

同和药业(300636.SZ)

传统品种业务稳健，高端市场原料药新品放量有望加速

推荐（首次）

股价：8.86元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.jxsynergy.com
大股东/持股	庞正伟/15.66%
实际控制人	庞正伟,梁忠诚
总股本(百万股)	422
流通A股(百万股)	364
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	37
流通A股市值(亿元)	34
每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	33.0

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告*医药*内看复苏，外看出海，远看创新——医药行业2024年中期策略报告*强于大市20240624

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
hanmengmeng005@pingan.com.cn

研究助理

臧文清 一般证券从业资格编号
S1060123050058



平安观点：

- **同和药业特色原料药产品梯队完整，加速增长拐点初现。**江西同和药业有限公司成立于2004年，公司起家于日本高端特色原料药市场，长期重点推动欧盟、北美、日本及韩国等国外规范市场的拓展，并积极开发国内市场。公司产品重点布局慢病适应症领域，主要包括7个传统品种和17个新品种。同和药业营业收入稳健，2023年公司营业收入为7.22亿元，同比微增，2024Q1收入2.06亿元，同比略有下滑，主要受到下游客户去库存影响。高端市场新产品放量进入加速期，公司整体毛利率有望提升，叠加期间费用率的逐步改善，2023年公司净利润为1.06亿，同比增长5%，2024Q1净利润0.44亿元，同比增长31.6%，利润端加速增长拐点初现。
- **传统品种整体市占率较高，产能利用率有望提升。**根据药融云《2023原料药产业白皮书》，全球原料药市场规模稳健增长，从体量看，2022年中国原料药出口规模为518亿美元，约占全球原料药市场的25%，我国在全球原料药市场中占据重要地位。伴随全球原料药去库存周期结束，上下游供需关系持续改善，我国原料药产量同比持续走高，价格边际修复趋势初现。伴随需求端修复，同和药业以塞来昔布和瑞巴派特等为代表的传统核心品种凭借较高的全球市占率，叠加加巴喷丁等部分品种产能利用率的提升，有望保持稳健增长。
- **新品种高端市场放量进入加速期，产能建设助力全周期成长。**根据IQVIA数据，2024-2028年，全球面临专利悬崖而损失的药品销售额约1920亿美元，为仿制药及相应特色原料药企业带来发展机遇。根据公司公告，2023-2027年，公司17个特色原料药新品将进入密集放量期，平均每个品种都有3-5家头部仿药企业认定公司为一供。新品种放量首先会从新兴市场国家开始，2024年开始高端市场开始逐步放量，从放量节奏看，2024年主要是利伐沙班、阿哌沙班、非布司他、达比加群酯、维格

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720	722	907	1,128	1,361
YOY(%)	21.6	0.3	25.7	24.3	20.7
净利润(百万元)	101	106	158	221	286
YOY(%)	24.1	5.3	49.4	39.7	29.6
毛利率(%)	32.4	33.3	34.5	35.7	36.5
净利率(%)	14.0	14.7	17.4	19.6	21.0
ROE(%)	7.6	4.8	6.7	8.7	10.3
EPS(摊薄/元)	0.24	0.25	0.38	0.52	0.68
P/E(倍)	36.9	35.2	23.6	16.9	13.0
P/B(倍)	2.8	1.7	1.6	1.5	1.3

列汀放量，2025 年主要是替格瑞洛、克立硼罗、阿戈美拉汀、米拉贝隆放量，2026 年主要是富马酸伏诺拉生、恩格列净、依度沙班、卡格列净、依格列净等放量，其中不乏原料药销售额过亿大单品。同和药业重点聚焦美国为代表的高端市场，2024 年公司新产品高端市场在手订单同比增加超 1 亿元，其中新品销量将占据主导地位。公司二厂区新建产能有望助力公司特色原料药新品全周期成长，根据公司公告，二厂区一期验证批试生产已结束，预计 2024H2 产能利用率能达到 40-50%，将在短期内快速扩充重点品种产能。二期定增项目预计于 2026-2027 年建成，2029 年实现满产，接续重点新品种中长期成长。

- **投资建议：**考虑下游去库周期逐步结束，高端市场新产品放量进入加速期，公司产品整体毛利率有望提升，叠加期间费用率的逐步改善，我们预计公司 2024-2026 年将分别实现营收 9.07/11.28/13.61 亿元，净利润分别为 1.58/2.21/2.86 亿元，考虑公司二期定增新产能有望助力新品种持续放量，利好公司长期价值提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 原料药价格波动风险：特色原料药价格受供需关系影响较大，且意外事件的发生可能导致特色原料药价格发生较大波动，影响公司盈利水平。2) 产能利用率不达预期风险：公司在建新项目较多，不同品种产能利用可能存在相互干扰，存在达产进度不及预期的风险。3) 新品种放量不及预期风险：公司新品种较多，不同品种下游客户需求程度存在差异，存在放量不及预期可能。

正文目录

一、 特色原料药产品梯队完整，加速增长拐点初现	5
1.1 同和药业特色原料药实力雄厚，重点聚焦高端市场	5
1.2 同和药业产品梯队完整，重点布局慢病适应症	5
1.3 同和药业股权结构稳定，股权激励凸显公司发展信心	6
1.4 同和药业营收稳健，利润端加速增长拐点初现	7
1.5 加强先进生产管理体系建设，助力公司可持续发展	8
二、 传统品种整体市占率较高，产能利用率有望提升	8
2.1 原料药市场规模稳健增长，上下游供需关系持续改善	8
2.2 传统品种整体市占率较高，产能利用率有望提升	10
三、 新品种高端市场放量进入加速期，产能建设助力全周期成长	10
3.1 原研专利悬崖密集到来，特色原料药板块有望迎来窗口期	10
3.2 公司特色原料药新品高端市场放量有望进入加速期	11
3.3 产能建设助力公司特色原料药新品全周期成长	13
四、 盈利预测与投资评级	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值和评级	15
五、 风险提示	16

