

公司研究

和而不同，厚积薄发

——同和药业（300636.SZ）投资价值分析报告

要点

同和药业是一家小而美的原料药企，有望进入加速发展期。公司成立于2004年，位于宜春奉新县，主要从事原料药的生产和销售。主要创始人曾在浙江医药化工企业任职多年，具有丰富行业经验。公司主要产品（瑞巴派特、加巴喷丁、醋氯芬酸、塞来昔布等）均占据全球主要市场份额，竞争力较强。根据公司业绩快报，2020年公司实现营业收入4.35亿元（+5.41% YOY），实现归母净利润7217万元（+49.39% YOY）。公司产品储备丰富，随着新产品上市，新产能投放，公司有望加入加速发展期。

和而不同：高起点、高标准。与国内众多原料药企发展早期以中间体和非规范市场业务为主的模式不同，公司上市初期就主要生产原料药，并主攻欧美日韩规范市场。2013-2019年，公司原料药业务收入占主营业务近90%，海外收入占比约为90%，欧美日韩等规范市场收入占比约为60%。在与规范市场客户的合作中，公司的cGMP体系、EHS体系和项目管理能力均有了系统性提升，自身综合管理能力大大加强。公司具有前瞻性的研发立项体系、领先的cGMP质量管理体系，销售、生产等核心环节没有明显短板，具备较强的综合竞争力。

厚积薄发：建立先发优势，抢占200-300亿原料药增量市场。Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球约有3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，由此衍生出的原料药增量市场有望接近2000亿人民币，并且销量具有较高持续性增长。公司凭借以市场价值和客户需求为导向的前瞻性立项，建立了丰富的产品梯队。截至2021年2月，公司拥有成熟品种、已验证品种和正在研发品种共27个，对应原研药全球销售峰值合计约为400-600亿美元（考虑到部分品种仍处于放量期），预计可带来约200-300亿人民币的原料药增量市场。目前，公司部分新产品全球市场专利陆续到期或即将到期，已开启全球销售。我们认为公司有望凭借前瞻性的产品布局 and 比肩高端规范市场的质量标准快速抢占这一波原料药增量市场机遇，成为下一个10年复合增速最快的原料药公司之一。

盈利预测、估值与评级：公司具有较强综合竞争能力，成熟产品有望继续放量，新产品开启高速增长。我们预计公司20-22年归母净利润72/121/159百万元，分别同比增长49%/68%/31%，20-22年EPS分别为0.56/0.94/1.24元，现价对应20-22年PE为46/28/21倍。综合相对和绝对估值法，给予其目标价40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原料价格上涨导致成本提升，产品销售放量不及预期，环保检查，汇兑损失。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	267	413	435	626	814
营业收入增长率	-9.97%	54.63%	5.41%	43.69%	30.02%
净利润（百万元）	25	48	72	121	159
净利润增长率	-62.52%	96.93%	49.39%	67.79%	31.21%
EPS（元）	0.30	0.60	0.56	0.94	1.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.73%	6.84%	9.52%	13.94%	15.76%
P/E	--	--	46	28	21
P/B	--	--	4.4	3.9	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-19

买入（首次）

当前价/目标价：26.03/40.00元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

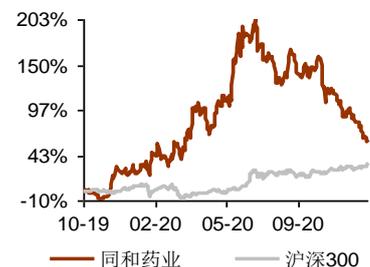
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.29
总市值(亿元):	33.48
一年最低/最高(元):	18.24/43.39
近3月换手率:	94.76%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.93	5.21	-16.14
绝对	0.38	4.42	20.91

资料来源：Wind

相关研报

“API+”：全球产业大转移，褪去周期迎成长——医药外包行业系列深度报告之三（2020-07-09）
 内资药企需求高增长，助力CRO产业第三波浪潮——医药外包行业系列深度报告之二（2019-06-13）
 中国制药产业大破大立，开启CRO行业黄金发展期——CRO行业深度报告（2018-12-25）

投资聚焦

关键假设

- 1) 成熟产品:** 主要包括瑞巴派特、醋氯芬酸、塞来昔布、加巴喷丁、坎地沙坦系列。受新冠疫情以及一厂区技改影响, 2020 年成熟产品销售出现一定下滑, 我们预计成熟产品 20-24 年收入同比增长-10%/49%/31%/18%/11%。
- 2) 其他产品:** 主要包括一些新产品和 CDMO 项目。自 2020 年开始, 部分新产品如替格瑞洛、利伐沙班、阿哌沙班、依度沙班、达比加群酯、维格列汀、恩格列净、卡格列净、非布司他、阿齐沙坦、米拉贝隆、富马酸沃诺拉生、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期, 逐渐开始放量, 我们预计其他产品 20-24 年收入同比增长 100%/40%/30%/100%/80%。
- 3) 其他业务:** 主要是材料等销售收入, 收入占比较小, 我们预计其收入体量较小, 20-24 年分别为 2.2/1.0/1.0/1.0/1.0 百万元。
- 4) 费用率:** 2020-2024 年, 随着公司新产品推广力度加大, 我们预计销售费用率稳中有升, 分别为 3.46%、3.56%、3.61%、3.71%、3.81%; 新产能将于 2022 年开始投产, 我们预计管理费用率呈现先升后降趋势, 分别为 3.66%、3.76%、3.81%、3.61%、3.41%; 公司继续加大产品的开发和工艺优化, 我们预计研发费用率不断增加, 分别为 10.19%、10.29%、10.39%、10.49%、10.59%。

我们区别于市场的观点

- 1) 市场上将特色原料药打上“周期行业”标签。我们认为, 随着国内各类重磅政策(环保、关联审评审批、一致性评价和带量采购等)陆续出台, 原料药逐渐回归其价值本源, 行业进入规范化运行阶段, 国内原料药行业在全球和国内医药产业链中的地位有了很大提升。同时, 重磅药物专利到期使得原料药迭代放量, 制剂一体化和开拓 CMO/CDMO 业务, 打开了原料药企成长空间。
- 2) 市场认为公司体量较小, 竞争能力较弱。我们认为, 原料药企的竞争是研发立项体系、质量管理体系、销售、生产等核心环节的综合竞争。公司以高端规范市场起家, 主要产品如瑞巴派特、塞来昔布具有远超药典标准的质量品质, 规范生产能力较强, 拥有与国际主流普药企业合作的丰富经验与能力, 综合竞争能力被低估。2010 年以来, 公司潜心研发替格瑞洛、利伐沙班等一批新品种, 有望凭借前瞻性的产品布局和比肩高端规范市场的质量标准快速抢占这一波原料药增量市场机遇, 成为下一个 10 年复合增速最快的原料药公司之一。

股价上涨的催化因素

短期股价催化剂: 成熟产品全球注册认证销售放量超预期; 新产品放量节奏超预期; 二厂区产能释放节奏超预期。

长期股价催化剂: 制剂一体化进展超预期, CDMO 业务加速拓展。

估值与目标价

公司具有较强综合竞争能力, 成熟产品有望继续放量, 新产品开启高速增长。我们预计公司 20-22 年归母净利润 72/121/159 百万元, 分别同比增长 49%/68%/31%, 20-22 年 EPS 分别为 0.56/0.94/1.24 元, 现价对应 20-22 年 PE 为 46/28/21 倍。综合相对和绝对估值法, 给予其目标价 40 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

目 录

1、同和药业：高起点小而美，进入加速期	6
1.1、公司起点较高，管理层具有丰富行业经验	6
1.2、纵向对比：经营指标稳中向好，盈利拐点到来	7
1.3、横向对比：同和有望成为下个 10 年复合增速最快的原料药公司之一	9
2、公司具有较强的综合竞争能力	11
2.1、研发：从立项开始建立产品梯队，锁定先发优势	11
2.2、质量管理：领先的 cGMP 管理体系，具备规范市场先发优势	13
2.3、销售：立足规范市场，开拓新兴市场.....	14
2.4、生产：募投产能逐渐释放，支持新产品放量.....	15
3、产品迭代放量，开启 10 年高增长期	16
3.1、成熟产品：继续放量，国内销售有望增加	17
3.2、新产品：前瞻性布局，放量确定性强.....	19
3.3、新业务：二厂区投产，新业务布局加快	21
4、盈利预测与估值	21
4.1、关键假设及盈利预测	21
4.2、估值.....	23
4.3、估值结论与投资评级	25
4.4、股价驱动因素	25
5、风险分析	25

图目录

图 1: 同和药业发展历程.....	6
图 2: 同和药业股权结构图 (截至 2021 年 2 月)	6
图 3: 同和药业营业收入和归母净利润 (2012-2020, 19Q1-20Q4)	7
图 4: 主营业务收入划分 (按照产品划分, 2013-2019)	8
图 5: 主营业务收入划分 (按照地区划分, 2013-2019)	8
图 6: 公司的费用及费用率情况 (百万元, 2012~20Q1-3)	8
图 7: 公司的盈利能力 (2012~20Q1-3)	8
图 8: 公司的应收账款及存货 (2012~20Q1-3)	9
图 9: 公司的固定资产及在建工程 (2012~20Q1-3)	9
图 10: 同和药业具有较强的综合竞争能力	11
图 11: 研发支出及占营业收入的比重 (2012-2019)	12
图 12: 研发技术人员数量及占比 (2015-2019)	12
图 13: 公司的研发立项模式	12
图 14: 药品专利保护及布局时间窗口.....	12
图 15: 公司具有独立的质量管理部门.....	13
图 16: 公司接待国内外官方及客户拜访/审计数量 (2017-2019)	13
图 17: 全球三大市场用药量 (亿 DDD)	14
图 18: 全球药品市场规模及增速 (以恒定美元计算, 十亿美元)	14
图 19: 前五大客户收入占比 (2012-2019)	14
图 20: 公司现有产能、在建产能及待建产能情况	15
图 21: 公司成熟品种、已完成研发及工艺验证的产品和正在研发产品 (截至 2021 年 2 月)	16
图 22: 公司收入拆分 (按产品, 百万元, 2014-2019)	17
图 23: 公司收入占比 (按产品, 2014-2019)	17
图 24: 主要产品毛利率以及综合毛利率 (2014-2020Q1)	17
图 25: 公司主要产品的市场占有率 (2017-2019)	17
图 26: 塞来昔布胶囊 (0.2g) 集采中标结果及公司原料药增量需求测算.....	18
图 27: 专利到期可能影响的原研药销售额 (十亿美元, 2012-2026)	19
图 28: 沙坦类专利到期后原料药稳步增长 (2013-2017, 吨)	19
图 29: 公司新产品的竞争优势	20
图 30: 可转债募投项目产品的研发进展.....	20
图 31: 可转债募投项目产品均为自主开发	20
图 32: 可转债募投项目产品客户反馈需求及销售金额测算.....	20
图 33: 可转债募投项目产品在全球各市场专利到期情况	20
图 34: 公司的收入拆分和预测 (2017-2024E)	22

表目录

表 1: 公司主要管理层具有台州医药化工企业任职经历, 行业经验丰富.....	7
表 2: 2020Q1-3 各原料药公司经营情况对比	10
表 3: 公司部分核心产品技术优势及相关专利情况	13
表 4: 同和药业可比公司及相对估值表.....	23
表 5: 绝对估值核心假设表	23
表 6: 现金流折现及估值表	24
表 7: 敏感性分析表.....	24
表 8: 各类绝对估值法结果汇总表.....	24

1、同和药业：高起点小而美，进入加速期

1.1、公司起点较高，管理层具有丰富行业经验

同和药业是一家小而美的原料药公司。同和药业 (SYNERGY) 成立于 2004 年，主要从事原料药的生产和销售，公司位于江西省宜春市奉新工业园区，距离南昌市区 55 公里 (约 1 小时车程)，工厂按照 GMP 标准兴建，装备有良好的厂房设施适应原料药产品生产的国际化要求。公司是全球瑞巴派特、加巴喷丁、醋酸芬酸和塞来昔布的重要供应商，主要产品均通过 NMPA、FDA、PMDA、MFDS 等官方机构的 GMP 检查，产品质量处在领先水平。

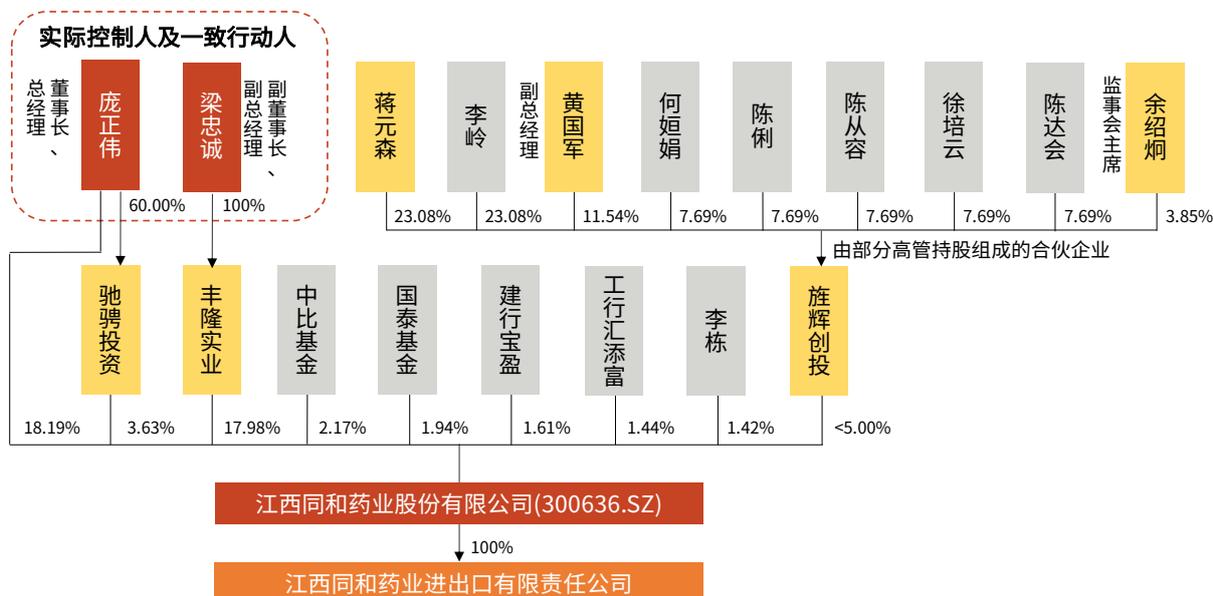
图 1：同和药业发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所绘制

