

买入

核医药龙头优势明显，收入快速增长

中国同辐 (1763.HK)

2022-09-28 星期三

目标价:	22.70 港元
现价:	17.46 港元
预计升幅:	35%

重要数据

日期	2022-09-27
收盘价 (港元)	17.46
总股本 (亿股)	3.20
总市值 (亿港元)	56
净资产 (亿元)	61.31
总资产 (亿元)	108.78
52周高低 (港元)	25.91/16.56
每股净资产 (元)	19.16

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
 更新报告: 中国同辐(1736.HK)-20210930
 更新报告: 中国同辐(1736.HK)-20220504

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 2022年上半年各板块业务显著增长:

公司2022年上半年收益为人民币26.20亿元,同比增长27.3%;期间毛利15.33亿元,同比增长15.5%;归母净利润1.11亿元,同比增长4.0%。板块方面,公司药品销售收入为17.64亿人民币,同比增长10.6%;放射源产品收入1.72亿人民币,同比增长10.8%;辐照业务收入0.74亿人民币,同比增长18.0%;放射治疗设备及相关服务收入2.69亿人民币,同比增长152.1%;其他业务收入3.40亿人民币,同比增长145.9%。

➤ 行业龙头地位稳固,积极开拓放射性药物市场:

核药及相关服务领域有较严格的管理体系,较高的准入门槛,以及生产方面还需解决辐射防护、人员资质等一系列问题,因此行业壁垒较高,公司龙头地位稳固。同时,公司还积极进行科研创新与市场开拓。报告期内,公司积极参与核医学诊疗工作推进示范基地建设项目;大力开展学术推广;引进钷^[90Y]玻璃微球,为国内首批该药物治疗肝癌手术提供保障;向马来西亚TG公司顺利交付首批钴源;与阿根廷DIOXITEK公司签署钴60产品合作协议;全面推进高端国产化放疗设备的落地和市场前期推广;完成新型头体合一伽玛刀设备的研发工作。公司研发管线有7款产品,主要针对肿瘤和神经退行性疾病等核药优势领域,其中碘^[131I]MIBG注射液和氟^[18F]化钠注射液已进入临床III期。此外,公司中核海得威新设深圳市海得威医药有限公司作为早筛早诊等新兴业务的孵化与落地平台,新设海得威科学(香港)生物科技有限公司作为公司国际化平台。

➤ 再次覆盖给予买入评级,目标价22.70港元

2022年中期公司业绩在疫情下,维持稳定增长态势实属不易。预计2022-2024年收入分别为人民币58.3亿、67.73亿和78.85亿;EPS分别为人民币1.2元、1.37元和1.63元。我们给予公司目标价格为22.70港元,对应2022年17.1倍PE,较现价有35%的上涨空间,维持‘买入’评级。

人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额(百万)	4274.2	5143.7	5829.8	6772.7	7885.0
同比增长(%)	7.15%	20.34%	13.34%	16.17%	16.42%
净利润(百万)	213.85	335.7	384.1	438.1	519.9
同比增长(%)	-35.09%	56.98%	14.4%	14.1%	18.7%
净利润率(%)	5.0%	6.5%	6.6%	6.5%	6.6%
每股盈利(元)	0.67	1.05	1.20	1.37	1.63
PE@17.46HKD	24.0	15.3	13.4	11.7	9.9

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2022 年中期业绩简述:

截止 2022 年 6 月 30 日, 公司销售收入 26.20 亿元人民币, 同比增长 27.3%。期间毛利为 15.33 亿人民币, 与 2021 年同期相比增长 15.5%。公司净利润为 2.40 亿人民币, 同比增长 4.6%。归母净利润为 1.11 亿人民币, 同比增长 4.0%。研发费用 1.17 亿元, 同比增长 45.4%。

图 1: 中国同辐销售收入情况 (百万元人民币)

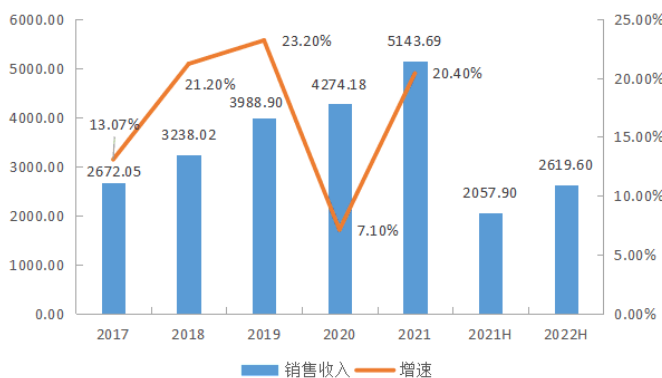
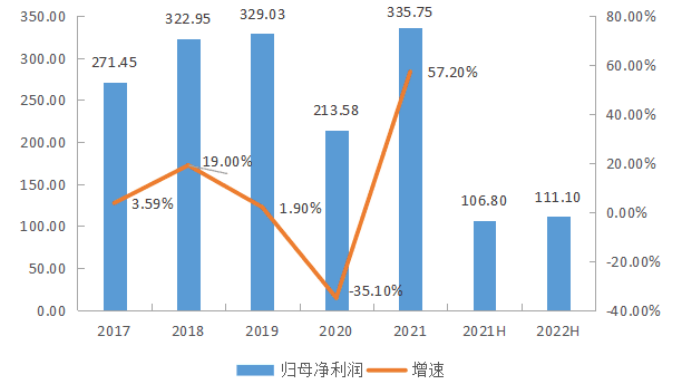


图 2: 中国同辐归母净利润情况 (百万元人民币)



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

2022 年中期各板块业绩快速增长

公司目前共有 5 大业务板块, 其中药品收入占比最高, 本年度达到 67.3%。2022 年上半年公司各版块业务均有较大增长, 并且各领域内都有优秀的创新成果或技术突破。

1) 药品领域, 2022 年上半年实现收入 17.64 亿人民币, 同比增长 10.6%, 占公司总销售收入的 67.3%, 同时公司 83.3% 的毛利来自于该领域业务。此项业务主要提供影像诊断及治疗用放射性药物、尿素呼气试验盒、体外诊断试剂/药盒以及其他药品, 主要产品包括碘^[125I]密封籽源、氯化锶^[89Sr]、碘^[131I]口服液、氟^[18F]脱氧葡萄糖注射液、锝^[99mTc]Tc 标记注射液、尿素[C-14]胶囊、尿素[C-13]胶囊等产品, 业务主要针对神经内分泌瘤、前列腺癌、神经退行性疾病、帕金森病、类风湿性关节炎等市场需求不断增加的疾病领域。公司在巩固其龙头地位的同时, 仍不断加大研发力度, 报告期内, 公司积极参与核医学诊疗工作推进示范基地建设项目; 大力开展学术推广从而扩大胃幽门螺杆菌规范化诊治门诊示范中心项目的影响力; 引进钇^[90Y]玻璃微球, 为国内首批该药物治疗肝癌手术提供保障; 进一步整合碘^[125I]密封籽源产品销售业务, 以提高市场竞争力; 呼气试验产品整体销量保持上升趋势, 截止 2022 年 6 月, 新增客户 1,764 家, 累计成交客

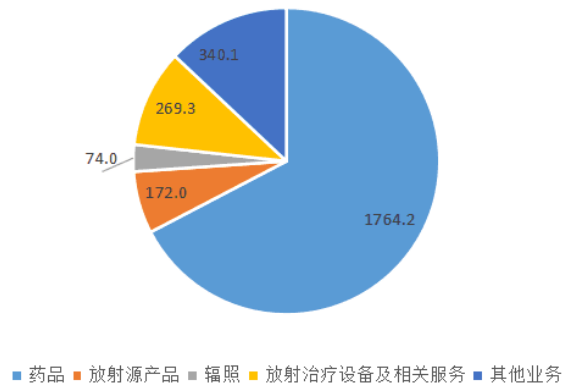
户超过 19,000 家；碘^[131I]MIBG 注射液和氟^[18F]化钠注射液已进入临床 III 期，预计 2023 年递交上市申请；钯^[103Pd]密封籽源待批准进入临床试验；处于各研发阶段的影像诊断及治疗用放射性药品目前临床进展顺利。此外，公司中核海得威新设深圳市海得威医药有限公司作为早筛早诊等新兴业务的孵化与落地平台，新设海得威科学（香港）生物科技有限公司作为公司国际化平台。

