

苑东生物(688513.SH)

核心产品持续放量，国际化逐步迎来收获期

推荐 (维持)

股价:65.35元

主要数据

行业	医药
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)	61
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	78
流通A股市值(亿元)	40
每股净资产(元)	19.93
资产负债率(%)	20.3

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年三季度业绩报告：前三季度实现营业收入8.98亿元，同比增长16.05%；实现归母净利润1.95亿元，同比增长5.06%；实现扣非归母净利润1.44亿元，同比增长24.37%，基本符合预期，其中归母净利润主要受到政府补贴下降影响。从单季度情况来看，公司Q3实现营收3.22亿元，同比增长17.27%；实现归母净利润0.61亿元，同比下降11.46%；实现扣非归母净利润0.39亿元，同比增长21.54%。

2022年前三季度公司毛利率为84.34%，同比下降2.85pp，净利率为21.78%，同比下降2.28pp，销售费用率为40.76%，同比下降5.00pp，主要是受到产品集采影响所致。

平安观点:

- **公司核心产品集采风险已释放，安全边际较高。**公司共有4个产品中标第七批全国集采，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。其中，伊班膦酸钠和枸橼酸咖啡因是公司的主要产品，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%，至此，占公司营收比例较大的存量品种基本均已完成集采，风险释放。而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。由于伊班膦酸钠品种属于高毛利品种，因此我们认为此次集采主要将压缩渠道利润，对公司毛利润影响较为有限。
- **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，公司开发的盐酸纳美芬注射液（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，获得180天独占期，预计FDA将于年底完成现场核查，并于2023年年中完成上市。纳美芬相比第一代阿片解毒剂纳洛酮具备显著的长效性优势，对于芬太尼这类长效阿片药物具有更好的效果，在美国具有较大临床需求。美国纳洛酮解毒市场目前终端销售约为4亿美元，纳美芬上市后有望部分替代纳洛酮，具备较大市场潜力。此外，公司围绕美国阿片滥用问题，逐步建立阿片解毒剂技术平台，未来将进一步开发高壁垒的注射液及鼻喷剂系列产品。

	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	262	344	436
YOY(%)	64.0	30.5	12.6	31.6	26.7
毛利率(%)	88.6	86.0	84.8	86.2	86.1
净利率(%)	19.3	22.7	22.3	23.6	23.9
ROE(%)	8.5	10.1	10.3	12.0	13.3
EPS(摊薄/元)	1.48	1.94	2.18	2.87	3.63
P/E(倍)	44.0	33.8	30.0	22.8	18.0
P/B(倍)	3.7	3.4	3.1	2.7	2.4

- **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。**2022前三季度公司研发支出为1.65亿元，占营业收入的比例达到18.37%，处于同行业公司中的相对较高水平。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。仿制药开发方面，公司主要以难仿或首仿药为研发目标的立项原则，利用先发优势获得更多市场份额，预计明年将有11款新产品上市。而创新药方面，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。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1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。考虑到今年政府补贴对于公司归母净利润的影响，我们下调此前利润预测。预计公司2022/2023/2024年的净利润将达到2.62亿元（前值为2.79亿元）、3.44亿元（前值为3.64亿元）、4.36亿元（前值为4.64亿元），2022/2023/2024年EPS分别为2.18（前值为2.33元）、2.87元（前值为3.03元）、3.63元（前值为3.87元），对应目前股价PE分别为30.8/22.8/18.0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。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1779	2144	2613	3267
现金	1051	1348	1750	2297
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	129	146	185
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	2775	3078	3469	4029
流动负债	432	487	552	698
短期借款	20	0	0	0
应付票据及应付账款	204	225	254	321
其他流动负债	209	262	298	377
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	538	603	749
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
资本公积	1444	1444	1444	1444
留存收益	728	976	1302	1716
归属母公司股东权益	2292	2540	2866	3280
负债和股东权益	2775	3078	3469	4029

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	148	328	415	563
净利润	232	262	344	436
折旧摊销	34	62	79	93
财务费用	-4	-4	-5	-7
投资损失	-28	0	0	0
营运资金变动	-74	7	-3	40
其他经营现金流	-13	1	1	1
投资活动现金流	-111	-1	-1	-1
资本支出	255	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-366	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-56	-30	-12	-15
短期借款	-20	-20	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-10	-12	-15
现金净增加额	-19	297	402	547

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1023	1173	1457	1828
营业成本	143	178	201	254
税金及附加	16	18	22	27
营业费用	468	440	539	676
管理费用	60	59	73	91
研发费用	201	223	269	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	20	10	10
公允价值变动收益	14	0	0	0
投资净收益	28	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0
营业利润	244	277	364	462
营业外收入	8	4	4	4
营业外支出	5	2	2	2
利润总额	247	278	366	463
所得税	14	16	21	27
净利润	232	262	344	436
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	262	344	436
EBITDA	277	336	439	550
EPS (元)	1.94	2.18	2.87	3.63

主要财务比率

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	13.3	31.7	26.8
归属于母公司净利润(%)	30.5	12.6	31.6	26.7
获利能力				
毛利率(%)	86.0	84.8	86.2	86.1
净利率(%)	22.7	22.3	23.6	23.9
ROE(%)	10.1	10.3	12.0	13.3
ROIC(%)	35.4	28.2	39.5	53.0
偿债能力				
资产负债率(%)	17.4	17.5	17.4	18.6
净负债比率(%)	-45.0	-53.1	-61.0	-70.0
流动比率	4.1	4.4	4.7	4.7
速动比率	3.8	4.1	4.4	4.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	8.5	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	0.91	1.06	1.06	1.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.94	2.18	2.87	3.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	2.73	3.45	4.69
每股净资产(最新摊薄)	19.08	21.15	23.87	27.31
估值比率				
P/E	33.8	30.0	22.8	18.0
P/B	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	15	18	13	10

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

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±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±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