

苑东生物 (688513)

创新研发驱动，麻醉镇痛与出海布局打开广阔空间

买入 (首次)

2024年05月30日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

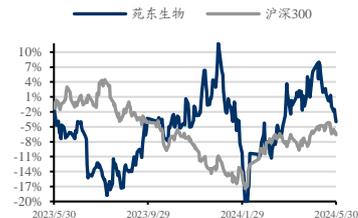
证券分析师 张坤

执业证书: S0600524050001

zhangk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1171	1117	1375	1694	2034
同比 (%)	14.43	(4.56)	23.11	23.18	20.06
归母净利润 (百万元)	246.52	226.57	281.21	345.27	411.78
同比 (%)	6.06	(8.09)	24.11	22.78	19.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.05	1.89	2.34	2.88	3.43
P/E (现价&最新摊薄)	26.94	29.31	23.62	19.23	16.13

股价走势



投资要点

- 集采压力出清，丰富管线不断贡献新品种：**苑东生物产品布局包括麻醉镇痛、心血管、抗肿瘤等领域，受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集采影响，2023年营收同比下降4.6%，但公司存量品种已应采尽采，集采影响已逐渐消化。同时公司具备强大的研发能力，2023年研发费用率达21.4%，在布局领域持续深耕，2022/2023年公司分别获批品种6/10个，其中多款有望首仿/首评或研发进度领先同行且不乏市场规模较大品种，同时在研管线储备丰富，将持续为公司贡献业绩。
- 聚焦麻醉镇痛，产品丰富度持续提升：**公司早年发展业务布局较广，麻醉镇痛领域主要为阿片拮抗、布洛芬注射液等，与恩华药业、人福医药等传统麻药龙头差异化竞争。但麻醉镇痛现已为公司重点聚焦领域，人口老龄化导致的手术量增长，群众对舒适医疗的追求带来麻药使用科室的扩容等因素均驱动麻醉镇痛市场规模稳健增长。公司2022年以来陆续获批的舒更葡糖钠、去甲肾上腺素、盐酸纳布啡、酒石酸布托啡诺等均具备较大市场空间，同时在研品种硫酸吗啡盐酸纳曲酮、氨酚羟考酮、EP-9001A单抗注射液等品种具备更好竞争格局，公司研发进度领先，有望逐步上市兑现。
- 原料制剂一体化布局，海外市场打开成长空间：**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2023.11获FDA批准，成为继普渡药业之后第二个获批的仿制药，也是公司首个制剂出海的产品。截至2021年美国12岁及以上吸毒人群占比达11.7%，其中阿片类药物占吸毒人群的36%。故第一代阿片解毒剂纳洛酮市场规模2022年超6.8亿美金。纳美芬为新一代阿片受体拮抗剂，效果优于纳洛酮，我们认为有望逐步抢占美国阿片解毒剂市场。同时公司储备了丰富的出海管线，海外市场将为公司打开较大增量空间。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年营收分别为13.75/16.94/20.34亿元，归母净利润分别为2.81/3.45/4.12亿元，当前股价对应PE分别为24/19/16x。考虑到苑东生物存量品种集采出清，重点聚焦麻醉镇痛领域，储备管线丰富，出海逐步兑现，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**存量品种集采风险；集采品种续约丢标与降价风险；新品研发进展与市场开拓不及预期；出海商业化不及预期；医药行业政策性风险等。

市场数据

收盘价(元)	54.83
一年最低/最高价	43.41/64.25
市净率(倍)	2.51
流通A股市值(百万元)	6,584.53
总市值(百万元)	6,584.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.87
资产负债率(%,LF)	22.17
总股本(百万股)	120.09
流通A股(百万股)	120.09

相关研究

内容目录

1. 苑东生物：创新研发驱动，业务多元化布局	4
2. 聚焦麻醉镇痛，产品丰富度持续提升	7
3. 集采压力出清，丰富管线持续贡献新品种	11
4. 原料制剂一体化布局，海外市场打开成长空间	14
5. 盈利预测与投资评级	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1:	苑东生物股权构架 (截至 2023.12.31)	5
图 2:	苑东生物营收与增速 (亿元)	5
图 3:	苑东生物归母净利润与增速 (亿元)	5
图 4:	苑东生物业务构成	6
图 5:	苑东生物毛利率与归母净利率	6
图 6:	苑东生物各项费用率	6
图 7:	盐酸纳美芬注射液市场规模与增速 (亿元)	8
图 8:	2023 年盐酸纳美芬注射液竞争格局 (2023)	8
图 9:	美国阿片类药物过量死亡的三波浪潮	9
图 10:	美国纳洛酮市场规模与增速	9
图 11:	苑东生物原料药/CDMO 营收 (百万元)	15
图 12:	苑东生物收入拆分	16
图 13:	苑东生物可比公司估值水平	17
表 1:	苑东生物主要化药产品 (亿元)	4
表 2:	苑东生物股权激励考核目标	7
表 3:	苑东生物麻醉镇痛领域布局	7
表 4:	苑东生物麻醉镇痛在研/近期上市药品	10
表 5:	苑东生物产品集采情况	11
表 6:	苑东生物部分原料药品种	15

1. 苑东生物：创新研发驱动，业务多元化布局

高端化学制剂、原料药、CDMO 多元化布局。苑东生物是一家以研发创新驱动，集化学原料药、高端化学药品及生物药品研发、生产、销售全产业链于一体的高新技术企业。公司密集布局麻醉镇痛领域，同时兼顾心血管、抗肿瘤等大品种市场领域的快速开拓，加快小分子创新药和生物药的研发及产业化，快速满足国内外未被满足的临床需求。截至 2023 年底公司已成功实现 48 个高端化学药品产业化，其中包括 7 个国内首仿产品，37 个通过一致性评价（其中 11 个为首家通过）产品。此外公司还有 10 余个 1 类创新药在研，包括处于临床 III 期的国内首家申报的用于 2 型糖尿病的口服长效降糖药优格列汀片，以及靶点为 NGF、进入 Ib/II 期临床的 EP-9001A 单抗注射液等。此外公司已成功实现 30 个高端化学原料药产品的产业化，其中 11 个原料药已出口主流国际市场，持续打造原料药与制剂一体化的核心竞争优势，并已成功拓展原料药 CMO/CDMO 业务。

