



Research and
Development Center

医药及动保双轮驱动，进入快速发展期

—国邦医药(605507)公司首次覆盖报告

2022 年 12 月 26 日

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理
17612019362
ruanshuai@cindasc.com

证券研究报告

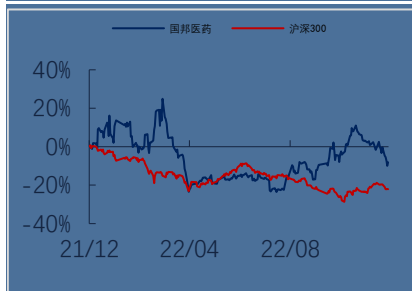
公司研究

公司首次覆盖报告

国邦医药 (605507)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	26.01
52 周内股价波动区间 (元)	35.38-21.65
最近一月涨跌幅 (%)	-11.50
总股本 (亿股)	5.59
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	145.35

资料来源：wind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

医药及动保双轮驱动，进入快速发展期

2022 年 12 月 26 日

报告内容摘要：

- ◆ **医药及动保双轮驱动，业绩快速增长。**国邦医药覆盖医药、动物保健两大板块。医药板块主要产品有阿奇霉素、克拉霉素、环丙沙星、硼氢化钠、硼氢化钾等；动保板块的主要产品为恩诺沙星和氟苯尼考，新产品强力霉素市场潜力较大。随着医药板块产品市场占有率的不断提升，医药板块的收入规模由 2017 年的 21.8 亿元增长至 2021 年的 29.6 亿元，年复合增速为 8%；随着募投项目的有序投产，产品矩阵的逐渐丰富，国邦医药动保板块实现较快增长，由 2017 年的 7.12 亿元到 2021 年的 15.33 亿元，年复合增速高达 52.36%。
- ◆ **抗生素市场需求增长，大环内酯类产品出口量占优。**近些年，受抗生素领域研发投资、新冠疫情及慢性病发病率增加等多重因素影响，全球抗生素市场保持上升趋势，2027 年预计达到 554 亿美元。在国内外抗生素市场规模逐步扩大的背景下，国邦医药大环内酯类产品销售额稳步增长，出口竞争优势明显，2017-2019 年阿奇霉素原料药、克拉霉素原料药、环丙沙星原料药出口量均占我国前列。
- ◆ **动保领域募投项目进展顺利，新品种陆续放量。**动保原料药强力霉素一期顺利建成并试产成功，开启规模化市场销售，有望成为公司未来又一大单品；特色医药原料药项目继续推进，加米霉素项目投产运营，进一步丰富了公司产品矩阵；氟苯尼考产业链有望进一步延伸，市场占有率逐步提升。
- ◆ **研发费用不断增加，研发队伍逐步扩大。**公司研发投入稳步增长，由 2017 年的 0.95 亿元增长至 2021 年的 1.55 亿元，2022 年前 3 季度的研发费用累计已达到 1.35 亿元，同比增长 27.16%，研发费用率为 3.28%，较稳定。公司研发队伍逐渐扩大，2021 年达到 446 人，占员工总人数的比例维持在 14% 附近。国邦医药研发成果喜人，截至 2 季度末，公司累计获得授权专利 90 项，其中发明专利 81 项。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 55.69、65.32、76.16 亿元，同比增长 23.6%、17.3%、16.6%，归母净利润分别为 9.33、11.86、14.42 亿元，同比增长 32.1%、27.1%、21.7%，对应公司的市盈率为 15.59、12.26、10.08 倍，考虑公司动保领域募投项目逐步投产，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**新冠疫情逐步控制、下游养殖行业需求回升。
- ◆ **风险因素：**环保风险、主要原材料价格波动风险、外汇波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,206	4,505	5,569	6,532	7,616
增长率 YoY %	10.6%	7.1%	23.6%	17.3%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	810	706	933	1,186	1,442
增长率 YoY%	157.2%	-12.8%	32.1%	27.1%	21.7%
毛利率%	34.0%	30.1%	29.3%	29.8%	29.5%
净资产收益率 ROE%	24.7%	11.1%	12.8%	14.0%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.71	1.38	1.67	2.12	2.58
市盈率 P/E(倍)	-	20.89	15.59	12.26	10.08
市净率 P/B(倍)	-	2.54	2.00	1.72	1.47

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 12 月 23 日收盘价

目 录

一、 国邦医药：国内动保领域的龙头企业	4
1、 国邦医药覆盖医药、动物保健两大板块	4
2、 业绩快速增长，盈利能力强劲	4
二、 国邦医药动保业务进入快速发展阶段	8
1、 抗生素市场需求增长，大环内酯类产品出口量占优	8
2、 医药中间体业务稳中有进，硼氢化钠或迎来景气周期	10
3、 中国兽药市场销售额持续增长，新品种或迎来大规模增量	11
三、 公司研发费用持续增长，全球化市场渠道平台优势明显	13
1、 公司研发费用持续增长，募投项目有序进行	13
2、 全球化市场渠道平台优势明显	14
四、 盈利预测、估值与投资评级	15
1、 盈利预测和假设	15
2、 估值与投资评级	17
五、 风险因素	18
1、 环保相关风险	18
2、 主要原材料价格波动的风险	18
3、 外汇波动风险	18

表 目 录

表 1：阿奇霉素、克拉霉素、环丙沙星出口量均占我国首位	9
表 2：公司主要原料药产品销售价格普遍低于印度平均出口价格（元/吨）	9
表 3：公司重点动保产品出口优势明显，占比较高	11
表 4：医药板块募投项目	14
表 5：动保板块募投项目	14
表 6：2021 年产品国外获批情况	15
表 7：公司盈利拆分及预测	16
表 8：可比公司情况	17

图 目 录

图 1：公司营业收入快速增长（亿元）	4
图 2：公司归母净利润逐步增长（亿元）	4
图 3：2022 年公司扣非归母净利润增速高达 39.10%（亿元）	5
图 4：动保板块占公司总营收比重逐年提升	5
图 5：动保业务实现较快增长（亿元）	5
图 6：医药板块营收规模逐步扩大（亿元）	6
图 7：2021 年医药原料药占医药板块比例为 52.45%	6
图 8：医药原料药 2020-2021 年营收有所波动（亿元）	6
图 9：关键中间体营收稳健增长（亿元）	6
图 10：公司综合毛利率稳定在 30%附近	7
图 11：公司净利率和净资产收益率均处于较高水平	7
图 12：销售费用率逐年下降	8
图 13：中国抗生素行业市场规模稳中有进（亿元）	8
图 14：中国抗生素行业需求量 2020 达到 13.8 万吨（万吨）	8
图 15：阿奇、克拉、罗红及环丙沙星均为销售过亿单品(亿元)	9
图 16：阿奇霉素占公司总营收的比例逐年提升	9
图 17：主要中间体品种销售额稳中有进（亿元）	10
图 18：主要中间体品种占总营收比重有所下滑	10
图 19：全球兽药市场销售额稳中有进（亿美元）	11
图 20：中国兽药销售额增速高于全球（亿元）	11
图 21：2022 年 9 月始，氟苯尼考价格有所回暖（元/kg）	13
图 22：公司研发投入稳步增长（亿元）	13
图 23：公司研发队伍逐渐扩大	13
图 24：公司销售网络覆盖全球六大洲，115 个国家和地区	15

