

公司研究

Q3 超出市场预期，新品开启销售放量

——同和药业（300636.SZ）2022年三季度报点评

要点

事件：公司发布2022年三季度报，2022年前三季度公司实现营业收入5.28亿元（+23.43% YOY），实现归母净利润7,449万元（+11.93% YOY），实现扣非归母净利润为7,239万元（+12.08% YOY）。22Q3，公司实现营业收入1.92亿元（+27.80% YOY），实现归母净利润3,185万元（+32.60% YOY），实现扣非归母净利润为3,139万元（+33.48% YOY），超出市场预期。

Q3 超出市场预期，新品开启销售放量。22年前三季度，公司收入增长主要由于：（1）除加巴喷丁因原料药价格大幅波动导致销售下滑外，瑞巴派特、塞来昔布、醋氯芬酸等成熟品种的外销整体平稳；（2）新产品在新产能投放前供不应求，前三季度新产品销售收入达1.45亿元（+46.58% YOY）；（3）前三季度国内销售达1.49亿元（+2.83% YOY），主要受产能不足限制。公司预计2022年全年收入有望达7.4亿元，其中，内销2亿元，定制产品1.1亿元以上。22Q3，公司实现毛利率31.36%（-0.16pp YOY），净利率16.56%（+0.60pp YOY）。

注册加速+产能释放，助力新品放量以及整体效率提升。展望2023年，公司业绩有望实现高增长：（1）新产品国内注册加速，利伐沙班和米拉贝隆于22年10月通过GMP现场检查，即将开始国内销售；非布司他、维格列汀、瑞巴派特、阿哌沙班和甲苯磺酸艾多沙班已完成发补，预计这7个品种多数可于22年底通过CDE批准；（2）新产能逐渐释放，二厂区一期已经/将要安排替格瑞洛、阿哌沙班等10个预期放量较快的新品种的试生产；此外，新产能投产后，一厂区多功能车间的装置利用率有望提升。公司预计，2023年老产品销售收入保持10%~20%的增长，内销规模将持续扩大（内销品种预计由22年的3个增加到23年的11个），定制业务销售收入有望达到1.5~2亿元。未来3~5年，我们认为产品注册加速+产能逐步释放，保障公司前瞻储备的新产品在全球专利集中到期后实现销售高增长。

盈利预测、估值与评级：考虑到加巴喷丁销售下滑等影响，我们下调公司22-24年归母净利润为1.04/1.76/2.95亿元（较原预测分别下调21.7%/8.5%/3.9%），按照最新股本测算EPS分别为0.30/0.50/0.84元，现价对应PE分别为52/31/19倍，考虑到公司新产品开启销售放量、23年起逐步解除产能瓶颈，未来3~5年有望实现高增长，维持“买入”评级。

风险提示：原料价格上涨导致成本提升，产品销售放量不及预期，环保检查，汇兑损失等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	435	592	743	1,093	1,546
营业收入增长率	5.41%	35.99%	25.48%	47.08%	41.45%
净利润（百万元）	70	81	104	176	295
净利润增长率	45.01%	15.80%	28.41%	68.60%	68.08%
EPS（元）	0.54	0.39	0.30	0.50	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.58%	9.13%	10.63%	15.41%	20.97%
P/E	29	40	52	31	19
P/B	2.5	3.6	5.6	4.8	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-31；2020-2022年股本数分别为1.29/2.06/3.50亿股

买入（维持）

当前价：15.60元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

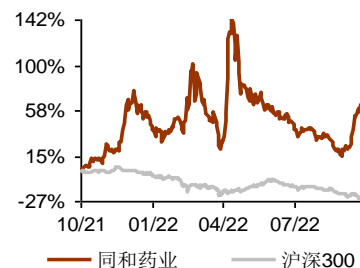
021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.50
总市值(亿元)	54.63
一年最低/最高(元)	10.01/26.10
近3月换手率	110.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	34.10	28.46	28.13
绝对	26.32	12.23	50.18

资料来源：Wind

相关研报

收入持续较快增长，新品放量逻辑加速兑现——同和药业（300636.SZ）2021年报及2022年一季报点评（2022-05-03）

21Q3 环比延续正增长，2022年外销增长有望恢复——同和药业（300636.SZ）2021年三季报点评（2021-11-01）

21Q1 收入环比加速，新品放量开启快速增长——同和药业（300636.SZ）2021年一季报点评（2021-04-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	435	592	743	1,093	1,546
营业成本	283	413	519	735	995
折旧和摊销	52	51	57	67	77
税金及附加	1	2	2	4	5
销售费用	14	18	23	33	47
管理费用	17	24	37	60	76
研发费用	35	39	55	70	99
财务费用	10	3	-2	4	10
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	78	88	113	191	321
利润总额	78	88	113	191	321
所得税	8	7	9	16	26
净利润	70	81	104	176	295
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	81	104	176	295
EPS(元)	0.54	0.39	0.30	0.50	0.84

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	80	131	103	81	193
净利润	70	81	104	176	295
折旧摊销	52	51	57	67	77
净营运资金增加	92	4	82	236	281
其他	-134	-5	-140	-398	-460
投资活动产生现金流	-229	-444	-119	-112	-112
净资本支出	-229	-424	-110	-110	-110
长期投资变化	0	0	-2	-2	-2
其他资产变化	0	-20	-7	0	0
融资活动现金流	398	188	3	101	10
股本变化	48	77	144	0	0
债务净变化	367	232	6	104	24
无息负债变化	-25	135	27	88	127
净现金流	244	-126	-13	70	91

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	34.9%	30.2%	30.1%	32.7%	35.6%
EBITDA 率	33.0%	26.2%	22.6%	24.4%	26.7%
EBIT 率	21.0%	17.6%	15.0%	18.2%	21.7%
税前净利润率	17.9%	14.9%	15.3%	17.5%	20.8%
归母净利润率	16.1%	13.7%	14.0%	16.1%	19.1%
ROA	4.8%	4.3%	5.1%	7.4%	10.5%
ROE (摊薄)	8.6%	9.1%	10.6%	15.4%	21.0%
经营性 ROIC	6.8%	5.8%	5.7%	8.9%	13.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	44%	53%	52%	52%	50%
流动比率	2.58	1.78	1.81	1.79	2.02
速动比率	1.28	0.75	0.72	0.72	0.83
归母权益/有息债务	1.42	1.10	1.21	1.24	1.50
有形资产/有息债务	2.51	2.34	2.46	2.55	2.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,468	1,907	2,031	2,383	2,802
货币资金	280	161	149	219	309
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	20	60	75	110	155
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	2	5	6	8
存货	335	373	426	605	821
其他流动资产	25	36	43	61	84
流动资产合计	665	644	705	1,012	1,396
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	2	4	6
固定资产	448	572	689	776	837
在建工程	281	546	462	399	352
无形资产	22	21	31	40	49
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	26	29	36	36	36
非流动资产合计	802	1,263	1,326	1,371	1,406
总负债	651	1,019	1,051	1,244	1,394
短期借款	209	182	188	293	317
应付账款	31	130	156	221	303
应付票据	0	14	10	13	24
预收账款	0	0	3	1	3
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	258	361	389	564	691
长期借款	69	305	305	305	305
应付债券	297	315	315	315	315
其他非流动负债	4	8	16	33	56
非流动负债合计	393	658	662	679	703
股东权益	817	888	980	1,139	1,408
股本	129	206	350	350	350
公积金	360	293	159	176	206
未分配利润	277	339	420	562	801
归属母公司权益	817	888	980	1,139	1,408
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.18%	3.04%	3.06%	3.06%	3.04%
管理费用率	3.97%	4.01%	5.01%	5.51%	4.91%
财务费用率	2.31%	0.57%	-0.26%	0.40%	0.63%
研发费用率	8.11%	6.59%	7.40%	6.40%	6.40%
所得税率	10%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.09	0.06	0.05	0.08	0.13
每股经营现金流	0.62	0.64	0.30	0.23	0.55
每股净资产	6.35	4.31	2.80	3.25	4.02
每股销售收入	3.39	2.88	2.12	3.12	4.41

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	29	40	52	31	19
PB	2.5	3.6	5.6	4.8	3.9
EV/EBITDA	16.6	25.6	37.4	23.9	15.5
股息率	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE