

买入

核医药龙头壁垒高，业绩有望确定持续增长

中国同辐 (1763.HK)

2021-09-30 星期四

目标价:	30.35 港元
现价:	21.00 港元
预计升幅:	44.52%

投资要点

► 2021 年中期业绩大幅增长:

公司上半年收益约为人民币 20.58 亿元，同比同期增长 35.6%。归母净利润 1.07 亿元，同比同期增长 48.5%。公司毛利 13.27 亿元。板块方面，公司药品销售收入为 15.89 亿人民币，同比增长 64.6%；放射源产品收入 1.41 亿人民币，同比增长 3.3%；辐照及技术服务收入 1.46 亿人民币，同比增长 62.71%；独立医学检验实验室服务及其他相关业务收入 1.48 亿人民币，同比增长 91.4%。

► 行业龙头地位稳固，积极开拓放射性药物市场:

中国同辐是中国核医药行业的领军企业，其影像诊断及治疗用放射性药品等业务在中国市场均占主体地位，也是中国放射源产品市场中最大的产品生产供应商，是国内唯一的辐照用钴[60Co]、医用钴[60Co]等放射源产品供应商。由于 2020 年疫情影响，相关行业的企业业绩整体下滑。公司在 2021 年上半年业绩得到恢复，对比其国内主要竞争对手，公司各主要业务板块上涨幅度明显，行业龙头地位依然保持稳固。安科锐合资公司销售情况良好，有望实现盈利，明年将贡献较高盈利。公司为适应疫情常态化及公司战略发展要求，积极开拓放射性药物市场并在此基础上拓展与第三方影像集团的战略合作并加大科研创新力度。产品线不断丰富，治疗用碘[131I]化钠胶囊取得药品注册证，为自 2005 年以来首个在国内获批的仿制国外已上市药品的放射性药物新制剂品种。公司共有 7 中在研影像诊断及治疗用放射性药品。

► 再次覆盖给予买入评级,目标价 30.35 港元

公司中期业绩恢复过去增长态势。预计未来 3 年公司业绩增速 20% 以上，预计 2021-2023 年收入分别为人民币 55.12 亿、67.90 亿和 81.77 亿；EPS 分别为人民币 1.01 元、1.23 元和 1.51 元。公司增长态势良好，业绩将继续上升，我们给与公司目标价格为 30.35 港元，对应 2021 年 25.08 倍 PE，较现价有 44.52% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

重要数据

日期	2021-09-30
收盘价 (港元)	21.00
总股本 (亿股)	3.20
总市值 (亿港元)	67.2
净资产 (亿元)	57
总资产 (亿元)	96
52 周高低 (港元)	35.14/20.55
每股净资产 (元)	12.34

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国核工业集团有限公司 (33.35%)
 中国原子能科学研究院 (18.30%)
 中国核动力研究设计院 (14.69%)

相关报告

深度报告:中国同辐(1763.HK)-20200910

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额 (百万)	3988.9	4274.18	5512.2	6790.6	8177.6
同比增长(%)	22.75%	7.15%	29.96%	23.19%	20.42%
净利润 (百万)	329.03	213.85	326.30	393.9	483.3
同比增长(%)	2.21%	-35.09%	52.58%	20.71%	22.73%
净利润率(%)	8.75%	5.49%	5.92%	5.80%	5.91%
每股盈利(元)	1.03	0.67	1.01	1.23	1.51
PE@21HKD	17.15	26.42	17.29	14.33	11.71

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2021 年中期业绩简述：

截止 2021 年 6 月 30 日止 6 个月，公司上半年收益约为 24.73 亿港元，同比同期增长 47.1%。归母净利润为 1.28 亿港元，同比同期增长 63.0%。公司净利润为 1.28 亿港元，同比增长 64.1%。期间毛利为 15.95 亿港元，与 2020 年同期相比增加 72.1%。研发成本由截止至 2020 年 6 月 30 日止六个月的人民币 44.8 百万元增加 79.0% 至本年度同期的人民币 80.1 百万元。板块方面，截止至 2021 年 6 月 30 日，公司药品销售收入为 15.89 亿人民币，同比增长 64.6%；放射源产品收入 1.41 亿人民币，同比增长 3.3%；辐照及技术服务收入 1.46 亿人民币，同比增长 62.71%；独立医学检验实验室服务及其他相关业务收入 1.48 亿人民币，同比增长 91.4%。

图 1：中国同辐年度收入与中期收入对比

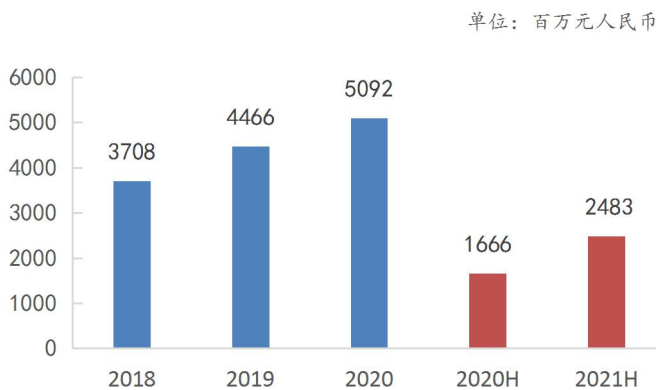
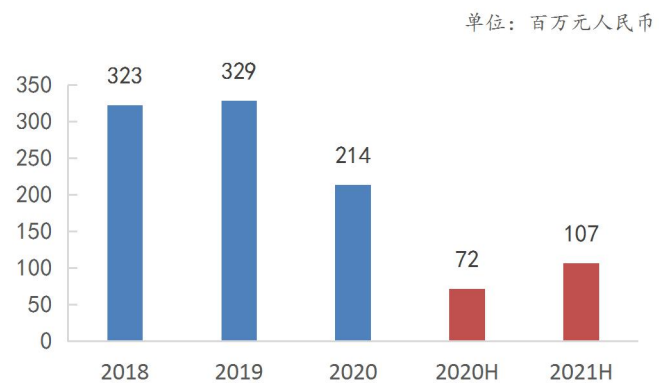


图 2：中国同辐年度归母净利润与中期归母净利润对比



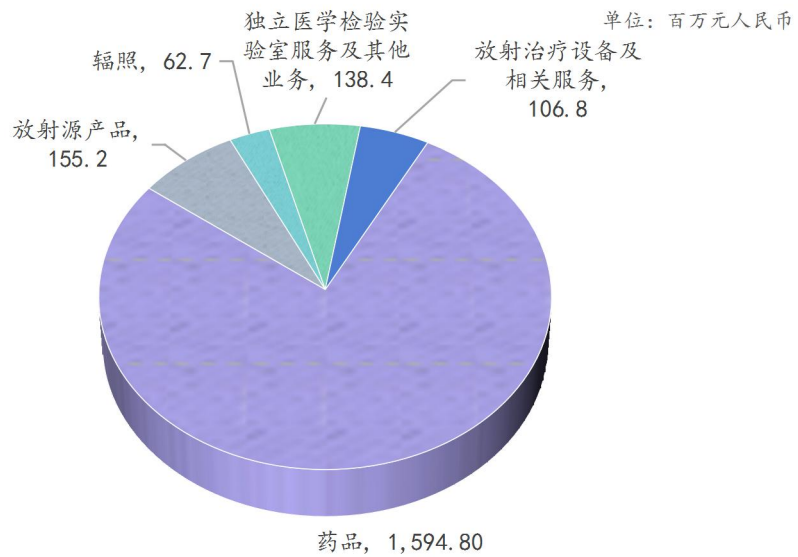
数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司 2021 年中期业绩快速增长

公司主要分为三大板块业务，分别为：放射性药品、放射源产品、辐照以及独立医学实验室服务。放射性药品为公司主要盈利来源，截止 2021 年 6 月 30 日，其收益为 15.89 亿元人民币，同比 2020 年同期增长 64.6%，涨幅最为明显。主要是由于 2021 年上半年公司积极开拓市场，采取了有效措施应对疫情冲击，并有序地推动公司各项业务发展，公司其他业务如辐照、放射治疗及相关服务的收益也均有明显增长。另一方面，由于公司上半年的销售增加及放射性药物的产能提高，其销售成本由 670.3 百万元同期增加 9.0% 至人民币 730.6 百万元，与公司两个报告期内主营业务收入对比，其销售成本增幅较小，公司有较好的持续盈利能力。

