

苑东生物(688513)

报告日期: 2025年05月26日

麻醉管线持续迭代, 创新+国际化驱动增长

——苑东生物 2024&2025Q1 业绩点评

投资要点

- 2024年, 公司在麻醉镇痛领域持续发力, 多个高壁垒麻醉镇痛产品获批及投产, 存量品种市占率领先, 新品有望逐步放量, 我们持续看好苑东生物在麻醉镇痛等壁垒品种立项、制剂国际化、创新加速转型的进展。**
- 财务表现: 剔除股权激励费用, 2024&25Q1 扣非后净利润实现较稳定增长**
 2024年公司营收 13.50 亿元, YOY+20.82%; 归母净利润 2.38 亿元, YOY+5.15%; 扣非后归母净利润 1.75 亿元, YOY+10.90%。若剔除股权激励费用影响, 实现归母净利润 YOY+13.47%, 扣非后归母净利润 YOY+22.87%。
 2025Q1 公司营收 3.06 亿元, YOY-2.97%; 归母净利润 0.61 亿元, YOY-19.22%; 扣非后归母净利润 0.46 亿元, YOY-10.79%。若剔除股权激励费用影响, 实现归母净利润 YOY-9.49%, 扣非后归母净利润 YOY+3.13%。
- 成长能力: 新品持续贡献增量, 关注壁垒制剂&国际化&创新增量**
 拆分看, 2024 年公司化学制剂实现收入 10.77 亿元, YOY+22.25%, 近年新上市制剂产品持续贡献增量; 化学原料药实现收入 1.21 亿元, YOY+28.65%; CMO/CDMO 实现收入 0.65 亿元, YOY+111.59% (已累计承接 23 个 CMO/CDMO 项目); 技术服务及转让实现收入 0.63 亿元, YOY+42.81%。我们认为在第十批集采扰动背景下, 公司新产品放量、国际化业务拓展及创新药研发突破有望提供未来增长动能。
新品增量: 2024 年公司共有 13 个制剂产品国内获批上市, 包括比索洛尔氨氯地平片、磷酸芦可替尼片为国内首仿, 枸橼酸钾缓释片为首家视为通过一致性评价; 麻醉镇痛领域第二类精神管制药品盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液获批上市。根据公司年报, 2025 年力争完成不少于 10 个仿制药产品获批上市, 不低于 10 个新产品申报上市, 我们认为新获批品种有望在未来几年逐步放量带来业绩弹性。
制剂国际化: 盐酸尼卡地平注射液于 2024 年 9 月获得美国 FDA 批准, 并快速实现首次美国市场发货。仿制药 EP-0160I (亚甲蓝注射液) 已于 2024 年 6 月提交 ANDA 申请, 单剂量纳洛酮鼻喷剂 ANDA 申报于 2024 年 9 月完成。公司国际化品种逐步丰富, 制剂国际化成效初显。
纳布啡、布托啡诺相继获批, 看好精麻管线后续竞争力。 截止 2024 年, 公司已上市麻醉镇痛及相关领域产品 16 个, 在研 20 余个。存量品种市占率较高: 根据米内网全国重点省市公立医院数据库 2024 年 Q3 数据, 公司盐酸纳美芬注射液 (合作产品) 市占率 61.73%, 盐酸纳洛酮注射液市占率 40.55%, 布洛芬注射液市占率 39.09%, 依托考昔片市占率 21.34%, 均位居前列。上市新品空间大、格局好: 2024 年盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液等高壁垒麻醉镇痛产品相继获批, 有望逐渐带来业绩增量。在研改良新药及创新药望成为未来增量: 氨酚羟考酮缓释片、硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊已提交上市申请。麻醉镇痛领域 1 类生物药 EP-9001A 单抗注射液已完成 Ib 期临床研究。我们认为公司麻醉镇痛高端仿制药、改良新药及创新药的持续推进有助于苑东麻醉镇痛品牌树立, 不断提升核心竞争力。
创新药研发加速转型: 公司加快由仿到创的转型, 2024 年公司研发投入占营业收入的比例超 20%, 其中创新药的投入占比近 30%。在小分子创新药方面, 高选择性 PARP1 抑制剂 EP-0186 片已提交 CDE 临床试验申请; 优格列汀片 III 期单药临床试验已取得临床试验报告, 达到预期目标; EP-0108 胶囊已获得 CDE 临床试验默示许可; EP-0146 片已先后获得 CDE 和 FDA 的临床试验默示许可。ADC 创新药 YLSH003 已完成临床前研究工作正在进行 IND 申报准备。参股公司上海超阳药业首款分子胶产品 HP001 已正式开展一期临床研究。
- 盈利能力: 毛利率有所波动, 费用率持续优化**

投资评级: 增持(维持)

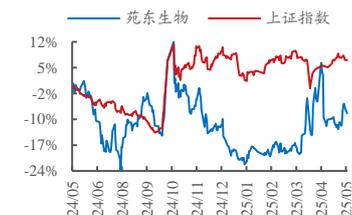
分析师: 郭双喜
 执业证书号: S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 盖文化
 执业证书号: S1230524090006
 gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 34.67
总市值(百万元)	6,120.37
总股本(百万股)	176.53

股票走势图



相关报告

- 《集采影响渐消, 重回较快增长》2024.08.22
- 《看好壁垒制剂&国际化增量》2024.04.26
- 《拐点渐近、关注新品放量》2023.10.27

2024 年公司整体销售毛利率为 74.93%，同比下降 5.08pct，主要因为技术服务及转让业务、CMO/CDMO、原料药业务毛利率分别下滑 13.02pct、22.31pct、13.04pct。核心的化学制剂业务毛利率为 81.42%，同比提升 0.94pct。扣非后销售净利率 12.95%，同比下降 1.16pct。费用端看，2024 年销售费用率为 33.03%，同比下降 1.39pct；研发费用率为 19.55%，同比下降 1.80pct；管理费用率为 7.94%，同比下降 0.91pct；财务费用率下降 0.06pct，费用率优化。

2025 年展望：我们预计，随着高毛利的新上市制剂产品收入占比提升，公司整体毛利率有望得到改善；销售费用率随着公司加强渠道下沉和终端覆盖以及销售效率提升预计将有所下降，研发费用率预计将维持较高水平。

□ 盈利预测与估值

综合考虑公司集采推进、新产品销售推广节奏等，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.56/1.83/2.19 元/股，2025 年 5 月 26 日收盘价对应 2025 年 PE 为 22 倍。我们持续看好苑东生物在壁垒品种立项、制剂国际化、创新加速转型领域的进展，维持“增持”评级。

□ 风险提示

产品研发、注册及放量不及预期风险；美国市场竞争加剧风险等

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1350	1527	1811	2170
(+/-) (%)	20.8%	13.1%	18.6%	19.8%
归母净利润	238	276	323	387
(+/-) (%)	5.1%	15.7%	17.2%	19.7%
每股收益(元)	1.35	1.56	1.83	2.19
P/E	25.7	22.2	19.0	15.8

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1929	2345	2806	3307
现金	971	1348	1766	2175
交易性金融资产	452	452	452	452
应收账款	195	248	249	287
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	15	16	19	21
存货	190	206	241	285
其他	105	74	78	85
非流动资产	1471	1410	1388	1397
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	23	23	23	23
固定资产	1060	1058	1057	1063
无形资产	36	34	33	33
在建工程	190	137	112	118
其他	164	158	164	161
资产总计	3400	3755	4195	4705
流动负债	596	617	731	851
短期借款	74	87	98	107
应付款项	144	157	183	216
预收账款	0	0	0	0
其他	378	374	450	528
非流动负债	106	88	91	95
长期借款	36	36	36	36
其他	70	52	55	59
负债合计	702	705	822	946
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2698	3050	3373	3759
负债和股东权益	3400	3755	4195	4705

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	263	284	428	461
净利润	238	276	323	386
折旧摊销	85	72	76	80
财务费用	(14)	(12)	(16)	(22)
投资损失	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(48)	(26)	100	68
其它	13	(16)	(44)	(42)
投资活动现金流	197	(6)	(38)	(82)
资本支出	6	(14)	(46)	(89)
长期投资	2	0	0	0
其他	189	8	7	7
筹资活动现金流	(262)	99	28	31
短期借款	(107)	12	11	9
长期借款	(4)	0	0	0
其他	(152)	86	17	22
现金净增加额	198	376	418	410

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1350	1527	1811	2170
营业成本	338	367	429	507
营业税金及附加	21	24	28	34
营业费用	446	503	594	710
管理费用	107	115	132	156
研发费用	264	302	362	434
财务费用	(14)	(12)	(16)	(22)
资产减值损失	9	10	12	14
公允价值变动损益	15	15	15	15
投资净收益	10	10	10	10
其他经营收益	48	48	48	48
营业利润	252	292	342	409
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	253	292	342	410
所得税	14	17	19	23
净利润	238	276	323	386
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	238	276	323	386
EBITDA	328	352	402	468
EPS (最新摊薄)	1.35	1.56	1.83	2.19

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	20.82%	13.12%	18.60%	19.82%
营业利润	-3.32%	15.74%	17.15%	19.70%
归属母公司净利润	5.15%	15.70%	17.12%	19.66%
获利能力				
毛利率	74.93%	75.96%	76.29%	76.62%
净利率	17.65%	18.05%	17.83%	17.80%
ROE	8.99%	9.59%	10.05%	10.83%
ROIC	8.16%	8.33%	8.76%	9.36%
偿债能力				
资产负债率	20.65%	18.78%	19.60%	20.10%
净负债比率	16.24%	17.71%	16.62%	15.39%
流动比率	3.23	3.80	3.84	3.89
速动比率	2.92	3.47	3.51	3.55
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.43	0.46	0.49
应收账款周转率	9.07	7.63	8.23	9.30
应付账款周转率	2.78	3.24	3.36	3.38
每股指标(元)				
每股收益	1.35	1.56	1.83	2.19
每股经营现金	1.49	1.61	2.43	2.61
每股净资产	15.28	17.28	19.10	21.29
估值比率				
P/E	25.69	22.20	18.96	15.84
P/B	2.27	2.01	1.81	1.63
EV/EBITDA	12.24	12.63	10.06	7.78

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>