



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 11 月 12 日

基础数据

11 月 11 日收盘价（元）	54.45
总市值（亿元）	96.12
总股本（亿股）	1.77
来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理	

相关研究

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

苑东生物(688513.SH)

三季度利润超预期，坚定加速创新转型

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现收入 10.19 亿元（同比-2%），实现归母净利润 2.2 亿元（同比+1.45%），实现扣非归母净利润 1.73 亿元（同比+3.1%）。2025 年单三季度实现收入 3.65 亿元（同比-1.55%），实现归母净利润 0.84 亿元（同比+18.52%），实现扣非归母净利 0.69 亿元（同比+27.85%）。
- 财务指标：2025 年前三季度毛利率 75.69%（同比-1.86pp），净利率 21.60%（同比+0.73pp），销售费用率 31.45%（同比-2.58pp），管理费用率 6.72%（同比-0.3pp），研发费用率 17.99%（同比-0.1pp），财务费用率-0.47%（同比+0.06pp）。2025 年单三季度毛利率 75.48%（同比-1.75pp），净利率 22.92%（同比+3.88pp），销售费用率 31.10%（同比-0.57pp），管理费用率 6.38%（同比-1.60pp），研发费用率 14.75%（同比-6.63pp），财务费用率-0.38%（同比-0.24pp）。
- 布局高端仿制药，制剂国际化取得突破。在高端仿制药方面，公司聚焦麻醉镇痛领域，依托建立的特药、鼻喷、胶束、缓控释技术等平台，开发具有高技术壁垒和政策门槛的特药、鼻喷、胶束、缓控释、高活性药物，具备一定集采免疫属性，保证公司基本业务的稳健增长。制剂国际化方面，以美国市场为突破口，盐酸尼卡地平注射液常态化发货，单剂量纳洛酮鼻喷剂 ANDA 申报于 2024 年 9 月提交，并于 2025 年 5 月接受了美国 FDA 的鼻喷剂生产线批准前现场核查和体外 BE 核查，目前正在等待现场检查报告，仿制药 EP-0160I 的 ANDA 申报已于 2024 年 6 月提交，目前正在审评中，鼻喷剂 EP-0125SP 已按计划完成了 BE 研究，其他制剂国际化项目正常推进。
- 增资控股超阳药业，加快创新药管线临床推进。2025 年 9 月 23 日，公司宣布拟对参股公司超阳药业进行增资，本次增资完成后，苑东生物间接持有超阳药业的股权比例将由 30.68% 提升至 51.48%。创新药管线中，HP-001（CRBN 分子胶）表现出“Best-in-Class”的优势，联合地塞米松治疗 R/R MM 的 1/2 期临床已获批准；即将开展临床研究的 HP-002（BTK PROTAC），在临床前研究中对于多种 BTK 突变株表现出“Best-in-Class”的体外活性；后续管线还拥有 CY-002（PDE3A/SLFN12 分子胶）、CY-007（VAV1 分子胶）等候选分子；同时还在开发 DAC 平台。
- 盈利预测与评级：我们预测 2025 年至 2027 年收入分别为 13.92 亿元、16.11 亿元、19.10 亿元，归母净利润分别为 2.66 亿元、3.07 亿元、3.70 亿元。对应 2025 年 11 月 11 日收盘价，PE 分别为 36.1x、31.3x、26.0x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：仿制药集采政策变化、制剂出海不及预期、创新管线研发进展不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1350	1392	1611	1910
同比增长	20.8%	3.1%	15.8%	18.6%
归母净利润（百万元）	238	266	307	370
同比增长	5.1%	11.8%	15.1%	20.6%
毛利率	74.9%	76.1%	77.4%	78.4%
ROE	8.8%	9.2%	9.9%	11.1%
每股收益（元）	1.35	1.51	1.74	2.09
市盈率	40.3	36.1	31.3	26.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1929	2172	2482	2872
货币资金	971	1069	1423	1833
交易性金融资产	452	652	552	452
应收票据及应收账款	195	191	222	263
预付款项	15	13	15	17
存货	190	185	203	230
其他	105	60	68	78
非流动资产	1471	1486	1487	1478
长期股权投资	23	21	22	24
固定资产	1060	1083	1093	1090
在建工程	190	176	165	156
无形资产	36	36	36	36
商誉	0	0	0	0
其他	164	171	171	172
资产总计	3400	3658	3969	4350
流动负债	596	664	770	902
短期借款	74	124	174	224
应付票据及应付账款	144	134	147	167
其他	378	406	448	511
非流动负债	106	112	107	102
长期借款	36	31	21	11
其他	70	81	86	91
负债合计	702	776	876	1004
股本	177	177	177	177
未分配利润	1129	1271	1436	1634
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2698	2882	3092	3346
负债及权益合计	3400	3658	3969	4350

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	238	266	307	370
折旧和摊销	85	95	106	116
营运资金的变动	-45	72	-1	2
经营活动产生现金流量	263	428	405	482
资本支出	-117	-114	-103	-103
长期投资	-2	-188	99	98
投资活动产生现金流量	197	-298	6	7
债券融资	-104	61	45	45
股权融资	35	11	0	0
融资活动产生现金流量	-262	-31	-57	-78
现金净变动	198	98	354	410

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1350	1392	1611	1910
营业成本	338	333	365	413
税金及附加	21	22	26	31
销售费用	446	459	540	649
管理费用	107	89	100	115
研发费用	264	278	338	411
财务费用	-14	-15	-15	-21
投资收益	10	10	11	13
公允价值变动收益	15	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0
营业利润	252	283	326	393
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	253	283	326	393
所得税	14	17	20	24
净利润	238	266	307	370
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	238	266	307	370
EPS (元)	1.35	1.51	1.74	2.09

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	20.8%	3.1%	15.8%	18.6%
营业利润增长率	4.2%	12.3%	15.1%	20.6%
归母净利润增长率	5.1%	11.8%	15.1%	20.6%
盈利能力				
毛利率	74.9%	76.1%	77.4%	78.4%
归母净利率	17.7%	19.1%	19.0%	19.4%
ROE	8.8%	9.2%	9.9%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	20.7%	21.2%	22.1%	23.1%
流动比率	3.23	3.27	3.23	3.18
速动比率	2.87	2.95	2.93	2.90
营运能力				
资产周转率	0.40	0.39	0.42	0.46
每股资料 (元)				
每股收益	1.35	1.51	1.74	2.09
每股经营现金	1.49	2.42	2.30	2.73
估值比率 (倍)				
PE	40.3	36.1	31.3	26.0
PB	3.6	3.3	3.1	2.9

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn