

2026 年 04 月 26 日

投资评级： 买入（维持）

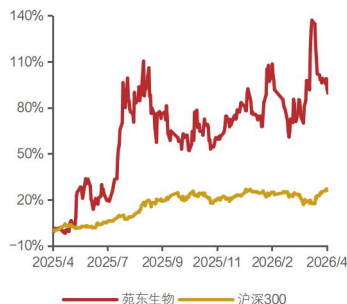
证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

陈春沫
chenchunmo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 24 日

收盘价（元）	63.67
一年内最高/最低（元）	80.48/32.55
总市值（百万元）	11,239.81
流通市值（百万元）	11,239.81
总股本（百万股）	176.53
资产负债率（%）	18.31
每股净资产（元/股）	16.92

资料来源：聚源数据

苑东生物(688513.SH)

——收入端小幅波动，创新管线持续推进

投资要点：

- 事件：**公司 2025 年营业收入达到 13.31 亿元，受第十批国家集中带量采购执标影响，同比降低 1.36%。公司通过优化收入结构、加强成本管控、提升运营效率等多重举措，技术服务及转让收入增加，成本费用下降，2025 年归母净利润达到 2.84 亿元，同比上升 19.24%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 3.26 亿元，同比增加 6.75%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比减少 16.11%。公司 2026 年 Q1 研发费用达到 0.73 亿元，同比增加 18.93%，同时销售毛利率从 2025 年 Q1 的 79.15%降低到 2026 年 Q1 的 77.44%。
- TPD 领域管线积极推进临床进度。**公司通过控股上海超阳药业，完成靶向蛋白降解（TPD）领域布局，构建了自主可控的蛋白质稳态技术平台。截至 2025 年 12 月 31 日，HP-001 胶囊已完成 Ia 期单药剂量爬坡，并顺利进入到 Ib 期单药剂量拓展和 IIa 期联合地塞米松用药，安全性整体良好可控，并在低、中、高剂量组均观察到了有效性的积极信号，或具备 BIC 潜力。HP-002（可透脑口服 BTK PROTAC 降解剂）已获得国家药监局临床试验申请受理。DAC 技术平台孵化的首个分子已完成动物体内药效验证，并已获得 PCC 并正式立项。公司计划 2026 年完成 HP-003（VAV1 分子胶）IND 申报；HP-004（DAC）完成 Pre-IND 开发；公司将重点布局蛋白质降解、DAC、双/多特异性抗体等前沿技术方向，计划新立创新药项目 4 个。
- 小分子创新药及生物药研发取得重要进展。**截至 2025 年 12 月 31 日，上海优洛自主研发的 YLSH003（TF-ADC）于 2025 年 11 月成功启动 I/II 期临床试验并完成首例受试者入组给药，目前正在有序开展 I 期剂量探索爬坡实验。成都优洛自主研发的 EP-0210（TL1A 人源化 IgG1 单克隆抗体，拟定适应症为炎症性肠病）正在进行 I 期临床研究。临床前研究显示，EP-0210 靶点结合活性高、特异性强，体内抗炎效果突出，安全性与成药性特征优异，具备显著临床差异化价值。EP-0226（新一代 Cav2.2 钙离子通道 $\alpha 2 \delta$ 亚基调节剂，拟用于治疗神经病理性疼痛）正按计划推进 I 期临床研究。该项目与公司麻醉镇痛主业形成协同，有望为慢性疼痛患者提供更优治疗选择，进一步提升公司在疼痛治疗领域的核心竞争力。
- 原料制剂出海稳步推进，全球化布局成效显著。**截至 2025 年 12 月 31 日，公司原料药国际化业务取得积极成效，4 个品种完成海外首次注册，3 个品种完成欧洲关联注册，眉山生产基地通过 FDA 现场检查，国际化注册/认证覆盖原料药品种达 15 个。制剂出海业务稳步推进，亚甲蓝注射液 ANDA 获得美国 FDA 批准，实现原料制剂一体化出海；盐酸尼卡地平注射液实现海外常态化出口，单剂量纳洛酮鼻喷剂获得 FDA 零缺陷检查报告，EP-0216I 提交美国 ANDA 申报，多款仿制药处于研发中。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.89/3.20/3.66 亿元，同比增速分别为 1.79%/10.79%/14.32%，当前股价对应的 PE 分别为 38.87/35.09/30.69 倍。鉴于公司 HP-001 管线推进顺利且制剂出海稳步推进，维持“买入”评级。

