

同和药业 (300636.SZ) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2022年10月27日

**评级：买入（维持）**

市场价格：15.66

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：李建

执业证书编号：S0740522090004

电话：021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	435.42	592.13	750.25	1082.80	1381.54
增长率 yoy%	5.41%	35.99%	26.70%	44.32%	27.59%
净利润(百万元)	70.05	81.12	105.66	148.05	207.72
增长率 yoy%	45.01%	15.80%	30.25%	40.12%	40.31%
每股收益(元)	0.23	0.26	0.34	0.48	0.67
每股现金流量	0.26	0.43	0.26	0.33	0.75
净资产收益率	8.58%	9.13%	10.95%	13.62%	16.74%
P/E	69.05	59.62	45.78	32.67	23.28
PEG	1.53	3.77	1.51	0.81	0.58
P/B	5.92	5.45	5.01	4.45	3.90

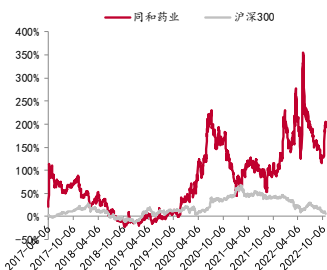
备注：数据截至 2022.10.27

**投资要点**

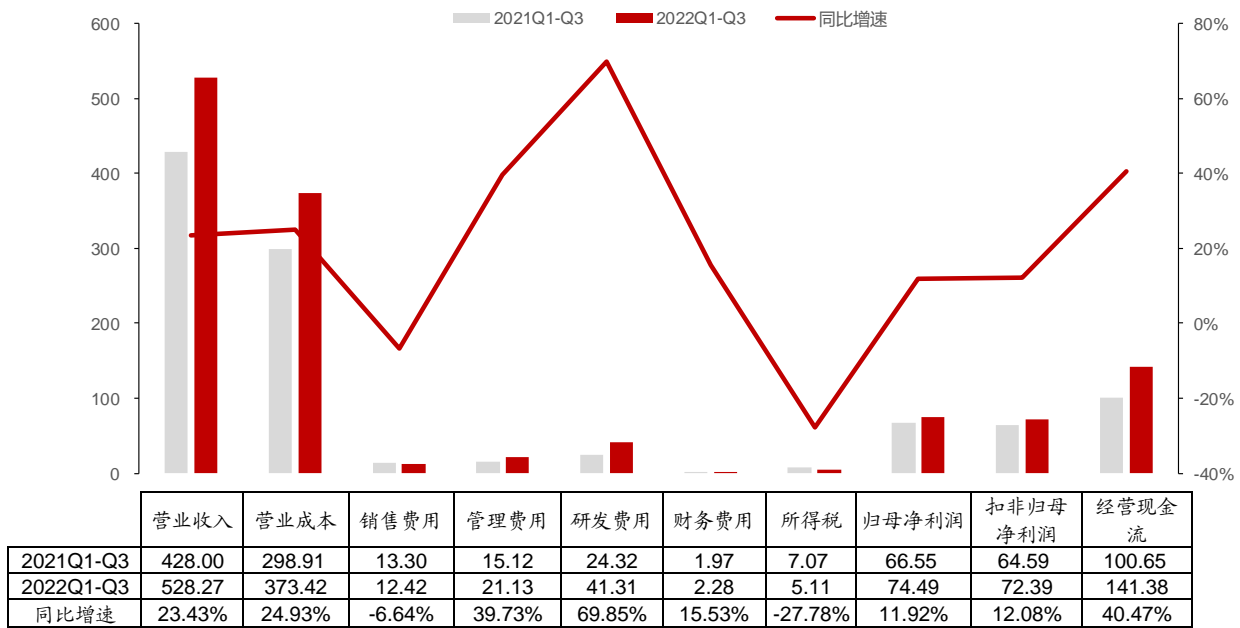
- **事件：公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 5.28 亿元，同比增长 23.43%，归母净利润 7449 万元，同比增长 11.92%，扣非净利润 7239 万元，同比增长 12.08%。**
- **Q3 业绩呈现拐点，新品种、新产能有望驱动高速增长。**公司前三季度收入端保持快速增长，我们预计主要由新产品放量、CDMO 快速增长带动；利润端增速小于收入端，主要因为：1) 原材料涨价；2) 高毛利的定制项目交货集中在下半年；3) 个别产品的一过性影响；4) 研发投入快速增长；5) 美元借款带来的汇兑损失增加；6) 运费上涨。单季度看，Q3 营业收入 1.92 亿元（同比+27.80%，下同），归母净利润 3185 万元（+32.60%），扣非净利润 3139 万元（+33.48%），毛利率 31.36%，环比提升 6.14pp。Q3 收入利润均创单季度历史新高，业绩呈现拐点。展望 Q4 及明年，在新产品、新产能、CDMO 业务带动下，公司有望保持快速增长。
- **费用率：毛利率略降，费用率保持稳定，持续增加研发投入。毛利率：2022 年前三季度毛利率 29.31% (-0.85pp)，Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 30.68%、25.21%、31.36%，毛利率下降主要受原材料涨价、高毛利定制业务发货的季度间波动、运费上涨等影响，但 Q3 展现恢复势头。费用率：2022 年前三季度销售费用率 2.35% (-0.76pp)，管理费用率 4.00% (+0.47pp)，财务费用率 0.43% (-0.03pp)，三项费用率合计 6.78% (-0.32pp)，保持稳定。22Q3 销售费用率 1.73% (-2.01pp)，管理费用率 4.29% (+0.47pp)，财务费用率 -0.96% (-1.90pp)，三项费用率合计 5.07% (-3.45pp)，销售费用率下降主要因为收入快速增长，财务费用率下降主要因为人民币贬值带来汇兑收益增加。研发投入：22 年前三季度研发费用 4131 万元 (+69.82%)，占收入比例 7.82% (+2.14pp)，22Q3 研发费用 1561 万元 (+61.20%)，占收入比例 8.12% (+1.68pp)，研发投入及收入占比均持续增长。**
- **高成长、小而美的特色原料药企业，API 迎来“抢仿”放量窗口，CDMO 作为第二增长曲线战略地位提升，发展拐点已现。**公司起家于日本市场，并长期重点推动欧美日韩等国外规范市场的拓展，彰显高标准体系能力；管线梯队清晰，多个新品种迎来抢仿放量窗口。同时，CDMO 业务随着产能建设推进，战略地位提升，第二增长曲线逐步显现。随品种、产能的双发力，业绩拐点在即。
- **盈利预测与投资建议：根据三季报，考虑原材料涨价、疫情等因素影响，以及研发投入的持续增长，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入 7.50、10.83、13.82 亿元（调整前 8.50、11.84、15.10 亿元），同比增长 26.7%、44.3%、27.6%；归母净利润 1.06、1.48、2.08 亿元（调整前 1.17、1.64、2.32 亿元），同比增长 30.3%、40.1%、40.3%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 46/33/23 倍。考虑公司多个新品种进入抢仿放量窗口期，成熟品种亦具备结构性增长机会，CDMO 业务随产能释放、战略地位提升而保持快速增长，业绩有望迎来拐点，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。**

