

成本优势助力公司逆境成长

投资要点

- 业绩总结:** 2023年上半年公司营业收入 28.1 亿元, 同比上升 3.93%; 归母净利润 3.57 亿元, 同比下降 27.79%; 扣非净利润 3.58 亿元, 同比下降 26.82%; 其中 2023 年第二季度, 公司单季度营业收入 14.0 亿元, 同比下降 8.37%; 单季度归母净利润 1.63 亿元, 同比下降 44.73%; 单季度扣非净利润 1.66 亿元, 同比下降 43.16%。
- 点评: 医药板块市占率稳步扩张, 动保板块盈利能力承压。** 2022 年二季度随着全球疫情政策放开, 公司人药产品出口需求大幅提升, 拉动公司业绩明显提升, 致使 22 年二季度业绩基数较高。2023 年上半年, 医药健康领域得到持续健康的发展。国邦医药公司的主要产品保持了稳定的生产和经营, 并且拓展性产品得到持续的发展。产品出货量持续增加, 市场占有率相对稳定并有所提高。动物保健产业随着养殖行业规模化进程超出预期, 供应端产能增加导致竞争加剧。各主要兽用原料药价格均处低位, 以氟苯尼考为例, 2022 年二季度价格为 430 元-470 元/千克, 2023 年二季度价格一度跌破 300 元/千克。行业进入亏损阶段, 各企业面临洗牌阶段。公司凭借成本优势和渠道布局, 进一步提高市占率。目前整体畜禽市场价格已进入相对底部位置后续有望逐步回暖, 以及随着公司产能逐渐爬坡, 公司盈利能力后续有望迎来改善。
- 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进入设备安装关键阶段, 年产 1500 吨强力霉素二期项目已完成试生产, 进入验收取证阶段; 硼氢化钠系列产品项目建设已进入设备安装调机阶段, 国邦生命科学产业园建成并投入运营。未来产品品类愈发多样, 业绩有望进一步增长。
- 规模养殖场占比提升, 动保重视程度提高, 公司把握产品质量优势, 不断丰富产品矩阵。** 2022 年全国生猪出栏 7 亿头, 十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 1.2 亿头, 占比达 17% 左右, 相较于 21 年提升 3 个百分点, 另一方面新版 GMP 正式实施, 提高兽药行业准入门槛, 淘汰落后产能。公司发展动保原料药及制剂业务, 产品矩阵丰富, 综合竞争优势强, 拳头产品氟苯尼考、恩诺沙星贡献营收过亿, 市场占有率高, 主要产品还包括动保领域广泛使用的强力霉素、环丙氨嗪、地克珠利、马波沙星等。
- “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。一个体系是指有效的管理和创新体系, 两个平台分别为先进完整的规模化生产制造平台、广泛有效的全球化市场渠道平台。生产制造方面, 公司掌握生产中典型化学反应、溶媒技术工艺, 并通过一体化研究布局节省成本, 形成集约化制造优势。渠道平台方面, 公司服务海内外客户, 内外贸易一体化, 覆盖六大洲销售网络, 产品销往 115 个国家和地区, 与全球 3,000 余家客户建立了贸易与合作关系。公司在印度、荷兰、韩国、巴基斯坦及西班牙等国市场已建立原料药销售渠道, 半制剂产品亦销往东南亚及非洲地区。医药业务方面, 公司是全球规模最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一, 产品包括抗生素类药、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。主要产品阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星均为销售过亿元大单品系

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

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)	20.9-31.45
总市值(亿元)	123.22
总资产(亿元)	84.63
每股净资产(元)	12.04

相关研究

- 国邦医药(605507): 产品优质矩阵丰富, 品类拓展业绩提升 (2023-04-17)
- 国邦医药(605507): 产能投放助业绩提升, 优质药企百尺竿头 (2022-10-20)
- 国邦医药(605507): 平台铸优势, 守正出新奇 (2022-09-06)

