

同和药业 (300636.SZ)

强烈推荐 (维持)

产品结构持续优化, 新产品驱动增长

2025 年公司实现收入 8.29 亿元 (同比+9.19%), 归母净利润 0.73 亿元 (同比-31.42%)。利润下滑主因二厂区新产品验证生产阶段产能利用率低, 导致计提超 6000 万元的减值损失。

2026 年 Q1, 公司实现收入 1.84 亿元 (同比-1.34%), 归母净利润 0.19 亿元 (同比-9.63%)。Q1 收入微降主要受中东战争影响部分订单推迟发货。

□ 原料药业务承压, 中间体毛利率提升。分业务来看, 2025 年医药原料药业务实现营收 7.29 亿元 (YoY+13.99%), 毛利率 28.02%, 同比下降 4.11pct; 医药中间体业务实现营收 9570.02 万元 (YoY-18.96%), 毛利率 44.77%, 同比提升 7.49pct。全年毛利率 30.26% (-2.75pct), 净利率 8.82% (-5.22pct), Q4 单季度净利率-5.49% (同比降 11.24pct)。净利率下滑主要源于: 1) 资产减值损失达 6219.05 万元, 同比增加 3562.33 万元; 2) 研发费用同比增长 9.33% 至 6499.34 万元, Q4 研发费用率同比提升 1.74pct 至 12.45%; 3) 原料药业务成本压力显著, 营业成本增速 (13.67%) 高于收入增速 (8.86%)。

□ 二期项目进展顺利, 定增资金加速建设进程。2025 年, 公司二厂区二期项目部分车间已完成设备安装并开始试生产, 项目建设稳步推进。公司于 2023 年 7 月完成 7.89 亿元定增, 募集资金主要用于二厂区二期工程建设, 报告期内该项目投入 1.63 亿元, 累计投入 3.23 亿元, 工程进度达 54.78%。当前质检研发楼中研发对应楼层进入设备调试收尾阶段, 其他楼层正在进行软装作业。

□ 全球市场注册进展顺利, 新兴市场业务量上升。公司产品注册获批持续进行, 截至 2025 年底, 15 个产品在欧盟、3 个产品在美国、5 个产品在日本、15 个产品在韩国、14 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。公司在高端市场 (日本、韩国、欧洲和北美) 成熟品种业务稳定并积极推广新品种, 新兴市场通过客户走访及展会等形式保持业务量上升态势。

□ 维持“强烈推荐”评级。根据公司 2025 年年报和最新业务趋势, 公司业务以规范市场原料药出口为主, 2025 年国外收入 6.69 亿元, 占比 80.7%, 出口业务受美元汇率波动影响大, 同时中东战争导致上游原材料涨价、运费上升等因素也可能对公司利润有一定拖累, 同时公司 2026 年二厂区投产新增折旧费用, 因此我们调整公司盈利预测, 预计公司 26-28 年营业收入 9.1、10.5、12.7 亿元, 归母净利润 0.84、1.0、1.2 亿元, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 新产品放量不及预期, 老产品价格下滑, 汇兑波动, 地缘政治等风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 759 | 829 | 910 | 1050 | 1269 |
| 同比增长 | 5% | 9% | 10% | 15% | 21% |
| 营业利润(百万元) | 111 | 75 | 86 | 106 | 129 |
| 同比增长 | -1% | -33% | 14% | 24% | 21% |
| 归母净利润(百万元) | 107 | 73 | 84 | 103 | 124 |
| 同比增长 | 1% | -31% | 14% | 23% | 21% |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.30 |
| PE | 30.8 | 44.9 | 39.3 | 32.0 | 26.5 |

消费品/生物医药

目标估值: NA

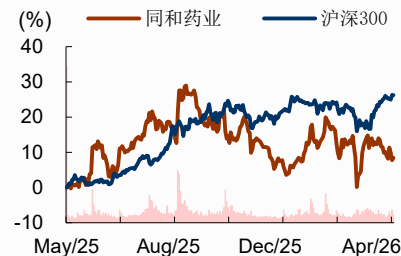
当前股价: 7.82 元

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 总股本 (百万股) | 420 |
| 已上市流通股 (百万股) | 367 |
| 总市值 (十亿元) | 3.3 |
| 流通市值 (十亿元) | 2.9 |
| 每股净资产 (MRQ) | 5.7 |
| ROE (TTM) | 3.0 |
| 资产负债率 | 28.0% |
| 主要股东 | 庞正伟 |
| 主要股东持股比例 | 14.77% |

股价表现

| | | | |
|------|-----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -3 | -4 | 13 |
| 相对表现 | -11 | -7 | -14 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《同和药业 (300636) — 新产品保持放量, 成熟产品、CDMO 承压》2024-10-28
- 《同和药业 (300636) — 短期承压, 看好新品种放量趋势》2024-09-12
- 《同和药业 (300636) — 新产品高速放量, 有望进入快速发展阶段》2024-05-30

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

侯彪 S1090525070010

houbiao@cmschina.com.cn

| | | | | | |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| PB | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1051 | 1462 | 1376 | 1552 | 1847 |
| 现金 | 176 | 253 | 67 | 76 | 92 |
| 交易性投资 | 20 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 95 | 118 | 129 | 149 | 181 |
| 其它应收款 | 2 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 存货 | 553 | 510 | 546 | 603 | 706 |
| 其他 | 205 | 537 | 590 | 680 | 823 |
| 非流动资产 | 2269 | 1859 | 1850 | 1927 | 1929 |
| 长期股权投资 | 3 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 固定资产 | 1302 | 1258 | 1251 | 1330 | 1333 |
| 无形资产商誉 | 19 | 19 | 17 | 15 | 14 |
| 其他 | 944 | 570 | 569 | 569 | 569 |
| 资产总计 | 3320 | 3321 | 3226 | 3479 | 3776 |
| 流动负债 | 506 | 667 | 475 | 614 | 779 |
| 短期借款 | 301 | 194 | 244 | 363 | 491 |
| 应付账款 | 150 | 179 | 192 | 211 | 248 |
| 预收账款 | 4 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 其他 | 50 | 290 | 35 | 35 | 35 |
| 长期负债 | 505 | 289 | 319 | 349 | 379 |
| 长期借款 | 399 | 187 | 217 | 247 | 277 |
| 其他 | 106 | 102 | 102 | 102 | 102 |
| 负债合计 | 1011 | 956 | 794 | 963 | 1158 |
| 股本 | 422 | 420 | 420 | 420 | 420 |
| 资本公积金 | 1240 | 1241 | 1241 | 1241 | 1241 |
| 留存收益 | 648 | 704 | 771 | 855 | 957 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2309 | 2365 | 2432 | 2516 | 2618 |
| 负债及权益合计 | 3320 | 3321 | 3226 | 3479 | 3776 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|-----------|--------------|----------|-----------|
| 经营活动现金流 | 285 | 202 | 132 | 96 | 37 |
| 净利润 | 107 | 73 | 84 | 103 | 124 |
| 折旧摊销 | 114 | 131 | 127 | 126 | 134 |
| 财务费用 | 13 | 12 | 17 | 17 | 22 |
| 投资收益 | (1) | 1 | (8) | (3) | (2) |
| 营运资金变动 | 46 | (18) | (87) | (147) | (241) |
| 其它 | 6 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (506) | (17) | (110) | (201) | (134) |
| 资本支出 | (136) | (291) | (118) | (203) | (136) |
| 其他投资 | (369) | 274 | 8 | 3 | 2 |
| 筹资活动现金流 | (111) | (98) | (209) | 113 | 113 |
| 借款变动 | (161) | (88) | (175) | 149 | 158 |
| 普通股增加 | (2) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (6) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (17) | (17) | (17) | (18) | (23) |
| 其他 | 74 | 7 | (17) | (17) | (22) |
| 现金净增加额 | (331) | 87 | (186) | 9 | 16 |

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 759 | 829 | 910 | 1050 | 1269 |
| 营业成本 | 508 | 578 | 619 | 682 | 800 |
| 营业税金及附加 | 8 | 6 | 7 | 10 | 13 |
| 营业费用 | 30 | 29 | 33 | 46 | 61 |
| 管理费用 | 38 | 38 | 45 | 58 | 84 |
| 研发费用 | 59 | 65 | 78 | 92 | 123 |
| 财务费用 | (17) | (14) | 17 | 17 | 22 |
| 资产减值损失 | (29) | (64) | (33) | (40) | (40) |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 8 | 14 | 7 | 3 | 3 |
| 投资收益 | 1 | (1) | 1 | (1) | (1) |
| 营业利润 | 111 | 75 | 86 | 106 | 129 |
| 营业外收入 | 4 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 115 | 76 | 86 | 106 | 128 |
| 所得税 | 8 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 107 | 73 | 84 | 103 | 124 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 5% | 9% | 10% | 15% | 21% |
| 营业利润 | -1% | -33% | 14% | 24% | 21% |
| 归母净利润 | 1% | -31% | 14% | 23% | 21% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 33.0% | 30.3% | 32.0% | 35.0% | 37.0% |
| 净利率 | 14.0% | 8.8% | 9.2% | 9.8% | 9.8% |
| ROE | 4.7% | 3.1% | 3.5% | 4.1% | 4.8% |
| ROIC | 2.9% | 2.0% | 3.4% | 4.0% | 4.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.5% | 28.8% | 24.6% | 27.7% | 30.7% |
| 净负债比率 | 21.1% | 19.2% | 14.3% | 17.5% | 20.4% |
| 流动比率 | 2.1 | 2.2 | 2.9 | 2.5 | 2.4 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 存货周转率 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 应收账款周转率 | 9.2 | 7.8 | 7.4 | 7.5 | 7.7 |
| 应付账款周转率 | 3.6 | 3.5 | 3.3 | 3.4 | 3.5 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.25 | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.30 |
| 每股经营净现金 | 0.68 | 0.48 | 0.32 | 0.23 | 0.09 |
| 每股净资产 | 5.50 | 5.63 | 5.79 | 5.99 | 6.23 |
| 每股股利 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.05 | 0.06 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 30.8 | 44.9 | 39.3 | 32.0 | 26.5 |
| PB | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 19.3 | 21.0 | 17.5 | 16.1 | 14.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。