

苑东生物 (688513.SH) 深耕麻醉镇痛领域，积极拓展海外市场

2024年09月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

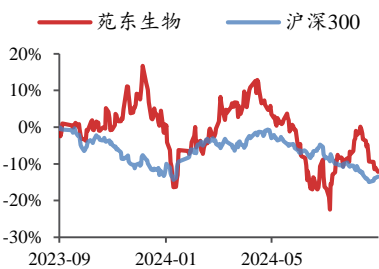
证书编号：S0790523070002

日期	2024/9/23
当前股价(元)	32.26
一年最高最低(元)	64.25/28.11
总市值(亿元)	56.95
流通市值(亿元)	56.95
总股本(亿股)	1.77
流通股本(亿股)	1.77
近3个月换手率(%)	26.28

● 深耕麻醉镇痛领域，积极拓展海外市场

公司重点布局麻醉镇痛领域，兼顾心脑血管、肿瘤、内分泌等疾病领域，目前存量品种应采尽采，集采影响逐渐消化。公司麻醉镇痛及相关领域多个产品市场占有率名列前茅，在研管线稳步推进；心脑血管领域的比索洛尔氨氯地平片为国内首仿产品，米内网显示2023年该药在高血压用药中市场份额排名第一。制剂国际化方面，公司结合自身优势重点打造特色阿片解毒剂和急救药的产品管线，盐酸纳美芬注射液于2023年11月获得美国FDA批准。我们看好公司发展，预测2024-2026年归母净利润为2.72/3.31/4.03亿元，对应EPS为1.54/1.87/2.28元，当前股价对应PE分别为20.0/16.4/13.5倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● 聚焦麻醉镇痛领域，主要产品市占率名列前茅

公司初期采用多元化业务布局策略，目前主要聚焦于麻醉镇痛领域，受益于手术量的恢复叠加麻醉药应用场景的不断拓展，麻醉镇痛市场规模稳健增长。公司上市产品具有较强的市场竞争力，米内网全国重点省市公立医院数据库2024Q1数据显示，盐酸纳美芬注射液、布洛芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、伊班膦酸钠注射液五个麻醉镇痛产品市占率位于前三。此外，公司不断推进新产品的研发与上市进度，目前公司氨酚羟考酮缓释片于2024年8月获得申报上市许可受理，酒石酸布托啡诺注射液于2024年3月获批生产。

● 原料制剂一体化布局，出海业务打开成长空间

公司持续打造原料药与制剂一体化的核心竞争优势，不断地在产业链上延伸拓展，积极开拓原料药国内、国际市场。公司盐酸纳美芬注射液于2023年11月获FDA批准，是公司首个制剂出海的产品。同时，盐酸尼卡地平注射液已于2023年4月完成了美国FDA批准前核查（PAI）。此外，EP-0125SP、EP-0112T鼻喷剂按进度推进，正在进行稳定性研究和BE研究。公司持续丰富出海管线，海外市场将为公司打开较大增量空间。

● 风险提示：新药研发进度不及预期、政策变动风险、产品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,171	1,117	1,387	1,694	2,085
YOY(%)	14.4	-4.6	24.2	22.1	23.1
归母净利润(百万元)	247	227	272	331	403
YOY(%)	6.1	-8.1	20.2	21.5	21.7
毛利率(%)	83.3	80.0	79.0	78.5	77.6
净利率(%)	21.1	20.3	19.6	19.5	19.3
ROE(%)	10.1	8.7	9.7	10.9	12.1
EPS(摊薄/元)	1.40	1.28	1.54	1.87	2.28
P/E(倍)	22.0	24.0	20.0	16.4	13.5
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 苑东生物：致力于成为全球麻醉镇痛领域领军者.....	4
1.1、 子公司协同业务布局，制剂业务布局多个重要领域.....	4
1.2、 公司业绩稳健，高质量团队保证研发能力.....	9
2、 深耕麻醉镇痛药物，布局多个重点领域.....	12
2.1、 麻醉镇痛领域：深耕多年，主要麻醉药市占率名列前茅.....	12
2.1.1、 麻醉用药需求稳健增长，公司麻醉镇痛领域有望快速发展.....	12
2.1.2、 公司多款麻醉镇痛药物市占率排名领先.....	15
2.2、 心脑血管领域：积极布局心脑血管领域，产品管线逐步丰富.....	18
2.3、 抗肿瘤领域：伊班膦酸钠注射液和乌苯美司胶囊市占率排名靠前.....	20
3、 构建原料药-制剂一体化产业链，扩展海外市场业务.....	22
4、 在研管线丰富，拓宽公司发展领域.....	23
4.1、 积极布局各领域新药，着眼高端特色仿制药.....	23
4.2、 布局国际化项目，积极拓展海外市场.....	25
5、 盈利预测与投资建议.....	26
5.1、 关键假设.....	26
5.2、 盈利预测及估值.....	28
6、 风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

图表目录

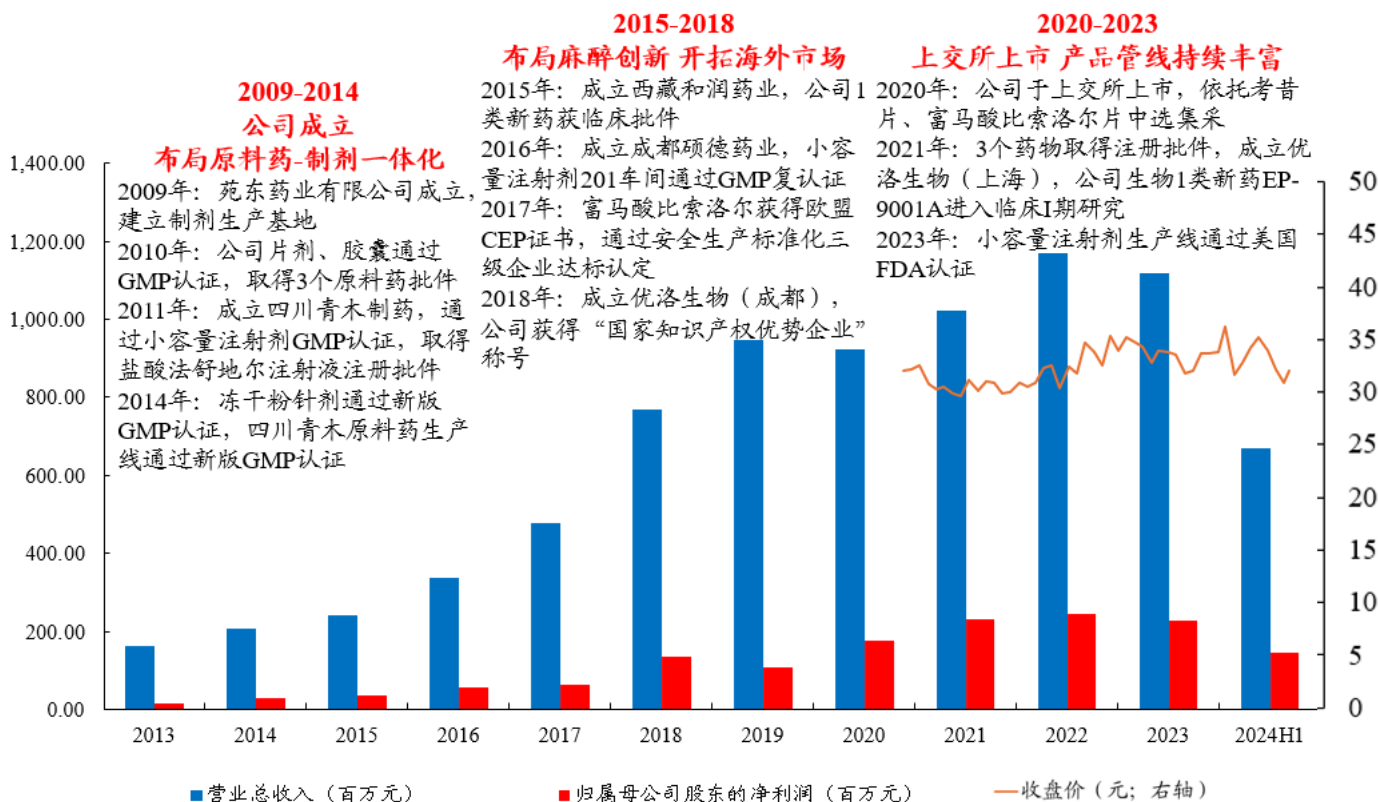
图 1： 公司重点布局麻醉镇痛，构建原料药-制剂一体化产业链.....	4
图 2： 公司股权结构清晰，拥有三个员工持股平台.....	5
图 3： 存量品种集采出清，“光脚”品种有望贡献增量（百万元）.....	9
图 4： 公司积极建设国际化制造基地.....	9
图 5： 2023 年公司营收略有下滑.....	10
图 6： 2023 年公司归母净利润有所下滑.....	10
图 7： 2024 年 H1 毛利率同比略有下滑.....	10
图 8： 销售费用率显著下降，研发费用率基本稳定.....	10
图 9： 公司业务结构持续优化.....	11
图 10： 技术服务、制剂销售毛利率处于较高水平.....	11
图 11： 公司 5 个麻醉镇痛药物 2024Q1 排名前三.....	12
图 12： 住院病人手术比例持续上升.....	13
图 13： 65 岁以上人口比例持续升高.....	13
图 14： 麻醉药销售额总体向上（百万元）.....	13
图 15： 阿片碱类全麻药销售额持续增长（百万元）.....	15
图 16： 2023 年阿片碱类占据全麻药总销售额超三成.....	15
图 17： 公司盐酸纳美芬注射液销售额有所下滑.....	16
图 18： 公司盐酸纳美芬注射液国内市占率居首（百万元）.....	16
图 19： 公司布洛芬注射液销售额回升.....	16
图 20： 2023 年公司布洛芬注射液市占率第一（百万元）.....	16
图 21： 公司盐酸纳洛酮注射液销售额大幅回升.....	17
图 22： 2023 年公司盐酸纳洛酮注射液销售 1.16 亿元（百万元）.....	17

图 23: 2023 年公司依托考昔片销售额所有下滑.....	18
图 24: 2023 年公司依托考昔片市占率第三.....	18
图 25: 公司比索洛尔片 2023 年销售额达 2.5 亿元.....	19
图 26: 2023 年公司比索洛尔市占率为 18.94% (百万元)	19
图 27: 公司达比加群酯胶囊 2023 销售额有所下滑.....	20
图 28: 2023 年公司达比加群酯市占率排名第五 (百万元)	20
图 29: 国内比索洛尔氨氯地平销售额快速攀升 (百万元)	20
图 30: 公司伊班膦酸钠注射液销售受集采影响明显.....	21
图 31: 2023 年公司伊班膦酸钠市占率领先 (百万元)	21
图 32: 公司乌苯美司胶囊销售额趋稳	22
图 33: 2023 年公司乌苯美司胶囊市占率第二 (百万元)	22
表 1: 子公司职责分工明确, 协同扩展业务版图.....	5
表 2: 公司高级管理人员相关经验丰富	5
表 3: 立足麻醉镇痛药物, 布局多个重点领域.....	6
表 4: 公司多种药品在国家集采中成功中标.....	7
表 5: 公司生产能力持续加强, 制剂业务稳步扩张.....	11
表 6: 发布股权激励计划, 推动公司业绩稳健发展.....	12
表 7: 全麻药物中, 阿片碱类药物受到广泛使用.....	14
表 8: 公司已上市十余种麻醉镇痛领域药物, 覆盖适应症多样.....	15
表 9: 公司心脑血管上市药品逐步丰富	18
表 10: 公司已上市的抗肿瘤产品适应症多样.....	21
表 11: 公司 11 个原料药已出口至主流国际市场, 多个原料药制剂取得国际注册批件	22
表 12: 公司的盐酸纳美芬注射液是美国 FDA 第二个批准上市的该品种仿制药	23
表 13: 公司积极探索新药研究, 丰富产品管线.....	24
表 14: 公司以成熟技术平台为依托, 在研仿制药管线丰富	24
表 15: 在研国际化项目助力公司拓展国际市场.....	25
表 16: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	27
表 17: 与可比公司相比, 公司估值略高于可比公司平均.....	28

1、苑东生物：致力于成为全球麻醉镇痛领域领军者

重点布局麻醉镇痛领域，构建原料药-制剂一体化产业链。苑东生物成立于2009年，业务覆盖化学原料药、高端化学药及生物药研发、生产、销售，2020年于上交所挂牌上市。截至2024H1，公司已成功实现52个高端化学药品的产业化，其中包括7个国内首仿产品，42个通过一致性评价（其中11个为首家通过）产品；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，氨酚羟考酮缓释片于2024年8月申请上市获得受理；公司持续打造原料药与制剂一体化的核心竞争优势，积极开拓原料药国内、国际市场。截至2024H1，公司已成功实现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，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。