一、 国邦医药：国内动保领域的龙头企业

1、 国邦医药覆盖医药、动物保健两大板块

国邦医药覆盖医药、动物保健两大板块，建立起中间体-原料药-制药一体化的产业布局，把自身打造成面向全球市场、多品种、具备多种关键中间体自产能力的医药制造公司。

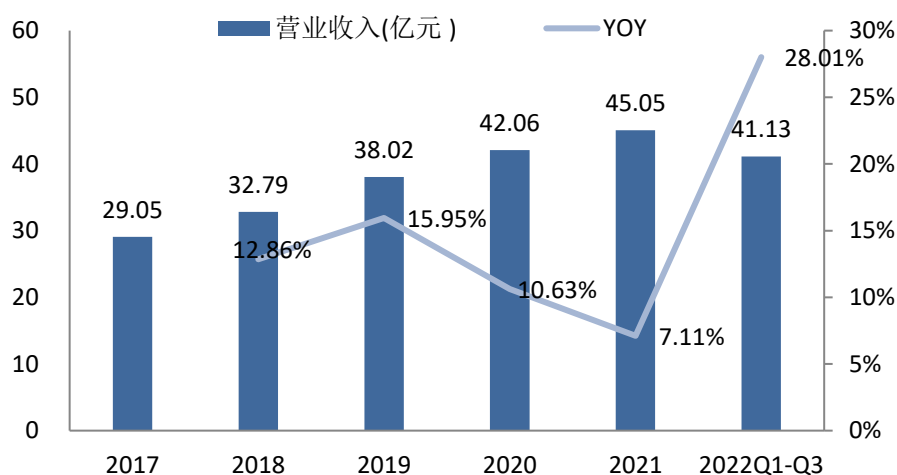
医药板块中，2017-2019 年公司阿奇霉素原料药、克拉霉素原料药、（盐酸、乳酸）环丙沙星原料药出口量均占我国首位；硼氢化钠、硼氢化钾等重点中间体产品出口量位居我国前列。

动物保健品板块，恩诺沙星原料药 2017-2019 连续三年出口量均占我国首位，2019 年度氟苯尼考原料药出口量成为我国首位，新产品强力霉素市场潜力较大。

2、 业绩快速增长，盈利能力强劲

公司营收稳步增长。近些年随着医药制造板块和动物保健品板块的驱动，营收规模从 2017 年的 29.05 亿元增长到 2021 年的 45.05 亿元，年复合增速为 11.6%，2022 年前 3 季度营收实现较快增长，同比增速为 28.01%，主要是公司募投项目产品不断投向市场，带来销量明显增长，同时医药原料药板块受新冠疫情趋缓影响，销售有所复苏。

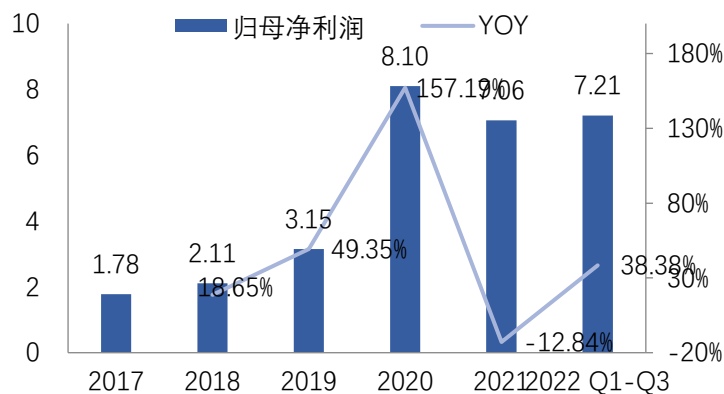
图 1：公司营业收入快速增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

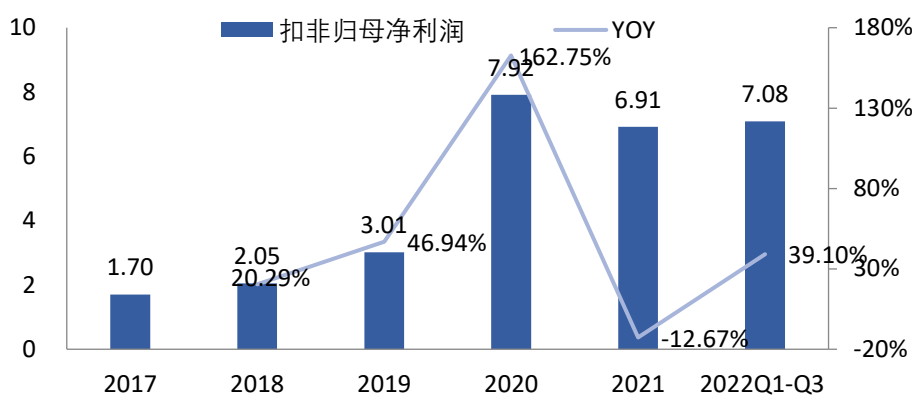
公司归母净利润规模逐步扩大。2020 年公司归母净利润同比增速高达 157.19%，2021 年出现下滑，同比降幅达 12.84%，主要系原材料及能源价格上涨所致，2022 年前 3 季度归母净利润快速增长，主要系公司医药原料药和关键医药中间体业务收入增长，产品矩阵不断丰富。

图 2：公司归母净利润逐步增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图 3：2022 年公司扣非归母净利润增速高达 39.10%（亿元）

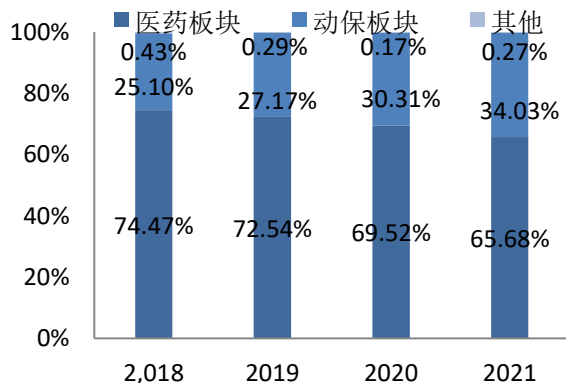


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

动保板块营收占比逐年提高。医药板块为公司主要收入来源，2021 年收入占比为 65.68%。随着募投产能有序释放，产品线布局不断丰富，动保板块占公司营收比重逐年提升，由 2018 年的 25.10% 上升到 2021 年的 34.03%。

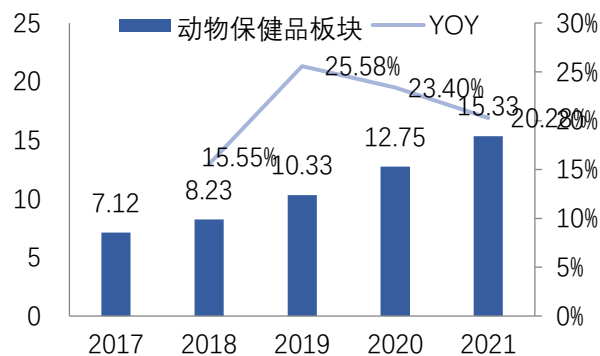
动保板块实现较快增长，由 2017 年的 7.12 亿元到 2021 年的 15.33 亿元，年复合增速高达 21.13%，主要系产品矩阵的不断丰富，氟苯尼考产业链的进一步延伸。

图 4：动保板块占公司总营收比重逐年提升



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

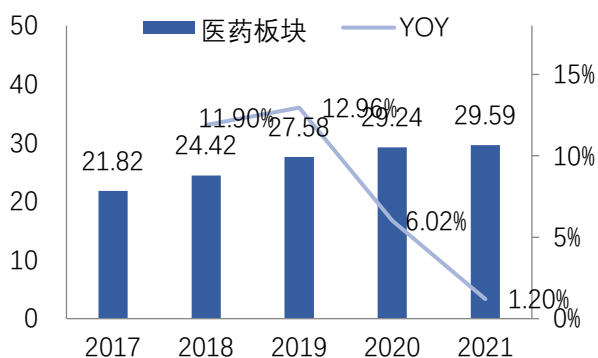
图 5：动保业务实现较快增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

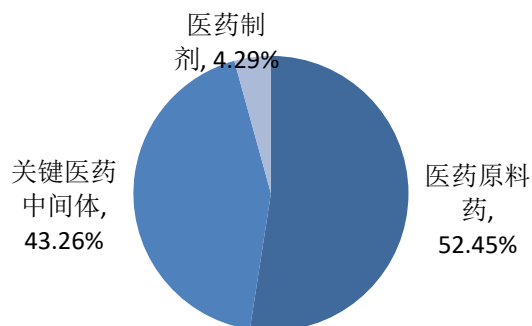
随着重点产品的市场占有率逐步提升，医药板块的收入规模由 2017 年的 21.8 亿元增长至 2021 年的 29.6 亿元，年复合增速为 8%。医药原料药是公司医药板块营收占比最大的业务，2021 年占比为 52.45%，2020-2021 年营收增速有所波动，主要系上游主要原材料价格大幅上涨以及疫情影响所致。关键中间体 2017-2021 年营收保持增长态势，由 2017 年的 8.17 亿元增长到 2021 年的 12.80 亿元，年复合增速为 11.87%。公司医药制剂业务体量较小，2021 年营收占医药板块总营收的比例不足 5%。

图 6：医药板块营收规模逐步扩大（亿元）



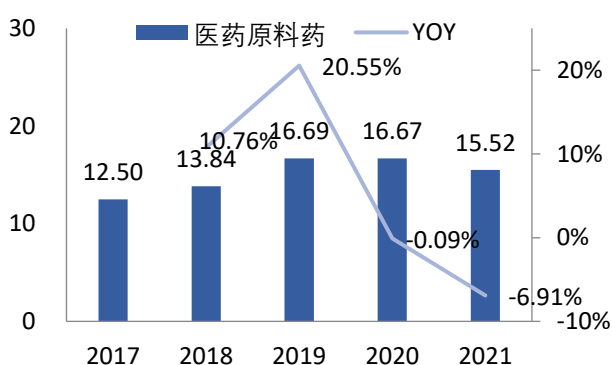
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图 7：2021 年医药原料药占医药板块比例为 52.45%



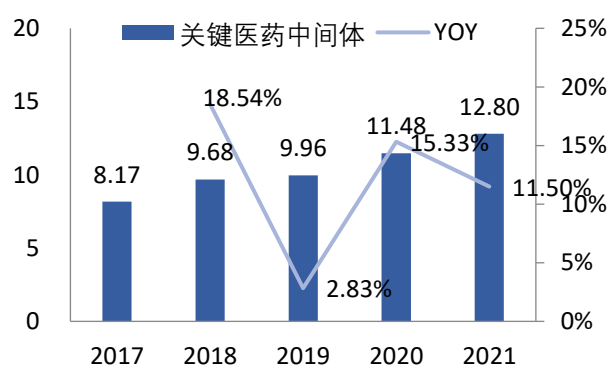
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图 8：医药原料药 2020-2021 年营收有所波动（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

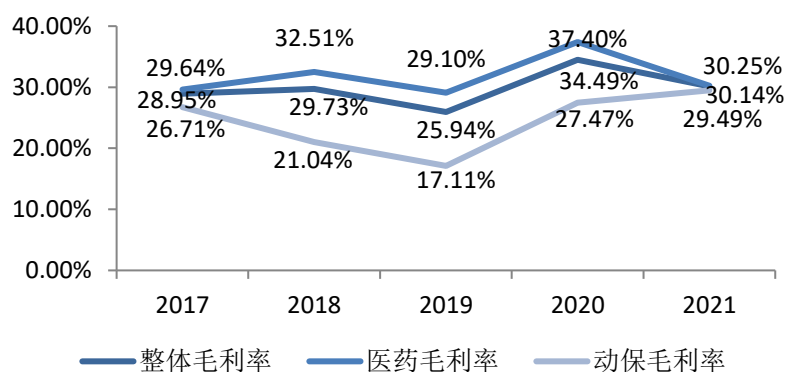
图 9：关键中间体营收稳健增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

公司的综合毛利率相对稳定，维持 30% 附近。2019-2021 年公司毛利率明显提升，主要系上游原材料自供程度增加，削减了成本端原材料上涨影响程度，同时氟苯尼考市场价格上涨所致，2021 年医药板块毛利率下降 6.58%，主要是上游主要原材料价格大幅上涨所致。

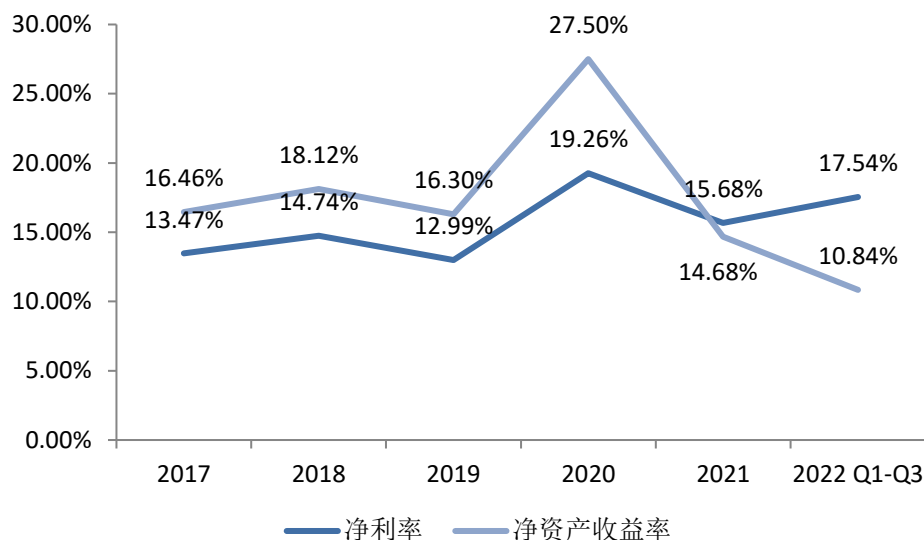
图 10：公司综合毛利率稳定在 30%附近



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

公司净利率和净资产收益率维持在较高水平。2020 年净利率及 ROE 处于较高水平，主要是原材料价格下降、部分重点产品市场需求旺盛及市场价格上升所致，净利率在其余年份稳定在 16%-18%，净资产收益率则在 2020 年后出现下滑，主要是公司近几年产能建设投入较大，净资产增加明显所致。

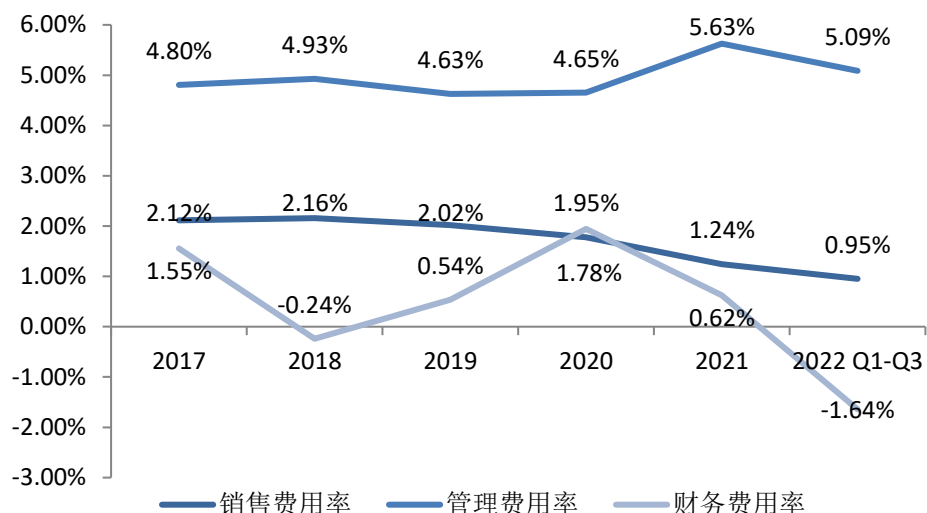
图 11：公司净利率和净资产收益率均处于较高水平



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

销售费用率逐年下降。随着公司销售体系的日渐完善，销售费用率逐年下滑。财务费用率在 2022 年 3 季度出现负值，主要是因为汇率变动产生的汇兑损失减少，银行贷款归还导致利息支出减少。公司的管理费用率相对稳定，在 5% 的水平上波动。

图 12：销售费用率逐年下降



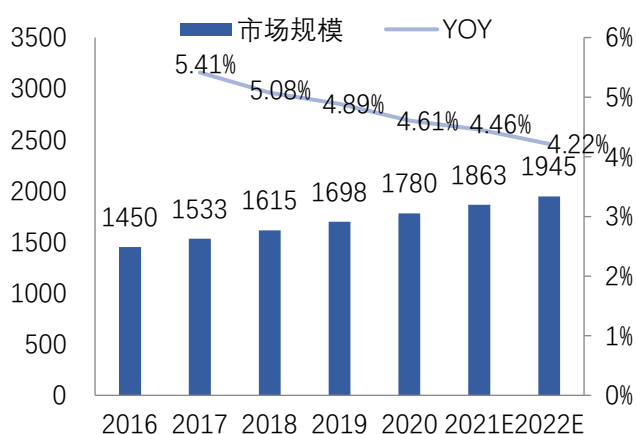
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

二、 国邦医药动保业务进入快速发展阶段

1、 抗生素市场需求增长，大环内酯类产品出口量占优

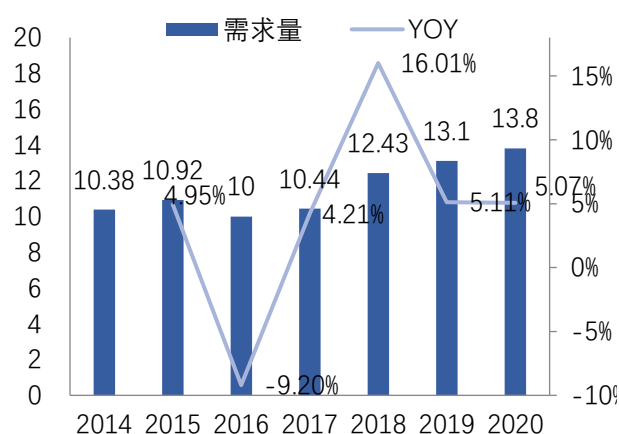
近些年，受抗生素研发领域投资，新冠疫情及慢性病发病率增加等多重因素影响，抗生素市场保持上升趋势，根据 Market Research 数据显示，2020 年全球抗生素市场规模达到了 407 亿美元，2027 年预计达到 554 亿美元，年复合增长率 4.5%。随着人口老龄化的加剧，未来几年中国抗生素市场需求将维持增长，根据华经产业研究院预计，2022 年中国抗生素行业市场规模将接近 1950 亿元，2020 年中国抗生素行业需求量为 13.8 万吨，同比增长 5.07%。

图 13：中国抗生素行业市场规模稳中有进（亿元）



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 14：中国抗生素行业需求量 2020 达到 13.8 万吨（万吨）

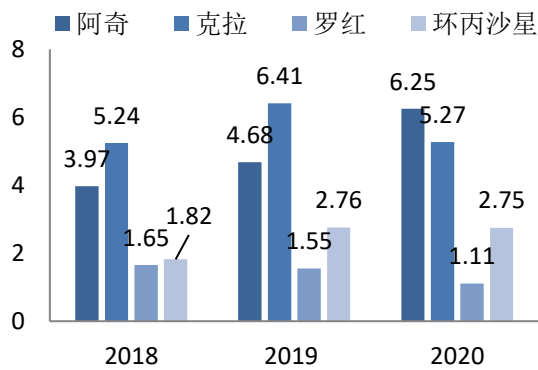


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

公司是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要制造商之一，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列，市场占有率高，行业地位突出。公司阿奇霉素销售额逐年上涨，2020 年达到 6.25 亿元，占总营业收入的比例为 14.89%，是公司最大量级的单品；2018-2020 年公司克拉霉素销售额相对稳定，维持在 5-6 亿元；罗红霉

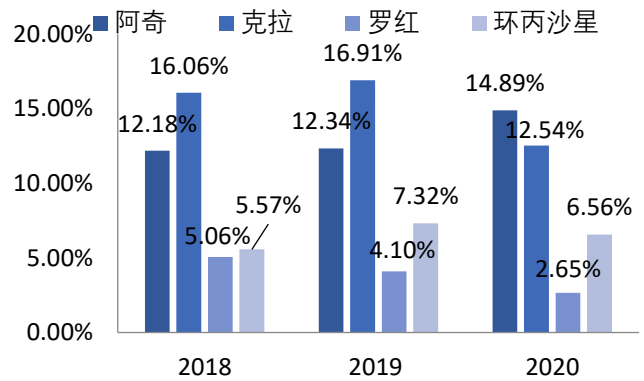
素和盐酸环丙沙星也是过亿单品。

图 15: 阿奇、克拉、罗红及环丙沙星均为销售过亿单品(亿元)



资料来源: 国邦招股书, 信达证券研发中心

图 16: 阿奇霉素占公司总营收的比例逐年提升



资料来源: 国邦招股书, 信达证券研发中心

阿奇霉素、克拉霉素、盐酸环丙沙星等抗生素产品出口竞争优势明显。2017-2019 年阿奇霉素原料药、克拉霉素原料药、(盐酸、乳酸) 环丙沙星原料药出口量均占我国首位。其中, 2019 年公司克拉霉素原料药出口量占我国总出口量的 50% 以上, 环丙沙星原料药占比较高。

表 1: 阿奇霉素、克拉霉素、环丙沙星出口量均占我国首位

产品	年度	2019 年	2018 年	2017 年
阿奇霉素原料 药	公司出口量 (吨)	441.11	259.74	315.23
	中国出口总量 (吨)	1,486.80	1,234.41	1,409.81
	公司占比 (%)	29.67	21.04	22.36
(盐酸、乳酸) 环丙沙星原料 药	公司出口量 (吨)	1,029.14	727.21	974.05
	中国出口总量 (吨)	2,400.18	1,943.90	2,338.67
	公司占比 (%)	42.88	37.41	41.65
克拉霉素原料 药	公司出口量 (吨)	379.01	342.57	335.98
	中国出口总量 (吨)	648.76	643.42	687.14
	公司占比 (%)	58.42	53.24	48.90

资料来源: 国邦招股书, 信达证券研发中心

公司原料药产品出口具有明显的价格优势, 2017-2019 年公司主要原料药产品销售价格普遍低于印度平均出口价格, 克拉霉素价格仅为印度厂商的 2/3 左右。

表 2: 公司主要原料药产品销售价格普遍低于印度平均出口价格 (元/吨)

原料药类别	出口商	2019 年	2018 年	2017 年
阿奇霉素	印度平均出口 价格	837.41	914.72	1,022.16

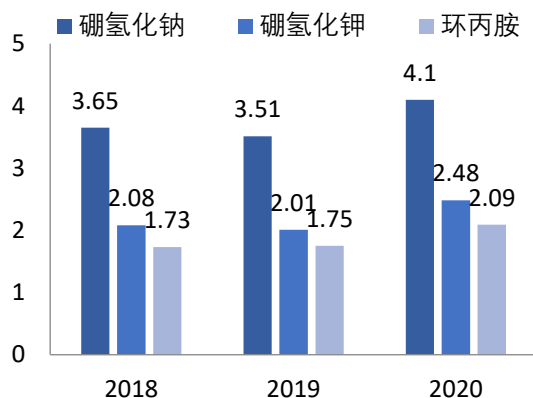
恩诺沙星	国邦平均销售价格	725.09	704.34	598.38
	印度平均出口价格	177.43	169.54	173.79
盐酸环丙沙星	国邦平均销售价格	172.63	169.22	133.67
	印度平均出口价格	204.13	201.76	171.36
克拉霉素	国邦平均销售价格	163.03	171.64	136.78
	印度平均出口价格	1506.63	1460.59	1473.99
	国邦平均销售价格	1156.55	1068.99	1045.46

资料来源：国邦招股书，信达证券研发中心

2、医药中间体业务稳中有进，硼氢化钠或迎来景气周期

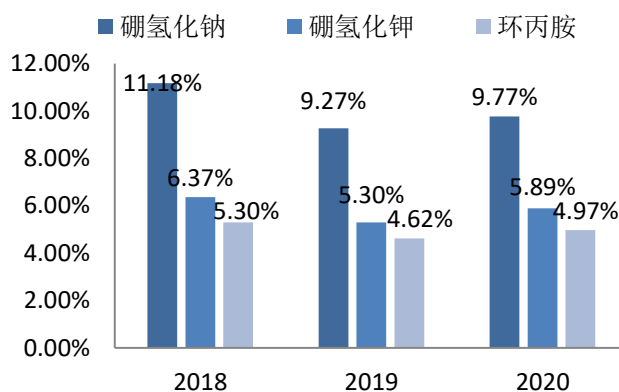
公司关键医药中间体主要品种销售额持续增长。硼氢化钠 2020 年销售金额为 4.1 亿元，占总销售额的比例为 9.77%，是中间体板块销售最大的单品，硼氢化钾和环丙胺也是 2 亿级品种，但主要中间体品种占总营收的比重有所下滑。

图 17：主要中间体品种销售额稳中有进（亿元）



资料来源：国邦招股书，信达证券研发中心

图 18：主要中间体品种占总营收比重有所下滑



资料来源：国邦招股书，信达证券研发中心

硼氢化钠用途广泛，市场空间广阔，涉及医药、农药、造纸、环保等多个领域。硼氢化钠本身是抗病毒药物（包括抗艾滋病药物）的关键中间体，例如拉米夫定等，菊酯类农药产品也在大量使用硼氢化钠，造纸的脱墨和漂白，土壤重金属离子修复等行业都有需求。在硼氢化钠的供应上，国内一直是以国邦为主导的供应格局，江苏宏祥和宁夏百斯特对其威胁不大。国邦医药硼氢化钠下游客户主要为印度的原料药生产商，和国内一些知名 CDMO 药企也有合作。截至 2022 年 1 月底，国邦医药医药液体硼氢化钠产能为 60000 吨，固体硼氢化钠产能为 4000 吨，满足市场的充分供应。

硼氢化钾性能优越，用途广泛。硼氢化钾可用作醛类、酮类和酰氯类等的还原剂，可用于分析化学、农药、造纸工业及其他精细化工产品的还原剂，也可用于含汞废水处理等。

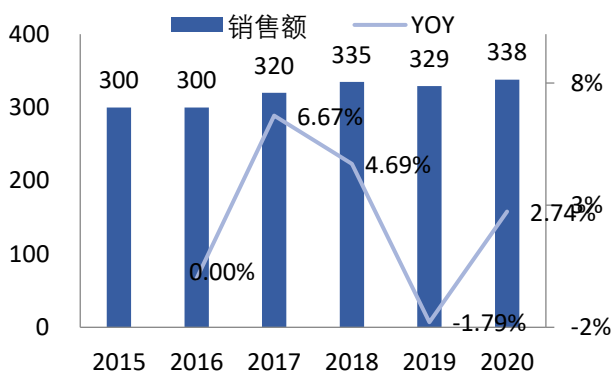
公司积极布局关键中间体新品种产能建设，前景可期。2020 年首次通过发行股票方式筹集 26.4 亿元用于新产能开发和项目研究，其中 1.65 亿元用于关键中间体新品种的产能建设，

主要包括 3,5-二甲基嘧啶、羟乙基嘧啶和 2-氟基嘧啶。3,5-二甲基嘧啶市场需求逐步扩大,根据国邦医药的调研结果显示,国内对于符合替米考星生产要求的 3,5-二甲基嘧啶年需求量为 600 吨左右,随着替米考星的生产规模和市场需求量逐年增加,3,5-二甲基嘧啶的市场需求有望同步增加。

3、中国兽药市场销售额持续增长,新品种或迎来大规模增量

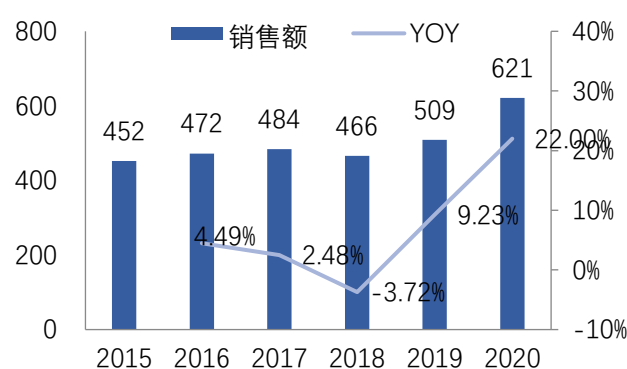
全球兽药市场销售额稳中有进,中国兽药销售额增速高于全球。根据普华有策数据,全球兽药市场增长稳定,近六年复合增速为 2.01%,年销售额从 2015 年的 300 亿美元增长到 2020 年的 338 亿美元(除中国市场外),2019 年下降的原因为非洲禽流感,2020 年销售额达到了 338 亿美元。居民肉类消费需求的提升,带来养殖规模的不断放大,从而使我国动物保健行业迎来规模化加速的发展阶段,2015-2020 年中国兽药销售额稳步增长,2020 年我国兽药销售额达到 621 亿元,同比增速 22%,近六年复合增速为 5.43%。

图 19: 全球兽药市场销售额稳中有进(亿美元)



资料来源: 普华有策, 信达证券研发中心

图 20: 中国兽药销售额增速高于全球(亿元)