- **风险提示。研发创新失败及商业化不及预期风险；集采和医保支付改革带来的风险；行业政策变化风险。**

盈利预测与估值（人民币）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,350	1,331	1,314	1,494	1,706
同比增长率（%）	20.82%	-1.36%	-1.29%	13.65%	14.19%
归母净利润（百万元）	238	284	289	320	366
同比增长率（%）	5.15%	19.24%	1.79%	10.79%	14.32%
每股收益（元/股）	1.35	1.61	1.64	1.81	2.07
ROE（%）	8.83%	9.69%	9.23%	9.55%	10.14%
市盈率（P/E）	47.18	39.57	38.87	35.09	30.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	855	1,012	1,234	1,471
应收票据及账款	258	248	282	322
预付账款	18	14	16	18
其他应收款	0	1	1	1
存货	229	205	231	252
其他流动资产	772	771	772	775
流动资产总计	2,132	2,251	2,535	2,839
长期股权投资	23	23	22	22
固定资产	1,170	1,136	1,140	1,149
在建工程	54	77	65	53
无形资产	207	226	250	268
长期待摊费用	5	3	2	3
其他非流动资产	206	194	175	162
非流动资产合计	1,666	1,659	1,655	1,656
资产总计	3,798	3,910	4,191	4,495
短期借款	111	0	0	0
应付票据及账款	125	167	188	206
其他流动负债	383	373	420	462
流动负债合计	619	540	609	668
长期借款	32	25	19	12
其他非流动负债	109	109	109	109
非流动负债合计	140	134	127	121
负债合计	759	674	736	789
股本	177	177	177	177
资本公积	1,404	1,404	1,405	1,407
留存收益	1,353	1,553	1,775	2,028
归属母公司权益	2,933	3,133	3,356	3,612
少数股东权益	106	102	98	94
股东权益合计	3,039	3,236	3,454	3,705
负债和股东权益合计	3,798	3,910	4,191	4,495

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	274	223	253	298
折旧与摊销	94	106	114	121
财务费用	-10	1	-3	-4
投资损失	-39	-20	-20	-20
营运资金变动	-56	71	5	-7
其他经营现金流	2	67	67	67
经营性现金净流量	265	448	416	454
投资性现金净流量	-366	-84	-93	-102
筹资性现金净流量	-26	-207	-102	-115
现金流量净额	-128	157	221	237

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,331	1,314	1,494	1,706
营业成本	330	311	350	383
税金及附加	20	20	23	26
销售费用	416	394	433	486
管理费用	102	100	114	130
研发费用	265	243	299	358
财务费用	-10	1	-3	-4
资产减值损失	-4	-4	-5	-6
信用减值损失	0	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	39	20	20	20
公允价值变动损益	17	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	53	52	52	52
营业利润	315	311	344	393
营业外收入	3	1	1	1
营业外支出	18	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	300	307	340	388
所得税	26	21	23	27
净利润	274	285	316	362
少数股东损益	-10	-4	-4	-5
归属母公司股东净利润	284	289	320	366
EPS(元)	1.61	1.64	1.81	2.07

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-1.36%	-1.29%	13.65%	14.19%
营业利润增长率	24.86%	-1.03%	10.63%	14.12%
归母净利润增长率	19.24%	1.79%	10.79%	14.32%
经营现金流增长率	0.65%	68.96%	-7.03%	9.15%
盈利能力				
毛利率	75.25%	76.35%	76.58%	77.57%
净利率	20.55%	21.72%	21.18%	21.20%
ROE	9.69%	9.23%	9.55%	10.14%
ROA	7.48%	7.40%	7.64%	8.15%
估值倍数				
P/E	39.57	38.87	35.09	30.69
P/S	8.44	8.55	7.52	6.59
P/B	3.83	3.59	3.35	3.11
股息率	0.00%	0.79%	0.88%	1.00%
EV/EBITDA	25	23	21	18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。