



## 买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：16.11

### 证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

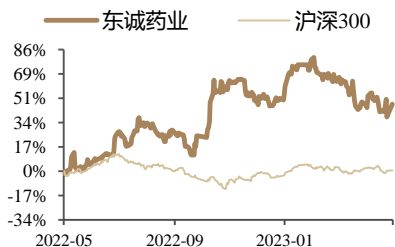
刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.06	-9.90	-17.60
相对涨幅(%)	1.41	-7.47	-14.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《东诚药业(002675.SZ)：多元业务布局的高成长核药龙头企业》，2023.1.12

# 东诚药业（002675.SZ）：23Q1 结构化表现亮眼，看好全年核药板块恢复

### 投资要点

- **事件：公司近期发布了2022年年报及2023年一季报。**2022年：收入35.8亿，同比下降8.4%，归母净利润3.1亿，同比增长102.8%，扣非归母净利润2.9亿，同比增长121.3%；2023Q1：收入8.5亿，同比下降3.3%，归母净利润0.5亿，同比下降8.8%，扣非归母净利润0.4亿，同比下降21%。
- **2022年核药业务承压，表现利润增速亮眼原因系21年低基数：**2022年公司收入35.8亿（-8.4%）、归母净利润3.1亿（+102.8%），利润高速增长原因系21年公司计提商誉2.1亿元，导致21年利润低基数，22年计提商誉为0.8亿。**分业务看。**1) **原料药业务：**收入20.6亿（-9.04%）、毛利率为24.1%（+7.3 pct）、其中肝素收入17.4亿（-14.4%）；2) **制剂业务：**收入4.8亿（+4.4%）、毛利率为71.3%（-4.9 pct）、其中注射用那屈肝素钙注射液收入3.9亿（-9.5%）、注射用氯化可的松琥珀酸钠收入0.5亿（+269%）；3) **核药业务：**收入9.1亿（-15.6%）、毛利率为71.7%（-5 pct）、其中<sup>18</sup>F-FDG收入3.7亿（-5.9%）、云克注射液收入2亿（-36.9%）、钆标记药物收入1亿（+4.1%）、<sup>131</sup>I口服液0.5亿（-22.9%）、<sup>125</sup>I密封籽源收入1.3亿（-11.9%）。
- **2023Q1受原料药业务影响，整体承压，结构化表现亮眼：**2023Q1公司收入8.5亿（-3.3%）、归母净利润0.5亿（-8.8%），其中1) **原料药：**收入4.1亿（-21.9%）；2) **制剂重点产品：**①注射用那屈肝素钙收入0.9亿（-7.4%），主要因广东集采导致产品价格下降；②注射用氯化可的松琥珀酸钠收入0.47亿（+447.6%）；3) **核药：**①FDG注射液收入1.06亿元（+25.8%）、②钆标记药物收入0.24亿（+8.9%）；③云克注射液收入0.55亿（+18.5%）。
- **核药在研管线丰富，超前布局创新核药前沿领域。**主要管线包括：铼[<sup>188</sup>Re]依替膦酸盐注射液（正在出具临床总结报告）；Tau蛋白正电子显像示踪剂（III期临床试验）；<sup>99m</sup>Tc标记替曲膦产品（完成中检院现场检验）；<sup>177</sup>Lu-LNC1003注射液（美国获批临床）等，且公司以蓝钠成为完全创新核药研发平台，布局多癌症创新系列核药，提前布局核药前沿领域，锁定诊疗核药巨大成长空间。
- **投资建议：**公司处于高壁垒双寡头核药稀缺赛道，核药房布局国内领先，以自研+并购双管齐下构建诊疗核药丰富管线，疫情复苏逻辑显著，随着国内核医学应用渗透、设备加速扩容、公司多管线有望逐步进入收获期，驱动新一轮成长。我们预测2023-2024年归母净利润为3.9/5.5亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料采购及价格波动风险；疫情复苏诊疗需求不及预期；核药房投入运营不及预期风险；PET/CT装机量不及预期；核药新品研发不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股)：	824.60
流通A股(百万股)：	737.76
52周内股价区间(元)：	10.73-19.72
总市值(百万元)：	13,284.24
总资产(百万元)：	8,264.59
每股净资产(元)：	5.81

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,912	3,583	3,615	3,968	4,368
(+/-)YOY(%)	14.4%	-8.4%	0.9%	9.8%	10.1%
净利润(百万元)	152	307	390	551	689
(+/-)YOY(%)	-63.7%	102.7%	26.9%	41.3%	25.2%
全面摊薄EPS(元)	0.18	0.37	0.47	0.67	0.84
毛利率(%)	41.0%	42.9%	46.0%	47.9%	49.5%
净资产收益率(%)	3.4%	6.5%	7.6%	9.7%	10.8%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.47	0.67	0.84
每股净资产	5.76	6.23	6.90	7.74
每股经营现金流	1.21	0.45	1.01	1.08
每股股利	0.15	0.15	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	43.53	34.07	24.12	19.27
P/B	2.88	2.59	2.33	2.08
P/S	3.71	3.67	3.35	3.04
EV/EBITDA	18.85	16.75	12.42	9.68
股息率%	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.9%	46.0%	47.9%	49.5%
净利润率	9.8%	12.4%	15.9%	18.1%
净资产收益率	6.5%	7.6%	9.7%	10.8%
资产回报率	3.8%	4.8%	5.9%	7.1%
投资回报率	7.7%	7.4%	9.2%	10.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-8.4%	0.9%	9.8%	10.1%
EBIT 增长率	-10.2%	3.6%	36.1%	25.4%
净利润增长率	102.7%	26.9%	41.3%	25.2%
偿债能力指标				
资产负债率	35.4%	29.4%	31.6%	26.8%
流动比率	1.3	1.6	1.6	2.1
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.5
现金比率	0.4	0.5	0.6	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	86.3	86.3	86.3	86.3
存货周转天数	178.8	178.8	178.8	178.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	2.7	2.5	2.5	2.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	307	390	551	689
少数股东损益	46	58	82	102
非现金支出	216	181	194	211
非经营收益	58	20	10	15
营运资金变动	370	-282	-6	-130
经营活动现金流	997	368	830	889
资产	-389	-394	-323	-263
投资	-72	27	-33	-33
其他	9	-5	5	0
投资活动现金流	-453	-372	-351	-296
债权募资	-380	0	0	0
股权募资	286	0	0	0
其他	-266	-15	-15	-15
融资活动现金流	-359	-15	-15	-15
现金净流量	191	-20	464	577

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 4 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,583	3,615	3,968	4,368
营业成本	2,044	1,950	2,066	2,206
毛利率%	42.9%	46.0%	47.9%	49.5%
营业税金及附加	29	29	32	35
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	566	625	651	699
营业费用率%	15.8%	17.3%	16.4%	16.0%
管理费用	225	249	250	249
管理费用率%	6.3%	6.9%	6.3%	5.7%
研发费用	164	181	171	175
研发费用率%	4.6%	5.0%	4.3%	4.0%
EBIT	574	594	809	1,015
财务费用	6	15	15	15
财务费用率%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-80	0	0	0
投资收益	-40	-5	5	0
营业利润	448	565	799	1,000
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	446	565	799	1,000
EBITDA	704	771	1,003	1,227
所得税	93	118	166	208
有效所得税率%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
少数股东损益	46	58	82	102
归属母公司所有者净利润	307	390	551	689

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,022	1,002	1,466	2,043
应收账款及应收票据	878	889	1,051	1,080
存货	1,078	859	1,192	998
其它流动资产	215	190	289	295
流动资产合计	3,193	2,940	3,998	4,417
长期股权投资	87	57	57	57
固定资产	1,316	1,474	1,577	1,659
在建工程	641	685	707	681
无形资产	226	241	246	241
非流动资产合计	4,984	5,174	5,307	5,361
资产总计	8,177	8,114	9,305	9,778
短期借款	344	344	344	344
应付票据及应付账款	1,332	943	1,466	1,106
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	718	596	631	672
流动负债合计	2,393	1,883	2,441	2,122
长期借款	233	233	233	233
其它长期负债	269	269	269	269
非流动负债合计	501	501	501	501
负债总计	2,895	2,384	2,942	2,624
实收资本	825	825	825	825
普通股股东权益	4,749	5,139	5,689	6,379
少数股东权益	534	591	673	775
负债和所有者权益合计	8,177	8,114	9,305	9,778

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。