表1: 苑东生物主要化药产品（亿元）

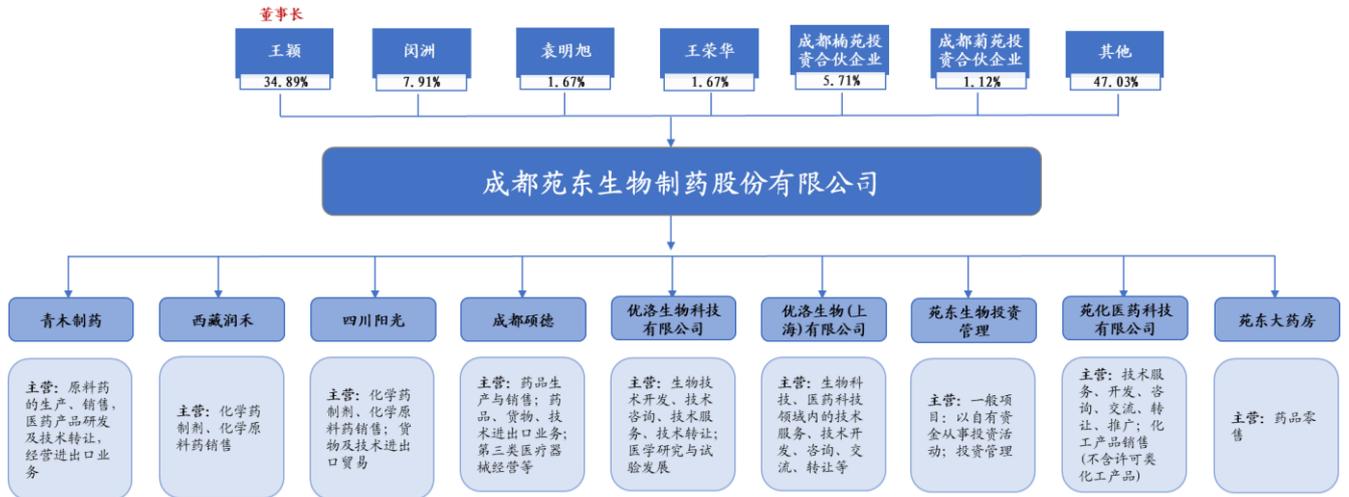
领域	主要产品	适应症或功能主治	特点	市场规模	苑东市占率
麻醉 镇痛	盐酸纳美芬注射液	逆转阿片类药物作用及类似物质过量的治疗	首仿上市	8.1	78%
	盐酸纳洛酮注射液	阿片类受体拮抗药	首家通过一致性评价	2.1	28%
	布洛芬注射液	成人和 6 个月及以上儿科治疗轻至中度疼痛，发热退热	首仿上市，首家通过一致性评价	3.4	60%
	依托考昔片	骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征	中标国家集采	2.1	25%
心脑 血管	富马酸比索洛尔片	高血压、冠心病	首家通过一致性评价，中标国家集采	5.5	25%
	达比加群酯胶囊	抗凝血药物	全新口服直接抗凝血药物，依从性好，视同通过一致性评价，中标国家集采	3.8	12%
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，高钙血	规格丰富，第七批集采	2.4	27%
	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，以及其他实体瘤患者	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	2.4	26%
消化	注射用复方甘草酸苷	慢性肝病	规格丰富	0.51	39%

数据来源：公司公告，CHIS，东吴证券研究所（市场规模与竞争格局为 2023 年数据）

股权结构稳定，子公司分工明确。公司股权结构清晰，实控人为王颖女士，截至 2023 年底持股 34.9%。公司子公司中成都硕德与母公司主要负责制剂生产与出海，青木制药

主要负责原料药生产，西藏润禾等负责销售，各子公司分工明确。

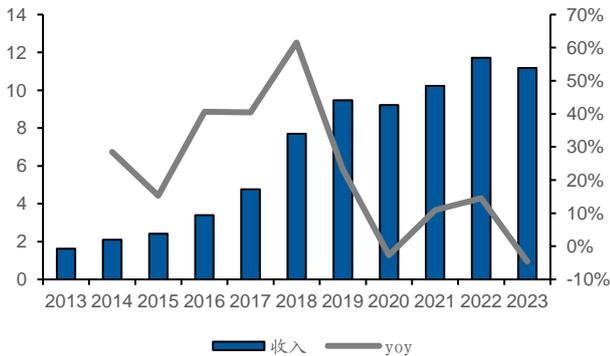
图1：苑东生物股权构架（截至 2023.12.31）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

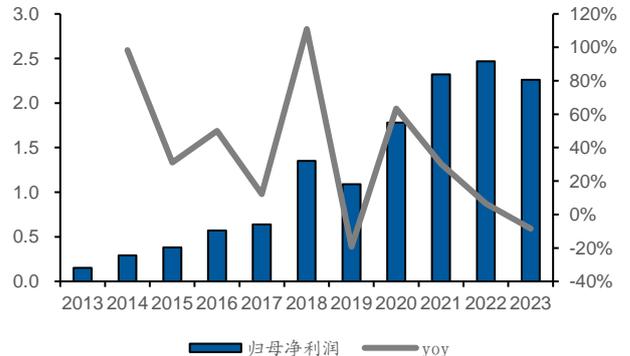
受重点品种集采影响，2023 年业绩承压，存量品种集采逐步出清，业绩有望重回高速增长。2023 年公司营收 11.17 亿元，同比下降 4.6%，主要系公司重点产品伊班膦酸钠注射液及枸橼酸咖啡因注射液执行第七批集采导致销售收入下降。2013-2022 年公司营收 CAGR 达 25%，2020 年收入同样出现下滑主要系新冠疫情、富马酸比索洛尔片集采、乌苯美司胶囊调出医保目录等因素影响。2023 年公司实现归母净利润 2.27 亿元，同比下降 8.1%，主要系收入下滑同时费用仍有提升。2013-2022 年公司归母净利润 CAGR 达 36.5%，2019 年利润下滑主要系加强市场推广、加大研发投入以及当期确认股份支付费用 2828 万元。我们认为随着集采影响出清以及公司新品逐步放量，公司业绩有望重回稳健增长。

图2：苑东生物营收与增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：苑东生物归母净利润与增速（亿元）

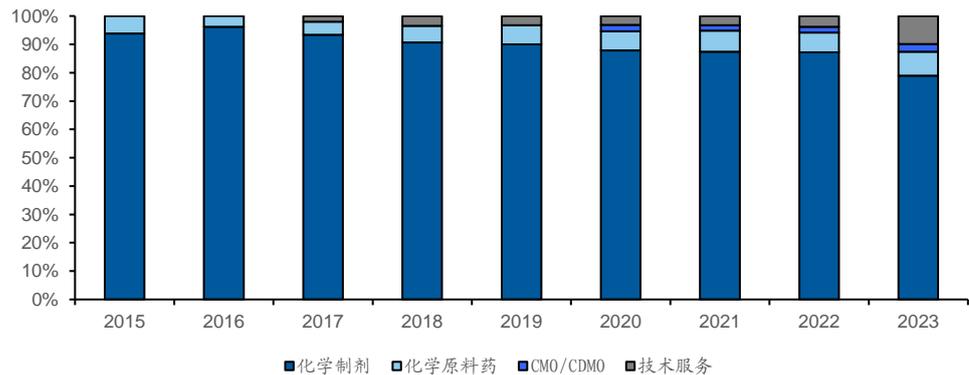


数据来源：Wind，东吴证券研究所

化学制剂贡献主要收入，核心品种原料药自主供应。公司主要收入来源于化学制剂业务，2023 年收入占比 79%，2020-2022 年营收占比维持稳定，2023 年下滑主要系核心

产品集采影响。2015-2022 年公司化学制剂业务 CAGR 约为 24%。原料药为公司成立伊始即开展的业务，公司持续打造原料药与制剂一体化的核心竞争优势，包括乌苯美司胶囊、富马酸比索洛尔、盐酸纳美芬等多个主要化学药品已实现原料药自主供应，并逐步出口主流国际市场。技术服务主要是指对于合作产品，公司主要负责相关合作产品的研发并提供技术服务，合作方拥有合作产品的《药品生产批件》和《药品 GMP 证书》，并负责合作产品的实际生产工作。

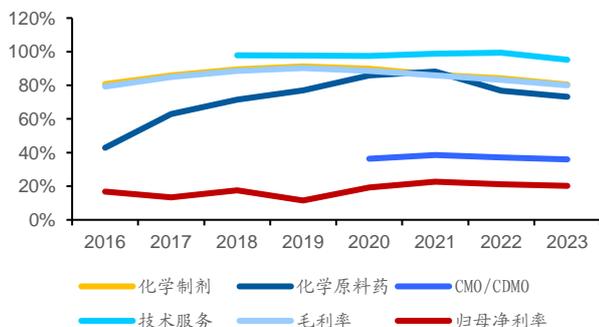
图4：苑东生物业务构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

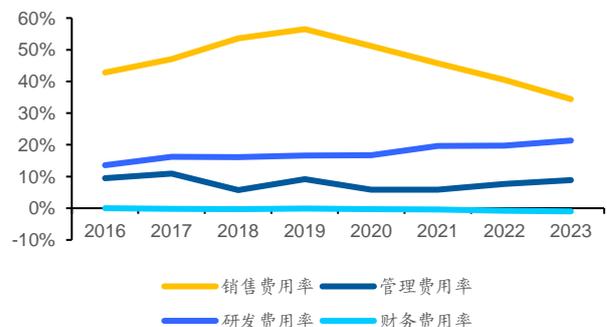
净利率持续提升，研发逐步迎来收获期。公司毛利率 2019 年达到最高值 91.2%，后续随核心品种富马酸比索洛尔、伊班膦酸钠注射液等纳入集采，毛利率逐步下降至 2023 年前三季度的 81.2%。但是集采带来了公司销售费用率的降低，由 2019 年的 56.5% 降至 2023 年 34.4%，同时归母净利率也在持续提升，由 2019 年的 11.5% 提升至 2023 年的 20.3%。我们认为公司普通仿制药因为集采、竞争加剧等影响毛利率将会下行，但麻药、生物药、制剂出海等业务又会对毛利率有一定拉动，综合来看毛利率或在 80% 上下波动。同时公司研发费用率持续提升，2023 年高达 21.4%，显著高于同行业可比公司，体现出公司对于创新驱动的重视，我们认为公司的高研发投入将逐步带来产品与业绩的兑现。

图5：苑东生物毛利率与归母净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：苑东生物各项费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权激励彰显业绩信心。公司于2024年4月推出限制性股票激励计划，以2023年营业收入为基数，2024-2026年营收增速的触发值分别为16%/36%/61.6%，目标值分别为20%/45%/77%；以2023年扣非归母净利润为基数（剔除股份支付费用影响），2024-2026年扣非归母净利润增速的触发值分别为16%/36%/61.6%，目标值分别为20%/45%/77%；收入与利润考核指标权重均为50%。我们认为公司股权激励彰显了公司发展的业绩信心，有望带来超预期表现。

表2: 苑东生物股权激励考核目标

归属期	对应考核年度	营收增长率		扣非归母净利润增长率	
		目标值	触发值	目标值	触发值
1	2024	20%	16%	20%	16%
2	2025	45%	36%	45%	36%
3	2026	77%	61.6%	77%	61.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 聚焦麻醉镇痛，产品丰富度持续提升

产品种类逐步丰富，重点聚焦阿片拮抗。公司麻醉镇痛领域布局日趋丰富，包含麻醉、镇痛、肌松等。其中市场规模较大、公司占据较高市场份额的优势品种主要为阿片拮抗类的盐酸纳美芬、盐酸纳洛酮，以及镇痛领域的布洛芬注射液。根据CHIS数据库，2022年三款产品对应市场规模分别为9.8/3.8/2.2亿元，苑东生物市占率分别为78%/30%/63%。

表3: 苑东生物麻醉镇痛领域布局

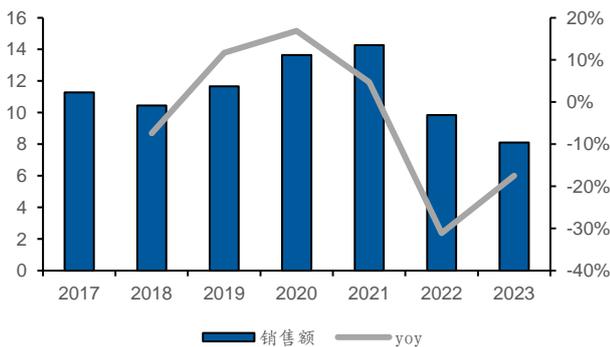
类别	产品名	适应症	市场规模	增速	竞争格局
麻醉药相关	重酒石酸去甲肾上腺素注射液	用于某些急性低血压状态的血压控制，作为心脏骤停和严重低血压的辅助治疗手段	24.2亿	12%	远大医药72%，西安利君18%；过评6家，苑东2023.10获批
	盐酸去氧肾上腺素注射液	用于治疗麻醉时血管扩张引起的临床低血压	1.3亿	31%	上海禾丰79%，苑东生物20%，过评4家
	注射用盐酸丁卡因	用于硬膜外阻滞、蛛网膜下腔阻滞、神经传导阻滞、粘膜表面麻醉	0.3亿	-6%	苑东生物46%，江苏九旭33%
镇痛药	盐酸纳布啡注射液	作为镇痛药用于复合麻醉时的麻醉诱导	13.6亿	76%	扬子江52%，宜昌人福46%，过评4家，苑东2024.3获批
	盐酸纳美芬注射液	完全或部分逆转阿片类药物的作用	8.1亿	-4%	苑东生物77%，豫西药业12%
	盐酸纳洛酮注射液	阿片类受体拮抗药	2.1亿	8%	北京华素43%，苑东生物28%，过评5家
	注射用盐酸纳洛酮	阿片类受体拮抗药	1.7亿	-9%	海南灵康34%，苑东生物31%；过评5家
	注射用帕瑞昔布钠	用于手术后疼痛的短期治疗	1.7亿	-22%	Pfizer31%，正大天晴13%，苑东生物5%，已集采

布洛芬注射液	用于成人和 6 个月及以上儿科患者的解热和镇痛治疗	3.4 亿	同 比 +54%	苑东生物 60%, 倍特药业 21%, 过评 5 家, 已集采
依托考昔片	骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征; 急性痛风性关节炎; 原发性痛经	2.1 亿	-1%	齐鲁制药 41%, 苑东生物 25%, 已集采
酒石酸布托啡诺注射液	用于治疗各种癌性疼痛、手术后疼痛	20.0 亿	+32%	恒瑞医药 97.6%, 国药集团 1.4%
舒更葡糖钠注射液	拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞	7.6 亿	同 比 +80%	默沙东 49%, 江苏海岸 40%, 苑东生物 3%, 过评 16 家
注射用维库溴铵	用于全麻时的气管插管及手术中的松弛肌肉	0.7 亿	+4%	仙琚制药 32%, 振东泰盛 30%, 苑东生物 3%
肌松药 甲硫酸新斯的明注射液	用于手术结束时拮抗非去极化肌肉松弛药的残留肌松作用	9.6 亿	同 比 +12%	信谊金朱 78%, 过评 5 家, 苑东 2023.7 获批
格隆溴铵注射液	防止抗胆碱酯酶药如新斯的明的外周毒蕈碱作用	0.4 亿	同 比 +85%	广东嘉博 75%, 苑东生物 25%

数据来源: 公司公告, CHIS, 东吴证券研究所 (市场规模/竞争格局取 2023 年数据, 增速取 2017-2023CAGR)

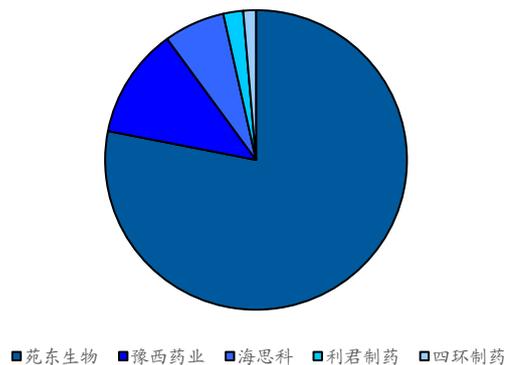
盐酸纳美芬市占率领先, 有望迎恢复性增长。盐酸纳美芬注射液于 1995 年在美国获批上市, 适应症为用于完全或部分逆转阿片类药物的作用, 包括由天然或合成阿片类药物引起的呼吸抑制, 或用于已知或疑似阿片类药物过量。根据 CHIS 数据库数据, 2017-2021 年盐酸纳美芬注射液市场规模稳中有升, 2021 年达 14.3 亿元, 2022 年主要由于疫情影响市场规模下降 31%, 我们认为随着需求恢复, 政策扰动等不利影响逐步消除, 市场规模有望迎来恢复性增长。苑东生物盐酸纳美芬注射液于 2008 年首仿上市, 市场份额绝对领先, 2023 年市占率约为 78%。

图7: 盐酸纳美芬注射液市场规模与增速 (亿元)



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

图8: 2023 年盐酸纳美芬注射液竞争格局 (2023)

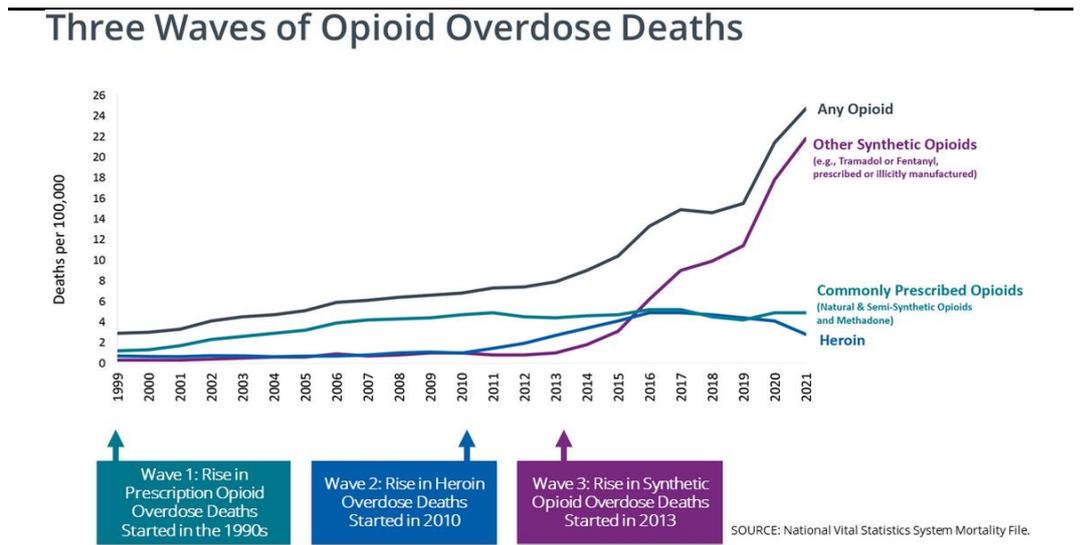


数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

纳美芬成为首个制剂出海品种, 进军美国阿片解毒蓝海市场。2023 年 11 月苑东生物全资子公司硕德药业向 FDA 申报的盐酸纳美芬注射液的简化新药申请获正式批准, 成为继普渡药业之后第二个获批的仿制药, 也是公司首个制剂出海的产品。此外公司全资子公司青木制药的纳美芬原料也已完成美国 DMF 登记, 实现了原料制剂一体化, 具

有明显成本优势。根据 NCDAS 统计数据，截至 2021 年，12 岁及以上年龄约 2.8 亿美国人中，有 3190 万吸毒者，占人群比例达到 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%。另外根据 CDC 数据，2021 年死于药物过量的美国人数是 1999 年的 6 倍以上，其中超过 75% 与阿片类药物有关。且 2021 年相较于 2020 年与所有阿片类药物相关/与合成阿片类药物相关（不包括美沙酮）的死亡率分别增加了 15%/22%。因而逆转阿片中毒药物在美国市场拥有较大的终端需求，且在持续增长。

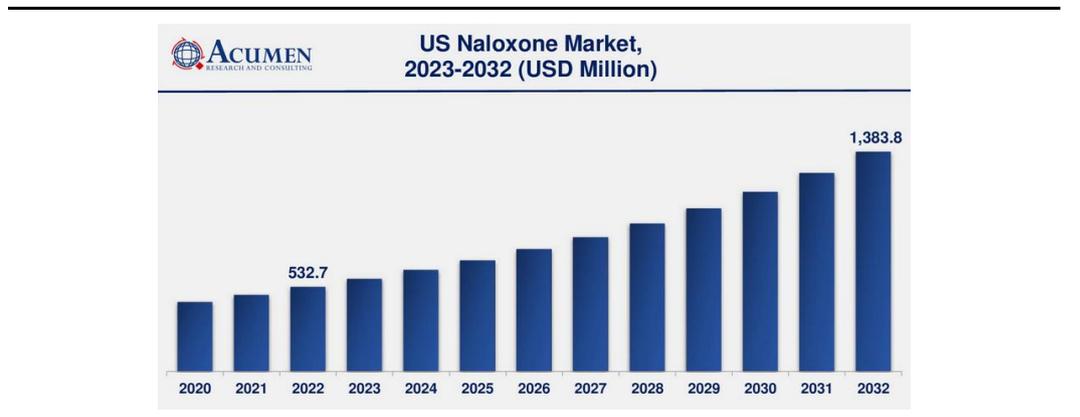
图9：美国阿片类药物过量死亡的三波浪潮



数据来源：CDC，东吴证券研究所

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；同时根据第三方机构 Acumen 数据，2022-2032 年美国纳洛酮市场规模 CAGR 将达 10%。纳美芬为新一代阿片受体拮抗剂，对 μ 受体亲和力为纳洛酮的 4 倍，对 κ 受体亲和力为纳洛酮的 28 倍，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。疗效上的优势以及美国市场芬太尼等长效毒品的使用越来越多，使得纳美芬在美国上市后有望对纳洛酮形成有力替代。公司纳美芬将以经销形式在美国市场销售，且具备较强的成本优势与先发优势，有望逐步抢占市场。