列。同时公司进行关键医药中间体生产，围绕还原剂系列产品、高级胺系列产品等开展经营，打造以中间体-原料药-制剂产业链一体化的布局。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.41 元、1.88 元、2.35 元，对应动态 PE 分别为 16/12/9 倍。予以公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 28.2 元，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5720.92	5965.18	6991.22	8248.94
增长率	26.98%	4.27%	17.20%	17.99%
归属母公司净利润（百万元）	920.90	788.33	1048.69	1313.74
增长率	30.43%	-14.40%	33.03%	25.27%
每股收益 EPS（元）	1.65	1.41	1.88	2.35
净资产收益率 ROE	12.87%	10.26%	11.78%	12.88%
PE	13	16	12	9
PB	1.72	1.55	1.36	1.19

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利预测

关键假设：

1) 医药健康领域持续发展，公司市场占有率相对稳定并有所提高。预计 2023-2025 年公司平均医药板块销量增速为 5%/10%/10%，对应毛利率水平分别为 29%/31%/33%；

2) 当前养殖持续亏损，下游动保需求受限。目前整体畜禽市场价格已进入相对底部位置后续有望逐步回暖。我们预计公司 2023-2025 年动保产品销量增速为 3%/30%/30%，未来毛利率水平预计在 19%/21%/23%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入（百万元）	5,720.92	5,965.18	6,991.21	8,248.94
	yoy	26.98%	4.27%	17.20%	17.99%
	成本（百万元）	4144.88	4444.85	5098.18	5885.08
	毛利率	27.55%	25.49%	27.08%	28.66%
医药板块	收入（百万元）	3614.13	3794.84	4174.32	4591.75
	yoy	22.12%	5.00%	10.00%	10.00%
	成本（百万元）	2459.12	2694.33	2880.28	3076.47
	毛利率	31.96%	29.00%	31.00%	33.00%
动保板块	收入（百万元）	2089.46	2152.14	2797.79	3637.12
	yoy	36.25%	3.00%	30.00%	30.00%
	成本（百万元）	1682.01	1743.24	2210.25	2800.58
	毛利率	19.50%	19%	21.00%	23.00%
其他	收入（百万元）	17.33	18.20	19.11	20.06
	yoy	39.42%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	3.75	7.28	7.64	8.02
	毛利率	78.36%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源：wind，西南证券

相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：华海药业、回盛生物、中牧股份，三者 2023 年平均 PE 为 20 倍，2024 年平均 PE 为 15 倍。考虑到公司未来新建产能逐步竣工投产，行业集中过程中市占率有望进一步提高，予以公司 2024 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 28.2 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600521.SH	华海药业	18.4	0.79	0.95	1.22	1.53	27.77	19.42	15.1	12.05
300871.SZ	回盛生物	17.12	0.32	0.87	1.38	1.76	64.27	19.63	12.38	9.74
600195.SH	中牧股份	12.28	0.54	0.62	0.76	0.88	21.57	19.89	16.2	14.01
平均值							37.87	19.65	14.56	11.93
605507.SH	国邦医药	22.05	1.65	1.41	1.88	2.35	13.38	15.63	11.75	9.38

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5720.92	5965.18	6991.22	8248.94	净利润	920.62	818.01	1064.14	1335.99
营业成本	4144.88	4444.85	5098.18	5885.09	折旧与摊销	261.71	403.48	437.10	456.29
营业税金及附加	33.09	34.07	40.10	47.25	财务费用	-68.01	11.93	0.97	40.99
销售费用	64.15	65.62	83.89	98.99	资产减值损失	-27.71	-5.00	-10.00	-10.00
管理费用	293.11	477.21	559.30	659.92	经营营运资本变动	283.84	-104.38	-208.89	-259.81
财务费用	-68.01	11.93	0.97	40.99	其他	-353.43	-3.62	11.47	11.14
资产减值损失	-27.71	-5.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	1017.03	1120.42	1294.78	1574.59
投资收益	19.54	5.00	5.00	5.00	资本支出	-702.35	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	4.56	2.00	2.00	2.00	其他	290.59	-68.16	45.19	-19.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-411.76	-118.16	-4.81	-69.06
营业利润	1052.88	943.50	1225.77	1533.71	短期借款	495.40	-655.57	0.00	0.00
其他非经营损益	-17.24	-1.40	-2.41	-2.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1035.64	942.09	1223.36	1531.64	股权融资	0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	115.02	124.08	159.22	195.65	支付股利	-111.76	0.00	0.00	0.00
净利润	920.62	818.01	1064.14	1335.99	其他	-16.72	-11.93	-0.97	-40.99
少数股东损益	-0.28	29.68	15.44	22.25	筹资活动现金流净额	366.95	-667.50	-0.97	-40.99
归属母公司股东净利润	920.90	788.33	1048.69	1313.74	现金流量净额	1007.49	334.76	1289.00	1464.54
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1973.99	2308.75	3597.75	5062.29	成长能力				
应收和预付款项	727.58	917.42	1078.89	1225.63	销售收入增长率	26.98%	4.27%	17.20%	17.99%
存货	1409.20	1632.06	1829.82	2134.51	营业利润增长率	30.18%	-10.39%	29.92%	25.12%
其他流动资产	1018.54	1035.03	1000.60	1030.04	净利润增长率	30.36%	-11.15%	30.09%	25.55%
长期股权投资	101.37	101.37	101.37	101.37	EBITDA 增长率	19.99%	9.01%	22.44%	22.07%
投资性房地产	79.41	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3269.06	2960.20	2617.71	2256.04	毛利率	27.55%	25.49%	27.08%	28.66%
无形资产和开发支出	370.52	326.83	283.14	239.45	三费率	5.06%	9.30%	9.21%	9.70%
其他非流动资产	93.51	102.58	111.65	120.73	净利率	16.09%	13.71%	15.22%	16.20%
资产总计	9043.18	9384.25	10620.93	12170.05	ROE	12.87%	10.26%	11.78%	12.88%
短期借款	655.57	0.00	0.00	0.00	ROA	10.18%	8.72%	10.02%	10.98%
应付和预收款项	1087.41	1313.45	1478.34	1677.61	ROIC	18.39%	16.88%	22.55%	29.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.79%	22.78%	23.80%	24.62%
其他负债	145.60	98.18	105.84	119.70	营运能力				
负债合计	1888.58	1411.63	1584.18	1797.31	总资产周转率	0.69	0.65	0.70	0.72
股本	558.82	558.82	558.82	558.82	固定资产周转率	2.72	2.43	2.87	3.69
资本公积	3607.48	3607.48	3607.48	3607.48	应收账款周转率	9.75	8.68	9.50	9.42
留存收益	2988.95	3777.29	4825.98	6139.71	存货周转率	2.98	2.87	2.90	2.93
归属母公司股东权益	7155.26	7943.59	8992.28	10306.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	49.43%	—	—	—
少数股东权益	-0.65	29.03	44.47	66.72	资本结构				
股东权益合计	7154.61	7972.62	9036.75	10372.74	资产负债率	20.88%	15.04%	14.92%	14.77%
负债和股东权益合计	9043.18	9384.25	10620.93	12170.05	带息债务/总负债	34.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.75	4.25	4.82	5.34
					速动比率	2.00	3.08	3.64	4.13
					股利支付率	12.14%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.65	1.41	1.88	2.35
					每股净资产	12.80	14.27	16.17	18.56
					每股经营现金	1.82	2.00	2.32	2.82
					每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1246.58	1358.91	1663.85	2030.99					
PE	13.38	15.63	11.75	9.38					
PB	1.72	1.55	1.36	1.19					
PS	2.15	2.07	1.76	1.49					
EV/EBITDA	7.91	6.59	4.63	3.06					
股息率	0.91%	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。

本报告

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyif@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