2) 放射源产品板块，2022 年上半年实现收入 1.72 亿人民币，同比增长 10.8%，占公司总销售收入的 6.6%。此项业务主要针对医疗及工业领域，公司提供放射治疗、无损探伤和油田示踪等技术服务。报告期内，公司向马来西亚 TG 公司顺利交付首批钴源；伽玛刀源仍保持市场绝对领先地位，销售收入增长人民币 7.0 百万元，同比增长 72.4%；中核同兴与阿根廷 DIOXITEK 公司签署钴 60 产品合作协议，可缓解国内钴源供应需求，利于市场开拓。

3) 辐照板块在 2022 年上半年实现收入 74.0 百万人民币，同比增长 18.0%，占总销售收入的 2.8%。该板块主要业务为向医疗器械、食品、中药及化妆品制造商提供灭菌服务及 EPC 服务。报告期内，医疗类物品辐照加工量增加促使辐照加工服务收入增长。

4) 放射治疗设备及相关服务板块收入 2.69 亿，同比增长 152.1%，占总销售收入的 10.3%。报告期内，放射治疗设备在甲类市场持续保持领先地位并进一步扩大乙类市场的占有率；全面推进高端国产化放疗设备的落地和市场前期推广；新型头体合一伽玛刀设备的研发工作已完成，样机进入型检阶段。此外，中核安科锐获国家高新技术企业证书；公司参股合资设立江苏高同装备有限公司；中核高能联合国内外核医学专家研发了放射性药物自动分装注射系统，具有出色的防护性能；中核高能联合国内外专家开发了智能辐射防护屏(TF-01-S)，适用于市面上大多数放射性药物手动、半自动、全自动分装和注射系统。

5) 其他业务在 2022 年上半年的收入达到了 3.40 亿人民币，同比增长 145.9%，占总销售收入的 13.0%。该模块主要向用户提供进口放射源、医用核素、进口放射性药品、核仪器仪表、医疗器械等产品的贸易服务。公司正在推进与国际化药厂合作引进先进放射性药物、医院耗材集约化管理服务、医疗器械进口代理销售。

图 3：2022 年上半年公司收入构成情况（百万元人民币）


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，主要进行钻研优化生产技术、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。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有 7 种在研影像诊断及治疗用放射性药品，其中放射性药品碘^[131I]-MIBG 注射液、氟^[8F]化钠注射液正处于 III 期临床试验阶段，放射性药品钯^[103Pd]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。在研产品主要针对神经内分泌肿瘤、神经退行性疾病等疾病的诊断与治疗。产品拓展方面，主要进行增强学术推广力度、构建核医学整体解决方案平台、提升品牌价值和国际战略。目前取得的效果较好，其中，核医学整体解决方案平台将整合公司的多项优势业务资源，来提升整体服务质量，服务范围涵盖核医学、放疗、放射科、影像科、手术室的 ICU 病房等方面，此项业务的正式启动将带动公司各板块业务共同发展。

维持买入评级，目标价位 30.35 港元

公司业绩维持稳定增长态势。预计 2022-2024 年收入分别为人民币 58.3 亿、67.73 亿和 78.85 亿；EPS 分别为人民币 1.2 元、1.37 元和 1.63 元。随着医疗及体检机构常态化运营，公司的业务有望进一步增长。我们给予公司目标价格为 22.70 港元，对应 2022 年 17.1 倍 PE，较现价有 35% 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	4274.2	5143.7	5829.8	6772.7	7885.0
销售成本	1658.2	1901.8	2157.0	2505.9	2917.5
毛利	2616.0	3241.9	3672.8	4266.8	4967.6
其他收入	79.3	61.6	(11.0)	(11.0)	(11.0)
分销开支	(1,442.6)	(1,820.5)	(2,040.4)	(2,370.4)	(2,759.8)
行政费用	(604.1)	(498.0)	(466.4)	(541.8)	(630.8)
经营盈利	626.5	777.8	890.1	1,012.4	1,201.8
财务开支	11.0	(35.8)	(31.1)	(27.1)	(23.6)
应占联营公司利润					
其他开支	(22.2)	(11.0)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	596.0	802.8	905.9	1,033.3	1,226.2
所得税	(120.6)	(129.6)	(135.9)	(155.0)	(183.9)
少数股东应占利润	261.9	337.3	385.9	440.2	522.4
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	213.6	335.8	384.1	438.1	519.9
折旧及摊销	171.8	0.0	200.0	200.0	200.0
EBITDA	798.3	777.8	1,090.1	1,212.4	1,401.8
增长					
总收入 (%)	7.2%	20.3%	13.3%	16.2%	16.4%
EBITDA (%)	-6.3%	-2.6%	40.2%	11.2%	15.6%
净利润 (%)	-35.1%	57.2%	14.4%	14.1%	18.7%

资产负债表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	2351.6	2748.2	2281.1	2692.6	3316.5
其他短期投资	190.9	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	2368.5	2821.2	3103.3	3413.6	3755.0
存货	590.0	691.9	784.2	911.1	1060.7
其他流动资产	14.0	29.4	30.0	30.0	30.0
流动资产	5771.1	6656.8	6613.5	7529.3	8723.3
固定资产	2001.1	2512.9	2588.3	2666.0	2746.0
贷款	1413.1	1304.2	678.6	700.6	723.7
非流动资产	3414.2	3817.2	3266.9	3366.6	3469.7
总资产	9185.3	10474.0	9880.5	10895.9	12193.0
流动负债	2772.2	3971.7	4059.5	4156.9	4261.2
应付帐款	199.5	337.9	348.0	358.4	369.2
短期银行贷款	90.2	618.1	655.2	694.5	736.1
其他短期负债	2482.5	3015.7	3056.4	3104.0	3155.9
非流动负债	907.5	470.9	330.2	317.2	305.5
长期银行贷款	572.6	144.7	130.2	117.2	105.5
其他负债	335.0	326.2	200.0	200.0	200.0
总负债	3679.7	4442.6	4389.7	4474.1	4566.7
少数股东权益	1614.4	1852.1	2074.3	2323.3	2602.1
归母股东权益	3891.2	4179.3	3416.4	4098.6	5024.3

财务分析

百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	61.2%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
EBITDA 利率 (%)	18.7%	15.1%	18.7%	17.9%	17.8%
净利率 (%)	5.0%	6.5%	6.6%	6.5%	6.6%
ROE	5.5%	8.0%	11.2%	10.7%	10.3%
ROA	2.3%	3.2%	3.9%	4.0%	4.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.1%	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%
实际税率 (%)	20.2%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率(%含优先)	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	113.8	123.0	124.9	123.5	123.3
应付账款天数	(43.9)	(64.8)	(58.9)	(52.2)	(46.2)
应收账款天数	202.3	200.2	194.3	184.0	173.8
财务状况					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
总资产/股本	2.4	2.5	2.9	2.7	2.4

现金流量表

百万元, 财务年度截至

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	213.6	335.8	384.1	438.1	519.9
折旧与摊销	171.8	0.0	200.0	200.0	200.0
营运资本变动	(337.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非现金调整	243.8	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	291.9	794.3	584.1	638.1	719.9
资本开支	(409.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资活动	(13.7)	(907.4)	(544.4)	(326.6)	(196.0)
投资活动现金流	(423.6)	(907.4)	(544.4)	(326.6)	(196.0)
负债变化	(152.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(44.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	40.2	(97.4)	100.0	100.0	100.0
融资活动现金流	(156.3)	(97.4)	100.0	100.0	100.0
汇率变动影响	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
现金变化	(288.0)	(210.5)	139.7	411.5	623.9
期初持有现金	2640.3	2351.6	2141.5	2281.1	2692.6
期末持有现金	2351.6	2141.5	2281.1	2692.6	3316.5

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>