

# 国邦医药 (605507.SH)

## 2023年中报点评：医药中间体及动保原料药业务承压，上半年归母净利润同比减少28%

### 核心观点

**医药中间体及动保原料药业务承压，上半年归母净利润同比减少28%。**公司2023年上半年实现营业收入28.10亿元，较上年同期+3.93%，实现归属于母公司所有者的净利润3.57亿元，较上年同期-27.79%，其中Q2营业收入同比-8.32%至14.00亿元，归属于母公司所有者的净利润同比-44.75%至1.63亿元。在产能投放及市场拓展的推进下，公司医药及动保板块销量上半年仍保持较快增长，然而受行业竞争加剧以及下游需求低迷影响，关键医药中间体（硼氢化钠、硼氢化钾）及动保原料药产品（氟苯尼考、强力霉素）市场价格上半年下降较多，因此公司收入整体微增且盈利承压明显。

### 公司医药及动保原料药业务销量保持增长，医药中间体业务市场地位稳固。

医药板块方面，医药原料药主流产品上半年保持强劲增长势头，特色原料药产品不断丰富，头孢产品系列在认证、客户关联、市场拓展方面都取得积极变化；关键医药中间体业务受2022H1高基数、下游需求低迷以及行业竞争加剧影响，部分产品销量和价格同比有所承压，但市场地位仍稳固。动保板块方面，盐酸多西环素受益产能释放，销量继续保持快速增长，同时动保专用原料药产品线逐步丰富和完善，然而考虑到上半年国内兽药行情较低迷，公司动保原料业务在售价表现上预计承压，进而可能对利润表现产生压制。

**2023年预计新建6000吨固体硼氢化钠产能，2000吨氟苯尼考产能，1500吨强力霉素产能。**公司目前正致力于推进核心单品全链运作，2023年上半年包括募投项目在内的重点项目建设稳步推进，其中年产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，按此前规划总产能预计将达1万吨。未来随核心单品产能翻倍，公司业务规模有望稳步扩张，同时基于养殖板块中期景气回暖预期，我们认为公司动保板块有望后续受益下游需求改善，进而维持较好盈利。

**风险提示：**原料及能源价格再度大幅上涨的风险；非洲猪瘟导致猪用兽药产品销量大幅下滑的风险；下游养殖规模化进程不及预期的风险。

**投资建议：**公司致力于推进动保原料药核心单品全链运作，核心业务规模稳步扩张，叠加下游养殖中期景气向好预期，我们看好公司动保板块未来量利成长。考虑到公司医药中间体及动保原料药产品销价短期承压明显，我们下调公司2023-2025年归母净利润分别至8.5/11.7/13.8亿元（原为11.3/13.0/15.0亿元），分别同比-8.2%/+37.8%/+18.8%，EPS分别为1.51/2.08/2.48元，维持“买入”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·动物保健II

证券分析师：**鲁家瑞** 021-61761016  
 lujiarui@guosen.com.cn S0980520110002

证券分析师：**李瑞楠** 021-60893308  
 lirui@guosen.com.cn S0980523030001

联系人：**江海航**  
 010-88005306  
 jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
 合理估值  
 收盘价 20.91元  
 总市值/流通市值 11685/6309百万元  
 52周最高价/最低价 31.86/20.75元  
 近3个月日均成交额 35.33百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《国邦医药(605507.SH)-2022年报及2023一季报点评：22年归母净利润同比+30%，23Q1动保板块毛利率逆势提升》——2023-04-19  
 《国邦医药(605507.SH)-扩产叠加猪价上行，看好动保业绩释放》——2022-11-13

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,505	5,721	5,992	7,421	8,473
(+/-%)	7.1%	27.0%	4.7%	23.9%	14.2%
净利润(百万元)	706	921	845	1165	1383
(+/-%)	-12.8%	30.4%	-8.2%	37.8%	18.8%
每股收益(元)	1.26	1.65	1.51	2.08	2.48
EBIT Margin	19.3%	17.3%	16.1%	17.9%	18.5%
净资产收益率(ROE)	11.1%	12.9%	10.9%	13.6%	14.5%
市盈率(PE)	16.8	12.9	14.0	10.2	8.6
EV/EBITDA	12.2	11.0	11.1	8.4	7.4
市净率(PB)	1.87	1.66	1.53	1.38	1.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