图 3：2021 年公司中期收入构成及占比情况



数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司积极增强研发能力，开拓放射性药品市场：

公司具有较强的研发实力，其研发团队由 410 名研发人员和辅助研发人员组成，主要进行优化生产技术、新产品开发及现有产品的安全和功效升级方面的研究。公司一直积极研发各种影像诊断及治疗性药品以弥补国内市场相关医疗领域的空白。本年度上半年，公司共有 7 项在研影像诊断及治疗用放射性药品，其中放射性药品 ^{131}I -MIBG 注射液、氟[^{18}F]化钠注射液正处于临床试验阶段，放射性药品钯[^{103}Pd]密封籽源目前待批准进入临床试验，另有四种处于不同研发阶段的影像诊断及治疗用放射性药品。2021 年上半年，公司知识产权方面成果较多，共申请专利 40 项，其中发明专利 24 项；登记软件著作权三项。为提高公司生产能力，公司，公司在北京、上海、重庆、广州等 18 个国内城市建立医药中心，并取得了多种放射性药物的生产权、经营许可证。预计公司将在已有的 18 个城市的核医药中心基础上布局覆盖全国主要城市的放射性药品供给结构，以适应不断增长的放射性药品市场需求。

维持买入评级，目标价位 30.35 港元

公司中期业绩恢复过去增长态势。预计未来 3 年公司业绩增速 20% 以上，预计 2021-2023 年收入分别为人民币 55.12 亿、67.90 亿和 81.77 亿；EPS 分别为人民币 1.01 元、1.23 元和 1.51 元。公司增长态势良好，业绩将继续上升，我们基于公司目标价格为 30.35 港元，对应 2021 年 25.08 倍 PE，较现价有 44.52% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

风险提示：

- 1) 行业政策风险，药品价格的下降风险；
- 2) 新产品研发进度低于预期

财务报表摘要:
损益表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	2,363.1	2,672.1	3,238.0	3,988.9	4,274.2	5,512.2	6,709.6	8,177.6
销售成本	698.8	787.3	945.5	1,159.6	1,658.2	1,874.1	2,281.3	2,780.4
毛利	1,664.4	1,884.8	2,292.6	2,829.3	2,616.0	3,638.0	4,428.4	5,397.2
其他收入	26.2	36.0	88.3	68.7	79.3	28.0	(11.0)	(11.0)
分銷开支	(933.9)	(1,094.7)	(1,302.3)	(1,687.5)	(1,442.6)	(2,149.8)	(2,583.2)	(3,148.4)
行政費用	(258.0)	(296.0)	(402.0)	(490.0)	(604.1)	(661.5)	(805.2)	(981.3)
经营盈利	498.7	530.1	676.6	720.5	626.5	854.8	1,029.0	1,256.5
财务开支	(14.4)	(7.1)	(7.8)	(8.6)	(46.7)	(51.3)	(44.7)	(38.8)
应占联营公司利润								
其他开支	0.0	0.0	0.0	0.0	(22.2)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	513.1	558.0	693.0	733.8	596.0	854.5	1,031.3	1,265.7
所得税	(78.0)	(82.0)	(105.0)	(109.0)	(120.6)	(128.2)	(154.7)	(189.9)
少数股东应占	173.1	205.0	265.0	295.7	261.9	400.0	482.8	592.5
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	262.0	271.0	323.0	329.0	213.6	326.3	393.9	483.3
折旧及摊销	65.1	67.9	73.5	131.7	171.8	175.3	178.8	182.3
EBITDA	563.8	598.0	750.0	852.2	798.3	1,030.1	1,207.8	1,438.9
增长								
总收入 (%)	#DIV/0!	13.1%	21.2%	23.2%	7.2%	29.0%	21.7%	21.9%
EBITDA (%)	#DIV/0!	6.1%	25.4%	13.6%	-6.3%	29.0%	17.2%	19.1%
净利润 (%)	#DIV/0!	3.4%	19.2%	1.9%	-35.1%	52.8%	20.7%	22.7%

资产负债表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	918.6	1,139.2	2,541.3	2,640.3	2,352.4	2,091.8	1,985.2	2,034.5
其他短期投资	83.9	339.1	49.4	93.4	190.9	213.8	239.5	268.2
应收账款	1,214.9	1,507.2	1,708.8	2,187.8	2,368.5	2,596.4	2,686.3	2,782.9
存货	225.7	263.0	342.7	444.4	590.0	456.6	333.4	243.8
其他流动资产	0.8	0.6	8.8	11.2	14.0	614.7	593.5	594.5
流动资产	2,443.8	3,249.1	4,651.1	5,377.0	5,515.8	5,973.2	5,837.9	5,924.0
固定资产	607.8	765.8	1,339.1	1,797.5	2,001.1	2,061.2	2,123.0	2,186.7
贷款	400.5	471.0	677.3	1,405.5	1,413.1	796.1	824.2	853.5
非流动资产	1,008.2	1,236.9	2,016.4	3,203.0	3,414.2	2,857.3	2,947.2	3,040.2
总资产	3,452.0	4,485.9	6,667.5	8,580.0	8,930.0	8,830.5	8,785.0	8,964.1
流动负债	1,952.5	1,916.2	2,190.5	2,929.2	2,772.2	2,813.1	2,853.9	2,900.4
应付账款	119.9	198.0	169.8	173.6	199.5	205.5	211.6	218.0
短期银行贷款	480.0	0.0	0.0	191.2	90.2	95.6	101.4	107.5
其他短期负债	1,352.6	1,718.2	2,020.6	2,564.4	2,482.5	2,511.9	2,540.9	2,574.9
非流动负债	157.0	334.2	371.1	910.8	907.5	598.3	547.8	502.4
长期银行贷款	0.0	150.0	150.0	596.9	572.6	515.3	463.8	417.4
其他负债	157.0	184.2	221.1	313.8	335.0	83.0	84.0	85.0
总负债	2,109.6	2,250.5	2,561.6	3,839.9	3,679.7	3,411.3	3,401.7	3,402.8
少数股东权益	545.9	577.4	832.7	1,244.1	1,614.4	1,808.1	2,025.1	2,268.1
归母股东权益	927.5	1,868.9	3,470.4	3,759.3	3,891.2	3,891.8	3,648.7	3,594.1

财务分析

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力								
毛利率 (%)	70.4%	70.5%	70.8%	70.9%	61.2%	66.0%	66.0%	66.0%
EBITDA 利率 (%)	23.9%	22.4%	23.2%	21.4%	18.7%	18.7%	18.0%	17.6%
净利率 (%)	11.1%	10.1%	10.0%	8.2%	5.0%	5.9%	5.9%	5.9%
ROE	28.2%	14.5%	9.3%	8.8%	5.5%	8.4%	10.8%	13.4%
ROA	7.6%	6.0%	4.8%	3.8%	2.4%	3.7%	4.5%	5.4%
营运表现								
SG&A/收入 (%)	10.9%	11.1%	12.4%	12.3%	14.1%	12.0%	12.0%	12.0%
实际税率 (%)	15.2%	14.7%	15.2%	14.9%	20.2%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%含税)	121.8%	65.5%	28.0%	30.5%	20.8%	16.3%	16.2%	15.9%
库存周转天数	(59.0)	(113.3)	(116.9)	(123.9)	(113.8)	(101.9)	(63.2)	(37.9)
应付账款天数	(62.6)	(91.8)	(65.6)	(54.6)	(43.9)	(40.0)	(33.9)	(28.6)
应收账款天数	187.6	205.9	192.6	200.2	202.3	171.9	146.1	124.2
财务状况								
净负债/总资产	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9
总资产/股本	3.7	2.4	1.9	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5

现金流量表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	262.0	271.0	323.0	329.0	213.6	326.3	393.9	483.3
折旧与摊销	65.1	67.9	73.5	131.7	171.8	175.3	178.8	182.3
营运资本变动	2.7	(40.2)	(30.1)	(52.2)	(337.3)	(435.2)	(443.9)	(452.7)
其他非现金调整	127.7	130.5	211.4	193.4	243.8	29.3	30.0	31.0
运营现金流	457.5	429.3	577.8	601.9	291.9	95.7	158.8	244.0
资本开支	(126.0)	(245.6)	(751.0)	(590.7)	(409.9)	(418.1)	(334.5)	(267.6)
其他投资活动	(24.4)	(191.9)	295.6	(517.8)	(13.7)	104.6	107.8	111.0
投资活动现金流	(150.4)	(437.5)	(455.4)	(1,108.5)	(423.6)	(313.5)	(226.7)	(156.6)
负债变化	420.0	(330.0)	0.0	609.2	(152.1)	(30.1)	(10.5)	7.3
股本变化	0.0	850.0	1,374.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(319.0)	(177.5)	(90.5)	(100.2)	(44.4)	(53.3)	(64.0)	(76.8)
其他融资活动	(141.9)	(114.1)	(56.5)	81.7	40.2	40.6	35.8	31.5
融资活动现金流	(40.9)	228.4	1,227.0	590.7	(156.3)	(42.7)	(38.7)	(38.0)
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
现金变化	266.2	220.2	1,402.0	82.8	(288.0)	(260.5)	(106.7)	49.4
期初持有现金	652.1	918.4	1,138.6	2,558.0	2,640.8	2,352.8	2,092.3	1,985.6
期末持有现金	918.4	1,138.6	2,540.6	2,640.8	2,352.8	2,092.3	1,985.6	2,035.0

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>