

苑东生物(688513)

报告日期: 2023年04月12日

动能切换、国际化新起点

——苑东生物 2022 年报点评

投资要点

- 2022 年公司稳健增长、集采影响下制剂增长结构切换，2020-2022 年应收账款周转率持续改善；2023 年在公司存量制剂集采基数出清、纳美芬国际化推进、新壁垒制剂陆续获批的背景下，我们看好 2023H2 增长拐点，2024 年迈入加速增长新起点。
- **财务表现：符合预期，增长结构切换**
公司发布 2022 年报，2022 年收入 11.7 亿，同比增长 14.4%；归母净利润 2.5 亿，同比增长 6.1%；扣非归母净利润 1.7 亿，同比增长 20.2%；销售净利率 21.1%，同比下降 1.66pct。单季度看，2022Q4 收入同比增长 9.4%、归母净利润同比增长 10.1%、扣非归母净利润同比下降 2.3%。我们认为，公司 2022 年的收入和利润增速符合我们的预期。
- **成长能力：预计 2023H2 增长拐点，国际化品种贡献新增量**
从收入结构看成长：预计 2023 年后半年起增长加速。2022 年公司化学制剂收入占比 87.1%、同比增长 14%；化学原料药收入占比 7%、同比增长 8.1%；CMO/CDMO 收入占比 2.1%、同比增长 27.7%；技术服务收入占比 3.8%，同比增长 31.1%。从 2022 年收入增量贡献看，化学制剂收入增量占总收入增量的 84.8%、技术服务收入增量占总收入增量的 7.1%。分适应症看，2022 年麻醉镇痛类收入同比增长 26.7%、心血管类收入同比增长 38.3%、抗肿瘤类收入同比下降 9%、其他类收入同比增长 7.1%，结合公司披露的产销量情况分析表，我们认为 2022 年公司收入增长的主要驱动源于：①集采中标增量制剂放量（达比加群酯胶囊销售量同比增长 192.1%、依托考昔片销售量同比增长 38.3%）、②存量未集采制剂渠道下沉等放量（布洛芬注射液销售量同比增长 124.6%）。同时，我们也关注到公司部分品种增速可能受到疫情和第七批集采的影响（如伊班膦酸钠注射液销售量同比增长 1.7%、枸橼酸咖啡因注射液销售量同比下降 10.7%），我们预计 2023 年上半年相关存量中标品种可能仍会影响公司 2023 年收入和利润的表观增速，2023 年后半年期随着销售基数同比下降、新获批/中标品种陆续上市销售，我们预计公司收入增长逐季度加速，具体看：①我们看好 2022 年新获批制剂在 2023 年推广销售（如舒更葡糖钠注射液等）、②期待 2022 年已提交申报且有望在 2023 年获批的品种上市后贡献增量利润（根据 2022 年报，约有 10 个品种以化药 3 类和 4 类申报上市）。从 2022 年报看，技术服务收入增速较快，来自于“公司与产业优秀合作伙伴达成 2 个产品的上市许可持有人授权转让及未来 CMO 合作，助力公司业务增长”。我们预计 2023 年随着公司获批的品种增多，后续可以开展技术服务合作的产品数量有望增加，进而贡献公司利润增长。
- **盈利能力：集采影响净利率结构，我们预计净利率先降后升**
经营利润率整体稳定，我们预计 2023-2025 年净利率向降后升。根据公司年报，2022 年销售净利率 21.1%、同比下降 1.7pct，从净利率变动看：2022 年毛利率同比下降 2.7pct、销售费用率同比下降 5.3pct、管理费用率同比提升 1.9pct、研发费用率同比提升 0.1pct，毛利率与三费率变动之和大约影响 0.6pct 净利率变动，整体经营净利率相对稳定，我们认为费用结构变化来自于集采影响（第五批集采中标的增量品种及第七批集采中标的存量品种共同导致），此外我们认为硕德产能释放可能也影响公司的管理费用率和毛利率（根据公司年报，2022 年固定资产占总资产比例达到 30.2%，显著高于 2021 年的 8.5%；在建工程占比下降至 7.7%，显著低于 2021 年的 23%）。展望 2023 年，我们预计：①毛利率看，随着第七批集采中标制剂发货，2023 年毛利率有所下降，但技术服务收入占比提

投资评级：增持(维持)

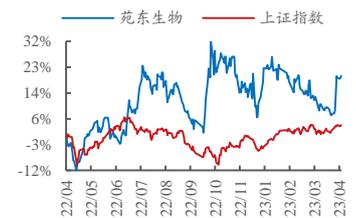
分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：毛雅婷
执业证书号：S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 59.53
总市值(百万元)	7,148.96
总股本(百万股)	120.09

股票走势图



相关报告

- 1 《核心品种放量，收入稳健增长——苑东生物 2022 年三季度报点评》 2022.10.21
- 2 《差异化立项的医药高端制造企业——苑东生物深度报告》 2022.10.08

升可以部分对冲毛利率下降；2024年起随着新上市非集采产品收入占比提升，我们预计2024-2025年公司毛利率略有提升。②费用率看，我们预计2023年随着第七批集采收入占比提升，公司销售费用率有望有所下降，2024年起有所提升；2024-2025年随着收入体量增加，我们预计管理费用率和研发费用率有所下降，带动整体净利润率有所提升。

□ 经营效率：应收账款周转率提升，经营性应付影响现金流净额

从营运能力看，2022年公司应收账款周转率为9.39，同比2021年的8.75有所提升。从现金流看，2022年公司经营活动产生的现金流净额同比增长3%，从回款效率看，2022年公司“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”约98.6%，同比2021年的106.1%略有下降，“经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益”约90.7%，同比2021年的105.9%有所下降。根据现金流量表补充资料，我们预计2022年经营性应付的变动影响了现金流收入。

□ 盈利预测与估值

结合公司最新发布的年报和经营情况，我们预计公司2023-2025年EPS分别为2.21/2.82/3.64元/股（之前2023-2024年EPS预测分别为2.45/2.86元/股），2023年4月12日收盘价对应2023年PE为27倍。医药制造升级公司中，我们持续看好苑东生物在壁垒品种立项、国际化探索领域的进展。我们认为，在公司制剂国际化渐进的窗口期，2023年国际化大单品有望获批、2024年收入增长加速，研发品种/技术转化、API销售等贡献额外增量，我们看好公司在2023-2025年利润增长的持续性，维持“增持”评级。

□ 风险提示

集采品种续约丢标风险；产品研发、注册及放量不及预期风险；美国市场竞争加剧风险等

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1171	1274	1589	2022
(+/-) (%)	14.4%	8.8%	24.8%	27.2%
归母净利润	247	265	338	437
(+/-) (%)	6.1%	7.6%	27.5%	29.1%
每股收益(元)	2.05	2.21	2.82	3.64
P/E	29.0	26.9	21.1	16.4

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1709	1899	2287	2854
现金	831	947	1261	1676
交易性金融资产	516	513	495	508
应收账款	143	172	218	285
其它应收款	1	1	1	2
预付账款	16	26	32	38
存货	141	193	233	294
其他	61	48	48	52
非流动资产	1308	1411	1470	1507
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	25	8	11	15
固定资产	910	1128	1212	1274
无形资产	35	33	32	31
在建工程	231	167	125	97
其他	108	74	89	91
资产总计	3018	3310	3757	4361
流动负债	529	552	661	829
短期借款	105	55	60	74
应付款项	157	206	255	321
预收账款	0	0	0	0
其他	267	290	346	435
非流动负债	44	48	48	47
长期借款	0	0	0	0
其他	44	48	48	47
负债合计	573	600	708	876
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2444	2710	3048	3485
负债和股东权益	3018	3310	3757	4361

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1171	1274	1589	2022
营业成本	196	258	319	401
营业税金及附加	18	20	25	31
营业费用	474	465	583	746
管理费用	90	96	116	137
研发费用	231	255	294	354
财务费用	(10)	(10)	(13)	(18)
资产减值损失	4	4	5	7
公允价值变动损益	20	17	18	18
投资净收益	8	13	15	16
其他经营收益	65	64	65	64
营业利润	261	281	359	462
营业外收支	1	1	1	3
利润总额	262	282	360	464
所得税	15	17	21	27
净利润	247	265	338	437
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	247	265	338	437
EBITDA	313	340	426	535
EPS (最新摊薄)	2.05	2.21	2.82	3.64

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.43%	8.80%	24.80%	27.20%
营业利润	7.08%	7.74%	27.78%	28.67%
归属母公司净利润	6.06%	7.63%	27.54%	29.07%
获利能力				
毛利率	83.25%	79.75%	79.95%	80.15%
净利率	21.06%	20.83%	21.29%	21.61%
ROE	10.41%	10.30%	11.75%	13.37%
ROIC	9.36%	9.25%	10.47%	11.78%
偿债能力				
资产负债率	18.99%	18.13%	18.86%	20.08%
净负债比率	18.37%	9.18%	8.49%	8.39%
流动比率	3.23	3.44	3.46	3.44
速动比率	2.96	3.09	3.11	3.09
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.40	0.45	0.50
应收账款周转率	9.39	8.81	9.47	9.61
应付账款周转率	1.28	1.51	1.47	1.49
每股指标(元)				
每股收益	2.05	2.21	2.82	3.64
每股经营现金	1.27	2.66	3.26	4.25
每股净资产	20.36	22.56	25.38	29.02
估值比率				
P/E	29.00	26.94	21.12	16.37
P/B	2.92	2.64	2.35	2.05
EV/EBITDA	19.35	16.90	12.80	9.43

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	152	319	392	511
净利润	247	265	338	437
折旧摊销	60	68	80	89
财务费用	(10)	(10)	(13)	(18)
投资损失	(8)	(13)	(15)	(16)
营运资金变动	(47)	66	63	88
其它	(90)	(57)	(62)	(68)
投资活动现金流	(406)	(163)	(96)	(128)
资本支出	(266)	(220)	(120)	(120)
长期投资	(25)	16	(3)	(4)
其他	(115)	41	27	(4)
筹资活动现金流	40	(40)	19	32
短期借款	85	(50)	5	13
长期借款	0	0	0	0
其他	(46)	10	13	18
现金净增加额	(214)	116	314	415

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>