医药中间体及动保原料药业务承压，上半年归母净利润同比减少 28%。公司 2023 年上半年实现营业收入 28.10 亿元，较上年同期+3.93%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.57 亿元，较上年同期-27.79%，其中 Q2 营业收入同比-8.32%至 14.00 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比-44.75%至 1.63 亿元。在产能投放及市场拓展的推进下，公司医药及动保板块销量上半年仍保持较快增长，然而受行业竞争加剧以及下游需求低迷影响，关键医药中间体（硼氢化钠、硼氢化钾）及动保原料药产品（氟苯尼考、强力霉素）市场价格上半年下降较多，因此公司收入整体微增且盈利承压明显。

图1：国邦医药营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国邦医药单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：国邦医药归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

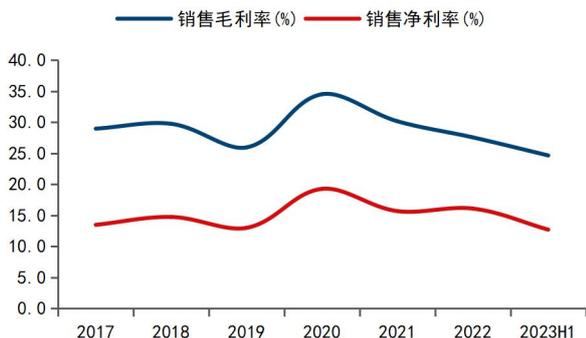
图4：国邦医药单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

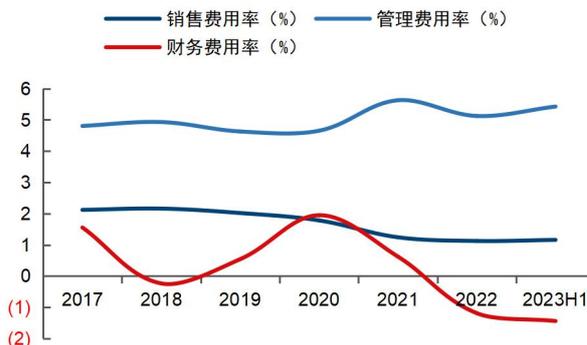
2023 年上半年利润率承压，费用率整体变化不大。公司 2023 年上半年销售毛利率 24.64%，相较上年全年水平-2.91pcts；销售净利率 12.70%，相较上年全年水平-3.39pcts，受部分产品价格下降影响，公司毛利率和净利率均出现明显下降。费用方面，公司 2023 年上半年销售费用率 1.16%（相较上年全年水平+0.04pcts），管理费用率 5.43%（相较上年全年水平+0.30pcts），财务费用率-1.44%（相较上年全年水平（-0.25pcts））。三项费用率合计 5.14%，较上年全年水平+0.08pcts，财务费用减少明显主要系本期利息收入和汇兑收益金额增加所致。

图5: 国邦医药毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

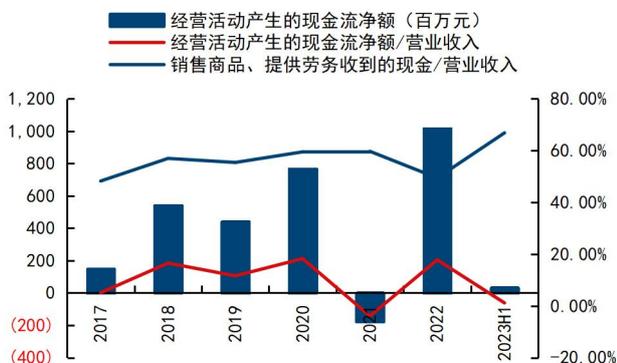
图6: 国邦医药三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流净额减少，存货周转维持平稳。**2023年上半年经营性现金流净额0.32亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为1.14%（较上年全年水平-16.64pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为66.84%（较上年全年水平+17.41pcts），经营性现金流净额减少主要系公司上半年在原料采购端的预付款有所增加。在主要流动资产周转方面，2023年上半年公司存货天数达119天（较上年全年水平基本持平），应收账款周转天数达45天（较上年全年水平+28.95%）。

