

2024年11月21日

东诚药业 (002675.SZ)

投资评级：买入（首次）

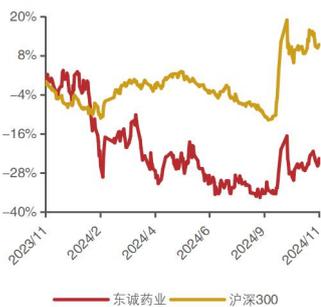
——核药产品管线不断丰富，打开长期想象空间

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
李强
SAC: S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年11月21日

收盘价(元)	13.43
一年内最高/最低(元)	19.10/11.33
总市值(百万元)	11,074.32
流通市值(百万元)	9,983.06
总股本(百万股)	824.60
资产负债率(%)	36.73
每股净资产(元/股)	5.46

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **业绩短期承压。**2024年前三季度，公司实现营业收入21.6亿元，同比下滑16.4%，实现归母净利润1.7亿元，同比下滑41.6%；2024Q3，实现营业收入7.4亿元，同比下滑7.3%，实现归母净利润0.55亿元，同比下滑45.7%。
- **短期肝素价格波动影响表观收入。**2024年前三季度，分业务来看，1)原料药：实现收入9.60亿元，同比减少28.73%，主要因肝素钠销售价格下降所致；2)核药业务：FDG注射液实现收入3.12亿元，同比减少1.33%；钆标记药物实现收入8178.75万元，同比增长4.26%，同比增加主要因市场开拓、市场份额增加所致；3)制剂业务：那屈注射液实现收入1.10亿元，同比增加130.76%；4)云克注射液：实现收入1.85亿元，同比减少3.65%，同比减少主要受DRG、DIP政策影响，住院病人减少所致。
- **核药产品线不断丰富，静待市场潜力打开。**核药方面，公司核素药物产品丰富，包括诊断类正电子药物¹⁸F-FDG、单光子药物钆[^{99m}Tc]标记药物和其他药物尿素[¹⁴C]胶囊。此外，公司近年来着力打造1.1类放射性诊疗一体化药物创新平台——烟台蓝纳成，其具有放射性诊疗一体化药物创新研发和全球领先的纳米递送技术的特点，适应症涵盖前列腺癌、胃癌、结直肠癌、鼻咽癌等多种癌症的诊断与治疗产品，其中部分产品进行中美双报，截止24H1，烟台蓝纳成产品氟[¹⁸F]思睿肽注射液正在进行III期临床试验，氟[¹⁸F]纤抑素注射液已完成I期临床试验，¹⁷⁷Lu-LNC1004注射液正在中国和新加坡开展I期临床试验，¹⁷⁷Lu-LNC1008注射液、¹⁷⁷Lu-LNC1010注射、¹⁷⁷Lu-LNC1011注射液已获得中国的临床试验通知书，⁶⁸Ga-LNC1007注射液、¹⁸F-LNC1007注射液、¹⁷⁷Lu-LNC1011注射液已获得FDA临床试验通知书。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.2/2.9/3.6亿元，同比增速分别为4.2%/31.6%/26.2%，当前股价对应的PE分别为51/39/31倍。我们选取海思科、千红制药和健友股份为可比公司，考虑到公司核药产品线不断丰富，未来具有想象空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：研发不及预期的风险；市场推广不及预期的风险；政策超预期的风险**

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,583	3,276	2,930	3,292	3,713
同比增长率(%)	-8.41%	-8.58%	-10.54%	12.35%	12.78%
归母净利润(百万元)	307	210	218	288	363
同比增长率(%)	102.75%	-31.75%	4.17%	31.61%	26.18%
每股收益(元/股)	0.37	0.25	0.26	0.35	0.44
ROE(%)	6.47%	4.39%	4.49%	5.75%	7.04%
市盈率(P/E)	36.04	52.80	50.69	38.51	30.52

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	644	857	1,106	1,426
应收票据及账款	794	696	782	882
预付账款	19	18	20	23
其他应收款	8	22	25	28
存货	904	765	846	947
其他流动资产	109	93	102	112
流动资产总计	2,478	2,452	2,881	3,418
长期股权投资	98	115	112	99
固定资产	1,367	1,414	1,485	1,542
在建工程	780	664	508	352
无形资产	219	272	357	433
长期待摊费用	37	29	10	10
其他非流动资产	3,103	3,101	3,059	3,017
非流动资产合计	5,605	5,594	5,531	5,454
资产总计	8,082	8,045	8,412	8,872
短期借款	331	331	331	331
应付票据及账款	876	846	935	1,046
其他流动负债	744	573	633	708
流动负债合计	1,952	1,750	1,899	2,085
长期借款	260	260	260	260
其他非流动负债	475	475	475	475
非流动负债合计	735	735	735	735
负债合计	2,687	2,485	2,634	2,820
股本	825	825	825	825
资本公积	2,341	2,341	2,341	2,341
留存收益	1,610	1,706	1,831	1,990
归属母公司权益	4,775	4,871	4,997	5,155
少数股东权益	620	690	781	896
股东权益合计	5,396	5,561	5,778	6,052
负债和股东权益合计	8,082	8,045	8,412	8,872

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	254	286	377	476
折旧与摊销	153	207	240	244
财务费用	31	24	24	23
投资损失	9	21	21	21
营运资金变动	-283	37	-31	-31
其他经营现金流	113	3	2	2
经营性现金净流量	277	578	632	735
投资性现金净流量	-603	-218	-198	-188
筹资性现金净流量	-1	-147	-185	-227
现金流量净额	-319	213	249	320

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,276	2,930	3,292	3,713
营业成本	1,806	1,594	1,761	1,972
税金及附加	34	26	30	33
销售费用	508	440	471	512
管理费用	251	264	280	297
研发费用	197	190	214	230
财务费用	31	24	24	23
资产减值损失	-112	-15	-16	-19
信用减值损失	7	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-9	-21	-21	-21
公允价值变动损益	-19	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	26	25	25	25
营业利润	342	382	502	632
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	5	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	337	379	499	630
所得税	83	91	120	151
净利润	254	288	379	478
少数股东损益	44	69	91	115
归属母公司股东净利润	210	218	288	363
EPS(元)	0	0	0	0

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-8.58%	-10.54%	12.35%	12.78%
营业利润增长率	-23.78%	11.72%	31.40%	26.04%
归母净利润增长率	-31.75%	4.17%	31.61%	26.18%
经营现金流增长率	-72.21%	108.74%	9.36%	16.21%
盈利能力				
毛利率	44.87%	45.61%	46.50%	46.90%
净利率	7.76%	9.82%	11.51%	12.87%
ROE	4.39%	4.49%	5.75%	7.04%
ROA	2.59%	2.72%	3.42%	4.09%
估值倍数				
P/E	52.80	50.69	38.51	30.52
P/S	3.38	3.78	3.36	2.98
P/B	2.32	2.27	2.22	2.15
股息率	0.93%	1.11%	1.46%	1.84%
EV/EBITDA	30	19	15	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。