



买入（首次）

所属行业：医药生物/化学制药
当前价格(元)：50.68

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

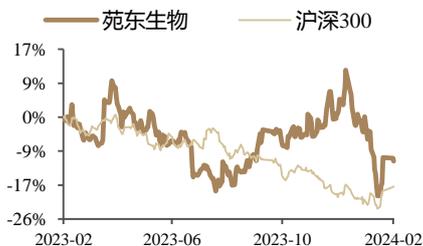
邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.23	-11.95	-11.80
相对涨幅(%)	-15.54	-14.26	-7.39

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

苑东生物（688513.SH）：丰富制剂布局带来业绩增量，国际化打开成长天花板

投资要点

- 集采影响基本出清，存量产品贡献增量。**伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因是公司2020-2022年主要营收来源，2022年米内网数据显示销售额占比分别为31.1%和7.2%，合计占比近40%。但由于22Q4伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因进入集采，两大产品23年上半年销售额下降79.5%和89.7%，导致公司整体业绩承压。一方面，随着两大产品集采压力已在23年前三季度报表端体现，我们认为两个产品后续影响有望削弱。另一方面，根据公司公告统计，2022-2023公司有16款新品获批，其中大部分产品竞争格局良好，竞争对手不超过5家，预计将在后续有望持续贡献业绩增量，我们认为公司业绩后续有望企稳。
- 深耕麻醉镇痛产品，丰富制剂管线带来业绩增量。**麻醉药品市场规模约为300-400亿，其中镇痛药占比55.4%，麻醉镇痛产品市场空间巨大。根据米内网数据，2022年公司麻醉镇痛产品中纳美芬（未考虑天台山），布洛芬，纳洛酮和依托考昔销售额分别为434万元、8583万元、6592万元和6370万元，合计收入占比超过20%，2023上半年布洛芬、纳洛酮、依托考昔市占率均在前三。公司后续加大麻醉镇痛产品线布局，相关产品包括布托啡诺和纳布啡等管制类精麻药品（均已提交NDA），管制类产品竞争格局较好且市场规模较大。此外，公司针对于成瘾性低的非阿片类产品，公司推出独特的非中枢性镇痛机制EP-9001A单抗注射液，目前已进入进入Ib/II临床试验，在国内同类NGF靶点中研发进度居于前列，市场前景较大。
- 23年国际化元年，看好后续成长空间。**公司自2016年成立硕德药业并逐渐开始布局国际化制剂业务，2023年4月完成FDA现场检查，制剂产品盐酸纳美芬注射液和盐酸尼卡地平注射液完成FDA批准前核查（PAI），2023年9月硕德药业收到美国FDA出具的现场检查报告（即EIR），FDA确认本次检查已结束，硕德药业通过本次现场检查。2023年11月硕德药业盐酸纳美芬注射液ANDA获批，这标志着公司国际化取得实质性进展，实现了从0到1的突破。此外公司持续布局突破原研晶型和制剂专利的大品种、高壁垒的复杂制剂和特色的505(b)产品，公司重点打造阿片类解毒剂产品管线，盐酸纳洛酮鼻喷剂、盐酸纳美芬注射液（预充针）、盐酸纳美芬鼻喷剂正在加快开发，以期打开国际化的广阔成长空间。
- 盈利预测：**2023-2025年苑东生物归母净利润分别为2.3/2.8/3.6亿元，同比增-7.4%/+23.3%/+27.2%。考虑到公司集采影响逐步出清，麻醉镇痛制剂管线不断丰富，以及公司阿片类产品出海后获得的广阔市场空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品销售不及预期的风险；研发进度不及预期的风险，国内外行业政策不及预期的风险。

股票数据

总股本(百万股):	120.09
流通 A 股(百万股):	120.09
52 周内股价区间(元):	45.70-63.78
总市值(百万元):	6,086.16
总资产(百万元):	3,215.97
每股净资产(元):	21.41

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,023	1,171	1,130	1,380	1,736
(+/-)YOY(%)	11.0%	14.4%	-3.5%	22.1%	25.8%
净利润(百万元)	232	247	228	282	358
(+/-)YOY(%)	30.5%	6.1%	-7.4%	23.3%	27.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.94	2.05	1.90	2.35	2.98
毛利率(%)	86.0%	83.3%	80.0%	81.1%	81.4%
净资产收益率(%)	10.1%	10.1%	8.8%	9.9%	11.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 苑东生物：“三位一体”化布局的高端制药企业	5
1.1. 公司概况：发展蓝图稳步拓宽，业务范围持续扩张	5
1.2. 营收稳定增长，经营能力持续提升	7
2. 深耕麻醉镇痛领域，丰富产品线奠定长期增长动力	8
2.1. 深耕麻醉镇痛，产品持续丰富	8
2.2. 23 年两大品种集采出清，后续有望稳定增长	12
2.3. 研发持续高投入，差异化制剂布局奠定业绩增长	14
2.4. 原料药-制剂一体化布局，成本优势显著	17
3. 硕德药业通过 FDA 现场检查，国际化打开成长天花板	18
3.1. 23 年出海元年，取得多项阶段性成果	18
3.2. 国际基地管线布局逐步完善，项目储备丰富	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 盈利预测	22
4.2. 可比公司估值	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：苑东生物发展历程大事记	5
图 2：苑东生物股权结构图（截止 2023Q3）	5
图 3：2018-2023Q1-3 苑东生物营收及增速（亿元，%）	7
图 4：2018-2023Q1-3 苑东生物净利润及增速（亿元，%）	7
图 5：2018-2023Q1-3 公司销售毛利率和净利率（%）	7
图 6：2018-2023Q1-3 公司期间费用率（%）	7
图 7：苑东生物收入结构拆分	8
图 8：麻醉镇痛药物 PDB 样本医院销售规模（亿元）	9
图 9：2016-2023H1 全国城市公立医院纳美芬销售额（百万元）	10
图 10：2023H1 全国城市公立医院纳美芬竞争格局（%）	10
图 11：2016-2023H1 全国城市公立医院纳洛酮销售额（百万元，%）	10
图 12：2023H1 全国城市公立医院纳洛酮竞争格局（%）	10
图 13：2016-2023H1 全国城市公立医院布洛芬注射液销售额（百万元，%）	10
图 14：2023H1 全国城市公立医院布洛芬注射液竞争格局（%）	10
图 15：2016-2023H1 全国城市公立医院依托考昔销售额（百万元，%）	11

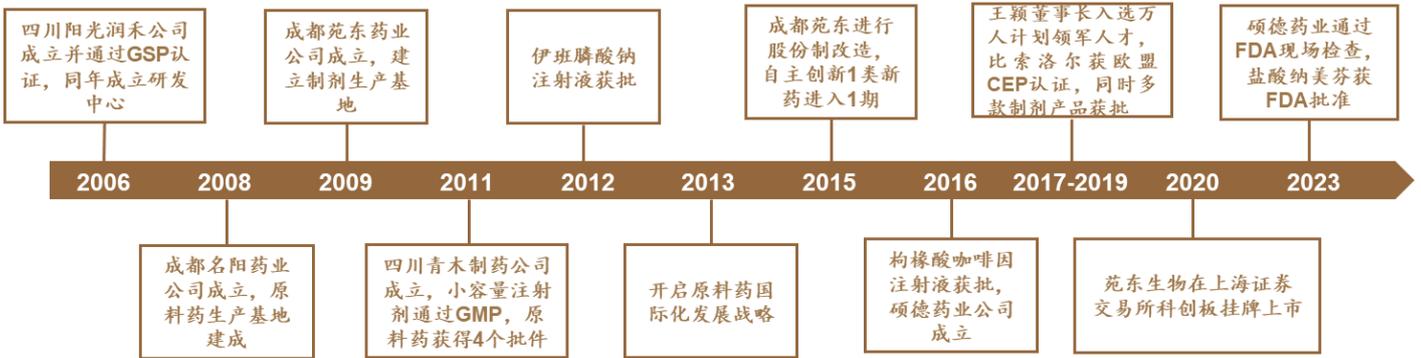
图 16: 2023H1 全国城市公立医院依托考昔竞争格局 (%)	11
图 17: 2018-2023H1 伊班膦酸钠与枸橼酸咖啡因销售贡献率	12
图 18: 2016-2023H1 全国城市公立医院伊班膦酸钠注射液销售额 (百万元, %)	13
图 19: 2023H1 全国城市公立医院伊班膦酸钠注射液竞争格局 (%)	13
图 20: 2016-2023H1 全国城市公立医院枸橼酸咖啡因销售额 (百万元, %)	13
图 21: 2023H1 全国城市公立医院枸橼酸咖啡因竞争格局 (%)	13
图 22: 2017-2023H1 年公司研发费用情况 (百万元, %)	14
图 23: 2019-23H1 公司研发人员情况 (人, %)	14
图 24: 2017-2023H1 公司原料药营收情况 (百万元, %)	17
图 25: 公司出海历程梳理	18
图 26: 美国阿片类药物死亡率情况	19
图 27: 国际化制造基地	21
表 1: 公司部分核心管理层	6
表 2: 公司主要品种 (截止 23H1)	8
表 3: 苑东麻醉镇痛领域药物一览表 (截止 23H1)	9
表 4: 公司麻醉镇痛领域新品管线 (截至 2023H1)	11
表 5: 国内 NGF 靶点镇痛药物研发现状 (截至 2023 年 9 月)	12
表 6: 公司部分产品国采情况 (截止 2023H1 年)	12
表 7: 公司除麻醉镇痛外其他领域的主要产品 (截止 23H1)	14
表 8: 公司核心技术一览表 (截止 23H1)	15
表 9: 苑东新品在城市公立医院的市场规模及主要玩家 (截止 2023 年 12 月)	16
表 10: 公司商业化生产原料药一览表 (截至 2023 年底)	17
表 11: 公司在研原料药情况 (截至 2023 年底)	18
表 12: 主要国际化项目进展一览表 (截至 2023 年中报)	21
表 13: 苑东生物收入拆分	22
表 14: 可比公司相对估值	23

1. 苑东生物：“三位一体”化布局的高端制药企业

1.1. 公司概况：发展蓝图稳步拓宽，业务范围持续扩张

成都苑东生物制药股份有限公司是一家以研发创新驱动的，集化学原料药、高端化学药及生物药研发、生产、销售于一体的高新技术企业。苑东生物始终坚持“以患者为中心，为人类健康沐浴阳光”的企业使命，依托持续的技术创新，逐步建立起国内领先、符合国际标准的研发技术及产业化平台，重点布局麻醉镇痛领域，同时兼顾心脑血管、肿瘤、儿童用药、内分泌等重大疾病领域，先后实现了近 40 个化学药制剂产品和 20 余个化学原料药产品的产业化。已上市的制剂产品中包括 6 个国内首仿产品，29 个通过或视同通过一致性评价产品，10 个产品中选国家药品集中采购。公司原料药产品中，10 余个化学原料药产品已出口国际市场。苑东生物坚持以研发创新驱动，近年来，持续保持高比例的研发投入打造研发核心竞争力。

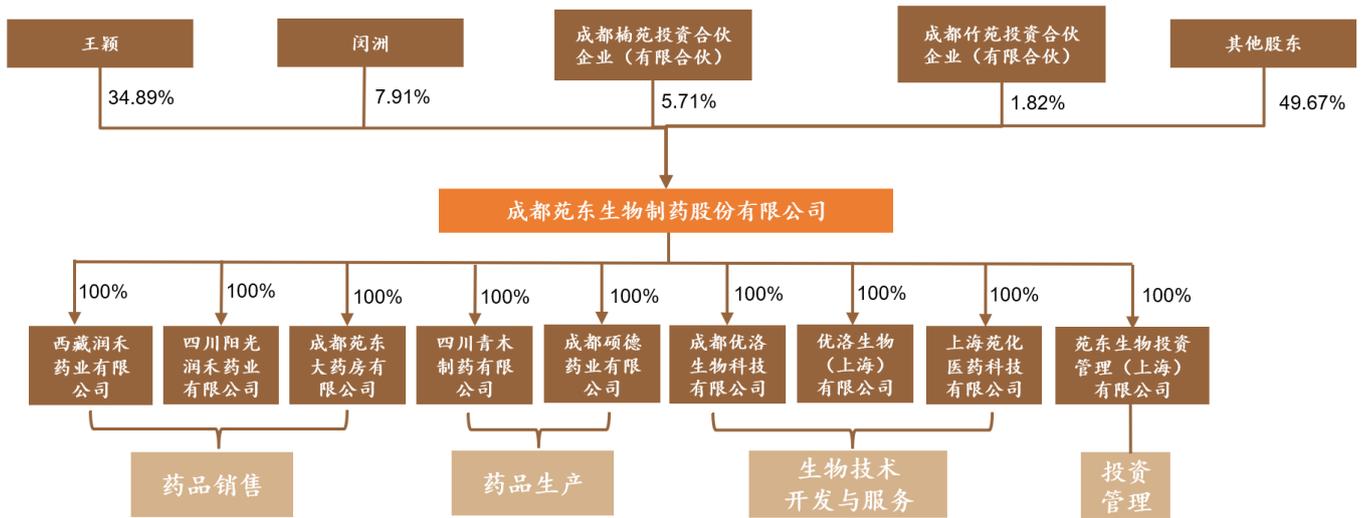
图 1：苑东生物发展历程大事记



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

公司股权结构稳定，董事长控股比例超 34%。成都苑东生物制药公司成立于 2009 年，下设 9 家全资子公司。公司实际控制人王颖女士，直接持有 34.89% 股权，同时通过楠苑投资、竹苑投资和菊苑投资等间接持有公司部分股权，股权稳定。

图 2：苑东生物股权结构图（截止 2023Q3）



资料来源: wind, 德邦研究所

公司核心管理层药企履历丰富, 核心技术人员药企研发经验丰富。核心管理人员董事长、总经理、副总经理均曾就职于四川著名药企康弘制药。核心技术人员 HONG CHEN 和 TIAN RONG LIN 曾在强生、诺华、罗氏等跨国大药企就职, 拥有丰富的技术开发和管线布局经验。

表 1: 公司部分核心管理层

姓名	职位	性别	年龄	主要工作经历
王颖	董事长	女	58	政协四川省第十二届委员会委员, 科技部创新人才推进计划科技创新创业人才, “国家高层次人才特殊支持计划领军人才”, 曾担任国家药品监督管理局培训中心客座专家, 2009 年至今任公司董事长, 2020 年 2 月至 2020 年 12 月任公司总经理。曾于 1996 年 7 月至 2000 年 7 月任职于成都康弘制药有限公司、2000 年 8 月至 2001 年 4 月任职于中国医药工业有限公司、2002 年 10 月至 2006 年 7 月任职于北京齐力佳科技有限公司等公司
袁明旭	董事、总经理	男	52	2009 年至 2020 年 12 月任公司副总经理, 2017 年起任公司董事, 2020 年 12 月至今任公司总经理; 2011 年起至今任公司全资子公司青木制药总经理。曾就职于成都康弘制药有限公司等公司
张大明	董事、副总经理	男	51	2006 年至 2012 年任公司全资子公司四川阳光润禾润禾副总经理; 2009 年至今任公司董事, 2013 年至今任公司副总经理。曾就职于成都康弘制药有限公司、成都大西南制药有限公司等公司
陈增贵	董事、副总经理	男	52	2006 年至 2015 年历任公司全资子公司四川阳光润禾销售总监、副总经理等职, 2020 年 10 月至今任四川阳光润禾董事长兼总经理; 2009 年至 2015 年任公司董事, 2015 年 12 月至今任公司副总经理, 2021 年 12 月至今任公司董事。曾就职于成都康弘制药有限公司、哈尔滨圣泰制药有限公司等公司
耿鸿武	董事	男	55	2003 年至 2006 年任山东沃华医药科技股份有限公司营销总监; 2006 年至 2009 年任北京澳斯邦生物工程有 限公司副总裁。2009 年 8 月至 2013 年 10 月任九州通医药集团股份有限公司业务总裁; 2013 年 10 月至今任九州通医药集团股份有限公司营销总顾问; 2016 年 5 月至今任四川科瑞德制药股份有限公司独立董事; 2021 年 12 月至今任公司董事
赵磊	董事、副总经理	男	52	2022 年 10 月被聘任为公司副总经理, 2022 年 11 月被选举为公司董事。曾就职于美国阿塞托有限公司上海代表 处、挪威雅赛利制药有限公司上海代表处、瀚晖制药有限公司、浙江海正药业股份有限公司等公司
关正品	副总经理	男	50	2010 年至 2017 年任公司质量总监, 2017 年 11 月起任公司副总经理。曾就职于山东新华制药股份有限公司、 广东东阳光药业有限公司、华海药业有限公司等公司
张大明	副总经理	男	51	2006 年至 2012 年任四川阳光润禾药业有限公司副总经理; 2010 年起至今任成都苑东生物制药股份有限公司董 事; 2013 年起至今任成都苑东生物制药股份有限公司副总经理。曾就职于成都康弘制药有限公司, 成都大西南 制药有限公司等公司
HONG CHEN	副总经理	男	59	2019 年 7 月加入公司, 任公司研发中心总经理, 2020 年 2 月起任公司副总经理。曾就职于美国强生露德清公 司、美国梯瓦制药有限公司、美国新一代药业有限公司、石家庄以岭药业股份有限公司等企业
TIAN RONG LIN	副总经理	男	57	2019 年 7 月加入公司任成都硕德总经理, 2020 年 2 月起任公司副总经理。曾就职于诺华、罗氏、复星万邦生化 医药集团有限责任公司、四川汇宇制药有限公司等企业
宋兴尧	副总经理	男	47	2007 年 2 月至 2008 年 12 月任四川阳光润禾药业有限公司销售大区经理; 2009 年 1 月至 2015 年 8 月任公司采 购总监; 2015 年 9 月至 2021 年 3 月, 任西藏润禾药业有限公司董事, 总经理; 2020 年 9 月起任公司副总经 理。曾就职于成都康弘制药有限公司, 成都永安制药有限公司等公司
伯小芹	财务总监	女	41	2010 年 6 月至 2012 年 7 月先后任公司成本会计/会计主管; 2012 年 7 月至 2017 年 4 月任全资子公司四川阳光 润禾财务经理; 2017 年 4 月至 2017 年 10 月任销售财务副总监; 2017 年 10 月至今任公司总会计师, 2022 年 10 月被聘任为公司财务总监。曾就职于江苏延申生物科技股份有限公司, 先后任成本会计/成本主管
李淑云	董事会秘书	女	38	2015 年 10 月加入公司, 历任证券事务部主管, 现任董事会办公室主任, 证券事务部经理兼证券事务代表, 已取 得上海证券交易所科创板董事会秘书资格证书
金明志	核心技术人员	男	40	2021 年加入公司, 担任优洛上海研发负责人, 负责公司生物药物研发和管理工作。金明志博士拥有 16 年化学生 物学和生物药开发经验, 在加入优洛上海之前在国际巨头 CRO 公司拥有将近 6 年的工作经验, 曾经服务过 30 多个客户的 60 多个项目, 其中为客户开发的多个项目均已经进入临床阶段。同时金明志博士主持部门的新技术

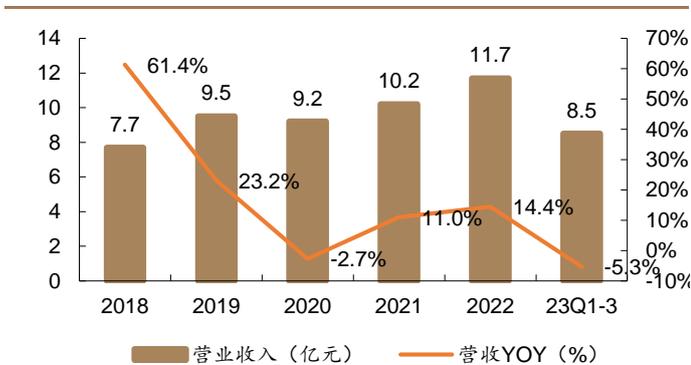
				和专利管理工作, 发表了多篇对行业发展具有较深影响的专利。在《Nature》等专业期刊出版, 发表了7篇生物技术科学论文。在国内和国际上申请发明专利6篇
朱华	核心技术人员	男	42	曾任职滨理药品工业株式会社, 近10年绿色化学工艺开发经验。2020年入川加入苑东生物, 任技术总工。曾获国家优秀自费留学生奖学金, 东北大学藤野先生纪念奖励奖, 日本文部科学省GLOBAL-COE特别研究员, 2019年入选海南省高层次人才, 2020年入选成都高新区紧缺人才和高端人才

资料来源: wind, 德邦研究所 (注: 年龄统计时间为2023年)

1.2. 营收稳定增长, 经营能力持续提升

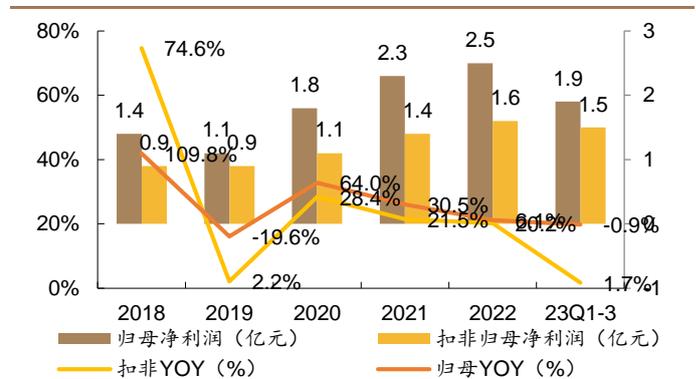
集采影响短期业绩, 长期经营向好。公司自2020年上市以来营收利润稳定增长, 从营收端来看, 公司总收入从2020年的9.2亿元增加到22年的11.7亿元。其中2020年实现营收9.2亿元(同比-2.7%), 主要系富马酸比索洛尔片中标国家药品集中采购价格大幅下降, 乌苯美司胶囊调出医保目录及上半年新冠疫情影响所致; 从利润端来看, 归母净利润从2020年的1.8亿元增加到22年的2.5亿元, 扣非归母净利润从20年的1.1亿元增加到22年的1.6亿元。由于伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因集采影响, 公司2023年前三季度实现收入8.5亿元(同比-5.3%), 归母净利润1.9亿元(同比-0.9%)。

图3: 2018-2023Q1-3 苑东生物营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

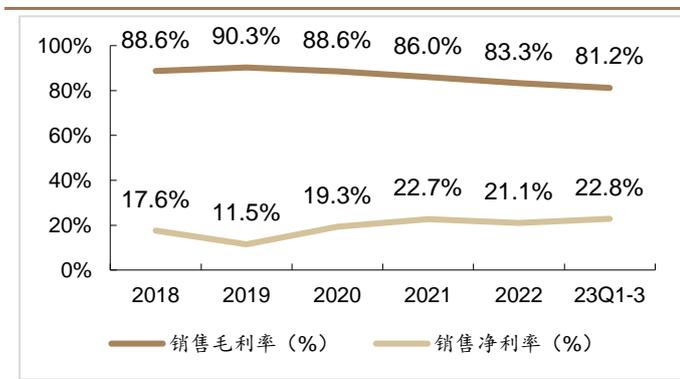
图4: 2018-2023Q1-3 苑东生物净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

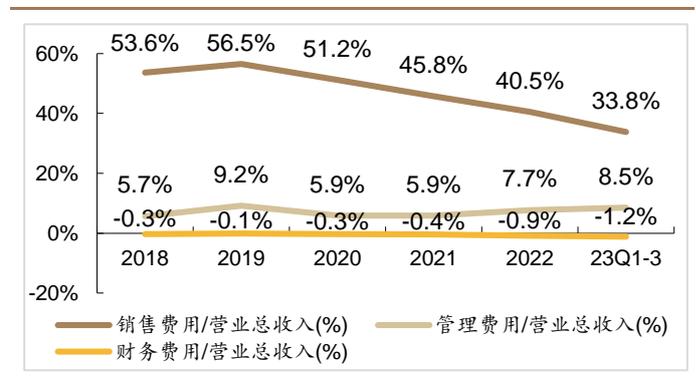
公司净利率呈上升趋势, 期间费用率持续优化。公司毛利率自2018年来持续维持在80.0%以上, 2023年前三季度公司毛利率为81.2%。销售净利率从2019年以来增长趋势明显, 2023年前三季度实现22.8%的净利率。费用率方面, 公司销售费用率从2019年的56.5%下降到2023年前三季度的33.8%, 2021-2023年前三季度管理费用率有所增长, 截止2023年前三季度管理费用率达8.5%, 财务费用率维持在较低水平。

图5: 2018-2023Q1-3 公司销售毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图6: 2018-2023Q1-3 公司期间费用率 (%)

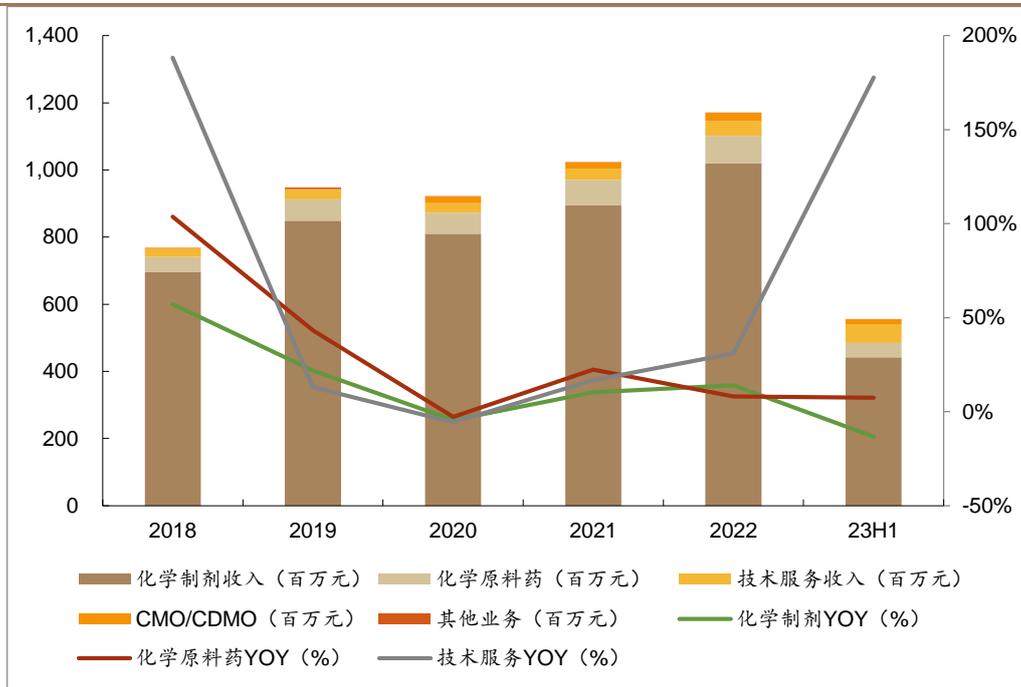


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司主营业务可分为制剂、原料药、技术服务、CMO/CDMO, 其中化学制剂收入是主要的贡献来源。分板块来看, 制剂收入从2017年的4.4亿元增加到2022年的10.2亿元(CAGR:18.1%, 22年收入占比87.1%), 2023上半年制剂收入

4.4 亿元，同比减少 13.2%。原料药收入从 2017 年的 0.2 亿元增长到 2022 年的 0.8 亿元 (CAGR:30.3%)，2023 上半年收入 0.4 亿元，同比增加 7.5%。公司原料药一方面通过外销持续增厚收入，另一方面通过原料药-化学制剂配套一体化持续降低制剂生产成本。公司技术服务收入从 2017 年的 0.09 亿元增加到 2022 年的 0.4 亿元 (CAGR: 36.3%)，2023 上半年收入 0.6 亿元，同比增加 177.8%。

图 7：苑东生物收入结构拆分



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 深耕麻醉镇痛领域，丰富产品线奠定长期增长动力

公司核心业务聚焦高端化学制剂，疾病领域深耕麻醉镇痛，心脑血管等领域。截止 2023 上半年，公司已成功实现 37 个高端化学药品产业化，其中包括 5 个国内首仿产品，27 个通过一致性评价（其中 9 个为首家通过）产品。根据 2023 年公司中报披露，结合米内网全国重点省市公立医院数据库 2023H1 数据，公司 9 个主要产品市场占比名列前茅，麻醉镇痛领域 4 个产品排名前三。

表 2：公司主要品种（截止 23H1）

通用名	产品名称	23H1 市占率 (排名)	疾病领域	2023H1 市场规模 (万元)	销售额 (万元)			
					2020	2021	2022	2023H1
纳美芬	盐酸纳美芬注射液	67.30% (1)	麻醉镇痛	45081	127	542	434	139
布洛芬	布洛芬注射液	55.29% (1)	麻醉镇痛	7962	12802	8612	8583	4402
纳洛酮	盐酸纳洛酮注射液	22.56% (2)	麻醉镇痛	14685	592	701	3593	3314
比索洛尔	富马酸比索洛尔片	20.09% (3)	心血管	24204	7671	11722	12467	4863
乌苯美司	乌苯美司胶囊	26.16% (2)	抗肿瘤	16883	12388	9530	7960	4417
复方甘草酸苷	注射用复方甘草酸苷	47.30% (1)	消化	3575	5807	5296	3549	1691
伊班膦酸钠	伊班膦酸钠注射液	24.90% (1)	抗肿瘤	15761	21551	28546	30895	3924
依托考昔	依托考昔片	34.85% (2)	麻醉镇痛	10434	1111	5853	6370	3636
达比加群酯	达比加群酯胶囊	10.62% (5)	心血管	19982	0	2142	6449	2121

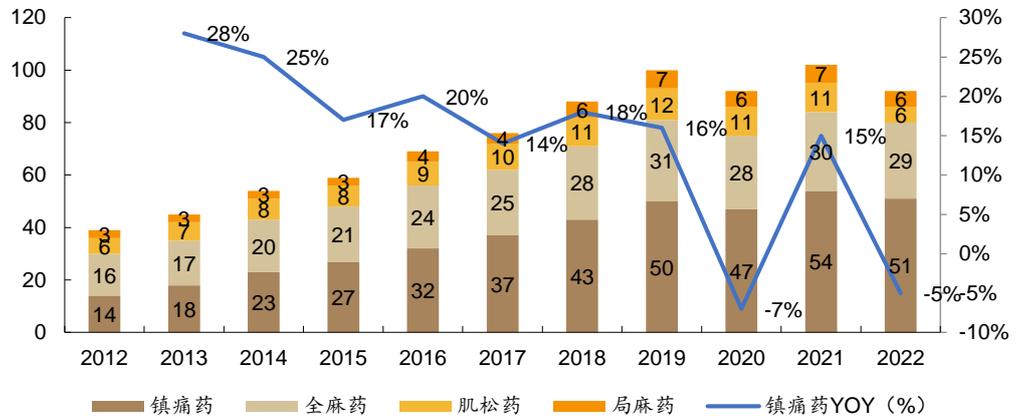
资料来源：公司公告，米内网，德邦研究所

注：市占率统计 23H1 数据；纳美芬市占率包含成都天台山数据，销售额为苑东生物本身的销售额

2.1. 深耕麻醉镇痛，产品持续丰富

麻醉镇痛药物是一种作用于中枢神经系统，能解除或减轻疼痛并改变对疼痛的情绪反应的药物。麻醉药品市场规模约为 300-400 亿，其中镇痛药占比 55.4% 超一半。根据 PDB 样本医院数据显示，2022 年中国麻醉药物总销售额达到 92 亿元（同比-9.8%），根据 PDB 样本医院数据放大 3-4 倍，预计麻醉药品市场规模约 300-400 亿。其中镇痛药物占比最大（55.4%），样本医院销售约 51 亿（同比-5.0%）。

图 8：麻醉镇痛药物 PDB 样本医院销售规模（亿元）



资料来源：PDB，德邦研究所

公司麻醉镇痛药品领域主要包含镇痛、麻醉、肌松三个用药领域，其中镇痛领域的阿片类拮抗剂是公司主打产品。根据米内网统计，公司 22 年镇痛药销售额达 1.5 亿元，其中盐酸纳洛酮注射液、盐酸纳美芬注射液和注射用盐酸纳洛酮三款产品 22 年合计市场规模约 13.6 亿，公司实现销售额 6936 万元，约占公司镇痛药的 46.5%，是公司目前镇痛领域的核心产品，也是主力出海产品。

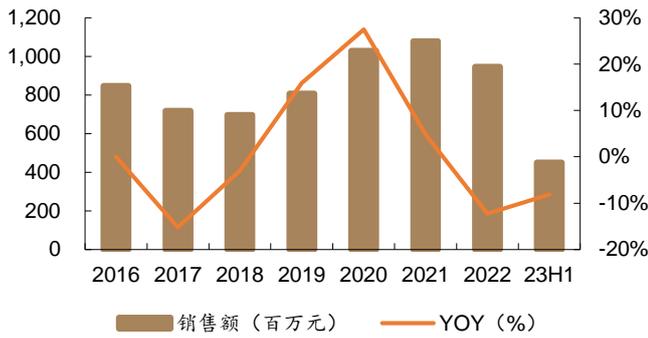
表 3：苑东麻醉镇痛领域药物一览表（截止 23H1）

类别	产品名	适应症	主要玩家 (不包含苑东)	2020 年 销售额 (万元)	2021 年 销售额 (万元)	2022 年 销售额 (万元)	22 年市场规 模 (万元)
镇痛药	盐酸纳洛酮注射液	阿片类受体拮抗药逆转阿片类药物过量	18	592	701	3593	22749
	盐酸纳美芬注射液	用于完全或部分逆转阿片类药物的作用	5	127	542	434	94579
	注射用盐酸纳洛酮	本品为阿片类受体拮抗药，具有逆转阿片类药物的作用	7	5501	4592	2909	18690
	注射用帕瑞昔布钠	用于手术后疼痛的短期治疗	18	610	884	147	24528
	布洛芬注射液 8ml	本品用于成人和 6 个月及以上儿科患者的解热和镇痛治疗	3	3688	1920	1462	2351
	依托考昔片	本品适用于治疗骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征	4	1111	5853	6370	17239
肌松药	舒更葡糖钠注射液	在成人中拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞	3	-	-	-	28957
	注射用维库溴铵	主要作为全身麻醉辅助用药，肌松药	10	87	105	70	6699
	甲硫酸新斯的明注射液	抗胆碱酯酶药，拮抗非去极化肌肉松弛药的残留肌松作用	5	-	-	-	64963
	格隆溴铵注射液	本品可用于防止抗胆碱酯酶药，如新斯的明的外周毒蕈碱作用	2	-	409	384	3006
麻醉药	盐酸去氧肾上腺素注射液	用于治疗麻醉时血管扩张引起的临床低血压	1	-	-	137	6913
	注射用盐酸丁卡因	用于硬膜外阻滞、神经传导阻滞、粘膜表面等麻醉	7	638	665	643	1908

资料来源：公司官网，米内网，德邦研究所（注：纳美芬为苑东和成都天台山合作生产，所以主要玩家统计不包括天台山）

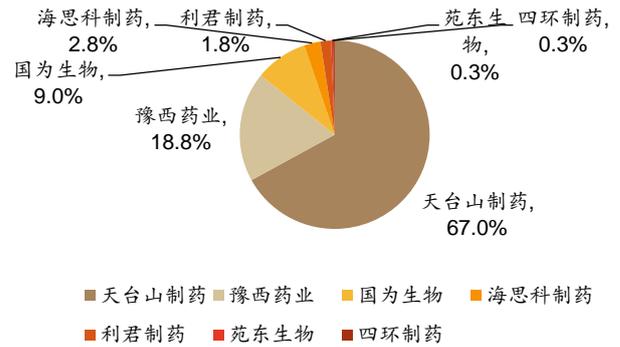
纳美芬为阿片类拮抗剂，是纳曲酮的 6-亚甲基类似物。纳美芬能抑制或逆转阿片药物的呼吸抑制、镇静和低血压作用。药效学研究显示，在完全逆转剂量下纳美芬的作用持续时间长于纳洛酮。纳美芬无阿片激动活性，不产生呼吸抑制、致幻效应或瞳孔缩小。盐酸纳美芬注射液，是公司首仿上市的产品，其主要用于逆转阿片类药物作用及类似物质过量的治疗，该产品是公司成都天台山制药有限公司的合作产品。从全国城市公立医院的市场规模来看，2017 年后纳美芬销售额持续上涨，2022 年受到疫情影响，全国城市公立医院的纳美芬总销售额实现 9.5 亿元（同比-12.3%），2023 上半年全国城市公立医院的纳美芬总销售额达 4.5 亿元，其中苑东市占率 67.30%。

图 9: 2016-2023H1 全国城市公立医院纳美芬销售额 (百万元)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

图 10: 2023H1 全国城市公立医院纳美芬竞争格局 (%)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

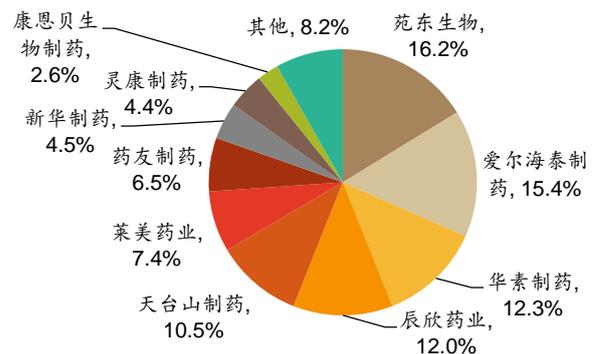
纳洛酮产品公司共有两款, 分别为盐酸纳洛酮注射液和注射用盐酸纳洛酮, 均属于阿片类受体拮抗药。据公司官网介绍产品适应症包含: 1) 用于阿片类药物复合麻醉药术后, 拮抗该类物质所致的呼吸抑制, 促使病人苏醒; 2) 用于阿片类药物过量, 完全或部分逆转阿片类药物引起的呼吸抑制; 3) 解救急性乙醇中毒; 4) 用于急性阿片类药物过量的诊断。盐酸纳洛酮是公司九大主要产品之一, 国内首家过评, 根据米内网数据, 2023 上半年全国城市公立医院纳洛酮实现销售额 2.4 亿元 (同比+20.9%), 2023 上半年苑东纳洛酮实现营收约 0.4 亿元, 同比增长 27.2%, 市占率达 16.2%。

图 11: 2016-2023H1 全国城市公立医院纳洛酮销售额 (百万元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

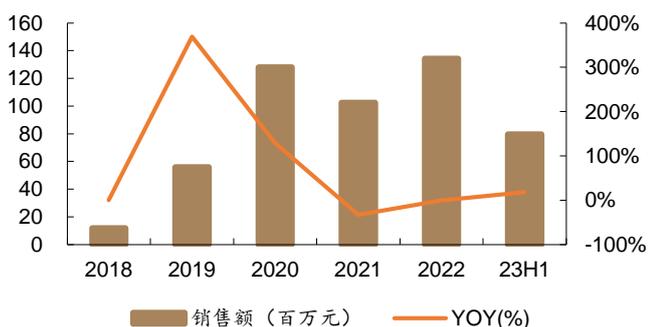
图 12: 2023H1 全国城市公立医院纳洛酮竞争格局 (%)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

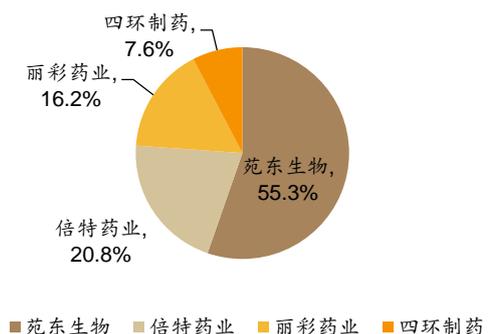
布洛芬注射液属于公司九大核心产品之一, 国内首仿首家过评, 主要用于成人和 6 个月及以上儿科治疗轻至中度疼痛, 发热退热。根据米内网数据, 布洛芬注射液从 2018 年的 1190 万元增加到 2023 上半年的 0.8 亿元 (同比增长 34.3%), 2023 上半年公司布洛芬注射液市占率第一 (占据 55.3% 的市场份额), 实现营收约 4402 万元。

图 13: 2016-2023H1 全国城市公立医院布洛芬注射液销售额 (百万元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

图 14: 2023H1 全国城市公立医院布洛芬注射液竞争格局 (%)



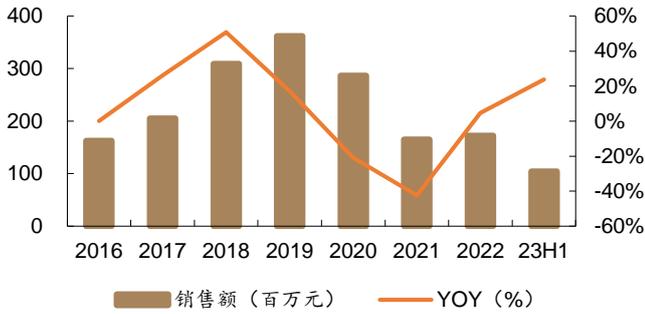
资料来源: 米内网, 德邦研究所

资料来源：米内网，德邦研究所

资料来源：米内网，德邦研究所

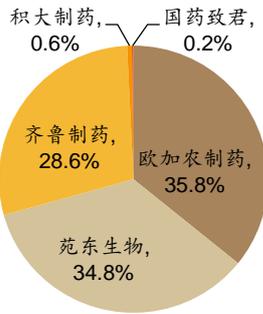
依托考昔片是公司镇痛领域的核心产品之一，已中标国家药品集中采购，适用于治疗骨关节炎急性期与慢性期的症状和体征，急性痛风性关节炎，原发性痛经。从全国城市公立医院的市场规模来看，2020年后整体市场规模大幅缩减主要系20年8月该品种纳入集采，截止2023上半年市场规模略有上升，达到1亿（同比+23.8%）；从单品来看，2023上半年市场主要生产厂商共5家，苑东的市占率为34.8%，实现营收约3636万元。

图 15：2016-2023H1 全国城市公立医院依托考昔销售额（百万元，%）



资料来源：米内网，德邦研究所

图 16：2023H1 全国城市公立医院依托考昔竞争格局（%）



资料来源：米内网，德邦研究所

止痛药城市公立医院市场规模达 140 亿，临床存在未满足需求。根据米内网数据显示，2022 年中国城市公立医疗机构化学止痛药终端销售额约 140 亿元，其中绝大部分市场份额被阿片类镇痛药所占据，但由于阿片类镇痛药物的成瘾性、依赖性等问题，市场对治疗中重度疼痛的非阿片类镇痛药有着迫切的需求。

公司深入布局麻醉镇痛领域，创新药 EP-9001A 临床进度领先。公司在麻醉镇痛领域布局了多款竞争格局好，市场空间较大的产品，其中包括有管制类的麻醉类产品布托啡诺和纳布啡，也包含了如 EP-9001A 等 1 类镇痛新药。EP-9001A 注射液为公司首个自主研发的 1 类生物药，是一种全新作用机制的人源化单克隆抗体药物，靶点为人神经生长因子 (NGF)。其作用机制为通过选择性靶向结合并抑制 NGF，阻止来自肌肉、皮肤和器官的疼痛信号进入脊髓和大脑，具有与阿片类药物、非甾体类抗炎药等其他镇痛药不同的作用机制。该产品的主要特点包括：**1) 全新机理**：全新作用机制，靶向性强、特异性高、副作用小，降低成瘾性；**2) 强效镇痛**：药效显著，在多种疼痛模型中均具有强效镇痛效果；**3) 依从性提高**：长效镇痛，降低给药频次，提高患者依从性；**4) 成本更低**：用量小，产率高，显著降低生产成本。截止 23H1，EP-9001A 已获批临床的骨转移癌痛，Ia 期临床试验已取得统计分析结果，Ib/II 期临床试验已取得组长单位伦理批件，标志着已进入 Ib/II 期临床试验阶段，整体按计划进行，考虑到目前国内外无同类产品上市，国内同类 NGF 靶点中 EP-9001A 研发进度居于前列。

表 4：公司麻醉镇痛领域新品管线（截至 2023H1）

药品名称	阶段性成果	注册分类	技术水平
EP-9001A 单抗注射液	进入 Ib/II 临床试验	生物药 1 类	一种人源化单克隆抗体。通过选择性靶向结合并抑制神经生长因子 (NGF) 发挥作用。全新的作用机制，适应症为骨转移癌痛
EP-0093I+EP-0093A	临床前研究	化药 1 类	一种 μ 偏爱型阿片受体激动剂。拟用于中至重度疼痛，具有阿片类药物的镇痛效果，但能减少阿片类药物的副作用，成药性好。
硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊	临床研究	化药 2 类	一种复方缓释制剂，属于国家管制的麻醉药品，采用阿片类药物防滥用的制剂技术，制剂工艺具有极大的技术壁垒，是国内第一个获得国家药监局批准立项的防滥用技术药物
氨酚羟考酮缓释片	临床研究	化药 2 类	属于国家管制的第一类精神药品，是公司的特药缓控释制剂技术平台产品，处方工艺研究难度较大，放大产业化生产也存在极大的技术壁垒
水合氯醛口服溶液 (原 EP-0103OS)	已申报生产	化药 2 类	临床使用便捷；在稳定性和储存上的技术有较大的技术难度
酒石酸布托啡诺注射液+原料	已提交注册申请	化药 3 类	属于国家管制的第二类精神药品，合成路线长，多手性、开发难度高，同时对制剂的处方设计和制剂工艺控制要求极高

盐酸纳布啡注射液	已提交注册申请	化药 3 类	属于国家管制的第二类精神药物，为不稳定小容量注射剂，对制剂的处方设计、制剂工艺控制和包材选择要求极高
EP-0049I+EP-0049A	药学研究	化药 3 类	属于国家管制的第二类精神药物，原料攻克了产品纯化困难，手性异构体和杂质难控制的技术难题，提高了收率，获得了高品质的产品，制剂为不稳定冻干制剂，主成分极易水解且存在专利壁垒，技术水平高
EP-0103E	药学研究	化药 3 类	产品质量优良，临床操作方便，降低了生产成本，增加了市场竞争力。目前国内仅一家公司上市，市场表现良好

资料来源：医药魔方，公司公告，德邦研究所

表 5：国内 NGF 靶点镇痛药物研发现状（截至 2023 年 9 月）

通用名	药品名称	药品类型	参考疾病领域	中国最高进度	中国最高进度日期	企业
EP-9001A	EP-9001A 注射液	生物制品	麻醉镇痛领域，骨骼肌肉领域，肿瘤领域	Phase I/II	2023/11/1	苑东生物
AK115	AK115 注射液	生物制品	麻醉镇痛领域，肿瘤领域	Phase I	2022/3/18	康方生物
TNM009	TNM009 注射液	生物制品	麻醉镇痛领域，肿瘤领域	Phase I	2023/6/29	珠海泰诺麦博制药

资料来源：医药魔方，德邦研究所

2.2. 23 年两大品种集采出清，后续有望稳定增长

集采影响基本出清，业绩贡献趋于稳定增长。截止 23H1，公司共有 9 个产品中标国家集采，具体而言，格隆溴铵注射液、富马酸比索洛尔片、依托考昔片、卡培他滨片、布洛芬注射液在部分省份国家集采到期产品续约中，成功中选；注射用复方甘草酸苷在云南省级带量采购项目中，成功中选。2023 年业绩受到伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因注射液集采影响导致整体业绩承压，由于集采产品影响一般体现在当年（即 2023 年），同时随着 22-23 年新获批产品的逐步放量 and 医疗工作恢复正常，我们认为公司 2024 年业绩有望企稳。

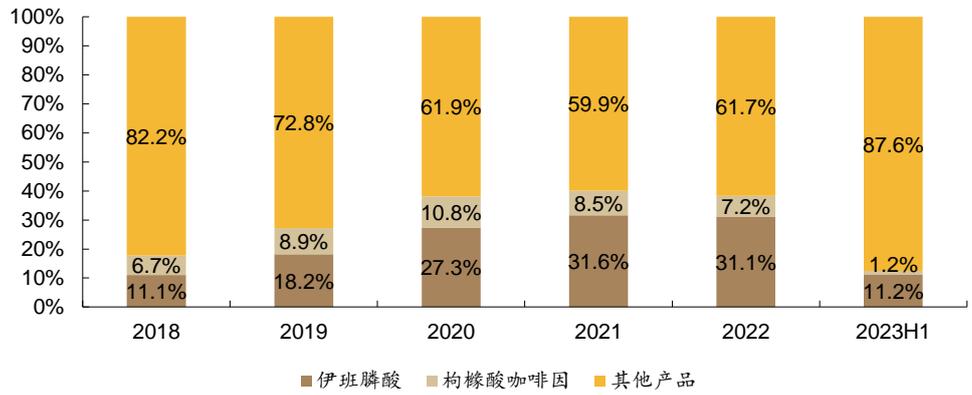
表 6：公司部分产品国采情况（截止 2023H1 年）

药品名称	中标价格区间	医疗机构的合计实际采购量	集采批次	集采当年实际采购额（百万元）
富马酸比索洛尔片（2.5mg）	10.46 元/盒	4008287 盒	第二批	41.93
富马酸比索洛尔片（5mg）	6.15 元/盒	13423742 盒	第二批	82.56
依托考昔片（30mg）	7.48 元/盒	26893 盒	第三批	0.20
依托考昔片（60mg）	12.72 元/盒	843630 盒	第三批	10.73
依托考昔片（120mg）	21.62 元/盒	27041 盒	第三批	0.58
达比加群酯胶囊（110mg*30 粒）	88.9 元/盒	1089.65 万粒	第五批	32.29
达比加群酯胶囊（150mg*30 粒）	137.26 元/盒	19.5 万粒	第五批	0.89
伊班膦酸钠注射液（1ml: 1mg, 1 支/盒）	47.90 元/盒	326728 支	第七批	15.65
伊班膦酸钠注射液（2mg: 2mg, 1 支/盒）	81.43 元/盒	106715 支	第七批	8.69
枸橼酸咖啡因注射液（1ml: 20mg, 5 支/盒）	165.05 元/盒	101633 支	第七批	3.35

资料来源：公司公告，米内网，德邦研究所（注：最后一列数据为自行计算）

伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因是 2020 年至 2022 年公司两个主要营收产品，两个产品在 22Q4 进入集采后导致 23 年前三季度销售收入和利润出现下降，我们认为随着 23 年集采影响逐步体现，24 年伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因收入有望企稳。根据米内网数据，2023 年上半年两个产品收入分别为 3924 万元和 416 万元，分别同比减少 79.5% 和 89.7%，占比降至 11.2% 和 1.2%。

图 17：2018-2023H1 伊班膦酸钠与枸橼酸咖啡因销售贡献率



资料来源：米内网，德邦研究所

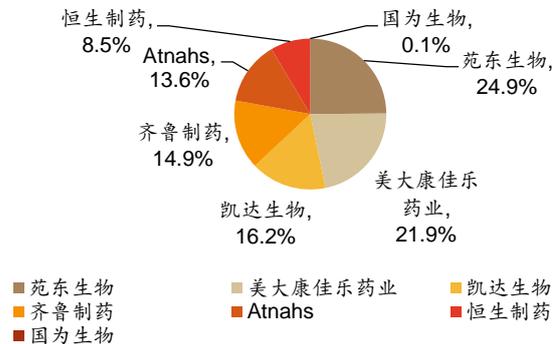
伊班膦酸钠注射液是公司核心抗肿瘤产品之一，规格丰富，可用于治疗绝经后骨质疏松症、恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛和伴有或不伴有骨转移的恶性肿瘤引起的高钙血症，也可用于预防乳腺癌骨转移患者骨相关事件的发生（包括病理性骨折、需放疗或手术的骨并发症）。根据米内网伊班膦酸钠全国城市公立医院的市场规模来看，从 2016 年的 3.2 亿元持续增加到 21 年 12.3 亿元（CAGR:30.9%），2022 年 10 月伊班纳入集采，产品轻微下滑维持 10.8 亿的市场销售额，2023 年前两个季度市场销售额都不超过 1 亿，同比下降 70%-80%。由于集采的影响，根据米内网数据，2023 上半年苑东伊班膦酸钠注射液实现营收约 0.39 亿元，同比下降 79.5%，但仍保持第一的市占率（24.9%）。

图 18: 2016-2023H1 全国城市公立医院伊班膦酸钠注射液销售额（百万元，%）



资料来源：米内网，德邦研究所

图 19: 2023H1 全国城市公立医院伊班膦酸钠注射液竞争格局(%)

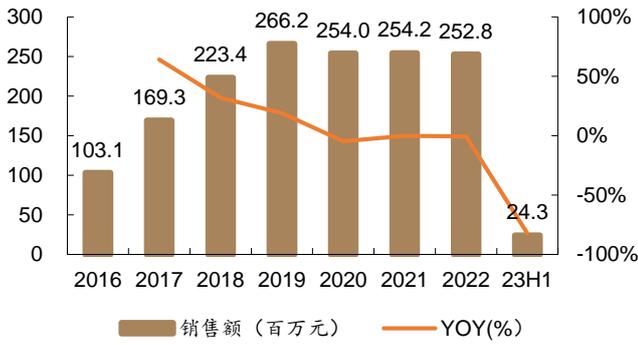


资料来源：米内网，德邦研究所

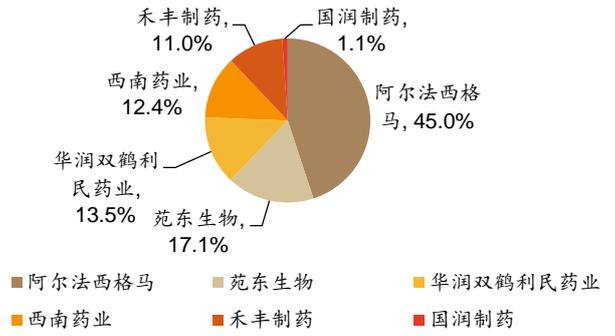
枸橼酸咖啡因是公司首仿上市产品之一，适用于早产新生儿原发性呼吸暂停，已纳入 7 批集采。根据米内网数据，全国城市公立医院市场规模由 2016 年的 1.0 亿元增加到 2022 年 2.5 亿元（CAGR:16.1%），2023 年上半年销售额大幅下滑到 0.2 亿元，同比下降 82.1%。从苑东生物来看，2023 年上半年苑东生物受到集采影响，实现营收约 416 万元，保持第二的市占率（17.1%）。

图 20: 2016-2023H1 全国城市公立医院枸橼酸咖啡因销售额（百万元，%）

图 21: 2023H1 全国城市公立医院枸橼酸咖啡因竞争格局 (%)



资料来源: 米内网, 德邦研究所



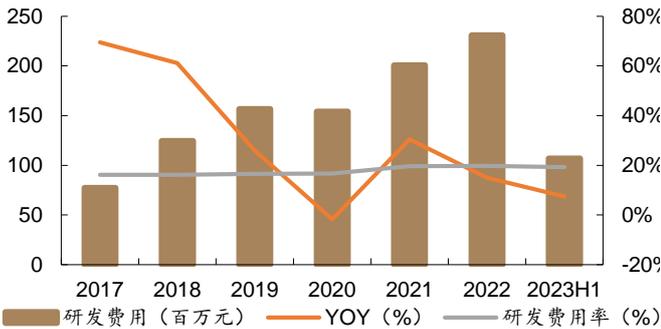
资料来源: 米内网, 德邦研究所

2.3. 研发持续高投入, 差异化制剂布局奠定业绩增长

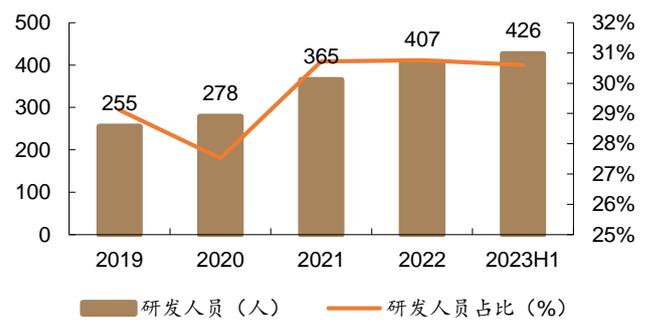
公司持续加大研发投入, 研发人员持续增加。从研发费用来看, 公司研发费用从 2017 年的 7722 万元增加到 2022 年的 2.3 亿元 (CAGR: 24.5%), 研发费用率从 2017 年的 16.2% 增加到 2022 年 19.7%, 23H1 研发费用达到 1.1 亿元。从研发人员来看, 从 2019 年的 255 人 (占比 29.1%) 增加到 23H1 的 426 人 (占比 30.6%)。

图 22: 2017-2023H1 年公司研发费用情况 (百万元, %)

图 23: 2019-23H1 公司研发人员情况 (人, %)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司同时兼顾心血管、抗肿瘤、儿童用药等大品种市场领域的快速开拓, 根据公司 23 年中报披露, 公司目前有 20 余项正在研发的其它领域的化药、生物药及高端仿制药品种。根据这些品种的研发申报周期推断, 我们预计未来几年公司每年新获批的产品数量有望进一步提升。

表 7: 公司除麻醉镇痛外其他领域的主要产品 (截止 23H1)

应用领域	产品	注册分类	阶段性成果	技术水平
糖尿病	优格列汀片+原料药	化药 1 类	III 期临床试验中	1.是二肽基肽酶-IV (DPP-IV) 抑制剂, 具有出色的有效性和安全性; 2.一周一次的长效口服制剂, 目前国内还没有 1 周 1 次的口服降糖药上市, 长效降糖药可保持患者稳态的血糖水平。
心血管	重酒石酸去甲肾上腺素注射液	化药 3 类	已提交注册申请	攻克了手性异构体难控制和澄清度的技术难题, 提升了产品质量, 同时控制了较低的成本
	注射用尼可地尔	化药 3 类	已提交注册申请	不稳定的冻干制剂产品, 制剂的生产工艺控制要求极高, 冻干曲线控制存在极大的技术壁垒
	马来酸依那普利口服溶液	化药 3 类	已提交注册申请	口服溶液产品, 通过缓冲盐的 pH 和温度的精准控制攻克了高温和光照不稳定的难点, 工艺稳定重现, 实现了产业化生产
	盐酸多巴胺注射液	化药 3 类	已提交注册申请	原料攻克了使用高热量催化剂带来的风险问题; 制剂攻克了产品易受氧气和金属离子影响而大量分解成杂质的问题, 对工艺和包材选择要求极高, 工艺难度大
	盐酸多巴酚丁胺注射液	化药 3 类	已提交注册申请	原料工艺合成技术简单, 技术较为成熟, 可保证供应。制剂解决了原料溶解度低问题, 同时攻克了产品易受光、氧气和金属离子影响而分解的问题。工艺难度极大, 存在技术壁垒
	比索洛尔氨氯地平片	化药 4 类	已提交注册申请	主药含量较低的片剂产品, 对工艺控制存在较大的技术难点

	贝前列素钠片 (原 EP-0105T)		已提交注册申请	本品制剂为极低规格, API 占比低至 0.025%, 且活性成分属于 OEB5 类, 生产环境要求高, 制剂生产难点多, 包括制剂含量和含量均匀性风险高, 目前, 该品种已解决包括含量、含量均匀性以及共线产品交叉污染关键问题, 能够确保产品各项质量
	吡嗪布芬片+原料	化药 3 类	已提交注册申请	原料优化了存在较高风险的放热反应, 使用反应焓较低的化学方式, 排除了安全风险, 同时对存在一定的风险的起始物料异构体和涉及遗传毒性杂质进行系统梳理, 减少了原料合成杂质。制剂方面, 攻克了溶出曲线没有参考方法的问题
	布美他尼注射液+原料	化药 3 类	已提交注册申请	用于治疗水肿性疾病, 原料水溶性差, 碱性条件不稳定, 开发注射剂具有一定的技术难度, 但依托公司成熟的注射剂过评经验, 可以快速进行仿制
儿童用药	布洛芬注射液 (原布洛芬氨丁三醇注射液)	化药 3 类	已提交注册申请	不稳定小容量注射剂产品, 主成分布洛芬溶解性极差, 处方选择存在极大的技术壁垒
	阿立哌唑口服溶液	化药 3 类	已于 2023 年 8 月 1 日获批上市	采用非终端灭菌工艺, 制剂工艺优化后操作简单, 成本低。攻克了抑菌剂含量不稳定的工艺难点, 拟定的工艺参数稳定, 产业化生产耐受性良好, 过程可靠。产品质量方面达到与原研产品一致, 产品稳定性好
	拉考沙胺口服溶液	化药 4 类	已提交注册申请	制剂处方组成为常规辅料及常规用量, 工艺为常规口服液制备工艺, 制剂技术难度一般
	盐酸丙卡特罗口服溶液+原料	化药 3 类	已提交注册申请	为不稳定制剂, 对金属离子敏感, 通过金属离子螯合剂的研究, 制剂攻克了制剂在高温条件下不稳定的问题
	奥卡西平口服混悬剂 (原 EP-0072OS)	化药 4 类	已提交注册申请	体内代谢极快, 体内变异大, 且为触变流体, 制剂开发难度大, 产线要求高, 体外评价无现有技术。公司采用特殊的体外评价手段, 进行药学开发, 确保 BE 一次性通过
	格隆溴铵口服溶液	化药 3 类	临床研究	全球唯一的可用于神经系统疾病患儿严重流涎的治疗药物。制剂需攻克处方中影响体内吸收的辅料对产品质量的影响。目前国内无仿制药, 公司争取拿下首仿
抗肿瘤	EP-0108O+EP-0108A	化药 1 类	临床前研究	靶点为表观遗传学相关溴结合域蛋白 BRD4, 拟开发主要适应症包括复发/难治性急性白血病、前列腺癌等适应症。目前已布局 3 篇化合物专利, 候选化合物在体外细胞活性测试中显示出优异的肿瘤细胞抑制活性, 临床前动物实验表明候选化合物具备良好的口服药代动力学性质, 在小鼠异种移植瘤模型中表现出良好的肿瘤生长抑制作用, 同时未造成实验动物显著的体重降低, 显示良好的安全性。目前已完成盐型/晶型筛选, 申请了核心化合物、晶型、合成工艺专利, 其中化合物专利已进入美国、欧洲、日本、澳大利亚等 4 个国家/地区。并完成支持 IND 申报的药效、部分药代和毒理研究。
	达可替尼片+原料	化药 4 类	已提交注册申请	在大于 pH5.0 的溶液中溶解度非常低, 通过制剂处方工艺可实现胃内快速溶出, 改善药物的生物利用度, 且规格小, 在处方中的占比少, 对处方工艺要求较高, 难度大, 采用公司拟定处方工艺制备的产品质量优良, 稳定性好
	磷酸芦可替尼片+原料 (原 EP-0087T+EP-0087A)	化药 4 类	已提交注册申请	全球首个、国内目前唯一获批用于治疗骨髓纤维化的靶向药物, 临床价值极高, 制剂拟在原料高难度合成工艺的基础上, 开发有别于原研 (湿法制粒) 的直混压片工艺, 解决小规格制剂含量均一性的问题, 与原研达到相同制剂性能的同时, 进一步降低制造成本, 提高产品的市场竞争力
消化	复方甘草酸苷片	化药 4 类	已提交注册申请	制剂使用新型改良工艺方法, 攻克了药物主药成分不稳定, 有效期内易分解的难题。工艺控制难度极大
泌尿系统	枸橼酸钾缓释片 (原 EP-0083T)	化药 3 类	已提交注册申请	攻克了产品混合难、黏冲等问题。改良后工艺稳定, 实现了产业化; 产品质量方面体内外溶出与原研产品相似, 产品稳定性好
神经系统	马来酸氟伏沙明片	化药 4 类	已提交注册申请	制剂作为 BCS I 类药物, 解决了辅料的使用可能会影响制剂生物利用度的问题

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司的核心技术主要服务于公司创新药和高端仿制药的研发和产业化。公司持续加大研发投入, 经过多年的技术积累, 公司形成了药物晶型集成创新与产业化技术、创新药物结构设计合成及评价集成技术、缓控释及迟释技术、鼻喷给药制剂技术、制备工艺设计与精益控制技术等 6 大类核心技术。

表 8: 公司核心技术一览表 (截止 23H1)

核心技术名称	技术构成	授权专利	技术水平
药物晶型集成创新及产业化技术	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 等电点梯度调节结晶产业化技术; ➢ 2) 诱导沉淀结晶产业化技术; ➢ 3) 低温固态控温结晶产业化技术; ➢ 4) 降温溶析耦合结晶产业化技术。 	16 项, 其中 PCT 1 项	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 1 个突破晶型专利的品种已完成原料药工艺验证, 1 个突破晶型专利的品种已完成制剂工艺验证; ➢ 2) 2023 年新申请 8 项晶型发明专利; 新授权 3 项晶型发明专利; ➢ 3) 药物晶型研究平台获得 CNAS 认证。
创新药物结构设计合成及评价集成技术	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 计算机辅助药物设计技术; ➢ 2) 药效、药代、毒理等筛选技术; ➢ 3) 抗体构建技术、双抗开发技术、细胞培养和纯化技术。 	35 项 (其中 PCT 11 项)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 已有 1 个 1 类化学新药进入临床试验; ➢ 2) 已有 3 个 1 类化学新药处于临床前 IND 申报研究阶段; ➢ 3) 已有数个 1 类化学新药处于临床前探索研究阶段。
缓控释及迟释技术	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 骨架型缓控释制剂技术; ➢ 2) 膜控型缓控释制剂技术; ➢ 3) 长效注射剂技术; ➢ 4) 干混悬剂微丸技术。 	技术秘密	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 2 个骨架型缓释制剂在研发, 1 个 2 类新药产品正式进入临床研究阶段; 热熔挤出技术商业化生产设备即将投入使用, 完成 1 个产品的工艺验证生产, 将为缓控释及迟释制剂提供新的支撑;

			<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2) 1个2类膜控缓释产品进入临床研究；盐酸美金刚缓释胶囊持续稳定产业化生产； ➢ 3) 多个长效注射剂品种在研，其中1个完成放大生产； ➢ 4) 1个肠溶干混悬微丸获得生产批件。
鼻喷给药制剂技术	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 鼻喷制剂技术； ➢ 2) 鼻喷相关检测技术。 	技术秘密	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 3个鼻喷制剂在研； ➢ 2) 2023年上半年新申请1项制剂发明专利
制备工艺设计与精益控制技术	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 原料药工艺路线设计技术； ➢ 2) 特殊反应自动化控制技术； ➢ 3) 制剂处方设计筛选技术 	48项	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 采用原料药工艺路线设计技术和特殊反应自动化控制技术，获得以下成果：建立了微反应连续流技术平台，成功实现甲磺酸达比加群酯关键物料微反应合成技术的突破，运用该技术成功的拓展 CDMO 项目1个； ➢ 2) 采用制剂处方涉及筛选技术获得以下成果：5个注射液产品获得生产批件；完成7个注射液申报；多个高难度注射液在研。
mRNA 原料合成技术	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) mRNA 原料工艺路线设计技术； ➢ 2) 不稳定核酸结构的过滤纯化技术； ➢ 3) 高产率磷酸缩合技术。 	技术秘密	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1) 完成多个高于市场纯度且符合 GMP 标准的 mRNA 帽结构类似物工艺开发，Cap AG 完成工业化生产； ➢ 2) 完成多个高纯度且符合 GMP 标准的复杂修饰核酸开发； ➢ 3) 完成公斤级规模生产平台建设。

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司近两年获批制剂产品丰富，后续业绩增长动力足。我们认为公司未来几年的业绩增长动力，将主要由22年及往后的新品贡献，而自22年开始公司传统制剂板块产品布局丰富。根据公司公告，公司24年业绩支撑增量产品主要依托22年和23年已上市的新产品：盐酸去氧肾上腺素注射液、舒更葡糖钠注射液、甲磺酸新斯的明注射液等新产品的放量，以及将要获批的有政策壁垒、市场竞争格局良好的二类管制产品，如盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液等。根据公司公告统计，2022-2023公司有16款新品获批，其中大部分产品竞争格局良好，竞争对手不超过5家，预计将在后续有望持续贡献业绩增量，此外，部分“光脚产品”有望通过纳入集采快速提供增量。

表 9：苑东新品在城市公立医院的市场规模及主要玩家（截止 2023 年 12 月）

产品名称	22年主要玩家（不包含苑东）	22年市场规模（亿元）	获批时间
盐酸帕洛诺司琼注射液	14	2.3	2022-4
丙戊酸钠注射用浓溶液	3	0.0738	2022-5
盐酸去氧肾上腺素注射液	1	0.7	2022-5
羧乙烯酸口服溶液用散	1	0.0041	2022-5
舒更葡糖钠注射液	3	2.9	2022-6
盐酸尼卡地平注射液	3	4.4	2022-11
艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	0	-	2023-4
甲磺酸新斯的明注射液	4	6.5	2023-7
盐酸阿罗洛尔片	2	2.7	2023-7
阿立哌唑口服溶液	1	0.2	2023-8
重酒石酸去甲肾上腺素注射液	5	14.4	2023-10
马来酸依那普利口服溶液	1	0.0001	2023-10
盐酸多巴胺注射液	6	2.4	2023-10
拉考沙胺口服溶液	1	1.6	2023-10
布洛芬注射液	3	1.3	2023-11
盐酸多巴酚丁胺注射液	11	4.0	2023-12
酒石酸布托啡诺注射液	1	12.4	-
注射用尼可地尔	1	10.8	-
贝前列素钠片	2	7.8	-
布美他尼注射液	4	2.5	-
吡哌布芬片	1	7.2	-
盐酸丙卡特罗口服溶液	2	0.8	-
奥卡西平口服混悬剂	1	0.6	-
达可替尼片	1	0.7	-
磷酸芦可替尼片	1	3.6	-
复方甘草酸苷片	5	4.6	-

枸橼酸钾缓释片	1	0.0322	-
马来酸氟伏沙明片	2	3.7	-
盐酸纳布啡注射液	3	6.3	-

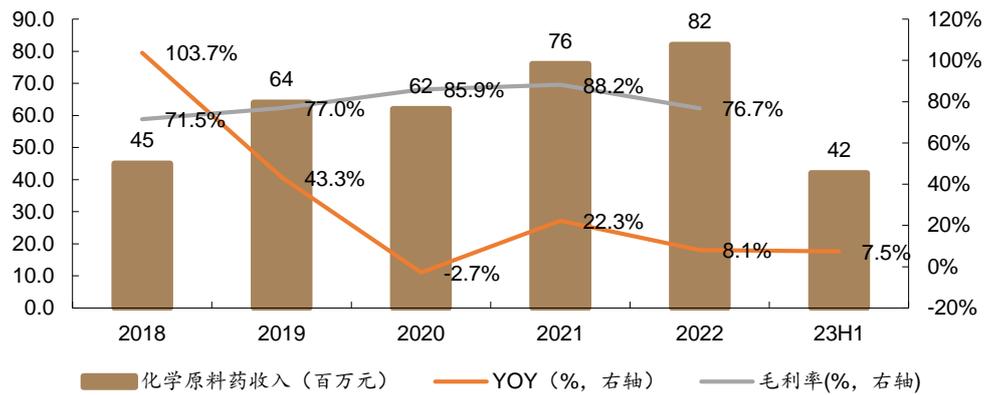
资料来源：米内网，公司公告，德邦研究所

注：仅包括国内获批产品，市场规模依据产品名称统计，“-”在获批时间栏目表示已提交注册申请，在市场规模表示无数据

2.4. 原料药-制剂一体化布局，成本优势显著

公司一体化布局原料药与制剂，公司原料药业务营收从2017年的2187万元增加到2023上半年的约4200万元，2023年上半年同比增长7.5%，毛利率稳定维持70%-90%，处于较高水平。

图 24：2017-2023H1 公司原料药营收情况（百万元，%）



资料来源：Wind，德邦研究所

公司商业化原料药丰富，原料药布局与制剂高度协同。根据公司23年中报，公司已成功实现26个高端化学原料药产品的产业化，包括乌苯美司、富马酸比索洛尔、依托考昔、甲磺酸达比加群酯、盐酸纳美芬等多个主要化学药品已实现原料药自主供应，12个原料药已完成国际注册/认证，11个原料药已出口主流国际市场，并已成功拓展原料药CMO/CDMO业务。公司商业化产品中包含如舒更葡糖钠、富马酸比索洛尔等原料药制剂同步布局的产品，公司具备一定成本优势。

表 10：公司商业化生产原料药一览表（截至2023年底）

产品名称	CAS NO.	用途	中国	美国	欧盟	日本	其它
阿瑞匹坦	170729-80-3	抗肿瘤类	I	▲	CEP	▲	CTD
氨巴烯酸	60643-86-9	神经/精神类	I	-	-	-	技术包
奥氮平	132539-06-1	神经/精神类	A	-	-	-	技术包
布瑞哌唑	913611-97-9	神经/精神类	I	-	-	-	技术包
富马酸比索洛尔	104344-23-2	心脑血管类	A	-	CEP	JDMF	CTD
富马酸丙酚替诺福韦	379270-38-9	抗逆转录病毒	A	-	-	-	技术包
甲磺酸达比加群酯	872728-81-9	心脑血管类	A	USDMF	▲	JDMF	CTD
甲磺酸仑伐替尼	417716-92-8	抗肿瘤类	▲	▲	▲	▲	技术包
硫酸氢氯吡格雷	120202-66-6	心脑血管类	A	-	-	-	CTD
罗替高汀	99755-59-6	神经/精神类	▲	▲	▲	▲	CTD
帕瑞昔布钠	198470-85-8	麻醉/镇痛类	A	-	-	-	CTD
赛洛多辛	160970-54-7	泌尿系统类	▲	-	▲	JDMF	CTD
舒更葡糖钠	343306-79-6	麻醉/镇痛类	I	-	▲	-	CTD
替格瑞洛	274693-27-5	心脑血管类	A	USDMF	▲	▲	CTD
乌苯美司	58970-76-6	抗肿瘤类	A	-	-	JDMF	CTD
依托考昔	202409-33-4	麻醉/镇痛类	A	-	-	-	CTD
盐酸法舒地尔	105628-07-7	心脑血管类	A	-	-	-	技术包

尼卡地平	54527-84-3	心脑血管类	I	-	-	-	技术包
盐酸莫西沙星	186826-86-8	抗炎类	A	-	-	-	技术包
盐酸纳洛酮	51481-60-8	麻醉/镇痛类	A	-	-	-	技术包

资料来源：公司官网，德邦研究所

注：A 已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材；| 尚未通过与制剂共同审评审批的原料/辅料/包材；▲ 注册文件计划/准备申报中

公司积极布局即将专利到期的重磅品种，未来成长性较大。公司原料药在研品种涵盖布立西坦、伊布替尼和盐酸尼洛替尼等制剂市场规模较大的品种，此外公司积极开拓海外原料药市场，盐酸尼洛替尼已开启美国和欧盟的注册计划，伊布替尼开启了中美、欧盟三地的注册计划，公司在研原料药品种有望兑现。

表 11：公司在研原料药情况（截至 2023 年底）

产品名称	CAS NO.	用途	中国	美国	欧盟	日本	其它	22 年制剂销售规模（亿元）
阿哌沙班	503612-47-3	心脑血管类	-	-	-	-	技术包	0.32
阿帕他胺	956104-40-8	抗肿瘤类	-	-	-	-	技术包	3.54
布立西坦	357336-20-0	神经/精神类	-	-	-	-	技术包	-
波舒替尼	380843-75-4	抗肿瘤类	-	-	-	-	技术包	-
达可替尼	1110813-31-4	抗肿瘤类	-	-	-	-	技术包	0.67
恩格列净	864070-44-0	降糖类	▲	-	-	-	技术包	2.90
拉考沙胺	175481-36-4	神经/精神类	-	-	-	-	技术包	1.60
磷酸芦可替尼	641571-10-0	抗肿瘤类	-	-	-	-	技术包	-
瑞卢戈利	737789-87-6	抗肿瘤类	-	-	-	-	技术包	2.44
盐酸尼洛替尼	923288-90-8	抗肿瘤类	-	▲	▲	-	技术包	5.66
尼达尼布	656247-17-5	抗肿瘤类	-	-	-	-	技术包	2.91
伊布替尼	936563-96-1	抗肿瘤类	▲	▲	▲	-	技术包	6.28

资料来源：公司官网，米内网，德邦研究所 注：▲ 注册文件计划/准备申报中

3. 硕德药业通过 FDA 现场检查，国际化打开成长天花板

3.1. 23 年出海元年，取得多项阶段性成果

公司结合自身优势，重点打造具有苑东特色的阿片解毒剂和急救药产品管线，2023 年 11 月，全资子公司硕德药业开发的阿片拮抗类药物“盐酸纳美芬注射液”获美国 FDA 签发的上市批准通知。盐酸纳美芬注射液是苑东生物首个制剂出海的产品，目前该产品在美国市场竞争格局良好，仅有普渡药业的盐酸纳美芬注射液（2mg/2 mL）获批上市。苑东生物全资子公司青木制药的盐酸纳美芬原料也已完成美国 DMF 登记，公司在该产品上实现了原料药与制剂一体化，具有明显的成本优势。

盐酸纳美芬注射液 ANDA 获美国 FDA 批准标志着公司制剂国际化取得实质性进展，实现了从 0 到 1 的突破，此外，公司还布局了盐酸纳洛酮鼻喷剂（ANDA）、盐酸纳美芬注射液（预充针）（ANDA）、盐酸纳美芬鼻喷剂（505b2）等一系列产品，我们认为 2023 年有望成为公司出海元年，后续其他产品出海进展值得期待。

图 25：公司出海历程梳理

2016.11	成都硕德成立
2020.8	公司科创板上市，拟将5.1亿募集资金用于成都硕德重大疾病领域创新药物系列产品产业化基地建设项目
2021.1	硕德药业拟投资约3.36亿元用于建设国际化标准的医药研发技术平台及高端化学药制剂产业化项目
截至2021.7	制剂国际化方面，已布局5个ANDA高端制剂品种，其中麻醉镇痛领域的EP-0084I项目已经获得FDA的CGT API国际化方面，公司在研9个，其中3个已经提交注册
截至2021.10	布局多个制剂国际化产品，3个产品进入中试转化验证阶段 原料药国际化已基本实现，7个原料药产品进入欧美日本等国际主流市场；
2021.11	硕德药业募投项目“重大疾病领域创新药物系列产品产业化基地建设项目”取得关键阶段性进展： 新建生产车间的2条生产线通过四川省药品监督管理局的现场检查
2022-2023H1	按照FDA cGMP及欧盟EUGMP标准建立的高端制剂国际化产业基地一期工程已建设完成并投入运行 注射剂、固体制剂（片剂、胶囊剂）、口服液（口服溶液剂、混悬剂）5种剂型的生产线已获得《药品生产许可证》 原料药成功通过了韩国MFDS认证和美国FDA现场检查，累计已完成12项原料药国际注册/认证
2023.9	通过FDA的cGMP现场检查，标志着硕德药业小容量注射剂生产线在生产质量管理和设备设施等方面满足FDA的cGMP要求
2023.11	公司首个制剂出海产品盐酸纳美芬注射液的简化新药申请（ANDA）获FDA正式批准，公司制剂国际化取得实质性进展

资料来源：公司公告，德邦研究所

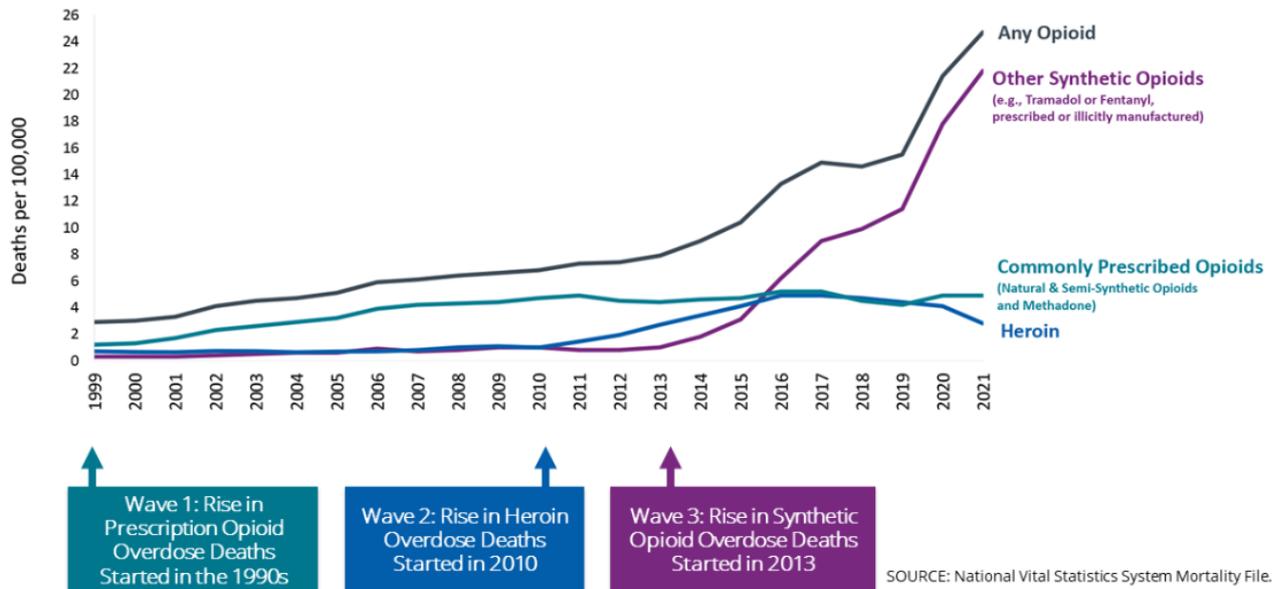
阿片解毒剂美国市场空间广阔。盐酸纳美芬注射液适应症为用于完全或部分逆转阿片类药物的作用，包括由天然或合成阿片类药物引起的呼吸抑制，或用于已知或疑似的阿片类药物过量。根据 NCDAS 统计数据，截至 2021 年，12 岁及以上年龄的约 2.8 亿美国人中有 3190 万吸毒者，占人群总数的 11.7%，其中使用阿片类药物的吸毒者占美国总吸毒人群的 36%，逆转阿片中毒药物在美国市场拥有较大的终端需求。

阿片过量致死率加速升高，阿片类解毒剂市场规模有望扩容。依据 CDC 数据，截至 2021 年死于药物过量的人数是 1999 年的六倍多，从 2020 年到 2021 年，药物过量死亡人数增加了 16% 以上，在 2021 年近 10.7 万例药物过量死亡中，涉及阿片类药物超 75%。拉长时间线看，美国阿片类药物过量死亡人数变化可以概括为三个不同的阶段：

- 1) 第一阶段始于 1990 年代阿片类药物处方的增加，自 1999 年以来，涉及处方阿片类药物（天然和半合成阿片类药物以及美沙酮）过量的死亡人数有所增加；
- 2) 第二阶段始于 2010 年，涉及海洛因过量的死亡人数迅速增加；
- 3) 第三阶段始于 2013 年，涉及合成阿片类药物过量的死亡人数显著增加，其中涉及非法制造芬太尼导致的死亡人数尤为显著，主要系芬太尼可以与海洛因、可卡因等结合使用。

图 26：美国阿片类药物死亡率情况

Three Waves of Opioid Overdose Deaths



资料来源：CDC，德邦研究所

公司持续推动盐酸纳美芬、纳洛酮等产品的出海战略，彭博数据库显示目前美国市场承担阿片解毒相关治疗需求的主要药物是纳洛酮，其销售规模在 6.8 亿美金左右。从盐酸纳美芬注射液单品分析来看：

- **1) 竞争小：**盐酸纳美芬在美国仅有普渡药业一家盐酸纳美芬注射液获批上市，公司的盐酸纳美芬注射液或将成为美国 FDA 第二个批准上市的该品种仿制药；
- **2) 疗效好：**临床数据表明，纳美芬在逆转急性阿片类药物过量相关的呼吸抑制时，作用持续时间更长，且副作用相对较少。我们认为明显的疗效优势，有助于纳美芬在美国获批后有望对纳洛酮注射液形成有力替代，市场空间广阔；
- **3) 成本低：**参考目前普渡药业定价纳美芬注射液（大规格）为 31.05 美金/支，考虑到目前公司拥有纳美芬原料药，持续强化原料药制剂一体化的配套后，公司成本优势显著；
- **4) 销售稳：**苑东规划采用产品预授权的方式与代理商合作，我们认为出海初期公司通过代理商推广有望帮助公司产品尽快放量，提高竞争力，为公司后续纳洛酮鼻喷等多种产品剂型铺路。

3.2. 国际基地管线布局逐步完善，项目储备丰富

公司按照 FDA cGMP 及欧盟 EUGMP 标准建立的高端制剂国际化产业基地一期工程已建设完成并投入运行，注射剂、固体制剂（片剂、胶囊剂）、口服液（口服溶液剂、混悬剂）5 种剂型的生产线已获得《药品生产许可证》。目前公司共有 3 个制造中心，包括 2 个国际化制造基地，公司正在加快推进国际化产业基地二期工程鼻喷剂及预充针平台建设，以进一步加快公司国际化业务进程。其中子公司硕德药业于 2023 年 6 月 30 日取得国际化标准的医药研发技术平台及高端化学药制剂产业化项目（一期）竣工环境保护验收意见。

硕德药业于 2023 年 6 月 30 日取得国际化标准的医药研发技术平台及高端化学药制剂产业化项目（一期）竣工环境保护验收意见，根据验收报告，建成后项

目实际年产片剂 1.8475 亿片、胶囊剂 800 万、散剂 70 万袋、口服液 6.73 百万瓶；原料药研发批次为 225 批次，制剂研发批次为 224 批次。

图 27：国际化制造基地



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司持续进行国际化项目的投入，聚焦麻醉镇痛领域。截止 23H1 预计总投资约 3.95 亿元，已累积投资 7892.6 万元。具体而言，公司结合自身优势重点打造具有苑东特色的阿片解毒剂和急救药产品管线，同时布局突破原研晶型和制剂专利的大品种、高壁垒的复杂制剂和特色的 505 (b) (2) 产品。截止 23H1，盐酸纳美芬注射液和盐酸尼卡地平注射液分别实现累积投资 1112.2 万元和 798.4 万元，其中盐酸纳美芬注射液已获美国 FDA 签发的上市批准通知，成为苑东生物首个制剂出海的产品。公司依托现有鼻喷技术持续布局纳洛酮等产品鼻喷剂型，后续产品的海外空间可期。

表 12：主要国际化项目进展一览表（截至 2023 年中报）

项目名称	预计总投资 (万元)	累积总投资 (万元)	当前阶段	具体应用前景	技术水平
盐酸纳美芬注射液+原料	1383.00	1112.22	已在 FDA 上市	麻醉镇痛	本品为 FDA 申报品种，攻克了注射液敏感不稳定的技术难点，工艺稳定重现，顺应美国法规及市场要求，弥补市场空缺
Nicardipine 盐酸尼卡地平注射液+原料	800.00	798.39	已提交注册申请	心血管	本品为化药 4 类，本品为注射液，攻克了水溶性与稳定性均差的原料药的制剂溶配工艺与高温灭菌工艺，工艺稳定，产品质量优于原研品，稳定性好
EP-0112T	5528.50	105.53	药学研究	麻醉镇痛	本品为单剂量全身给药鼻喷剂，技术难度极大，灌装精度、喷雾形态、喷雾模式以及喷雾粒径分布都存在较大挑战，并且需要成功规避 FDA 处方专利，通过处方工艺设计和喷雾装置选择达到
EP-0113T	7033.68	114.49	药学研究	麻醉镇痛	本品为单剂量全身给药鼻喷剂，技术难度极大，灌装精度、喷雾形态、喷雾模式以及喷雾粒径分布都存在较大挑战，并且需要成功规避 FDA 处方专利，通过处方工艺设计和喷雾装置选择达到快速起效的临床效果，需要解决药物不稳定问题，项目开发难度极大
I-18-002	500.00	490.96	已完成美国备案	-	使用不对称合成技术解决多手性中心药物复杂工艺，质量符合美国 FDA 和欧洲注册要求
FLKX	450.00	402.82	已完成美国备案	-	使用金属催化创新工艺替换了高污染原料，解决环保问题。质量符合美国 FDA 和欧洲注册要求。
I-18-003	600.00	509.26	完成 CEP 申报	-	质量符合 FDA 和 CFDA 要求
RD-2020-001	650.00	629.21	已完成日本注册	-	高效使用反应溶剂，降低成本，减少三废，质量符合 CFDA 和日本注册要求
I-19-001	850.00	794.89	完成 CEP 申报、完成国内申报	-	创新的不对称合成工艺，替代传统的手性拆分，绿色环保，大幅度降低成本，质量符合欧洲与日本注册要求
I-18-001	300.00	298.28	完成美国 DMF 递交	-	汇聚式合成路线设计，打造绿色合成工艺，质量符合美国、欧洲和日本注册要求
其他国际化原料药项目	1500.00	984.76	-	-	-
其他国际化制剂项目	19912.19	1651.82	药学研究	麻醉镇痛、心血管、儿童药等	-

资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

苑东生物主营业务主要包括化学制剂、化学原料药、技术服务收入和 CMO/CDMO，我们对公司主营业务进行拆分，预测如下：

- 1) 化学制剂：伊班膦酸钠注射液、枸橼酸咖啡因注射液纳入国家集采，公司化学制剂业绩短期承压，我们预计集采影响主要在 23 年体现，后续随着公司制剂新品获批，看好公司集采出清后的恢复性增长，我们认为 23-25 年化学制剂业务增速分别为 -9.5%/25%/28%。
- 2) 化学原料药：公司化学原料药商业化程度高，已成功实现 26 个高端化学原料药产品的产业化，12 个原料药已完成国际注册/认证，11 个原料药已出口主流国际市场，我们看好公司化学原料药板块持续增长，23-25 年化学原料药业务增速分别为 20%/20%/20%。
- 3) 技术服务收入：公司技术服务收入主要与公司与其他公司合作产品相关，在业务合作方向其客户发货后，公司与合作方根据合同约定结算技术服务费。盐酸纳美芬注射液为公司与成都天台山制药股份有限公司合作产品，相关技术服务收入增长较快，我们预计公司该部分收入 23 年维持高增长，后续有望稳定，预计 23-25 年技术服务收入业务增速分别为 80%/10%/0%。
- 4) CMO/CDMO：公司已成功拓展原料药 CMO/CDMO 业务，我们预计未来几年公司该业务呈现稳定增长趋势，23-25 年 CMO/CDMO 业务增速分别为 20%/25%/25%。

根据以上各板块收入预测，我们预计苑东生物 2023-2025 年分别实现收入 11.3 亿元/13.8 亿元/17.4 亿元，毛利率分别为 79.99%/81.08%/81.42%。

表 13：苑东生物收入拆分

单位(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计营业收入	947.24	921.92	1022.94	1170.51	1130.12	1379.86	1735.55
yoy	23.22%	-2.67%	10.96%	14.43%	-3.45%	22.10%	25.78%
毛利	854.91	816.94	879.62	974.51	904.02	1118.74	1413.11
毛利率	90.25%	88.61%	85.99%	83.26%	79.99%	81.08%	81.42%
化学制剂	848.33	810.14	894.31	1019.47	922.62	1153.28	1476.19
yoy	21.8%	-4.5%	10.4%	14.0%	-9.5%	25.0%	28.0%
毛利率	91.23%	89.83%	86.34%	84.48%	79.90%	81.44%	82.05%
化学原料药	63.85	62.16	75.98	82.14	98.57	118.28	141.94
yoy	43.3%	-2.6%	22.2%	8.1%	20%	20%	20%
毛利率	76.96%	85.90%	88.18%	76.71%	78%	80%	80%
技术服务收入	30.43	28.74	33.54	43.96	79.13	71.22	71.22
yoy	13.0%	-5.6%	16.7%	31.1%	80%	-10%	0%
毛利率	97.71%	97.39%	98.74%	99.40%	99%	99%	99%
CMO/CDMO		20.44	19.04	24.3	29.16	36.45	45.56
yoy			-6.8%	27.6%	20%	25%	25%
毛利率		36.43%	38.54%	37.16%	38%	38%	38%
其他业务收入	4.63	0.44	0.07	0.64	0.64	0.64	0.64
yoy	479%	-90%	-84%	814%	0%	0%	0%
毛利率	45.24%	81.39%	93.80%	85.97%	85.97%	85.97%	85.97%

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.2. 可比公司估值

我们选取了同样以麻醉镇痛产品为主的海思科、恩华药业和人福医药作为可比公司，2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 42X/30X/23X。考虑到公司集采出清在即，众多新品有望获批贡献收入增量，以及出海后面临的广阔海外市场空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 14：可比公司相对估值

股票代码	公司名称	最新股价 (元)	每股收益 EPS(元)			市盈率 PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002653.SZ	海思科	23.32	0.27	0.40	0.54	86.37	58.30	43.19
002262.SZ	恩华药业	24.70	1.09	1.36	1.72	22.66	18.16	14.36
600079.SH	人福医药	21.64	1.37	1.60	1.86	15.80	13.53	11.63
	平均值					41.61	30.00	23.06
688513.SH	苑东生物	50.68	1.90	2.35	2.98	26.65	21.61	16.99

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

注：海思科、恩华药业、人福医药 EPS 为德邦预测，股价均取自 2024 年 2 月 20 日数据。

5. 风险提示

产品销售不及预期的风险；研发进度不及预期的风险，国内外行业政策不及预期的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.05	1.90	2.35	2.98
每股净资产	20.36	21.68	23.64	26.62
每股经营现金流	1.27	4.29	1.91	5.44
每股股利	0.56	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	29.68	26.65	21.61	16.99
P/B	2.99	2.34	2.14	1.90
P/S	5.20	5.38	4.38	3.48
EV/EBITDA	23.34	14.69	12.62	9.03
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	83.3%	80.0%	81.1%	81.4%
净利润率	21.1%	20.2%	20.4%	20.6%
净资产收益率	10.1%	8.8%	9.9%	11.2%
资产回报率	8.2%	7.0%	8.1%	8.9%
投资回报率	8.2%	7.2%	7.9%	9.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.4%	-3.5%	22.1%	25.8%
EBIT 增长率	12.2%	-2.8%	18.0%	28.6%
净利润增长率	6.1%	-7.4%	23.3%	27.2%
偿债能力指标				
资产负债率	19.0%	20.7%	18.6%	21.0%
流动比率	3.2	3.3	4.0	3.8
速动比率	2.9	3.0	3.6	3.5
现金比率	1.6	2.0	2.4	2.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	38.3	37.5	36.9	36.4
存货周转天数	224.6	216.0	210.0	205.0
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	1.3	1.4	2.0	3.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	247	228	282	358
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	64	121	121	121
非经营收益	-21	-15	-20	-25
营运资金变动	-137	180	-154	199
经营活动现金流	152	515	229	653
资产	-339	1	2	2
投资	-47	0	-1	-1
其他	-20	17	21	26
投资活动现金流	-406	18	22	27
债权募资	50	-20	-20	-20
股权募资	0	-2	-47	0
其他	-10	-71	-3	-2
融资活动现金流	40	-93	-70	-22
现金净流量	-214	441	181	658

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,171	1,130	1,380	1,736
营业成本	196	226	261	322
毛利率%	83.3%	80.0%	81.1%	81.4%
营业税金及附加	18	18	21	27
营业税金率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	474	412	524	660
营业费用率%	40.5%	36.5%	38.0%	38.0%
管理费用	90	96	115	135
管理费用率%	7.7%	8.5%	8.3%	7.8%
研发费用	231	232	288	370
研发费用率%	19.7%	20.5%	20.9%	21.3%
EBIT	222	216	255	328
财务费用	-10	-25	-42	-49
财务费用率%	-0.9%	-2.2%	-3.0%	-2.8%
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
投资收益	8	17	21	26
营业利润	261	252	311	396
营业外收支	1	1	2	2
利润总额	262	254	313	398
EBITDA	282	334	372	445
所得税	15	25	31	40
有效所得税率%	5.9%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	247	228	282	358

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	831	1,272	1,453	2,111
应收账款及应收票据	143	103	192	175
存货	141	128	172	191
其它流动资产	594	588	598	612
流动资产合计	1,709	2,092	2,415	3,089
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	910	794	678	562
在建工程	231	231	231	231
无形资产	35	33	32	30
非流动资产合计	1,308	1,190	1,073	955
资产总计	3,018	3,282	3,488	4,045
短期借款	105	85	65	45
应付票据及应付账款	157	253	212	354
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	267	296	329	404
流动负债合计	529	634	606	804
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	44	44	44	44
非流动负债合计	44	44	44	44
负债总计	573	678	649	848
实收资本	120	120	119	119
普通股股东权益	2,444	2,604	2,839	3,197
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,018	3,282	3,488	4,045

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。