图7: 国邦医药经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 国邦医药主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司致力于推进动保原料药核心单品全链运作，核心业务规模稳步扩张，叠加下游养殖中期景气向好预期，我们看好公司动保板块未来量利成长。考虑到公司医药中间体及动保原料药产品销价短期承压明显，我们下调公司2023-2025年归母净利润预测分别至8.5/11.7/13.8亿元（原为11.3/13.0/15.0亿元），分别同比-8.2%/+37.8%/+18.8%，EPS分别为1.51/2.08/2.48元，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E			
000739	普洛药业	17.68	207.77	0.84	1.03	1.04	21	17	17	未评级		
300871	回盛生物	17.06	28.65	0.32	0.9	1.32	53	19	13	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	893	1974	2362	2216	2886	<b>营业收入</b>	<b>4505</b>	<b>5721</b>	<b>5992</b>	<b>7421</b>	<b>8473</b>
应收款项	490	688	655	837	967	营业成本	3148	4145	4357	5253	5867
存货净额	1309	1409	1607	1961	2111	营业税金及附加	25	33	34	42	49
其他流动资产	1875	1058	1078	1410	1568	销售费用	56	64	108	134	165
<b>流动资产合计</b>	<b>4567</b>	<b>5129</b>	<b>5702</b>	<b>6424</b>	<b>7532</b>	管理费用	254	293	314	404	510
固定资产	2622	3284	3550	3780	4028	研发费用	155	198	216	260	318
无形资产及其他	272	370	356	341	326	财务费用	28	(68)	(27)	(32)	(33)
投资性房地产	35	158	158	158	158	投资收益	4	20	9	11	13
长期股权投资	17	101	128	165	214	资产减值及公允价值变动	58	32	(28)	(32)	(28)
<b>资产总计</b>	<b>7513</b>	<b>9043</b>	<b>9895</b>	<b>10869</b>	<b>12259</b>	其他收入	(249)	(253)	(216)	(260)	(318)
短期借款及交易性金融负债	160	656	492	436	528	营业利润	809	1053	971	1339	1582
应付款项	790	974	1272	1357	1532	营业外净收支	(2)	(17)	(4)	(8)	(10)
其他流动负债	204	232	288	329	367	<b>利润总额</b>	<b>807</b>	<b>1036</b>	<b>967</b>	<b>1331</b>	<b>1573</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1154</b>	<b>1862</b>	<b>2052</b>	<b>2121</b>	<b>2427</b>	所得税费用	101	115	121	167	190
长期借款及应付债券	0	0	50	125	225	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	14	26	46	61	77	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>706</b>	<b>921</b>	<b>845</b>	<b>1165</b>	<b>1383</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>96</b>	<b>186</b>	<b>302</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1167</b>	<b>1889</b>	<b>2148</b>	<b>2308</b>	<b>2729</b>	<b>净利润</b>	706	921	845	1165	1383
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	37	(24)	11	3	3
股东权益	6346	7155	7747	8562	9531	折旧摊销	201	258	301	363	406
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7513</b>	<b>9043</b>	<b>9895</b>	<b>10869</b>	<b>12259</b>	公允价值变动损失	(58)	(32)	28	32	28
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	28	(68)	(27)	(32)	(33)
每股收益	1.26	1.65	1.51	2.08	2.48	营运资本变动	(2151)	597	200	(726)	(205)
每股红利	0.60	0.23	0.45	0.63	0.74	其它	(37)	24	(11)	(3)	(3)
每股净资产	11.36	12.80	13.86	15.32	17.06	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1302)</b>	<b>1743</b>	<b>1373</b>	<b>834</b>	<b>1612</b>
ROIC	13.91%	13.36%	12%	16%	17%	资本开支	0	(917)	(590)	(614)	(669)
ROE	11.13%	12.87%	10.91%	13.60%	14.52%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	30%	28%	27%	29%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(1002)</b>	<b>(618)</b>	<b>(650)</b>	<b>(718)</b>
EBIT Margin	19%	17%	16%	18%	18%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	22%	21%	23%	23%	负债净变化	(251)	0	50	75	100
收入增长	7%	27%	5%	24%	14%	支付股利、利息	(334)	(128)	(254)	(349)	(415)
净利润增长率	-13%	30%	-8%	38%	19%	其它融资现金流	2139	596	(164)	(56)	92
资产负债率	16%	21%	22%	21%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>959</b>	<b>339</b>	<b>(367)</b>	<b>(330)</b>	<b>(223)</b>
股息率	2.8%	1.1%	2.1%	2.9%	3.5%	<b>现金净变动</b>	<b>(342)</b>	<b>1081</b>	<b>388</b>	<b>(147)</b>	<b>671</b>
P/E	16.8	12.9	14.0	10.2	8.6	货币资金的期初余额	1235	893	1974	2362	2216
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2	货币资金的期末余额	893	1974	2362	2216	2886
EV/EBITDA	12.2	11.0	11.1	8.4	7.4	企业自由现金流	0	816	751	186	908
						权益自由现金流	0	1412	661	233	1129

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032