

2024年09月05日

## 苑东生物 (688513.SH)

——收入稳健增长，麻醉药管线持续丰富

买入 (首次覆盖)

## 证券分析师

刘闯

S1350524030002

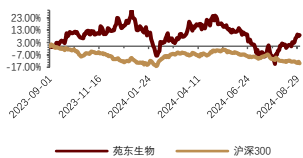
liuchuang@huayuanstock.com

李强

S1350524040001

Liqiang01@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 公司事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024 上半年实现营业收入 6.7 亿元, 同比增长 20.6%, 实现归母净利润 1.5 亿元 (同比增长 11.4%); 24Q2, 实现营业收入 3.6 亿元, 同比增长 27.7%, 实现归母净利润 0.7 亿元 (同比增长 1.3%), 符合市场预期。
- 制剂表现较为亮眼, 技术服务短期波动影响毛利率。** 分业务来看, 24H1 公司制剂销售收入约 5.7 亿元, 同比增长约 27.8%, 制剂端收入增长较为强劲; 原料药销售收入约 0.6 亿元, 同比增长约 36.1%; CMO/CDMO 销售收入约 0.27 亿元, 同比增长约 91.1%; 技术服务收入约 0.2 亿元, 同比下滑约 65.0%。盈利能力方面, 2024 上半年, 公司毛利率和归母净利率分别为 77.7%和 21.9%, 去年同期分别为 82.0%和 23.7%, 主要系高毛利率的技术服务业务上半年波动较大所致。费用率方面, 24H1 公司销售、管理和研发费用率分别为 35.3%、6.5%和 16.3%, 23 年同期分别为 34.3%、8.6%和 19.2%。
- 麻醉产品线不断丰富, 未来有望成为重要增长点。** 麻醉镇痛领域是公司重点发展方向, 截止 24H1 公司已上市麻醉镇痛及相关领域产品 15 个, 在研 20 余个, 其中首个制剂国际化产品盐酸纳美芬注射液于 2023 年 11 月已获得美国 FDA 药品注册批准。米内数据显示, 公司多个麻醉镇痛领域产品市场占有率排名名列前茅, 逐步树立苑东麻醉镇痛品牌地位, 考虑到麻醉药领域相对较好的竞争格局, 我们认为麻醉药未来有望成为公司重要增长点。
- 研发投入较高, 在研管线不断丰富, 长期发展空间可期。** 研发方面, 2024 上半年公司研发投入约 1.2 亿元, 占营收比例为 18.3%, 公司正加快由仿到创的转型, 目前已有 10 余个 1 类新药在研。在小分子新药领域, 公司自主研发的糖尿病领域小分子 1 类新药优格列汀片 III 期单药临床试验已取得临床试验总结报告; 1 类创新药 EP-0108 胶囊已获得 CDE 临床试验默示许可; 1 类创新药 EP-0146 已先后获得 CDE 和 FDA 的临床试验默示许可。在生物药领域, 麻醉镇痛领域 1 类生物药 EP9001A 单抗注射液正在开展 Ib/II 期临床试验。在改良型新药研发方面, 硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊正在开展临床研究, 氨酚羟考酮缓释片申报生产已经获得 CDE 受理, 水合氯醛口服溶液已申报生产。公司还有多个麻醉镇痛、抗肿瘤领域的大、小分子创新药处于临床前研究阶段。
- 盈利预测与估值。** 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 2.8、3.4、4.1 亿元, 同比增长率分别为 23.0%、20.2%、23.2%, 当前股价对应的 PE 分别为 23、19、16 倍。选取人福医药、恒瑞医药、恩华药业作为可比公司, 可比公司 2024 年平均 PE 为 28 倍, 考虑到公司在高景气度麻醉产品线不断丰富, 且出海有望即将兑现, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发不及预期风险; 销售不及预期风险; 行业政策风险等。

## 股价数据: 2024年9月4日

收盘价(元)	36.26
年内最高/最低(元)	43.21/28.11
总市值(亿元)	64

## 盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,171	1,117	1,362	1,648	1,991
同比增长率(%)	14.4%	-4.6%	21.9%	21.1%	20.8%
毛利率(%)	83.3%	80.0%	79.6%	80.0%	81.2%
归母净利润(百万元)	247	227	279	335	413
同比增长率(%)	6.1%	-8.1%	23.0%	20.2%	23.2%
每股收益(元/股)	2.05	1.89	1.58	1.90	2.34
ROE(%)	10.1%	8.7%	10.3%	11.4%	12.8%
市盈率	29.68	33.75	23.13	19.25	15.62

**损益表 (人民币百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,117	1,362	1,648	1,991
%增长率	-4.6%	21.9%	21.1%	20.8%
营业成本	223	278	330	374
%销售收入	20.0%	20.4%	20.0%	18.8%
<b>毛利</b>	<b>894</b>	<b>1,084</b>	<b>1,319</b>	<b>1,616</b>
%销售收入	80.0%	79.6%	80.0%	81.2%
税金及附加	18	22	26	32
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	385	477	580	707
%销售收入	34.4%	35.0%	35.2%	35.5%
管理费用	99	106	127	155
%销售收入	8.9%	7.8%	7.7%	7.8%
研发费用	238	272	338	418
%销售收入	21.3%	20.0%	20.5%	21.0%
财务费用	-11	-8	-10	-15
%销售收入	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>205</b>	<b>289</b>	<b>346</b>	<b>424</b>
%销售收入	18.3%	21.2%	21.0%	21.3%
其他收益	53	68	82	100
投资收益	11	14	16	20
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	15	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>242</b>	<b>297</b>	<b>356</b>	<b>439</b>
%增长率	-7.2%	22.7%	20.2%	23.2%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	242	297	356	439
%增长率	-7.8%	22.7%	20.2%	23.2%
所得税	15	18	21	26
所得税率	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
合并报表的净利润	227	279	335	413
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>227</b>	<b>279</b>	<b>335</b>	<b>413</b>
净利率	20.3%	20.5%	20.3%	20.7%

资料来源: wind, 华源证券研究

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	781	899	1,171	1,484
应收票据	14	11	14	17
应收账款	120	151	183	221
其他应收款	1	1	1	1
存货	161	193	229	260
其他流动资产	806	812	824	838
<b>流动资产</b>	<b>1,883</b>	<b>2,068</b>	<b>2,422</b>	<b>2,821</b>
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	1,069	1,010	953	896
在建工程	186	224	261	295
无形资产	34	38	41	45
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	150	168	168	168
<b>非流动资产</b>	<b>1,464</b>	<b>1,465</b>	<b>1,448</b>	<b>1,429</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,347</b>	<b>3,533</b>	<b>3,870</b>	<b>4,250</b>
短期借款	181	181	181	181
应付票据	46	46	55	62
应付账款	135	154	183	208
其他应付款	196	222	264	299
其他流动负债	103	136	162	189
<b>流动负债</b>	<b>661</b>	<b>740</b>	<b>845</b>	<b>939</b>
长期借款	40	40	40	40
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
其他长期负债	43	41	41	41
<b>负债</b>	<b>743</b>	<b>821</b>	<b>926</b>	<b>1,020</b>
股本	120	233	233	233
资本公积	1,444	1,316	1,316	1,316
其他综合收益	0	0	0	0
归母所有者权益	2,603	2,712	2,944	3,230
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,603	2,712	2,944	3,230
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,347</b>	<b>3,533</b>	<b>3,870</b>	<b>4,250</b>

资料来源: wind, 华源证券研究

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	227	279	335	413
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	77	72	73	74
非经营收益	-21	-7	-10	-14
营运资金变动	-7	12	22	9
<b>经营活动现金净流</b>	<b>275</b>	<b>355</b>	<b>419</b>	<b>481</b>
资本开支	-175	-68	-55	-55
投资	-35	0	0	0
其他	-201	10	16	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-410</b>	<b>-59</b>	<b>-38</b>	<b>-35</b>
股权融资	0	-16	0	0
债权融资	144	0	0	0
其他	-63	-163	-109	-133
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>81</b>	<b>-178</b>	<b>-109</b>	<b>-133</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-54</b>	<b>118</b>	<b>272</b>	<b>313</b>
期初现金	822	768	886	1,158
期末现金	768	886	1,158	1,471

资料来源: wind, 华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数