

# 苑东生物 (688513.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 集采影响渐清，制剂高端化与国际化驱动成长

### 业绩简评

2024年4月22日，公司公告，2023年全年营收11.17亿元，同比下降4.56%，归母/扣非净利润2.27/1.58亿元，同比下降8.09%/4.32%。2024年一季度营收3.15亿，同比增长13.37%，归母/扣非净利润0.75/0.52亿元，同比增长23.00%/12.44%。业绩符合预期。

### 点评

**集采风险渐清，麻醉镇痛管线增强。** (1) 2023年公司营收11.17亿元，同比下降4.56%，主要因公司重点产品伊班膦酸钠注射液及枸橼酸咖啡因注射液执行第七批国家集采导致销售收入下降所致，截至目前公司面临的集采风险已经出清，2024年第一季度营收同比增长13.37%。(2) 2023年公司麻醉产品收入3.68亿元，同比增长33.5%。目前公司已上市麻醉镇痛及相关领域产品15个，在研20余个。根据米内网2023年数据显示，公司盐酸纳美芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、布洛芬注射液3个产品市占率均排名第一，另外公司首个制剂国际化项目盐酸纳美芬注射液获FDA的NDA批准，公司在麻醉领域竞争实力不断提升。(3) 后续麻醉产品管线丰富、竞争格局好。公司刚获批的盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液均属于国家《麻醉药品和精神药品管理条例》规定的第二类精神药品，具有一定的政策壁垒和技术壁垒，市场竞争格局良好。

**高端制剂发展，原料制剂全面国际化。** (1) 公司在国内外已累计获批上市48个高端制剂产品，其中2023年有10款制剂产品获批上市。另外已累计实现30个高端化学原料药产品的产业化，其中2023年实现了8个特色原料药的批准上市。(2) 创新驱动公司高质量发展。公司重点创新产品优格列汀片目前正在进行III期临床总结，麻醉I类新药EP-9001A(靶向NGF)已进入Ib/II期临床研究，另外公司还重点拓展双抗和ADC技术平台，助力长期发展。(3) 公司纳美芬注射液获得FDA批准上市，尼卡地平注射液正在经FDA的上市评审中。公司累计已完成12项原料药国际注册/认证，另外还有4个产品正在国际注册受理阶段。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2024/25/26年营收14/18/21亿元，同比增长28%/23%/17%；归母净利润2.83/3.40/4.02亿元，同比增长25%/20%/18%。维持“增持”评级。

### 风险提示

研发创新失败、药品集采无法中标以及销售不达预期等风险。

医药组

分析师: 赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

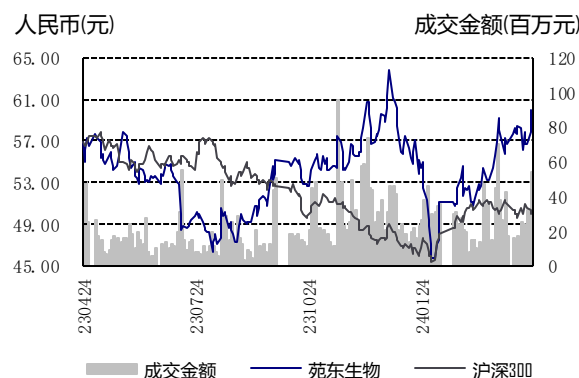
分析师: 袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 59.98元

相关报告:

1.《苑东生物公司深度研究: 多元产品布局, 国际空间广阔》, 2023.11.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,171	1,117	1,433	1,758	2,060
营业收入增长率	14.43%	-4.56%	28.28%	22.68%	17.18%
归母净利润(百万元)	247	227	283	340	402
归母净利润增长率	6.06%	-8.09%	24.99%	20.06%	18.26%
摊薄每股收益(元)	2.053	1.887	2.358	2.831	3.348
每股经营性现金流净额	1.27	2.29	2.93	3.58	4.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.08%	8.70%	10.04%	10.99%	11.73%
P/E	29.64	33.80	24.56	20.45	17.30
P/B	2.99	2.94	2.47	2.25	2.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,023</b>	<b>1,171</b>	<b>1,117</b>	<b>1,433</b>	<b>1,758</b>	<b>2,060</b>	货币资金	1,051	831	781	766	1,034	1,359	
增长率	14.4%	-4.6%	28.3%	22.7%	17.2%		应收款项	127	182	178	212	247	267	
<b>主营业务成本</b>	<b>-143</b>	<b>-196</b>	<b>-223</b>	<b>-287</b>	<b>-352</b>	<b>-412</b>	存货	104	141	161	188	226	260	
%销售收入	14.0%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	其他流动资产	498	555	762	788	810	834	
<b>毛利</b>	<b>880</b>	<b>975</b>	<b>894</b>	<b>1,146</b>	<b>1,406</b>	<b>1,648</b>	流动资产	1,779	1,709	1,883	1,954	2,317	2,720	
%销售收入	86.0%	83.3%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	%总资产	64.1%	56.6%	56.3%	57.6%	62.1%	66.0%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	长期投资	0	47	81	85	90	95	
%销售收入	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	875	1,141	1,255	1,232	1,214	1,211	
<b>销售费用</b>	<b>-468</b>	<b>-474</b>	<b>-385</b>	<b>-487</b>	<b>-580</b>	<b>-659</b>	%总资产	31.5%	37.8%	37.5%	36.3%	32.5%	29.4%	
%销售收入	45.8%	40.5%	34.4%	34.0%	33.0%	32.0%	无形资产	46	80	89	84	74	55	
<b>管理费用</b>	<b>-60</b>	<b>-90</b>	<b>-99</b>	<b>-129</b>	<b>-156</b>	<b>-181</b>	非流动资产	996	1,308	1,464	1,438	1,416	1,399	
%销售收入	5.9%	7.7%	8.9%	9.0%	8.9%	8.8%	%总资产	35.9%	43.4%	43.7%	42.4%	37.9%	34.0%	
<b>研发费用</b>	<b>-201</b>	<b>-231</b>	<b>-238</b>	<b>-315</b>	<b>-393</b>	<b>-465</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,775</b>	<b>3,018</b>	<b>3,347</b>	<b>3,392</b>	<b>3,733</b>	<b>4,119</b>	
%销售收入	19.6%	19.7%	21.3%	22.0%	22.3%	22.6%	短期借款	20	105	184	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>135</b>	<b>161</b>	<b>154</b>	<b>192</b>	<b>249</b>	<b>310</b>	应付款项	336	319	377	418	474	524	
%销售收入	13.2%	13.8%	13.8%	13.4%	14.2%	15.1%	其他流动负债	77	106	100	115	126	128	
<b>财务费用</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	流动负债	432	529	661	533	601	652	
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	长期贷款	0	0	40	40	40	40	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	51	44	43	0	0	0	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	负债	484	573	743	572	640	691	
<b>投资收益</b>	<b>28</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,292</b>	<b>2,444</b>	<b>2,603</b>	<b>2,820</b>	<b>3,093</b>	<b>3,427</b>	
%税前利润	11.5%	3.0%	4.5%	5.0%	2.8%	2.8%	其中：股本	120	120	120	120	120	120	
<b>营业利润</b>	<b>244</b>	<b>261</b>	<b>242</b>	<b>299</b>	<b>360</b>	<b>426</b>	未分配利润	667	820	980	1,193	1,464	1,796	
营业利润率	23.9%	22.3%	21.6%	20.9%	20.5%	20.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,775</b>	<b>3,018</b>	<b>3,347</b>	<b>3,392</b>	<b>3,733</b>	<b>4,119</b>	
<b>税前利润</b>	<b>247</b>	<b>262</b>	<b>242</b>	<b>301</b>	<b>362</b>	<b>428</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	24.1%	22.4%	21.6%	21.0%	20.6%	20.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	每股收益	1.935	2.053	1.887	2.358	2.831	3.348	
所得税率	5.9%	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	每股净资产	19.083	20.355	21.679	23.479	25.755	28.540	
<b>净利润</b>	<b>232</b>	<b>247</b>	<b>227</b>	<b>283</b>	<b>340</b>	<b>402</b>	每股经营现金净流	1.229	1.265	2.292	2.932	3.578	4.245	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.900	3.120	2.480	0.580	0.580	0.580	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>232</b>	<b>247</b>	<b>227</b>	<b>283</b>	<b>340</b>	<b>402</b>	<b>回报率</b>							
净利率	22.7%	21.1%	20.3%	19.8%	19.3%	19.5%	净资产收益率	10.14%	10.08%	8.70%	10.04%	10.99%	11.73%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.37%	8.17%	6.77%	8.35%	9.11%	9.76%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	5.50%	5.94%	5.11%	6.31%	7.47%	8.41%	
<b>净利润</b>	<b>232</b>	<b>247</b>	<b>227</b>	<b>283</b>	<b>340</b>	<b>402</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.96%	14.43%	-4.56%	28.28%	22.68%	17.18%	
<b>非现金支出</b>	<b>33</b>	<b>64</b>	<b>77</b>	<b>115</b>	<b>129</b>	<b>146</b>	EBIT 增长率	10.03%	19.25%	-4.37%	24.61%	29.64%	24.54%	
非经营收益	-45	-21	-21	-30	-28	-28	净利润增长率	30.46%	6.06%	-8.09%	24.99%	20.06%	18.26%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-73</b>	<b>-137</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	总资产增长率	9.66%	8.73%	10.91%	1.35%	10.06%	10.33%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>275</b>	<b>352</b>	<b>430</b>	<b>510</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-256</b>	<b>-339</b>	<b>-175</b>	<b>-84</b>	<b>-100</b>	<b>-122</b>	应收账款周转天数	41.7	38.9	42.0	41.0	39.8	38.0	
投资	0	-47	-35	-1	0	-3	存货周转天数	239.0	227.7	246.7	240.0	235.0	230.0	
其他	146	-20	-201	15	10	12	应付账款周转天数	357.5	284.6	231.2	225.0	220.0	210.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-111</b>	<b>-406</b>	<b>-410</b>	<b>-70</b>	<b>-90</b>	<b>-113</b>	固定资产周转天数	84.5	283.7	349.2	276.4	230.0	201.0	
股权募资	0	0	0	2	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-20	50	144	-225	0	0	净负债/股东权益	-64.78%	-50.81%	-49.92%	-52.59%	-57.14%	-61.52%	
其他	-36	-10	-63	-75	-71	-71	EBIT 利息保障倍数	-34.5	-15.7	-13.8	-12.2	-11.0	-11.2	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-56</b>	<b>40</b>	<b>81</b>	<b>-298</b>	<b>-71</b>	<b>-71</b>	资产负债率	17.43%	18.99%	22.21%	16.87%	17.15%	16.79%	
<b>现金净流量</b>	<b>-19</b>	<b>-214</b>	<b>-54</b>	<b>-16</b>	<b>268</b>	<b>325</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	3	5
增持	1	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.75	1.60	1.50	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-11-28	增持	54.96	61.62~61.62

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806