进展顺利

2021年上半年公司核素药物收入5.28亿元(+24.32%)。<sup>18</sup>F-FDG收入18956万元(+43%), 预计安迪科业绩同比大幅增长, PET-CT保有量持续增长有望进一步打开<sup>18</sup>F-FDG的市场空间。云克注射液收入17110万元(+32%), 云克药业收入1.86亿元(+28.67%), 归母净利润8403万元(+29.20%), 但尚未恢复到2019年同期水平, 预计与医保政策调整有关, 考虑到类风湿性关节炎等自身免疫学疾病庞大的患者基数, 预计云克注射液未来仍可保持稳健增长。其他核素药物合计收入1.68亿元(+21.3%), 预计东诚欣科各品种销售(铟[<sup>99m</sup>Tc]标记药物、碘[<sup>125</sup>I]密封籽源等)已经恢复正常。公司核素药物研发进展顺利, <sup>18</sup>F-NaF注射液临床病例入组数已接近一半, 铼[<sup>188</sup>Re]依替膦酸盐注射液IIb期临床试验病例入组已接近尾声, 我们测算后公司核药管线中多个品种的市场空间后认为其具有较大潜力, 未来上市后有望进一步提升核素药物收入体量天花板。

#### ● 原料药业务短期拖累业绩, 中长期看影响将逐渐减小

2021年上半年原料药业务实现毛利1.48亿元, 同比减少约9400万元, 拖累公司整体业绩, 主要原因包括: (1)肝素粗品成本上涨, 随着猪肉价格下降, 预计2021年下半年成本有望得到控制; (2)人民币兑美元升值。中长期来看, 随着核药收入和利润体量提升, 原料药占比将逐步下降, 对公司业绩的影响也将逐步减弱。

● **风险提示:** 原料药价格波动; 核素药物销售/研发进度不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,993	3,419	3,910	4,321	4,800
YOY(%)	28.3	14.2	14.4	10.5	11.1
归母净利润(百万元)	155	418	504	614	775
YOY(%)	-44.8	170.0	20.6	21.8	26.2
毛利率(%)	59.4	49.7	52.6	56.4	59.4
净利率(%)	5.2	12.2	12.9	14.2	16.1
ROE(%)	6.1	10.4	12.5	13.4	13.9
EPS(摊薄/元)	0.19	0.52	0.63	0.77	0.97
P/E(倍)	95.5	35.4	29.3	24.1	19.1
P/B(倍)	3.4	3.3	3.1	2.8	2.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**表1: 公司核药研发管线储备丰富**

药物	适应症	进度	来源
氟 <sup>18</sup> F]化钠注射液	肿瘤骨转移诊断	临床 III 期; 目前临床病例入组数已接近一半	自主研发
氟 <sup>18</sup> F]洛贝平注射液	阿尔茨海默症诊断	获批临床	自主研发
Flutemetamol( <sup>18</sup> F)注射液	阿尔茨海默症诊断	申报临床	与 GE 联合申报
<sup>18</sup> F-FP-CIT	帕金森症	已完成药学研究和药理毒理补充工作, 即将提交 IND 申请。	从韩国 DCB 公司引进
<sup>99m</sup> Tc-美罗华	乳腺癌前哨淋巴结显像	目前正在开展药学研究补充工作	从北京肿瘤医院引进
锝[ <sup>99m</sup> Tc]替曲磷注射液	SPECT 心肌灌注显像	前期资料已整理完毕, 即将向 CDE 提交注册申报资料	从 GE 引进
<sup>18</sup> FAL-PSMA	前列腺癌诊断	目前正在开展药学研究工作	从北京肿瘤医院引进
[ <sup>188</sup> Re]-HEDP	前列腺癌骨转移	II b 期临床试验中, 病例入组已接近尾声。	自主研发
<sup>18</sup> F-APN-1607	阿尔茨海默症诊断	临床 III 期	从 APRINOIA Therapeutics 引进, 获得委外生产权益。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**表2: 公司多个在研品种具有较大潜力**

药物	适应症	市场空间
氟 <sup>18</sup> F]化钠注射液	肿瘤骨转移诊断	与传统得标记显像药物相比, Na <sup>18</sup> F 骨显像效果更好, 预计未来上市后预计会替代一部分锝标记市场份额。2019 年我国单光子骨显像检查总数为 158.6 万例。保守计算, 不考虑检查总数增加, 保守假设取得 15% 的渗透率, 定价 1200 元/每人份, 则市场空间为 2.85 亿元。
锝[ <sup>99m</sup> Tc]替曲磷注射液	SPECT 心肌灌注显像	2018 年美国心肌灌注显像 1000 万例 (包括冠心病或怀疑冠心病患者), 每百万人心肌灌注显像例数为 3.04 次, 心肌灌注显像中锝[ <sup>99m</sup> Tc]替曲磷注射液占比 40%, 即 400 万剂, 而 2019 年我国冠心病介入治疗患者近 100 万人, 仅有 11 万患者进行核医学显像, 具有较大提升空间。假设中国每百万人心肌灌注显像例数达到美国 1/10, 即 0.3 次, 则中国年心肌灌注显像例数为 420 万, 锝[ <sup>99m</sup> Tc]替曲磷注射液占比为 30%, 定价 400 元/人份, 则市场空间为 5.04 亿元。
<sup>18</sup> F-APN-1607	阿尔茨海默症诊断	我国每年阿尔兹海默症患者近 1000 万人, 保守假设 <sup>18</sup> F-APN-1607 渗透率达到 5%, 定价为 2000 元/人份, 则市场空间为 10 亿元。

资料来源: 公司公告、中华医学会、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3078	2945	3688	3805	4974
现金	825	716	1219	1080	2008
应收票据及应收账款	1002	990	1288	1229	1567
其他应收款	24	11	29	15	34
预付账款	47	38	59	48	71
存货	888	974	877	1216	1079
其他流动资产	293	216	216	216	216
<b>非流动资产</b>	4217	4448	4611	4705	4803
长期投资	24	26	29	31	34
固定资产	770	876	1044	1154	1255
无形资产	255	279	300	316	327
其他非流动资产	3167	3267	3237	3204	3187
<b>资产总计</b>	7295	7393	8299	8511	9777
<b>流动负债</b>	2432	1897	2399	1984	2505
短期借款	557	457	457	470	457
应付票据及应付账款	582	719	683	744	733
其他流动负债	1292	721	1259	770	1314
<b>非流动负债</b>	84	531	452	368	279
长期借款	6	449	370	286	197
其他非流动负债	78	82	82	82	82
<b>负债合计</b>	2516	2428	2852	2351	2783
少数股东权益	486	497	675	889	1088
股本	802	802	802	802	802
资本公积	2322	2321	2321	2321	2321
留存收益	1115	1332	1669	1996	2267
<b>归属母公司股东权益</b>	4293	4468	4772	5270	5906
负债和股东权益	7295	7393	8299	8511	9777

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	696	573	1039	290	1438
净利润	294	517	682	827	973
折旧摊销	99	106	102	124	144
财务费用	57	52	35	49	45
投资损失	-15	-9	-12	-11	-11
营运资金变动	37	-83	241	-686	291
其他经营现金流	225	-11	-9	-12	-4
<b>投资活动现金流</b>	-210	-531	-243	-195	-226
资本支出	250	262	160	92	95
长期投资	14	-194	-3	-3	-3
其他投资现金流	54	-462	-87	-106	-134
<b>筹资活动现金流</b>	-553	-141	-293	-247	-271
短期借款	82	-100	0	0	0
长期借款	-273	442	-78	-85	-89
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-25	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-337	-482	-215	-162	-182
<b>现金净增加额</b>	-72	-103	503	-152	941

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2993	3419	3910	4321	4800
营业成本	1217	1719	1852	1884	1951
营业税金及附加	32	31	35	39	43
营业费用	833	743	872	1002	1200
管理费用	167	182	192	216	240
研发费用	89	109	111	130	158
财务费用	57	52	35	49	45
资产减值损失	-172	0	8	9	10
其他收益	12	27	18	19	22
公允价值变动收益	-68	1	1	1	1
投资净收益	15	9	12	11	11
资产处置收益	11	-1	8	11	3
<b>营业利润</b>	394	609	845	1034	1190
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	396	611	847	1037	1192
所得税	102	94	165	210	219
<b>净利润</b>	294	517	682	827	973
少数股东损益	139	100	178	214	199
<b>归母净利润</b>	155	418	504	614	775
EBITDA	504	753	961	1165	1326
EPS(元)	0.19	0.52	0.63	0.77	0.97

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.3	14.2	14.4	10.5	11.1
营业利润(%)	-15.8	54.7	38.6	22.5	15.0
归属于母公司净利润(%)	-44.8	170.0	20.6	21.8	26.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.4	49.7	52.6	56.4	59.4
净利率(%)	5.2	12.2	12.9	14.2	16.1
ROE(%)	6.1	10.4	12.5	13.4	13.9
ROIC(%)	5.8	9.9	12.0	13.4	14.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.5	32.8	34.4	27.6	28.5
净负债比率(%)	1.7	6.5	-4.4	-2.7	-17.1
流动比率	1.3	1.6	1.5	1.9	2.0
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.52	0.63	0.77	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.71	1.30	0.36	1.79
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.57	5.95	6.57	7.36
<b>估值比率</b>					
P/E	95.5	35.4	29.3	24.1	19.1
P/B	3.4	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	30.0	20.5	15.7	13.2	11.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn