证券研究报告

公司研究

公司点评报告

苑东生物(688513)

投资评级

上次评级

唐爱金　医药行业首席分析师
执业编号：S1500523080002
联系电话：19328759065
邮　　箱：tangaijin@cindasc.com

史慧颖　医药行业分析师
执业编号：S1500523080003
联系电话：18217132561
邮　　箱：shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

收入增长较快，新产品&国际化布局驱动未来发展

2024 年 08 月 20 日

事件：苑东生物发布 2024 年中报。公司 2024 H1 实现收入 6.70 亿元（同比+20.56%），归母净利润 1.46 亿元（同比+11.38%），扣非归母净利润 1.14 亿元（同比+14.08%）。2024 年 Q2 实现收入 3.55 亿元（同比+27.75%），归母净利润 0.71 亿元（同比+1.34%），扣非归母净利润 0.62 亿元（同比+15.51%）。

点评：

- **毛利率有所降低，研发投入维持稳定。利润率方面**，2024 H1 公司实现综合毛利率 77.73%（-4.33pp），归母净利率 21.88%（-1.80pp），扣非归母净利率 16.98%（-0.96pp），高毛利的技术服务收入降低影响利润率水平；**费用率方面**，2024 H1 期间费用率为 57.36%(-3.75pp)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.33%(+1.03pp)/ 6.49%(-2.11pp)/ 16.27%(-2.95pp)/ -0.74%(+0.28pp)，新产品上市提升销售费用率，固定资产闲置产能折旧降低管理费用率，研发费用基本持平、收入增长降低研发费用率。

- **原料&制剂一体化优势突显，产业链拓展卓有成效。**2024H1，公司**原料药**实现收入 0.57 亿元（同比+36.11%），已成功实现 30 个高端化学原料药产品的产业化，15 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；**制剂**实现收入 5.65 亿元（同比+27.77%），截止至 2024 年 8 月 19 日，公司已成功实现 52 个高端化学药品的产业化（7 个国内首仿），42 个产品通过一致性评价（11 个首家通过），公司多个制剂实现原料药自主供应，制剂成本、质量、原料供货、研发速度得以控制，一体化优势突显。2024H1，**CMO/CDMO** 实现收入 0.27 亿元（同比+91.11%），基于公司技术实力及客户积累， CMO/CDMO 业务拓展卓有成效，已累计承接 22 个 CMO/CDMO 项目，已实现 10 个中间体产品的产业化。2024H1，**技术服务**实现收入 0.20 亿元（同比-64.98%）。

- **麻醉镇痛实力强劲，出海逻辑逐渐兑现。**公司产品聚焦麻醉镇痛、心脑血管、抗肿瘤等五大重点领域，截止至 2024 年 8 月 19 日，公司已上市麻醉镇痛及相关领域产品 15 个，在研 20 余个，米内网 2024Q1 数据显示麻醉镇痛领域的盐酸纳美芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、布洛芬注射液市占率均为第一。公司持续投入研发创新，麻醉镇痛领域储备丰富：①**高端仿制药**方面：2024 年 3-4 月酒石酸布托啡诺注射液、盐酸纳布啡注射液等品种获批；②**改良型新药**方面：硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊进入临床研究阶段，氨酚羟考酮缓释片于 2024 年 7 月向 CDE 申报生产，水合氯醛口服溶液已申报生产；③**大分子生物药研发**方面，I 类新药 EP-9001A 单抗注射液临床试验正在进行 Ib/II 期临床试验。公司持续推进国际化战略，制剂国际化方面，已获批产品盐酸纳美芬注

射液正在进行商业化推广和市场导入，EP-0160I 已于 2024 年 6 月提交 ANDA 申请；API 国际化方面，阿瑞匹坦、枸橼酸马罗匹坦等多个品种取得进展。

- **盈利预测：**我们**预计公司 2024-2026 年营业收入为 13.43/16.40/20.02 亿元，同比增长 20.2%/22.1%/22.1%；归母净利润分别为 2.56/3.34/4.03 亿元，同比增长 12.9%/30.7%/20.6%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 23.2/17.7/14.7 倍。**

