

东诚药业 (002675) \ 医药生物

肝素需求下降，核素药物转暖

事件：

公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年实现收入35.83亿（同比-8.41%），实现归母净利3.07亿（同比+102.75%），实现扣非归母净利2.88亿（同比+121.33%）。2023年一季度实现收入8.51亿（同比-3.32%），实现归母净利润0.50亿（同比-8.77%），实现扣非归母净利0.42亿（同比-21.01%），业绩符合预期。

➤ 肝素需求下降，核素药物销售转暖

公司肝素需求下降，2022年肝素原料药实现收入17.42亿，同比下降14.37%。2023Q1原料药实现收入4.13亿，同比下降21.90%。核素药物销售转暖，2022年公司氟标药物收入3.75亿，同比下降5.93%，云克注射液收入2.04亿，同比下降36.90%；2023Q1氟标药物实现收入1.06亿，同比增长25.77%，云克注射液实现收入0.55亿，同比增长18.47%。随着医院诊疗秩序恢复，钨标药物、氟标药物均出现恢复性增长。

➤ 看好东诚药业的核素药物布局

东诚药业已投入运行20个正电子为主核药中心和7个单光子为主的核药中心，预计2023年底投入运行的核药中心超过30个，规模领先。在研产品中，氟化钠注射用骨扫描显像剂正在进行临床总计等工作，铼依替膦酸盐注射用正在出具临床总结报告，^{99m}Tc标记替曲膦已完成中检院检查；Tau蛋白正电子摄影示踪剂已完成中检院的现场检查，后续东诚药业的检测和治疗类核素药物有望继续丰富。

➤ 盈利预测、估值与评级

由于肝素原料药2023Q1出口低位，我们预计公司2023-25年收入分别34.96/37.63/40.63亿（原预测2023/24年分别为43.27/47.06亿），对应增速分别为-2.42%/7.61%/8.00%，归母净利润分别为4.03/4.91/5.82亿（原预测2023/24年分别为4.79/5.86亿），对应增速分别为31.25%/21.73%/18.52%，PE分别为31/25/21倍，三年CAGR为23.76%。鉴于公司为核药龙头企业，参照可比公司估值，我们给予公司2023年38倍PE，目标价18.62元。维持“买入”评级。

风险提示：肝素价格不及预期；核药研发和核药中心建设不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,912	3,583	3,496	3,763	4,063
增长率（%）	14.42%	-8.41%	-2.42%	7.61%	8.00%
EBITDA（百万元）	534	582	739	888	1,031
归母净利润（百万元）	152	307	403	491	582
增长率（%）	-63.72%	102.75%	31.25%	21.73%	18.52%
EPS（元/股）	0.18	0.37	0.49	0.60	0.71
市盈率（P/E）	82	41	31	25	21
市净率（P/B）	2.84	2.63	2.50	2.37	2.23
EV/EBITDA	25.92	24.63	17.69	14.47	12.22

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月28日收盘价

投资评级：

行业：化学制药

投资建议：买入（维持评级）

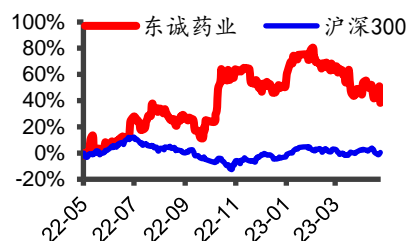
当前价格：15.13元

目标价格：18.62元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	825/738
流通A股市值（百万元）	11,162
每股净资产（元）	5.81
资产负债率（%）	35.31
一年内最高/最低（元）	20.08/10.18

股价相对走势



分析师：夏禹

执业证书编号：S0590518070004

电话：0510-82832787

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

电话：0510-82832787

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

- 《东诚药业 (002675) \ 医药生物行业肝素业务持续贡献业绩，核素药物改善》2022.10.28
- 《东诚药业 (002675) \ 医药生物行业原料药收入毛利增长，核药收入受疫情影响承压》
- 《东诚药业 (002675) \ 医药生物行业商誉、原料药成本影响业绩，看好核药成长》2022.05.02

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	827	1,022	758	1,047	1,393
应收账款+票据	875	884	891	959	1,035
预付账款	13	34	28	30	33
存货	953	1,078	942	986	1,036
其他	232	175	138	147	156
流动资产合计	2,900	3,193	2,756	3,169	3,653
长期股权投资	130	87	66	46	26
固定资产	1,055	1,322	1,361	1,395	1,424
在建工程	561	641	534	428	321
无形资产	191	226	257	357	442
其他非流动资产	2,819	2,708	2,673	2,638	2,622
非流动资产合计	4,757	4,984	4,891	4,864	4,835
资产总计	7,656	8,177	7,648	8,033	8,488
短期借款	306	344	0	0	0
应付账款+票据	1,052	1,332	954	999	1,049
其他	684	718	673	708	746
流动负债合计	2,043	2,393	1,627	1,707	1,795
长期带息负债	523	240	186	138	91
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	66	261	261	261	261
非流动负债合计	590	501	447	399	352
负债合计	2,633	2,895	2,074	2,106	2,147
少数股东权益	626	534	593	664	743
股本	802	825	825	825	825
资本公积	2,317	2,402	2,402	2,402	2,402
留存收益	1,278	1,522	1,754	2,037	2,371
股东权益合计	5,024	5,282	5,574	5,927	6,341
负债和股东权益总计	7,656	8,177	7,648	8,033	8,488

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	261	353	463	561	661
折旧摊销	119	130	138	173	193
财务费用	58	6	15	5	1
存货减少	21	-126	136	-45	-49
营运资金变动	317	195	-250	-43	-49
其它	167	438	-118	62	67
经营活动现金流	944	997	383	713	823
资本支出	-546	-195	-66	-166	-184
长期投资	-215	-72	0	0	0
其他	21	-185	3	3	3
投资活动现金流	-739	-453	-63	-163	-181
债权融资	-76	-246	-398	-47	-47
股权融资	0	22	0	0	0
其他	-113	-136	-186	-213	-248
筹资活动现金流	-189	-359	-584	-261	-296
现金净增加额	22	191	-264	289	346

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,912	3,583	3,496	3,763	4,063
营业成本	2,310	2,044	1,876	1,965	2,063
税金及附加	33	29	28	30	33
营业费用	592	566	664	700	748
管理费用	356	389	332	357	386
财务费用	58	6	15	5	1
资产减值损失	-217	-80	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	-13	-40	-15	-15	-15
其他	24	19	20	20	19
营业利润	357	448	587	711	837
营业外净收益	-1	-3	0	0	0
利润总额	356	446	586	710	837
所得税	95	93	123	149	176
净利润	261	353	463	561	661
少数股东损益	109	46	60	70	79
归属于母公司净利润	152	307	403	491	582

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	14.42%	-8.41%	-2.42%	7.61%	8.00%
EBIT	-37.54%	9.09%	33.00%	18.99%	17.26%
EBITDA	-30.63%	9.11%	26.89%	20.24%	16.11%
归母净利润	-63.72%	102.75%	31.25%	21.73%	18.52%
获利能力					
毛利率	40.95%	42.94%	46.35%	47.79%	49.23%
净利率	6.67%	9.85%	13.24%	14.91%	16.27%
ROE	3.45%	6.47%	8.10%	9.33%	10.39%
ROIC	5.39%	6.46%	8.76%	10.16%	11.76%
偿债能力					
资产负债	34.38%	35.40%	27.12%	26.22%	25.30%
流动比率	1.42	1.33	1.69	1.86	2.03
速动比率	0.90	0.83	1.05	1.21	1.39
营运能力					
应收账款周转率	4.55	4.14	4.00	4.00	1.17
存货周转率	2.42	1.90	1.99	1.99	1.99
总资产周转率	0.51	0.44	0.46	0.47	0.48
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.37	0.49	0.60	0.71
每股经营现金流	1.14	1.21	0.46	0.86	1.00
每股净资产	5.33	5.76	6.04	6.38	6.79
估值比率					
市盈率	82.32	40.60	30.93	25.41	21.44
市净率	2.84	2.63	2.50	2.37	2.23
EV/EBITDA	25.92	24.63	17.69	14.47	12.22
EV/EBIT	33.40	31.74	21.75	17.98	15.03

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 28 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695