实际控制人和一致行动人持股约 40%，主要高管均持有股份。截至 2021 年 2 月，庞正伟先生直接持有和通过驰骋投资平台间接持有公司 21.82% 股权，梁忠诚先生 (LEUNG Chung Shing) 通过丰隆实业间接持有 17.98% 股权，两人合计持股约 40%，为公司的实际控制人和一致行动人。蒋元森、黄国军、余绍炯等公司部分高管通过持股平台旌辉创投 (原名为“金辉投资”) 于 2013 年通过增资入股。

图 2：同和药业股权结构图 (截至 2021 年 2 月)



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所绘制

从台州到江西，管理层具有丰富行业经验。公司董事长兼总经理庞正伟先生曾任海门制药厂 (海正药业前身) 抗癌药车间技术员，台州中业医药化工有限公司总经理等职务。副董事长、副总经理梁忠诚先生历任 DICONEX LTD. 销售主任，ROSAN PHARM LTD. 销售经理，SANIVER LTD. 总经理等职务。台州是中国原料

药重要生产基地，公司其他高管如董事蒋元森、黄国军、蒋慧纲、监事会主席余绍炯均曾在台州医药化工企业任职，具有丰富的行业经验。

表 1：公司主要管理层具有台州医药化工企业任职经历，行业经验丰富

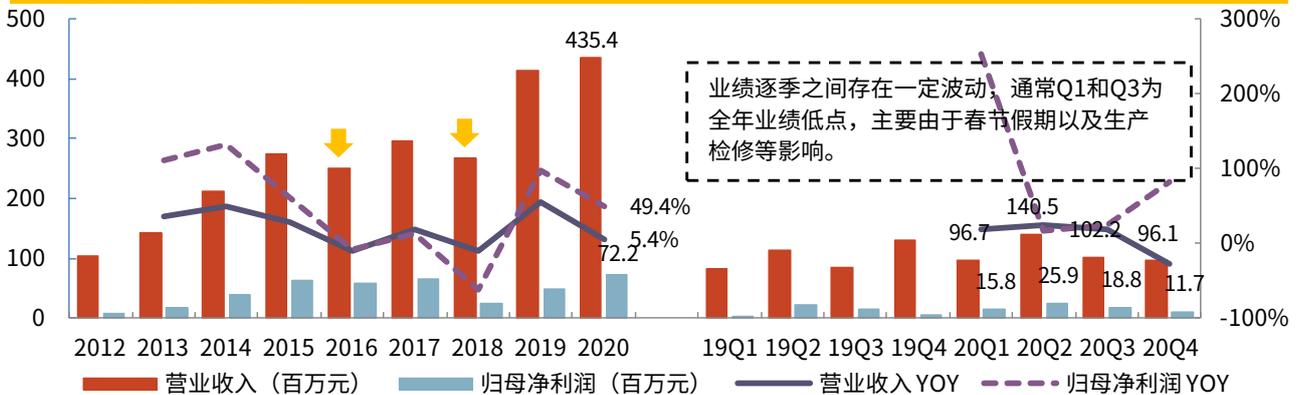
姓名	职务	出生年份	学历	主要经历
庞正伟	董事长, 总经理	1962	本科	工程师, 历任浙江海门制药厂抗癌药车间技术员, 浙江海门橡胶一厂生产技术科科长、副厂长, 浙江东大集团董事、医药化工部经理, 台州中业医药化工有限公司总经理。2005 年 4 月至今任公司董事长、总经理。
梁忠诚	副董事长, 副总经理	1965	本科	中国香港居民, 历任 DICONELTD. 销售主任, ROSANPHARMLTD. 销售经理, SANIVERLTD. 总经理。2005 年 6 月至今任公司副董事长及丰隆实业董事, 其中 2011 年 2 月至今还兼任公司副总经理。
蒋元森	副总经理	1963	本科	正高级工程师, 历任台州市椒江化工二厂副厂长, 台州进出口商品检验局、台州出入境检验检疫局化验室主任。2005 年至 2011 年任公司副总经理, 2011 年至今任公司董事兼副总经理。宜春市学科带头人, 从事药物合成、检测分析和质量管理工作 30 余年, 负责或参与申请多项发明专利, 其中已授权 8 项; 曾获得江西省科技进步奖 3 项, 宜春市科技进步奖 4 项。
黄国军	副总经理	1964	本科	高级工程师, 历任浙江工学院建德防腐设备有限公司技术科长, 浙江省新安江车闸总厂新产品开发部经理, 建德市科技实验厂研发部主任, 台州泉丰医药化工有限公司新产品开发部主任。2005 年至 2015 年 2 月任公司董事兼副总经理, 2015 年 2 月至 4 月任公司副总经理, 2015 年 4 月至今任公司董事兼副总经理。负责或参与申请多项发明专利, 其中已授权 4 项; 曾获得省科技进步奖 2 项, 市科技进步奖 2 项。
周志承	副总经理, 董事会秘书	1972	硕士	工商管理硕士, 经济师, 先后担任江西水泥厂销售公司副经理、办公室副主任、江西万年青水泥股份有限公司劳动人事部副部长、证券部部长, 江西仁和制药有限公司副总经理, 江西赣锋锂业股份有限公司副总裁、董事会秘书、贝谷科技股份有限公司副总裁、董事会秘书。2014 年 3 月至今任公司董事会秘书, 2015 年 2 月至今兼任公司副总经理。
胡锦桥	财务负责人	1983	本科	本科学历, 高级会计师。先后在广东汉滨公司、高安市公安局工作, 2004 年至 2015 年先后担任公司财务部会计、财务部副经理。2015 年 2 月至今任公司财务负责人。
蒋慧纲	董事	1973	大专	高级工程师, 毕业于浙江台州师范专科学校, 精细化工专业。曾任职于浙江海翔药业, 浙江新东海医药有限公司, 江西畅成药业有限责任公司, 江苏南翔药业有限责任公司, 从事技术, 研发工作。2009 年至今任公司研发部经理, 自 2015 年 2 月开始担任公司监事会主席。其担任本公司监事的任期为 2015 年 2 月至 2018 年 2 月。蒋慧纲先生是江西省科技厅专家库成员, 国家博士后科研工作站主任, 江西省特色原料药工程技术研究中心主任, 从事药物合成及管理工作 20 余年, 负责或参与申请多项发明专利, 其中已授权 11 项; 曾获得省科技进步奖 3 项, 市科技进步奖 3 项。
余绍炯	监事会主席, 监事	1963	大专	工程师, 历任浙江海门制药厂技术员, 设备动力科副科长, 科长, 浙江海正药业股份有限公司装备工程部总监, 海正药业南通有限公司设备总监, 2017 年 6 月至今, 任江西同和药业股份有限公司工程部经理。

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

1.2、 纵向对比：经营指标稳中向好，盈利拐点到来

图 3：同和药业营业收入和归母净利润（2012-2020，19Q1-20Q4）

> 2016年业绩下滑主要由于公司第二次EU-GMP现场检查未获通过，部分品种被欧洲药品质量监督局（EDQM）专家委员会暂停CEP证书，从而影响其销售。
 > 2018年业绩下滑主要由于部分产品上游企业受环保压力停业整顿造成部分原料供应短缺，导致公司部分装置开工不足，销售交货推迟；部分上游原料市场供应紧张导致原料价格上涨等。因此，公司部分产品销售数量、销售单价有所下滑。
 > 2020公司收入增速放缓，主要由于：1) 老产品加巴喷丁工艺变更，各国报批需要一定时间，因此销售较2019年减少；2) 部分生产装置改造，增加生产品种，影响部分老品种的生产及销售。需要注意的是，其毛利率增长较快，主要由于其新产品毛利率较老产品高。



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所绘制; 注: 2020 年业绩来自业绩快报。

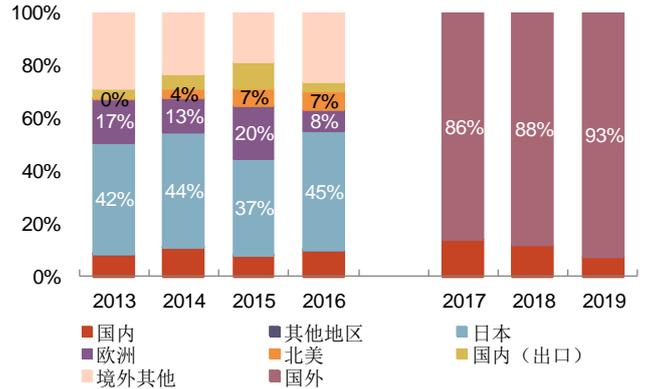
公司营业收入和归母净利润呈现稳步增长的趋势。公司业绩快报数据显示，2020年，公司实现营业收入4.35亿元（+5.41% YOY），实现归母净利润7217万元（+49.39% YOY）。20Q3以来营业收入增速放缓主要由于20Q3对一厂区部分车间进行技改，新增部分新产品的产能，也在客观上影响了一厂区原有品种的生产；同时，公司对老产品加巴喷丁进行了技改，技改完成后需官方对变更进行审批，下游制剂客户也需要向官方做变更申报（2021年可陆续获得批准），导致公司2020年下半年销售额有所减少。总的来看，公司的营业收入和归母净利润呈现稳步增长的趋势。

图4：主营业务收入划分（按照产品划分，2013-2019）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图5：主营业务收入划分（按照地区划分，2013-2019）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所。境外其他主要包括韩国、巴基斯坦、土耳其、印尼、印度等国家；国内（出口）主要包括办公地点在国内自贸区、保税区公司通过报关方式实现销售的业务。

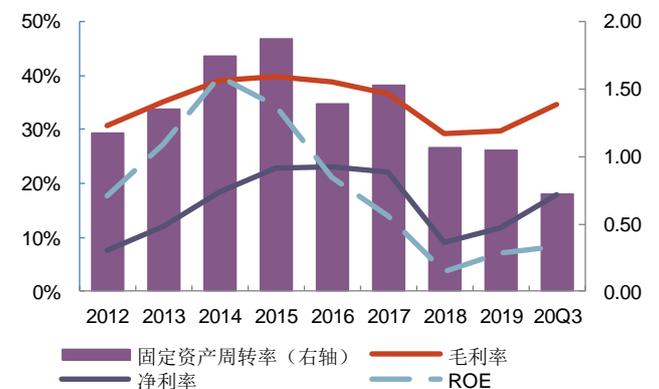
和而不同，高起点高标准铸就高品质。与国内众多原料药企业发展早期以中间体和规范市场业务为主的模式不同，公司上市初期就主要生产原料药，并主攻欧美日韩规范市场。2013-2019年，公司原料药业务收入占主营业务始终接近90%；海外收入占比约为90%，欧美日韩等规范市场收入占比约为60%。日本是高端规范市场，其对原料药质量管理体系和纯度等方面的要求比欧美高很多，公司高起点严要求不断优化生产，使得日本市场成为公司销售最大的市场，平均占比达到40%以上。公司的企业管理严格、GMP体系良好，接近日本企业精益生产管理，立志“让化学合成的现场像珠宝店一样干净漂亮”，在研发生产高品质原料药方面建立了出众能力。

图6：公司的费用及费用率情况（百万元，2012~20Q1-3）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图7：公司的盈利能力（2012~20Q1-3）

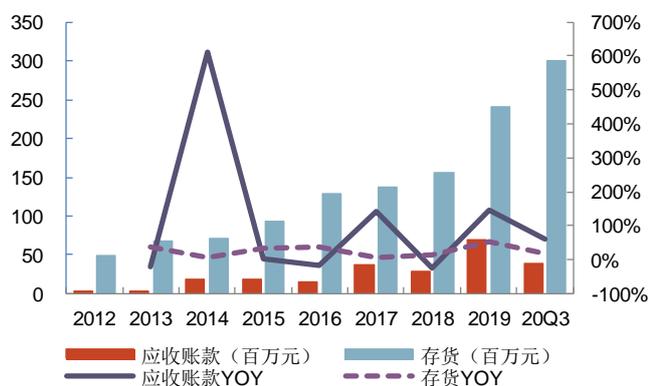


资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

费用率总体呈现下降趋势。公司四大费用率从 2012 年的 24.9% 下降到 20Q1-3 的 15.7%，费用总体控制良好。2018 年，管理费用大幅增加主要由于人员工资及车间停产检修费用增加，研发费用大幅增加主要由于人员工资及研发项目成本增加。