- **风险因素：**宏观环境风险、财务风险、行业风险、经营风险、研发失败风险、核心技术人员流失风险等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,171	1,117	1,343	1,640	2,002
增长率 YoY %	14.4%	-4.6%	20.2%	22.1%	22.1%
归属母公司净利润(百万元)	247	227	256	334	403
增长率 YoY%	6.1%	-8.1%	12.9%	30.7%	20.6%
毛利率%	83.3%	80.0%	78.1%	77.3%	76.8%
净资产收益率ROE%	10.1%	8.7%	9.7%	11.6%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.28	1.45	1.89	2.29
市盈率 P/E(倍)	24.06	26.18	23.18	17.74	14.70
市净率 P/B(倍)	2.43	2.28	2.24	2.05	1.87

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 08 月 20 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**1,709**	**1,883**	**1,924**	**2,359**	**2,858**
货币资金	831	781	480	746	1,060
应收票据	6	14	19	23	28
应收账款	137	120	298	364	445
预付账款	16	9	6	8	10
存货	141	161	196	217	232
其他	578	798	924	1,001	1,084
非流动资产	**1,308**	**1,464**	**1,446**	**1,389**	**1,326**
长期股权投资	25	25	35	45	55
固定资产（合计）	910	1,069	1,011	953	893
无形资产	35	34	44	44	39
其他	339	336	356	347	339
资产总计	**3,018**	**3,347**	**3,370**	**3,748**	**4,184**
流动负债	**529**	**661**	**635**	**767**	**908**
短期借款	105	181	231	281	331
应付票据	9	46	82	103	129
应付账款	148	135	163	186	206
其他	267	299	159	197	242
非流动负债	**44**	**82**	**86**	**91**	**96**
长期借款	0	40	40	40	40
其他	44	43	46	51	56
负债合计	**573**	**743**	**721**	**858**	**1,004**
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,444	2,603	2,649	2,890	3,180
负债和股东权益	**3,018**	**3,347**	**3,370**	**3,748**	**4,184**

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,171	1,117	1,343	1,640	2,002
同比（%）	14.4%	-4.6%	20.2%	22.1%	22.1%
归属母公司净利润	247	227	256	334	403
同比（%）	6.1%	-8.1%	12.9%	30.7%	20.6%
毛利率（%）	83.3%	80.0%	78.1%	77.3%	76.8%
ROE%	10.1%	8.7%	9.7%	11.6%	12.7%
EPS (摊薄)(元)	1.40	1.28	1.45	1.89	2.29
P/E	24.06	26.18	23.18	17.74	14.70
P/B	2.43	2.28	2.24	2.05	1.87
EV/EBITDA	23.34	25.39	15.39	12.02	9.82

利润表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**1,171**	**1,117**	**1,343**	**1,640**	**2,002**
营业成本	196	223	294	372	464
营业税金及附加	18	18	20	25	30
销售费用	474	385	457	557	681
管理费用	90	99	86	102	120
研发费用	231	238	255	312	380
财务费用	-10	-11	8	10	12
减值损失合计	-2	-3	-5	-5	-5
投资净收益	8	11	13	16	20
其他	84	68	40	82	100
营业利润	**261**	**242**	**272**	**356**	**430**
营业外收支	1	0	1	1	1
利润总额	**262**	**242**	**273**	**357**	**431**
所得税	15	15	17	22	27
净利润	**247**	**227**	**256**	**334**	**403**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**247**	**227**	**256**	**334**	**403**
EBITDA	282	280	372	459	536
EPS (当年)(元)	2.05	1.89	1.45	1.89	2.29

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**152**	**275**	**-72**	**337**	**398**
净利润	247	227	256	334	403
折旧摊销	60	75	91	92	93
财务费用	2	4	8	10	12
投资损失	-8	-11	-13	-16	-20
营运资金变动	-137	-7	-418	-87	-94
其它	-12	-12	4	4	4
投资活动现金流	**-406**	**-410**	**-63**	**-23**	**-14**
资本支出	-339	-175	-62	-29	-24
长期投资	-47	-35	-10	-10	-10
其他	-20	-201	9	16	20
筹资活动现金流	**40**	**81**	**-166**	**-49**	**-70**
吸收投资	0	0	-142	0	0
借款	85	115	50	50	50
支付利息或股息	-96	-71	-78	-104	-125
现金流净增加额	**-214**	**-54**	**-301**	**265**	**314**

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在 PCC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，团队成员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。