图10：美国纳洛酮市场规模与增速



数据来源：Acumen，东吴证券研究所

创新药 EP-9001A 可与阿片类药物互补，苑东研发进度领先。EP-9001A 单抗注射液为苑东首个自主研发的 1 类生物药，是一种全新作用机制的人源化单克隆抗体药物，靶点为人神经生长因子（NGF）。其作用机制为通过选择性靶向结合并抑制 NGF，阻止来自肌肉、皮肤和器官的疼痛信号进入脊髓和大脑，具有与阿片类药物、非甾体类抗炎药等其他镇痛药不同的作用机制。根据米内网数据，2021 年中国阿片类药物公立医院销售额为 140 亿元。但由于阿片类镇痛药的成瘾性、依赖性问题的存在，市场对中重度疼痛的非阿片类镇痛药有迫切需求。临床前研究显示，EP-9001A 注射液对多种疼痛模型均有显著镇痛效果，起效剂量低，镇痛效果强效持久，同时避免成瘾性的产生，并且兼具靶向性强、特异性高的特点，有望与阿片类药物形成有效互补，苑东生物研发进度领先，市场前景广阔。

表4：苑东生物麻醉镇痛在研/近期上市药品

项目名称	进展	适应症与技术特点	市场规模（2023）	竞争格局（2023）
EP-9001A 单抗注射液	2023.7 Ib/II 期临床试验	1 类生物药，人源化单克隆抗体，选择性靶向结合并抑制神经生长因子（NGF 发挥作用），适应症为骨转移癌痛，作用机制与阿片类或非甾体类形成互补，为患者带来新的治疗手段	Teva,2016.2,III 期,骨关节炎疼痛；Eli Lilly,2015,III 期,髌骨关节炎、癌症疼痛等；达石药业,2022.8,I/II,期癌症疼痛、骨转移疼痛等；三生制药,2024.1,I/II,癌症疼痛、癌症骨转移；I 期：康方生物、泰诺麦博等	
硫酸吗啡盐 酸纳曲酮缓释胶囊	2023.12 III 期临床	2 类化药，需要使用阿片类镇痛剂且缺乏其他替代治疗的中、重度疼痛的治疗。属管制麻醉药品，是国内第一个获国家药监局批准立项的防滥用技术药物	硫酸吗啡缓释片 1 亿市场，规模稳定	硫酸吗啡缓释片 萌蒂 94%份额；长泰药业 2023.2 临床 I 期
氨酚羟考酮缓释片	2024.2 III 期临床	2 类化药，需要使用阿片类镇痛剂且缺乏其他替代治疗的中、重度疼痛的治疗，属管制一类精神药品（人福医药 2023.5 进入临床 I 期）	氨酚羟考酮片 2.9 亿市场；盐酸羟考酮缓释片 14.7 亿市场	氨酚羟考酮：美国 Specgx68%，华泰晨光 32%；盐酸羟考酮：Napp84%，人福医药 16%；
水合氯醛口服液	已申报生产	2 类化药，镇静剂	水合氯醛/糖浆组合包装 2200 万	特丰制药 100%
酒石酸布托啡诺注射液	2024.4 获批	3 类化药，属国家管制的二类精神药品	20 亿元，2018-2023CAGR17.5%	恒瑞医药 98%，国药集团 2%，过评 4 家
盐酸纳布啡注射液	2024.3 获批	3 类化药，属国家管制的二类精神药品	13.6 亿元，2018-2023CAGR66%	扬子江 52%，宜昌人福 46%，过评 4 家
苯磺酸瑞马唑仑冻干+原料	提交注册申请	4 类化药，属国家管制的二类精神药品	1.84 亿元,2023 同比+66%	宜昌人福 100%
水合氯醛灌肠剂	提交注册申请	3 类化药，儿童检查催眠镇静	1600 万元，2023 同比+20%	特丰制药 100%
注射用维库溴铵	提交注册申请	4 类化药，肌松药	6600 万元，2023 同比+45%	仙琚制药 32%,振东泰盛 30%

数据来源：医药魔方，CHIS，东吴证券研究所

白处方/红处方产品陆续获批，产品线进一步丰富。根据公司披露在研管线，有 2 款白处方产品，其中盐酸纳布啡注射液已于 2024 年 3 月获批，酒石酸布托啡诺于 2024 年 4 月获批。根据 CHIS 数据库销售数据，2023 年二者市场规模分别为 13.6/20.0 亿元，竞争格局较好且市场规模仍在快速增长，即便公司仅获得少量市场份额亦可为业绩贡献可观增量。况且我们认为苑东生物重点布局麻醉镇痛领域，新品上市与原有产品渠道协同，有望逐步抢占部分市场份额。

硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊为 2 类化学新药，于 2023.12 进入 III 期临床，用于癌痛，阿片类吗啡+纳曲酮阿片拮抗以减少吗啡用量，防滥用防成瘾防呕吐，为国内第一个获国家药监局批准立项的防滥用技术药物，且苑东生物临床进度大幅领先，存量硫酸吗啡纳曲酮对应终端市场约为 1 亿元。氨酚羟考酮缓释片同样为 2 类化学新药，2024.2 进入 III 期临床，为复方制剂，加入对乙酰氨基酚后可以减少羟考酮含量以达到同样镇痛效果，苑东生物产品研发进度领先且适应症为术后镇痛，科室推广范围更具优势。现有药品盐酸羟考酮缓释片 2023 年市场规模 14.7 亿元，氨酚羟考酮片 2.9 亿元，较大存量市场有望为苑东生物带来新的业绩增量。

3. 集采压力出清，丰富管线持续贡献新品种

存量品种集采出清：富马酸比索洛尔于 2020 年 4 月开始执行第二批集采，根据开思数据库信息，2023 年苑东生物市占率 25%，格局已相对稳定；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 2023 年市场规模较 2022 年分别减少 79%/73%。但我们认为公司最后较大的存量品种也已应采尽采，集采影响 2023 年已出清，集采品种未来以价换量，随市场空间增长。

“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、艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂等均为公司获批后进入集采的品种，其中不乏数亿级别市场规模的产品，单第九批集采公司就有 2 款 2023 年获批的品种中标；2023 年 12 月广东省牵头的“易短缺和急救药联盟集中带量采购”中公司盐酸多巴酚丁胺、去氧肾上腺素、去甲肾上腺素等品种亦中标，我们认为公司“光脚”品种有望随集采抢占部分市场份额，贡献业绩增量。

