

积极回购, 展现长期发展信心

投资要点

- 事件:** 公司发布关于以集中竞价交易方式回购股份的进展公告, 截止2024年4月30日, 公司通过集中竞价交易方式累计回购股份346.8万股, 已回购股份占公司总股本的比例为0.62%, 成交的最高价为15.69元/股, 最低价为13.05元/股, 已支付的总金额为5146万元。
- 积极回购, 展现长期发展信心。** 公司于2024年1月26日审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的议案》, 根据股份回购方案, 公司将采用集中竞价交易的方式从二级市场回购股份, 本次回购股份的资金总额将不低于人民币1亿元且不超过人民币2亿元; 回购价格不超过25元/股, 本次回购股份将用于后续实施股权激励或员工持股计划。
- 养殖业周期反转或带动动保板块量价齐升。** 近年来下游养殖行业持续亏损, 市场需求低迷, 客户价格敏感, 对公司开拓市场造成一定影响。国家统计局数据显示, 2024年一季度末, 全国生猪存栏40850万头, 对比去年同期减少2244万头, 同比下降5.2%, 创造4年来新低; 从生猪存栏量来看, 从2023年第三季度末开始, 已经连续2个季度出现下降, 且降幅在快速拉大。2024年一季度末能繁母猪存栏量为3992万头, 同比下降7.3%, 能繁母猪创4年新低。产能与存栏的双底预示后续猪价将保持上行通道, 且盈利周期预计能持续较长时间。展望2024年, 随着养殖端产能持续去化, 周期反转或带动动保板块量价齐升。
- 公司包括募投项目在内的重点项目建设稳步推进。** 2023年度, 公司包括募投项目在内的重点项目建设稳步推进, 年产4500吨氟苯尼考项目一期及年产1500吨强力霉素二期项目顺利投产; 硼氢化钠系列产品项目的投产; 年产70000吨关键医药中间体项目和年产1420吨医药原料药及中间体技改项目基建工程建设顺利, 部分项目进入全面调试阶段。
- “一个体系, 两个平台”铸就综合优势。医药板块同步发展, 推进产业链一体化。** 在生产制造方面, 公司精通典型化学反应和溶剂技术工艺, 通过一体化研究布局节约成本, 形成高效制造的优势。在渠道平台方面, 公司为海内外客户提供服务, 实现内外贸一体化, 销售网络覆盖六大洲, 产品销售至115个国家和地区, 与全球3,000多家客户建立了贸易和合作关系。公司已在印度、荷兰、韩国、巴基斯坦和西班牙等国家建立了原料药销售渠道, 半制剂产品也销往东南亚和非洲地区。在医药业务方面, 公司是全球最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一, 产品涵盖抗生素、心血管系统类药、呼吸系统类药、泌尿系统类药及抗肿瘤类药。截止2023年末, 公司实现生产销售的原料药和中间体产品超过70个, 其中销售收入超过5000万元的产品17个, 超过1亿元的产品12个, 特色原料药产品布局30余个。此外, 公司有序推进支撑产业发展的关键中间体产品, 基本完成了相关产业链的布局。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.73元、2.13元、2.55元, 对应动态PE分别为11/9/7倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 项目建设不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

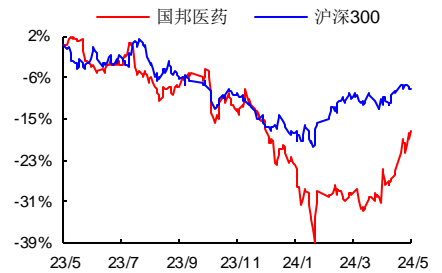
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,349	6,429	7,512	8,639
增长率	-6.49%	20.17%	16.86%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	612	969	1,192	1,425
增长率	-33.49%	58.20%	22.98%	19.54%
每股收益EPS(元)	1.10	1.73	2.13	2.55
净资产收益率ROE	8.24%	11.56%	12.45%	12.95%
PE	15.96	10.58	8.61	7.20
PB	1.32	1.22	1.07	0.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.59
流通A股(亿股)	3.02
52周内股价区间(元)	13.47-22.79
总市值(亿元)	102.54
总资产(亿元)	104.01
每股净资产(元)	13.61

相关研究

- 国邦医药(605507): 动保板块竞争加剧, 盈利能力有望逐渐改善 (2023-10-23)
- 国邦医药(605507): 成本优势助力公司逆境成长 (2023-08-01)

盈利预测

假设 1: 医药市场快速发展, 公司新建产能投产, 持续研发创新, 预计 2024-2026 年公司平均医药板块销量增速为 15%/15%/15%, 销售价格不变, 对应毛利率随产能利用率提高分别为 27%/28%/29%。