图表目录

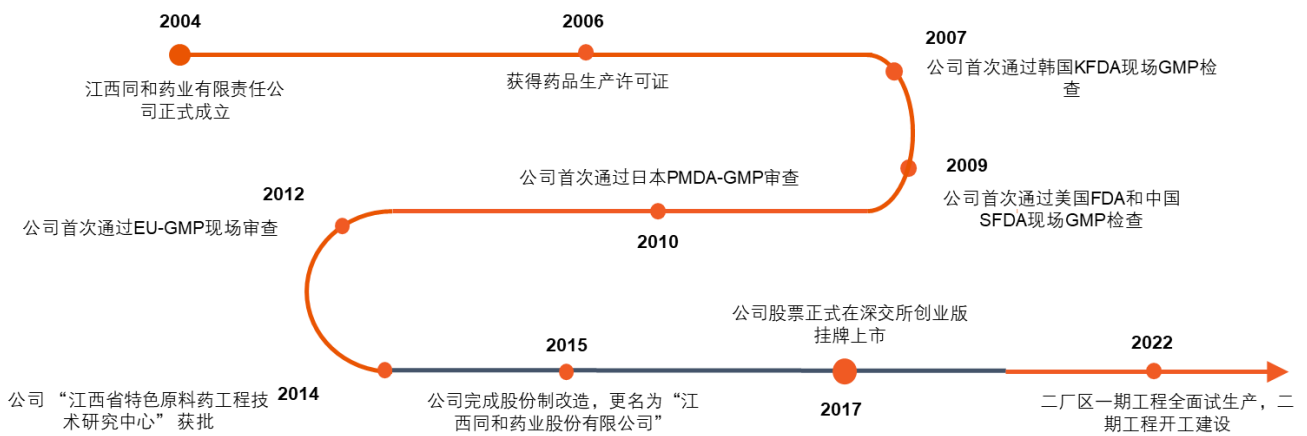
图表 1 同和药业大事记	5
图表 2 同和药业产品梯队	6
图表 3 同和药业主要股权结构示意图	6
图表 4 2022-2024 年股权激励方案	7
图表 5 同和药业 2018-2024Q1 营业收入（亿元）	7
图表 6 同和药业 2018-2024Q1 归母净利润（亿元）	7
图表 7 2018-2024Q1 公司销售毛利率和净利率（%）	8
图表 8 2018-2024Q1 公司期间费用率（%）	8
图表 9 2018-2023 年同和药业研发费用及增速情况（亿元）	8
图表 10 公司部分先进生产技术实例	8
图表 11 2013-2022 年全球原料药市场规模及增速（亿美元）	9
图表 12 2013-2022 年中国出口原料药市场规模及增速（亿美元）	9
图表 13 2014.3-2024.5 我国化学药品原药产量(万吨)	9
图表 14 2014.1-2024.5 我国化学药品原料药制造 PPI 当月同比变化情况（上年同月=100）	9
图表 15 公司核心传统品种原料药登记状态（截至 2024.6）	10
图表 16 2021 年公司核心传统品种原料药销量及市占率	10
图表 17 2019-2022Q1-3 公司部分核心传统品种原料药产能利用率	10
图表 18 2024E-2028E 全球面临专利悬崖风险的药品销售额（十亿美元）	11
图表 19 2024-2026 年公司核心新品种特色原料药概况	12
图表 20 2024-2026 年公司新品种特色原料药登记情况	12
图表 21 公司二厂区二期定增项目核心新品种原料药产能和销售额概况	13
图表 22 公司定增核心新品种主要竞争格局	14
图表 23 同和药业业务收入拆分（百万元）	15
图表 24 可比公司估值	15

一、特色原料药产品梯队完整，加速增长拐点初现

1.1 同和药业特色原料药实力雄厚，重点聚焦高端市场

同和药业特色原料药实力雄厚，全球高端市场经验丰富。江西同和药业有限公司（简称同和药业，股票代码：300636.SZ）成立于2004年，2017年3月在A股创业板上市。公司拥有丰富的原料药生产经验，工厂按照GMP标准兴建，装备良好的厂房设施适应原料药产品生产的国际化要求，主要品种的生产能力及产品质量在中国处于领先水平。2007-2012年，公司主要原料药品种陆续通过SFDA、US-FDA、PMDA，KFDA等官方机构的GMP检查，产品出口到全球多个国家和地区。之后十多年间，公司不断横纵向开拓原料药新品种和新业务，长期重点推动欧盟、北美、日本及韩国等国外规范市场的拓展，并积极开发国内市场，逐步形成国内国外市场同步销售的良好格局。

图表1 同和药业大事记

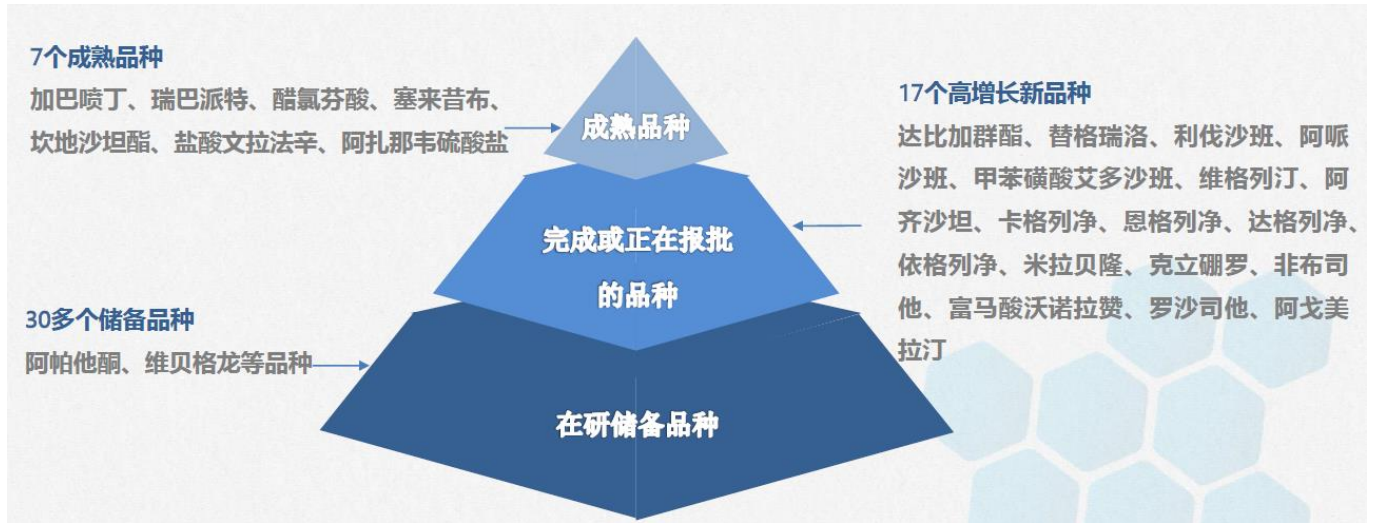


资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2 同和药业产品梯队完整，重点布局慢病适应症

同和药业特色原料药产品梯队完整，布局医药领域长尾市场。公司早年以高端市场客户需求为导向，7个成熟品种种类较为分散。现有完成或正在报批的17个新品种，除了在原有的五大类品种即消化系统类药物、神经系统用药（抗癫痫类药物）、解热镇痛类药物、治疗精神障碍药（抗抑郁药）、循环系统用药（抗高血压药）外，抗凝血、抗痛风、抗糖尿病等都在向系列化发展，重点布局慢病适应症领域进行产品研发及市场拓展，相关适应症需要长期服药、粘性强，部分领域消费人群基数庞大。目前，公司第三梯队正在研的原料药有30多个品种，随着公司研发队伍的不断扩大，未来每年都会有新的研发品种立项。

图表2 同和药业产品梯队

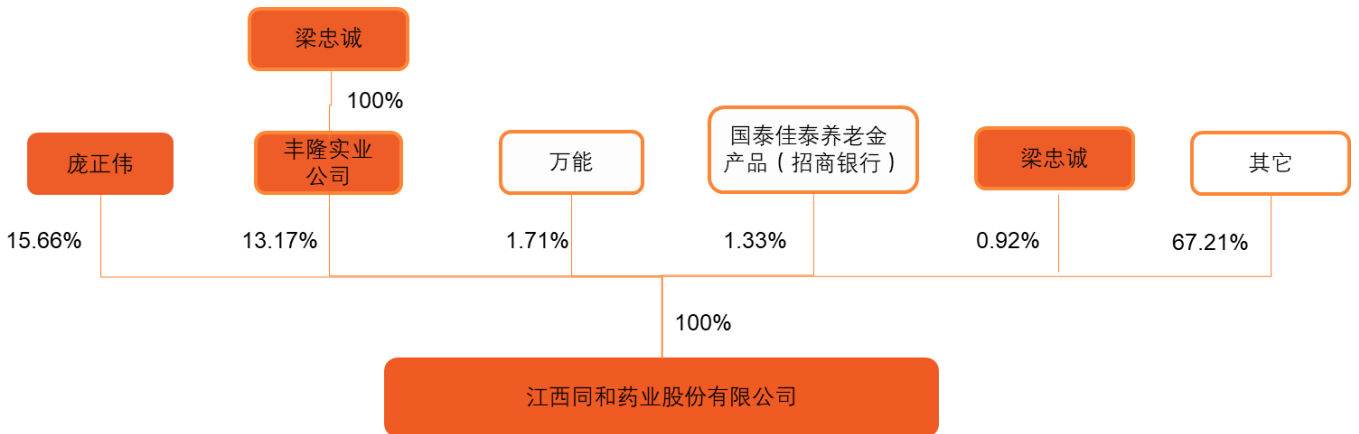


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 同和药业股权结构稳定，股权激励凸显公司发展信心

公司股权结构稳定利好长期发展。截至 2024 年 6 月，公司董事长、总经理庞正伟持股 15.66%，副董事长梁忠诚直接持股 0.92%、通过丰隆实业间接持股 13.17%，二人为公司实控人(一致行动人)，合计持股 29.75%，股权结构稳定利好公司执行效率及长期发展。

图表3 同和药业主要股权结构示意图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

股权激励凸显公司发展信心，业绩增长有望加速。2022 年 4 月同和药业通过股权激励计划，将 449 万股股票（约占公司总股本 2.14%）授予包括的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干在内的 224 人，进一步绑定核心管理层利益，其中首次授予部分价格为每股 11.75 元，共 398.28 万股。公司以 2021 年净利润为基数，2022，2023 和 2024 年的净利润增长分别不低于 40%，90%和 130%，公司 2022 年净利润增长率为 41.60%（不包含股权激励成本），满足公司层面的考核要求。2023 年，受原料药国际大环境影响，公司利润端短期承压，伴随 2024 年新产品放量加速，公司业绩有望加速增长。

图表4 2022-2024 年股权激励方案

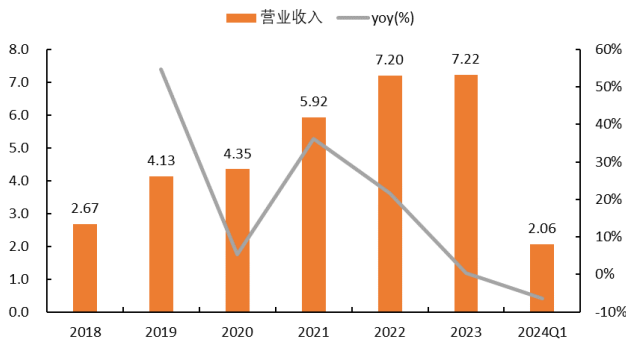
解除限售期	业绩考核目标	是否达成
第一个归属期	以2021年的净利润为基数，2022年净利润增长率不低于40%	是
第二个归属期	以2021年的净利润为基数，2023年净利润增长率不低于90%	否
第三个归属期	以2021年的净利润为基数，2024年净利润增长率不低于130%	/

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 同和药业营收稳健，利润端加速增长拐点初现

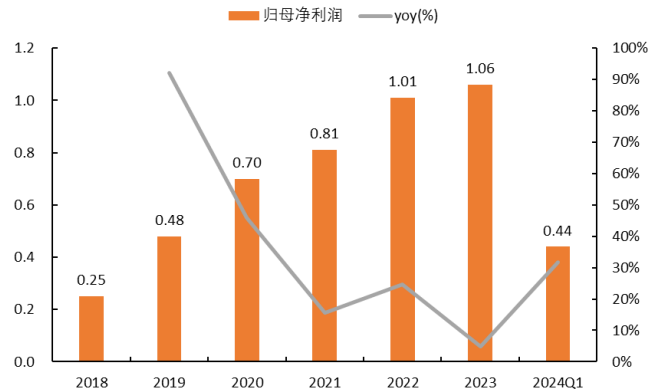
同和药业营业收入稳健，归母净利润增长拐点初现。2018-2024Q1 公司营收总体呈现稳健增长态势，2020 年受新冠疫情的影响，营收增速有所放缓，随后快速恢复至 20%以上增速，2023 年-2024Q1 公司成熟品种受下游厂家去库影响增长乏力，2023 年公司营收为 7.22 亿元，同比基本持平，2024Q1 实现营业收入 2.06 亿元，同比减少 6.5%。2018-2024Q1 公司利润端总体维持快速增长，其中 2023 年净利润 1.06 亿，同比增长 5%，伴随下游去库周期逐步结束，高端市场新产品放量进入加速期，公司产品整体毛利率有望提升，叠加期间费用率的逐步改善，公司 2024Q1 净利润 0.44 亿元，同比增长 31.6%，利润端加速增长拐点初现。

图表5 同和药业 2018-2024Q1 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 同和药业 2018-2024Q1 归母净利润（亿元）

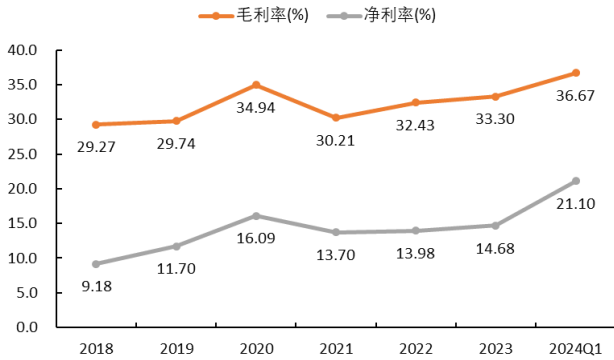


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司净利率和毛利率稳中有升。伴随公司整体生产水平的逐步提升，公司销售毛利率从 2018 年的 29.27% 逐步增长至 2023 年的 33.30%，公司净利率从 2018 年的 9.18% 逐步增长至 2023 年的 14.68%，公司产品盈利能力整体呈现稳步增长。2024Q1，伴随研发和财务费用率的大幅减少，公司产品净利率高达 21.10%，处于历史较高水平。

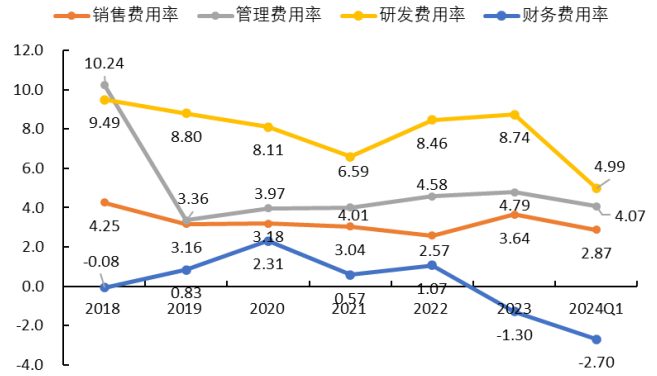
期间费用率整体保持稳健，2024Q1 研发和费用率显著改善。2018-2023 年，公司期间费用率整体保持稳健，其中研发费用率从 9.49% 微降至 8.74% 处于相对较高水平，而 2024Q1 公司研发费用率大幅下滑至 4.99%，主要系委外研发支出减少所致（外包研发项目数量减少了，同时 CRO 公司普遍在降价）。此外，2024Q1 公司财务费用率为 -2.70%，主要系存款利息增加所致，研发和财务费用率的较大幅度改善导致公司 2024Q1 净利率处于较高水平。

图表7 2018-2024Q1 公司销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 2018-2024Q1 公司期间费用率 (%)

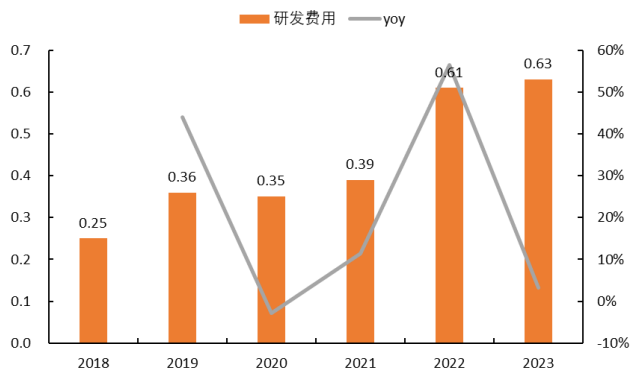


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.5 加强先进生产管理体系建设，助力公司可持续发展

加强研发和环保核心领域投入，业绩增长可持续。根据公司公告，公司 2023 年研发费用为 0.63 亿，同比保持稳健，公司 2021-2023 年研发投入平均占销售额的比例为 8.02%。公司坚持聚焦特色原料药主航道，以连续流反应、氢化还原反应、超低温反应、光化学反应、绿色化学、生物合成、分析技术以及杂质、晶型为主要研究方向。在重氮化、超低温、加氢等连续流反应技术上的生产经验丰富，已有多个产品实现连续流反应的工业化生产。从产品销售市场角度看，同和起家于日本市场，日本客户对于原料药的纯度要求比欧美要高得多，在对日本市场及其他高端市场的开发过程中，公司逐渐形成具备全球竞争力的高纯度产品研发生产能力及相应工艺技术能力，根据 2023 年公司年报，公司已成功通过了辉瑞 (2009)、Sandoz (2014)、武田 (2017)、赛诺菲 (2019)、雅培 (2021) 的 EHS 审计，一流的环保设施可满足公司未来 5-10 年的发展需求，为企业可持续发展奠定了坚实基础。

图表9 2018-2023 年同和药业研发费用及增速情况 (亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司部分先进生产技术实例

技术种类	应用规模	优势	部分应用案例
连续流微通道反应技术	工业化生产 (已注册申报)	与釜式反应相比反应速度快，生产效率高，大幅度降低生产成本，安全可靠	8BJ01、8BM01、8BS01、8BN、8M等品种
酶催化反应技术	百公斤级	与化学合成相比经济、环保、绿色、安全、产率高、反应条件温和	8BZ01、8BN
光催化反应技术	公斤级	与传统热反应相比反应速度快，反应步骤少，副产物单一	8BD01

资料来源：公司公告，平安证券研究所

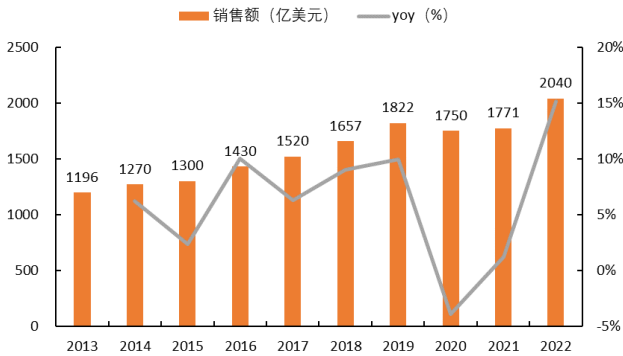
二、传统品种整体市占率较高，产能利用率有望提升

2.1 原料药市场规模稳健增长，上下游供需关系持续改善

全球原料药市场规模稳健增长，我国占据重要地位。根据药融云《2023 原料药产业白皮书》，2013-2022 年，全球原料药市场规模从 1196 亿美元增长 2040 亿美元，CAGR 为 6.1%，整体保持稳健增长。其中，2020 年受全球疫情影响增速为 -4.0%，

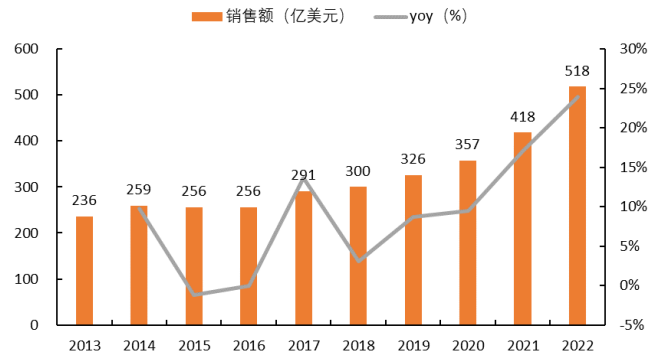
但很快恢复至正增长并逐步加速，2022 年同比增速高达 15.2%。中国原料药出口规模在全球占据重要地位。2013-2022 年，中国原料药出口规模从 236 亿美元增长 518 亿美元，CAGR 为 9.1%，增速相对较快。其中，2013-2019 年中国原料药出口规模 CAGR 仅为 5.5%，而 2020 年后，在全球疫情中我国原料药产业凭借良好的供应链稳定性保持快速增长，2022 年同比增速高达 23.9%，远超全球平均增速。从体量看，2022 年中国原料药出口规模为 518 亿美元，约占全球原料药市场的 25%，考虑国内原料药内需用量，我国原料药在国际市场占比将更高，我国在全球原料药市场中占据重要地位。

图表11 2013-2022 年全球原料药市场规模及增速(亿美元)



资料来源:《2023 原料药产业白皮书》, 平安证券研究所

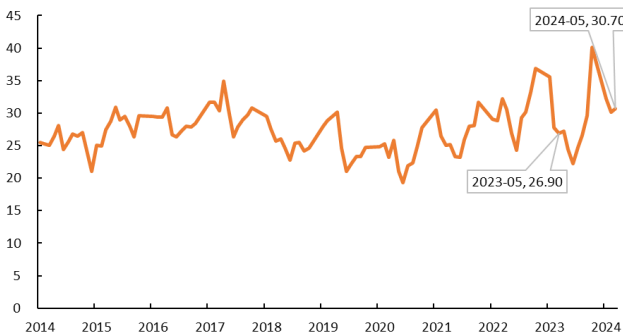
图表12 2013-2022 年中国出口原料药市场规模及增速(亿美元)



资料来源:《2023 原料药产业白皮书》, 平安证券研究所

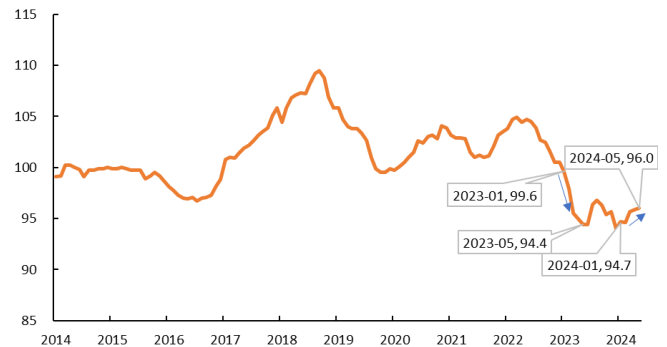
我国原料药产量同比持续走高，价格边际好转趋势初现。量：伴随过去两三年全球原料药去库存，印度新增产能等因素导致原料药板块 2023 年业绩承压，随着下游制剂厂家去库周期基本结束，原研药专利悬崖密集到来，以及我国在中间体和原料药行业的成本和产业链等优势，原料药板块有望迎来发展窗口期。根据国家统计局的数据，2023 年 12 月，我国化学药品原药产量高达 40.10 万吨，同比增加 3.2 万吨，并创 2014 年以来历史新高，体现下游制剂厂商对原料药的旺盛需求，2024 年 5 月，我国化学药品原药产量为 30.70 万吨，同比增加 3.8 万吨，原料药产量同比增长趋势持续。**价：**根据国家统计局数据，2023 年 1-5 月我国化学药品原料药制造 PPI 当月数值同比从 99.6 快速下滑至 94.4，而 2024 年 1-5 月从 94.7 增长至 96.0，我国原料药价格边际好转趋势初现，虽然整体价格水平仍低于 2014 年以来历史平均，但伴随下游采购需求的逐步增加，原料药价格进一步修复空间有望打开。

图表13 2014.3-2024.5 我国化学药品原药产量(万吨)



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表14 2014.1-2024.5 我国化学药品原料药制造 PPI 当月同比变化情况 (上年同月=100)



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

2.2 传统品种整体市占率较高，产能利用率有望提升

传统核心品种市占率较高，部分品种占据全球市场主导地位。根据医药魔方数据，公司原料药传统品种中，加巴喷丁、塞来昔布、坎地沙坦酯、醋氯芬酸、瑞巴派特等 5 个核心品种，已在包括美国、欧洲、日本、中国等全球多个国家和地区进行原料药登记。根据公司公告，这 5 个传统核心品种 2021 年全球市占率分别为 11.3%、35.9%、4.4%、8.6%、40.7%，在激烈的全球原料药竞争中占据重要地位，其中塞来昔布和瑞巴派特等产品占据市场主导地位。

图表15 公司核心传统品种原料药登记状态（截至2024.6）

产品名称	公司传统品种原料药登记状态（截至2024.6）			
	美国	欧洲	日本	中国
加巴喷丁	A	Valid	/	A
塞来昔布	A	Valid	A	A
坎地沙坦酯	I	Valid	A	/
醋氯芬酸	I	Valid	/	/
瑞巴派特	/	/	A	A

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

注：/表示公开信息未报道

图表16 2021年公司核心传统品种原料药销量及市占率

产品名称	2021年全球原料药消耗量（吨）	2021年公司销量（吨）	公司市占率
加巴喷丁	4319.72	486.70	11.3%
塞来昔布	469.84	168.46	35.9%
坎地沙坦酯	101.94	4.53	4.4%
醋氯芬酸	465.89	40.27	8.6%
瑞巴派特	370.67	150.81	40.7%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

传统品种毛利率稳定，部分品种产能利用率有望提升。根据 2024 年 4 月公司投资者调研纪要公告，公司预计成熟品种 2024 年的毛利率与 2023 年基本持平，重大改善的可能性相对较小，即使去库存结束以后成熟品种的毛利率仍将维持当前水平。根据 2024 年 4 月公司投资者调研纪要公告，原料药成熟品种的毛利率一般在 35%左右，近几年加巴喷丁国际原料药价格竞争较为激烈，导致该产品毛利率较低，从而拉低公司整体成熟品种板块的毛利率。根据 2024 年 1 月公司投资者调研纪要公告，公司预计 2024 年加巴喷丁的发货量目标是 800-1000 吨，相比 2023 年增长较大。

图表17 2019-2022Q1-3 公司部分核心传统品种原料药产能利用率

产品名称	产能利用率（%）			
	2019	2020	2021	2022Q1-3
加巴喷丁	50.14	35.05	54.09	32.99
塞来昔布	40.38	60.14	97.88	93.91
坎地沙坦酯及其中间体	57.52	102.29	64.46	53.42
瑞巴派特	128.17	122.33	66.03	118.29

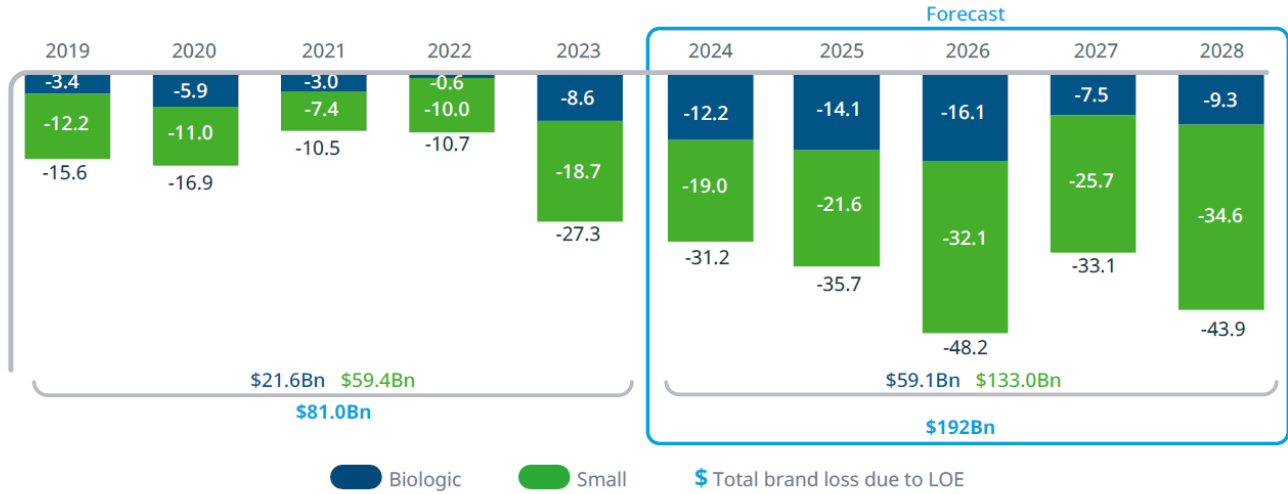
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、新品种高端市场放量进入加速期，产能建设助力全周期成长

3.1 原研专利悬崖密集到来，特色原料药板块有望迎来窗口期

原研专利悬崖密集到来，特色原料药板块有望迎来窗口期。根据 IQVIA 数据，2024-2028 年，全球面临专利悬崖而损失的药品销售额约 1920 亿美元，相比 2019-2023 年的 810 亿美元，损失大幅增加。其中小分子药物损失约为 1330 亿美元，平均每年约 266 亿美元，为仿制药企业带来替代机会。从全球范围来看，支付能力普遍受制约，价格更低的仿制药替代原研是大势所趋。仿制药制剂占比提升，带动仿制药特色原料药用量提升。同时，药品价格下降对提升相关品种的市场渗透率作用明显，进一步带动原料药需求量提升。

图表 18 2024E-2028E 全球面临专利悬崖风险的药品销售额 (十亿美元)



资料来源: IQVIA, 平安证券研究所

3.2 公司特色原料药新品高端市场放量有望进入加速期

2024-2026 公司特色原料药新品密集放量，市场空间广阔。根据 2024 年 5 月公司投资者调研纪要公告，公司 17 个特色原料药新品种放量在即，其中 14 个核心产品对应原研制剂品种销售额峰值总计近 500 亿美元，9 个品种原研制剂销售额超 10 亿美元。2024 年主要是利伐沙班、阿哌沙班、非布司他、达比加群酯、维格列汀放量，2025 年主要是替格瑞洛、克立硼罗、阿戈美拉汀、米拉贝隆放量，2026 年主要是富马酸伏诺拉生、恩格列净、依度沙班、卡格列净、依格列净等放量，其中不乏原料药销售额过亿大单品。根据 2024 年 5 月公司投资者调研纪要公告，公司特色原料药新品种被下游客户认定为一供的比例较高，平均每个品种都有 3-5 家头部仿药企业认定公司为一供。一供的先发优势基本可以保持到产品商业化销售两至三年后，之后如果产品销售比较好，市场份额很大，制剂厂商为了保障供货安全，会认证二供、三供，这个时期的竞争就是价格、成本竞争。但是公司动手早的优势不会完全消失，伴随工艺不断优化和产品规模优势，公司有望持续保持成本优势。

2024 年公司新产品高端市场在手订单同比增加超 1 亿元，全年新品销量占据主导地位。根据 2024 年 1 月公司投资者调研纪要公告，2023 年新产品在高端市场还未放量，增长主要来自于新兴市场，对新市场的销售受到客户外汇支付能力的影响较大，随着美元加息结束，新兴市场外汇支付情况会真正好转。预计 2024 年新产品专利在高端市场陆续到期后，高端市场开始放量。根据 2024 年 4 月公司投资者调研纪要公告，2024 年公司新产品在高端市场的订单相比 2023 年增量超 1 亿元，2024 年交货的在手订单超过 1.2 亿元。2024Q1 新产品的销量占比已经超总量的 50%，2024Q2 高端市场订单额外新增 1000 万，全年有望将持续提升，新品销量占据主导地位，为公司业绩改善提供主要的保障。

图表19 2024-2026年公司核心新品种特色原料药概况

预计主要放量年份	产品名称	主要适应症	原研厂家	核心专利申请时间			法规市场核心专利到期时间	原研全球销售额峰值(亿美元)	原研销售达峰时间
				美国	中国	欧洲、日本等			
2024	利伐沙班	抗血栓	Bayer/Johnson	2000.12(PTE)	2000.12	/	2020-2025	79.59	2021
	阿哌沙班	抗血栓	BMS/Pfizer	2002.9(PTE), 2007.1	2002	2002	2022-2027	189.53	2023(预计)
	非布司他	痛风	Teijin	1995.1	2003.3(制剂)	/	/	3.96(不包括美国)	2019
	达比加群酯	抗血栓	BI	1998.2	1998.2	1998.2	2018	17.13	2019
	维格列汀	糖尿病	Novartis	1999.12	1999.12	1999.12	2019	12.97	2019
2025	替格瑞洛	抗血小板	AstraZeneca	1999.12(PTE), 2005.9	1999.12	1999.12	2019-2025	15.93	2020
	克立硼罗	特应性皮炎	Pfizer	2009.7	2006.2	2006.2(欧洲) 2010.8(日本)	2026-2029	2.96	2022
	阿戈美拉汀	抗抑郁	Novartis/Servier	1992.1	2006.8(晶型)	/	2012	1.75	2018
	米拉贝隆	膀胱过度活动症	Astellas	2000.4(PTE)	1998.10	/	2020-2025	16.25	2021
2026	伏诺拉生	食管炎/胃溃疡	Takeda	2006.8	2006.8	/	2026	9.66	2021
	恩格列净	糖尿病	BI/Eli Lilly	2005.3(PTE)	2005.3	2005.3	2025-2030	111.82	/
	依度沙班	抗血栓	Daiichi Sankyo	2002.3(PTE)	2002.6	2002.6	2022-2027	20.03	2022
	卡格列净	糖尿病	Johnson	2005.1	2004.7	2004.7	2025	14.07	2016
	依格列净	糖尿病	Astellas	2008.7	2004.3	/	2028	2.86	2021
合计	/	/	/	/	/	/	/	480.48	/

资料来源：医药魔方，公司公告，平安证券研究所

注：/表示公开信息未报道

特色原料药新品种原料药登记绝大部分已处于激活状态，重点聚焦美国和中国市场。根据医药魔方数据，公司特色原料药新品种中绝大部分已在包括美国、欧洲、日本、中国等全球多个国家和地区进行原料药登记，重点聚焦美国和中国市场。其中，14个重点品种中，美国市场10个品种已全部转A，国内市场共有10个品种登记（其中已有7个转A、3个暂未转A），欧洲和日本市场分别有3个和2个品种转A。2024年集中放量品种已全部处于转A（激活）状态。

图表20 2024-2026年公司新品种特色原料药登记情况(个)

预计主要放量时间	产品名称	原料药厂家登记总数量(截至2024.6)				公司原料药登记状态(截至2024.6)			
		美国	中国	欧洲	日本	美国	中国	欧洲	日本
2024 (只包含激活状态)	利伐沙班	59	51	42	8	A	A	Valid	A
	阿哌沙班	45	35	/	/	A	A	/	/
	非布司他	26	28	/	11	A	A	/	/
	达比加群酯	32	12	/	/	A	/	/	/
	维格列汀	15	26	/	10	A	A	/	A
2025	替格瑞洛	34	46	18	/	A	A	Valid	/
	克立硼罗	9	23	/	/	/	I	/	/
	阿戈美拉汀	5	18	/	/	/	I	/	/
	米拉贝隆	35	22	/	/	A	A	Valid	/
2026	伏诺拉生	8	41	/	/	/	/	/	/
	恩格列净	39	34	/	/	A	A	/	/
	依度沙班	11	13	/	/	A	I	/	/
	卡格列净	25	15	/	/	A	/	/	/
	依格列净	1	1	/	/	/	/	/	/
合计	/	344	365	60	29	10	10	3	2

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

注：/表示公开信息未报道

3.3 产能建设助力公司特色原料药新品全周期成长

二厂区一期工程已处于试生产阶段，短期快速扩充重点品种产能。根据 2024 年 4 月公司投资者调研纪要公告，二厂区一期工程 4 个车间均已处于试生产阶段，预计 2024 年 8 月试生产完成后，将使替格瑞洛、维格列汀、阿齐沙坦、米拉贝隆、阿哌沙班、依度沙班、沃诺拉赞、阿戈美拉汀、恩格列净、卡格列净等品种的产能将得到快速扩充，满足以上品种全球专利陆续到期后的产能需求，产品放量有望加速。2023 年二厂区一期转固 4 亿多，土建项目已基本转固，设备的转固会在 2024 年下半年进行。

二厂区二期定增产能预计 2029 年满产，接续重点品种中长期增长。根据公司公告，二厂区二期土建已完成，7 个车间会分批安装，预计 2-3 年内完成二期所有车间的设备安装，2029 年实现满产。其中，阿哌沙班、替格瑞洛、米拉贝隆、恩格列净、依度沙班、卡格列净等预计将成为过亿级别大品种，其 2029 年满产销售收入分别为 1.08、2.19、1.06、2.01、6.43、3.49 亿元，接续重点品种中长期增长。

图表 21 公司二厂区二期定增项目核心新品种原料药产能和销售额概况

产品名称	2020 年全球原料药销量 (吨)	2022 年全球原料药销量 (吨)	2020-2022 年销量 CAGR	专利集中到期时间	预计 2029 年全球原料药产能 (吨)	公司总产能 (吨)	预计公司市占率	2029 年满产预计销售收入 (亿元)
阿哌沙班	26.62	35.58	10.2%	2022	234.36	10	4.27%	1.08
维格列汀	213.89	277.83	9.1%	2022	1853.75	100	5.39%	0.57
替格瑞洛	106.44	121.89	4.6%	2023	779.37	50	6.42%	2.19
阿戈美拉汀	4.45	5.50	7.3%	2025	54.70	10	18.28%	0.23
米拉贝隆	38.97	49.40	8.2%	2022	339.66	25	7.36%	1.06
恩格列净	36.79	66.98	22.1%	2026	933.04	30	3.22%	2.01
依度沙班	41.04	59.03	12.9%	2022	1158.17	50	4.32%	6.43
卡格列净	68.35	73.61	2.5%	2027	221.45	50	22.58%	3.49

资料来源：医药魔方，PDB，公司公告，平安证券研究所

定增核心新品种竞争格局较好。特色原料药较大宗原料药，有更高的行业准入壁垒、技术工艺壁垒以及客户壁垒，根据 2023 年 4 月公司二厂区二期定增公告，定增新品种以国内生产企业为主且数量不多，产能较小并缺乏规范性市场的注册能力、大部分竞争对手的工艺、技术与销售能力难以覆盖全球市场。

图表22 公司定增核心新品种主要竞争格局

产品名称	主要生产国家及区域	部分主要厂商
利伐沙班	中国	浙江苏泊尔制药、北京联本医药、济南立德医药
阿哌沙班	中国	浙江华海药业、浙江奥翔药业、浙江苏泊尔制药
维格列汀	中国	浙江天宇药业、浙江国邦药业、安徽海康药业
替格瑞洛	中国	常州制药厂、泓博智源（开原）药业、浙江天宇药业
阿戈美拉汀	中国	常州熹琳医药、常州制药厂、山东鲁宁药业
米拉贝隆	中国	浙江华海药业、山东威智百科药业、北京迈索医药科技
恩格列净	中国、印度	安徽海康药业、安徽联创生物医药、Honor Lab（印度）
依度沙班	中国	浙江苏泊尔制药、北京联本医药、济南立德医药
卡格列净	中国、印度	安徽海康药业、安徽联创生物医药、Honor Lab（印度）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新品种数量较多，核心品种专利到期时间主要在 2023-2027 年，2024 年开始高端市场对相关品种需求逐步旺盛；此外，二厂区一期工程试生产阶段将于近期完成，产能释放将进一步支撑新产品放量。假设 2024-2026 年新品原料药业务销售额将实现高速增长，同比增速分别为 40%、40%、30%；