表5：苑东生物产品集采情况

产品名称	领域	集采批次	执行时间	中标规格	中标价 (元)	市场规模&竞争格局(2023, 亿元)
富马酸比索洛尔片	心脑血管	第二批	2020.4	2.5mg*18片	6.15	2019年11.3亿,2023年5.5亿; Merck Serono 50%, 苑东 25%
依托考昔片	麻醉镇痛	第三批	2020.11	60mg*5片	12.72	2019年4.2亿,2023年2.1亿; 齐鲁 41%, 默沙东 34%, 苑东 25%
达比加群酯胶	心脑血管	第五批	2021.9	150mg*10粒/板	137.26	2021年10亿,2023年3.8

囊	管			*3板/盒				
达比加群酯胶	心脑血管			110mg*10粒/板	88.9			亿;正大天晴 28%,苑东集采受益,由 2021 年 2%市占率提至 2023 年 12%
囊	管			*3板/盒				
盐酸法舒地尔	心脑血管			2ml:30mg*6支/盒	10.38			480 万,苑东 9%
注射液	管							
格隆溴铵注射	麻醉镇			1ml:0.2mg*5支/盒	62.5			3700 万,广东嘉博 75%,苑东 25%
液	痛							
富马酸丙酚替	乙型肝炎			25mg/30片	26.7			2022 年 13.1 亿,2023 年 6.7 亿,吉利德 81%,苑东 2%
诺福韦片	炎							
枸橼酸咖啡因	儿童药			1ml: 20mg*5支/盒	165.05			2022 年 2.7 亿,2023 年 0.72 亿, Chiesi Farmaceutici 49%,苑东 20%
注射液								
盐酸美金刚缓	AD	第七批	2022.11	7mg*7粒/板*1板/盒	12.46			100 万,苑东 11%
释胶囊								
伊班膦酸钠注	抗肿瘤			1ml:1mg*1支/盒	47.9			2022 年 11.7 亿,2023 年 2.4 亿,苑东市占率由 38%下降至 28%
注射液								
拉考沙胺口服	儿童药			200ml:2g*200ml/瓶*1瓶/盒	59.0			2023 年 1800 万,优时比 98%
溶液								
艾司奥美拉唑	儿童药	第九批	2024.3	20mg*20mg*14袋/盒	60.68			片剂与胶囊共计 14.2 亿元市场规模,干混悬剂原研未进入中国市场
镁肠溶干混悬								
剂								

2022 年以来获批新品 (截至 2023.4)

药品名称	治疗领域	获批时间	是否国采	苑东情况	过评数	市场规模 (亿元)	竞争格局 (2023)
奥氮平片	神经系统	2021	第一批	续标中标	19	5.7	礼来 29%,豪森 27%
瑞格列奈二 甲双胍	心脑血管	2021	否	-	2	0.13	苑东 100%
盐酸帕洛诺 司琼注射液	抗肿瘤	2022	第五、七批	未中标	22	1.11	齐鲁制药 24%,海思科 18%
盐酸去氧肾 上腺素注射 液	心脑血管	2022	否	-	4	1.31	禾丰制药 79%,苑东生物 20%
氨己烯酸口 服溶液用散	心脑血管	2022	否	-	3	0.01	Aucta49%,苑东 37%
丙戊酸钠注 射用浓溶液	神经系统	2022	第八批	否	16	0.77	瑞德制药 44%,远大德天 23%
舒更葡糖钠 注射液	肌松拮抗	2022	否	-	16	7.61	默沙东 49%,海岸药业 40%
盐酸尼卡地 平注射液	心脑血管	2022	否	-	2	3.97	Astellas79%,福森药业 17%
艾司奥美拉 唑镁肠溶干	消化	2023	第九批	是	5	-	-

混悬剂								
盐酸阿罗洛尔片	心脑血管	2023	否	-	3	3.75	住友制药 96%, 格瑞药业 4%	
甲硫酸新斯的明注射液	肌松拮抗	2023	否	-	4	9.58	信谊金朱 78%, 润弘制药 16%	
阿立哌唑口服溶液	神经系统	2023	第九批	否	8	0.53	国药集团 87%, 大家制药 13%	
盐酸多巴胺注射液	心脑血管	2023	第九批	否	17	3.08	禾丰制药 40%, 亚邦医药 27%	
重酒石酸去甲肾上腺素注射液	心脑血管	2023	否	-	6	24.23	远大医药 72%, 利君制药 18%	
拉考沙胺口服溶液	神经系统	2023	第九批	是	15	0.18	优时比 98%	
布洛芬注射液	麻醉镇痛	2023	第四批	2023 续约 中标	5	3.38	苑东 60%, 倍特药业 21%	
马来酸依那普利口服溶液	心脑血管	2023	否	-	2	0.007	百利药业 100%	
盐酸多巴酚丁胺注射液	心脑血管	2023	否	-	5	4.06	南国药业 24%, 上海上药 21%	
注射用尼可地尔	心脑血管	2024	否	-	12	7.74	四环科宝 99.7%	
比索洛尔氨氯地平片	心脑血管	2024	否	-	1	0.13	默克 100%	

在研品种 (截至 2023.4)

产品名称	治疗领域	研发进展	是否国采	过评家数	市场规模	竞争格局 (2023, 亿元)
贝前列素钠片	心脑血管	已提交注册申请	否	3	9.37	泰德制药 84%, 日本东丽 16%
吲哚布芬片+原料	心脑血管			2	18.29	中美华东 100%
布美他尼注射液+原料	心脑血管			0	3.98	南药股份 80%, 海王福药 12%
盐酸兰地洛尔注射剂+原料	心脑血管			1	注射用盐酸兰地洛尔 3.18 亿	海辰药业 100%
达可替尼片+原料	抗肿瘤			2	0.43	辉瑞 100%
磷酸芦可替尼片+原料	抗肿瘤			1	6.26	诺华 100%
盐酸丙卡特罗口服溶液+原料	儿童用药			1	1.00	大家制药 82%, 汉晨药业 18%

奥卡西平口服混悬剂	儿童用药	1	0.38	诺华 100%
复方甘草酸苷片	消化	3	4.20	米诺发源 57%,凯因科技 20%,乐普药业 16%
枸橼酸钾缓释片	泌尿系统	0	0.23	东瑞制药 100%
马来酸氟伏沙明片	神经系统	2	3.91	丽珠集团 68%,雅培制药 32%
阿帕他胺片+原料	抗肿瘤	1	6.52	杨森制药 100%
阿昔替尼片+原料	抗肿瘤	2	5.82	辉瑞 100%
奥沙西洋片+原料	神经系统	0	3.38	益民药业 100%
二羟丙茶碱注射液	呼吸系统	2	0.94	石药集团 22%,遂成药业 19%,白云山 16%

数据来源：上海阳光医药采购网，CHIS，东吴证券研究所（标红产品为短期存集采风险）

高研发投入，管线储备丰富：公司持续保持高比例研发投入，2023 年研发费用率高达 21.4%，上市以来研发费用率均大于 16%。公司建立了药物分子结构设计、AI 辅助结构优化、手性合成、PROTAC、鼻喷雾剂、蛋白及酶学筛选等新药技术平台，聚焦麻醉镇痛、抗肿瘤领域，持续开发具有差异化竞争优势的创新药产品管线。高研发投入带来显著效果，2022/2023 年公司分别获批品种 6/10 个，其中多款有望首仿/首评或研发进度领先同行，同时在研品种储备丰富，持续为公司贡献业绩。我们认为其中舒更葡糖钠注射液、瑞格列奈二甲双胍、去氧肾上腺素、去甲肾上腺素、盐酸尼卡地平注射液等 2024 年即有望看到可观增量。

4. 原料制剂一体化布局，海外市场打开成长空间

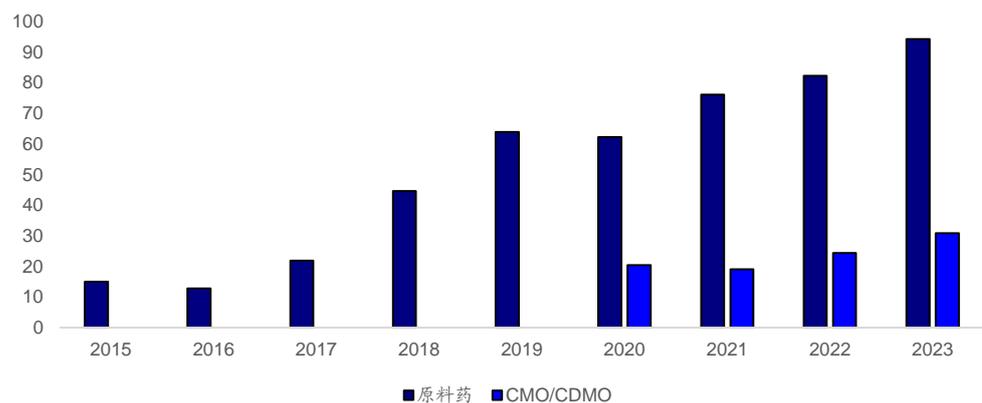
公司持续打造原料药与制剂一体化的核心竞争优势，不断地在产业链上延伸拓展，积极开拓原料药国内、国际市场。截至 2023 年底，公司已成功实现 30 个高端化学原料药产品的产业化，包括富马酸比索洛尔、依托考昔、甲磺酸达比加群酯、盐酸纳美芬等多个主要化学药品已实现原料药自主供应，12 个原料药已完成国际注册/认证，11 个原料药已出口主流国际市场。为进一步强化打造 API 竞争实力，延伸产业链条，拓展了中间体延伸业务，目前已实现 10 个中间体产品的产业化。同时公司 2020 年战略性拓展原料药 CMO/CDMO 服务，并于 2023 年 3 月与成都先导共同投资设立先东制药，作为小核酸药物中试及生产平台，后续可提供商业化的小核酸原料药 CDMO 服务，主要满足临床 I 期至 III 期的百克级需求以及商业早期的百克至公斤级需求。公司原料药 2023 年营收 9417 万元，同比增长 15%，2015-2023 年 CAGR26%；CDMO2023 年营收 3081 万元，同比增长 27%。我们认为随着公司原料自供制剂以及下游客户制剂的放量，原料药/CDMO 板块有望稳健增长甚至快于制剂板块。

表6: 苑东生物部分原料药品种

产品名称	用途	中国	美国	欧盟	日本	其他
阿瑞匹坦	抗肿瘤类	I	▲	CEP	▲	CTD
氨己烯酸	神经/精神类	I				技术包
奥氮平	神经/精神类	A				技术包
布瑞哌唑	神经/精神类	I				技术包
富马酸比索洛尔	心脑血管类	A		CEP	JDMF	CTD
富马酸丙酚替诺福韦	抗逆转录病毒	A				技术包
甲磺酸达比加群酯	心脑血管类	A	USDMF	▲	JDMF	CTD
甲磺酸仑伐替尼	抗肿瘤类	▲	▲	▲	▲	技术包
硫酸氢氯吡格雷	心脑血管类					CTD
罗替高汀	神经/精神类	▲	▲	▲	▲	CTD
帕瑞昔布钠	麻醉/镇痛类	A				CTD
赛洛多辛	泌尿系统类	▲		▲	JDMF	CTD
舒更葡糖钠	麻醉/镇痛类	I		▲		CTD
替格瑞洛	心脑血管类	A	USDMF	▲	▲	CTD
乌苯美司	抗肿瘤类	A			JDMF	CTD
依托考昔	麻醉/镇痛类	A				CTD
盐酸法舒地尔	心脑血管类	A				技术包
尼卡地平	心脑血管类	I				技术包
盐酸莫西沙星	抗炎类	A				技术包
盐酸纳洛酮	麻醉/镇痛类	A				技术包

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所 (A 已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材; I 尚未通过与制剂共同审评审批的原料/辅料/包材; ▲ 注册文件计划/准备申报中)

图11: 苑东生物原料药/CDMO 营收 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盐酸纳美芬率先出海, 海外市场有望持续兑现。制剂国际化方面, 公司结合自身优势重点打造具有苑东特色的阿片解毒剂和急救药产品管线, 同时布局突破原研晶型和制剂专利的大品种、高壁垒的复杂制剂和特色的 505 (b) (2) 产品。2023 年公司全资子公司硕德药业小容量注射剂生产线顺利通过美国 FDA 现场检查, 盐酸纳美芬注射液于

2023 年 11 月获得美国 FDA 上市批准，并完成了销售代理合作协议的签署，公司制剂国际化实现了从 0 到 1 的突破；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)，目前正在审评中；此外，EP-0125SP、EP-0112T 鼻喷剂继续按进度推进，已完成工艺验证，后续将持续开展稳定性研究；505 (b) (2) 产品方面，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，目前将进一步考察新处方的稳定性情况和临床效果。我们认为随着公司盐酸纳美芬注射液等阿片解毒剂的海外拓展及储备丰富的在研管线，公司海外市场逻辑有望持续兑现。

5. 盈利预测与投资评级

我们对公司盈利预测的核心假设如下：

【化学制剂板块】

① 存量品种如比索洛尔、乌苯美司、布洛芬注射液、依托考昔等由于集采较早或剔除医保目录，格局相对稳定，收入规模有望保持稳定或随行业略有增长；② 近期集采的如第七批集采伊班膦酸钠有望恢复性增长，第五批集采的光脚品种达比加群酯胶囊、格隆溴铵注射液等仍有可观增量，纳洛酮收入体量有望稳步增长但或存集采风险；③ 2021 年以来获批的新品种如瑞格列奈二甲双胍、去氧肾上腺素、去甲肾上腺素、舒更葡糖钠注射液、盐酸尼卡地平注射液、纳布啡、布托啡诺、复方比索洛尔氨氯地平等有望快速放量；④ 考虑到公司在研管线仍有较多品种，且不乏市场规模较大的品种，外加公司纳美芬等出海品种持续增加，我们预计公司化学制剂板块 2024-2026 年分别同比增长 27.9%/25.5%/21.1%。