假设 2: 考虑到当前养殖情况回暖, 下游动保需求逐步提升, 我们预计公司 2024-2026 年动保产品销量增速为 23%/20%/15%, 销售价格增速为 6%/0%/0%, 未来毛利率水平预计在 25%26%/26%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (百万元)	5,349.45	6,428.56	7,512.46	8,639.33
	yoy	-6.49%	20.17%	16.86%	15.00%
	成本 (百万元)	4,097.12	4734.19	5458.83	6224.65
	毛利率	23.41%	26.36%	27.34%	27.95%
医药板块	收入 (百万元)	3,485.18	4,007.96	4,609.15	5,300.52
	yoy	-3.57%	15.00%	15%	15%
	成本 (百万元)	2,604.63	2926	3319	3763
	毛利率	25.27%	27.00%	28.00%	29.00%
动保板块	收入 (百万元)	1,834.79	2,385.23	2,862.27	3,291.61
	yoy	-12.19%	30.00%	20.00%	15.00%
	成本 (百万元)	1,476.32	1789	2118	2436
	毛利率	19.54%	25.00%	26.00%	26.00%
其他	收入 (百万元)	29.48	35.38	41.04	47.19
	yoy	70.11%	20.00%	16.00%	15.00%
	成本 (百万元)	16.17	19.46	22.16	25.48
	毛利率	45.15%	45.00%	46.00%	46.00%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,349	6,429	7,512	8,639	净利润	610	968	1,189	1,421
营业成本	4,097	4,734	5,459	6,225	折旧与摊销	322	523	642	741
营业税金及附加	36	39	47	55	财务费用	12	0	0	0
销售费用	74	80	94	112	资产减值损失	27	-1	-1	-1
管理费用	303	352	407	477	经营营运资本变动	-434	-537	2	-234
财务费用	-46	14	13	0	其他	-20	-66	-65	0
资产减值损失	-31	1	1	1	经营活动现金流净额	517	887	1,767	1,927
投资收益	13	17	15	0	资本支出	-724	-1,204	-1,247	-1,232
公允价值变动损益	10	50	50	0	其他	362	-42	-22	-43
其他经营损益	11	47	55	0	投资活动现金流净额	-361	-1,245	-1,269	-1,275
营业利润	702	1,100	1,350	1,618	短期借款	-173	-9	105	-26
其他非经营损益	-5	0	0	0	长期借款	452	0	0	0
利润总额	698	1,100	1,350	1,618	股权融资	8	-26	0	0
所得税	88	133	161	197	支付股利	-362	0	0	0
净利润	610	968	1,189	1,421	其他	29	-1	0	0
少数股东损益	-2	-1	-2	-3	筹资活动现金流净额	-46	-36	105	-26
归属母公司股东净利润	612	969	1,192	1,425	现金流量净额	120	-388	603	626
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,094	1,706	2,309	2,935	成长能力				
应收和预付款项	1,009	1,099	1,196	1,473	销售收入增长率	-6.49%	20.17%	16.86%	15.00%
存货	1,369	1,720	1,888	2,164	营业利润增长率	-33.30%	56.65%	22.72%	19.84%
其他流动资产	40	40	40	40	净利润增长率	-33.49%	58.20%	22.98%	19.54%
长期股权投资	101	129	148	169	EBITDA 增长率	-21.91%	71.47%	22.43%	17.69%
投资性房地产	76	99	114	132	获利能力				
固定资产和在建工程	4,330	4,990	5,586	6,065	毛利率	23.41%	26.36%	27.34%	27.95%
无形资产和开发支出	359	384	397	413	三费率	6.19%	6.94%	6.84%	6.82%
其他非流动资产	17	20	20	20	净利率	11.40%	15.05%	15.83%	16.45%
资产总计	10,362	11,024	12,612	14,469	ROE	8.24%	11.56%	12.45%	12.95%
短期借款	483	474	578	553	ROA	5.91%	8.79%	9.45%	9.85%
应付和预收款项	1,715	1,427	1,738	2,154	ROIC	6.58%	10.49%	11.29%	11.81%
长期借款	452	452	452	452	EBITDA/销售收入	17.85%	25.47%	26.68%	27.30%
其他负债	275	287	270	315	营运能力				
负债合计	2,924	2,639	3,038	3,474	总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.64
股本	559	559	559	559	固定资产周转率	1.75	1.57	1.54	1.55
资本公积	3,607	3,607	3,607	3,607	应收账款周转率	8.92	10.65	10.16	10.16
留存收益	3,266	4,241	5,433	6,857	存货周转率	2.95	3.07	3.03	3.07
归属母公司股东权益	7,432	8,381	9,573	10,997	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	5	4	2	-2	资本结构				
股东权益合计	7,437	8,385	9,574	10,995	资产负债率	28.22%	23.94%	24.09%	24.01%
负债和股东权益合计	10,362	11,024	12,612	14,469	带息债务/总负债	32.94%	36.16%	34.86%	29.74%
					流动比率	2.22	2.49	2.47	2.55
					速动比率	1.45	1.46	1.55	1.61
					股利支付率	27.21%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	955	1,637	2,004	2,359	每股收益	1.10	1.73	2.13	2.55
PE	16	11	9	7	每股净资产	13.30	15.00	17.13	19.68
PB	1	1	1	1	每股经营现金	0.92	1.59	3.16	3.45
PS	2	2	1	1	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9	6	4	4					
股息率	1.71%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