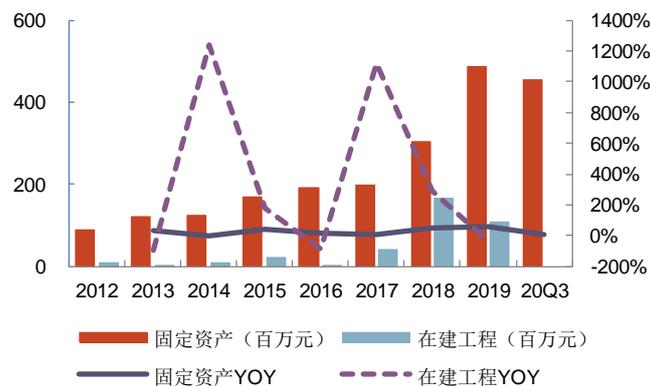
盈利水平开始回升，仍有较大空间。随着 IPO 募投产品的逐渐释放，公司的产能利用率（固定资产周转率）有所下降，导致盈利水平的下滑。2019 年以来，随着公司现有产能利用率的不断提升，公司的毛利率、净利率和 ROE 有望不断提升。我们认为，随着公司老产品技改完成、产能利用率继续提升，公司的盈利能力仍有较大提升空间。

图 8：公司的应收账款及存货（2012~20Q1-3）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 9：公司的固定资产及在建工程（2012~20Q1-3）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

应收账款和存货可作为前瞻指标，预示公司未来收入增长。2019 年，公司的应收账款大幅提升主要由于收入规模增加，存货大幅增加主要由于 IPO 募投项目生产线投产原料采购及相应库存增加所致。公司存货主要以产成品为主，多用途或多功能车间生产的常规产品和新产品通常要做好充足的储备以满足客户的即时需求或后续增加新的需求量，故在多用途或多功能车间生产的品种会出现跨期储存跨期销售的情形。随着公司研发生产的新产品品种数量不断增加，存货余额也相应增加。存货可用来提示公司未来收入增长以及新产品放量情况。目前母公司在手订单充足，产能和存货等可逐渐消化。

1.3、 横向对比：同和有望成为下个 10 年复合增速最快的原料药公司之一

我们将 2020 年前三季度各家原料药公司的主营业务情况、费用率、盈利能力、产能建设等情况进行横向比较。公司的产品储备丰富且主要涵盖降压类、降糖类、抗血栓类等慢病重磅品种，规范市场注册认证能力强。新产能投建为新产品放量打下基础，随着产能利用率的不断提升，公司的盈利水平有较大提升空间。我们认为，公司有望成为下个 10 年复合增速最快的原料药公司。

表 2：2020Q1-3 各原料药公司经营情况对比

	华海药业	普洛药业	仙琚制药	天宇股份	美诺华	博瑞医药	同和药业	奥翔药业
1. 主营业务情况								
主要产品情况	精神类（左乙拉西坦、帕罗西汀、多奈哌齐等）；沙坦类（缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦等）；普利类（卡托普利、依那普利、赖诺普利等）；抗真菌、关节炎、类风湿性关节炎等也在积极拓展	产品覆盖感染类、抗病毒类、心脑血管类、抗肿瘤类、精神类以及兽药等多个领域；原料药产品包括头孢克肟、金刚烷胺、氧氟沙星、（伪）麻黄碱等	皮质激素类（地塞米松、泼尼松、曲安西龙）、性激素类等	沙坦类（缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦、奥美沙坦、坎地沙坦），抗哮喘类，抗病毒类；储备产品主要包括抗血栓类（依度沙班、利伐沙班、达比加群酯等）、降糖类（达格列净、卡格列净等）等	降压类（缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦等）、降血脂类（瑞舒伐他汀、阿托伐他汀等）、抗血栓类（氯吡格雷）、中枢神经类（文拉法辛、度洛西汀等）、胃肠道类等	抗毒（恩替卡韦）、抗真菌（卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、泊沙康唑）、抗凝血（阿加曲班、磺达肝癸钠）、免疫类（吡美莫司）	抗癫痫（加巴喷丁）、胃肠道类（瑞巴派特）、消炎类（塞来昔布、醋氯芬酸）、抗高血压类（坎地沙坦酯、替米沙坦等）等，此外公司还储备了	肝病类（恩替卡韦等）、抗菌类（西他沙星、泊沙康唑等）、呼吸系统类（普伦司特）、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、痛风类、抗肿瘤类等
注册认证情况	88 个 US DMF, 44 个 EU CEP	28 个 US DMF, 12 个 EU CEP	16 个 US DMF, 11 个 EU CEP	11 个 US DMF, 7 个 EU CEP	3 个 US DMF, 8 个 EU CEP	25 个 US DMF, 1 个 EU CEP	15 个 US DMF, 6 个 EU CEP	10 个 US DMF, 1 个 EU CEP
营业收入 (百万元)	4870.6	5810.6	2933.7	2004.1	948.2	510.5	339.3	301.9
营业收入 YOY	21.4%	7.3%	5.9%	26.6%	11.4%	62.9%	20.6%	48.4%
海外收入占比	61.4%	43.8%	33.2%	70.4%	~80%	~50%	~90%	~75%
归母净利润(百万元)	840.5	630.1	358.5	577.9	141.0	121.7	60.5	66.2
归母净利润 YOY	64.2%	46.0%	23.3%	30.1%	10.2%	90.9%	44.5%	31.6%
2. 未来业绩增长情况								
应收账款 (百万元)	1,633.8	1,066.2	852.1	394.2	153.4	173.2	38.7	53.5
应收账款 YOY	9.2%	-5.0%	2.7%	9.8%	-7.0%	38.3%	58.9%	-6.8%
存货 (百万元)	2,380.7	1,027.7	722.9	905.3	431.9	231.1	299.7	189.9
存货 YOY	7.6%	18.3%	6.6%	26.4%	-0.1%	57.6%	17.1%	2.6%
3. 费用率								
销售费用率	16.2%	7.1%	26.9%	2.2%	1.6%	2.1%	2.9%	1.8%
管理费用率	14.2%	4.7%	8.9%	13.2%	12.0%	9.0%	3.5%	14.6%
研发费用率	7.8%	4.7%	4.5%	5.9%	3.7%	18.4%	6.7%	14.2%
财务费用率	3.2%	0.6%	1.5%	0.9%	2.3%	0.1%	2.6%	1.1%
综合费用率	41%	17%	42%	22%	20%	30%	16%	32%
4. 盈利能力								
毛利率	63.8%	28.2%	58.3%	54.8%	37.8%	58.2%	34.7%	56.2%
净利率	18.2%	10.8%	12.9%	28.8%	15.9%	23.8%	17.8%	21.9%
ROE	14.3%	15.8%	11.7%	25.2%	9.8%	9.0%	8.3%	9.8%
5. 产能建设								
固定资产 (百万元)	2,884.4	1,781.4	1,626.5	1,115.1	678.7	226.8	455.7	199.6
固定资产 YOY	7.6%	-5.6%	34.3%	43.8%	53.9%	3.0%	8.9%	15.9%
固定资产周转率	1.69	3.16	1.91	1.95	1.42	2.25	0.72	1.63
在建工程 (百万元)	1,088.1	161.9	330.4	177.3	297.0	76.0	141.4	38.2
在建工程 YOY	10.1%	-2.0%	-42.0%	-26.1%	-7.3%	/	17.6%	-30.4%

资料来源：WIND，公司公告，光大证券研究所；注：海外收入占比和在建工程的统计口径为 2020 年 6 月 30 日

公司产品储备充足，规范市场注册认证能力强。同和药业的海外收入占比约 90%，在可比公司中占比最高，而且主要以规范市场为主，其规范化生产程度高。公司具有丰富的产品储备，主要涵盖精神类、降压类、降糖类、抗血栓类等众多慢病重磅品种，目前已获得 15 个美国 DMF 文号，6 个欧盟 CEP 文号，且有多多个品种仍在申报中，为后续快速放量打下基础。

费用率控制在较低水平。2020 年前三季度，公司整体费用率为 16%，与可比公司相比处在低位，展现出公司良好的精益生产、成本控制能力。

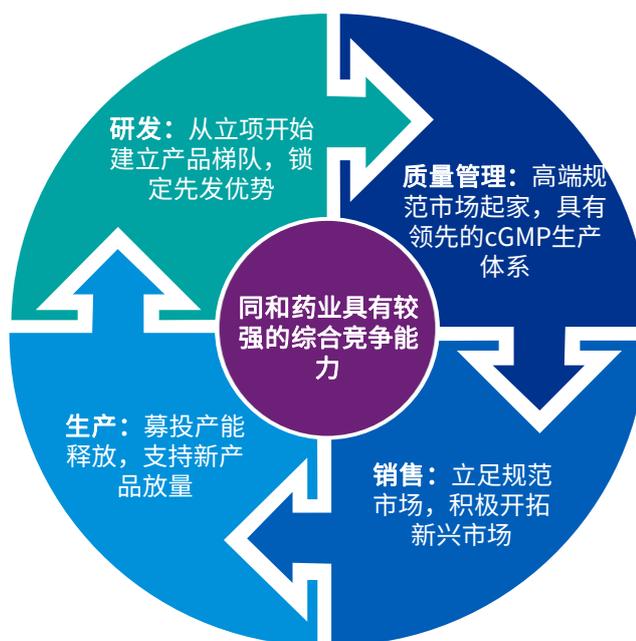
盈利能力仍有较大提升空间。2020 年前三季度，公司毛利率、净利率和 ROE 分别为 34.7%、17.8%、8.3%，与可比公司相比，盈利能力处于较低水平，主要由于公司主要产品（如加巴喷丁）工艺改进影响生产，产能利用率较低导致。截止 20Q3，公司的固定资产周转率只有 0.72，相对可比公司处在较低位置，我们认为，随着公司一厂区产能利用率不断提升，固定资产周转率有望不断提升，带动盈利水平的不断提升。

新产能建设仍在进行中，为新产品放量打下基础。不同于其他原料药企在建工程规模同比下降，公司 2020H1 的在建工程规模为 1.41 亿元，同比增长+17.6%，主要系二厂区一期建设，新产能建设投产为新产品放量打下基础。

2、公司具有较强的综合竞争能力

公司以高端规范市场销售为主，在研发、销售、生产、质量管理等核心环节没有明显短板，具备综合性的核心竞争能力。

图 10：同和药业具有较强的综合竞争能力



资料来源：光大证券研究所绘制

2.1、研发：从立项开始建立产品梯队，锁定先发优势

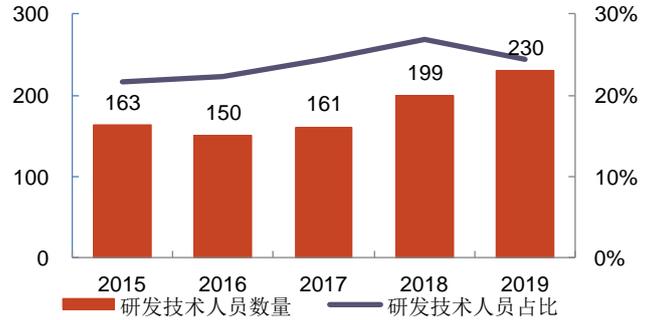
研发支出占营业收入比重显著提升，研发技术人员种类齐全。公司是技术驱动型的原料药企，重视研发投入，研发支出从 2012 年的 657 万元提升至 2019 年的 3633 万元，上市后公司加大研发投入力度，研发支出占比显著提升，2019 年达到 8.8%。截止 2019 年底，公司研发技术人员为 230 人，研发技术人才种类齐全，涵盖市场专利追踪，先进技术前瞻性研究，新工艺开发优化，质量监测，国内外注册认证等主要方面。

图 11: 研发支出及占营业收入的比重 (2012-2019)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 12: 研发技术人员数量及占比 (2015-2019)



研发技术人才种类齐全, 覆盖市场专利的追踪分析, 先进技术前瞻性研究, 新工艺研发优化, 质量检测杂质分析, DMF文件编写, 国内外注册认证。
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所。

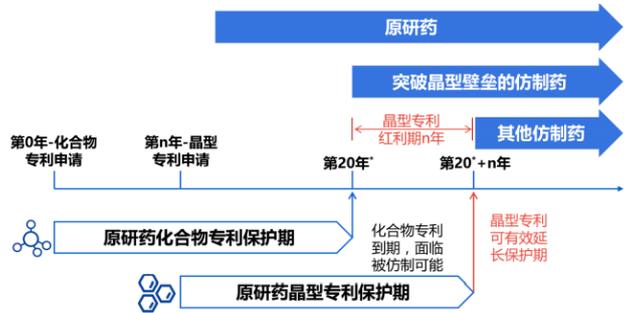
产品立项以市场价值和客户需求为导向, 研发成果可有效转化为收入。研发项目的优劣直接影响公司研发成果的转化和产品的市场开拓, 公司重视项目选题立项, 挑选具有前瞻性和高技术壁垒的优质研发项目, 具有科学的立项流程。对于前瞻性较强的产品项目, 研发部门会在立项前与全球大型药企联系, 征求他们对该产品的研发意向, 该意向是立项委员会重点考虑的因素之一。研发成功后, 第一时间向潜在客户提供样品, 经其确认质量合格后, 入围合格供应商。研发立项前的反复论证以及研发过程中与客户的积极联络, 都保证了研发成果能够有效转化为收入。公司往往提前 10 年开始进行立项, 并在此过程中完成工艺优化及客户研发申报支持, 进入下游客户第一或第二供应商, 厚积薄发, 抢占先发优势。

图 13: 公司的研发立项模式



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 14: 药品专利保护及布局时间窗口



资料来源: 晶云药物招股说明书, 光大证券研究所

工艺水平领先, 具备全球竞争能力。同一产品的不同工艺水平是原料药企核心竞争力的体现。公司具有多项全球领先的工艺水平和技术, 如手性诱导技术、不对称还原技术、绿色合成技术、催化技术和特定反应器技术。公司的主要品种均具有独立自主的工艺技术, 不断进行现有产品工艺路线的创新和改进, 大胆尝试创新的非专利路线或使用更加环保的初始物料; 同时严格控制原材料质量与采购价格, 提高公司整体运作效率, 从而控制生产成本。公司的几大主要品种(醋氯芬酸、瑞巴派特、塞来昔布和加巴喷丁等) 均占据全球领先的市场份额。以瑞巴派特为例, 公司开发了全新的工艺对其进行制备, 最终产品质量规格远超日本药典的要求, 特别是杂质含量远低于日本药典的要求(日本药典要求总杂质含量≤0.4%, 公司可达到总杂质含量≤0.2%), 客户认可度非常高。IQVIA 数据显示,

2019 年全球瑞巴派特原料药消耗量为 344.5 吨，公司销量为 174.7 吨，市场占有率为 50.7%，占据全球第一市场份额。

表 3：公司部分核心产品技术优势及相关专利情况

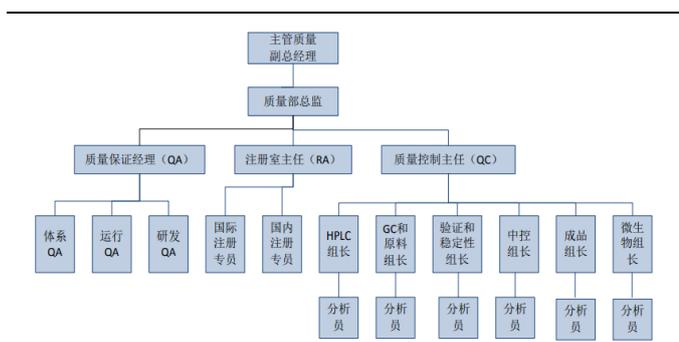
产品名称	公司技术优势	相关专利（专利号）	专利期起	专利期止
瑞巴派特	1. 除杂效果好，杂质含量远低于日本药典的要求（日本药典要求总杂质含量≤0.4%，公司可达到总杂质含量≤0.2%），客户认可度非常高； 2. 采用钾盐精制法，避免使用 DMF、二氯甲烷等溶剂，降低成本，减少三废排放，实现绿色生产。	瑞巴派特中间体的制备方法（ZL201110053023.5）	2011.3.7	2031.3.6
		瑞巴派特的精制方法（ZL201110053026.9）	2011.3.7	2031.3.6
加巴喷丁	1. 产品质量优：霍夫曼降解反应和精制工艺（包括母液的回收使用）是该产品的关键技术，产品质量远优于 EP、USP 等主流市场药典的要求，确保顺利获得欧盟 CEP 证书。 2. 溶剂及母液料得以充分回收利用，显著减少排放，降低成本，具有成本优势。	高纯度加巴喷丁的制备方法（ZL200810041860.4）	2008.8.19	2028.8.18
		一种连续制备加巴喷丁的方法（ZL201710265987.3）	2017.04.21	2038.4.20
塞来昔布	1. 创新性地加入一种特型催化剂，缩短反应时间，提高产品转化率和产品质量（纯度 99.95%以上）； 2. 催化剂反应温和，安全性高，生产成本低，无不良环境因子生产，易于实现工业化生产等优点。	/	/	/
		缩合反应中创新性加入相转移催化剂，极大的提高了反应转化率和产量，使产品具有很强的市场竞争性；目前发行人是国内醋氯芬酸原料药的主要生产厂家	/	/
醋氯芬酸	缩合反应中创新性加入相转移催化剂，极大的提高了反应转化率和产量，使产品具有很强的市场竞争性；目前发行人是国内醋氯芬酸原料药的主要生产厂家	/	/	/
替米沙坦	1. 缩合反应中使用催化剂，提高反应转化率，缩短了反应时间； 2. 水解/游离步骤中采用甲酸作为调酸剂，使产品收率和质量得到大幅度提高； 3. 将基因毒性杂质 J 控制在限度以下，产品纯度高； 4. 产品反应溶剂较单一，突破了传统工艺对高沸点溶剂的依赖，使成品中无溶剂残留问题。	一种替米沙坦的精制方法（ZL201010182398.7）	2010.05.25	2030.5.24
			一种三苯基地沙坦的制备方法（ZL201210181215.9）	2012.06.05
坎地沙坦酯	1. 有效控制杂质，产品质量高； 2. 缩合反应中使用催化剂，大幅提高反映转化率； 3. 回收溶剂，降低成本，减少排放。	一种三苯基地沙坦的制备方法（ZL201210181215.9）	2012.06.05	2032.6.4

资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所

2.2、质量管理：领先的 cGMP 管理体系，具备规范市场先发优势

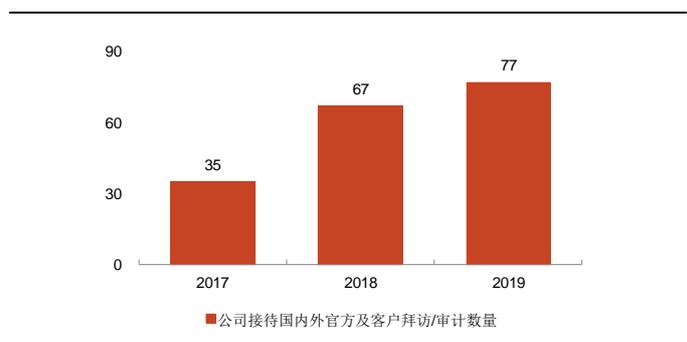
公司具有国内领先的 cGMP 质量管理体系，建立对规范市场客户的先发优势。在关联评审制度下，下游制剂客户对原料药质量要求严格，公司成立初期以高端规范市场——日本起家，日本市场对产品质量和纯度、质量管理体系和生产现场的清洁卫生要求严格。在与规范市场客户的合作中，公司的 cGMP 体系、EHS 体系和项目管理能力均有了系统性提升，自身综合管理能力大大加强。公司严格按照 cGMP 规范建立了一套质量管理体系，并确保整个生产质量管理工作贯彻执行。公司主要产品先后通过中国 CDE、欧盟 EQDM、美国 FDA、日本 PMDA、韩国 MFDS 等机构的注册认证，拥有多国 GMP 证书或通过现场 cGMP 检查。2017-2019 年，公司分别接待国内外官方及客户拜访/审计 35/67/77 次，均顺利通过。我们认为，公司具有国内领先的 cGMP 生产体系，在与欧美日韩等规范市场客户的合作中具有建立起先发优势。

图 15：公司具有独立的质量管理部门



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 16：公司接待国内外官方及客户拜访/审计数量（2017-2019）

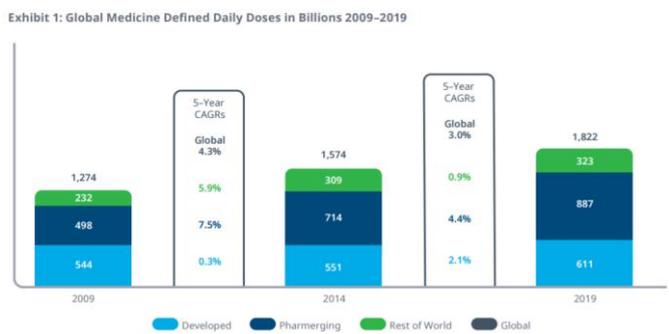


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3、销售：立足规范市场，开拓新兴市场

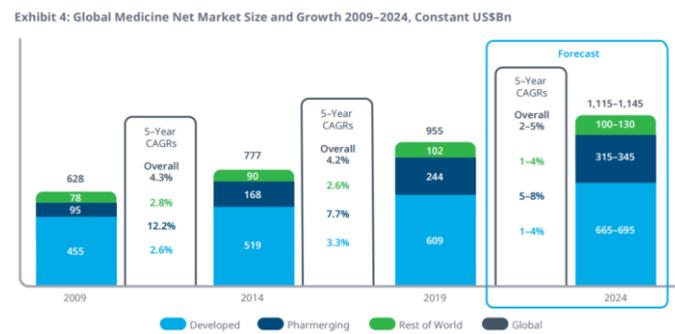
发达国家药品市场规模最大，新兴市场国家增速最快。IQVIA 数据显示，2019 年，新兴市场（主要是一些非规范市场和半规范市场）用药量为 8870 亿 DDD（限定日剂量），用药量占比最大，但考虑到其人口数量，人均用药量相比发达国家仍有较大提升空间；发达国家（多为规范市场）药品市场规模最大，在 2019 年达到 6090 亿美元，占比超过 64%，但是增速较慢（2019-2024 CAGR 1-4%）；新兴市场增速最快（2018-2024 CAGR 5-8%），其市场占比从 2019 年的 26% 提升至 2024 年的 28-30%。我们认为，随着新兴市场经济发展水平的不断提升，其未来将成为重要的增量市场。

图 17：全球三大市场用药量（亿 DDD）



资料来源：IQVIA，光大证券研究所；注：DDD 表示药物的限定日剂量

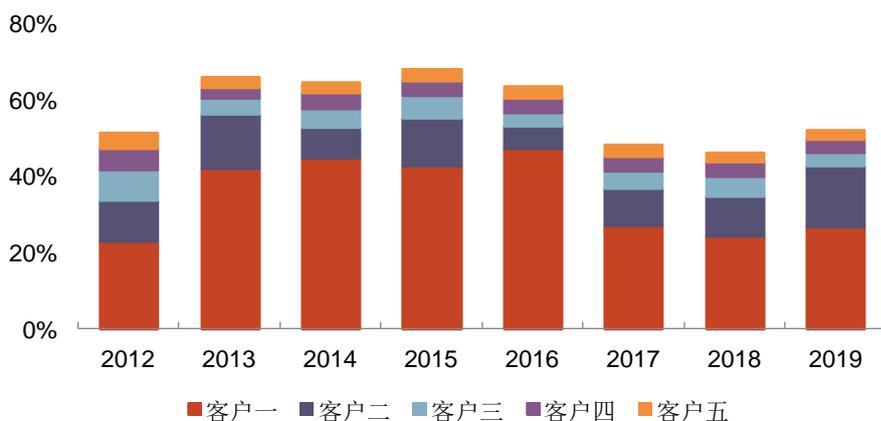
图 18：全球药品市场规模及增速（以恒定美元计算，十亿美元）



资料来源：IQVIA，光大证券研究所

立足规范市场，开拓新兴市场。公司以高端规范市场业务起家，逐渐建立起领先的 cGMP 质量管理体系。2017-2019 年，公司出口收入占比超过 85%，来自欧盟、北美、日本及韩国等主要规范市场的销售收入占主营业务收入的 60% 以上。此外，新兴市场是未来药品销售的重要增量市场，通常来说，新兴市场没有专利保护的限制并且药品注册周期较短，许多新产品首先在新兴市场进行商业化销售。公司未来计划到更多新兴市场国家进行客户走访与销售，抢占巨大增量市场。公司客户结构不断完善，前五大客户收入占比从 66%（2013-2016 年）下降到 49%（2017-2019 年）。

图 19：前五大客户收入占比（2012-2019）



资料来源：WIND，公司公告，光大证券研究所

把握国内药政改革机遇，扩展产品的国内销售。随着国内关联审评审批制度、一致性评价和集采制度的出台以及对 GMP 管理规范要求的不断升级，国内药政法

规逐渐向规范市场靠拢，国内制剂企业与同和药业这类符合国际高端市场 GMP 管理标准的原料药制造企业合作的意愿大为提高。公司正在进行联合申报国内注册，2020 年公司有 7 个品种（替格瑞洛、利伐沙班、维格列汀、阿哌沙班、米拉贝隆、非布司他、加巴喷丁）与制剂公司进行联合申报国内注册，预计 2021 年上述产品能够陆续获批并实现商业化销售。另外，公司计划在 2021 年继续提交 8 个品种（瑞巴派特、醋氯芬酸、阿齐沙坦、恩格列净、卡格列净、依度沙班、达比加群酯、富马酸沃诺拉生等）的国内注册申报文件。2020 年 7 月，公司塞来昔布原料药通过 CDE 审批，采用本公司原料药的两家制剂厂家在集采中标的四家企业中排在第一和第二位，公司其他品种如果完成国内注册，预计国内销售也会有较明显的增加。

2.4、生产：募投产能逐渐释放，支持新产品放量

产能建设稳步推进。公司于 2017 年通过 IPO 方式募集资金 2.89 亿元，用于建设“年产 800 吨加巴喷丁、10 吨达比加群酯、30 吨阿扎那韦、150 吨醋氯芬酸、150 吨塞来昔布、33 吨沙坦类中间体新、改、扩建设项目”（一厂区），于 2020 年通过发行可转债募集资金 3.6 亿元用于建设“年产 100 吨 7-甲氧基萘满酮、30 吨利伐沙班等原料药及 20 亿片（粒）口服固体制剂项目”（二厂区）一期工程，即布置年产 10 吨替格瑞洛、5 吨米拉贝隆、50 吨维格列汀及 30 吨 7-甲氧基萘满酮的生产线及配套设施。

