

公司研究

2020 年业绩符合预期，新产品放量开启快速增长

——同和药业（300636.SZ）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，实现营业收入 4.35 亿元（+5.41% YOY），实现归母净利润 7005 万元（+45.01% YOY），毛利率为 34.9%（+5.20pp YOY），净利率为 16.1%（4.39pp YOY），业绩符合市场预期。

2020 年业绩符合预期，业绩开启高速增长。2020 年，公司实现营业收入 4.35 亿元（+5.41% YOY），实现归母净利润 7005 万元（+45.01% YOY），利润端增速远快于收入端增速，主要由于公司于 20Q3 对一厂进行技改，新增部分新产品产能，影响了部分成熟产品的生产，而新产品毛利率比较高。我们认为，随着公司加巴喷丁技改完成下游客户工艺变更推进，加巴喷丁有望加速放量，同时叠加新产品放量，公司业绩有望开启高速增长。

新产品开始放量，国内销售提供增量。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，其中不乏利伐沙班、阿哌沙班等慢病重磅品种，对应约 200-300 亿人民币的原料药增量市场。目前，已经有部分新产品全球专利陆续到期或即将到期，开启销售。截至 2020 年底，公司存货为 3.35 亿元（+40% YOY），主要由于新产品库存增加，提示下游具有较高需求。同时，公司积极开拓国内市场，国内注册方面，塞来昔布和替格瑞洛已获批，加巴喷丁、维格列汀、利伐沙班、阿哌沙班、米拉贝隆、非布司他 6 个产品完成登记备案，2020 年实现国内销售 8255 万元（+166% YOY），占收入比重由 7.49% 提升至 18.96%。国内市场将成为公司重要的增量市场来源。

和而不同，厚积薄发。我们再次重申同和药业的投资逻辑：（1）公司以原料药和规范市场业务起家，欧美日韩等规范市场收入占比约为 60%，在 cGMP 质量管理、EHS、产品研发立项等方面建立起较强的综合竞争力，成熟产品市场份额全球领先。（2）前瞻性立项建立起丰富产品梯队，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。我们维持公司 21-22 年归母净利润预测为 1.21/1.59 亿元，新增 2023 年净利润为 2.37 亿元，分别同比增长 73%/31%/49%，21-23 年 EPS 分别为 0.94/1.24/1.84 元，现价对应 21-23 年 PE 为 30/23/15 倍，维持“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，汇兑损失等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	413	435	626	814	1,141
营业收入增长率	54.63%	5.41%	43.69%	30.02%	40.21%
净利润（百万元）	48	70	121	159	237
净利润增长率	96.93%	45.01%	73.29%	30.89%	49.09%
EPS（元）	0.60	0.54	0.94	1.24	1.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.84%	8.58%	13.26%	15.02%	18.71%
P/E	48	52	30	23	15
P/B	3.2	4.5	4.0	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-01；注：2019 年末总股本为 0.81 亿股，2020 年因资本公积转增致总股本增加至 1.29 亿股。

买入（维持）

当前价：28.35 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

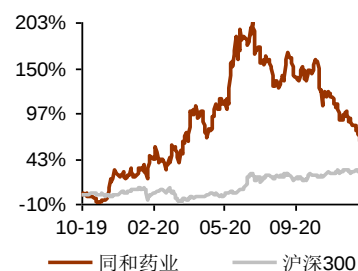
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.29
总市值(亿元)	36.46
一年最低/最高(元)	18.24/43.39
近 3 月换手率	96.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.12	31.04	-24.89
绝对	14.65	28.06	11.96

资料来源：Wind

相关研报

和而不同，厚积薄发——同和药业（300636.SZ）投资价值分析报告（2021-03-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	413	435	626	814	1,141
营业成本	290	283	390	504	688
折旧和摊销	43	52	4	11	17
税金及附加	1	1	2	2	3
销售费用	13	14	22	29	41
管理费用	14	17	27	36	50
研发费用	36	35	59	78	110
财务费用	3	10	3	1	5
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	52	78	132	173	260
利润总额	52	78	132	173	260
所得税	3	8	10	14	23
净利润	48	70	121	159	237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	48	70	121	159	237
EPS(元)	0.60	0.54	0.94	1.24	1.84

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-28	80	102	14	47
净利润	48	70	121	159	237
折旧摊销	43	52	4	11	17
净营运资金增加	148	92	51	197	280
其他	-267	-134	-74	-354	-487
投资活动产生现金流	-146	-229	-122	-112	-112
净资本支出	-184	-229	-110	-110	-110
长期投资变化	0	0	-2	-2	-2
其他资产变化	37	0	-10	0	0
融资活动现金流	176	398	-136	136	130
股本变化	0	48	0	0	0
债务净变化	188	367	-120	144	147
无息负债变化	-24	-25	83	10	55
净现金流	2	244	-155	38	65

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.7%	34.9%	37.7%	38.0%	39.7%
EBITDA 率	25.2%	33.0%	22.6%	22.7%	24.7%
EBIT 率	14.9%	21.0%	22.0%	21.4%	23.1%
税前净利润率	12.5%	17.9%	21.1%	21.3%	22.8%
归母净利润率	11.7%	16.1%	19.4%	19.5%	20.8%
ROA	4.8%	4.8%	7.9%	8.7%	10.6%
ROE (摊薄)	6.8%	8.6%	13.3%	15.0%	18.7%
经营性 ROIC	6.0%	6.8%	9.2%	9.7%	12.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	44%	40%	42%	43%
流动比率	2.03	2.58	2.72	2.20	2.04
速动比率	0.75	1.28	1.06	0.84	0.74
归母权益/有息债务	3.39	1.42	2.01	1.77	1.70
有形资产/有息债务	4.77	2.51	3.29	2.98	2.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,016	1,468	1,530	1,826	2,236
货币资金	38	280	125	163	228
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	69	20	67	88	99
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	3	5	6	8
存货	240	335	371	498	716
其他流动资产	27	25	34	44	60
流动资产合计	381	665	610	805	1,120
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	485	448	552	645	729
在建工程	107	281	263	250	240
无形资产	22	22	31	41	50
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12	26	35	35	35
非流动资产合计	635	802	920	1,021	1,116
总负债	309	651	614	768	970
短期借款	89	209	89	233	380
应付账款	55	31	82	85	112
应付票据	7	0	16	11	14
预收账款	5	0	4	5	5
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	188	258	224	367	549
长期借款	114	69	69	69	69
应付债券	0	297	297	297	297
其他非流动负债	2	4	14	23	40
非流动负债合计	121	393	389	402	420
股东权益	706	817	916	1,058	1,266
股本	81	129	129	129	129
公积金	411	360	372	388	391
未分配利润	225	277	375	497	701
归属母公司权益	706	817	916	1,058	1,266
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.16%	3.18%	3.48%	3.58%	3.63%
管理费用率	3.36%	3.97%	4.27%	4.37%	4.42%
财务费用率	0.83%	2.31%	0.53%	0.10%	0.41%
研发费用率	8.80%	8.11%	9.50%	9.60%	9.65%
所得税率	7%	10%	8%	8%	9%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.14	0.09	0.16	0.23	0.32
每股经营现金流	-0.35	0.62	0.80	0.11	0.37
每股净资产	8.73	6.35	7.12	8.22	9.84
每股销售收入	5.10	3.39	4.86	6.32	8.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	48	52	30	23	15
PB	3.2	4.5	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.4	28.0	29.0	22.9	15.6
股息率	0.5%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE