

同和药业(300636.SZ)/化学制药

证券研究报告/公司点评

2024年05月12日

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.80

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	719.91	722.14	955.63	1246.25	1620.30
增长率 yoy%	21.58%	0.31%	32.33%	30.41%	30.01%
净利润(百万元)	100.67	105.98	179.35	251.18	353.04
增长率 yoy%	24.10%	5.28%	69.23%	40.05%	40.55%
每股收益(元)	0.24	0.25	0.42	0.59	0.83
每股现金流量	0.46	0.39	1.23	0.34	0.53
净资产收益率	7.63%	4.76%	7.38%	9.63%	12.28%
P/E	46.74	44.40	26.23	18.73	13.33
PEG	1.94	8.41	0.38	0.47	0.33
P/B	3.57	2.11	1.94	1.80	1.64

备注: 数据截至 2024.05.12

基本状况

总股本(百万股)	423
流通股本(百万股)	364
市价(元)	10.80
市值(百万元)	4,569.87
流通市值(百万元)	3,935.97

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 同和药业(000739.SZ)-2022 年报 & 2023Q1 点评: 收入利润快速增长, 新产品开始发力, 毛利率持续改善-20230423
- 2 同和药业(000739.SZ)-2023 中报点评: 宏观压力下仍实现较快增长, 期待新产能投产
- 3 同和药业(000739.SZ)-2023 三季报点评: 业绩阶段承压不改长期趋势, 静待新产能释放

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2023 年报和 2024 年一季报, 2023 年营业收入 7.22 亿元, 同比增长 0.31%, 归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 5.28%, 扣非净利润 9814 万元, 同比增长 0.76%; 2024 年一季度营业收入 2.06 亿元, 同比下降 6.47%, 归母净利润 4356 万元, 同比增长 31.62%, 扣非净利润 4049 万元, 同比增长 23.31%。

■ **Q1 业绩亮眼, 产能释放, 新品发力, 盈利能力大幅改善。**在 2023 年同期高基数下, Q1 实现了利润快速增长, 盈利能力显著改善。利润端大幅增长主要得益于新品需求旺盛, 成本控制效果显著, 财务费用率明显下降。2023 年, 新产品收入 3.08 亿元 (+63.74%), 2024Q1 实现新产品收入 1.10 亿元 (+69.51%), 继续保持快速增长态势。

■ **2023 年分业务: “抢仿” API 新品放量, 内销板块产品储备丰富。**

**API:** 内销板块产品储备丰富, 注册工作迅速推进, 新品放量值得期待。2023 年 API 及中间体收入 7.21 亿元 (+18.33%, 同比, 下同)。内销板块, 2023 年收入 1.47 亿元 (-15.47%), 2024Q1 收入 2863.17 万元 (-55.55%), 营收下滑主要系成熟产品下游客户去库存, 影响销量和价格; 部分新产品由于竞争加剧价格下降。报告期内, 维格列汀、非布司他、瑞巴派特、阿哌沙班 API 通过 CDE 审批和 GMP 现场检查, 有望迅速放量。恩格列净、阿戈美拉汀完成发补, 卡格列净、达格列净、富马酸伏诺拉生、罗沙司他等预计在 2024 年提交注册, 随着更多品种完成 CDE 注册, 产品梯队渐次发力, 国内原料药业务有望迎来快速增长。国际市场方面, 欧洲、韩国、俄罗斯分别获批 2、2、1 个品种, 完成 1 个品种的 CEP 申请和发补, 2 个品种登录日本, 1 个品种在韩国的申报; 完成 1 个品种 ASMF (欧盟多个国家) 递交和 1 个产品 ASMF 发补; 4 个产品在美国/加拿大递交关联注册。预计利伐沙班、阿哌沙班、非布司他、达比加群酯、维格列汀将在规范市场迎来迅速放量。产能方面, 二厂区 4 个合成车间试生产中, 满产产值有望达到 5 亿元, 二期工程建设中, 将建设成 7 个合成车间和一栋研发楼。

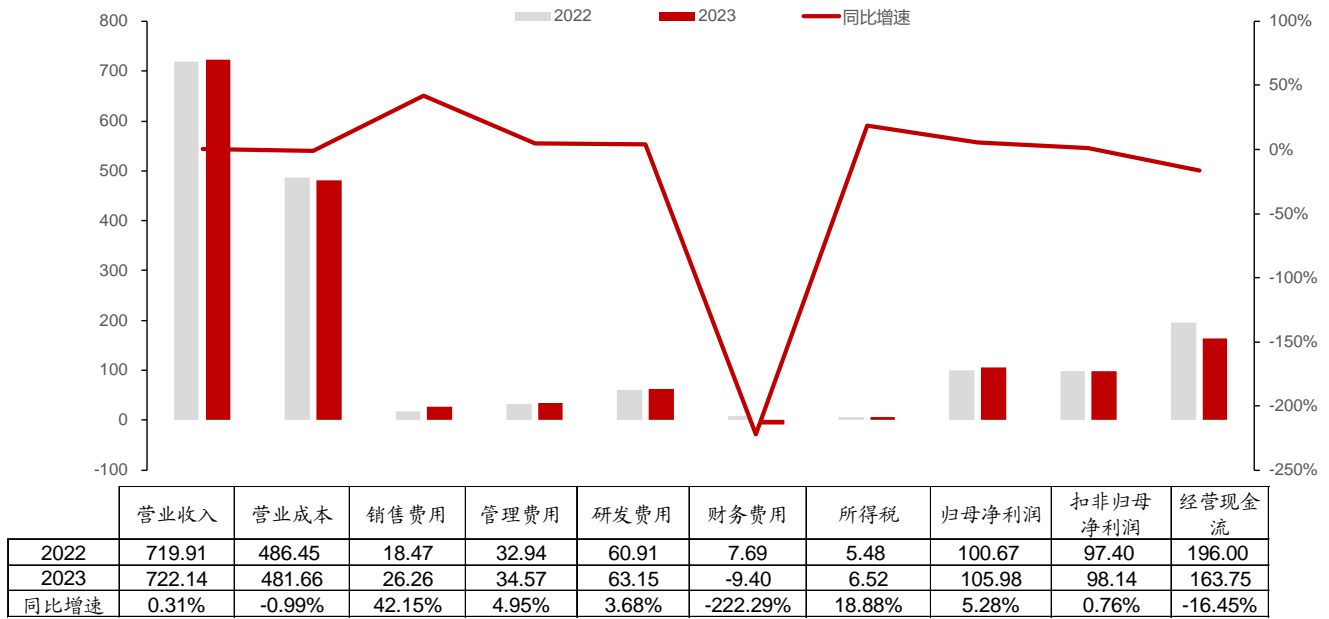
**CDMO:** 已有项目开始放量, 新项目持续推进。CMO/CDMO 项目已有 3 个中间体进入商业化阶段放量增长, 2023 年收入 1.46 亿元 (+31.28%), 收入占比 20.15% (+4.75pp), 2024Q1 收入 3366.85 万元 (-25.25%), 环比增长 9.33%。随项目逐年增多、产能逐步释放, 公司 CMO/CDMO 业务有望稳中有升。

■ **费用率: 毛利率基本保持稳定、费用率明显下降, 研发投入略有收缩。毛利率:** 2023、24Q1 毛利率为 33.30% (+0.87pp)、36.67% (+0.78pp), 随着下游端客户去库存结束、高毛利新品种逐步放量, 公司毛利率有望继续保持较高水平。**费用率:** 2023、24Q1 销售费用率为 3.64% (+1.07pp)、2.87% (+0.47pp), 管理费用率 4.79% (+0.21pp)、4.07% (-0.04pp), 财务费用率 -1.30% (+2.37pp)、-2.70% (-4.06pp), 三项费用率合计 7.12% (-1.09pp)、4.24% (-3.62pp), 费用率明显下降。**研发投入:** 2023、24Q1 研发费用为 6315 万元 (+3.68%)、1029 万元 (-34.33%), 占收入比例 8.75% (+0.28pp)、(-3.72pp), 近三年研发投入占收入比例平均为 7.93%, 预计 2024 年研发投入保持稳定。

■ **盈利预测与投资建议:** 根据年报, 考虑公司产品、产能释放节奏, 新产品毛利高, 我们调整盈利预测, 预计 24-26 年收入 9.56、12.46、16.20 亿元 (24-25 年调整前 10.06、12.44 亿元), 同比增长 32.33%、30.41%、30.01%; 归母净利润 1.79、2.51、3.53 亿元 (24-25 年调整前 1.56、2.19 亿元), 同比增长 69.23%、40.05%、40.55%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 26/19/13 倍。考虑公司有望显著受益未来 3-5 年全球重磅专利药到期, 新产品新产能已开始放量, 业绩有望持续快速增长, 维持“买入”评级。

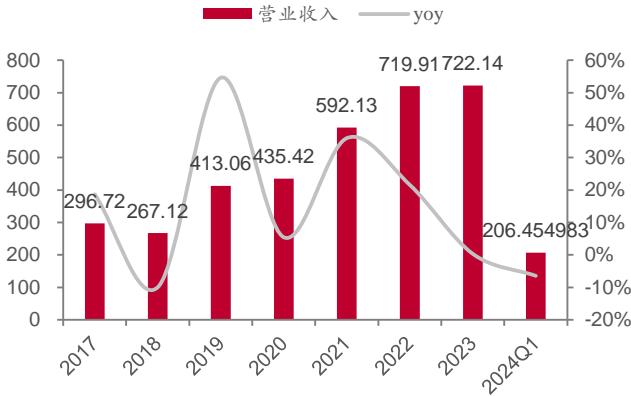
■ **风险提示事件:** 产品研发和技术创新风险; 国际贸易环境变化风险; 环保与安全生产风险; 汇率波动风险; 公开资料信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 公司 2022 年主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



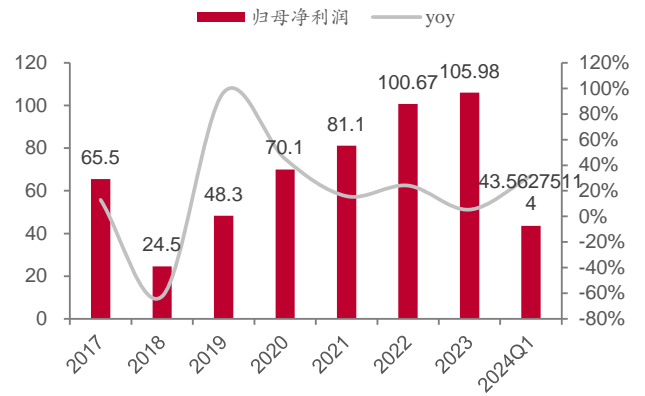
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 同和药业营收 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 同和药业归母净利润 (百万元, %)



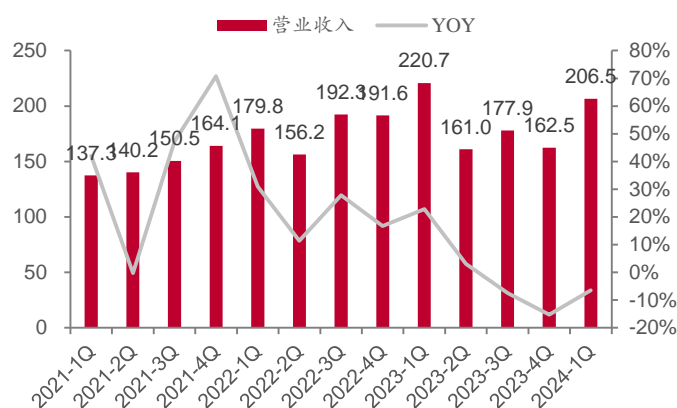
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 同和药业分季度财务数据 (百万元, %)

项目	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	137.35	140.18	150.47	164.13	179.77	156.20	192.30	191.63	220.75	161.01	177.91	162.48	206.45
营业收入同比	42.06%	-0.20%	47.28%	70.79%	30.89%	11.43%	27.80%	16.76%	22.79%	3.08%	-7.48%	-15.21%	-6.47%
营业收入环比	42.92%	2.07%	7.34%	9.08%	9.53%	-13.11%	23.11%	-0.35%	15.19%	-27.06%	10.50%	-8.67%	27.07%
营业成本	98.08	97.78	103.04	114.36	124.61	116.82	131.99	113.03	141.52	112.98	130.07	97.09	130.75
毛利率	28.59%	30.24%	31.52%	30.32%	30.68%	25.21%	31.36%	41.02%	35.89%	29.83%	26.89%	40.24%	36.67%
销售费用	4.02	3.64	5.63	4.73	5.06	4.03	3.33	6.05	5.30	6.54	5.72	8.69	5.93
管理费用	4.53	4.83	5.76	8.65	6.59	6.28	8.26	11.81	9.06	9.99	8.91	6.61	8.40
研发费用	6.83	7.81	9.68	14.70	11.50	14.20	15.61	19.60	19.21	19.32	8.95	15.67	10.29
财务费用	0.04	0.51	1.41	1.40	0.89	3.23	-1.85	5.41	3.00	-2.13	-4.92	-5.35	-5.57
营业利润	22.07	24.93	26.62	14.72	29.56	15.65	34.41	26.71	35.02	26.12	28.09	23.01	49.03
利润总额	22.07	24.93	26.62	14.72	29.52	15.65	34.41	26.56	34.96	26.12	28.09	23.34	48.97
所得税	1.93	2.53	2.60	0.15	2.70	-0.16	2.57	0.38	1.86	2.18	6.46	-3.99	5.40
归母净利润	20.14	22.39	24.02	14.57	26.83	15.81	31.85	26.18	33.10	23.93	21.62	27.33	43.56
归母净利润同比	27.53%	-13.71%	28.03%	52.56%	33.22%	-29.39%	32.60%	79.65%	23.36%	51.39%	-32.11%	4.39%	31.62%
净利率	14.66%	15.97%	15.96%	8.88%	14.92%	10.12%	16.56%	13.66%	14.99%	14.87%	12.15%	16.82%	21.10%
扣非归母净利润	19.46	21.61	23.52	14.60	26.58	14.42	31.39	25.00	32.83	16.77	22.02	26.51	40.49
扣非归母净利润同比	27.87%	-12.58%	36.73%	44.15%	36.61%	-33.29%	33.48%	71.25%	23.54%	16.33%	-29.85%	6.01%	23.31%

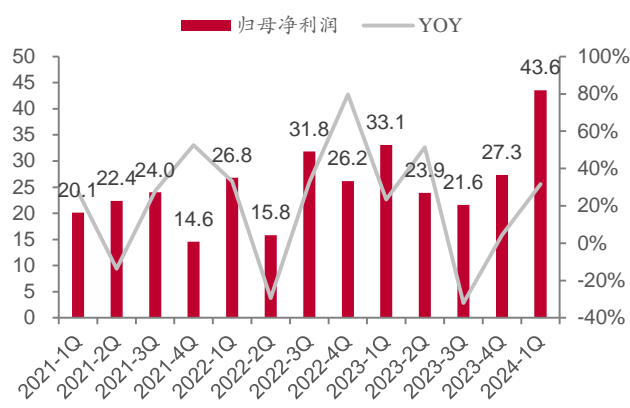
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (百万元, %)



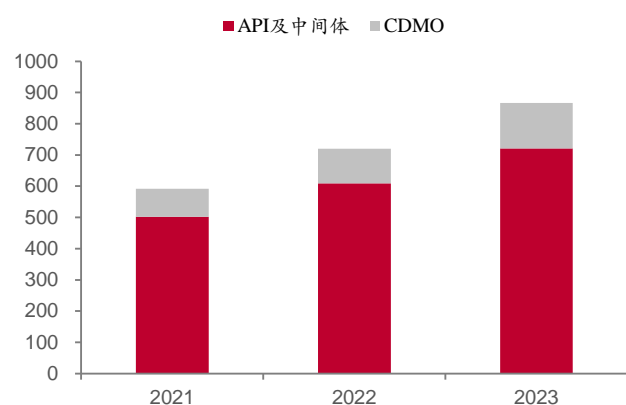
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (百万元, %)



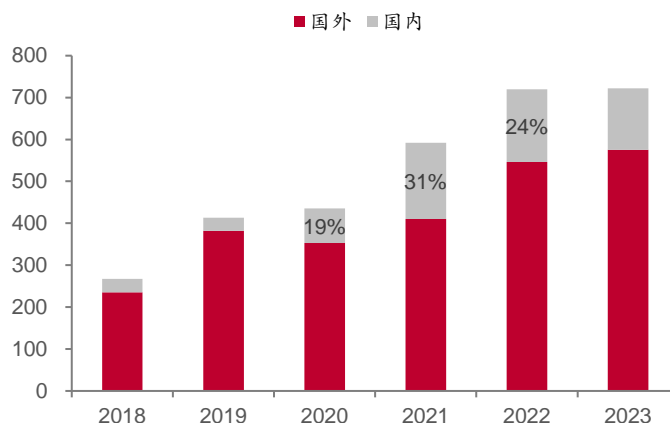
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 主营业务收入拆分 (百万元)



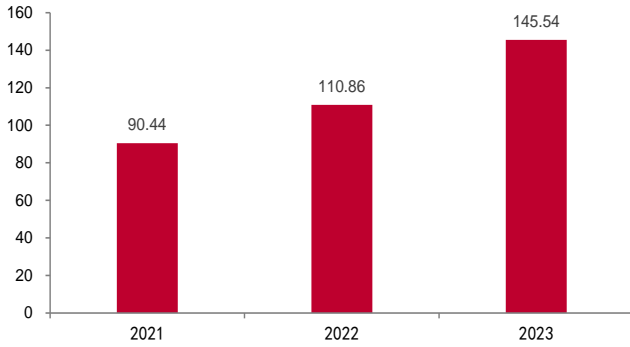
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司国内外收入情况 (百万元, %)



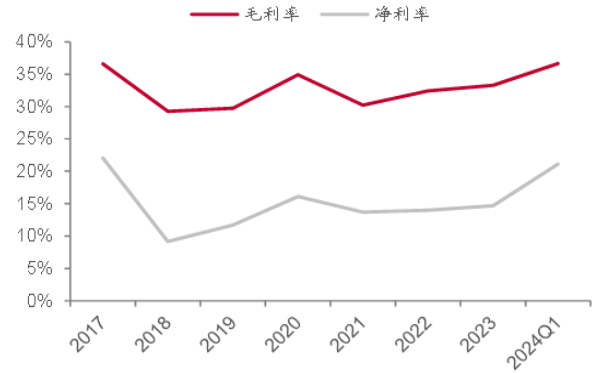
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 公司 CMO/CDMO 业务收入 (百万元)



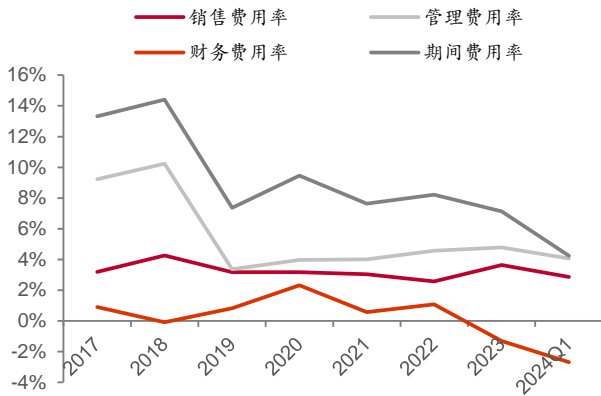
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 同和药业历年毛利率和净利率 (%)



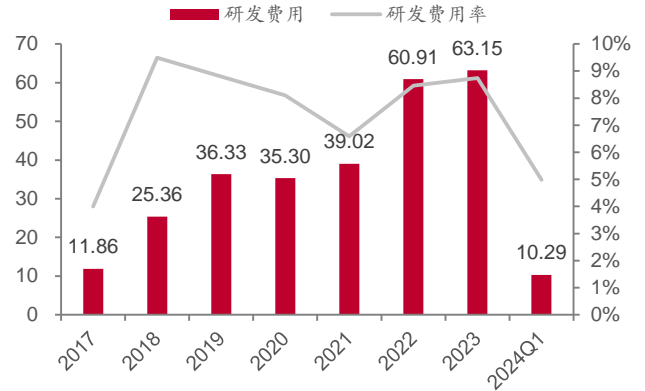
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 同和药业历年三项费用率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 同和药业研发费用率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **产品研发和技术创新风险。**新产品和新工艺开发具有技术难度大、前期投资大、审批周期长的特点,公司以研发技术创新驱动,不断丰富产品种类,可能面临新产品研发或技术创新失败风险。
- **国际贸易环境变化风险。**公司境外收入占比较高。全球经济环境复杂多变,国际形势的复杂性和未知性可能会给公司经营带来不利影响,公司可能面临着一定的国际贸易环境变化风险。
- **环保与安全生产风险。**特色原料药及中间体在生产中会产生废水、废气、固体废物等污染性排放物,国家对环保的要求日趋严格,公司可能面临环保指标不达标的风险。另外,生产过程中需要使用易燃、易爆、有毒物质等,公司可能面临因操作不当或设备老化导致的安全生产事故风险。
- **汇率波动风险。**公司出口业务占主营业务收入的比重较高,主要采用美元等外币进行结算,因此,当汇率出现较大波动时,汇兑损益对公司的经营业绩会造成一定的影响。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料,可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 9: 同和药业财务报表预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,196.98	1,244.64	1,446.80	1,752.71	<b>营业收入</b>	722.14	955.63	1,246.25	1,620.30
现金	512.75	474.44	440.18	465.85	营业成本	481.66	602.23	783.19	1,006.93
应收账款	70.77	101.58	132.14	169.75	营业税金及附加	3.66	4.78	6.23	8.10
其他应收款	2.89	3.14	4.08	5.51	营业费用	26.26	28.67	34.89	40.51
预付账款	14.16	16.18	21.28	27.63	管理费用	34.57	48.74	62.94	74.53
存货	523.42	623.51	822.70	1,058.80	财务费用	-9.40	15.58	10.95	12.05
其他流动资产	72.99	25.80	26.41	25.18	资产减值损失	-19.14	-12.80	-14.00	-14.46
<b>非流动资产</b>	2,024.46	1,800.39	1,830.92	1,854.11	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.57	-0.03	0.02	0.09
固定资产	1,008.21	1,109.80	1,338.44	1,415.68	<b>营业利润</b>	112.23	195.00	271.82	384.74
无形资产	20.17	19.56	18.96	18.35	营业外收入	0.35	0.00	3.20	6.00
其他非流动资产	996.08	671.03	473.52	420.08	营业外支出	0.09	0.05	2.00	7.00
<b>资产总计</b>	3,221.44	3,045.04	3,277.72	3,606.82	<b>利润总额</b>	112.50	194.95	273.02	383.74
<b>流动负债</b>	701.71	323.09	378.42	440.35	所得税	6.52	15.60	21.84	30.70
短期借款	429.31	50.00	50.00	50.00	<b>净利润</b>	105.98	179.35	251.18	353.04
应付账款	48.83	61.06	79.41	102.09	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	223.56	212.03	249.01	288.25	<b>归属母公司净利润</b>	105.98	179.35	251.18	353.04
<b>非流动负债</b>	293.28	290.95	291.20	291.36	<b>EBITDA</b>	171.38	309.59	406.27	545.92
长期借款	250.00	250.00	250.00	250.00	<b>EPS (元)</b>	0.25	0.42	0.59	0.83
其他非流动负债	43.28	40.95	41.20	41.36					
<b>负债合计</b>	994.99	614.04	669.61	731.71					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	423.14	423.14	423.14	423.14	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,270.75	1,270.75	1,270.75	1,270.75	营业收入	0.3%	32.3%	30.4%	30.0%
留存收益	557.74	720.17	908.57	1,173.70	营业利润	5.5%	73.7%	39.4%	41.5%
归属母公司股东权益	2,226.45	2,430.99	2,608.11	2,875.11	归属于母公司净利润	5.3%	69.2%	40.0%	40.6%
<b>负债和股东权益</b>	3,221.44	3,045.04	3,277.72	3,606.82	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.3%	37.0%	37.2%	37.9%
					净利率(%)	14.7%	18.8%	20.2%	21.8%
					ROE(%)	4.8%	7.4%	9.6%	12.3%
					ROIC(%)	4.9%	8.9%	11.1%	14.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.9%	20.2%	20.4%	20.3%
					净负债比率(%)	77.08%	57.05%	53.35%	49.20%
					流动比率	1.71	3.85	3.82	3.98
					速动比率	0.93	1.87	1.58	1.50
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.26	0.30	0.39	0.47
					应收账款周转率	9	11	10	10
					应付账款周转率	5.90	10.96	11.15	11.10
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	0.42	0.59	0.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.23	0.34	0.53
					每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.75	6.16	6.79
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.40	26.23	18.73	13.33
					P/B	2.11	1.94	1.80	1.64
					EV/EBITDA	29	16	12	9

现金流量表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	163.75	520.35	145.18	222.20
净利润	105.98	179.35	251.18	353.04
折旧摊销	68.55	99.02	123.50	149.14
财务费用	-9.40	15.58	10.95	12.05
投资损失	-0.57	0.03	-0.02	-0.09
营运资金变动	-45.80	-94.74	-196.83	-230.68
其他经营现金流	44.99	321.12	-43.61	-61.25
<b>投资活动现金流</b>	-706.21	-151.70	-101.31	-101.23
资本支出	214.65	200.00	100.00	100.00
长期投资	493.96	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2.41	48.30	-1.31	-1.23
<b>筹资活动现金流</b>	955.26	-406.97	-78.13	-95.30
短期借款	161.48	-379.31	0.00	0.00
长期借款	-76.33	0.00	0.00	0.00
普通股增加	72.95	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	727.37	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	69.80	-27.66	-78.13	-95.30
<b>现金净增加额</b>	414.62	-38.32	-34.26	25.67

来源: wind, 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。