【其他板块】

① 原料药与 CMO/CDMO 基数较低，我们认为随着公司原料自供制剂以及下游客户制剂的放量，原料药与 CMO/CDMO 板块增速有望稳健增长甚至快于制剂板块。

② 随着公司新产品获批提速以及麻醉镇痛、慢病心血管领域聚焦，为把每年获批新产品价值最大化，公司开展小分子文号转让，非公司主营业务。随着公司业务聚焦，我们预计此板块营收将平稳下降。短期来看由于技术服务毛利率 95% 以上，收入占比下降对公司整体毛利率略有影响，但其他板块毛利率预计保持稳健。

图12：苑东生物收入拆分

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	1022.94	1170.51	1117.10	1375.29	1694.06	2033.88
yoy	11.0%	14.4%	-4.6%	23.1%	23.2%	20.1%
毛利率	86.0%	83.3%	80.0%	78.8%	78.9%	79.6%
化学制剂	894.31	1019.47	880.73	1126.85	1414.66	1712.69
yoy	10.4%	14.0%	-13.6%	27.9%	25.5%	21.1%
毛利率	86.3%	84.2%	80.5%	80.0%	80.5%	81.5%

原料药	75.98	82.14	94.17	120.54	150.67	188.34
yoy	22.2%	8.1%	14.6%	28.0%	25.0%	25.0%
毛利率	88.2%	76.7%	73.3%	73.3%	73.3%	74.0%
CMO/CDMO	19.04	24.30	30.82	38.52	48.15	60.19
yoy	-6.9%	27.7%	26.8%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	38.5%	37.2%	36.0%	36.0%	36.0%	37.0%
技术服务	33.54	43.96	110.00	88.00	79.20	71.28
yoy	16.7%	31.1%	150.2%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	98.7%	99.4%	95.2%	95.2%	95.2%	95.2%
其他	0.07	0.63	1.39	1.39	1.39	1.39

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 13.75/16.94/20.34 亿元，归母净利润分别为 2.81/3.45/4.12 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16 \times 。我们选取重点布局麻醉镇痛领域的恩华药业、人福医药、海思科作为可比公司，参考可比公司估值水平，考虑到苑东生物存量品种集采出清，重点聚焦麻醉镇痛领域，储备管线丰富，出海逐步兑现，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图13：苑东生物可比公司估值水平

代码	简称	股价(元)		每股收益(元)			市盈率(X)			
		2024/5/28	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002262.SZ	恩华药业	23.17	1.03	1.24	1.51	1.83	22.50	18.69	15.34	12.66
600079.SH	人福医药	19.57	1.31	1.50	1.75	2.02	14.94	13.05	11.18	9.69
002653.SZ	海思科	30.11	0.26	0.38	0.51	0.79	115.81	79.24	59.04	38.11
	均值						51.08	36.99	28.52	20.15
688513.SH	苑东生物	56.24	1.89	2.34	2.88	3.43	29.76	23.62	19.23	16.13

数据来源：Wind，东吴证券研究所（恩华药业与人福医药取 Wind 一致预期，海思科为东吴证券内部预测）

6. 风险提示

（1）存量品种集采风险

公司以往销售收入较高的存量品种已应采尽采，但随着公司新研发产品数量的不断增加，有些市场规模较大的品种仍有集采风险，如舒更葡糖钠注射液、盐酸纳洛酮、去甲肾上腺素等品种。

（2）集采品种续约丢标与降价风险

已集采的品种将逐步面临集采期满，面临各省重新招标采购，可能存在丢标或续约降价的风险。

（3）新品研发进展与市场开拓不及预期

公司在研品种丰富，且重点聚焦麻醉镇痛领域，并陆续有市场规模较大的白/红处方品种获批，且已有竞争力较强的精麻竞争对手，存在新产品研发与市场开拓不及预期的

风险。

(4) 出海商业化不及预期

公司纳美芬注射液为第一个出海品种，海外尤其美国市场具备较大市场空间，但市场教育与开拓尚存不确定性，存在海外市场开拓不及预期的风险。

(5) 医药行业政策性风险

公司所在制剂行业受医保政策等影响较大，若有行业性政策变化可能会对公司业绩产生不利影响。

苑东生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,883	2,212	2,553	3,019	营业总收入	1,117	1,375	1,694	2,034
货币资金及交易性金融资产	1,523	1,761	1,999	2,367	营业成本(含金融类)	223	292	357	416
经营性应收款项	186	228	284	339	税金及附加	18	22	27	32
存货	161	210	258	300	销售费用	385	488	593	712
合同资产	0	0	0	0	管理费用	99	110	134	164
其他流动资产	12	13	13	13	研发费用	238	254	320	391
非流动资产	1,464	1,650	1,851	1,999	财务费用	(11)	0	0	0
长期股权投资	25	33	41	48	加:其他收益	53	72	81	89
固定资产及使用权资产	1,069	1,324	1,547	1,710	投资净收益	11	16	19	22
在建工程	186	102	72	50	公允价值变动	15	0	0	0
无形资产	34	35	35	35	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	242	298	363	431
其他非流动资产	145	152	152	152	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,347	3,862	4,404	5,018	利润总额	242	298	363	432
流动负债	661	896	1,092	1,294	减:所得税	15	17	18	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	184	247	318	387	净利润	227	281	345	412
经营性应付款项	181	266	307	361	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	32	33	44	52	归属母公司净利润	227	281	345	412
其他流动负债	264	350	424	495	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.89	2.34	2.88	3.43
非流动负债	82	82	82	82	EBIT	205	298	363	432
长期借款	40	40	40	40	EBITDA	280	454	552	642
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	80.01	78.76	78.90	79.56
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	20.28	20.45	20.38	20.25
其他非流动负债	43	42	42	42	收入增长率(%)	(4.56)	23.11	23.18	20.06
负债合计	743	977	1,174	1,376	归母净利润增长率(%)	(8.09)	24.11	22.78	19.26
归属母公司股东权益	2,603	2,885	3,230	3,642					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,603	2,885	3,230	3,642					
负债和股东权益	3,347	3,862	4,404	5,018					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	275	502	537	635	每股净资产(元)	21.68	24.02	26.90	30.33
投资活动现金流	(410)	(327)	(370)	(335)	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	81	62	71	69	ROIC(%)	7.15	9.38	10.22	10.76
现金净增加额	(54)	238	238	369	ROE-摊薄(%)	8.70	9.75	10.69	11.31
折旧和摊销	75	157	188	210	资产负债率(%)	22.21	25.31	26.65	27.42
资本开支	(175)	(337)	(381)	(351)	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.31	23.62	19.23	16.13
营运资本变动	(7)	80	23	36	P/B (现价)	2.55	2.30	2.06	1.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>