

## 公司研究

## 核药业务强劲复苏，原料药和制剂拖累当期业绩

——东诚药业（002675.SZ）2021年中报点评

## 买入（维持）

当前价：19.12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

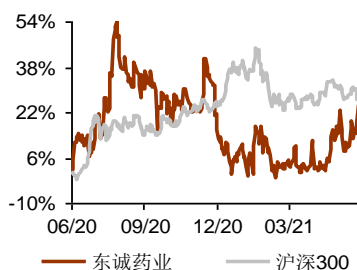
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.02
总市值(亿元)	153.38
一年最低/最高(元)	17.83/29.60
近3月换手率	46.75%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.33	7.53	-19.98
绝对	-9.68	1.76	-14.74

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2021-05-02）

## 要点

## 事件：

公司发布2021年中报，实现营业收入18.26亿元，同比+10.93%；归母净利润1.55亿元，同比-29.32%；扣非归母净利润1.48亿元，同比-31.13%；经营性净现金流4.56亿元，同比+8466.69%；EPS 0.19元。业绩略低于市场预期。

## 点评：

**核药业务强劲复苏，原料药和制剂拖累当期业绩：**2021Q1~Q2，公司单季度营业收入分别为8.90/9.36亿元，同比+24.76%/0.34%；归母净利润0.67/0.88亿元，同比-9.44%/-39.42%；扣非归母净利润0.64/0.84亿元，同比-10.47%/-41.46%。分业务板块来看：

- **核药：**营业收入5.28亿元，同比+31.95%，毛利率79.80%，同比提升0.10pp；其中重点产品<sup>18</sup>F-FDG营业收入1.90亿元，同比+43%，云克注射液营业收入1.71亿元，同比+32%。部分主要子公司的情况：
  - **云克药业：**营业收入1.86亿元，同比+28.67%，净利润0.84亿元，同比+29.20%；
  - **上海欣科（单体公司）：**营业收入1.00亿元，净利润0.23亿元；
  - **南京江原安迪科（单体公司非合并）：**营业收入1.42亿元，净利润0.62亿元
- **原料药相关产品：**营业收入10.53亿元，同比+11.64%，毛利率14.07%，同比下降11.63pp，毛利率大幅下降的主要原因是肝素粗品价格上涨，同时叠加人民币兑美元升值的影响；
- **制剂：**营业收入2.03亿元，同比-25.69%，毛利率76.81%，同比下降7.25pp，估计是注射用那屈肝素钙等产品面临带量采购的压力；

2021H1的净利润同比负增长，但从收入利润结构来看，2021H1核药营业收入占比为28.93%，同比提升4.61pp，毛利占比57.01%，同比提升17.15pp，业务持续向核药聚焦。经营性净现金流同比大幅增长，主要是销售回款额同比增加较多，同时采购付款同比有所下降。

**创新研发稳步推进，核创新药蓄势待发：**<sup>18</sup>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；镱[<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；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。

**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。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司 2021H1 的原料药与制剂盈利低于我们此前的预期，下调 2021-2023 年归母净利润预测为 4.64/5.91/7.64 亿元（原预测为 5.07/6.35/8.05 亿元，分别下调 8%/7%/5%），同比增长 11.02%/27.43%/29.27%，对应 EPS 为 0.58/0.74/0.95 元，现价对应 PE 为 33/26/20 倍。维持“买入”评级。

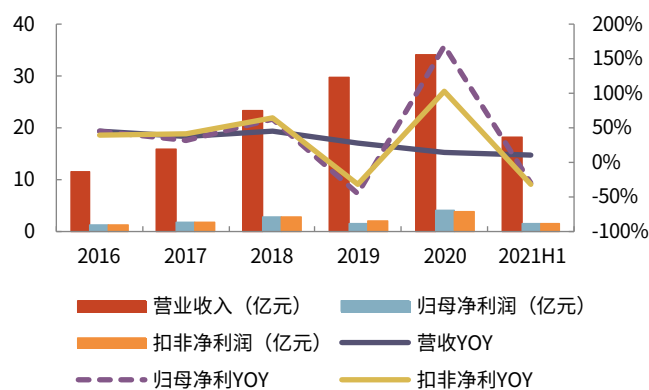
**风险提示：**PETCT 等设备装机量低于预期；核药房布局建设低于预期；肝素原料药价格波动的风险。

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	4,038	4,423	4,877
营业收入增长率	28.29%	14.24%	18.10%	9.53%	10.28%
净利润 (百万元)	155	418	464	591	764
净利润增长率	-44.83%	170.02%	11.02%	27.43%	29.27%
EPS (元)	0.19	0.52	0.58	0.74	0.95
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.60%	9.35%	9.76%	11.57%	13.72%
P/E	99	37	33	26	20
P/B	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8

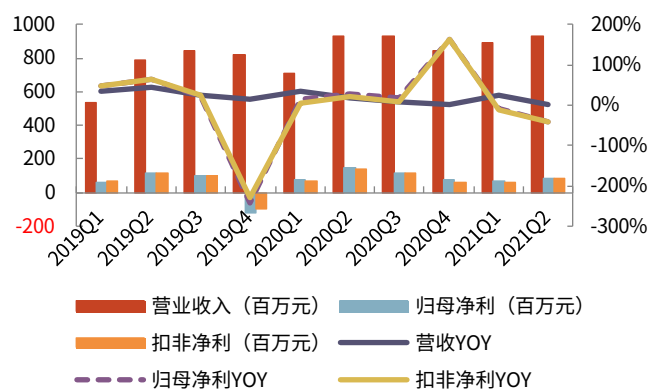
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-28

图 1：公司 2016-2021H1 收入利润情况



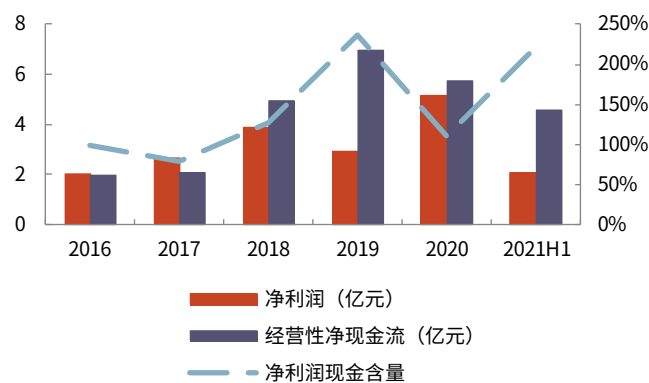
资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021Q2 单季度收入利润情况



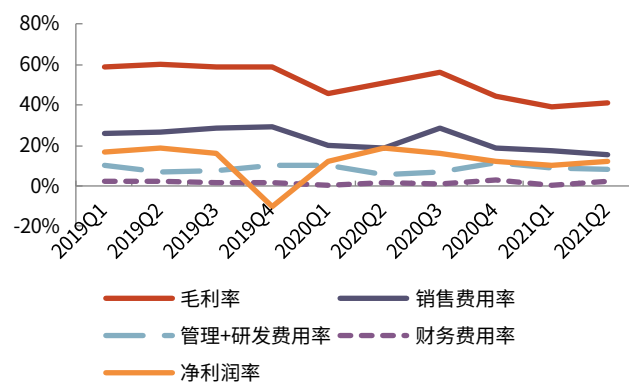
资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 3：公司 2016-2021H1 现金流情况



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 4：公司 2019-2021Q2 单季度利润率和费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD、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	4,038	4,423	4,877
营业成本	1,217	1,719	2,093	2,209	2,343
折旧和摊销	96	103	98	112	127
税金及附加	32	31	43	47	52
销售费用	833	743	792	840	891
管理费用	167	182	197	208	221
研发费用	89	109	183	221	260
财务费用	57	52	19	7	-4
投资收益	15	9	18	18	18
营业利润	394	609	711	893	1,129
利润总额	396	611	714	895	1,131
所得税	102	94	110	137	174
净利润	294	517	604	757	957
少数股东损益	139	100	140	166	193
归属母公司净利润	155	418	464	591	764
EPS (元)	0.19	0.52	0.58	0.74	0.95

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	696	573	808	1,101	1,174
净利润	155	418	464	591	764
折旧摊销	96	103	98	112	127
净营运资金增加	-470	405	80	-114	22
其他	916	-353	166	511	262
投资活动产生现金流	-210	-531	-345	-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	-91	-32	-32
融资活动现金流	-553	-141	-169	-590	-321
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-299	129	24	-351	-28
无息负债变化	459	-218	239	124	33
净现金流	-72	-103	294	224	566

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	59.4%	49.7%	48.2%	50.1%	52.0%
EBITDA 率	31.4%	22.4%	20.8%	23.1%	25.6%
EBIT 率	28.1%	19.3%	18.4%	20.6%	23.0%
税前净利润率	13.2%	17.9%	17.7%	20.2%	23.2%
归母净利润率	5.2%	12.2%	11.5%	13.4%	15.7%
ROA	4.0%	7.0%	7.5%	9.0%	10.6%
ROE (摊薄)	3.6%	9.3%	9.8%	11.6%	13.7%
经营性 ROIC	12.0%	9.6%	10.2%	12.4%	14.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	33%	33%	29%	27%
流动比率	1.27	1.55	1.58	1.82	2.07
速动比率	0.90	1.04	1.11	1.35	1.64
归母权益/有息债务	5.07	4.57	4.75	7.86	8.95
有形资产/有息债务	5.17	4.51	5.04	8.13	9.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,295	7,393	8,080	8,374	9,035
货币资金	825	716	1,009	1,233	1,799
交易性金融资产	222	118	118	87	68
应收账款	986	972	1,018	1,004	996
应收票据	15	18	29	32	35
其他应收款 (合计)	24	11	30	33	36
存货	888	974	1,008	904	815
其他流动资产	66	93	124	143	166
流动资产合计	3,078	2,945	3,393	3,495	3,978
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	73	73	73
非流动资产合计	4,217	4,448	4,687	4,879	5,057
总负债	2,516	2,428	2,690	2,463	2,468
短期借款	557	457	303	0	0
应付账款	86	185	180	189	201
应付票据	496	534	612	646	685
预收账款	125	0	131	144	159
其他流动负债	0	12	18	22	26
流动负债合计	2,432	1,897	2,153	1,922	1,923
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	67	71	76
非流动负债合计	84	531	537	541	545
股东权益	4,779	4,966	5,390	5,911	6,567
股本	802	802	802	802	802
公积金	2,461	2,502	2,549	2,608	2,684
未分配利润	977	1,151	1,367	1,664	2,056
归属母公司权益	4,293	4,468	4,752	5,107	5,570
少数股东权益	486	497	638	804	997

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	27.83%	21.74%	19.62%	18.99%	18.27%
管理费用率	5.57%	5.34%	4.88%	4.71%	4.52%
财务费用率	1.92%	1.51%	0.48%	0.17%	-0.07%
研发费用率	2.96%	3.20%	4.53%	5.01%	5.33%
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	0.29	0.37	0.47
每股经营现金流	0.87	0.71	1.01	1.37	1.46
每股净资产	5.35	5.57	5.92	6.37	6.94
每股销售收入	3.73	4.26	5.03	5.51	6.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	99	37	33	26	20
PB	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	18.0	22.7	20.8	17.0	13.8
股息率	1.3%	1.3%	1.5%	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