资料来源: 普华有策, 信达证券研发中心

公司动保业务产品矩阵丰富, 竞争优势明显。公司氟苯尼考、恩诺沙星均为过亿营收单品, 占据领先的市场地位, 同时是马波沙星、沙拉沙星、地克珠利、环丙氨嗪、加米霉素等特色动保专用原料药主要供应商, 整体来讲, 公司在动保原料药领域品种布局齐全, 广泛, 具备较强的综合竞争力。

公司重点动保产品出口优势明显, 占比较高。2017-2019 年, 国邦医药恩诺沙星原料药均占我国首位, 出口量远超第二名; 2017-2019 年马波沙星原料药出口量占中国总出口量的半壁江山; 2019 年度, 国邦医药氟苯尼考原料药出口量成为市场首位, 出口量为 457.28 吨。

表 3: 公司重点动保产品出口优势明显, 占比较高

产品名称	年度	2019 年	2018 年	2017 年
(盐酸) 恩诺沙星原料药	公司出口量 (吨)	891.00	803.93	868.83
	中国出口总量 (吨)	1490.06	1,360.73	1,559.49
	公司占比 (%)	59.80	59.08	55.71
氟苯尼考原料药	公司出口量 (吨)	457.28	327.63	252.06
	中国出口总量 (吨)	2091.10	2095.34	2,059.60
	公司占比 (%)	21.87	15.64	12.24

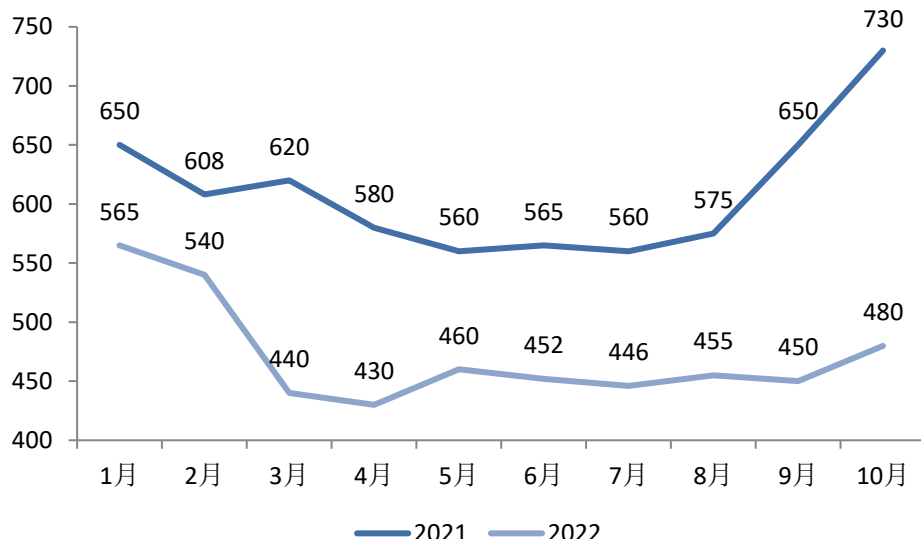
地克珠利原料药	公司出口量 (吨)	12.00	16.05	0.78
	中国出口总量 (吨)	34.59	10.37	3.26
	公司占比 (%)	34.68	39.76	23.75
环丙氨嗪原料药	公司出口量 (吨)	54.55	40.62	4.00
	中国出口总量 (吨)	431.93	322.17	46.25
	公司占比 (%)	12.63	12.61	8.65
马波沙星原料药	公司出口量 (吨)	11.25	12.07	14.38
	中国总出口量 (吨)	22.22	26.80	24.53
	公司占比 (%)	50.62	45.03	58.64

资料来源：国邦招股书，信达证券研发中心

强力霉素国内外需求旺盛，获得客户一致认可。盐酸多西环素也称盐酸强力霉素、脱氧土霉素，属于四环素类抗生素，广谱抑菌，但比土霉素抗菌活性高 2-10 倍，是一个养殖常用药，使用频率很高，经常用于禽类支原体、猪呼吸道疾病的治疗，特别对支原体与细菌混感的治疗效果很不错。近年来，强力霉素一直是动保原料药品种中出口额度最大的产品，我国强力霉素出口量约为 4000 吨/年，国内强力霉素用量约为 2000 吨/年。2018-2019 年，由于环保监管原因，强力霉素呈现价高量减的紧张供应局面，国内报价一度高达 600 元/公斤。公司的盐酸多西环素依托集团“广泛有效的全球化市场渠道平台”快速推向市场并获得一致认可，有望成为公司未来主要大单品之一。

氟苯尼考价格有所回暖，将带动公司业绩增长。氟苯尼考是动物专用抗菌药，用于敏感细菌所致的猪、鸡及鱼的细菌性疾病，尤其对呼吸系统感染和肠道感染疗效显著。中国氟苯尼考的产能基本维持在 5500 吨/年，出口量 2300 吨左右。2021 年，氟苯尼考原料药的市场价格震荡上行，但进入 2022 年以来，氟苯尼考市场报价有所下跌，2022 年 4 月中旬跌至 2 年多来的最低点，5 月份开始逐步回暖，二三季度震荡运行。根据亚太易和的数据显示，国邦医药氟苯尼考产能为 1800 吨/年，目前正在积极扩建产能。

图 21：2022 年 9 月始，羧苯尼考价格有所回暖（元/kg）



资料来源：亚太易和，信达证券研发中心

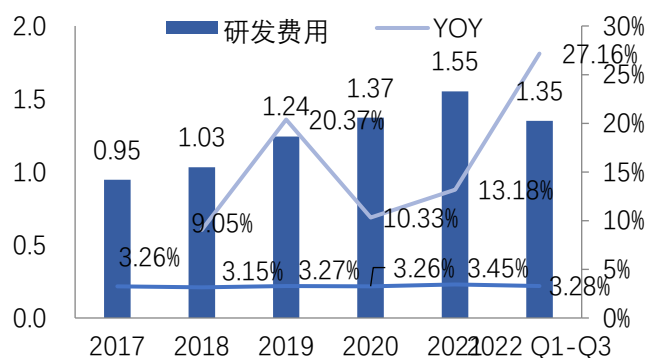
大环内酯类动保专用药物加米霉素实现明显增量，泰拉霉素即将完成产业化，进一步丰富和完善了公司动保专用原料药的产品线。

三、公司研发费用持续增长，全球化市场渠道平台优势明显

1、公司研发费用持续增长，募投项目有序进行

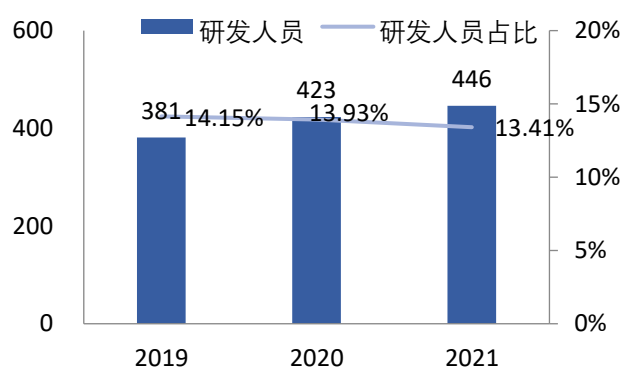
公司研发投入稳步增长，由 2017 年的 0.95 亿元增长至 2021 年的 1.55 亿元，2022 年前 3 季度的研发费用累计已达到 1.35 亿元，同比增长 27.16%，研发费用率为 3.28%，较稳定。公司研发队伍逐渐扩大，2021 年达到 446 人，占员工总人数的比例维持在 14% 附近。

图 22：公司研发投入稳步增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图 23：公司研发队伍逐渐扩大



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

公司募投项目建设力度较大，2020 年首次通过发行股票方式筹集 26.4 亿元用于新产能开发和项目研究。

医药板块项目主要由 4 个子项目构成：一是浙江国邦、浙江东盈的头孢类产品新建/技改项目，计划将公司部分头孢类无菌原料药及口服原料药产品扩产，新建头孢呋辛酯及头孢呋辛钠产能，项目完成后，新增产能为 550 吨/年；二是浙江国邦的特色原料药暨产业链完善项目，投资建设年产 50 吨特色原料药生产基地，主要用于利伐沙班、阿哌沙班、维格列汀、

盐酸西那卡塞、琥珀酸索利那新、琥珀酸普芦卡必利和盐酸莫西沙星等医药原料药产能建设以及加米霉素、泰拉霉素等动保原料药产能建设；三是山东国邦的关键中间体项目，计划新建 7250 吨/年关键中间体产能，新增产品在满足公司生产需求的同时部分对外销售；四是中同药业的医药制剂项目，计划投资建设医药制剂生产基地，年设计总产能片剂 30 亿片，胶囊剂 2 亿粒，颗粒剂 300 吨。

表 4：医药板块募投项目

项目名称	产品及产能规划情况	项目投资概算
浙江国邦、浙江东盈的头孢类产品新建/技改项目	头孢替唑钠（60 吨/年）、头孢呋辛钠（140 吨/年）、头孢地嗪钠（30 吨/年）、头孢丙烯（80 吨/年）、头孢西丁钠（70 吨/年）、头孢呋辛酯（170 吨/年）。	28125.90 万元
浙江国邦的特色原料药暨产业链完善项目	利伐沙班（5 吨/年）、琥珀酸普芦卡必利（0.5 吨/年）、阿哌沙班（1 吨/年）、盐酸莫西沙星（10 吨/年）、维格列汀（10 吨/年）、加米霉素（10 吨/年）、盐酸西那卡塞（2 吨/年）、泰拉霉素（10 吨/年）、琥珀酸索利那新（1.5 吨/年）。	26020.50 万元
山东国邦的关键中间体项目	对甲磺基苯甲醛（2500 吨/年）、2-甲基吡嗪（250 吨/年）、乙氧基丙烯（500 吨/年）、羟乙基吡嗪（1,000 吨/年）、二氯乙腈（1200 吨/年）、2-氨基吡嗪（1200 吨/年）、35-二甲基哌啶（600 吨/年）。	16452.00 万元
中同药业的医药制剂项目	阿奇霉素片（5 亿片/年）、枸橼酸铋钾胶囊（2 亿粒/年）、克拉霉素片（5 亿片/年）、克拉霉素掩味颗粒（120 吨/年）、环丙沙星片（20 亿片/年）、阿奇霉素干混悬剂（180 吨/年）	15875.00 万元

资料来源：国邦招股书，信达证券研发中心

动保板块项目主要由 3 个子项目构成：一是山东国邦的动保原料药项目，投资建设年产 5750 吨动保原料药生产基地；二是山东国邦的动保原料药项目，投资建设年产 6000 吨动保制剂生产基地，能充分配套公司原料药的产业化生产需要，对补充、完善公司现有兽药固体剂品种方面有重要作用；三是和宝生物动保制剂新建项目，投资建设年产 3000 吨兽药固体剂生产线及 3000 吨饲料添加剂、混合型饲料添加剂生产线。

表 5：动保板块募投项目

项目名称	产品及产能规划情况	项目投资概算
山东国邦的动保原料药项目	强力霉素（2000 吨/年）、阿苯达唑（1250 吨/年）、氟苯尼考（1500 吨/年）、盐酸四咪唑（750 吨/年）、盐酸左旋咪唑（250 吨/年）。	100217.40 万元
山东国邦的动保原料药项目	强力霉素可溶性粉（1500 吨/年）、盐酸左旋咪唑粉（2000 吨/年）、阿苯达唑伊维菌素预混剂（2500 吨/年）。	9704.20 万元
和宝生物动保制剂新建项目	兽药固体制剂（3000 吨/年）、饲料添加剂（1000 吨/年）、混合型饲料添加剂（2000 吨/年）	9558.00 万元

资料来源：国邦招股书，信达证券研发中心

2、全球化市场渠道平台优势明显

公司全球化市场渠道平台优势明显。目前已经建立起覆盖全球六大洲的销售网络，产品销往全球 115 个国家和地区，与全球 3000 多家客户建立了合作关系。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。

图 24： 公司销售网络覆盖全球六大洲，115 个国家和地区



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司注册及认证体系与国际高度接轨，取得了包括美国 FDA，欧盟 EUGMP、REACH 和 CEP，日本 PMDA，巴西 ANVISA 和韩国 MFDS 等在内的国际药品规范市场的认证，取得了 KOSHER、HALAL 等特定多人口使用的药品、食品级认证。产品质量符合中国药典、美国药典、欧洲药典、日本药典、印度药典或其他国标、行业标准的要求，并获得雅培、拜耳、巴斯夫等国际知名公司和其他原研公司的认可。2021 年，公司头孢丙烯和环丙沙星产品获得欧盟 CEP 批文，盐酸环丙沙星获得 FDA 注册评审。

表 6：2021 年产品国外获批情况

产品名称	药品批文	批准时间
头孢丙烯	欧盟 CEP	2021 年 11 月
环丙沙星	欧盟 CEP	
盐酸环丙沙星	FDA 注册评审	2021 年 6 月

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

假设：

考虑到去年原料药受到疫情的限制，今年随着部分国家和地区疫情防控的优化，原料药业务 1-3 季度已经有所恢复，特色原料药项目即将投产销售，预计公司医药原料药板块 2022-2024 年收入为 18.94 亿元、20.45 亿元、22.09 亿元，毛利分别为 5.11 亿元、5.73 亿元、5.96 亿元。

随着关键医药中间体不断实现产业链的延伸，新用途的增加，预计公司关键医药中间体板块 2022-2024 年收入为 14.34 亿元、16.35 亿元、18.80 亿元，毛利为 6.36 亿元、7.41 亿元、

8.39 亿元。

随着国内疫情管控的逐渐优化，制剂新品种有望陆续推出及放量，预计公司 2022-2024 年收入为 2.29 亿元、2.97 亿元、3.86 亿元，毛利分别为 0.27 亿元、0.33 亿元、0.44 亿元。

随着动保原料药产品市占率不断提升，募投产能有序释放，产品线布局不断丰富，随着后续新增的产能规划布局，公司动保原料药板块将进入快速增长期，预计公司动保原料药板块 2022-2024 年收入为 17.70 亿元、23.00 亿元、28.75 亿元，毛利分别为 5.57 亿元、5.29 亿元、6.90 亿元。

公司动保添加剂及制剂稳步发展，预计 2022-2024 年收入为 2.29 亿元、2.39 亿元、2.48 亿元，毛利分别为 0.55 亿元、0.57 亿元、0.60 亿元。

表 7：公司盈利拆分及预测

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计						
收入	3802.03	4206.32	4505.35	5568.77	6531.70	7616.24
yoy	15.95%	10.63%	7.11%	23.60%	17.29%	16.60%
毛利率(%)	25.94%	34.49%	30.14%	29%	30%	29%
毛利				1630.09	1945.51	2243.82
1、医药板块						
收入	2758.38	2924.31	2959.42	3556.15	3976.97	4474.93
Yoy	12.96%	6.02%	1.20%	20.16%	11.83%	12.52%
毛利率(%)	29.10%	37.40%	30.25%	33.03%	33.87%	33.06%
毛利				1174.65	1346.81	1479.33
医药原料药						
收入	1668.97	1667.4	1552.17	1893.65	2045.14	2208.75
yoy	20.55%	-0.09%	-6.91%	22.00%	8.00%	8.00%
毛利率(%)	20.88%	32.32%	22.38%	27.00%	28.00%	27.00%
毛利				511.28	572.64	596.36
关键医药中间体						
收入	995.61	1148.23	1280.27	1433.90	1634.65	1879.85
yoy	2.83%	15.33%	11.50%	12.00%	14.00%	15.00%
毛利率(%)	44.43%	46.59%	42.02%	44.35%	45.36%	44.65%
毛利				635.94	741.48	839.35
医药制剂						
收入	93.8	108.7	127	228.60	297.18	386.33
yoy	5.06%	15.88%	16.83%	80.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	12.71%	18.40%	7.83%	12.00%	11.00%	11.29%
毛利				27.43	32.69	43.62
2、动物保健品板块						
收入	1033.14	1274.93	1533.5	1998.93	2538.94	3123.57
yoy	25.58%	23.40%	20.28%	30.35%	27.02%	23.03%
毛利率(%)	17.11%	27.47%	29.49%	22%	23%	24%
毛利				444.35	586.34	749.66
动保原料药						
收入	938.77	1130.63	1310.72	1769.47	2300.31	2875.39

yoy	31.06%	20.44%	15.93%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率(%)	17.30%	28.14%	29.73%	22.00%	23.00%	24.00%
毛利				389.28	529.07	690.09
动保添加剂及制剂						
收入	94.36	144.3	222.77	229.45	238.63	248.18
yoy	-11.35%	52.92%	54.38%	3.00%	4.00%	4.00%
毛利率(%)	15.18%	22.28%	28.04%	24.00%	24.00%	24.00%
毛利				55.07	57.27	59.56
3、其他业务						
收入	10.52	7.07	12.43	13.7	15.79	17.74
yoy	-26.46%	-32.76%	75.70%	10.23%	15.23%	12.36%
毛利率(%)	63.52%	95.87%	83.31%	80.90%	78.30%	83.63%
毛利				11.08	12.36	14.84

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心预测

2、估值与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 55.69、65.32、76.16 亿元，同比增长 23.6%、17.3%、16.6%，归母净利润分别为 9.33、11.86、14.42 亿元，同比增长 32.1%、27.1%、21.7%，对应公司的市盈率为 15.59、12.26、10.08 倍，考虑公司动保领域募投项目逐步投产，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司情况

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000739.SZ	普洛药业	244	9.85	12.55	15.84	24.74	19.42	15.38
603229.SH	奥翔药业	107	2.24	3.06	4.21	47.63	34.82	25.31
002332.SZ	仙琚制药	103	7.11	8.15	9.89	14.49	12.63	10.42
605116.SH	奥锐特	100	2.20	2.64	3.26	45.34	37.70	30.53
平均值						33.05	26.14	20.41
605507.SH	国邦医药*	145	9.33	11.86	14.42	15.59	12.26	10.08

资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心（对应 2022.12.23 日收盘价），注：*为信达预期，其余为同花顺 iFinD 一致预期

五、 风险因素

1、 环保相关风险

公司所处的行业是国家环保监管要求较高的行业，随着环保标准的进一步提高，从而要求公司持续加大环保投入，可能会给成本端带来一些压力。

2、 主要原材料价格波动的风险

公司采购的原材料种类多样，原材料成本占总成本的比例较高，因此原材料价格的波动将会对公司的业绩产生影响。

3、 外汇波动风险

公司产品销往全球 6 大洲共计 115 个国家和地区，公司与国外客户交易多选择以外币为结算工具，因此汇率的波动会对公司的销售收入和盈利能力带来一定的影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,871	4,567	5,433	6,622	8,160
货币资金	1,235	893	2,224	3,100	4,198
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	385	445	532	553	645
预付账款	43	450	181	216	253
存货	990	1,309	1,323	1,542	1,808
其他	220	1,470	1,173	1,211	1,257
非流动资产	2,637	2,946	3,907	4,218	4,480
长期股权投资	19	17	16	15	14
固定资产(合计)	1,581	1,794	2,363	2,460	2,517
无形资产	267	272	392	430	479
其他	771	862	1,136	1,312	1,469
资产总计	5,509	7,513	9,340	10,839	12,640
流动负债	1,972	1,154	2,047	2,359	2,716
短期借款	509	160	760	860	960
应付票据	654	432	540	628	736
应付账款	441	357	432	503	589
其他	367	204	315	368	431
非流动负债	262	14	14	14	14
长期借款	251	0	0	0	0
其他	11	14	14	14	14
负债合计	2,234	1,167	2,060	2,373	2,729
少数股东权益	-1	0	0	0	1
归属母公司股东权益	3,275	6,346	7,280	8,466	9,909
负债和股东权益	5,509	7,513	9,340	10,839	12,640

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,206	4,505	5,569	6,532	7,616
同比(%)	10.6%	7.1%	23.6%	17.3%	16.6%
归属母公司净利润	810	706	933	1,186	1,442
同比(%)	157.2%	-12.8%	32.1%	27.1%	21.7%
毛利率(%)	34.0%	30.1%	29.3%	29.8%	29.5%
ROE%	24.7%	11.1%	12.8%	14.0%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.71	1.38	1.67	2.12	2.58
P/E	-	20.89	15.59	12.26	10.08
P/B	-	2.54	2.00	1.72	1.47
EV/EBITDA	-0.28	14.95	9.46	7.28	5.70

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,206	4,505	5,569	6,532	7,616
营业成本	2,776	3,148	3,939	4,586	5,372
营业税金及附加	25	25	31	35	41
销售费用	54	56	67	61	65
管理费用	196	254	278	307	312
研发费用	137	155	189	202	228
财务费用	82	28	-5	-5	-13
减值损失合计	-14	-52	-32	-34	-36
投资净收益	3	4	22	33	46
其他	10	16	9	11	14
营业利润	936	809	1,069	1,354	1,633
营业外收支	7	-2	-3	-5	-3
利润总额	943	807	1,066	1,349	1,630
所得税	133	101	133	163	187
净利润	810	706	933	1,186	1,443
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属母公司净利润	810	706	933	1,186	1,442
EBITDA	1,174	1,028	1,382	1,688	1,980
EPS(当年)(元)	1.71	1.38	1.67	2.12	2.58

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	768	-176	1,816	1,457	1,659
净利润	810	706	933	1,186	1,443
折旧摊销	158	202	317	348	383
财务费用	68	33	14	24	27
投资损失	-3	-4	-22	-33	-46
营运资金变动	-285	-1,164	539	-110	-190
其它	20	50	35	41	41
投资活动现金流	-365	-1,690	-1,071	-657	-634
资本支出	-518	-444	-1,188	-675	-660
长期投资	154	-1,252	200	-9	-14
其他	-1	6	-83	28	41
筹资活动现金流	-274	1,571	586	76	73
吸收投资	0	2,677	0	0	0
借款	552	364	600	100	100
支付利息或股息	-205	-334	-14	-24	-27
现金流净增加额	96	-305	1,331	876	1,098

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5 年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021 年 4 月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得 2015/2016/2017 年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。