

2021 年三季度报点评：业绩低于我们预期，核药业务稳步发展

买入（维持）

2021 年 11 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 汪澜

wangl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,419	3,712	4,268	4,974
同比（%）	14.2%	8.6%	15.0%	16.5%
归母净利润（百万元）	418	394	522	710
同比（%）	170.0%	-5.6%	32.2%	36.1%
每股收益（元/股）	0.52	0.49	0.65	0.88
P/E（倍）	26.86	28.45	21.52	15.81

投资要点

- **事件：**2021 年前三季度公司实现营业收入 28.0 亿元，同比增长 8.47%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比增长减少 22.6%；实现扣非后归母净利润 2.5 亿元，同比减少 23.5%，业绩低于我们预期。
- **毛利率下降拖累业绩，经营性现金流大幅增长：**分季度看，2021Q3 公司实现营业收入 9.7 亿元，同比增长 4.1%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比减少 10.2%；实现扣非后归母净利润 1.0 亿元，同比下降 9.0%。2021 年前三季度公司销售费用为 4.7 亿元（-19.8%，同比，下同），销售费用率为 16.84%（-5.94pp）；管理费用为 1.4 亿元（+13.9%），管理费用率为 4.9%（+0.23pp）；研发费用为 0.91 亿元（+26.8%），研发费用率为 3.27%（+0.44pp）；毛利率为 42.37%（-9.12pp）。2021 年前三季度公司实现经营性现金流净额 5.6 亿元，同比增长 62.1%。
- **原料药业务逐步趋好，疫情影响核药收入：**分业务看，原料药业务第三季度同比逐步趋好；制剂业务略有下滑，主要是各省地方集采所致；安迪科 FDG 业务同比略有增长，南京疫情导致当地核药房收入受到一定影响，子公司米度生物销售收入增长较快，今年有望实现盈利。同时，米度生物不断拓展新的业务模式，客户群和业务的可及性也在扩大，未来有望持续快速发展。
- **核药房建设有序推进，核药研发逐步迈入收获期：**截至 2021 年 10 月底，公司规划 28 个核药房中，已有 25 个核药房取得辐射安全许可证，其中 14 个核药房投入运营，另外还有多个核药房进入的最后的 GMP 符合性检查阶段，后续将陆续投入运营。核药研发进度方面，替曲膦已完成注册申报资料整理，即将提交；氟化钠注射液已启动 13 个临床中心入组病例；¹⁸F-FP-CIT 注册申报资料整理完毕，将根据国家相关规定进行申报；铈^[188Re]依替膦酸盐注射液 II b 期临床试验病例入组即将结束，后续进行数据分析和揭盲；钇 90 项目正在与 CRO 公司，CDE 审评中心就相关问题进行沟通；蓝纳成创新核药将采取中美双报策略，现正在按照预期计划开展工作，进展顺利。我们预计随着公司核药产品研发不断推进，未来有望持续丰富公司核药产品线，奠定长期增长基础。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到全国各地零星的疫情影响，我们将 2021-2023 年 EPS 从 0.54/0.72/0.96 元下调至 0.49/0.65/0.88 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 28 倍、22 倍、16 倍，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)	13.99
一年最低/最高价	13.05/26.44
市净率(倍)	2.49
流通 A 股市值(百万元)	10277.81

基础数据

每股净资产(元)	5.62
资产负债率(%)	32.46
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)：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》2021-07-28
- 2、《东诚药业 (002675)：核药在研管线丰富，龙头成长空间广阔》2021-06-15
- 3、《东诚药业 (002675)：Q3 业绩符合预期，核药逐渐恢复》2020-10-27

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	4,005	3,721	5,127	营业收入	3,419	3,712	4,268	4,974
现金	716	1,218	900	1,611	减:营业成本	1,719	2,115	2,344	2,615
应收账款	990	1,173	1,314	1,583	营业税金及附加	31	34	39	45
存货	974	1,317	1,222	1,611	营业费用	743	631	726	821
其他流动资产	265	297	285	322	管理费用	182	204	235	274
非流动资产	4,448	4,496	4,613	4,754	研发费用	109	130	171	199
长期股权投资	26	27	28	30	财务费用	52	64	32	20
固定资产	876	941	1,048	1,168	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	410	366	355	358	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	8,500	8,334	9,881	营业利润	609	575	763	1,041
流动负债	1,897	2,802	2,271	3,224	加:营业外净收支	2	2	0	-2
短期借款	457	457	457	457	利润总额	611	577	763	1,039
应付账款	719	882	892	1,088	减:所得税费用	94	89	117	160
其他流动负债	721	1,463	922	1,680	少数股东损益	100	94	124	169
非流动负债	531	444	364	279	归属母公司净利润	418	394	522	710
长期借款	449	362	282	197	EBIT	647	589	770	1,037
其他非流动负债	82	82	82	82	EBITDA	753	712	917	1,213
负债合计	2,428	3,247	2,635	3,503	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	497	591	716	885	每股收益(元)	0.52	0.49	0.65	0.88
归属母公司股东权益	4,468	4,662	4,983	5,492	每股净资产(元)	5.57	5.81	6.21	6.85
负债和股东权益	7,393	8,500	8,334	9,881	发行在外股份(百万股)	802	802	802	802
					ROIC(%)	12.2%	12.1%	13.9%	19.9%
					ROE(%)	10.4%	9.3%	11.3%	13.8%
现金流量表 (百万元)									
					毛利率(%)	49.7%	43.0%	45.1%	47.4%
经营活动现金流	573	994	246	1,321	销售净利率(%)	12.2%	10.6%	12.2%	14.3%
投资活动现金流	-531	-159	-253	-306	资产负债率(%)	32.8%	38.2%	31.6%	35.5%
筹资活动现金流	-141	-332	-311	-303	收入增长率(%)	14.2%	8.6%	15.0%	16.5%
现金净增加额	-103	503	-318	711	净利润增长率(%)	170.0%	-5.6%	32.2%	36.1%
折旧和摊销	106	123	147	176	P/E	26.86	28.45	21.52	15.81
资本开支	262	46	116	140	P/B	2.51	2.41	2.25	2.04
营运资本变动	-83	329	-568	256	EV/EBITDA	15.83	16.07	12.89	9.23

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>