**基本状况**

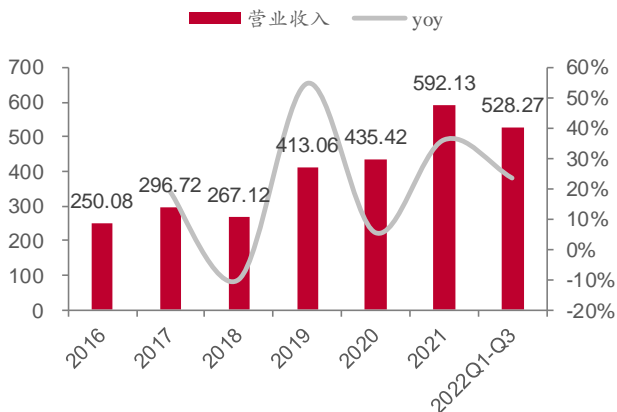
总股本(百万股)	350.19
流通股本(百万股)	289.58
市价(元)	15.66
市值(百万元)	5,483.98
流通市值(百万元)	4,534.89

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

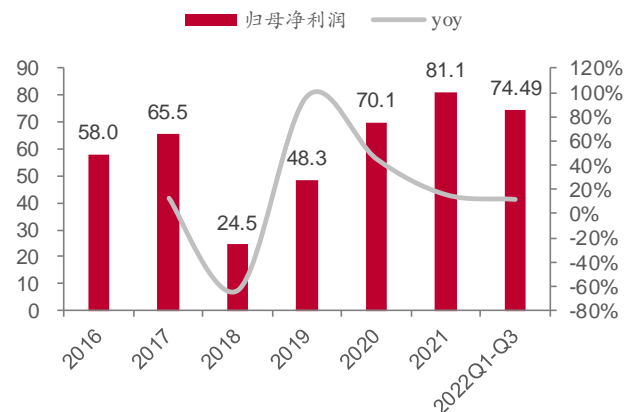
- 1 同和药业(000739.SZ)-深度研究报告：高成长、小而美的特色 API 企业，“抢仿”放量拐点已现-20220616

**图表 1: 2022Q1-Q3 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

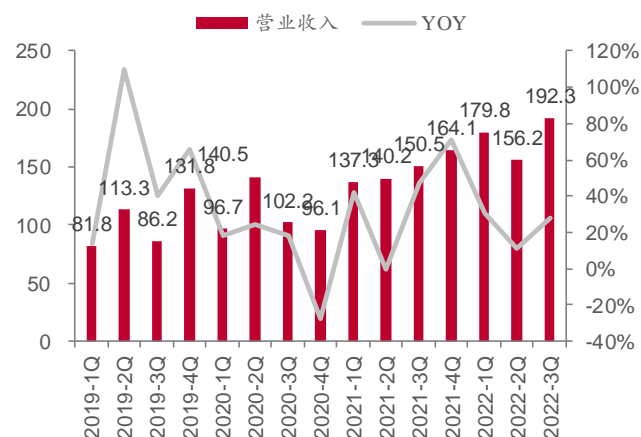
**图表 3: 同和药业归母净利润 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

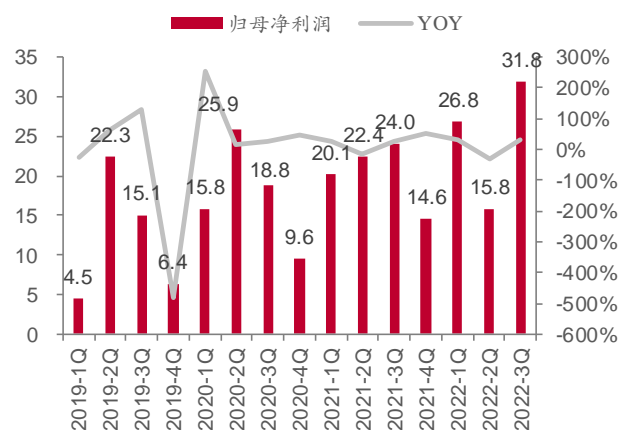
**图表 4: 同和药业分季度财务数据 (单位: 百万元, %)**

项目	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q
营业收入	81.78	113.25	86.22	131.80	96.68	140.47	102.17	96.10	137.35	140.18	150.47	164.13	179.77	156.20	192.29
营业收入同比	13.94%	109.55%	40.02%	65.32%	18.23%	24.03%	18.50%	-27.09%	42.06%	-0.20%	47.28%	70.79%	30.89%	11.43%	27.80%
营业收入环比	2.57%	38.49%	-23.87%	52.87%	-26.65%	45.29%	-27.27%	-5.94%	42.92%	2.07%	7.34%	9.08%	9.53%	-13.11%	23.11%
营业成本	62.90	77.46	55.04	94.81	61.60	95.63	64.40	61.63	98.08	97.78	103.04	114.36	124.61	116.82	131.99
毛利率	23.09%	31.60%	36.17%	28.07%	36.29%	31.92%	36.96%	35.86%	28.59%	30.24%	31.52%	30.32%	30.68%	25.21%	31.36%
销售费用	2.69	3.13	2.93	4.32	2.70	3.50	3.58	4.07	4.02	3.64	5.63	4.73	5.06	4.03	3.33
管理费用	4.46	4.50	4.07	0.87	3.80	3.88	4.15	5.45	4.53	4.83	5.76	8.65	6.59	6.28	8.26
研发费用	5.74	5.72	7.83	17.04	7.59	7.57	7.63	12.50	6.83	7.81	9.68	14.70	11.50	14.20	15.61
财务费用	1.38	-0.38	0.25	2.19	2.86	2.57	3.37	1.27	0.04	0.51	1.41	1.40	0.89	3.23	-1.85
营业利润	4.47	25.57	16.56	5.08	17.88	29.98	21.22	9.17	22.07	24.93	26.62	14.72	29.56	15.65	34.41
利润总额	4.53	25.57	16.56	5.03	17.69	29.98	21.22	9.17	22.07	24.93	26.62	14.72	29.52	15.65	34.41
所得税	0.06	3.24	1.48	-1.40	1.90	4.03	2.46	-0.38	1.93	2.53	2.60	0.15	2.70	-0.16	2.57
归母净利润	4.47	22.33	15.08	6.43	15.79	25.95	18.76	9.55	20.14	22.39	24.02	14.57	26.83	15.81	31.85
归母净利润同比	-26.40%	63.67%	132.06%	-481.19%	253.22%	16.18%	24.43%	48.60%	27.53%	-13.71%	28.03%	52.56%	33.22%	-29.39%	32.60%
净利率	5.47%	19.72%	17.49%	4.88%	16.33%	18.47%	18.36%	9.94%	14.66%	15.97%	15.96%	8.88%	14.92%	10.12%	16.56%
扣非归母净利润	3.73	20.77	14.93	9.18	15.21	24.73	17.20	10.13	19.46	21.61	23.52	14.60	26.58	14.42	31.39
扣非归母净利润同比	-3.79%	226.09%	238.92%	-518.73%	308.19%	19.05%	15.21%	10.35%	27.87%	-12.58%	36.73%	44.15%	36.61%	-33.29%	33.48%

