

苑东生物(688513.SH)

核心产品集采风险释放，国际化和创新逐步迎来收获期

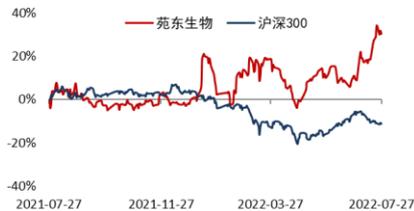
推荐（维持）

股价：59.50元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.eastonpharma.cn
大股东/持股	王颖/34.89%
实际控制人	王颖
总股本(百万股)	120
流通A股(百万股)	60
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	71
流通A股市值(亿元)	35
每股净资产(元)	19.43
资产负债率(%)	19.6

行情走势图



证券分析师

叶寅

投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335

YEYIN757@pingan.com.cn

黄施齐

投资咨询资格编号
S1060521020002

HUANGSHIQI308@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 年半年度业绩报告：2022H1 公司实现营业收入 5.75 亿元，同比增长 15.38%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 14.74%；实现扣非归母净利润 1.05 亿元，同比增长 25.44%，符合预期。受到部分地区的疫情影响，公司 Q2 实现营收 3.06 亿元，同比增长 10.45%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 9.16%；实现扣非归母净利润 0.63 亿元，同比增长 26.41%。

平安观点：

■ **公司核心产品中标第七批国采，存量品种集采风险已释放。**公司共有 4 个产品中标第七批全国药品集中采购，分别为伊班膦酸钠注射液、枸橼酸咖啡因、盐酸美金刚胶囊和富马酸丙酚替诺福韦片。4 款中标产品 2021 年合计实现销售收入 3.23 亿元，占公司营收比例达到 31.66%，其中，伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因是公司的主要产品，盐酸美金刚胶囊和富马酸丙酚替诺福韦片属于刚上市的光脚品种，有望通过集采实现放量。此次集采完成后，占公司营收比例较大的品种基本均已完成集采，存量品种的集采风险已释放，安全边际较高。

■ **公司首款 ANDA 产品即将迎来收获期，解决美国阿片滥用难题。**国际化方面，公司整体以“国外市场紧缺、专利期长、用药周期长以及首仿抢仿 PIV 申报”的思路去布局国际化在研管线。考虑到美国阿片滥用的现状，公司目前的国际化开发重点主要聚焦于特色解毒剂领域，逐步建立阿片解毒剂技术平台，开发高壁垒的注射液及鼻喷剂系列产品，其中盐酸纳美芬注射液（EP-00841）已于 2022 年 5 月向美国 FDA 递交了 ANDA 申请，并获得 FDA 授予的 CGT 资格，有望能够加速上市并获得 180 天独占期，我们预计将于 2023 年完成上市，迎来收获期。

■ **公司以开发难仿或首仿药为主要目标，并逐步迎来创新收获期。**报告期内，公司取得氨己烯酸口服溶液用散、舒更葡糖钠注射液、去氧肾上腺素等 5 个高端仿制药品种生产批件，多为首仿或前三家上市仿制药，以难仿或首仿药为研发目标的立项原则使得公司能够进一步抢占市场先机，利用先发优势获得更多市场份额。从公司研发管线进度来看，我们预计公司近年将保持每年

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	922	1,023	1,173	1,457	1,828
YOY(%)	-2.7	11.0	14.7	24.2	25.5
净利润(百万元)	178	232	279	364	464
YOY(%)	64.0	30.5	20.2	30.5	27.4
毛利率(%)	88.6	86.0	87.3	87.1	86.4
净利率(%)	19.3	22.7	23.8	25.0	25.4
ROE(%)	8.5	10.1	10.9	12.6	13.9
EPS(摊薄/元)	1.48	1.94	2.33	3.03	3.87
P/E(倍)	40.1	30.7	25.6	19.6	15.4
P/B(倍)	3.4	3.1	2.8	2.5	2.1

超过 6 款新上市产品的开发速度，并凭借其自身原料药制剂一体化优势，通过集采打开市场，进一步增厚公司业绩。创新药方面，2022H1 公司研发支出为 1.17 亿元，占当年营业收入的比例达到 20.32%，处于同行业公司中的相对较高水平。公司目前已有 3 款 1 类新药进入临床试验，其中进度较快的为口服长效 DPP4 抑制剂优格列汀片，正在开展临床 III 期，有望迎来收获期。相比只做创新药开发的企业，仿制药业务带来的稳定收入使得公司能够有更多的研发经费投入创新，仿创结合的模式风险相对更低。未来伴随毛利率较高的创新药的逐步上市，公司盈利能力有望得到进一步提升。

- **维持公司推荐评级：**1) 公司核心存量品种已全部完成集采，风险释放，制剂原料药一体化的成本优势使得公司的集采中标概率提升，推动“光脚”品种放量；2) 公司沿着首仿难仿药的思路持续完善管线布局，我们预计 2023 年公司将有 8 款新产品上市，并有望借助公司的渠道及品牌效果实现迅速放量；3) 公司的国际化布局以及创新药研发正在逐步迎来收获期，为公司业绩带来新的利润增长点。考虑到公司经营情况较为稳定，我们维持公司此前利润预测。预计公司 2022/2023/2024 年的净利润将达到 2.79 亿元、3.64 亿元、4.64 亿元，2022/2023/2024 年 EPS 分别为 2.33 元、3.03 元、3.87 元，对应目前股价 PE 分别为 25.6/19.6/15.4 倍，维持公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 研发失败风险：公司多款产品处于研发阶段，存在进度不及预期甚至失败的可能；2) 产品未中标药品集中采购风险：公司药品向公立医院销售需通过各省（区、市）采购平台招标采购，未来可能出现公司产品无法中标的风险；3) 产品被调出医保目录的风险：未来存在主要产品在医保目录调整过程中被调出国家医保药品目录的风险；4) 政策风险：公司在研产品涉及精麻药物，属于强监管行业，监管政策存在发生变动的风险。

单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,779	2,083	2,614	3,313
现金	1,051	1,309	1,760	2,347
应收票据及应收账款	127	174	216	272
其他应收款	0	0	0	1
预付账款	18	13	16	20
存货	104	108	136	180
其他流动资产	480	479	485	493
非流动资产	996	934	856	763
长期投资	0	0	0	0
固定资产	237	289	325	344
无形资产	34	29	24	20
其他非流动资产	726	616	506	399
资产总计	2,775	3,018	3,470	4,075
流动负债	432	410	517	682
短期借款	20	0	0	0
应付票据及应付账款	204	188	237	313
其他流动负债	209	222	280	368
非流动负债	51	51	51	51
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
负债合计	484	461	568	733
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
资本公积	1,444	1,444	1,444	1,444
留存收益	728	992	1,338	1,778
归属母公司股东权益	2,292	2,557	2,902	3,342
负债和股东权益	2,775	3,018	3,470	4,075

单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	148	275	451	590
净利润	232	279	364	464
折旧摊销	34	62	79	93
财务费用	-4	-4	-5	-7
投资损失	-28	-15	-15	-15
营运资金变动	-74	-48	27	54
其他经营现金流	-13	1	1	1
投资活动现金流	-111	14	14	14
资本支出	255	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-366	14	14	14
筹资活动现金流	-56	-31	-13	-17
短期借款	-20	-20	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-11	-13	-17
现金净增加额	-19	258	451	587

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,023	1,173	1,457	1,828
营业成本	143	149	187	248
税金及附加	16	18	22	27
营业费用	468	446	536	658
管理费用	60	59	73	91
研发费用	201	223	270	329
财务费用	-4	-4	-5	-7
资产减值损失	-2	-2	-3	-3
信用减值损失	2	-1	-1	-1
其他收益	63	0	0	0
公允价值变动收益	14	0	0	0
投资净收益	28	15	15	15
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	244	295	386	492
营业外收入	8	4	4	4
营业外支出	5	2	2	2
利润总额	247	297	387	493
所得税	14	17	23	29
净利润	232	279	364	464
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	279	364	464
EBITDA	277	355	460	579
EPS (元)	1.94	2.33	3.03	3.87

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	11.0	14.7	24.2	25.5
营业利润(%)	22.8	20.9	30.7	27.5
归属于母公司净利润(%)	30.5	20.2	30.5	27.4
获利能力				
毛利率(%)	86.0	87.3	87.1	86.4
净利率(%)	22.7	23.8	25.0	25.4
ROE(%)	10.1	10.9	12.6	13.9
ROIC(%)	35.4	30.2	39.3	54.7
偿债能力				
资产负债率(%)	17.4	15.3	16.4	18.0
净负债比率(%)	-45.0	-51.2	-60.6	-70.2
流动比率	4.1	5.1	5.1	4.9
速动比率	3.8	4.7	4.7	4.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.5	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.94	2.33	3.03	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	2.29	3.75	4.91
每股净资产(最新摊薄)	19.08	21.29	24.17	27.83
估值比率				
P/E	30.7	25.6	19.6	15.4
P/B	3.1	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	15.1	15.5	11.0	7.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033