

苑东生物(688513.SH)

精麻大单品筑底，创新+制剂国际化驱动长期成长

推荐（维持）

股价：59.98元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.eastonpharma.cn
大股东/持股	王颖/34.89%
实际控制人	王颖
总股本(百万股)	120
流通A股(百万股)	120
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	72
流通A股市值(亿元)	72
每股净资产(元)	21.87
资产负债率(%)	22.2

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】苑东生物(688513.SH)*深度报告*聚焦麻醉镇痛创新管线，纳美芬海外市场放量可期*推荐 20231220

【平安证券】苑东生物(688513.SH)*季报点评*前三季度利润端压力趋缓，制剂国际化符合预期*推荐 20231027

证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn

研究助理

臧文清	一般证券从业资格编号 S1060123050058
-----	------------------------------



事项：

公司公布 2023 年年报，实现收入 11.17 亿元（-4.6%），归母净利润 2.27 亿（-8.1%），扣非后归母净利润 1.58 亿（-4.3%），业绩略有承压。2024Q1 实现收入 3.15 亿（+13.4%），归母净利润 0.75 亿（+23.0%），扣非后归母净利润 0.52 亿（+12.4%），业绩逐步恢复向好。

2023 年，公司拟每 10 股派发现金红利 5.8 元，并向全体股东每 10 股转增 4.7 股。

平安观点：

■ 公司集采风险基本出清，精麻大单品放量确定性较强。公司 2023 年受重点产品伊班膦酸钠及枸橼酸咖啡因执行第七批国家集采导致销售收入下降，利润端短暂承压，2023 年毛利率为 80.01%（-3.24pp），净利率为 20.28%（-0.78pp），而 2024Q1 毛利率 79.82%，基本保持平稳，净利率为 23.81%（+1.86pp），盈利能力逐步修复，集采影响基本触底。2024 年，伴随公司盐酸纳布啡和露酒石酸布托啡诺注射液获批上市，以及多款“光脚”品种中标广东急救短缺药物集采，收入端恢复增长确定性较强，盈利能力修复有望加速。期间费用方面，受产品集采影响，2023 年公司销售费用率为 34.42%（-6.09pp），改善显著。管理费用率 8.85（+1.14pp），研发费用率 21.35%（+1.63pp），同比有所增加。

■ 精麻特色创新管线持续推进，中短期有望迎来密集催化。小分子创新药方面，公司全力加快优格列汀片 III 期单药临床试验按计划推进，正在进行项目总结，有望于 2024H1 读出最终数据。改良型新药氨酚羟考酮缓释片、硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊已进入临床研究阶段，有望于 2024 年下半年递交 NDA。生物药方面，靶向 NGF 靶点的非阿片类镇痛 1 类新药 EP-9001A 单抗已进入 Ib/II 期临床研究，有望于 2025 年读出 II 期临床相关数据。

■ 精麻特色注射剂出海，驱动公司长期成长。制剂国际化方面，公司结合自身优势重点打造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 505b2 产品。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,171	1,117	1,454	1,817	2,272
YOY(%)	14.4	-4.6	30.1	25.0	25.1
净利润(百万元)	247	227	289	364	457
YOY(%)	6.1	-8.1	27.6	25.8	25.5
毛利率(%)	83.3	80.0	79.7	80.6	81.5
净利率(%)	21.1	20.3	19.9	20.0	20.1
ROE(%)	10.1	8.7	10.2	11.7	13.2
EPS(摊薄/元)	2.05	1.89	2.41	3.03	3.80
P/E(倍)	29.2	31.8	24.9	19.8	15.8
P/B(倍)	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1

其中，子公司硕德药业小容量注射剂生产线顺利通过美国 FDA 现场检查，盐酸纳美芬注射液于 2023 年 11 月获得美国 FDA 上市批准，公司制剂国际化实现了从 0 到 1 的突破，尼卡地平注射液 FDA 正在审评中。此外，EP-0125SP、EP-0112T 鼻喷剂已完成工艺验证，将持续开展稳定性研究；505b2 产品 EP-0113T 鼻喷剂已开发出具有优势的新处方，将进一步考察新处方的稳定性情况和临床效果，有望与相关注射剂产品形成协同效应，打开成长天花板。

- **投资建议：**受集采产品放量不及预期影响，我们下调公司 2024-2026 年收入分别为 14.54/18.17/22.72 亿元（原本 2024/2025 年为 15.68/20.25 亿元），下调 2024-2026 年净利润 2.89/3.64/4.57 亿元（原本 2024/2025 年为 3.34/4.57 亿元）。当前股价对应公司 2024 年 24.9 倍 PE，考虑公司上市新产品较多，制剂国际化有望逐步兑现，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 研发风险：公司在研品种较多，且有制剂出口布局，存在进度不及预期或失败可能。2) 新品种放量不及预期风险：公司新品种较多，受销售推广能力等因素影响，存在放量不及预期可能。3) 制剂出口不及预期可能：公司制剂出口数量和收入增长存在不及预期可能。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,883	2,234	2,765	3,414
现金	781	1,021	1,446	1,964
应收票据及应收账款	178	212	265	331
其他应收款	1	1	1	1
预付账款	9	19	24	30
存货	161	212	254	303
其他流动资产	754	769	775	784
非流动资产	1,464	1,367	1,247	1,109
长期投资	25	25	25	25
固定资产	1,069	1,012	934	836
无形资产	34	36	35	34
其他非流动资产	336	294	252	213
资产总计	3,347	3,600	4,012	4,522
流动负债	661	699	838	1,004
短期借款	181	0	0	0
应付票据及应付账款	181	298	356	426
其他流动负债	299	401	482	578
非流动负债	82	73	64	55
长期借款	40	31	22	12
其他非流动负债	43	43	43	43
负债合计	743	773	903	1,059
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
资本公积	1,444	1,444	1,444	1,444
留存收益	1,039	1,263	1,545	1,899
归属母公司股东权益	2,603	2,827	3,109	3,463
负债和股东权益	3,347	3,600	4,012	4,522

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	275	586	602	714
净利润	227	289	364	457
折旧摊销	75	198	219	239
财务费用	-11	2	-3	-5
投资损失	-11	-16	-16	-16
营运资金变动	-8	108	33	35
其他经营现金流	4	5	5	5
投资活动现金流	-410	-89	-89	-89
资本支出	176	100	100	100
长期投资	-35	0	0	0
其他投资现金流	-552	-189	-189	-189
筹资活动现金流	81	-257	-88	-107
短期借款	76	-181	0	0
长期借款	40	-9	-9	-9
其他筹资现金流	-35	-68	-79	-98
现金净增加额	-54	239	425	518

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,117	1,454	1,817	2,272
营业成本	223	295	352	421
税金及附加	18	23	28	35
营业费用	385	494	618	772
管理费用	99	116	145	182
研发费用	238	291	363	454
财务费用	-11	2	-3	-5
资产减值损失	-3	-3	-4	-5
信用减值损失	0	1	1	1
其他收益	53	60	60	60
公允价值变动收益	15	0	0	0
投资净收益	11	16	16	16
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	242	306	386	484
营业外收入	0	3	3	3
营业外支出	0	2	2	2
利润总额	242	308	387	486
所得税	15	18	23	29
净利润	227	289	364	457
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	227	289	364	457
EBITDA	305	508	604	720
EPS (元)	1.89	2.41	3.03	3.80

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-4.6	30.1	25.0	25.1
营业利润(%)	-7.2	26.7	26.0	25.6
归属于母公司净利润(%)	-8.1	27.6	25.8	25.5
获利能力				
毛利率(%)	80.0	79.7	80.6	81.5
净利率(%)	20.3	19.9	20.0	20.1
ROE(%)	8.7	10.2	11.7	13.2
ROIC(%)	15.6	21.4	30.4	42.1
偿债能力				
资产负债率(%)	22.2	21.5	22.5	23.4
净负债比率(%)	-21.5	-35.0	-45.8	-56.4
流动比率	2.8	3.2	3.3	3.4
速动比率	2.6	2.8	2.9	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	6.8	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	1.7	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.89	2.41	3.03	3.80
每股经营现金流(最新摊薄)	2.29	4.88	5.01	5.95
每股净资产(最新摊薄)	21.68	23.54	25.89	28.84
估值比率				
P/E	31.8	24.9	19.8	15.8
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	21.0	10.5	8.1	6.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层