

公司研究

肝素原料药拖累营收，核药创新升级未来可期

——东诚药业（002675.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，实现营业收入 28.69 亿元，同比-12.4%；归母净利润 1.84 亿元，同比-12.4%；扣非归母净利润 0.79 亿元，同比-62.7%；经营性净现金流 2.87 亿元，同比+3.7%；EPS（基本）0.22 元。

公司发布 2025 年一季报，实现营业收入 6.87 亿元，同比+6.1%；归母净利润 0.25 亿元，同比-61.6%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比-65.1%；经营性净现金流 1.14 亿元，同比由负转正；EPS（基本）0.03 元。

点评：

肝素原料药拖累营收，核药业务维持稳定：公司 24Q4 和 25Q1 单季度营业收入分别为 7.07/6.87 亿元，同比+2.4%/6.1%；归母净利润 0.17/0.25 亿元，同比由负转正/-61.6%。2024 年收入分板块来看：核药销售收入 10.12 亿元，同比-0.5%，其中重点产品 18F-FDG 实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 0.3%；云克注射液实现营业收入 2.31 亿元，同比下降 5.5%；锝标记相关药物实现营业收入 0.99 亿元，同比下降 1.0%；原料药板块销售收入 12.55 亿元，同比-25.2%，主要原因是全球肝素行业低迷，肝素钠销售价格下降；制剂业务板块销售收入 3.25 亿元，同比-18.7%，其中重点产品那屈注射液实现销售收入 1.28 亿元，同比增长 74.9%。

大力投入研发，核药业务布局完善：2024 年公司研发投入 4.31 亿元，同比增长 37.7%，其中核素药物研发投入占比 86.6%。公司以蓝纳成为完全创新核药研发平台，以安迪科为仿创核药平台，整合公司研发资源，推动核药研发。2024 年，公司正电子类核药生产中心投入运营 1 个，8 个核药生产中心正在建设中，投入运营的核药相关生产中心已达 30 个，基本覆盖国内 93.5%人口的核医学需求。

盈利预测、估值与评级：考虑到肝素原料药周期波动和核药研发投入加大，下调 2025~2026 年归母净利润预测至 2.27/2.96 亿元（前次预测为 3.66/4.30 亿元，分别下调 38%/31%），新增 2027 年归母净利润预测 3.55 亿元，现价对应 2025~2027 年 PE 分别为 54/42/35 倍，考虑到核药资产的稀缺性，维持“买入”评级。

风险提示：核药研发低于预期的风险；肝素周期波动的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,276	2,869	2,949	3,316	3,776
营业收入增长率	-8.58%	-12.42%	2.80%	12.44%	13.88%
归母净利润（百万元）	210	184	227	296	355
归母净利润增长率	-31.75%	-12.35%	23.33%	30.52%	20.03%
EPS（元）	0.25	0.22	0.27	0.36	0.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.39%	4.10%	4.85%	6.05%	6.91%
P/E	59	67	54	42	35
P/B	2.6	2.8	2.6	2.5	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：14.95 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebcn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

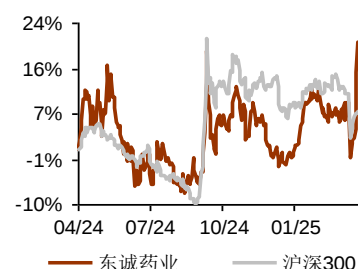
021-52523697

wujiaqing@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.25
总市值(亿元):	123.28
一年最低/最高(元):	11.29/16.35
近 3 月换手率:	71.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.94	15.29	4.68
绝对	10.01	14.65	7.76

资料来源：Wind

相关研报

肝素原料药周期波动和集采影响当期业绩，核药创新升级未来可期——东诚药业（002675.SZ）2023 年年报及 2024 年一季报点评

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,276	2,869	2,949	3,316	3,776
营业成本	1,806	1,517	1,541	1,706	1,892
折旧和摊销	138	154	149	163	177
税金及附加	34	32	27	30	34
销售费用	508	415	426	464	566
管理费用	251	317	272	316	340
研发费用	197	292	281	265	302
财务费用	31	77	77	77	77
投资收益	-9	-14	-38	-38	-38
营业利润	342	221	365	448	524
利润总额	337	219	361	444	520
所得税	83	78	89	98	109
净利润	254	141	272	346	410
少数股东损益	44	-42	45	50	55
归属母公司净利润	210	184	227	296	355
EPS (元)	0.25	0.22	0.27	0.36	0.43

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	277	287	1,077	803	915
净利润	210	184	227	296	355
折旧摊销	138	154	149	163	177
净营运资金增加	129	-21	-521	-92	-102
其他	-200	-30	1,222	436	486
投资活动产生现金流	-603	-715	-551	-552	-553
净资本支出	-511	-455	-513	-514	-515
长期投资变化	98	211	0	0	0
其他资产变化	-190	-471	-38	-38	-38
融资活动现金流	-1	544	-515	-122	-176
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	112	85	-408	34	3
无息负债变化	-319	491	454	169	200
净现金流	-319	128	11	130	187

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.9%	47.1%	47.8%	48.6%	49.9%
EBITDA 率	23.3%	23.0%	22.7%	23.9%	23.5%
EBIT 率	18.9%	17.3%	17.7%	19.0%	18.8%
税前净利润率	10.3%	7.6%	12.2%	13.4%	13.8%
归母净利润率	6.4%	6.4%	7.7%	8.9%	9.4%
ROA	3.1%	1.6%	3.0%	3.7%	4.1%
ROE (摊薄)	4.4%	4.1%	4.8%	6.1%	6.9%
经营性 ROIC	7.7%	5.7%	7.1%	8.5%	9.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	33%	38%	37%	37%	38%
流动比率	1.27	1.46	1.39	1.32	1.29
速动比率	0.81	1.10	0.96	0.98	1.03
归母权益/有息债务	6.46	5.43	11.22	10.84	11.30
有形资产/有息债务	6.74	6.58	13.56	13.44	14.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,082	8,635	8,922	9,389	9,896
货币资金	644	756	767	897	1,084
交易性金融资产	20	149	149	149	149
应收账款	770	912	722	781	855
应收票据	16	15	15	17	19
其他应收款 (合计)	8	12	13	14	16
存货	904	646	782	681	555
其他流动资产	93	46	50	69	92
流动资产合计	2,478	2,568	2,525	2,637	2,802
其他权益工具	108	106	106	106	106
长期股权投资	98	211	211	211	211
固定资产	1,348	1,731	1,787	1,838	1,880
在建工程	780	568	595	615	630
无形资产	219	253	297	341	383
商誉	2,544	2,501	2,501	2,501	2,501
其他非流动资产	145	143	147	147	147
非流动资产合计	5,605	6,067	6,397	6,752	7,095
总负债	2,687	3,263	3,309	3,513	3,716
短期借款	331	449	0	0	0
应付账款	176	195	165	182	202
应付票据	700	394	894	989	1,097
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	20	20	21	24	29
流动负债合计	1,952	1,754	1,813	1,993	2,172
长期借款	249	302	322	342	362
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	233	196	196	200	205
非流动负债合计	735	1,509	1,497	1,520	1,545
股东权益	5,396	5,371	5,613	5,876	6,180
股本	825	825	825	825	825
公积金	2,581	2,278	2,300	2,330	2,365
未分配利润	1,363	1,364	1,543	1,725	1,937
归属母公司权益	4,775	4,480	4,676	4,889	5,138
少数股东权益	620	891	936	986	1,042

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.49%	14.46%	14.46%	14.00%	15.00%
管理费用率	7.65%	11.04%	9.21%	9.52%	9.01%
财务费用率	0.96%	2.69%	2.62%	2.33%	2.05%
研发费用率	6.02%	10.17%	9.54%	8.00%	8.00%
所得税率	25%	35%	25%	22%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.13	0.03	0.10	0.13	0.15
每股经营现金流	0.34	0.35	1.31	0.97	1.11
每股净资产	5.79	5.43	5.67	5.93	6.23
每股销售收入	3.97	3.48	3.58	4.02	4.58

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	59	67	54	42	35
PB	2.6	2.8	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	19.0	22.3	21.2	18.0	16.2
股息率	0.8%	0.2%	0.7%	0.9%	1.0%

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与，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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP