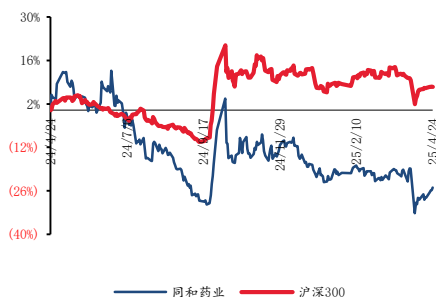


Q1 利润阶段性承压，期待新产品法规市场持续放量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.22/3.64
总市值/流通(亿元)	31.19/26.97
12 个月内最高/最低价(元)	11.5/6.38

相关研究报告

<<Q3 营收稳定增长，利润略低于市场预期>>—2024-10-24

<<Q2 业绩略低于市场预期，产能投放有望助力新产品法规市场放量>>—2024-08-29

<<同和药业(300636) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：Q1 业绩超市场预期，新产品法规市场即将放量>>—2024-04-26

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

● 事件

2025 年 4 月 24 日晚，公司发布 2024 年年报，2024 年度公司实现营业收入 7.59 亿元 (YoY+5.09%)，归母净利润 1.07 亿元 (YoY+0.57%)，扣非净利润 1.00 亿元 (YoY+1.51%)；

同时发布 2025 年一季报，2025 年 Q1 公司实现营业收入 1.87 亿元 (YoY-9.47%)，归母净利润 0.21 亿元 (YoY-52.30%)，扣非净利润 0.18 亿元 (YoY-56.33%)。

● 观点

Q1 营业收入同比下滑，利润阶段性承压。分业务来看，2024 年原料药及中间体业务实现营收 6.76 亿元 (YoY+17.27%)，毛利率 32.67%，同比提升 2.69pct，毛利率较高的新产品业务占比提升；CMO/CDMO 业务实现营收 0.83 亿元 (YoY-43.18%)，毛利率 35.83%，同比下滑 10.65pct，主要由于个别订单终止执行。2024 年及 2025Q1 毛利率分别为 33.01% (-0.29pct) 和 27.58% (-9.09pct)，净利率分别为 14.04% (-0.64pct) 和 11.12% (-9.98pct)，我们认为 2024 年净利率略有下滑主要因为公司计提资产及信用减值损失 2,788.01 万元，同比增加 884.43 万元，同时销售人员及产品注册认证费增加，销售费用同比增长 14.03%，二厂区一期项目投产，管理费用同比增长 10.74%。2025 年 Q1 净利率同比下滑主要因为：①老产品受市场竞争影响，价格同比有所下滑；②研发费用同比增长 384.85 万元，研发费用率同比提升 2.58pct。

二厂区一期产能释放，助力新产品放量。2024 年，公司二厂区一期工程 4 个车间正式投产，产能持续释放，满产产值有望达到 5 亿元。同时公司于 2023 年 7 月完成 8 亿元定增，募集资金将用于二厂区二期工程建设，共规划 7 个车间，满产产值有望达到 19 亿元，当前部分合成车间及质检研发楼正在建设中，部分车间预计于 2025 年开始试生产。

新产品法规市场专利正在陆续到期，产品注册获批持续进行。公司 17 个新产品规范市场专利开始陆续到期，其中包括多个原研全球销售额排名靠前的品种，如阿哌沙班、恩格列净、利伐沙班、达格列净等，预计将持续贡献增量收入。同时，公司产品注册获批持续进行，截至 2024 年底，12 个产品在欧盟、2 个产品在美国、5 个产品在日本、10 个产品在韩国、13 个产品在中国等国家完成主文件注册并通过药政当局的现场 GMP 检查。

● 投资建议

公司新产品法规市场专利正在陆续到期，我们预计未来三年新产品在法规市场有望快速放量，预测公司 2025/26/27 年营收为 8.00/9.50/11.50 亿元，归母净利润为 1.14/1.48/1.99 亿元，对应当前 PE 为 27/21/16X，持续给予“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险；产品价格下降风险；产能投放不及预期；环保风险；汇率风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	759	800	950	1,150
营业收入增长率(%)	5.09%	5.42%	18.75%	21.05%
归母净利（百万元）	107	114	148	199
净利润增长率(%)	0.57%	6.96%	29.38%	35.25%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.27	0.35	0.47
市盈率（PE）	31.40	27.36	21.15	15.64

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	513	176	211	312	453
应收和预付款项	85	96	92	102	116
存货	523	553	524	578	607
其他流动资产	76	226	225	236	247
流动资产合计	1,197	1,051	1,052	1,228	1,423
长期股权投资	0	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,008	1,302	1,268	1,385	1,429
在建工程	503	186	466	416	316
无形资产开发支出	20	19	19	19	19
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,690	1,809	1,846	2,031	2,236
资产总计	3,221	3,320	3,603	3,855	4,004
短期借款	429	301	401	451	401
应付和预收款项	130	150	143	163	184
长期借款	250	399	449	499	499
其他负债	185	161	153	161	171
负债合计	995	1,011	1,145	1,273	1,254
股本	423	422	422	422	422
资本公积	1,271	1,252	1,252	1,252	1,252
留存收益	558	648	797	921	1,089
归母公司股东权益	2,226	2,309	2,458	2,582	2,750
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,226	2,309	2,458	2,582	2,750
负债和股东权益	3,221	3,320	3,603	3,855	4,004

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	164	285	301	313	411
投资性现金流	-706	-506	-426	-261	-161
融资性现金流	955	-111	106	49	-110
现金增加额	415	-327	-18	101	141

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	722	759	800	950	1,150
营业成本	482	508	515	600	711
营业税金及附加	4	8	6	8	9
销售费用	26	30	29	32	37
管理费用	35	38	60	81	104
财务费用	-9	-17	2	7	6
资产减值损失	-19	-27	-5	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	112	111	123	159	215
其他非经营损益	0	3	0	0	0
利润总额	113	115	123	159	215
所得税	7	8	9	11	15
净利润	106	107	114	148	199
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	106	107	114	148	199

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.30%	33.01%	35.63%	36.89%	38.22%
销售净利率	14.68%	14.04%	14.25%	15.53%	17.35%
销售收入增长率	0.31%	5.09%	5.42%	18.75%	21.05%
EBIT 增长率	-10.24%	-8.32%	31.25%	32.85%	33.07%
净利润增长率	5.28%	0.57%	6.96%	29.38%	35.25%
ROE	4.76%	4.62%	4.64%	5.71%	7.25%
ROA	3.87%	3.26%	3.29%	3.96%	5.08%
ROIC	3.26%	2.93%	3.50%	4.36%	5.61%
EPS (X)	0.28	0.25	0.27	0.35	0.47
PE (X)	37.83	31.40	27.36	21.15	15.64
PB (X)	2.00	1.46	1.27	1.21	1.13
PS (X)	6.18	4.43	3.90	3.28	2.71
EV/EBITDA (X)	27.26	18.53	13.46	10.77	8.36

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。