假设 2：传统品种需求端稳健，伴随下游客户去库存逐渐结束，销量整体相较 2023 年有所改善；其中加巴喷丁等老品种伴随产能利用率提升，毛利率有望逐步修复。假设 2024-2026 年传统品种销售额将维持稳健，同比增速分别为 15%、10%、10%；

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年将分别实现营收 9.07/11.28/13.61 亿元，净利润分别为 1.58/2.21/2.86 亿元，公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

图表23 同和药业业务收入拆分（百万元）

业务分类	项目分类	2023A	2024E	2025E	2026E
新品种	销售收入（百万元）	308.13	431.38	603.93	785.12
	yoy	63.7%	40.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	45.28%	45.00%	45.00%	45.00%
传统品种	销售收入（百万元）	414.01	476.11	523.72	576.09
	yoy	-22.1%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	24.39%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	销售收入（百万元）	722.14	907.49	1127.66	1361.21
	yoy	0.3%	25.7%	24.3%	20.7%
	毛利率	33.30%	34.51%	35.71%	36.54%

资料来源：iFind，公司公告，平安证券研究所

4.2 相对估值和评级

我们选取华海药业、千红制药、天宇股份、奥锐特四家以特色原料药出海概念为主的企业作为可比公司，2024 年四家公司平均 PE 为 23.2 倍。考虑下游去库周期逐步结束，高端市场新产品放量进入加速期，公司产品整体毛利率有望提升，叠加期间费用率的逐步改善，我们预计公司 2024 年 EPS 为 0.38 元，当前股价对应 PE 为 23.6 倍，与行业平均基本持平。考虑公司二期定增新产能有望助力新品种持续放量，利好公司长期价值提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表24 可比公司估值

代码	简称	最新价（元，截至2024.7.17）	EPS（元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
千红制药	002550.SZ	5.38	0.14	0.22	0.29	0.36	38.4	24.5	18.6	14.9
华海药业*	600521.SH	17.54	0.57	0.87	1.11	1.35	30.8	20.1	15.8	13.0
天宇股份*	300702.SZ	16.74	0.08	0.81	0.98	1.35	/	20.8	17.1	12.4
奥锐特*	605116.SH	26.42	0.71	0.97	1.27	1.63	37.2	27.3	20.8	16.2
算数平均值							35.5	23.2	18.1	14.1
同和药业	300636.SZ	8.86	0.25	0.38	0.52	0.68	35.2	23.6	16.9	13.0

资料来源：iFind，平安证券研究所

注：*表示因暂未覆盖，采用wind一致性预期；/表示PE异常需剔除

五、 风险提示

- 1) 原料药价格波动风险:** 特色原料药价格受供需关系影响较大,且意外事件的发生可能导致特色原料药价格发生较大波动,影响公司盈利水平。
- 2) 产能利用率不达预期风险:** 公司在建新项目较多,不同品种产能利用可能存在相互干扰,产品产能利用率提升的过程仍可能存在设备调试、技术工艺调整优化等问题需要解决,存在达产进度不及预期的风险。
- 3) 新品种放量不及预期风险:** 公司新品种较多,不同品种下游客户需求程度存在差异,叠加公司销售推广能力等因素影响,存在放量不及预期可能。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,197	860	1,055	1,384
现金	513	91	113	258
应收票据及应收账款	71	100	124	150
其他应收款	3	3	4	4
预付账款	14	16	20	24
存货	523	597	728	868
其他流动资产	73	53	66	80
非流动资产	2,024	2,271	2,174	1,947
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,011	1,345	1,335	1,195
无形资产	20	17	13	10
其他非流动资产	993	909	826	742
资产总计	3,221	3,132	3,229	3,331
流动负债	702	471	476	468
短期借款	429	150	83	0
应付票据及应付账款	130	209	255	304
其他流动负债	142	112	137	164
非流动负债	293	301	207	76
长期借款	252	259	166	35
其他非流动负债	41	41	41	41
负债合计	995	772	683	545
少数股东权益	0	0	0	0
股本	423	422	422	422
资本公积	1,271	1,190	1,190	1,190
留存收益	533	666	852	1,093
归属母公司股东权益	2,226	2,360	2,546	2,787
负债和股东权益	3,221	3,132	3,229	3,331

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	163	401	433	512
净利润	106	158	221	286
折旧摊销	69	253	298	326
财务费用	-9	24	15	6
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-46	-36	-102	-108
其他经营现金流	44	1	1	1
投资活动现金流	-706	-501	-201	-101
资本支出	208	500	200	100
长期投资	-494	0	0	0
其他投资现金流	-421	-1,001	-401	-201
筹资活动现金流	955	-321	-210	-266
短期借款	161	-280	-66	-83
长期借款	-77	7	-93	-131
其他筹资现金流	871	-49	-50	-51
现金净增加额	414	-422	22	145

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	722	907	1,128	1,361
营业成本	482	594	725	864
税金及附加	4	3	4	5
营业费用	26	32	41	50
管理费用	35	36	45	54
研发费用	63	54	68	82
财务费用	-9	24	15	6
资产减值损失	-19	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	10	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	-0	-0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	112	168	235	305
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	113	168	235	305
所得税	7	10	14	18
净利润	106	158	221	286
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	106	158	221	286
EBITDA	172	446	548	637
EPS (元)	0.25	0.38	0.52	0.68

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(%)	0.3	25.7	24.3	20.7
营业利润(%)	5.5	50.0	39.7	29.6
归属于母公司净利润(%)	5.3	49.4	39.7	29.6
获利能力				
毛利率(%)	33.3	34.5	35.7	36.5
净利率(%)	14.7	17.4	19.6	21.0
ROE(%)	4.8	6.7	8.7	10.3
ROIC(%)	5.3	9.2	10.4	12.7
偿债能力				
资产负债率(%)	30.9	24.6	21.2	16.3
净负债比率(%)	7.6	13.5	5.4	-8.0
流动比率	1.7	1.8	2.2	3.0
速动比率	0.8	0.4	0.5	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	10.2	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	9.9	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.38	0.52	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.95	1.03	1.21
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.60	6.04	6.61
估值比率				
P/E	35.2	23.6	16.9	13.0
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	24.5	8.2	6.4	5.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层