图1：公司重点布局麻醉镇痛，构建原料药-制剂一体化产业链

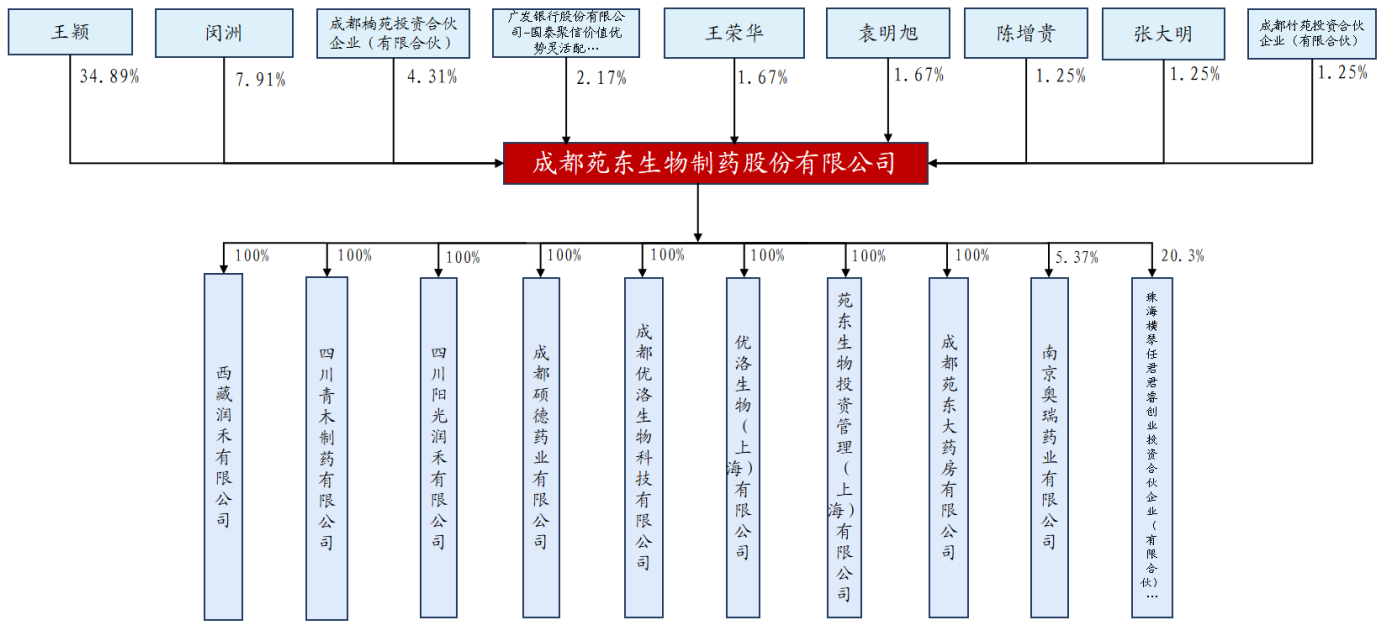


资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

1.1、子公司协同业务布局，制剂业务布局多个重要领域

股权结构清晰，子公司职责分工明确。王颖为公司实际控制人，截至2024年6月，王颖直接控制公司34.89%的股权，并通过成都楠苑、成都竹苑间接控制公司0.29%的股份。公司具有成都楠苑、成都竹苑、成都菊苑三个员工持股平台，对部分员工进行长期激励，提升团队凝聚力。公司已成立西藏润禾、四川青木、成都硕德等9个全资子公司，实现业务版图扩展。

图2：公司股权结构清晰，拥有三个员工持股平台



数据来源：Wind、开源证券研究所 股东数据截至 2024H1，子公司数据截至 2023 年

表1：子公司职责分工明确，协同扩展业务版图

全资子公司	成立时间	主营业务
四川阳光润禾药业有限公司	2006	药品研发、销售及进口产品代理
四川青木制药有限公司	2011	化学原料药及医药中间体的生产经营
西藏润禾药业有限公司	2015	化学药制剂、化学原料药销售
成都硕德药业有限公司	2016	国际化产业基地
成都优洛生物科技有限公司	2018	生物药品研发
优洛生物(上海)有限公司	2021	生物药品研发，集中研发生物偶联药物
成都苑东大药房有限公司	2023	互联网药品销售
苑东生物投资管理(上海)有限公司	2022	投资管理

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司管理层及核心技术人员相关经验丰富，为公司健康发展提供保证。公司董事长王颖于 2009 年创立苑东生物，曾任职于成都康弘制药有限公司、中国医药工业有限公司、北京齐力佳科技有限公司。公司核心技术人员金明志为美国哈佛医学院博士后，拥有 16 年化学生物学和生物物开发经验；核心技术人员朱华博士毕业于日本国立东北大学理学，曾任职滨理药品工业株式会社，具有近 10 年绿色化学工艺开发经验。

表2：公司高级管理人员相关经验丰富

姓名	职务	简介
王颖	董事长	硕士学历。四川省第十二届政协委员，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”，并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。曾任职于

姓名	职务	简介
袁明旭	董事、总经理	成都康弘制药有限公司、中国医药工业有限公司、北京齐力佳科技有限公司等公司。硕士学历。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年起任四川青木制药有限公司总经理。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	硕士学历。2006年至2012年任四川阳光润禾药业有限公司副总经理；2010年起至今任公司董事；2013年起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	硕士学历。曾任四川阳光润禾药业有限公司销售总监，副总经理、公司董事；2015年12月至今任公司副总经理。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	本科学历。曾就职于山东沃华医药科技股份有限公司、北京澳斯邦生物工程有限公司、九州通医药集团股份有限公司；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。
赵磊	董事、副总经理	硕士学历。曾就职于美国阿塞托有限公司、挪威雅赛利制药有限公司、任瀚晖制药有限公司、浙江海正药业股份有限公司。现任公司副总经理。
金明志	核心技术人员	中国科学院上海有机化学研究所博士，美国哈佛医学院博士后。2021年起任优洛上海研发负责人。拥有16年化学生物学和生物药开发经验，曾在国际领头CRO公司拥有近6年工作经验，服务过30多个客户的60多个项目。同时主持部门的新技术和专利管理工作，在《Nature》等专业期刊出版，发表了7篇生物技术科学论文，申请发明专利6篇。
朱华	核心技术人员	日本国立东北大学理学博士研究生学历。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年起任公司技术总工。日本文部科学省GLOBAL-COE特别研究员，曾入选海南省高层次人才、成都高新区紧缺紧缺人才和高端人才。

资料来源：Wind、开源证券研究所

制剂业务以麻醉镇痛管线为中心，布局多个重点领域。公司深入研究镇痛麻醉领域相关病理，制定“全细分领域、全作用机制、全镇痛模式”策略，打造公司在该领域的核心竞争力，致力于在全球麻醉镇痛领域打造品牌。截至2024H1，公司已有15个麻醉镇痛领域药品上市，另有20余个在研品种。公司同时布局心脑血管、抗肿瘤、内分泌及儿童用药四大重要领域，服务不同目标人群，管线丰富。

表3：立足麻醉镇痛药物，布局多个重点领域

领域	主要产品	适应症	特点
麻醉镇痛	盐酸纳美芬注射液	逆转阿片类药物作用及类似物质过量的治疗	首仿上市
	盐酸纳洛酮注射液	阿片类受体拮抗药	首家过评
	布洛芬注射液	成人和6个月及以上儿科治疗轻至中度疼痛，发热退热	首仿上市+首家过评
	依托考昔片	骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征	集采中标
	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	中选易短缺药和急救药联盟集采
	重酒石酸去甲肾上腺素注射液	用于某些急性低血压状态的血压控制；作为心脏骤停和严重低血压的辅助治疗手段；也可用于心跳骤停复苏后血压维持	中选易短缺药和急救药联盟集采
心脑血管	富马酸比索洛尔片	高血压、冠心病	首家过评、集采中标
	达比加群酯胶囊	抗凝血	新药，视同过评、集采中标

	比索洛尔氨氯地平片	高血压	首仿，首家通过一致性评价
抗肿瘤	伊班膦酸钠注射液	恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛骨痛，高钙血	规格丰富
	乌苯美司胶囊	配合化疗、放疗及联合应用于白血病、多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症及造血干细胞移植后，以及其它实体瘤患者	采用自主生产的已通过日本 MF 登记的原料药；口服制剂依从性好；规格丰富
消化	注射用复方甘草酸苷	慢性肝病	规格丰富

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司数十个品种成功中标国家集采。公司积极响应国家政策，参与国家集采及地方联盟集采，重点产品均有省级集采中标。目前在公司生产的药品中，共有 10 个品种在国家集采中中标，包含富马酸比索洛尔片、依托考昔片、伊班膦酸钠注射液等重点产品；省级及地方联盟集采层面，注射用复方甘草酸苷在云南省级带量采购及天津 3+N 项目中成功中选；注射用盐酸纳洛酮进入陕西省级带量采购项目；甲硫酸新斯的明注射液在云南省级带量采购项目中成功中选；盐酸去氧肾上腺素注射液、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸多巴酚丁胺注射液在广东急抢短缺药联盟集采项目中成功中选；盐酸纳美芬注射液成功进入甘肃省级带量采购项目；盐酸尼卡地平注射液在安徽省级带量采购项目中成功中选。

表4：公司多种药品在国家集采中成功中标

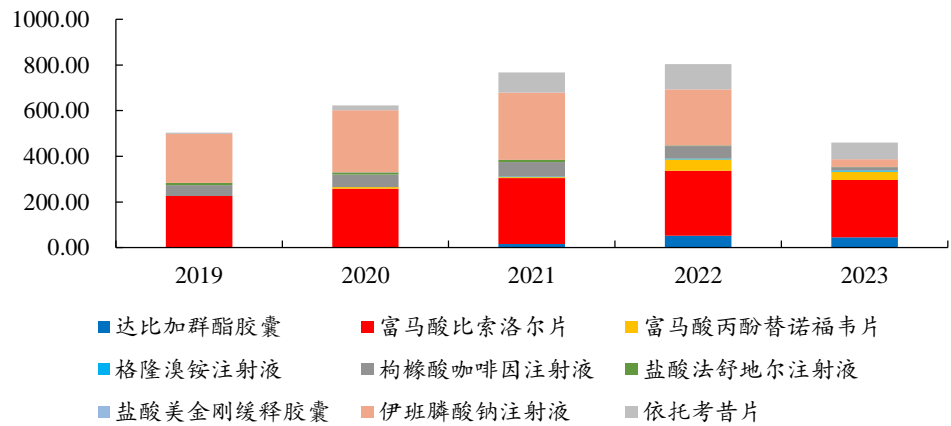
药品名称	规格	最小包装 中标价	地区	中标时间	国家集采 批次	已公开采购量(万片 /万袋/万支)	采购周期
达比加群 酯胶囊	150mg	137.26	福建、贵州、江苏、江西、内蒙古、宁夏、上海、天津、浙江	2021/6/28	第五轮全国集采	19.5068	3 年
达比加群 酯胶囊	110mg	88.9	贵州、河南、江苏、江西、内蒙古、宁夏、山东、上海、云南	2021/6/28	第五轮全国集采	1089.6547	3 年
格隆溴铵 注射液	1ml:0.2mg	62.5	安徽、甘肃、海南、河北、河南、湖北、山西、陕西、新疆	2021/6/28	第五轮全国集采	0.1117	1 年
格隆溴铵 注射液	2ml:0.4mg	106.25	甘肃、广东、海南、河北、河南、湖北、陕西、新疆	2021/6/28	第五轮全国集采	0.2092	1 年
盐酸法舒 地尔注射液	2ml:30mg	10.38	广东、黑龙江、江苏、辽宁、陕西、上海、四川、西藏、新疆	2021/6/28	第五轮全国集采	100.7272	3 年
依托考昔 片	60mg	12.72	北京、河北、山西、辽宁、吉林、浙江、福建、江西、山东、湖南、广西、四川、西藏、宁夏、新疆	2020/8/24	第三轮全国集采	813.61	1 年
依托考昔 片	30mg	7.48	北京、河北、山西、辽宁、吉林、浙江、福建、江西、山东、湖南、广西、四川、西藏、宁夏、新疆	2020/8/24	第三轮全国集采	7.12	1 年
依托考昔 片	120mg	21.62	北京、河北、山西、辽宁、吉林、浙江、福建、江西、山东、湖南、广西、四川、西藏、宁夏、新疆	2020/8/24	第三轮全国集采	43.13	1 年

药品名称	规格	最小包装 中标价	地区	中标时间	国家集采 批次	已公开采购量(万片 /万袋/万支)	采购周期
夏、新疆							
富马酸比索洛尔片	5mg	10.46	安徽、广东、河南、黑龙江、湖北、湖南、吉林、江苏、内蒙古、上海、四川、西藏、新疆、云南、浙江、重庆	2020/1/21	第二轮全国集采	12299.3	2年
富马酸比索洛尔片	2.5mg	6.15	安徽、广东、河南、黑龙江、湖北、湖南、吉林、江苏、内蒙古、上海、四川、西藏、新疆、云南、浙江、重庆	2020/1/21	第二轮全国集采	2129.52	2年
枸橼酸咖啡因注射液	1ml:20mg	165.05	广西、河南、黑龙江、湖南、宁夏、山西、新疆、云南	2022/7/18	第七轮全国集采	10.1633	3年
富马酸丙酚替诺福韦片	25mg	26.7	海南、天津、西藏	2022/7/18	第七轮全国集采	121.2855	3年
盐酸美金刚缓释胶囊	28mg	36.01	福建、甘肃、贵州、湖南	2022/7/18	第七轮全国集采	0.1042	3年
盐酸美金刚缓释胶囊	7mg	12.46	福建、甘肃、贵州、湖南、山东	2022/7/18	第七轮全国集采	0.9338	3年
伊班膦酸钠注射液	1ml:1mg	47.9	福建、广东、贵州、河南、上海、四川、云南、浙江	2022/7/18	第七轮全国集采	13.9444	3年
伊班膦酸钠注射液	2ml:2mg	81.43	福建、广东、贵州、河南、上海、四川、云南、浙江	2022/7/18	第七轮全国集采	10.6715	3年
拉考沙胺口服溶液	200ml:2g*200m 1	59	上海、天津、辽宁、西藏	2023/11/16	第九轮全国集采	0.0105	至2027年 12月31日

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

存量品种集采出清，“光脚”品种随集采贡献增量。公司存量品种集采出清，富马酸比索洛尔、盐酸法舒地尔注射液以及盐酸美金刚缓释胶囊在 2023 年的销售额之和为 2.52 亿元，同比下滑 12.23%。对公司 2023 年业绩影响较大的为第七批集采量大存量品种伊班膦酸钠注射液和枸橼酸咖啡因注射液，二者的销售额之和由 2022 年的 3.01 亿元下降至 2023 年的 0.48 亿元。公司较大的存量品种已经应采尽采，集采影响 2023 年已出清，集采品种未来以价换量，有望逐步平稳增长。“光脚”品种随集采贡献增量，依托考昔片、达比加群酯胶囊、格隆溴铵注射液、富马酸丙酚替诺福韦片等均为公司获批后进入集采的品种，2023 年上述品种合计贡献收入 1.6 亿元，后续有望随集采抢占部分市场份额，贡献公司收入增量。

图3: 存量品种集采出清, “光脚”品种有望贡献增量(百万元)



数据来源: PDB、开源证券研究所

构建化学原料药-制剂一体化产业链, 建设国际化产业平台。公司积极建设符合国际化标准的产业平台, 为打开国际市场奠定良好基础。截至 2024H1, 公司已有 3 个制造中心, 其中包括 2 个国际化制造基地; 公司持续加快国际化产业平台建设和产业链升级, 国际化产业基地二期工程鼻喷剂及预充针车间建设完成, 并完成产品工艺验证, 高活性口服液车间建设完成并投入使用, 高活性固体车间建设完成即将投入使用; 原料药质量体系通过美国、欧盟、韩国等官方认证, 小容量注射剂生产线通过美国 FDA 现场检查。

图4: 公司积极建设国际化制造基地



资料来源: 公司公告

1.2、公司业绩稳健, 高质量团队保证研发能力

公司收入较为稳定, 短期受到集采价格影响。2023 年公司营业收入为 11.17 亿元, 同比下降 4.6%, 归母净利润为 2.27 亿元, 同比下降 8.09%。2024 年上半年公司营业收入为 6.70 亿元, 同比上升 20.56%, 归母净利润为 1.46 亿元, 同比上升 11.38%。2023 年公司营收及利润下降的主要原因为随第七批国家集采执行, 重点产品伊班膦酸钠注射液及枸橼酸咖啡因注射液销售收入发生下降导致。

图5：2023 年公司营收略有下滑

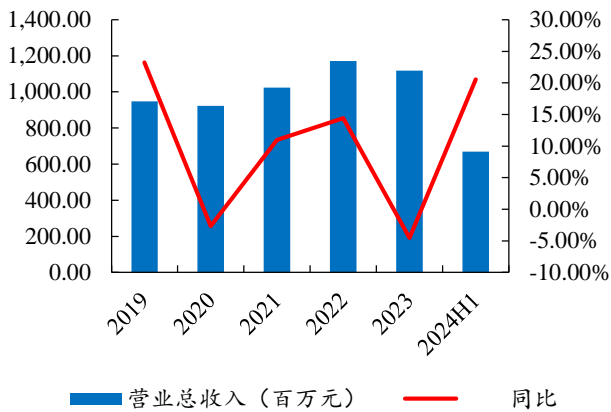
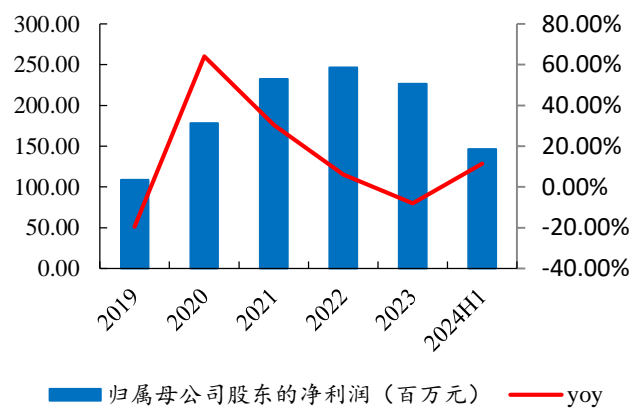


图6：2023 年公司归母净利润有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率指标略有下滑，销售费率显著下降。2023 年公司总体毛利率为 80.01%，较 2022 年水平略有下降；2023 年净利率为 20.28%，与 2022 年基本持平。2024 年上半年公司总体毛利率为 77.73%，2024 年上半年净利润为 21.88%，较 2023 年同期水平略有下滑。费用方面，随着国家集采等政策推行，部分重点药品加入集采清单，公司销售费率发生显著下降，2023 年公司销售费用率达到 34.42%，同比下滑 6.08pct。2024 年上半年公司销售费用率达 35.33%，同比上升 1.03pct；同时，公司研发费率较为稳定，2023 年研发费率为 21.35%，2024 年上半年研发费率为 16.27%，稳定的研发费用支撑公司创新研发可持续发展。

图7：2024 年 H1 毛利率同比略有下滑

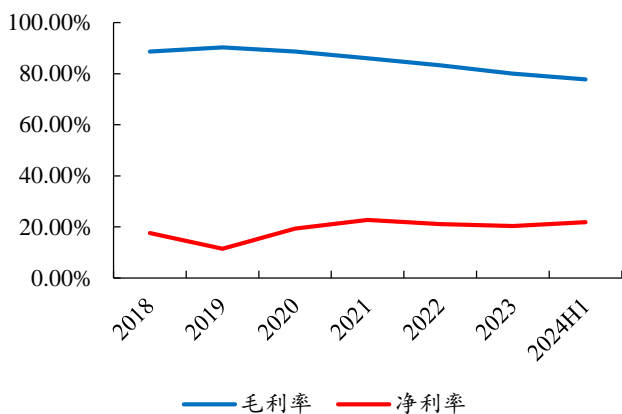
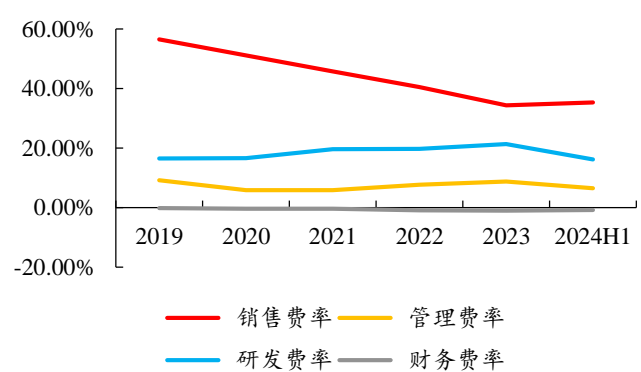


图8：销售费用率显著下降，研发费用率基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司立足制剂销售板块，稳步调整业务结构。公司深耕麻醉镇痛领域，以制剂销售为主要业务收入来源，近年持续扩展其他主营业务收入规模，并在原料药业务基础上开拓 CMO/CDMO 业务，截至 2024 年 4 月，公司已累计承接 22 个原料药 CDMO/CMO 项目。2023 年公司制剂业务创造销售收入 8.81 亿元，占总营收 78.84%；2024 年上半年公司制剂业务创造销售收入 5.65 亿元，占总营收 84.38%；原料药收入占比由 2018 年 5.80%逐步提升至 2024 年上半年的 8.57%。从盈利能力上看，各项业务毛利率均较为稳定，其中技术服务和制剂业务毛利率较高。

图9：公司业务结构持续优化

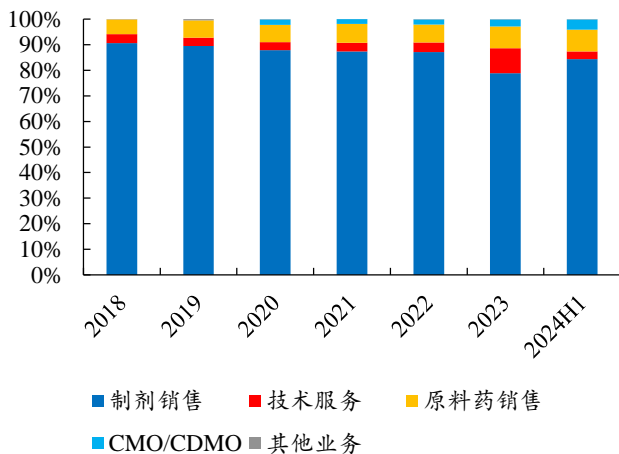
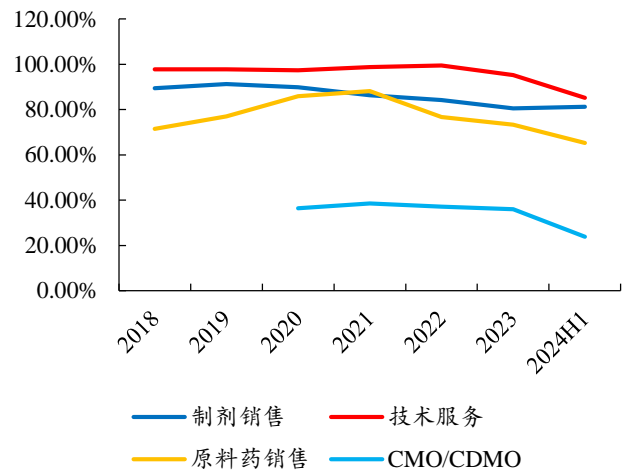


图10：技术服务、制剂销售毛利率处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

全方位布局原料药+制剂一体化的生产能力。公司及子公司青木制药、硕德药业从事制剂（及原料药）生产，公司在发展的过程中综合业务发展及环保责任，稳健调整三个生产基地的产能。2023年11月，苑东生物的口服液和小容量注射剂质量提升及生产线技术改造项目验收通过；青木制药完成高端制剂技改项目环境专家评审，并取得眉山市生态环境局对其高端制剂生产线技术改造项目的批复；硕德药业的特殊药品产业化生产线技改项目取得成都市生态环境局批复。

表5：公司生产能力持续加强，制剂业务稳步扩张

公司	生产项目（建成后预期年产）
苑东生物	注射用盐酸纳洛酮（3000万支）、注射用夫西地酸钠（2400万支）、盐酸法舒地尔注射液（1000万支）、布洛芬注射液（1000万支）、富马酸比索洛尔片（2亿片）、奥氮平片（6亿片）、硫酸氢氯吡格雷片（2.4亿片）、盐酸美金刚缓释胶囊（3.53亿粒）、乌苯美司胶囊（3亿粒）等 共4种冻干粉针剂（6500万支）、11种注射剂（3100万支）、7种片剂（12.7亿片）、5种胶囊（11.5亿粒）及2种口服液（1200万支）
青木制药	甲磺酸达比加群酯（10t）、富马酸比索洛尔（17t）、依托考昔（5t）、罂粟乙碘油（2t）、钆布醇（2t）、艾默德斯（2t）、硫酸氢氯吡格雷（2t）、替格瑞洛（2t）、非罗考昔（2t）等 共47种制剂及原料药，年产68.39t
硕德药业	重大疾病领域创新药物系列产品产业化基地：富马酸比索洛尔片（86630万片）、瑞格列奈二甲双胍片（1700万片）、依托考昔片（1670万片）、乌苯美司片（9350万粒）、盐酸纳洛酮注射液（265万支）、布洛芬注射液（2230万支）等 共5种固体制剂（101000万片）和7种小容量注射剂（3000万支） 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：硫酸氢氯吡格雷（8210万片）、奥卡西平（1750万片）、布瑞哌啉（980万片）、恩格列净（910万片）、艾司奥美拉唑镁（400万粒）等 共10种片剂（1.8475亿片）、3种胶囊剂（800万粒）、1种散剂（70万袋）、11种无菌制剂（1646万支）及5种口服液（673万瓶）

资料来源：《成都苑东生物制药股份有限公司(高新西区)口服液和小容量注射剂质量提升及生产线技术改造项目环境影响报告表》、《成都硕德药业有限公司高端制剂车间产能提升技改项目环境影响报告表》、《四川青木制药有限公司研发实验室技改项目环境影响报告表》、开源证券研究所

2024年4月29日，公司发布《2024年限制性股票激励计划（草案）》，首次授予日为2024年5月23日，以34.69元/股的授予价格向符合授予条件的187名激励对象授予限制性股票72.80万股，占授予日公告时公司总股本的0.61%，考核指标为

2024-2026 年经营业绩，即以 2023 年收入和利润为基数，考核各年度营业收入和净利润的增长率，以促进激励对象提高工作绩效，提升公司竞争力。

表6：发布股权激励计划，推动公司业绩稳健发展

考核年度	营业收入较 2023 年增长率 (A)		净利润较 2023 年增长率 (B)	
	目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
2024	20%	16%	20%	16%
2025	45%	36%	45%	36%
2026	77%	61.60%	77%	61.60%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、深耕麻醉镇痛药物，布局多个重点领域

深耕麻醉镇痛药物，布局多个重点领域。公司重点布局麻醉镇痛领域，已上市 15 种麻醉镇痛药物，剂型涵盖注射剂、片剂及冻干粉针剂，主要产品有盐酸纳美芬注射液、布洛芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液和依托考昔片，五种产品国内市场占有率名列前茅。

图11：公司 5 个麻醉镇痛药物 2024Q1 排名前三

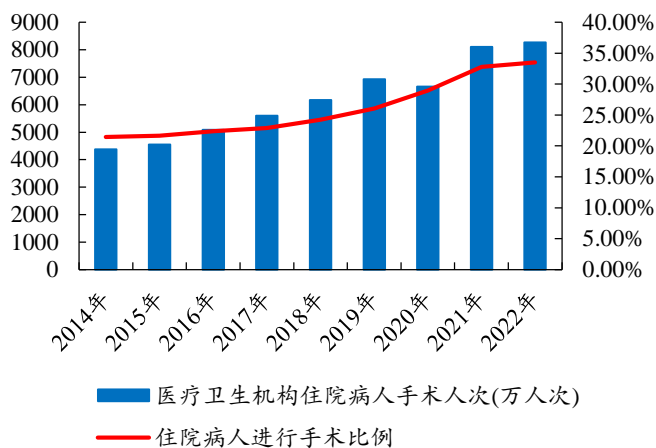


资料来源：公司公告

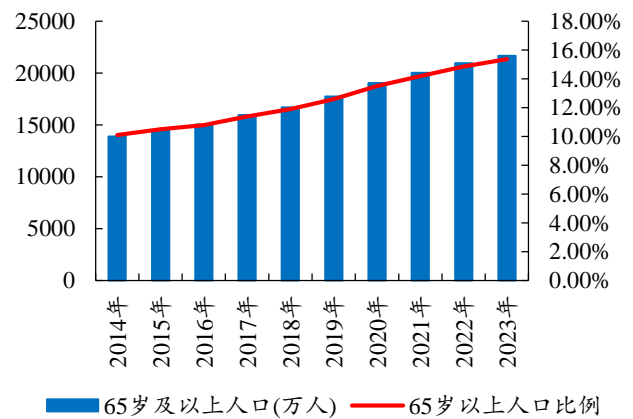
2.1、麻醉镇痛领域：深耕多年，主要麻醉药市占率名列前茅

2.1.1、麻醉用药需求稳健增长，公司麻醉镇痛领域有望快速发展

住院病人手术比例持续上升，麻醉镇痛药物需求增长。国家统计局数据显示，2022 年全国住院人数为 2.47 亿人，住院病人进行手术 8271.75 万人次，住院病人平均进行手术比例达到 33.51%。手术对麻醉镇痛药物需求较强，手术人次的增长将带来对麻醉镇痛药物更大的需求。同时，中国 65 岁以上人口规模及比例持续上升，2023 年 65 岁以上人口已占总人口 15.38%。住院人口和老年人口规模持续扩大，麻醉镇痛药物的市场前景广阔。

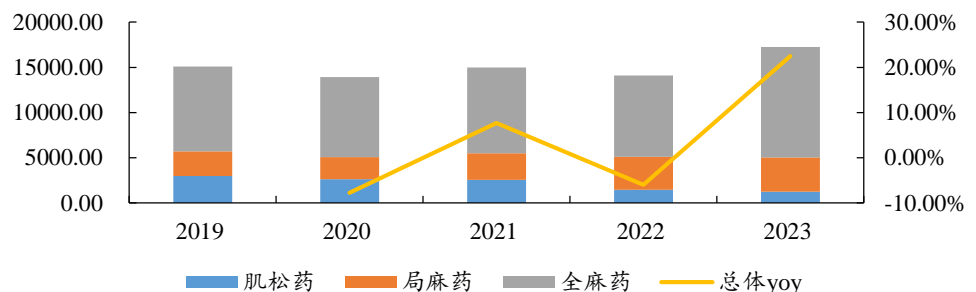
图12: 住院病人手术比例持续上升


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图13: 65岁以上人口比例持续升高


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

麻醉药物市场回温，全麻药物占比持续上升。麻醉药及其辅助用药主要涵盖全麻药、局麻药以及肌松药。根据 PDB 全渠道放大数据，麻醉市场整体从 2019 年麻醉药物总体销售额 150.97 亿元，增加至 2023 年的 172.57 亿元。2023 年销售额同比增长 22.50%。三类药物中，2023 年全麻药销售额为 122.38 亿元，同比增加 35.87%，占比为 70.92%；与此同时，肌松药物销售额近两年发生下滑，2023 年肌松药销售额为 12.169 亿元，同比下降 16.00%，占比为 7.05%；此外，2023 年局麻药销售额为 38.02 亿元，同比增长 4.7%，占比为 22.03%。

图14: 麻醉药销售额总体向上（百万元）


数据来源: PDB、开源证券研究所

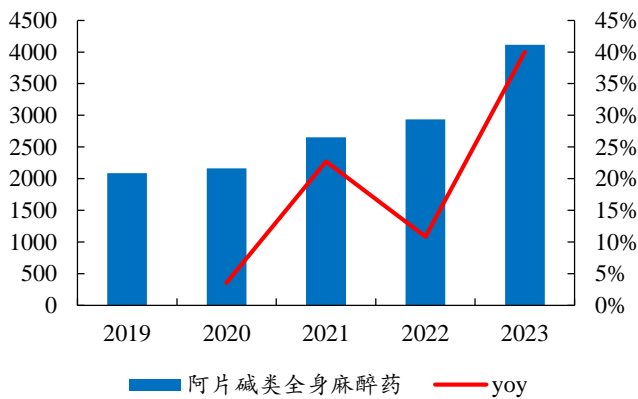
全麻药物中，阿片碱类药物受到广泛使用。阿片碱类药物通过与中枢神经特异性受体结合，激动阿片类受体，达到疼痛抑制、呼吸抑制、麻醉等作用。阿片受体广泛分布于神经系统，参与镇痛、奖赏、感知等生理活动，因其不同药理作用主要分为四种分型，即 μ 、 κ 、 δ 与孤啡肽受体。不同的阿片类药物对不同类型阿片受体的亲和力各不相同。

表7：全麻药物中，阿片碱类药物受到广泛使用

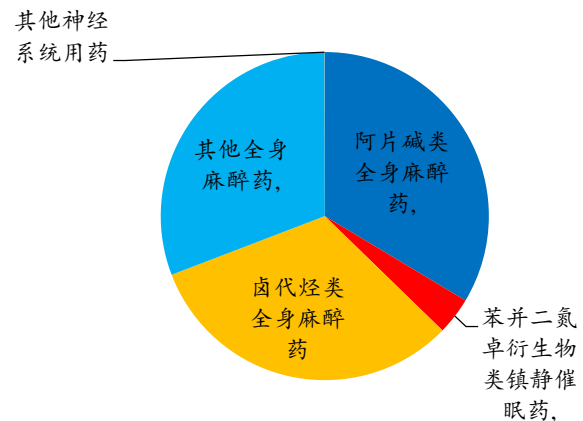
受体类型	亚型	作用（及副作用）
μ 受体	μ 1、μ 2、μ 3	脊柱及脊髓镇痛
		呼吸和心脏抑制
		欣快
		镇静
		依赖性
		耐受
		平滑肌张力变化
		胃肠蠕动抑制
		尿潴留
		瘙痒
δ 受体	δ 1、δ 2	脊柱及脊髓镇痛
		抗抑郁
		抗焦虑
κ 受体	κ 1、κ 2、κ 3	结肠通过时间缩短
		脊柱及脊髓镇痛
		肿胀
		镇静
孤啡肽受体	ORL1	脊柱镇痛
		自主活动抑制
		记忆障碍
		食欲抑制
		抗焦虑
		利尿
		刺激免疫反应

资料来源：Crosstalk between Opioid and Anti-Opioid Systems: An Overview and Its Possible Therapeutic Significance、开源证券研究所

阿片碱类全麻药物销售额连年增长，在全麻药物中占比高。阿片碱类药物通过激动阿片受体实现药理作用，在各类麻醉镇痛药物中具有见效快、效果强的优势，在治疗急性中度至中度疼痛及进行全身麻醉中受到广泛使用。根据 PDB 全渠道放大数据显示，阿片碱类全麻药总体销量额持续增长，2023 年，阿片碱类全麻药销量额为 41.12 亿元，同比增长 39.98%，占全麻药总销量额 33.60%。

图15: 阿片碱类全麻药销售额持续增长 (百万元)


数据来源: PDB、开源证券研究所

图16: 2023年阿片碱类占据全麻药总销售额超三成


数据来源: PDB、开源证券研究所

阿片碱类药物副作用显著，术后辅助恢复需求高。阿片受体在神经系统中广泛分布，影响的生理活动范围广，因此阿片碱类药物的副作用也较为显著，常见的不良反应有呼吸抑制、成瘾、恶心、痛觉过敏及免疫抑制。因此使用阿片碱类全麻药物后通产需要进行临床观察，当发现不良反应后因及时采取措施，采用阿片受体拮抗剂等药物治疗呼吸抑制等术后不良反应。公司麻醉镇痛药领域中，有多款药物为阿片受体拮抗剂，随阿片碱类全麻药广泛使用，市场对该类药物的需求也有望持续增加。

2.1.2、公司多款麻醉镇痛药物市占率排名领先

已上市麻醉镇痛领域药物超过十种，涵盖多种适应症。公司目前已上市麻醉镇痛药 15 种，其中销量领先的盐酸纳美芬注射液、盐酸纳洛酮注射液及其冻干粉剂为阿片受体拮抗剂，布洛芬注射液为非甾体类抗炎镇痛药。其余药物包括局部麻醉、抗胆碱酯酶、临床低血压等治疗领域。2024 年取得注册批件的酒石酸布托啡诺注射液及盐酸纳布啡注射液为国家《麻醉药品和精神药品管理条例》规定的第二类精神药品，具有一定的技术门槛，公司两个品种均为全国第四个获批上市且视同通过一致性评价的仿制药产品，竞争前景良好。

表8: 公司已上市十余种麻醉镇痛领域药物，覆盖适应症多样

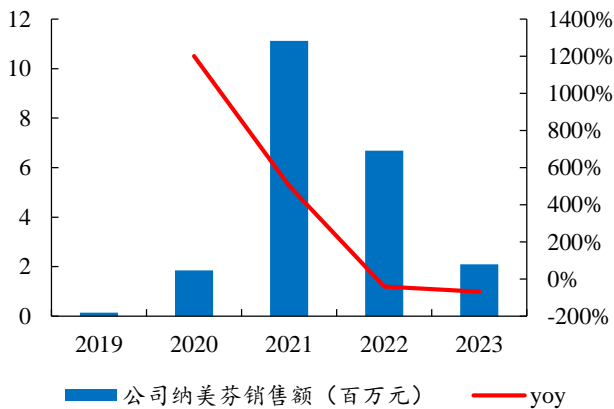
剂型	产品	注册分类	适应症
注射液	甲硫酸新斯的明注射液	3	用于重症肌无力，手术后功能性肠胀气及尿潴留等
	盐酸去氧肾上腺素注射液	3	用于治疗麻醉时血管扩张引起的临床低血压
	盐酸纳洛酮注射液	原 6	用于阿片类药物复合麻醉术后或过量引起的呼吸抑制、急性乙醇中毒、急性阿片类药物过量的诊断
	格隆溴铵注射液	3	用于防止抗胆碱酯酶药如新斯的明的外周毒蕈碱作用
	布洛芬注射液	3	用于成人和 6 个月及以上儿科患者的解热和镇痛治疗
	舒更葡糖钠注射液	4	在成人中拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞
	盐酸纳美芬注射液	原 6	用于完全或部分逆转阿片类药物的作用，包括由天然的或合成的阿片类药物引起的呼吸抑制
	酒石酸布托啡诺注射液	3	用于治疗各种癌性疼痛、手术后疼痛
	盐酸纳布啡注射液	3	用于缓解中至重度疼痛，也可作为复合麻醉时麻醉诱导
	片剂	依托考昔片	4
冻干粉针	注射用帕瑞昔布钠	原 6	用于手术后疼痛的短期治疗

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

资料来源：公司公告、公司官网、Insight 数据库、开源证券研究所

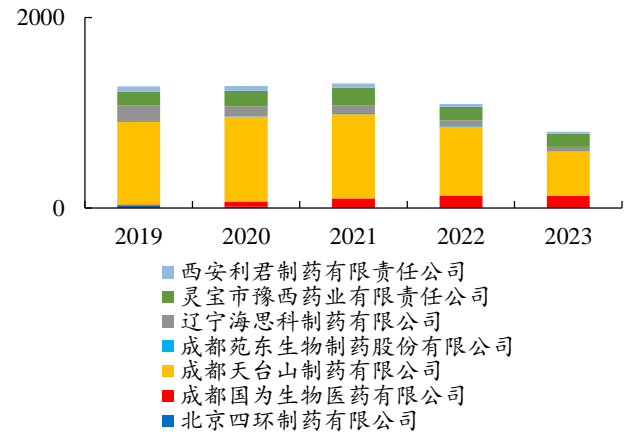
盐酸纳美芬注射液国内市占率保持领先。盐酸纳美芬注射液是一种阿片受体拮抗剂，通过竞争结合阿片受体发挥药理作用，用于完全或部分逆转阿片类药物的作用，包括由天然的或合成的阿片类药物引起的呼吸抑制。公司与成都天台山制药股份有限公司合作生产的盐酸纳美芬（商品名：乐萌）于 2008 年获得批号，为首仿上市。2023 年苑东生物子公司成都硕德提交的盐酸纳美芬注射液上市申请通过了美国 FDA 批准，并签署销售代理合作协议，为公司该产品拓宽市场。天台山作为苑东生物的合作方，两者 2023 年共计销售 4.70 亿元，同比下降 35.35%。

图17：公司盐酸纳美芬注射液销售额有所下滑



数据来源：PDB、开源证券研究所

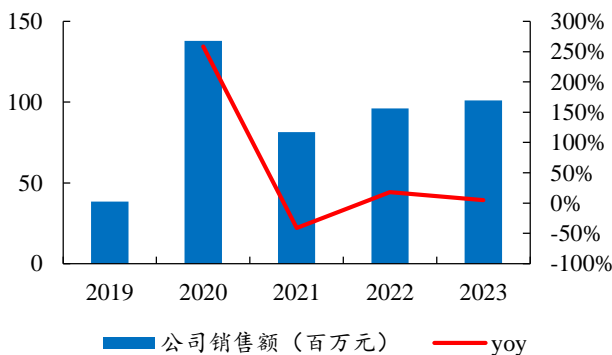
图18：公司盐酸纳美芬注射液国内市占率居首（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

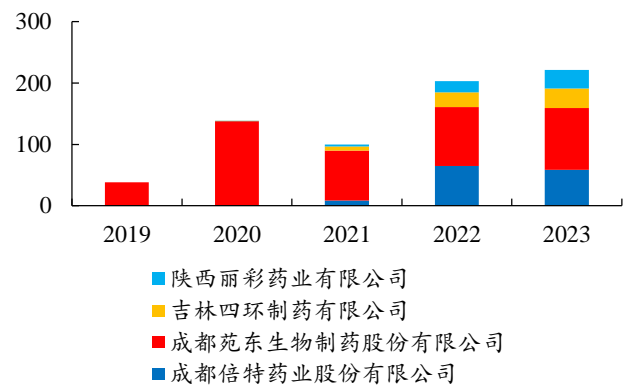
公司布洛芬注射液为标准制剂，市占率保持首位。布洛芬注射液是一种非甾体类抗炎药，通过环氧酶的抑制而减少前列腺素的合成实现痛觉敏感度降低、减轻前列腺素相关的组织充血肿胀，用于成人治疗轻至中度疼痛，作为阿片类镇痛药的辅助用于治疗中至重度疼痛。公司布洛芬注射液于 2018 年获得药品注册批件，并列示为标准制剂，为首仿上市+首家过评药品。上市以来，公司布洛芬注射液保持市占率第一的地位，根据 PDB 数据库，2023 年销售额达到 1.01 亿元，市占率为 45.59%。

图19：公司布洛芬注射液销售额回升



数据来源：PDB、开源证券研究所

图20：2023 年公司布洛芬注射液市占率第一（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

公司盐酸纳洛酮率先通过一致性评价，市占率大幅提升。盐酸纳洛酮注射液是一种特异性阿片受体拮抗剂，通过竞争性结合阿片受体发挥作用，适用于急性酒精中毒，急性阿片类药物过量治疗及诊断、阿片类药物引起的呼吸抑制。公司盐酸纳

洛酮注射液于 2005 年获批上市，2021 年通过一致性评价，为全国首家过评。PDB 全渠道放大数据显示，由于持有仿制药上市批件的厂家增加，公司盐酸纳洛酮注射液销量遭受一段时间的下滑，在 2021 年公司产品首家通过一致性评价后，销量明显回升。据 PDB 数据显示，国内盐酸纳洛酮注射液前五大厂家分别为药友制药、新华制药、爱尔海泰制药、华素制药以及苑东生物。2023 年公司盐酸纳洛酮注射液的销售金额为 1.16 亿元，同比增长 20.69%。

图21：公司盐酸纳洛酮注射液销售额大幅回升

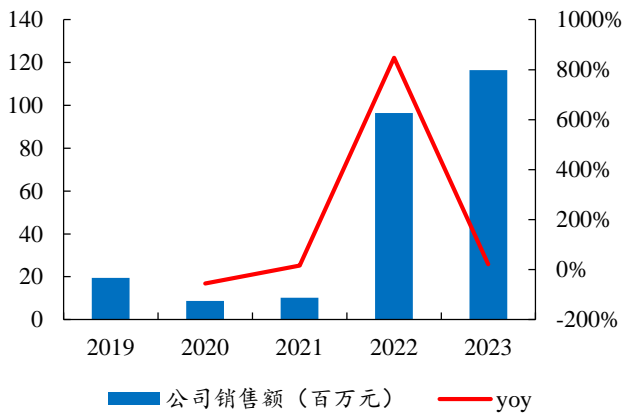
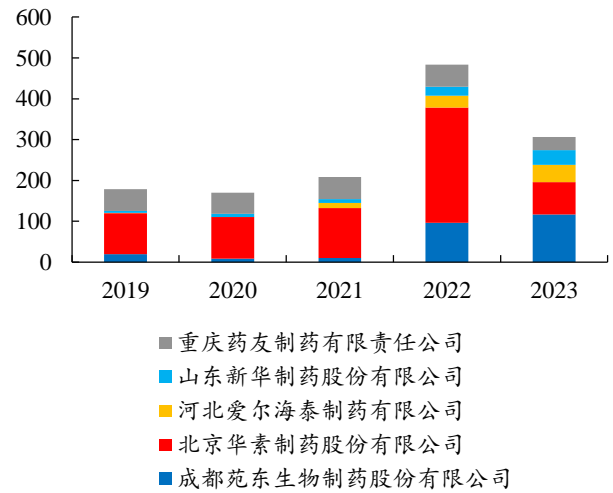


图22：2023 年公司盐酸纳洛酮注射液销售 1.16 亿元（百万元）

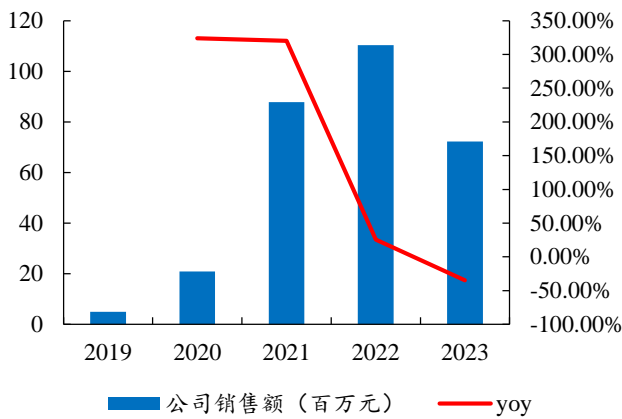


数据来源：PDB、开源证券研究所

数据来源：PDB、开源证券研究所

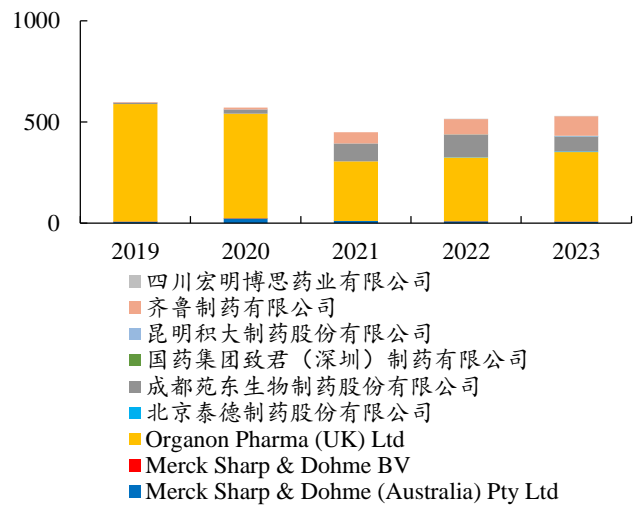
公司依托考昔片入选集采，2023 年公司依托考昔片市占率第三。依托考昔片是一种选择性非甾体类抗炎药，通过抑制 COX-2 活性实现前列腺素在炎症部位合成的减少，从而实现缓解炎症反应和镇痛的药理作用。依托考昔片为默沙东研发，于 2002 年在英国上市，2008 年在中国上市。公司的依托考昔片于 2019 年 11 月获批上市，是国内第二家该品种获批上市并通过一致性评价的厂家。公司的依托考昔片入选国家第三批药物集中采购，2020 年底开始陆续实行。随着第三批集采的实行，公司依托考昔片相比默沙东同品种具有价格优势，销售额出现明显增长。据 PDB 数据显示，2023 年公司该产品销售额为 0.72 亿元，同比下降 34.49%，市占率达到 13.65%，居全国第三。

图23：2023年公司依托考昔片销售额所有下滑



数据来源：PDB、开源证券研究所

图24：2023年公司依托考昔片市占率第三



数据来源：PDB、开源证券研究所

2.2、心脑血管领域：积极布局心脑血管领域，产品管线逐步丰富

积极布局心脑血管领域，产品管线逐步丰富。公司心脑血管领域的主要产品主要产品为富马酸比索洛尔片及达比加群酯胶囊，前者用于治疗高血压及冠心病，后者用于预防存在危险因素的成人非瓣膜性房颤患者的卒中和全身性栓塞。2024年公司取得了比索洛尔氨氯地平片及盐酸阿罗洛尔片的药品注册证书，公司心脑血管领域的上市药品进一步丰富。

表9：公司心脑血管上市药品逐步丰富

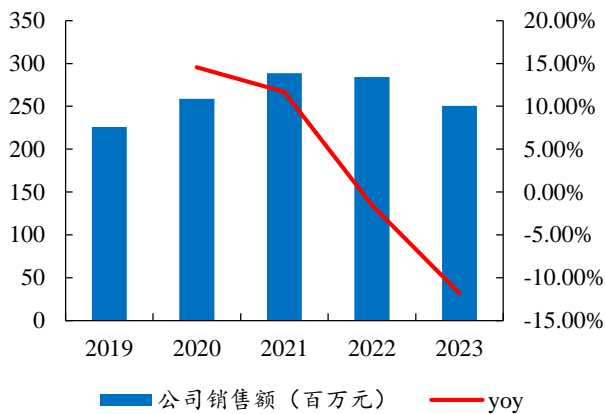
领域	剂型	产品	注册分类	适应症
心脑血管	注射剂	盐酸尼卡地平注射液	4	用于手术时异常高血压的紧急处理、高血压急症
		盐酸多巴酚丁胺注射液	3	用于器质性心脏病时心肌收缩力下降引起的心力衰竭，包括心脏直视手术后所致的低排血量综合征，作为短期支持治疗。
		盐酸法舒地尔注射液	原6	用于改善和预防蛛网膜下腔出血术后的脑血管痉挛及其引起的脑缺血症状
	片剂	富马酸比索洛尔片	原6	用于治疗高血压、冠心病（心绞痛）
		比索洛尔氨氯地平片	4	作为高血压治疗的替代疗法，用于目前同时服用与复方制剂剂量相同的单药且血压控制良好的患者
		盐酸阿罗洛尔片	4	用于治疗原发性高血压(轻度-中度)、心绞痛、心动过速性心律失常、原发性震颤。
		硫酸氢氯吡格雷片	4	用于预防动脉粥样硬化血栓形成事件
		达比加群酯胶囊	4	用于预防存在危险因素的成人非瓣膜性房颤患者的卒中和全身性栓塞
		注射用尼可地尔	3	用于治疗不稳定型心绞痛

冻干粉针

资料来源：公司官网、开源证券研究所

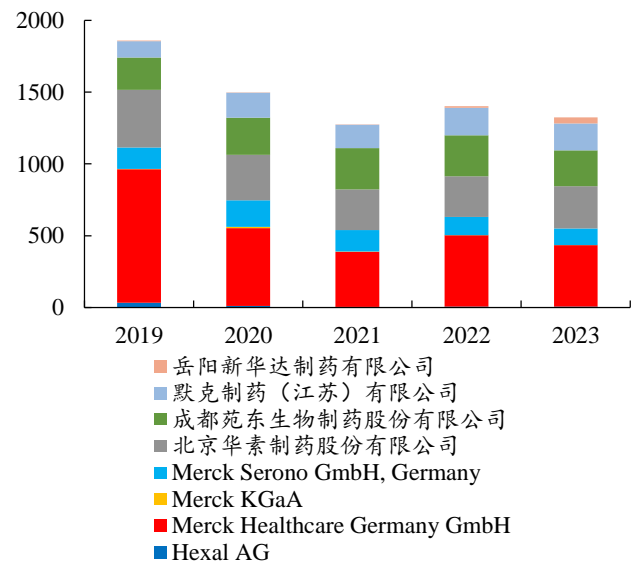
公司富马酸比索洛尔片首家过评，2023年公司销售额排名第三。富马酸比索洛尔片为德国默克公司于1978年研制的β受体阻滞剂，1986年于德国首次上市，1998年进入中国市场。该药物通过抑制交感神经活性并降低心率实现降血压的药理作用。2008年四川科瑞德取得富马酸比索洛尔片的注册批件，2010年公司正式取得该药品注册批件(H20083007、H20083008)，并于2018年7月通过一致性评价(规格:5ml)，为该药品首家通过一致性评价的企业。2020年1月，公司富马酸比索洛尔片中标第二批全国集采，目前已中选部分省份国家集采到期产品续约。据PDB数据显示，公司该品种2023年销售额为2.50亿元，同比下降11.82%，市占率达到18.94%，排在全国第三位。

图25：公司比索洛尔片2023年销售额达2.5亿元



数据来源：PDB、开源证券研究所

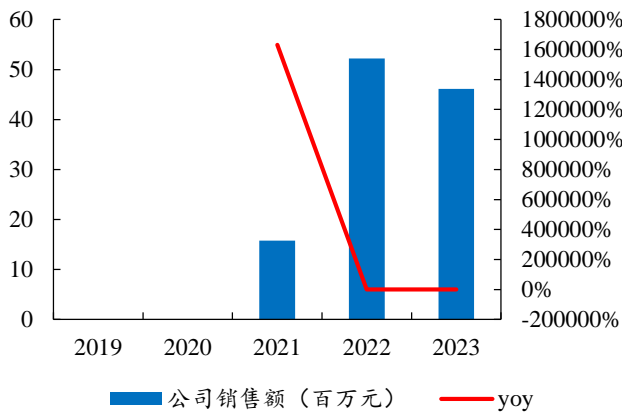
图26：2023年公司比索洛尔市占率为18.94%（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

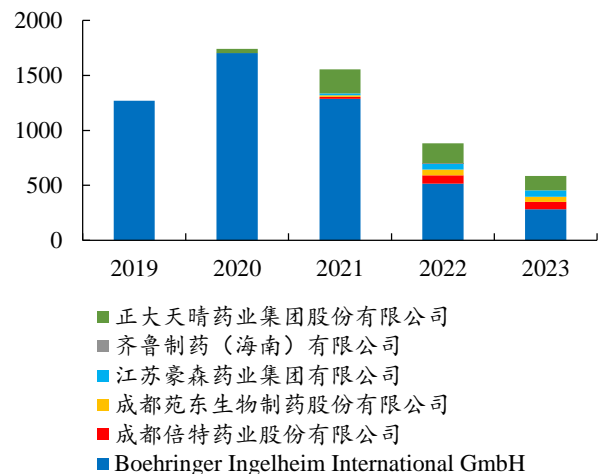
入选国家集采，公司达比加群酯胶囊市占率排名第五。达比加群酯由德国勃林格殷格翰公司研发，2008年于德国首次上市，2013年于中国上市。达比加群酯为华法林后首个上市的口服直接抗凝血药物，为非肽类凝血酶抑制剂。达比加群酯于体内转化为具直接抗凝血活性的达比加群，从而发挥药理作用。公司于2021年取得达比加群酯胶囊的注册批件并视同通过一致性评价，同年，公司该产品中选了第五批国家集采，目前已中选部分省份国家集采到期产品续约。中选国家集采目录后，2022年公司达比加群酯胶囊销售额达到0.52亿元。PDB数据显示，公司该产品2023年销售额为0.46亿元，同比下降11.68%，市占率达到7.89%，为全国第五。

图27：公司达比加群酯胶囊 2023 销售额有所下滑



数据来源：PDB、开源证券研究所

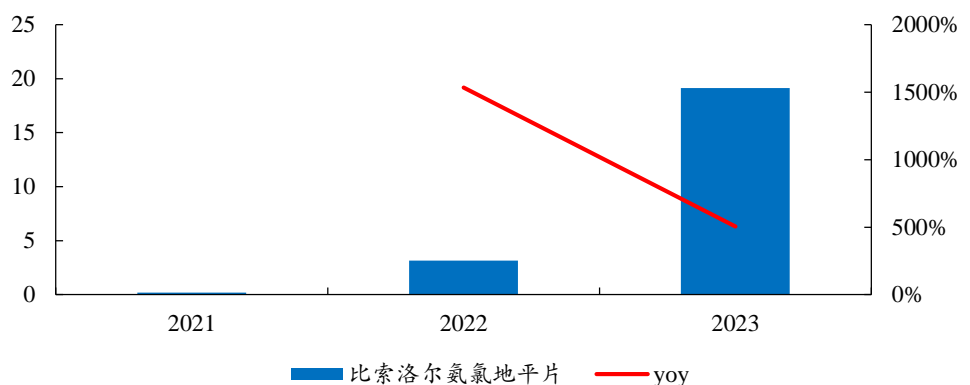
图28：2023 年公司达比加群酯市占率排名第五(百万元)



数据来源：PDB、开源证券研究所

比索洛尔氨氯地平片首仿上市，进一步丰富公司心脑血管领域。公司产品属于化学药品4类，于2024年4月获批上市。产品的主要成份为富马酸比索洛尔、苯磺酸氨氯地平，适应症为作为高血压治疗的替代疗法，用于目前同时服用与复方制剂剂量相同的单药且血压控制良好的患者。比索洛尔氨氯地平片是由德国 Merck Kft 公司开发，最早于2011年2月1日在匈牙利通过欧盟分散程序获批，于2021年5月11日在中国获批上市，目前已纳入国家医保乙类目录。比索洛尔氨氯地平片属于高血压复方制剂，米内重点省市公立医院数据显示，2023年高血压复方制剂市场规模约18.6亿元，复方制剂在高血压用药中市场份额排名第一。德国 Merck Kft 公司的比索洛尔氨氯地平片自2021年5月在中国首次获批上市后，在2022年实现了该产品的商业化，该产品2023年实现销售额约388万元，较2022年增长846.34%。据PDB数据显示，国内比索洛尔氨氯地平片2023年销售额达到0.2亿元，同比增加505.9%。

图29：国内比索洛尔氨氯地平片销售额快速攀升（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

2.3、抗肿瘤领域：伊班膦酸钠注射液和乌苯美司胶囊市占率排名靠前

两大品种市占率靠前，布局多项适应症。目前公司共上市3款抗肿瘤领域药物，分别为伊班膦酸钠注射液、乌苯美司胶囊和卡培他滨片。其中伊班膦酸钠注射液和

乌苯美司胶囊 2023 年市占率排名第 2，且产品获批多项适应症，为更多的肿瘤患者提供治疗的可能性。

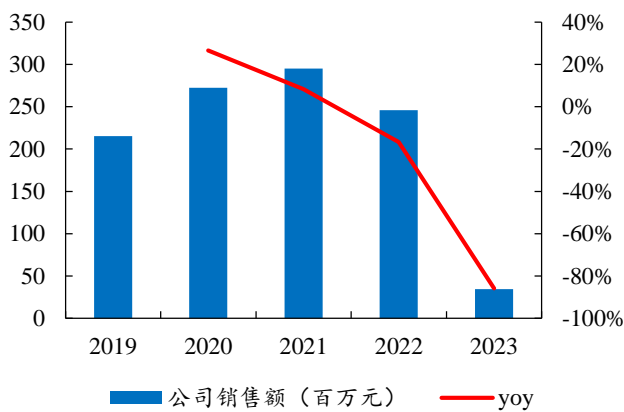
表10：公司已上市的抗肿瘤产品适应症多样

剂型	产品	分类	适应症
注射剂	伊班膦酸钠注射液	-	治疗绝经后骨质疏松症；用于治疗恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛；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）；治疗伴有或不伴有骨转移的恶性肿瘤引起的高钙血症。
胶囊剂	乌苯美司胶囊	原 6	本品可增强免疫功能，用于抗癌化疗、放疗的辅助治疗，老年性免疫功能缺陷等。可配合化疗、放疗及联合应用于白血病、多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症及造血干细胞移植后，以及其它实体瘤患者。
片剂	卡培他滨片	4	适用于结肠癌辅助化疗、转移性结直肠癌；转移性乳腺癌；晚期或转移性胃癌及胃癌术后联合辅助治疗

资料来源：公司官网、开源证券研究所

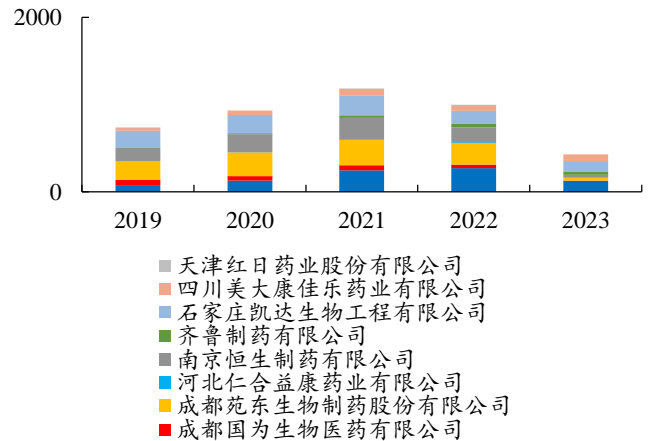
公司伊班膦酸钠注射液受集采执行影响，销售额发生下滑。伊班膦酸钠由瑞士罗氏制药公司开发，1996 年于欧盟获批，2001 年南京恒生制药有限公司该品种首仿获批。伊班膦酸钠为第三代双膦酸盐类，主要作用是抑制骨吸收，为破骨细胞的强效抑制剂。公司伊班膦酸钠注射液于 2012 年获批，2021 年通过一致性评价，为全国首家过评。2017 年至今公司伊班膦酸钠注射液市占率位于领先水平，2022 年该品种中选国家第七批集采。2023 年由于集采执行，公司该品种产销量发生下滑，但仍保持较好的市占率地位，据公司年报显示，2023 年公司该品种市占率为 22.29%，为全国第二。根据 PDB 数据显示，2023 年公司该品种销售额为 0.35 亿元，同比下降 85.88%。

图30：公司伊班膦酸钠注射液销售受集采影响明显



数据来源：PDB、开源证券研究所

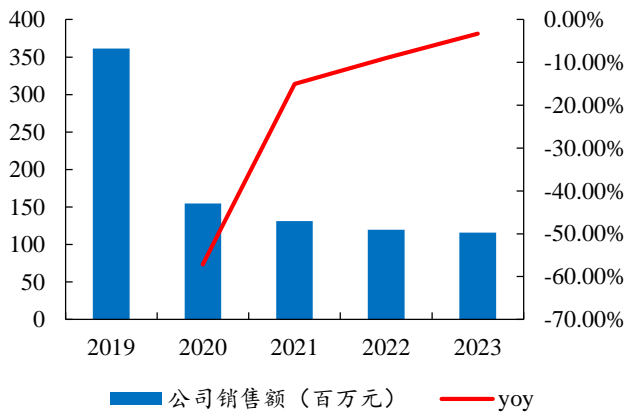
图31：2023 年公司伊班膦酸钠市占率领先（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

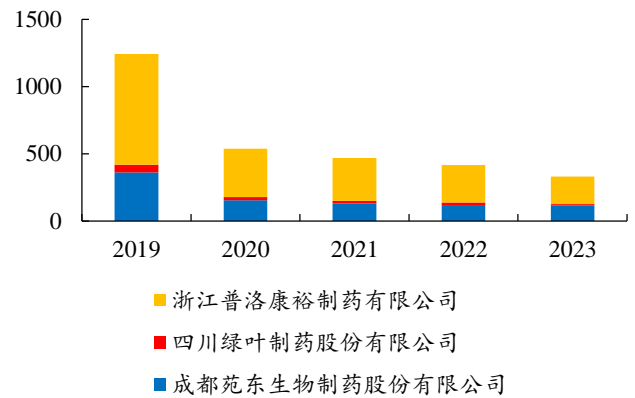
乌苯美司胶囊销售额趋稳，公司产品市占率领先。乌苯美司由日本实验室研发，1987 年于日本上市，国内最早由普洛药业仿制上市。乌苯美司通过抑制跨膜糖蛋白 CD13 的活性干扰肿瘤细胞代谢，达到抗肿瘤的药理作用。《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2019）》移出乌苯美司胶囊，该医保目录于 2020 年执行，乌苯美司胶囊销售受到较大冲击。据 PDB 数据显示，2023 年公司乌苯美司胶囊销售额为 1.16 亿元，同比下降 3.30%，市占率为 34.93%，为全国第二。

图32：公司乌苯美司胶囊销售额趋稳



数据来源：PDB、开源证券研究所

图33：2023年公司乌苯美司胶囊市占率第二（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

3、构建原料药-制剂一体化产业链，扩展海外市场业务

构建原料药-制剂一体化产业链，多个重点化学制剂实现原料药自主供应。自成立起，公司积极布局原料药业务，公司持续打造原料药与制剂一体化的核心竞争优势，积极开拓原料药国内、国际市场。截至 2024H1，公司已成功实现 30 个高端化学原料药产品的产业化，包括富马酸比索洛尔、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，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，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。同时，公司积极参与原料药业务国际竞争。公司原料药工厂四川青木已通过美国 FDA cGMP 现场检查以及韩国 MFDS 远程审计，达到国际药品认证合作组织的 GMP 标准要求。

表11：公司 11 个原料药已出口至主流国际市场，多个原料药制剂取得国际注册批件

领域	产品名称	中国	美国	欧盟	日本
麻醉镇痛类	帕瑞昔布钠	A			
	舒更葡糖钠			▲	
	依托考昔	A			
	盐酸纳洛酮	A			
抗肿瘤类	阿瑞匹坦		▲	CEP	▲
	甲磺酸仑伐替尼	▲	▲	▲	▲
	乌苯美司	A			JDMF
神经/精神类	氨己烯酸				
	奥氮平	A			
	布瑞哌啶				
	罗替高汀	▲	▲	▲	▲
心脑血管类	富马酸比索洛尔	A		CEP	JDMF
	甲磺酸达比加群酯	A	USDMF	▲	JDMF
	硫酸氢氯吡格雷	A			
	替格瑞洛	A	USDMF	▲	▲
	盐酸法舒地尔	A			

	尼卡地平			
抗逆转率病毒	富马酸丙酚替诺福韦	A		
泌尿系统类	赛洛多辛	▲	▲	JDMF
抗炎类	盐酸莫西沙星	A		

资料来源：公司官网、开源证券研究所 注：A 表示已批准在上市制剂使用，|表示尚未通过与制剂共同审评审批，▲表示注册文件计划/准备申报中

盐酸纳美芬注射液是苑东生物首个制剂出海的产品。苑东生物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”已于 2023 年 11 月获美国 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，本次 ANDA 获得美国 FDA 批准，标志着公司制剂国际化取得实质性进展。

纳美芬在美国上市后有望对纳洛酮形成替代，市场空间广阔。根据 NCDAS (National Center for Drug Abuse Statistics) 的统计数据显示，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。过去十余年，美国市场承担阿片解毒相关治疗需求的主要药物为纳洛酮。彭博数据库显示，2022 年度美国市场纳洛酮销售规模在 6.8 亿美金左右。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。

表12：公司的盐酸纳美芬注射液是美国 FDA 第二个批准上市的该品种仿制药

产品名称	公司	剂型	规格	适应症	FDA 获批时间
盐酸纳美芬注射液	苑东生物全资子公司硕德药业	注射液	0.1mg/1mL, 2 mg/2 mL	用于完全或部分逆转阿片类药物的作用，包括由天然的或合成的阿片类药物引起的呼吸抑制，治疗已知或疑似阿片类药物过量	2023 年 11 月
纳美芬鼻喷剂	Indivior	鼻喷剂	/	用于成年人和 12 岁以上青少年阿片类药物过量的紧急治疗	2023 年 5 月
盐酸纳美芬注射液	普渡药业	注射液	2mg/2 mL	逆转阿片类药物过量服用的阿片类拮抗剂	2021 年 6 月

资料来源：公司公众号、一度医药公众号、动脉网、开源证券研究所

4、在研管线丰富，拓宽公司发展领域

4.1、积极布局各领域新药，着眼高端特色仿制药

积极研发各领域新药，打造特色产品管线。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，并达成预期目标；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 片已先后获得 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，氨酚羟考酮缓释片于 2024 年 7 月向 CDE 申报生产，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。

表13: 公司积极探索新药研究, 丰富产品管线

适用领域	项目名称	进展	注册分类	备注
麻醉镇痛	EP-9001A 单抗注射液	Ib/II 期临床	生物药 1 类	全新镇痛机制, 与阿片类/非甾体类互补
	硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊	临床研究	化药 2 类	国内首个 NMPA 批准立项的防滥用技术药物
	氯酚羟考酮缓释片	已提交注册申请	化药 2 类	第二类精神药品, 处方工艺研究难度大
	水合氯醛口服溶液	已提交注册申请	化药 2 类	稳定性及储存技术难度大
	EP-0153I+EP0153A	临床前研究	化药 2 类	第二类精神药品, 已开发新路线及工艺
糖尿病	优格列汀片/原料药	III 期临床 (已完成单药 III 期临床)	化药 1 类	国内同适应症首个申报的口服长效降糖药
抗肿瘤	EP-0108 胶囊	中国 IND 获得临床默许	化药 1 类	已布局核心化合物专利、晶型专利和工艺专利, 动物实验表现良好肿瘤生长抑制作用
	EP-0146 片	申报中国+美国 IND, 均已获得临床默许	化药 1 类	已申请化合物专利, 临床前研究显示良好的有效性及药代动力学
心脑血管	EP-0170T (I) +EP-0170T (II)	临床前研究	化药 2 类	剂量低于已上市产品, 安全性高

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

以成熟技术平台为依托, 在研仿制药管线丰富。公司在研高端仿制药涵盖麻醉镇痛、心脑血管、儿童用药、抗肿瘤、神经系统等多个领域, 其高端仿制药保持新产品快速开发和转换能力, 2024 年至今新获批 8 个。公司对高端仿制药领域的布局着重于具有较高技术壁垒及政策壁垒的化药及特药, 以自身技术平台为依托, 积极争取相关药物的首仿, 并通过工艺优化实现产品差异化, 构建独特优势。公司布局高端仿制药中, 多个产品以制剂+原料药共同研发形式推进, 争取实现原料自制。

表14: 公司以成熟技术平台为依托, 在研仿制药管线丰富

管线	项目名称	进展	注册分类	特点及研究难点
麻醉镇痛	苯磺酸瑞马唑仑冻干+原料药	已提交注册申请	化药 4 类	第二类精神药品, 原料已攻克纯化及手性异构体杂志等问题; 不稳定冻干制剂存在专利壁垒
	水合氯醛灌肠剂	已提交注册申请	化药 3 类	优化顺应性及生产成本; 国内仅一家公司上市, 市场表现良好
	注射用维库溴铵	已提交注册申请	化药 4 类	极不稳定冻干制剂, 生产工艺控制要求极高
	盐酸麻黄碱注射液	药学研究	化药 3 类	主成分对光照/氧化敏感, 处方工艺开发难
	EP-0185SP	药学研究	化药 4 类	高温稳定性差, 规格极低, 均匀性差
心脑血管	EP-0066OS+EP-0066A	药学研究	化药 3 类	第二类精神药品, 公司已优化原料溶解性较差且光不稳定问题
	布美他尼注射液+原料药	已提交注册申请	化药 3 类	原料药水溶性差、碱性条件不稳定
	盐酸兰地洛尔注射液+原料药	已提交注册申请	化药 3 类	不稳定冻干产品, 冻干曲线难控制
	培哚普利氨氯地平片 (III) +精氨酸培哚普利原料	临床研究	化药 4 类	主成分含量较低, 处方工艺选择及质量控制难
儿童用药	盐酸丙卡特罗口服溶液+原料药	已提交注册申请	化药 3 类	已攻克制剂高温不稳定问题

	格隆溴铵口服溶液	临床研究	化药 3 类	全球唯一可用于神经系统疾病患儿严重流涎药物；原料实现自制；制剂处方中存在影响体内吸收的辅料；国内暂无仿制药
	达可替尼片+原料	已提交注册申请	化药 4 类	公司已优化生物利用度，处方工艺实现产品质量及稳定性提高
抗肿瘤	磷酸芦可替尼片+原料	已提交注册申请	化药 4 类	全国首个、国内唯一获批用于骨髓纤维化的靶向药物，公司采用直混压片工艺优化含量均一性并降低成本
	阿帕他胺片+原料	已提交注册申请	化药 4 类	采用固体分散技术提高溶出度和生物利用度；目前仅原研公司在国内上市
	阿昔替尼片+原料	已提交注册申请	化药 4 类	采用粉末直压工艺降低成本
泌尿系统	枸橼酸钾缓释片	已提交注册申请	化药 3 类	已攻克产品混合难、黏冲等问题，稳定性良好
	马来酸氟伏沙明片	已提交注册申请	化药 4 类	已解决辅料对制剂生物利用度影响的问题
神经系统	奥沙西洋片+原料	已提交注册申请	化药 3 类	第二类精神药品，原料溶解性较差、对光敏感、有一定吸湿性
	EP-0176SP	药学研究	化药 4 类	第二类精神药品，所用有机溶剂药液粘度大，辅料及原料溶解缓慢
呼吸系统	二羟丙茶碱注射液	已提交注册申请	化药 3 类	公司优化生产工艺，降低原料药析出风险
解毒剂	EP-0124A+EP-0160I	药学研究	化药 3 类	《国家临床必需易短缺药品重点监测清单》以及我国急救药品列表中产品，生产线要求高

