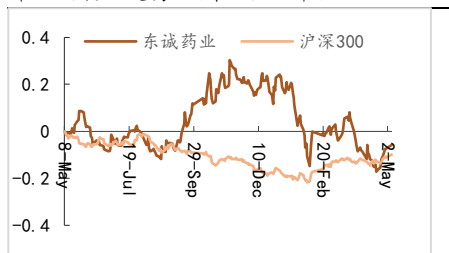


评级： 买入

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152644

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

#### 公司基本数据

最新收盘价(元)	14.06
一年内最高/最低价(元)	20.15/12.05
市盈率(当前)	51.77
市净率(当前)	2.32
总股本(亿股)	8.25
总市值(亿元)	115.94

资料来源：聚源数据

#### 相关研究

- 东诚药业(002675.SZ)点评：3季度业绩快速增长，核药研发稳步推进
- 东诚药业(002675.SZ)2022年中报点评：原料药盈利能力大幅提升，核药业务有望迎来边际改善
- 东诚药业(002675.SZ)2021年报暨2022年1季报点评：商誉减值影响表观业绩，核药产品梯队逐步丰富

#### 核心观点

- 事件：**公司发布2023年报，2023年实现营业收入为32.76亿元(-8.58%)，归母净利润为2.10亿元(-31.75%)，扣非归母净利润为2.12亿元(-26.72%)。2024年1季度，公司实现营业收入6.47亿元(-23.90%)，归属于上市公司股东的净利润为6433万元(+28.38%)，扣非后归属于上市公司股东的净利润为5485万元(+29.40%)。
- 资产减值等多重负面因素影响2023年业绩，核素药物供应网络布局日益完善。**2023年公司业绩出现下滑，主要是由于：(1)肝素下游制剂企业进入去库存阶段，对原料药的需求减少，2023年计提肝素钠原料药存货跌价准备1.12亿元；(2)原料药业务出现下滑，2023年公司原料药业务收入16.78亿元(-18.61%)，毛利率为26.10%(+2.02pct)，肝素钠销量下滑11.79%；(3)制剂产品收入4.00亿元(-17.20%)，主要因那屈肝素钙注射液于2023年3月中标第八批全国药品集中采购，销售价格下降。2024年1季度，公司原料药业务收入为2.89亿元(-29.94%)，主要是由于肝素类产品价格下降，我们认为随着肝素原料药去库存周期进入尾声，价格和销量有望逐步企稳。核药业务销售良好，2023年合计收入10.17亿元(+11.20%)，其中重点产品<sup>18</sup>F-FDG收入4.20亿元(+12.00%)；云克注射液收入2.44亿元(+19.52%)。2023年公司继续快速推进核药房建设，已建成并投入运营超过30个核药房，基本完成全国核药网络化布局建设，在短半衰期核素药物产能布局中处于业内领先地位。
- 创新性核药研发稳步推进，即将进入兑现期。**目前公司有多个核药新品种处于不同研发阶段，其中<sup>99m</sup>Tc标记替曲膦、氟化钠注射液已经提交上市申请，氟[<sup>18</sup>F]思睿肽注射液、氟[<sup>18</sup>F]阿法肽注射液、APN-1607和铼[<sup>188</sup>Re]依替膦酸盐注射液处于临床III期，多个产品处于临床前期，未来2-3年公司核药产品将迎来集中获批，后续相关产品上市后有望现有借助成熟的供应网络布局实现快速放量。
- 盈利预测和估值。**我们预计2024年至2026年公司营业收入分别为32.91亿元、36.16亿元和40.09亿元，同比增速分别为0.5%、9.9%和10.9%；归母净利润分别为3.05亿元、3.64亿元和4.36亿元，以5月6日收盘价计算，对应PE分别为38.0倍、31.9倍和26.6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**存量核素药物行业竞争加剧；核药新品种获批进度、放量速度低于预期，研发失败；原料药业务景气度处于低位。

---

### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	32.76	32.91	36.16	40.09
营收增速(%)	-8.6%	0.5%	9.9%	10.9%
归母净利润(亿元)	2.1	3.05	3.64	4.36
归母净利润增速(%)	-31.7%	45.7%	19.1%	19.9%
EPS(元/股)	0.25	0.37	0.44	0.53
PE	55.3	38.0	31.9	26.6

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,478	2,348	2,723	3,165	经营活动现金流	277	352	662	526
现金	644	480	815	1,002	净利润	210	305	364	436
应收账款	770	965	1,028	1,103	折旧摊销	144	152	152	153
其它应收款	0	1	0	0	财务费用	42	23	21	17
预付账款	19	25	23	28	投资损失	9	23	18	18
存货	904	715	680	835	营运资金变动	-154	-224	65	-146
其他	125	147	160	177	其它	-17	34	2	5
非流动资产	5,604	5,577	5,729	5,861	投资活动现金流	-603	-147	-100	-100
长期投资	98	98	98	98	资本支出	-316	-157	-306	-285
固定资产	1,348	1,396	1,439	1,508	长期投资	-11	0	0	0
无形资产	219	197	178	160	其他	27	-276	10	206
其他	3,154	3,121	3,119	3,119	筹资活动现金流	-1	-369	-228	-238
资产总计	8,082	7,925	8,452	9,026	短期借款	-12	-50	-50	0
流动负债	1,952	1,589	1,595	1,687	长期借款	124	-100	-100	-100
短期借款	331	281	231	231	其他	-22	115	323	316
应付账款	176	180	215	254	现金净增加额	-327	-164	334	188
其他	227	21	21	21	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
非流动负债	735	488	457	428	成长能力				
长期借款	249	199	149	99	营业收入	-8.6%	0.5%	9.9%	10.9%
其他	486	289	308	329	营业利润	-23.8%	26.7%	17.7%	18.4%
负债合计	2,687	2,077	2,052	2,115	归属母公司净利润	-31.7%	45.7%	19.1%	19.9%
少数股东权益	620	754	795	838	获利能力				
归属母公司股东权益	4,775	5,094	5,605	6,073	毛利率	44.9%	45.4%	46.0%	47.3%
负债和股东权益	8,082	7,925	8,452	9,026	净利率	7.8%	10.4%	11.2%	12.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	3.9%	5.2%	5.7%	6.3%
营业收入	3,276	3,291	3,616	4,009	ROIC	9.9%	12.0%	12.6%	13.3%
营业成本	1,806	1,797	1,953	2,115	偿债能力				
营业税金及附加	34	30	33	36	资产负债率	33.2%	26.2%	24.3%	23.4%
营业费用	508	494	524	573	净负债比率	22.7%	15.0%	11.7%	9.7%
研发费用	197	197	271	341	流动比率	1.3	1.5	1.7	1.9
管理费用	251	296	289	309	速动比率	0.8	1.0	1.3	1.4
财务费用	31	23	21	17	营运能力				
资产减值损失	-112	-1	-1	-1	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
公允价值变动收益	-19	2	2	2	应收账款周转率	4.0	3.8	3.6	3.8
投资净收益	-9	-25	-20	-20	应付账款周转率	9.8	10.1	9.9	9.0
营业利润	342	433	509	603	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	1	0	每股收益	0.3	0.4	0.4	0.5
营业外支出	5	4	4	4	每股经营现金	0.3	0.4	0.8	0.6
利润总额	337	429	506	599	每股净资产	5.8	6.2	6.8	7.4
所得税	83	86	102	120	估值比率				
净利润	254	343	404	479	P/E	55.28	37.95	31.85	26.57
少数股东损益	44	38	40	43	P/B	2.43	2.28	2.07	1.91
归属母公司净利润	210	305	364	436					
EBITDA	513	604	679	769					
EPS (元)	0.25	0.37	0.44	0.53					

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现