

2019年5月10日

科创板医药生物系列之十一：苑东生物
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	339	476	769
(+/-)		40.6%	61.4%
营业利润	39	74	149
(+/-)		88.4%	100.8%
归属母公司净利润	57	64	135
(+/-)		12.3%	109.8%
EPS（元）	0.16	0.18	1.50

科创板已受理企业名单中，医药生物占据 23 席。截止 5 月 10 日，科创板已受理企业达 102 家，其中医药生物公司占 23 席，分别为：科前生物、安瀚科技、微芯生物、特宝生物、贝斯达、赛诺医疗、海尔生物、申联生物、美迪西、南微医学、苑东生物、热景生物等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——苑东生物。苑东生物的主营业务为原料药和化学药制剂的研发、生产与销售。

● **化学制剂和原料药生产商。**公司成立于 2009 年，主要从事化学原料药和化学药制剂的研发、生产与销售，其中化学制剂的营业收入占比在 90%以上，是公司最重要的收入来源。公司具备注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型和化学原料药的生产能力，目前已成功实现 16 个化学药制剂产品和 11 个化学原料药产品的产业化，产品涵盖抗肿瘤、心血管、消化、麻醉镇痛、儿童用药等重点领域。

● **国内医药市场发展良好。**随着我国经济发展和医疗体制改革，国内医药工业总产值保持高速增长，2016-2018 年规模以上医药工业增加值分别同比增长 10.60%、12.40%和 9.70%，中国已经成为全球最大的新兴医药市场，预计未来我国医药产业仍将保持良好增长。原料药行业在医药制造产业链中处于上游位置，近年来我国原料药行业主营业务收入呈现平稳递增态势，从 2013 年的 3,808 亿元增长到 2017 年的 4,991 亿元，年复合增长率为 9.76%。化学药制剂行业主营业务收入从 2013 年的 5,730 亿元增长到 2017 年的 8,300 亿元，尽管近年来增速小幅放缓，但通过自主研发、创新仿制等战略转型，化学药制剂行业有望迎来快速发展。

● **营收增速较高，盈利能力较强。**2016-2018 年公司营业收入增速较高，2018 年实现营业收入 76976 万元，三年复合增长率为 50.63%。利润也维持较高增长，2018 年实现归母净利润 13502 万元，扣非净利润 8500 万元。近三年公司销售毛利率逐年上升，2018 年销售毛利率达 88.64%。销售净利率和 ROE 在 2018 年有较大幅度上升，分别达到 17.56%和 23.19%，公司盈利能力较强。公司研发投入逐年增加，2018 年研发费用占营业收入比重为 16.18%。

● **风险提示：**行业政策风险；药品价格调整风险；研发失败风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

 邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	3
3. 公司主营业务分析.....	5
4. 公司财务状况分析.....	7
5. 可比公司估值分析.....	9
6. 公司募投项目情况.....	9
7. 风险提示.....	10

图表目录

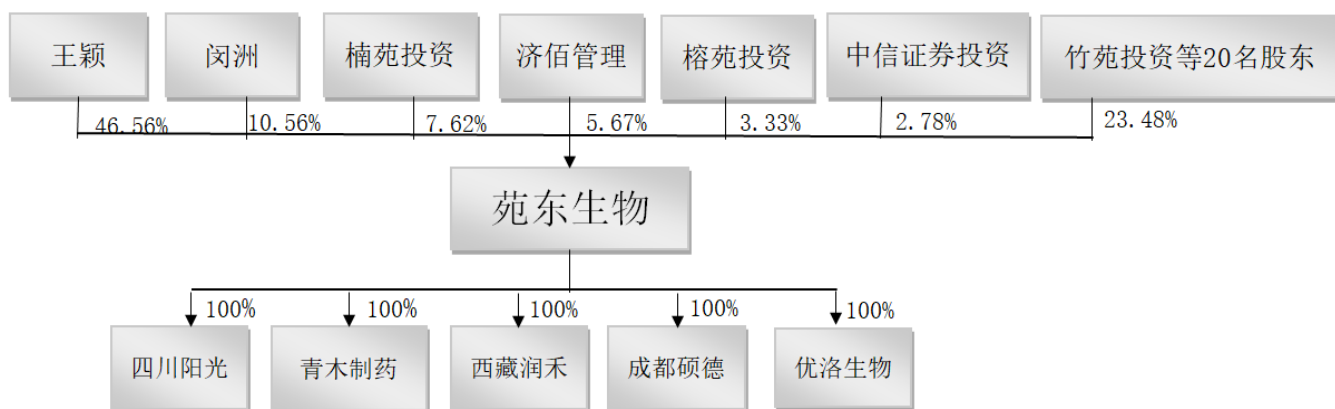
图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：2013-2017 年我国化学原料药行业主营业务收入走势图	4
图表 3：2012-2017 年我国化学药制剂行业主营业务收入走势图	5
图表 4：公司主营业务构成.....	6
图表 5：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）	7
图表 6：2016-2018 年公司盈利能力分析	7
图表 7：2016-2018 年公司研发投入情况	8
图表 8：2016-2018 年公司资产负债状况	8
图表 9：可比公司估值分析.....	9
图表 10：公司募集资金用途（单位：万元）	9

1. 公司概况

苑东生物成立于 2009 年,主要从事化学原料药和化学药制剂的研发、生产与销售,具备注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型和化学原料药的生产能力。目前公司已成功实现 16 个化学药制剂产品和 11 个化学原料药产品的产业化,产品涵盖抗肿瘤、心血管、消化、麻醉镇痛、儿童用药等重点领域。

王颖直接持有公司 46.56%的股权,同时通过担任楠苑投资、竹苑投资、菊苑投资的执行事务合伙人委派代表合计控制公司 11.56%的股权,王颖直接和间接合计控制公司 58.11%的股权,为公司控股股东、实际控制人。

图表 1: 公司股权结构



资料来源:公司公告、华鑫证券研发部

2. 公司所处行业分析

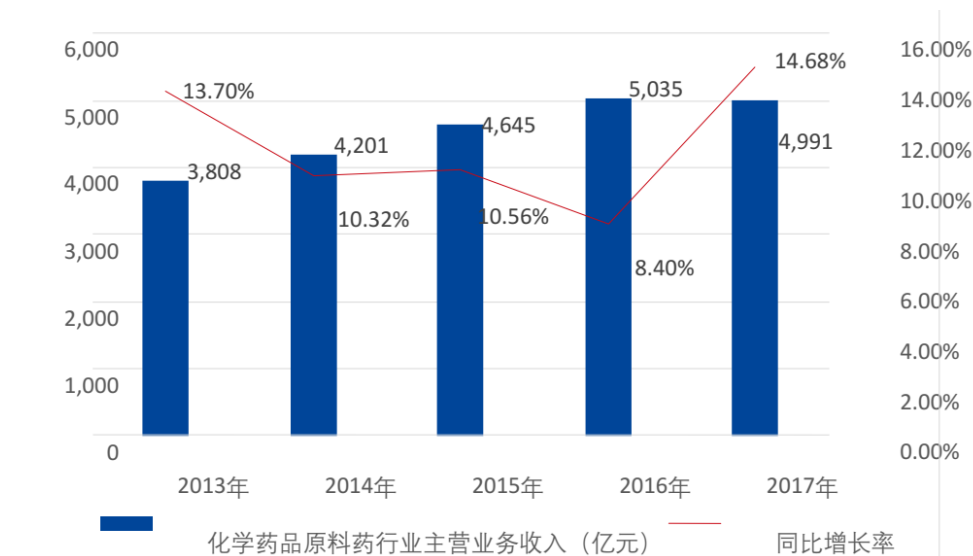
近年来,随着全球经济逐渐复苏,人口总量持续增长以及社会老龄化程度的提高,全球医药市场规模保持平稳增长。根据 IMS Health 的数据统计,从 2008 年到 2017 年,全球医药市场的年均复合增长率约为 3.86%,预计将在 2021 年达到 1.5 万亿美元的市场规模。

近年来,经济发展和医疗体制改革促使需求不断释放,我国医药工业总产值保持高速增长,中国已经成为全球最大的新兴医药市场。根据国家统计局数据,2016 年、2017 年和 2018 年规模以上医药工业增加值分别同比增长 10.60%、12.40%和 9.70%。

尽管我国医药行业增长较好，但与发达国家相比仍存在较大的差距，根据 IMS Health 数据统计，我国的人均药品消费金额显著低于发达国家。同时，考虑到我国经济的持续增长和人均收入水平的提高、人口老龄化的加快、城镇化水平的提高等多方面因素驱动以及出台的一系列促进医药行业健康发展的相关政策，预计未来我国医药产业仍将保持良好增长。

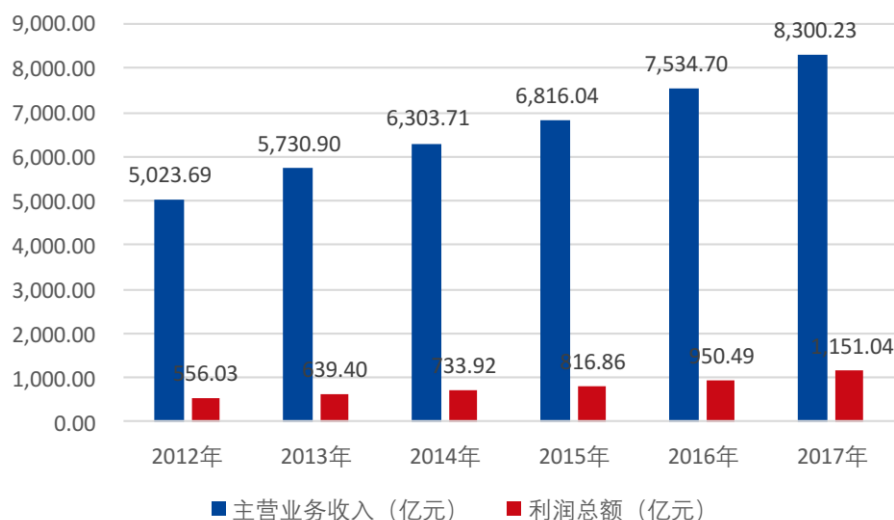
化学原料药行业是医药制造业的重要组成部分，在医药制造产业链中处于上游位置。近年来，我国化学原料药行业主营业务收入呈现平稳递增态势，从 2013 年的 3,808 亿元增长到 2017 年的 4,991 亿元，年均复合增长率为 9.76%。尽管我国化学原料药行业短期内面临着一定的产能压力，但长期来看，随着化学原料药行业的转型升级，行业整体将保持健康平稳增长。

图表 2：2013-2017 年我国化学原料药行业主营业务收入走势图



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

近年来，我国化学药制剂行业主营业务收入呈现平稳增长趋势，从 2013 年的 5,730 亿元增长到 2017 年的 8,300 亿元。尽管近年来化学药制剂行业的增速小幅放缓，但随着我国医药工业总产值的稳步增长，国内有研发实力、品种等优势制剂生产企业通过自主研发、创新仿制等战略转型，推动高端仿制药开发，促进化学药制剂行业快速发展。

图表 3：2012-2017 年我国化学药制剂行业主营业务收入走势图


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

3. 公司主营业务分析

公司产品包括化学原料药和化学药制剂两大类。乌苯美司胶囊、富马酸比索洛尔片、注射用复方甘草酸苷、伊班膦酸钠注射液、盐酸纳美芬注射液、枸橼酸咖啡因注射液、布洛芬注射液等产品是公司的主要化学药制剂，化学制剂的营业收入占比在 90% 以上，是公司最重要的收入来源。化学原料药主要包括盐酸纳美芬、乌苯美司和富马酸比索洛尔等。

公司具备较强的研发成果产业化能力，能够自主实现药品的研发、生产与销售，公司拥有胶囊剂、片剂、注射液、冻干粉针剂等不同剂型的化学药制剂及化学原料药的 GMP 生产线。截至目前，公司已成功实现 16 个化学药制剂产品和 11 个化学原料药产品的产业化，公司上市产品涵盖抗肿瘤、心血管、消化、麻醉镇痛、儿童用药等重点领域，公司已建立完善的营销体系，营销网络覆盖全国市场。

公司已拥有 3 个在产国内首仿产品，2 个首家通过一致性评价产品。公司高度重视研发，在研产品储备丰富。目前，公司共有在研项目 37 个，其中 1 类新药 7 个（包括 2 个 1 类新药处于临床试验阶段，2 个为 1 类生物药）；2 个 2 类新药处于临床试验阶段；盐酸美金刚缓释胶囊、奥氮平片等高端化学药被纳入优先审评。

图表 4：公司主营业务构成

单位：万元

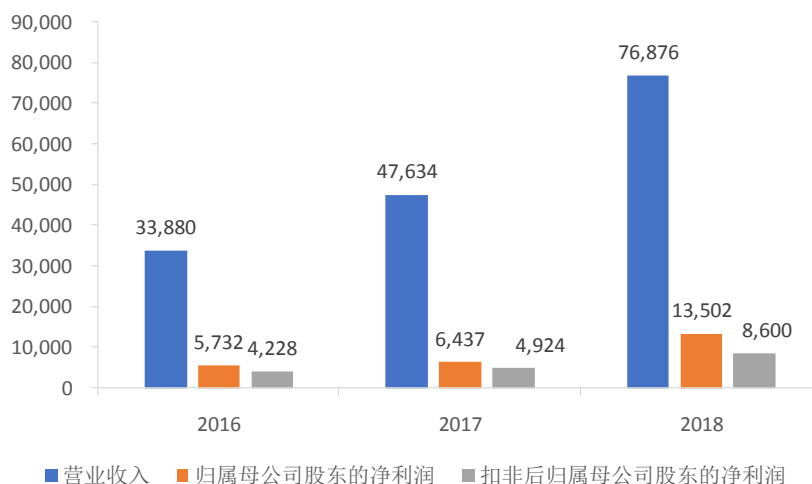
产品名称		2018 年		2017 年		2016 年	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
化学原料药	盐酸纳美芬	2,500.14	3.26%	1,010.26	2.13%	-	-
	乌苯美司	907.22	1.18%	676.45	1.43%	882.16	2.60%
	富马酸比索洛尔	620.10	0.81%	165.24	0.35%	152.24	0.45%
	其他化学原料药	428.45	0.56%	335.07	0.71%	239.15	0.71%
化学原料药小计		4,455.91	5.80%	2,187.02	4.61%	1,273.55	3.76%
化学药制剂	乌苯美司胶囊	20,521.28	26.72%	12,451.06	26.25%	9,587.87	28.30%
	富马酸比索洛尔片	17,806.54	23.19%	10,634.51	22.42%	5,937.47	17.52%
	注射用复方甘草酸苷	9,236.72	12.03%	5,684.48	11.99%	4,359.58	12.87%
	伊班膦酸钠注射液	11,336.76	14.76%	5,374.61	11.33%	3,068.30	9.06%
	盐酸纳美芬注射液	3.73	0.005%	2,311.10	4.87%	4,232.81	12.49%
	枸橼酸咖啡因注射液	4,571.43	5.95%	1,581.14	3.33%	-	-
	布洛芬注射液	134.36	0.17%	-	-	-	-
	其他化学药制剂	6,034.98	7.86%	6,268.44	13.22%	5,420.59	16.00%
化学药制剂小计		69,645.80	90.69%	44,305.34	93.42%	32,606.62	96.24%
技术服务收入	盐酸纳美芬注射液	854.40	1.11%	615.21	1.30%	-	-
	注射用甲磺酸加贝酯	212.53	0.28%	85.30	0.18%	-	-
	注射用盐酸丁卡因	326.00	0.42%	109.58	0.23%	-	-
	CX3002	1,000.00	1.30%	-	-	-	-
	其他技术服务收入	301.34	0.40%	124.50	0.27%	-	-
技术服务收入小计		2,694.27	3.51%	934.59	1.97%	-	-
合 计		76,795.98	100%	47,426.96	100%	33,880.17	100%

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司营业收入维持较高增长，2018 年公司实现营业收入 76976 万元，复合增长率达 50.63%。归母净利润和扣非净利润也维持较高增长，2018 年实现归母净利润 13502 万元，扣非净利润 8600 万元。

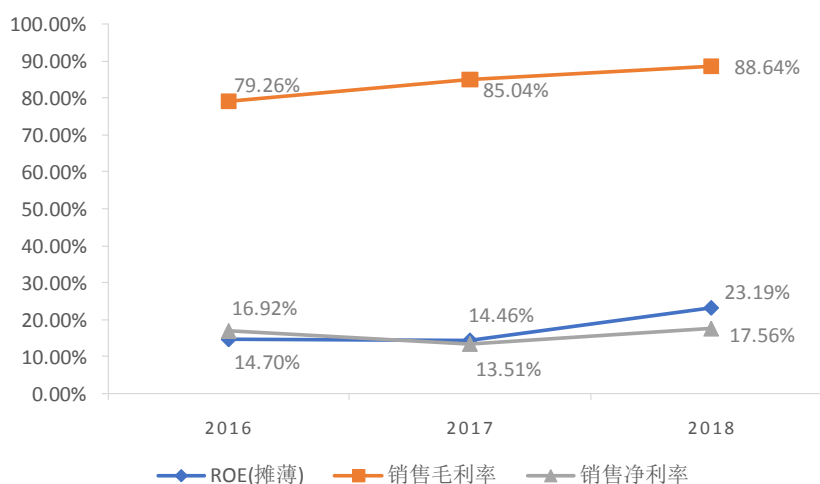
图表 5：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

近三年，公司销售毛利率逐年上升，由 2016 年的 79.26% 上升至 2018 年的 88.64%。销售净利率和 ROE 水平在 2017 年小幅下降，2018 年由于利润端增幅较大，销售净利率和 ROE 都有较大幅度上升，分别达到 17.56% 和 23.19%。总体来看，公司盈利能力较强。

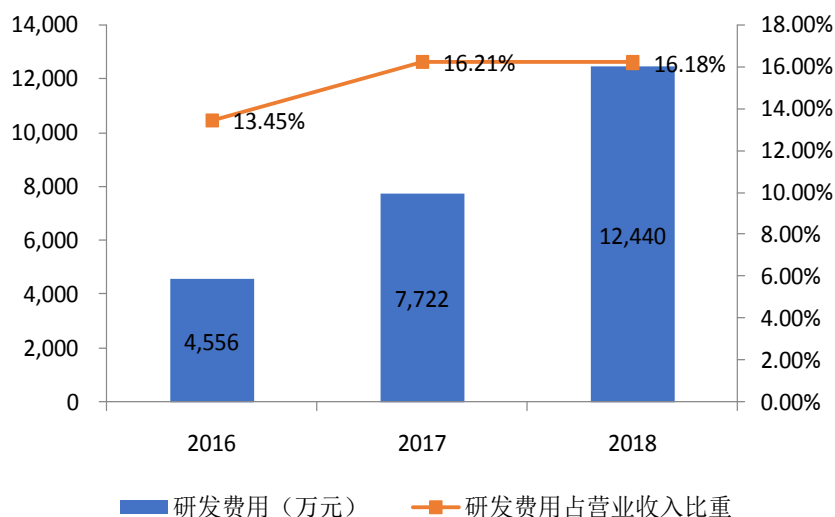
图表 6：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

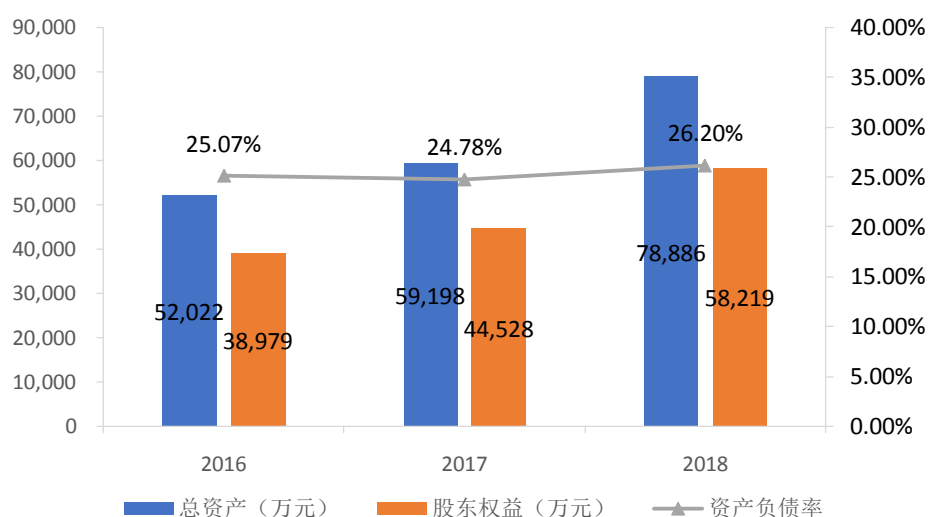
2016-2018 年间，公司的研发支出持续增加，2018 年达到 12440 万元，占营业收入的比重为 16.18%。近三年，公司总资产保持稳定增长态势，股东权益也同步增长。2018 年公司总资产达 7.89 亿元，股东权益达 5.82 亿元。公司资产负债率基本保持稳定，2018 年公司资产负债率为 26.20%。

图表 7：2016-2018 年公司研发投入情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 8：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

根据公司所处行业及产品特点，同行业中主要上市公司有海思科、恩华药业、普洛药业等。从估值上来看，可比公司的平均估值水平在 29 倍左右，处于相对合理水平。

图表 9：可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002653	海思科	11.65	126	0.30	0.37	0.47	38.9	31.2	24.9
002262	恩华药业	11.00	112	0.54	0.63	0.78	20.4	17.3	14.1
000739	普洛药业	9.32	110	0.35	0.42	0.53	26.5	22.1	17.7
	平均值						28.6	23.6	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（数据日期为 2019 年 5 月 9 日）

6. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行人民币普通股不超过 3009 万股（未考虑本次发行的超额配售选择权）/3,460.35 万股（若全额行使本次发行的超额配售选择权）；不低于发行后股本总额的 25%。募集资金净额拟主要投资于以下项目。

图表 10：公司募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	重大疾病领域创新药物系列产品产业化基地建设项目	62,000.00	62,000.00
2	药品临床研究项目	8,500.00	8,500.00
3	营销网络建设项目	6,100.00	6,100.00
4	技术中心创新能力建设项目	2,700.00	2,700.00
5	信息化系统建设项目	2,000.00	2,000.00
6	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
	合计	111,300.00	111,300.00

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 行业政策风险;
- 2) 药品价格调整风险;
- 3) 药品研发失败风险。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>