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、布局国际化项目，积极拓展海外市场

在研国际化项目丰富，积极推进国际化战略实施。制剂国际化方面，已获批准产品盐酸纳美芬注射液正在进行商业化的推广和市场导入；EP-0160I 已于 2024 年 6 月提交了 ANDA 申请，其原料 EP-0124A 同步提交了 DMF 申请；EP-0125SP、EP0112T 鼻喷剂按进度推进，正在进行稳定性研究和 BE 研究；EP-0113T 鼻喷剂通过处方工艺设计和配套装置选择达到快速起效的临床效果，已开发出具有优势的新处方，正与 FDA 进行方案沟通。**国际化 API 方面**，阿瑞匹坦完成国际化注册/认证在欧洲获批，马罗匹坦游离碱完成欧洲 24 国 DCP 程序注册，枸橼酸马罗匹坦完成欧洲 ASMF 注册受理，甲磺酸达比加群酯完成欧洲 CEP 注册受理，其他国际化原料药研发项目也正在按计划推进中。

表15：在研国际化项目助力公司拓展国际市场

项目名称	进展成果	技术水平	具体应用前景
Nicardipine 盐酸尼卡地平注射液+原料	已提交注册申请	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。	心脑血管
EP-0112T	药学研究	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，同时，需要解决药物不稳定问题，项目开发难度极大。	麻醉镇痛
EP-0113T	药学研究	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。	麻醉镇痛

项目名称	进展成果	技术水平	具体应用前景
EP-0125SP	药学研究	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，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，还需要解决药物不稳定问题，项目开发难度极大。	血液和造血器官
EP-0124A+EP-0160I	已提交注册申请	本品用于治疗儿童和成人获得性高铁血红蛋白血症，为《国家临床必需易短缺药品重点监测清单》以及我国急（抢）救药品列表中产品，临床认可度高。本品对生产线要求高，存在一定技术壁垒。	解毒剂
马罗匹坦原料（原 I-18-002）	已递交美国 VMF，待评审；新增完成欧洲 ASMF 递交	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。	/
非罗考昔原料（原 FLKX）	已递交美国 VMF，待评审	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。	/
赛洛多辛原料（原 RD-2020-001）	已递交日本注册，待评审；完成美国 DMF 递交	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。	/
罗替高汀原料（原 I-19-001）	完成美国 DMF 递交	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。	/
达比加群酯原料（I-18-001）	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。	/
甲磺酸达比加群酯	新增完成 EDQM 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。	/
弗雷拉纳原料（原 I-2021-001）	已递交 FDA	规避路线专利的创新工艺路线。	/

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

基于公司业务结构，我们对公司制剂销售、技术服务、原料药销售以及 CMO/CDMO 等业务进行如下假设：

(1) 制剂销售：2023 年主要因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中带量采购导致化学制剂业务营业收入下降。目前公司存量的主要产品集采基本出清，酒石酸布托啡诺注射液和盐酸纳布啡注射液均属于二类精神药品，政策壁垒和技术壁垒较高，市场竞争格局良好，有望贡献新的增量，预计 2024-2026 年公司制剂销售业务收入增速约为 25.43%、21.56%、20.85%，毛利率约为 81.18%、81.46%、81.80%。

(2) 技术服务：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，由合作方成都天台山制药有限公司生产。2023 年产品技术转让收入增加，同比增长 150.21%，预计后续将维持稳定，预计 2024-2026 年技术服务业务收入保持

稳定，毛利率维持在 89.00% 左右。

(3) 原料药：公司多个主要化学药品已实现原料药自主供应，11 个原料药已出口主流国际市场。2023 年新获批生产 8 个特色原料药，其中包括盐酸纳美芬、罗替高汀 2 个国际化原料药，助力原料药持续稳健增长，我们预计 2024-2026 年原料药维持稳定，收入增速分别为 30%、31%、32%，毛利率分别为 70.00%、70.20%、70.50%。

(4) CMO/CDMO 业务：公司已累计承接 22 个原料药 CMO/CDMO 项目，有望维持稳定增长。我们预计 2024-2026 年 CMO/CDMO 业务维持稳定，收入增速分别为 48.00%、49.00%、50.00%，毛利率分别为 33.00%、33.20%、33.50%。

表16：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

苑东生物 (单位:百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	1,170.51	1117.12	1386.97	1693.91	2084.73
yoy	14.43%	-4.56%	24.16%	22.13%	23.07%
毛利	974.51	893.85	1,096.27	1,329.51	1,616.80
yoy	10.79%	-8.28%	22.65%	21.28%	21.61%
毛利率	83.26%	80.01%	79.04%	78.49%	77.55%
子业务拆分					
1 制剂销售					
收入	1019.47	880.73	1104.70	1342.83	1622.80
yoy	14.00%	-13.61%	25.43%	21.56%	20.85%
毛利	858.22	708.78	896.82	1093.80	1327.50
yoy	11.15%	-17.41%	26.53%	21.96%	21.37%
毛利率	84.18%	80.48%	81.18%	81.46%	81.80%
收入占比	87.10%	78.84%	79.65%	79.27%	77.84%
2 技术服务					
收入	43.96	109.99	109.99	109.99	109.99
yoy	31.07%	150.21%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	43.69	104.71	97.89	98.11	98.44
yoy	31.94%	1.3965	-6.51%	0.22%	0.34%
毛利率	99.40%	95.20%	89.00%	89.20%	89.50%
收入占比	3.76%	0.0985	7.93%	6.49%	5.28%
3 原料药销售					
收入	82.14	94.17	122.42	160.37	211.69
yoy	8.11%	14.64%	30.00%	31.00%	32.00%
毛利	63.02	69	85.69	112.58	149.24
yoy	-5.95%	9.49%	24.20%	31.37%	32.56%
毛利率	76.71%	73.27%	70.00%	70.20%	70.50%
收入占比	7.02%	8.43%	8.83%	9.47%	10.15%
4 CMO/CDMO					
收入	24.30	30.81	45.60	67.94	101.91
yoy	27.66%	26.79%	48.00%	49.00%	50.00%
毛利	9.03	11.08	15.05	22.56	34.14
yoy	23.08%	22.66%	35.81%	49.90%	51.36%
毛利率	37.16%	35.95%	33.00%	33.20%	33.50%

苑东生物 (单位:百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入占比	2.08%	2.76%	3.29%	4.01%	4.89%

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测及估值

公司建立化学原料药-制剂一体化产业链，多个化学制剂实现原料药自主供应；制剂业务方面，公司重点布局麻醉镇痛领域，逐步树立苑东麻醉镇痛品牌。公司多个制剂市占率处于领先地位，十余种原料药出口至主要国际市场，并逐步承接原料药 CMO/CDMO 业务；产能方面，公司及子公司青木制药、硕德药业均有扩建改造项目处于建设或建设前阶段，并于 2023 年获得相关环境管理局批复，有望未来为公司发展提供产能基础。

我们选取同行业制剂业务占比为主的人福医药、恩华药业、九典制药以及京新药业作为可比公司。基于公司麻醉镇痛管线布局丰富，已上市产品竞争格局良好，我们预计公司 2024 年 PE 为 20.0，估值略高于可比公司平均 17.5，考虑到公司麻醉产品的不断放量以及国际化业务贡献新增量，该估值较为合理。我们看好公司发展，预测 2024-2026 年归母净利润为 2.72/3.31/4.03 亿元，对应 EPS 为 1.54/1.87/2.28 元，当前股价对应 PE 分别为 20.0/16.4/13.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表17: 与可比公司相比，公司估值略高于可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002262.SZ	恩华药业	23.83	15.12	13.91	18.62	19.06	25.7	22.6	19.1	16.0
600079.SH	人福医药	16.09	-14.07	15.27	23.78	19.10	14.8	12.9	10.4	8.7
300705.SZ	九典制药	18.10	36.54	38.44	26.63	24.74	29.3	21.2	16.7	13.4
002020.SZ	京新药业	10.56	-6.55	11.86	15.58	15.85	14.9	13.3	11.5	10.0
可比公司平均							21.2	17.5	14.4	12.0
688513.SH	苑东生物	32.26	-8.09	20.19	21.48	21.73	24.0	20.0	16.4	13.5

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 恩华药业、人福医药、九典制药、京新药业、苑东生物的盈利预测均来自开源证券研究所，收盘价截至 2024 年 9 月 23 日

6、风险提示

新药研发进度不及预期、政策变动风险、产品销售不及预期等。

(1) 新药研发进度不及预期: 新药研发具有高投入、高风险、长周期特点，公司在研管线丰富，研发投入水平较高，产品研发进度不及预期将导致一定损失，并影响公司核心竞争力。

(2) 政策变动风险: 医药行业政策监管趋严，药品研发上市至终端销售各环节均对政策变动较为敏感，同时公司部分精麻药品具有高政策壁垒特性，监管要求调整将对公司经营造成较大影响。

(3) 产品销售不及预期: 公司以制剂销售为主要收入板块，产品放量受阻将直接影响公司收入情况。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1709	1883	2233	2469	2967
现金	831	781	970	1185	1458
应收票据及应收账款	143	134	210	210	307
其他应收款	1	1	2	1	2
预付账款	16	9	22	16	31
存货	141	161	232	261	372
其他流动资产	577	797	797	797	797
非流动资产	1308	1464	1584	1745	1979
长期投资	25	25	25	25	25
固定资产	910	1069	1153	1265	1437
无形资产	77	84	92	101	113
其他非流动资产	297	286	314	354	404
资产总计	3018	3347	3817	4215	4945
流动负债	529	661	936	1108	1552
短期借款	105	181	299	393	592
应付票据及应付账款	157	181	259	292	416
其他流动负债	267	299	378	423	545
非流动负债	44	82	75	68	61
长期借款	0	40	32	25	18
其他非流动负债	44	43	43	43	43
负债合计	573	743	1011	1176	1613
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	120	177	177	177
资本公积	1444	1444	1388	1388	1388
留存收益	880	1040	1231	1456	1738
归属母公司股东权益	2444	2603	2806	3039	3332
负债和股东权益	3018	3347	3817	4215	4945

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	152	275	326	462	523
净利润	247	227	272	331	403
折旧摊销	60	75	101	119	142
财务费用	-10	-11	-12	-13	-14
投资损失	-8	-11	-14	-15	-12
营运资金变动	-137	-8	-10	55	21
其他经营现金流	0	4	-11	-15	-16
投资活动现金流	-406	-410	-195	-250	-348
资本支出	339	175	221	280	375
长期投资	-47	-35	-0	-0	-0
其他投资现金流	-20	-200	26	31	28
筹资活动现金流	40	81	-60	-92	-101
短期借款	85	76	118	94	199
长期借款	0	40	-7	-7	-7
普通股增加	0	0	56	0	0
资本公积增加	0	0	-56	0	0
其他筹资现金流	-46	-35	-170	-179	-294
现金净增加额	-214	-54	71	120	74

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1171	1117	1387	1694	2085
营业成本	196	223	291	364	468
营业税金及附加	18	18	22	26	33
营业费用	474	385	490	589	709
管理费用	90	99	104	122	136
研发费用	231	238	288	344	413
财务费用	-10	-11	-12	-13	-14
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
其他收益	65	53	62	61	60
公允价值变动收益	20	15	12	15	15
投资净收益	8	11	14	15	12
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	261	242	292	352	429
营业外收入	2	0	3	3	2
营业外支出	0	0	2	2	1
利润总额	262	242	293	353	430
所得税	15	15	21	22	27
净利润	247	227	272	331	403
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	247	227	272	331	403
EBITDA	305	305	382	458	557
EPS(元)	1.40	1.28	1.54	1.87	2.28

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14.4	-4.6	24.2	22.1	23.1
营业利润(%)	6.7	-7.2	20.9	20.4	22.1
归属于母公司净利润(%)	6.1	-8.1	20.2	21.5	21.7
获利能力					
毛利率(%)	83.3	80.0	79.0	78.5	77.6
净利率(%)	21.1	20.3	19.6	19.5	19.3
ROE(%)	10.1	8.7	9.7	10.9	12.1
ROIC(%)	8.9	7.5	8.2	9.1	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	22.2	26.5	27.9	32.6
净负债比率(%)	-27.9	-19.8	-21.0	-23.6	-23.9
流动比率	3.2	2.8	2.4	2.2	1.9
速动比率	2.9	2.6	2.1	2.0	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	9.4	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.28	1.54	1.87	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.56	1.85	2.62	2.96
每股净资产(最新摊薄)	13.85	14.75	15.90	17.21	18.88
估值比率					
P/E	22.0	24.0	20.0	16.4	13.5
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.9	13.7	10.7	8.7	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn