

公司研究

核药需求明显复苏，核创新药赋能长期发展

——东诚药业（002675.SZ）2022 年年报及 2023 年一季报点评

买入（维持）

当前价：15.13 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

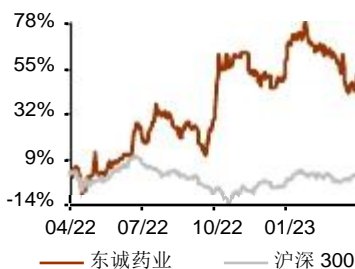
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.25
总市值(亿元)	124.76
一年最低/最高(元)	10.40/20.08
近3月换手率	58.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.64	-17.77	36.08
绝对	-6.14	-21.40	38.27

资料来源：Wind

相关研报

收购 XING IMAGING、引进 18F-APN-1607 独家权利，强化核医学布局——东诚药业（002675.SZ）公告点评（2022-12-12）

三季度业绩高增长，建设综合性核药大平台——东诚药业（002675.SZ）2022 年三季报点评（2022-10-30）

要点

事件：

- 1) 公司发布 2022 年年报，实现营业收入 35.83 亿元，同比-8.41%；归母净利润 3.07 亿元，同比+102.75%；扣非归母净利润 2.88 亿元，同比+121.33%；经营性净现金流 9.97 亿元，同比+5.61%；EPS（基本）0.38 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 8.51 亿元，同比-3.32%；归母净利润 0.50 亿元，同比-8.77%；扣非归母净利润 0.42 亿元，同比-21.01%；经营性净现金流-0.93 亿元，由正转负；EPS（基本）0.06 元。业绩符合市场预期。

点评：

新冠疫情影响 2022 年业绩，2023Q1 核药需求明显复苏：2022Q1~2023Q1，公司单季度营业收入分别为 8.80/8.85/9.76/8.42/8.51 亿元，同比-1.18%/-5.38%/+0.71%/-24.64%/-3.32%；归母净利润 0.55/1.14/1.62/-0.23/0.50 亿元；扣非归母净利润 0.54/1.10/1.59/-0.34/0.42 亿元。2022 年公司营业收入下滑主要是新冠疫情影响了医院终端客流量，导致核药等产品的销售放量影响，分产品来看：

● 核药：

- ¹⁸F-FDG：销售收入 37,483.14 万元，同比-5.93%；
- 云克注射液：销售收入 20,444.75 万元，同比-36.90%；
- 钨标药物：销售收入 10,359.77 万元，同比+4.07%；
- ¹³¹I 口服液：销售收入 4,991.06 万元，同比-22.91%；
- ¹²⁵I 密封籽源：销售收入 13,373.84 万元，同比-11.86%；

● 制剂：

- 那屈肝素钙：销售收入 38,563.97 万元，同比-9.52%；
- 氢化可的松琥珀酸钠：销售收入 5,251.29 万元，同比+269.02%；

● 原料药：

- 肝素类产品：销售收入 174,169.72 万元，同比-14.37%。

2022 年归母净利润大幅增加主要是上年同期计提商誉减值准备金额 2.11 亿元导致基数较低。

2023Q1 的营业收入分产品来看：

● 核药：受益于医院诊疗秩序恢复正常

- ¹⁸F-FDG：销售收入 1.06 亿元，同比+25.77%；
- 钨标药物：销售收入 2,364 万元，同比+8.87%；
- 云克注射液：销售收入 5,501 万元，同比+18.47%；

- 制剂：
 - 那曲肝素钙：销售收入 9,121 万元，同比-7.40%，主要是广东集采导致产品价格下降；
 - 氢化可的松琥珀酸钠：销售收入 4,727 万元，同比+447.59%，主要是需求量增加；
- 原料药：销售收入 4.13 亿元，同比-21.90%，主要因需求量较去年同期略有下降，逐步恢复至正常水平；

生产布局网络持续扩大，为核药长远增长奠定坚实的基础：2022 年公司正电子类核药生产中心投入运营 5 个，截止到 2023 年 3 月底，公司已投入运营 7 个以单光子药物为主的核药生产中心，20 个正电子为主的核药生产中心，目前 11 个正电子核药生产中心正在建设中，预计 2023 年底公司投入运营的核药生产中心将超过 30 个，未来基本覆盖国内 93.5% 人口的核医学的需求。

持续布局核创新药，赋能核药大赛道的长期发展：2022 年研发投入 1.77 亿元 (核素药物占比 55.07%)，同比增长 4.78%，占营业收入比例 4.93%，资本化 0.13 亿元，费用化 1.64 亿元，研发费用率 4.56%。^{99m}Tc 标记替曲膦产品已完成中检院的现场检验，正在等待后续审批；Tau 蛋白正电子摄影示踪剂正在进行 III 期临床试验；铼 [¹⁸⁸Re] 依替膦酸盐注射液完成临床统计分析等工作，正在出具临床总结报告；氟化钠注射液骨扫描正在进行影像阅片、临床统计分析、临床总结等工作显像剂；蓝纳成创新系列核药各产品按照预期计划进展顺利。随着公司的和创新药研发工作持续推进，核药赛道的长期成长将持续获得更多强劲支撑。

盈利预测、估值与评级：考虑到全国医院 PETCT 装机进度和公司部分创新药研发进展慢于我们此前的预期，以及原料药需求波动的风险，下调 2023~2024 年归母净利润预测为 4.38/5.30 亿元 (原预测为 5.03/6.62 亿元，分别下调 13%/20%)，新增预测 2025 年归母净利润为 6.40 亿元，同比增长 42.57%/21.03%/20.76%，现价对应 PE 分别为 28/24/19 倍，考虑到公司的核药赛道壁垒高、稀缺性强、长期空间巨大，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,912	3,583	3,773	4,094	4,459
营业收入增长率	14.42%	-8.41%	5.29%	8.52%	8.90%
净利润 (百万元)	152	307	438	530	640
净利润增长率	-63.72%	102.75%	42.57%	21.03%	20.76%
EPS (元)	0.19	0.38	0.53	0.64	0.78
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.45%	6.47%	8.66%	9.83%	11.02%
P/E	80	40	28	24	19
P/B	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,912	3,583	3,773	4,094	4,459
营业成本	2,310	2,044	2,143	2,239	2,359
折旧和摊销	115	125	139	154	169
税金及附加	33	29	36	39	42
销售费用	592	566	572	614	663
管理费用	218	225	239	254	270
研发费用	138	164	191	224	289
财务费用	58	6	-5	-6	-11
投资收益	-13	-40	-49	-74	-49
营业利润	357	448	567	671	801
利润总额	356	446	565	668	799
所得税	95	93	85	100	120
净利润	261	353	480	568	679
少数股东损益	109	46	42	38	39
归属母公司净利润	152	307	438	530	640
EPS (元)	0.19	0.38	0.53	0.64	0.78

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	944	997	304	829	948
净利润	152	307	438	530	640
折旧摊销	115	125	139	154	169
净营运资金增加	-250	-303	406	43	31
其他	927	867	-678	102	108
投资活动产生现金流	-739	-453	-314	-329	-305
净资本支出	-530	-389	-255	-255	-255
长期投资变化	130	87	0	0	0
其他资产变化	-340	-150	-59	-74	-49
融资活动现金流	-189	-359	-69	-419	-190
股本变化	0	22	0	0	0
债务净变化	10	-359	51	-233	19
无息负债变化	195	621	-428	35	90
净现金流	22	191	-78	80	454

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	41.0%	42.9%	43.2%	45.3%	47.1%
EBITDA 率	25.1%	22.0%	20.1%	22.0%	22.8%
EBIT 率	22.1%	18.4%	16.4%	18.3%	19.1%
税前净利润率	9.1%	12.4%	15.0%	16.3%	17.9%
归母净利润率	3.9%	8.6%	11.6%	13.0%	14.4%
ROA	3.4%	4.3%	5.9%	6.8%	7.6%
ROE (摊薄)	3.4%	6.5%	8.7%	9.8%	11.0%
经营性 ROIC	10.9%	9.4%	8.6%	10.2%	11.4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	34%	35%	31%	28%	27%
流动比率	1.42	1.33	1.55	1.82	2.03
速动比率	0.95	0.88	1.06	1.32	1.60
归母权益/有息债务	4.46	7.56	7.45	12.10	12.49
有形资产/有息债务	4.92	8.64	7.88	12.28	12.88

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	7,656	8,177	8,153	8,327	8,892
货币资金	827	1,022	943	1,024	1,477
交易性金融资产	129	27	27	28	28
应收账款	858	860	906	983	1,070
应收票据	15	18	18	20	21
其他应收款 (合计)	14	59	62	68	74
存货	953	1,078	959	851	762
其他流动资产	84	91	101	117	135
流动资产合计	2,900	3,193	3,050	3,125	3,605
其他权益工具	113	98	98	98	98
长期股权投资	130	87	87	87	87
固定资产	1,048	1,316	1,418	1,492	1,541
在建工程	561	641	586	545	513
无形资产	191	226	271	315	358
商誉	2,373	2,330	2,330	2,330	2,330
其他非流动资产	95	72	82	82	82
非流动资产合计	4,757	4,984	5,103	5,202	5,287
总负债	2,633	2,895	2,517	2,319	2,428
短期借款	306	344	302	11	0
应付账款	280	193	231	241	254
应付票据	773	1,138	859	897	945
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11	21	23	26	30
流动负债合计	2,043	2,393	1,972	1,721	1,776
长期借款	520	233	283	333	383
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	240	242	245	249
非流动负债合计	590	501	545	598	652
股东权益	5,024	5,282	5,636	6,009	6,464
股本	802	825	825	825	825
公积金	2,499	2,619	2,663	2,716	2,780
未分配利润	1,108	1,300	1,571	1,856	2,205
归属母公司权益	4,397	4,749	5,060	5,395	5,812
少数股东权益	626	534	576	614	652

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	15.14%	15.80%	15.16%	15.01%	14.86%
管理费用率	5.58%	6.29%	6.33%	6.20%	6.06%
财务费用率	1.48%	0.17%	-0.12%	-0.15%	-0.25%
研发费用率	3.52%	4.56%	5.07%	5.48%	6.48%
所得税率	27%	21%	15%	15%	15%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.15	0.15	0.23	0.28	0.33
每股经营现金流	1.18	1.21	0.37	1.01	1.15
每股净资产	5.48	5.76	6.14	6.54	7.05
每股销售收入	4.88	4.35	4.58	4.97	5.41

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	80	40	28	24	19
PB	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.6	17.8	18.7	15.6	13.5
股息率	1.0%	1.0%	1.5%	1.8%	2.2%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

国投瑞银