图 20：公司现有产能、在建产能及待建产能情况

一厂区				二厂区			
序号	产品名称	产量	相关车间情况	序号	产品名称	产能	相关车间情况
1	加巴喷丁	1000吨/年	合成车间四生产200吨/年； 合成车间七、八生产800吨/年	1	7-甲氧基萘满酮	100吨/年	生产车间8（加氢工序）； 生产车间10
2	醋氯酚酸	150吨/年	合成车间二生产50吨/年； 合成车间三生产50吨/年； 合成车间十一生产50吨/年	2	米拉贝隆	20吨/年	生产车间8（加氢工序）； 生产车间9
3	塞来昔布	150吨/年	合成车间十一生产150吨/年	3	替格瑞洛	20吨/年	生产车间11
4	瑞巴派特	150吨/年	主要在专用车间生产	4	维格列汀	50吨/年	生产车间10
5	坎地沙坦酯	25吨/年	合成车间三生产25吨/年； 其中合成车间十二生产CDS-7	5	阿哌沙班	10吨/年	预计在二期建设
6	达比加群酯	10吨/年	合成车间九生产10吨/年	6	利伐沙班	30吨/年	预计在二期建设
7	替米沙坦	100吨/年	合成车间一生产100吨/年	7	盐酸文拉法辛	100吨/年	预计在二期建设
8	阿扎那韦	30吨/年	合成车间十生产30吨/年	8	达比加群酯	30吨/年	预计在二期建设
9	盐酸文拉法辛	30吨/年	合成车间二生产30吨/年	9	加巴喷丁胶囊	6.5亿粒/年	预计在三期建设
合计		1645吨/年		10	加巴喷丁片	2.0亿片/年	预计在三期建设
注：目前，公司加巴喷丁、瑞巴派特以及坎地沙坦酯中间体主要在专用车间生产，醋氯芬酸、塞来昔布主要在多用途车间生产，其他产品均在多功能车间生产。				11	盐酸文拉法辛缓释胶囊	6.0亿粒/年	预计在三期建设
				12	醋氯芬酸片	5.5亿片/年	预计在三期建设
				合计		原料药&中间体：360吨/年 制剂：20亿片（粒）/年	

资料来源：“年产 100 吨 7-甲氧基萘满酮、30 吨利伐沙班等原料药及 20 亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程”环评报告，公司公告，光大证券研究所整理；其中，深灰色为现有产能，中灰色为在建产能，浅灰色为待建产能，截止 2021 年 2 月；注：一厂区产能情况为 2020 年技改前的情况，技改完成后主要品种产能有所增加，

一厂区技改完成，可支持 8 亿元收入。公司具有较强的生产制造能力，拥有 11 个合成车间，500 多个反应釜，单位体积从 50 立升到 20000 立升，总体积 300 多万立升。公司现有产能主要可分为专用车间、多用途车间（共线车间）和多功能车间。专用车间根据具体产品设计，所有工艺设备、管道、建筑平面、结构都按照确定的产品工艺来设计，只适用于生产特定产品，设备利用率高，产量大，能够实现较高的时空收率。IPO 募投项目于 2019 年 3 月建设完成，一厂区现有产能约为 1645 吨/年，部分品种产能利用率仍待提升。需要注意的是，2020 年公司对一厂区实施技改，将部分生产能力充裕的专用车间改成多功能车间，以承

接部分新品种（如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等）的前期生产需求，技改完成后可支持 8 亿元收入，预计一厂区产能利用率在 2021-2022 年将有较大提升。

二厂区建设稳步推进，承接新产品商业化生产需求。二厂区建设分为三期进行，其中一期 4 个合成车间预计在 2021 年底安装完毕，并于 2022 年进行调试、试生产与工艺验证等；二期将建设 7 个合成车间，2021 年中期开始土建，2022 年二季度开始进行调试与试生产；三期工程包括 4 个合成车间、2 个制剂车间，将于 2023 年开始建设。二厂区将主要承接新品种商业化生产需求，同时随着二厂区产能释放，公司将进一步扩大 CDMO 业务，并将在二厂区三期工程落成后开启制剂生产。需要注意的是，二厂区一期工程总投资 5.98 亿元，预计在 2022 年底转固，年折旧摊销费用约 4300 万，预计不会对 2022 年业绩产生较大影响。二厂区完全投产后，预计可支持 20 亿元收入。

3、产品迭代放量，开启 10 年高增长长期

图 21：公司成熟品种、已完成研发及工艺验证的产品和正在研发产品（截至 2021 年 2 月）

序号	产品名称	产品分类	原研药企	销售峰值 (达峰时间)	质量标准	专利到期情况	是否纳入集采 (第几批/否)	国内CDE申报 (登记号, 共审批结果)	国外DMF注册时间 (证书号, 状态)
1	加巴喷丁	抗癫痫/镇痛类	辉瑞	2800百万美元 (~2000)	EP/USP	2010年8月	第四批	2020年已递交 (Y20200001004, I)	美国: 2012年1月提交 (DMF #25825, A); 2020年1月新工艺提交 (DMF #34315, A); 欧盟: 2017年10月 (R1-CEP 2011-264-Rev 00, VALID); 2020年5月新工艺 (RO-CEP 2019-343-Rev 00, VALID); 中国台湾: 2018年8月; 韩国: 2012年8月; 印度: 2019年10月
2	塞来昔布	消炎类	辉瑞	2918百万美元 (2013)	EP/USP	中国: 2014年11月 美国: 2015年12月	第三批	2020年7月通过CDE审批 (Y20180000172, A)	美国: 2011年8月提交 (DMF #25582, A); 欧盟: 2019年7月 (R1-CEP 2012-404-Rev 00, VALID); 中国台湾: 2019年7月; 加拿大: 2011年10月; 韩国: 2019年8月; 日本: 2018年9月
3	瑞巴派特	胃肠道类	大家	350百万美元 (2009)	JP/JPC	2002年7月	否	2021年递交	美国: 2008年6月提交 (DMF #21700, I); 韩国: 2007年11月; 日本
4	醋氯芬酸	消炎类	Prodesfarma	52百万美元 (2009)	EP/BP	2005年	否	2021年递交	美国: 2010年9月提交 (DMF #24210, I); 欧盟: 2020年9月 (R1-CEP 2013-274-Rev 00, VALID); 韩国: 2012年9月
5	坎地沙坦酯	抗高血压类	武田	2096百万美元 (2009)	EP/USP	2012年6月	第二批		美国: 2010年3月提交 (DMF #23649, I) 欧盟: 2020年11月 (R1-CEP 2012-404-Rev 01, VALID) 韩国: 2019年10月
6	替米沙坦	抗高血压类	勃林格格朗翰	1955百万美元 (2012)	EP/USP	2014年1月	第四批		美国: 2010年9月提交 (DMF #24211, I); 欧盟: 2020年9月 (R1-CEP 2013-135-Rev 00, VALID)
7	文拉法辛	抗抑郁类	辉瑞	1718百万美元 (2010)	EP/CP	2008年6月	否	(Y20190007362, A)	
8	阿扎那韦硫酸盐	抗病毒类	百时美施贵宝	1569百万美元 (2011)	企标	中国: 2017年4月 美国: 2014年1月	否		
9	达比加群酯	抗血栓类	勃林格格朗翰	1712百万美元 (2019)	local GMP, WC	美国、巴西: 2021年12月; 欧洲、日本: 2023年2月	否	2021年递交	美国: 2018年4月提交 (DMF #32782, A)
10	替格瑞洛/替卡格雷	抗血栓类	阿斯利康	1581百万美元 (2019)	local GMP, WC	美国: 2024年10月; 韩国: 2021年11月; 俄罗斯: 2020年12月; 欧洲: 2024年12月 (14个国家), 其他已到期; 部分非规范市场: 无专利约束	第三批、第四批	2021年3月通过CDE审批 (Y20180000483, A)	美国: 2017年3月提交 (DMF #31620, A); 印度: 2020年3月
11	维格列汀	抗糖尿病类	诺华	1297百万美元 (2019)	local GMP, WC	欧洲、韩国: 2022年; 日本: 2024年; 美国、巴西: 已到期	第三批	2020年已递交 (Y20200000604, I)	美国: 2017年4月提交 (DMF #31663, A), EDMF available
12	米拉贝隆	泌尿类	阿斯泰来	1333百万美元 (2018)	local GMP, WC	美国、巴西: 2022年3月; 欧洲、日本: 2023年10月; 韩国、中国已到期; 部分非规范市场: 无专利约束	否	2020年已递交 (Y20200001228, I)	美国: 2017年4月提交 (DMF #31661, A)
13	阿戈美拉汀 (7-甲氧基萘满酮)	抗抑郁类	施维雅	预计2000百万美元+	local GMP	国内无化合物专利	否	2021年后递交	DMF processing
14	利伐沙班	抗血栓类	拜耳	4622百万美元 (2019)	local GMP, WC	欧洲: 部分2020年12月, 部分2023年10月; 韩国: 2021年10月;	否	2020年已递交 (Y20200000624, I)	美国: 2017年3月提交 (DMF #31601, A); 已申请欧洲CEP证书, 并在韩国和南美提交了注册申请
15	阿哌沙班	抗血栓类	百时美施贵宝	7929百万美元 (2019)	local GMP, WC	美国: 2022年9月	第三批	2020年已递交 (Y20200001005, I)	美国: 2018年4月提交 (DMF #32781, A)
16	非布司他	抗痛风类	帝人	463百万美元 (2018)	local GMP, WC	美国: 2019年3月	第三批	2020年已递交 (Y20200001229, I)	美国: 2018年4月提交 (DMF #32780, A)
17	恩格列净	抗糖尿病类	勃林格格朗翰	2411百万美元 (2019)	local GMP	美国: 2025年11月; 日本: 2030年3月	第四批	2021年递交	DMF processing
18	卡格列净	抗糖尿病类	强生	1407百万美元 (2016)	local GMP	美国: 2021年10月	第四批	2021年递交	DMF processing
19	阿齐沙坦	抗高血压类	武田	704百万美元 (2019)	local GMP	阿齐沙坦: 2013年 阿齐沙坦酯: 2025年	否	2021年递交	DMF processing
20	雷马沃沃诺拉	胃肠道类	武田	667百万美元 (2019)	local GMP	美国: 2026年8月	否	2021年递交	DMF processing
21	贝曲沙班	抗血栓类	波多拉	0.2百万美元 (2019)	local GMP	美国: 2022年6月	否	2021年后递交	DMF processing
22	克立硼罗	过敏性皮炎	安那卡	147百万美元 (2018)	local GMP	美国: 2023年3月	否	2021年后递交	DMF processing
23	罗沙司他	肾性贫血	瑛博进	预计2000百万美元+	local GMP	2024年6月	否	2021年后递交	DMF processing
24	雷西纳德	抗痛风类	阿斯利康	预计5-10亿美元	local GMP	2025年8月	否	2021年后递交	DMF available
25	布瓦西坦	抗癫痫类	优时比	236百万美元 (2019)	local GMP	美国: 2021年5月	否		
26	甲磺酸艾多沙班	抗血栓类	第一三共	预计5-10亿美元	local GMP	中国: 2022年	否		
27	氨甲环酸	凝血类			local GMP		否		

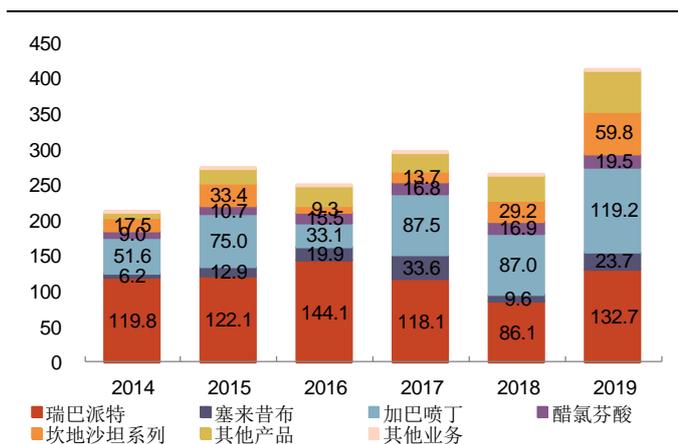
资料来源: 公司官网, 公司公告, 投资者关系活动记录表, FDA, EDQM, 光大证券研究所。其中, 深灰色为成熟品种, 中灰色为已经完成研发及工艺验证的产品, 浅灰色为正在研发产品。

产品进入集中放量期，抢占 200-300 亿原料药增量市场。公司凭借以市场价值和客户需求为导向的前瞻性立项，建立了丰富的产品梯队。截至 2021 年 2 月，公司拥有成熟品种、已验证品种和正在研发品种共 27 个，对应原研药全球销售峰值合计约为 400-600 亿美元（考虑到部分品种仍处于放量期），我们假设专利到期后仿制药价格为原研药价格的 20%，原料药占仿制药价格的 40%，则可带来约 200-300 亿人民币的原料药增量市场。公司主要成熟产品（瑞巴派特、塞来昔布、加巴喷丁、醋氯芬酸等）均为自主开发，且具有较高质量标准，占据全球领先市场份额，目前仍处于放量阶段。已完成研发及工艺验证的产品陆续进入集中放量期，公司部分储备产品（替格瑞洛、利伐沙班、阿哌沙班、依度沙班、维格列汀、恩格列净、卡格列净、非布司他、阿齐沙坦、米拉贝隆、富马酸沃诺拉生、阿戈美拉汀及中间体）等产品全球市场专利陆续到期或即将到期，已开启全球销售。我们认为公司有望凭借前瞻性的产品布局 and 比肩高端规范市场的质量标准快速抢占这一波原料药增量市场，成为下一个 10 年复合增速最快的原料药公司。

3.1、成熟产品：继续放量，国内销售有望增加

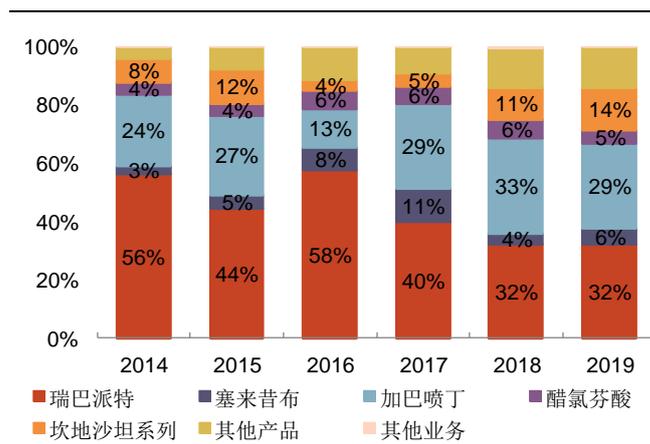
公司目前主要生产五大品种：加巴喷丁、塞来昔布、醋氯芬酸、坎地沙坦及沙坦类中间体、瑞巴派特，均开发了具有自主知识产权的专利技术。其中塞来昔布、醋氯芬酸和瑞巴派特占据全球第一的位置，加巴喷丁完成技改后市场份额有望进入全球前三，公司具有较强的综合竞争能力。

图 22：公司收入拆分（按产品，百万元，2014-2019）



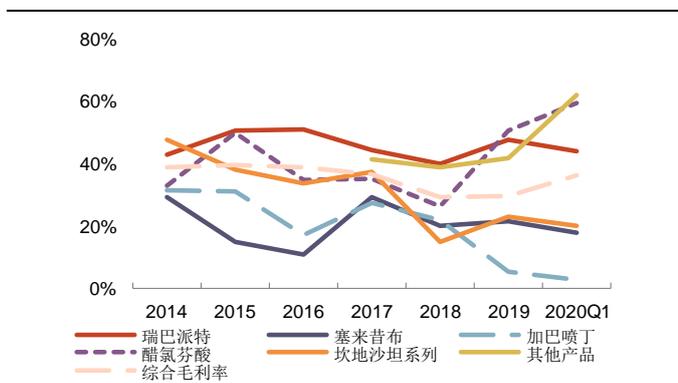
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 23：公司收入占比（按产品，2014-2019）



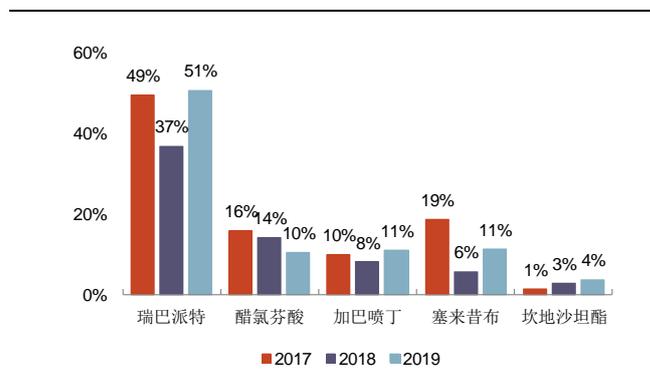
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 24：主要产品毛利率以及综合毛利率（2014-2020Q1）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 25：公司主要产品的市场占有率（2017-2019）



资料来源：公司公告，IMS health 数据，光大证券研究所

加巴喷丁：技改后放量带来收入和毛利率的双重提升。加巴喷丁为抗癫痫类药物，主要用于治疗癫痫以及双相障碍的辅助治疗，原研厂家为辉瑞。该产品于 1993 年经 FDA 批准上市，销售峰值一度突破 28 亿美元，其专利于 2010 年开始在全球陆续到期，仿制药产品目前仍处在快速放量阶段，带动原料药需求的快速增长。IMS health 数据显示，2019 年全球加巴喷丁原料药需求量为 3964 吨，公司销售量占比为 10.92%，目前仍处在放量阶段。2019 年，公司加巴喷丁收入为 1.33 亿元 (+54.1% YOY)，毛利率下降到 5.38%，主要由于 IPO 募投产能释放产能利用率低导致单位成本提高。我们预计，随着公司加巴喷丁技改的完成以及产能利用率的提升，加巴喷丁有望实现收入和毛利率的双重提升。

塞来昔布：国内销售有望率先打开，销量仍有大幅提升空间。塞来昔布（商品名为“西乐葆”）是全球首款也是处方量最大的选择性非甾体抗炎镇痛药（NSAIDs），主要用于抗炎、镇痛及退热作用，原研厂家为辉瑞。塞来昔布于 1998 年首次获 FDA 批准上市，2012 年获 NMPA 批准上市，其销售峰值在 2013 年达到 29.2 亿美元，其化合物专利于 2014 年 11 月在欧洲到期，公司与首批在欧洲获批准该产品仿制药上市的公司基本达成合作意向，开始放量。2020 年，公司的塞来昔布原料药通过 CDE 审批，已批准在国内上市制剂中使用。塞来昔布胶囊（0.2g）纳入第三批国家集采，于 2020 年 11 月开始陆续执行，采用公司原料药的 2 家制剂厂家在集采中标的 4 家企业中排第一和第二，为公司带来的增量需求为 27.5 吨，对应 1240 万元人民币的销售金额。我们认为，塞来昔布的国内销售有望率先打开。同时，该产品在日本市场也开始放量，美国、欧洲注册几年前已获批，其他市场还在陆续完成注册，未来塞来昔布销量还会有较大幅度的提升。

图 26：塞来昔布胶囊（0.2g）集采中标结果及公司原料药增量需求测算

序号	中标企业	中标价格 (元/粒)	约定采购量 (万片)
1	石药集团欧意药业	0.313	5193.0
2	青岛百洋制药	0.382	2459.3
3	四川国为制药	0.567	1990.3
4	江苏正大清江制药	0.683	1742.0

公司塞来昔布原料药增量需求测算

放大系数：1.8（实际采购量/约定采购量）

需求量：(5193.0+2459.3)万片*0.2g*1.8=27.5吨

对应销售金额：27.5吨*45万/吨=1240万元

注：采用公司原料药的2家制剂厂家在集采中标的四家企业中排第一和第二。

资料来源：上海阳光医药采购网，光大证券研究所

瑞巴派特：全球第一大供应商，收入有望保持稳步增长。瑞巴派特为治疗胃溃疡的一线用药，原研药企为日本大冢制药。该产品于 1990 年代初上市，其销售峰值约为 3.5 亿美元，化合物专利于 2002 年 7 月到期，下游需求保持稳定增长。公司的瑞巴派特产品采用钾盐精制技术合成，相比传统方法具有杂质低、溶剂全面回收的优点，产品品质在客户中认可度非常高。IMS health 数据显示，2019 年瑞巴派特原料药需求量为 344 吨，公司市场占有率为 50.71%，为全球第一大供应商。我们认为，随着下游客户仿制药产品使用量的不断提升，公司瑞巴派特的收入有望保持稳步增长。

醋氯芬酸：产能利用率仍有提升空间。醋氯芬酸是非甾体抗炎镇痛药一线用药，原研企业为 Prodesfarma 公司，于 1992 年在西班牙首次上市，其化合物专利于 2005 年到期。公司的醋氯芬酸原料药产品具有很强的市场竞争性，IMS health 数据显示，2019 年醋氯芬酸原料药需求量为 440 吨，公司市场占有率为 10.41%，是全球主要生产厂家之一。公司目前醋氯芬酸产能为 150 吨，由于下游客户分

布较为分散，公司通常对其进行阶段性生产，储备一定的库存，其产能利用率波动较大。2019年，公司醋氯芬酸的产能利用率为40%，仍有提升空间。

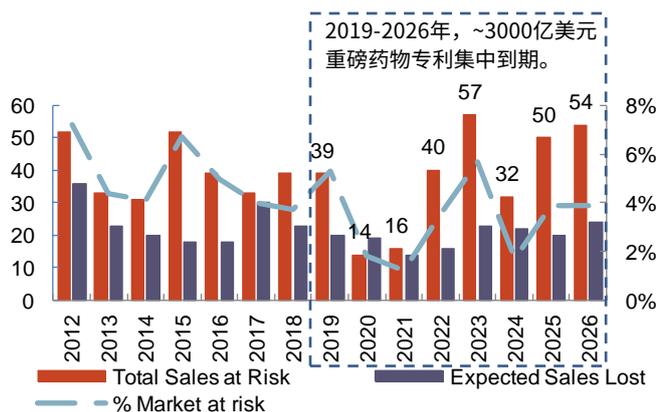
坎地沙坦系列：稳步增长，产能利用率高。坎地沙坦酯为治疗高血压的一线用药，原研厂家为日本武田，与1997年首次在瑞典上市，化合物专利于2012年6月到期，销售额在2009年达到峰值21亿美元。坎地沙坦酯的生产工艺路线较长，过程中有多种中间体产品均可对外销售，公司主要销售产品有CDS-7、三苯甲基坎地沙坦2种中间体及坎地沙坦酯。目前，坎地沙坦需求仍在稳步增长，公司的产能利用率较高。

其他产品：新产品开始放量，收入迅速增长。公司的其他产品主要包括新产品（如达比加群酯、替格瑞洛、维格列汀、非布司他、米拉贝隆等）和CMO产品（列净类抗糖尿病创新药高级中间体、青光眼/非酒精性肝炎创新药、FBXT-5）。2019年，公司其他产品收入为5763万元（+62.8% YOY），实现快速增长。替格瑞洛原料药国内注册新近获得批准。我们认为随着公司新产品全球专利陆续到期，原料药需求有望释放，带动公司新产品收入开启快速增长。（详见3.2和3.3节）

3.2、 新产品：前瞻性布局，放量确定性强

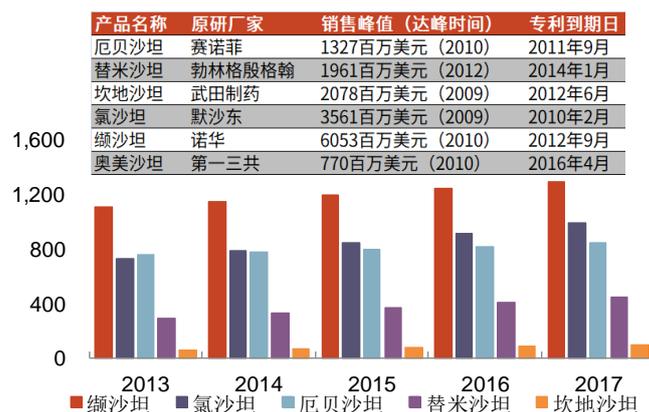
把握新一轮重磅药物专利集中到期机遇，抢占巨大增量市场。以沙坦类产品为例，主要品种（缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦等）专利于2009-2012年之间陆续到期，带来原料药需求的稳步提升，6大品种合计销售峰值约为160亿美元，目前已带来超过100亿人民币的原料药市场，并诞生华海和天宇这样的全球沙坦龙头。考虑到沙坦类产品在降压药中的高性价比，我们预计沙坦类原料药的销量增长仍可持续10年以上。Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球约有3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净等新慢病重磅品种）陆续专利到期，由此衍生出的原料药增量市场有望接近2000亿人民币，并且销量具有较高持续性。公司凭借以市场价值和客户需求为导向的前瞻性立项，建立了丰富的产品梯队，新产品涵盖抗血栓类、降糖类、泌尿类、胃肠道类等重磅产品，其专利于2020年开始陆续到期。我们认为公司有望凭借前瞻性的产品布局和比肩高端规范市场的质量标准快速抢占这一波原料药增量市场。

图 27: 专利到期可能影响的原研药销售额 (十亿美元, 2012-2026)



资料来源: Evaluate Pharma 整理及预测, 光大证券研究所

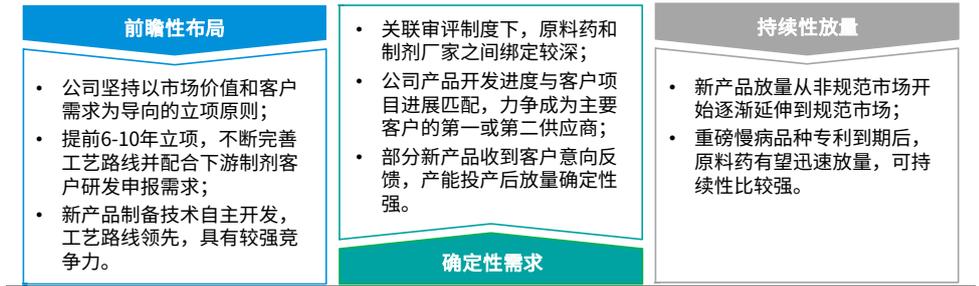
图 28: 沙坦类专利到期后原料药稳步增长 (2013-2017, 吨)



资料来源: 头豹研究院, FDA, 光大证券研究所

自2020年起，公司部分新产品如替格瑞洛（抗血栓类）、维格列汀（降糖类）、利伐沙班（抗血栓类）、阿戈美拉汀及中间体（抗抑郁类），米拉贝隆（泌尿类）等产品全球市场专利到期或即将到期，开始前期销售。我们以公司可转债募投项目（年产10吨替格瑞洛、5吨米拉贝隆、50吨维格列汀及30吨7-氨基萘满酮）为例，说明公司新产品的竞争优势。

图 29：公司新产品的竞争优势



资料来源：光大证券研究所绘制

1) **前瞻性布局**。募投项目产品的专利在 2020 年前后陆续到期，而公司立项时间则可提前 10 年，在这段时间内完成小试、中试、商业化试生产和验证批次生产，并在这个过程中不断优化工艺路线以及配合下游客户研发申报需求，抢占先发优势。公司募投项目产品制备技术均为自主研发，具有领先的技术和工艺路线，部分品种获得发明专利授权，具有较强竞争力。

图 30：可转债募投项目产品的研发进展

产品名称	立项时间	完成小试时间	完成中试时间	试生产时间	验证批生产时间
替格瑞洛	2014年	2014年	2016年、2017年	2017年	2019年
维格列汀	2012年	2014年	2015年	2017年	2018年
米拉贝隆	2013年	2014年	2015年	2018年	2019年

资料来源：同和药业创业板公开发行 A 股可转换公司债券申请文件，光大证券研究所

图 31：可转债募投项目产品均为自主开发

产品名称	技术	工艺
替格瑞洛	产品制备技术为自主研发，获得国家发明专利授权，创新性强，反应步骤少、转化率高，具有较强的市场竞争力。	缩合反应、重氮化反应，产品工艺成熟稳定，原料易得，生产成本低廉，已实现批量化生产，单批达到100-120公斤。
维格列汀	产品制备技术自主研发，先进性强，三废少，成本低，产品纯度高，具有较强的市场竞争力。	缩合反应，产品工艺流程简单、安全，已实现批量化生产，单批达到200-250公斤。
米拉贝隆	产品制备技术为自主研发，获得国家发明专利授权，创新性强，合成步骤少，转化率高，成本低，质量优异，具有较强的市场竞争力。	还原反应、缩合反应，产品工艺安全简单，不使用特殊设备和有毒试剂，已实现批量化生产，单批达到100公斤左右，工艺成熟稳定。
7-甲氧基萘满酮	产品制备技术为自主研发，利用7-甲氧基萘满酮制备中间体7-甲氧基-1-萘乙腈及阿戈美拉汀的方法获得发明专利授权，先进性强，三废少，转化率高，质量优异，具有较强的市场竞争力。	傅克反应、还原反应、环合反应。产品工艺成熟稳定，已实现多年产业化生产。

资料来源：同和药业创业板公开发行 A 股可转换公司债券申请文件，光大证券研究所

2) **确定性需求**。公司在产品研发立项前就开始联系潜在客户，征集客户的研发意向；在研发过程中，公司继续保持与潜在客户联系，为其提供仿制药研发、验证批生产和产品申报支持。公司的研发进度与客户的项目进展匹配，通过早期联络服务建立粘性，力争成为各主要客户的第一或第二供应商。截至 2020 年 6 月，公司通过收到客户关于新产品的需求意向反馈测算得出的募投产品投产后，在 2022-24 年可实现各产品收入分别为 2.05/2.93/3.36 亿元，需求确定性较强。

图 32：可转债募投项目产品客户反馈需求及销售金额测算

	2022年		2023年		2024年	
	需求量 (吨)	销售金额 (百万元)	需求量 (吨)	销售金额 (百万元)	需求量 (吨)	销售金额 (百万元)
维格列汀	30.6	91.7	41.8	132.5	52.1	156.1
替格瑞洛	6.6	63.9	10.2	89.6	13.3	98.1
米拉贝隆	2.5	32.9	4.2	44.4	5.6	48.4
7-甲氧基萘满酮	21.0	16.6	25.0	26.5	31.0	33.1
合计	60.7	205.1	81.1	292.9	102.0	335.8

资料来源：同和药业创业板公开发行 A 股可转换公司债券申请文件，光大证券研究所

图 33：可转债募投项目产品在全球各市场专利到期情况

产品名称	专利种类	美国	韩国	印度	中国	俄罗斯	欧洲	部分非规范市场
替格瑞洛	化合物	2024.10	2021.11	无专利约束	到期	2020.12	欧洲14个国家 2024.12到期，其他已经到期	无专利约束
	晶型	2021.07	2023.01	无专利约束	2021.05	2021.05	2021.05	无专利约束
维格列汀	化合物	到期	2022.03	到期	到期	2020.12	欧洲11个国家 2022.09到期，其他国家已到期	无专利约束
米拉贝隆	化合物	2022.03	到期	无专利约束	到期	2020.10	欧洲大部分国家期满失效，其中荷兰、丹麦、意大利延期至 2023.10到期	无专利约束
	晶型	2023.11	2024.05	无专利约束	2022.10	2022.10	无专利约束	无专利约束

资料来源：同和药业创业板公开发行 A 股可转换公司债券申请文件，光大证券研究所

3) **持续性放量**。公司可转债募投产品原研药厂商在部分规范市场专利仍处在有效期内，而募投产品在大部分非规范市场没有申请专利，同时非规范市场注入注册周期较短、商业化采购时间较早。因此，我们认为短期内募投项目在非规范市场的销售占比较高。同时，公司有望通过优秀的产品质量和严格的 cGMP 生产体系打入规范市场。此外，公司新产品多为重磅慢病用药产品，专利到期后性价比提高、可及性增加，有望复制沙坦类原料药专利到期后持续放量的行情。

综上所述，公司前瞻性地布局了 2019-2026 年专利集中到期产品，切入主要客户的第一或第二供应商行列，建立了较高的粘性，抢占了先发优势，随着新产品在全球市场的陆续专利到期，原料药需求有望快速放量并持续增长。我们认为，公司在新产品布局上具有先发优势，有望迅速抢占 200-300 亿原料药增量市场，成为下一个 10 年年复合增速最快的原料药公司。

3.3、新业务：二厂区投产，新业务布局加快

CDMO：差异化经营，争取第二波业务。我们认为 CDMO 业务的本质在于满足客户在不同阶段的诉求。简单来说，当创新药产品处在临床前或者临床阶段，其核心诉求在于推进临床试验进度，将产品尽快推进商业化，服务属性较强，为 CDMO 的第一波业务；而到了临床 III 期及商业化阶段，药企往往对降成本和提质量有所诉求，后端生产属性较强，为 CDMO 的第二波业务。目前，国内 CDMO 的一些头部企业已经形成了全产业链布局，而公司凭借开发高纯度产品的能力在 CDMO 领域进行差异化布局，提供低成本高品质产品给原研企业，争取 CDMO 第二波业务。随着二厂区产能的落成，公司会投入更多的资源发展 CDMO 业务，公司有望凭借高质量低成本产品的开发能力承接更多商业化生产项目。

制剂：把握一体化机遇，二厂区布局制剂车间。2018 年“4+7”集采之后，原料药行业迎来了在国内进行制剂一体化的战略机遇期。集采的模式，使得具有成本优势的原料药企补齐了下游渠道的短板，成为集采中的王者。公司在二厂区的三期工程中布局了 2 个制剂车间，将于 2023 年开始建设。

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设及盈利预测

我们预计公司 2020 年-2024 年收入端年复合增速有望达到 37.2%。

- 1) **瑞巴派特**：公司是瑞巴派特原料药的全球第一大供应商，下游需求呈现稳步增长趋势，公司瑞巴派特原料药实现稳健增长，预计瑞巴派特 20-24 年收入同比增长 3.0%/6.7%/1.6%/1.5%/2.3%。
- 2) **加巴喷丁**：随着一厂区技改完成，下游客户工艺变更报批持续进行，加巴喷丁 2021 年的产量有望大幅提升，预计加巴喷丁 20-24 年收入同比增长 -42.3%/159.4%/62.0%/27.0%/12.5%。
- 3) **塞来昔布**：随着塞来昔布日本和中国市场完成注册，国内客户进入集采，其收入有望得到快速增长，预计塞来昔布 20-24 年收入同比增长 42.5%/55.6%/28.6%/25.9%/17.6%。
- 4) **醋氯芬酸**：下游需求恢复然后保持稳步增长，预计醋氯芬酸 20-24 年收入同比增长 -1.3%/35.0%/5.0%/2.9%/1.3%。
- 5) **坎地沙坦系列**：坎地沙坦下游需求呈现稳步增长态势，预计坎地沙坦系列 20-24 年收入同比增长 -0.7%/1.9%/2.7%/6.2%/9.1%。
- 6) **其他产品**：主要包括一些新产品和 CDMO 项目。自 2020 年开始，部分新产品如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期，逐渐开始放量，我们预计其他产品 20-24 年收入同比增长 100%/40%/35%/100%/80%。
- 7) **其他业务**：主要是材料等销售收入，收入占比较小，我们预计其收入体量较小，20-24 年分别为 2.2/1.0/1.0/1.0/1.0 百万元。

图 34: 公司的收入拆分和预测 (2017-2024E)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	备注	
营业收入 (百万元)	296.7	267.1	413.1	435.4	625.7	813.5	1140.6	1504.1	公司的营业收入有望从2020年内的4.35亿元提升至2024年的15.45亿元 (CAGR 36.3%)	
营业收入 YOY	18.6%	-10.0%	54.6%	5.4%	43.7%	30.0%	40.2%	31.9%		
成本 (百万元)	188.1	188.9	290.2	284.5	390.0	504.4	687.6	891.5		
毛利率	36.6%	29.3%	29.7%	34.7%	37.7%	38.0%	39.7%	40.7%		
1. 主营业务 (原料药&中间体等)										
营业收入 (百万元)	296.4	265.5	412.5	433.2	624.7	812.5	1139.6	1503.1	原料药收入占比约为80-90%，中间体收入占比约为10-20%；海外市场占比约90%，欧美日韩等高端规范市场占比超过60%。	
营业收入 YOY	18.7%	-10.4%	55.4%	5.0%	44.2%	30.1%	40.3%	31.9%		
成本 (百万元)	188.0	187.6	291.2	283.4	389.5	503.9	687.1	891.0		
毛利率	36.6%	29.3%	29.4%	34.6%	37.6%	38.0%	39.7%	40.7%		
1.1 瑞巴派特										
产能 (吨)	150.0	150.0	150.0	150.0	190.0	190.0	190.0	190.0	2018年，瑞巴派特产能利用率下降带动销售收入的下滑，主要由于上游原料供应商受国内环保压力影响开工不足，原料氨基乙酯供应紧张。2019年，瑞巴派特收入大幅提升，主要由于原材料、订单充足且主要检修在2018年完成，故生产线生产时间长、产能利用率高。 公司是瑞巴派特原料药的全球第一大供应商，下游需求呈现稳步增长趋势，公司瑞巴派特原料药实现稳健增长，预计瑞巴派特20-24年收入同比增长3.0%/6.7%/1.6%/1.5%/2.3%。	
产量 (吨)	147.4	126.2	192.3	187.5	192.0	195.0	198.0	202.5		
产能利用率	98.3%	84.2%	128.2%	125.0%	101.1%	102.6%	104.2%	106.6%		
销量 (吨)	160.1	122.7	174.7	180.0	192.0	195.0	198.0	202.5		
产销率	108.6%	97.2%	90.9%	96.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
单价 (万/吨)	73.8	70.2	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0		
营业收入 (百万元)	118.1	86.1	132.7	136.7	145.8	148.1	150.4	153.8		
营业收入 YOY	-18.0%	-27.1%	54.1%	3.0%	6.7%	1.6%	1.5%	2.3%		
成本 (百万元)	65.8	51.7	69.6	71.7	76.5	77.7	78.9	80.7		
毛利率	44.3%	39.9%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%		
1.2 加巴喷丁										
产能 (吨)	467.0	360.0	1000.0	1000.0	1800.0	1800.0	1800.0	1800.0		2018年11月，IPO募投产能的加巴喷丁车间完工投产，使得2019年产能大幅增加，产能利用率低带来的产能折旧摊销成本较大，因此产品的毛利率较低。2020年，受春节和疫情双重影响，加巴喷丁开工较晚产能利用率明显降低。同时，加巴喷丁推进技改，2020年产能利用率继续降低。 随着一厂区技改完成，下游客户工艺变更报批持续进行，加巴喷丁2021年的产量有望大幅提升，预计加巴喷丁20-24年收入同比增长-42.3%/159.4%/62.0%/27.0%/12.5%。
产量 (吨)	328.5	331.9	501.4	250.0	1000.0	1260.0	1440.0	1620.0		
产能利用率	70.3%	92.2%	50.1%	25.0%	55.6%	70.0%	80.0%	90.0%		
销量 (吨)	365.2	310.2	433.0	250.0	700.0	1134.0	1440.0	1620.0		
产销率	111.2%	93.5%	86.4%	100.0%	80.0%	90.0%	100.0%	100.0%		
单价 (万元/吨)	24.0	28.0	27.5	27.5	25.5	25.5	25.5	25.5		
营业收入 (百万元)	87.5	87.0	119.2	68.8	178.5	289.2	367.2	413.1		
营业收入 YOY	164.8%	-0.6%	37.0%	-42.3%	159.4%	62.0%	27.0%	12.5%		
成本 (百万元)	63.4	68.0	112.8	65.1	133.9	216.9	275.4	309.8		
毛利率	27.6%	21.9%	5.4%	5.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%		
1.3 塞来昔布										
产能 (吨)	150.0	150.0	150.0	150.0	200.0	200.0	200.0	200.0	2018年，塞来昔布收入大幅下滑，主要由于加拿大客户收到美国FDA进口禁令，导致公司塞来昔布需求量大幅下降；同时，上游原材料供应商受国内环保压力影响开工不足，原料供应紧张成本大幅提高。2019年收入大幅增长主要由于加拿大客户已经恢复向美国市场出口。 随着塞来昔布日本和中国市场完成注册，国内客户进入集采，其收入有望得到快速增长，预计塞来昔布20-24年收入同比增长42.5%/55.6%/28.6%/25.9%/17.6%。	
产量 (吨)	88.9	11.8	60.6	75.0	105.0	135.0	170.0	200.0		
产能利用率	59.2%	7.9%	40.4%	50.0%	52.5%	67.5%	85.0%	100.0%		
销量 (吨)	72.6	23.2	49.5	75.0	105.0	135.0	170.0	200.0		
产销率	81.7%	196.7%	81.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
单价 (万/吨)	46.2	41.2	47.8	45.0	50.0	50.0	50.0	50.0		
营业收入 (百万元)	33.6	9.6	23.7	33.8	52.5	67.5	85.0	100.0		
营业收入 YOY	68.9%	-71.5%	147.3%	42.5%	55.6%	28.6%	25.9%	17.6%		
成本 (百万元)	29.0	3.9	22.7	27.0	39.9	51.3	64.6	76.0		
毛利率	29.4%	20.2%	21.7%	20.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%		
1.4 醋氯芬酸										
产能 (吨)	150.0	1501.0	150.0	150.0	90.0	90.0	90.0	90.0		2019年，醋氯芬酸的平均售价变动较大，主要由于2018年开始原料价格逐步上涨，售价逐渐提高，同时减少了低端市场的销售。2020年受疫情影响，醋氯芬酸的需求有所下滑。 下游需求恢复后保持稳步增长，预计醋氯芬酸20-24年收入同比增长-1.3%/35.0%/5.0%/2.9%/1.3%。
产量 (吨)	32.5	77.3	60.1	20.0	60.0	70.0	80.0	90.0		
产能利用率	21.6%	5.1%	40.0%	13.3%	66.7%	77.8%	88.9%	100.0%		
销量 (吨)	62.9	60.6	45.8	40.0	60.0	70.0	80.0	90.0		
产销率	193.9%	78.4%	76.2%	200.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
单价 (万/吨)	26.7	27.9	42.6	48.1	43.3	39.0	35.1	31.6		
营业收入 (百万元)	16.8	16.9	19.5	19.2	26.0	27.3	28.1	28.4		
营业收入 YOY	8.2%	0.5%	15.4%	-1.3%	35.0%	5.0%	2.9%	1.3%		
成本 (百万元)	10.9	12.4	9.6	8.7	13.0	15.0	16.0	17.0		
毛利率	35.1%	26.3%	50.6%	55.0%	50.0%	45.0%	43.0%	40.0%		
1.5 坎地沙坦系列										
产能 (吨)	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	公司坎地沙坦系列市场需求量逐年增加，2018年度坎地沙坦中间体打开日本、意大利市场，销量大幅增加，产能利用率接近满负荷利用。 坎地沙坦下游需求呈现稳步增长态势，预计坎地沙坦系列20-24年收入同比增长-0.7%/1.9%/2.7%/6.2%/9.1%。	
产量 (吨)	5.4	23.6	22.0	27.5	27.5	28.3	27.5	30.0		
产能利用率	21.5%	94.5%	88.0%	110.0%	110.0%	113.0%	110.0%	120.0%		
销量 (吨)	6.2	19.3	34.1	33.0	30.3	28.3	27.5	30.0		
产销率	114.8%	81.7%	155.1%	120.0%	110.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
单价 (万/吨)	222	151.2	175.4	180.0	200.0	220.0	240.0	240.0		
营业收入 (百万元)	13.7	29.2	59.8	59.4	60.5	62.2	66.0	72.0		
营业收入 YOY	48.1%	113.1%	104.9%	-0.7%	1.9%	2.7%	6.2%	9.1%		
成本 (百万元)	8.6	24.9	46.0	47.5	42.4	40.4	39.6	39.6		
毛利率	37.4%	14.9%	23.1%	20.0%	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%		
1.6 其他产品 (主要包括一些新产品及CDMO项目)										
营业收入 (百万元)	26.7	35.4	57.6	115.3	161.4	218.3	442.9	735.8		自2020年开始，部分新产品如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期，开始前期销售。需要注意的是，短期内新产品在非规范市场的销售占比较高。我们预计其他产品20-24年收入同比增长100%/40%/35%/100%/80%。
营业收入 YOY	-5%	32%	63%	100%	40%	35%	100%	80%		
成本 (百万元)	15.7	21.6	33.6	63.4	83.9	102.6	212.6	367.9		
毛利率	41.4%	39.0%	41.7%	45.0%	48.0%	53.0%	52.0%	50.0%		
2. 其他业务										
营业收入 (百万元)	0.3	1.7	0.6	2.2	1.0	1.0	1.0	1.0	其他业务收入主要是材料等销售收入。	
营业收入 YOY	0%	490%	-67%	304%	-55%	0%	0%	0%		
成本 (百万元)	0.1	1.4	-1.0	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5		
毛利率	65.4%	18.5%	282.8%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%		

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

8) **费用率**: 2020-2024 年, 随着公司新产品推广力度加大, 我们预计销售费用率稳中有升, 分别为 3.46%、3.56%、3.61%、3.71%、3.81%; 新产能将于 2022 年开始投产, 我们预计管理费用率呈现先升后降趋势, 分别为 3.66%、3.76%、3.81%、3.61%、3.41%; 公司继续加大产品的开发和工艺优化, 我们预计研发费用率不断增加, 分别为 10.19%、10.29%、10.39%、10.49%、10.59%。

综上, 我们预计公司 20-24 年收入分别同比增长 5.4%、43.7%、30.0%、40.2%、31.9%, 随着产能利用率提升规模效应显现, 以及高毛利新产品的不断放量, 公司盈利能力有望不断提升, 利润端增速更快, 我们预计公司 20-24 年归母净利润分别同比增长 49.4%/67.8%/31.2%/54.4%/38.1%。

4.2、估值

1) 相对估值

我们选择 A 股其他原料药公司博瑞医药/奥翔药业/天宇股份/普洛药业/九洲药业作为可比公司。可比公司当前股价对应 21 年 PE 均值为 44 倍, 公司当前股价对应 2021 年 PE 为 28 倍, 考虑到公司未来业绩开启快速增长, 给予其 21 年 40 倍 PE, 对应股价 37.66 元, 市值约为 48 亿元。

表 4: 同和药业可比公司及相对估值表

公司名称	公司名称	2021/3/19	EPS (元)				PE (X)				市值 (亿元)
		收盘价 (元; 前复权)	19 年	20 年	21 年	22 年	19 年	20 年	21 年	22 年	
688166.SH	博瑞医药	44.09	0.27	0.41	0.66	0.99	163	106	67	44	181
603229.SH	奥翔药业	36.97	0.24	0.37	0.75	1.13	157	100	49	33	88
300702.SZ	天宇股份	102.68	3.03	3.98	4.92	6.03	34	26	21	17	199
000739.SZ	普洛药业	28.00	0.47	0.69	0.89	1.15	60	40	31	24	330
603456.SH	九洲药业	35.65	0.29	0.46	0.70	0.91	125	78	51	39	296
	平均值						108	70	44	32	
300636.SZ	同和药业	26.03	0.60	0.56	0.94	1.24	44	46	28	21	33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 注: 同和药业的 EPS 为光大证券研究所预测, 其余公司采用 Wind 一致预测

2) 绝对估值

根据以下假设, 我们利用 FCFF 估值法, 测算公司每股价值为 42.99 元; 利用 APV 估值法, 测算公司每股价值为 43.00 元, 取其平均值, 即绝对估值法下, 公司每股价值为 43.00 元。

- 1、长期增长率: 保守估计, 长期增长率为 2%;
- 2、β 值选取: 采用申万二级行业分类-医药生物的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 6.53%。

表 5: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%

β (levered)	0.85
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.85%
税率	6.53%
Kd	4.18%
Ve	2,951.7
Vd	315.0
目标资本结构	9.64%
WACC	6.59%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 6: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	379.86	6.47%
第二阶段	730.20	12.44%
第三阶段 (终值)	4,758.44	81.08%
企业价值 AEV	5,868.50	100.00%
加: 非经营性净资产价值	-23.70	-0.40%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	315.03	-5.37%
总股本价值	5,529.76	94.23%
股本 (百万股)	128.62	-
每股价值 (元)	42.99	-
PE (隐含)	76.62	-
PE (动态)	46.39	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 7: 敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.59%	47.54	52.77	59.46	68.31	80.57
6.09%	41.21	45.20	50.17	56.53	64.94
6.59%	36.08	39.20	42.99	47.72	53.76
7.09%	31.85	34.33	37.29	40.90	45.39
7.59%	28.31	30.31	32.67	35.48	38.92

资料来源: 光大证券研究所预测

表 8: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	43	28	—	81	贴现率 \pm 1%, 长期增长率 \pm 1%
APV	43	28	—	83	贴现率 \pm 1%, 长期增长率 \pm 1%

资料来源: 光大证券研究所预测

综上, 相对估值法得到公司每股价值为 37.66 元, 绝对估值法得到公司每股价值为 43.00 元。取其平均值, 我们认为其合理每股价值为 40 元。

4.3、 估值结论与投资评级

公司具有较强综合竞争能力，成熟产品有望继续放量，新产品开启高速增长。我们预计公司 20-22 年归母净利润 72/121/159 百万元，分别同比增长 49%/68%/31%，20-22 年 EPS 分别为 0.56/0.94/1.24 元，现价对应 20-22 年 PE 为 46/28/21 倍。综合相对和绝对估值法，给予其目标价 40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.4、 股价驱动因素

短期股价催化剂

成熟产品全球注册认证销售放量超预期；新产品放量节奏超预期；二厂区产能释放节奏超预期。

长期股价催化剂

制剂一体化进展超预期，CDMO 业务加速拓展

5、 风险分析

原料价格上涨带来成本提升

原料药生产需要采购大量基础化工品和精细化工品作为原料，如果原料价格上涨则会带来成本提升。

产品销售放量不及预期

公司的原料药产品销售依赖下游制剂客户产品的放量，如果下游制剂客户产品的注册认证节奏不及预期，可能会影响公司产品的销售。

环保检查

国家环保政策执行力度不断加强，环保检查可能会影响公司的部分产品生产。

汇兑损失

公司收入主要来自海外，汇兑损失有可能会对公司的业绩产生影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	267	413	435	626	814
营业成本	189	290	285	390	504
折旧和摊销	24	43	40	42	43
税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	11	13	15	22	29
管理费用	27	14	16	24	31
研发费用	25	36	44	64	85
财务费用	0	3	7	6	3
投资收益	7	0	0	0	0
营业利润	26	52	77	130	170
利润总额	26	52	77	130	170
所得税	2	3	5	8	11
净利润	25	48	72	121	159
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	48	72	121	159
EPS	0.30	0.60	0.56	0.94	1.24

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	75	-28	153	87	85
净利润	25	48	72	121	159
折旧摊销	24	43	40	42	43
净营运资金增加	-222	148	-32	120	158
其他	249	-267	72	-196	-276
投资活动产生现金流	-52	-146	-12	-12	-12
净资本支出	-239	-184	-9	-10	-10
长期投资变化	0	0	-2	-2	-2
其他资产变化	187	37	-1	0	0
融资活动现金流	-13	176	-92	-30	-13
股本变化	0	0	48	0	0
债务净变化	0	188	-66	-24	0
无息负债变化	60	-24	20	59	27
净现金流	10	2	49	45	60

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	29.3%	29.7%	34.7%	37.7%	38.0%
EBITDA 率	17.0%	25.2%	28.1%	28.6%	26.8%
EBIT 率	8.0%	14.9%	18.8%	21.8%	21.5%
税前净利润率	9.9%	12.5%	17.7%	20.7%	20.9%
归母净利润率	9.2%	11.7%	16.6%	19.4%	19.5%
ROA	3.1%	4.8%	7.1%	10.4%	11.9%
ROE (摊薄)	3.7%	6.8%	9.5%	13.9%	15.8%
经营性 ROIC	2.9%	6.0%	8.5%	13.1%	14.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	18%	30%	26%	26%	24%
流动比率	2.05	2.03	2.89	3.49	4.23
速动比率	0.95	0.75	1.31	1.60	2.02
归母权益/有息债务	32.91	3.39	5.33	7.31	8.49
有形资产/有息债务	38.97	4.77	6.95	9.49	10.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	804	1,016	1,022	1,168	1,335
货币资金	40	38	87	132	192
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	28	69	58	85	118
应收票据	0	0	3	1	3
其他应收款 (合计)	3	4	6	7	9
存货	157	240	228	321	412
其他流动资产	58	27	28	38	47
流动资产合计	292	381	415	592	790
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	2	4	6
固定资产	302	485	472	451	424
在建工程	165	107	81	60	45
无形资产	23	22	32	41	50
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9	12	13	13	13
非流动资产合计	511	635	607	576	545
总负债	145	309	264	300	326
短期借款	0	89	24	0	0
应付账款	62	55	62	96	110
应付票据	18	7	13	22	21
预收账款	2	5	3	5	7
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	143	188	144	170	187
长期借款	0	114	114	114	114
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	3	13	22
非流动负债合计	3	121	120	130	140
股东权益	658	706	758	869	1,008
股本	81	81	129	129	129
公积金	417	411	370	382	398
未分配利润	184	225	279	376	497
归属母公司权益	658	706	758	869	1,008
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.25%	3.16%	3.46%	3.56%	3.61%
管理费用率	10.24%	3.36%	3.66%	3.76%	3.81%
财务费用率	-0.08%	0.83%	1.55%	0.90%	0.34%
研发费用率	9.49%	8.80%	10.19%	10.29%	10.39%
所得税率	7%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.04	0.14	0.09	0.17	0.23
每股经营现金流	0.92	-0.35	1.19	0.68	0.66
每股净资产	8.09	8.73	5.90	6.75	7.84
每股销售收入	3.28	5.10	3.39	4.86	6.32

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	--	--	46	28	21
PB	--	--	4.4	3.9	3.3
EV/EBITDA	--	--	28.6	19.3	15.7
股息率	--	--	0.4%	0.6%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------