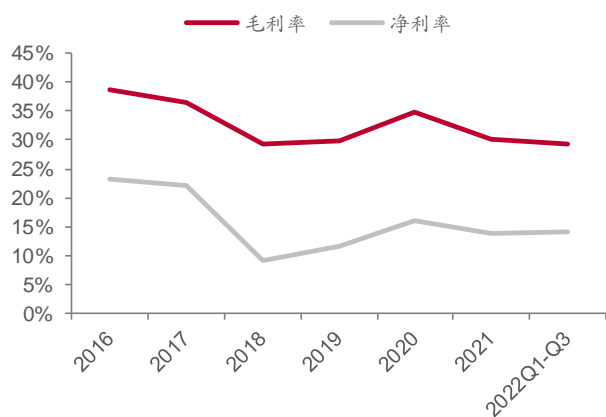
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 分季度营收 (单位: 百万元, %)**


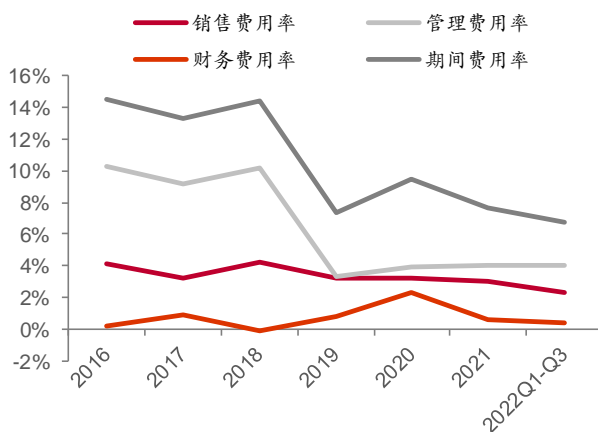
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 6: 分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)**


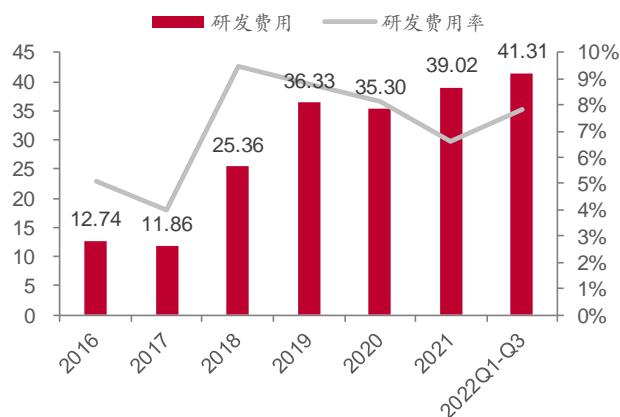
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 7: 公司历年毛利率和净利率 (%)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 8: 公司历年三项费用率 (%)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 9: 公司研发费用率 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 同和药业财务报表预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	643.56	822.15	1,065.26	1,279.35	<b>营业收入</b>	592.13	750.25	1,082.80	1,381.54
现金	161.29	201.00	187.76	192.17	营业成本	413.27	510.35	734.66	924.05
应收账款	59.65	69.90	94.61	126.42	营业税金及附加	1.82	2.30	3.33	4.24
其他应收款	2.46	4.07	5.48	6.95	营业费用	18.03	17.26	31.94	37.99
预付账款	10.58	8.80	13.66	17.85	管理费用	23.77	29.19	42.72	54.41
存货	373.42	502.26	727.57	899.81	财务费用	3.36	32.08	46.30	46.91
其他流动资产	36.17	36.12	36.18	36.16	资产减值损失	-4.79	-3.15	-3.51	-3.60
<b>非流动资产</b>	1,263.17	1,398.11	1,408.14	1,387.12	公允价值变动收益	0.26	7.00	7.00	5.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.02	0.11	0.07	0.08
固定资产	571.66	710.10	1,040.78	1,179.91	<b>营业利润</b>	88.34	115.11	160.03	227.21
无形资产	21.44	20.95	20.47	19.99	营业外收入	0.00	0.00	3.20	6.00
其他非流动资产	670.08	667.06	346.89	187.22	营业外支出	0.00	0.05	2.00	7.00
<b>资产总计</b>	1,906.73	2,220.26	2,473.39	2,666.47	<b>利润总额</b>	88.34	115.06	161.23	226.21
<b>流动负债</b>	360.67	922.23	1,049.93	1,088.53	所得税	7.22	9.40	13.18	18.49
短期借款	182.29	712.97	763.44	733.48	<b>净利润</b>	81.12	105.66	148.05	207.72
应付账款	129.68	160.15	230.54	289.97	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	48.69	49.11	55.96	65.09	<b>归属母公司净利润</b>	81.12	105.66	148.05	207.72
<b>非流动负债</b>	657.95	333.48	336.52	337.02	EBITDA	142.72	209.23	296.80	395.81
长期借款	305.00	305.00	305.00	305.00	EPS (元)	0.39	0.34	0.48	0.67
其他非流动负债	352.95	28.48	31.52	32.02					
<b>负债合计</b>	1,018.61	1,255.71	1,386.45	1,425.55	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	205.91	308.86	308.86	308.86	营业收入	36.0%	26.7%	44.3%	27.6%
资本公积	251.54	148.59	148.59	148.59	营业利润	12.9%	30.3%	39.0%	42.0%
留存收益	379.83	473.14	584.21	740.11	归属于母公司净利润	15.8%	30.3%	40.1%	40.3%
归属母公司股东权益	888.11	964.55	1,086.94	1,240.92	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1,906.73	2,220.26	2,473.39	2,666.47	毛利率(%)	30.2%	32.0%	32.2%	33.1%
					净利率(%)	13.7%	14.1%	13.7%	15.0%
					ROE(%)	9.1%	11.0%	13.6%	16.7%
					ROIC(%)	5.5%	7.6%	9.6%	12.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	53.4%	56.6%	56.1%	53.5%
					净负债比率(%)	48.34%	81.33%	77.30%	73.10%
					流动比率	1.78	0.89	1.01	1.18
					速动比率	0.73	0.34	0.31	0.34
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.35	0.36	0.46	0.54
					应收账款周转率	15	11	13	12
					应付账款周转率	5.15	3.52	3.76	3.55
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.34	0.48	0.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.26	0.33	0.75
					每股净资产(最新摊薄)	2.88	3.12	3.52	4.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	59.62	45.78	32.67	23.28
					P/B	5.45	5.01	4.45	3.90
					EV/EBITDA	43	29	21	15

现金流量表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	131.34	80.62	102.14	230.69
净利润	81.12	105.66	148.05	207.72
折旧摊销	51.02	62.04	90.48	121.69
财务费用	3.36	32.08	46.30	46.91
投资损失	-0.02	-0.11	-0.07	-0.08
营运资金变动	-18.73	-107.48	-182.61	-144.15
其他经营现金流	14.59	-11.56	-0.00	-1.41
<b>投资活动现金流</b>	-444.21	-193.89	-93.93	-95.93
资本支出	424.67	200.00	100.00	100.00
长期投资	20.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.46	6.11	6.07	4.07
<b>筹资活动现金流</b>	187.68	152.97	-21.44	-130.35
短期借款	-27.08	530.68	50.47	-29.96
长期借款	236.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	77.29	102.95	0.00	0.00
资本公积增加	-75.62	-102.95	0.00	0.00
其他筹资现金流	-22.91	-377.71	-71.91	-100.38
<b>现金净增加额</b>	-125.93	39.70	-13.23	4.41

来源: 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。本报告仅供本公司的客户使用。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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。