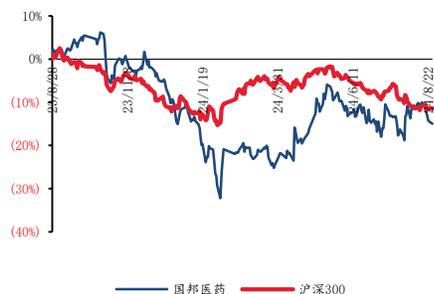


医药生物

医药业务回暖，动保业务弹性可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 5.59/5.59
总市值/流通(亿元) 92.82/92.82
12个月内最高/最低价(元) 21.27/13.01

相关研究报告

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师: 乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

报告摘要

持续深耕医药、动保领域，打造一体化产业布局。公司成立于1996年，于2021年在上交所上市，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，国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一。公司产品系列集中、种类丰富，拥有全球销售网络，截至2023年底，公司产品超过70个，产品销往全球6大洲、115个国家及地区，销售客户3,000余家，包括拜耳、礼来、雅培、诺华等全球知名的制药企业，其中销售收入超过5,000万元的产品17个，超过1亿元的产品12个。截至2024年3月底，公司募投项目等重点项目已陆续结项，主要产品产能得到进一步扩充。

医药板块，抗生素市场需求有望持续旺盛，中间体下游景气度开始提升。公司抗生素产品处于领先地位，市场需求有望持续旺盛，主要产品包括阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等大单品系列，贡献原料药板块总收入超90%。从供给端来看，全球抗生素原料药市场集中度较高，竞争格局较为稳定，公司具备产能及价格上的双重竞争优势；从需求端来看，2023年以来，国内外抗生素需求旺盛，预计主要抗生素产品需求有望恢复增长。同时，公司持续进行全球注册，积极拓展新客户新需求，有望带来产品销量的提升。**公司是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一**，2023年，受下游需求不振及新冠高基数影响，公司关键医药中间体业务销售收入同比下滑23.43%。从供给端来看，硼氢化钠全球市场竞争格局集中，公司4,000t/a的产能处于行业领先水平，同时行业竞争对手出现安全环保事故有望引来竞争格局优化；从需求端来看，随着全球去库存周期逐渐接近尾声，精细化学品领域景气度开始抬升，或带动硼氢化钠需求增长，中国原料药产量自2024年4月开始，连续3个月同比实现正增长，2024年Q2，中国化学原料药产量为92.4万吨，同比增长12.8%。

动保板块，行业处于周期底部，公司具备竞争优势。公司的主要产品氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等已经具有明显的品牌优势，同时，公司也是马波沙星、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，具备明显的产品矩阵优势。当前动保行业处于周期底部，主要兽药原料药价格持续下跌，2024年4月底，VPi达到近5年历史最低61.02点，相较2021年高点下跌约40%，兽药原料药主流品种价格均出现不同幅度的下跌，其中氟苯尼考市场价格相较过去5年高点下滑75%。从供给端来看，在成本和利润的长期压力下，行业产能有望持续出清；从需求端来看，养猪企业扭亏，养猪业有望持续高盈利，带动兽药原料药需求提升，2024年1月起，生猪盈利预期持续为正，8月14日达到678.61元/头，且牧原股份等公司Q2强势扭亏。公司产业链完整，一体化能力较强，目前公司是氟苯尼考国内产业链条最为齐全的生产商之

一，且在主要兽药原料药产品上，公司占据领先地位，有望在行业出清的背景下提升市占率。

● **盈利预测**

我们预测公司 2024/25/26 年收入为 60.01/68.17/78.28 亿元，净利润为 8.33/10.00/12.00 亿元，对应当前 PE 为 11/9/8X，考虑到公司主要产品市占率较高，产业链完备，未来有望实现 30 个规模化产品全球领先、80 个产品常规化生产、具备 120 个产品生产能力，公司收入及利润有望保持快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

行业政策风险；市场竞争加剧风险；产品价格下滑风险；外汇汇率波动风险；

■ **盈利预测和财务指标**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,349	6,001	6,817	7,828
营业收入增长率(%)	-6.49%	12.19%	13.59%	14.83%
归母净利润（百万元）	612	833	1,000	1,200
净利润增长率(%)	-33.49%	36.01%	20.05%	20.00%
摊薄每股收益（元）	1.10	1.49	1.79	2.15
市盈率（PE）	15.10	11.14	9.28	7.74

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况	6
(一) 持续深耕医药、动保领域，打造一体化产业布局	6
(二) 实控人持股比例高，员工持股计划彰显长期发展信心	6
(三) 主要产品市占率高，产能陆续投产	7
(四) 公司营收及利润承压，医药原料药业务占比提升	9
二、 医药板块：抗生素市场需求有望持续旺盛，中间体下游景气度开始提升	11
(一) 原料药：公司抗生素产品处于领先地位，市场需求有望持续旺盛	12
(二) 中间体：下游景气度开始提升，市场需求有望恢复增长	17
三、 动保板块：行业处于周期底部，公司具备竞争优势	20
(一) 市场竞争加剧，公司动保业务承压	20
(二) 动保行业处周期底部，产能有望持续出清	21
(三) 公司动保产品种类丰富，竞争优势明显	25
四、 盈利预测与估值	26
(一) 关键假设	26
(二) 收入拆分与盈利预测	27
(三) PE 估值及投资建议	28
五、 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	7
图表 3: 公司主要产品情况	8
图表 4: 公司主要生产基地	9
图表 5: 公司固定资产与在建工程情况	9
图表 6: 公司主要产品的产能情况 (t/a)	9
图表 7: 公司历年营业收入及增长情况	10
图表 8: 公司历年归母净利润及增长情况	10
图表 9: 公司营业收入构成 (按业务划分) (亿元)	11
图表 10: 公司分业务毛利率情况 (%)	11
图表 11: 公司历年毛利率及净利率情况 (%)	11
图表 12: 公司历年期间费用率情况 (%)	11
图表 13: 公司主要原料药产品	12
图表 14: 公司医药原料药业务销售收入及占比	13
图表 15: 公司主要医药原料药产品销售收入	13
图表 16: 2017-2019 年公司部分原料药产品出口量及占比	13
图表 17: 2021-2023 年全球抗菌素原料药出口量 (十吨)	14
图表 18: 2021-2023 年全球抗菌素原料药出口均价 (美元/kg)	15
图表 19: 2021-2023 年硫氰酸红霉素市场价格 (元/kg)	15
图表 20: 公司原料药销售价格与印度出口平均价格对比 (元/kg)	15
图表 21: 主要抗生素产品市场价格 (元/kg)	16
图表 22: 硫氰酸红霉素市场价格 (元/kg)	16
图表 23: 公司部分特色原料药审批通过及获得批文情况	17
图表 24: 公司关键医药中间体业务销售收入及占比	18
图表 25: 公司主要关键医药中间体产品销售收入	18
图表 26: 硼氢化钠全球市场规模 (亿美元)	18
图表 27: 主要生产企业的固体硼氢化钠产能	18
图表 28: 中国化学药品原药产量 (月度)	19
图表 29: 中国化学药品原药产量 (季度)	19
图表 30: 历年硼氢化钠厂家报价 (万元/吨)	20
图表 31: 2017-2019 年公司部分动保原料药产品出口量及占比	21
图表 32: 公司动物保健品业务销售收入及同比增速	21
图表 33: 公司主要关键医药中间体产品销售收入	21
图表 34: 兽药原料价格指数 (VPI)	22
图表 35: 主要兽药原料药产品市场价格 (元/kg)	22
图表 36: 中国生猪价格(外三元) (元/kg)	23
图表 37: 中国生猪养殖预期盈利 (元/头)	23
图表 38: 国邦医药动保原料药销售收入及毛利率	23
图表 39: 普洛康裕销售收入及净利率	23
图表 40: 2024 年盐酸多西环素市场价格 (元/kg)	24
图表 41: 2024 年泰妙菌素市场价格 (元/kg)	24
图表 42: 2023 中国生猪养殖预期盈利 (元/头)	24
图表 43: 部分养猪企业 2024 半年报业绩预告情况	24
图表 44: 公司主要兽药原料药产品的关键原料及供应情况	25

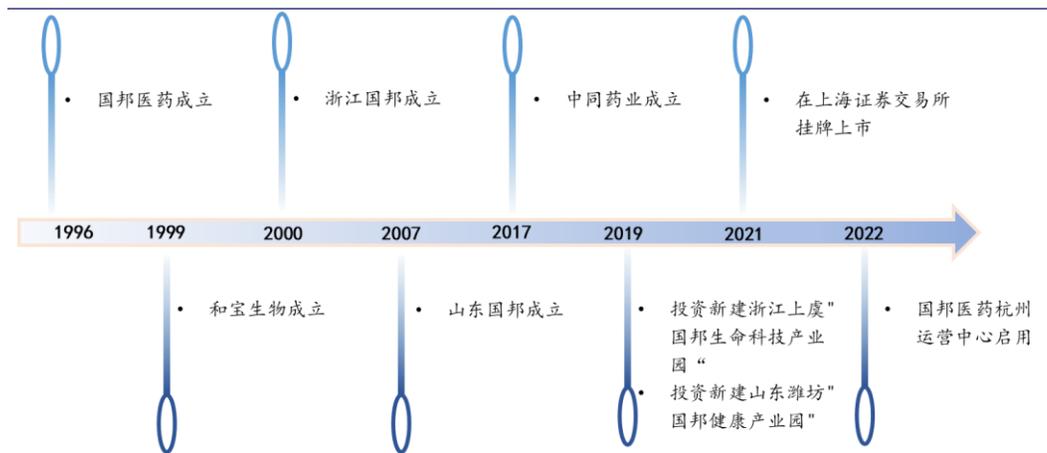
图表 45: 氟苯尼考主要竞争企业产能情况 (t/a)	26
图表 46: 强力霉素主要竞争企业产能情况 (t/a)	26
图表 47: 公司收入及毛利率拆分	27
图表 48: 盈利预测表	28
图表 49: 估值对比	28

一、公司概况

(一) 持续深耕医药、动保领域，打造一体化产业布局

公司持续深耕医药、动保领域，打造中间体-原料药-制剂一体化的产业布局。国邦医药集团股份有限公司（股票代码：605507）成立于1996年，于2021年在上交所上市，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，国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一。公司成立初期主要从事动物保健品的生产和销售，2000年底，浙江国邦成立，陆续开始生产阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素等原料药，2007年，山东国邦成立，开始规模化生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等关键医药中间体产品，2017年，中同药业成立，业务拓展至制剂领域，持续打造中间体-原料药-制剂一体化的产业布局。

图表1：公司发展历程



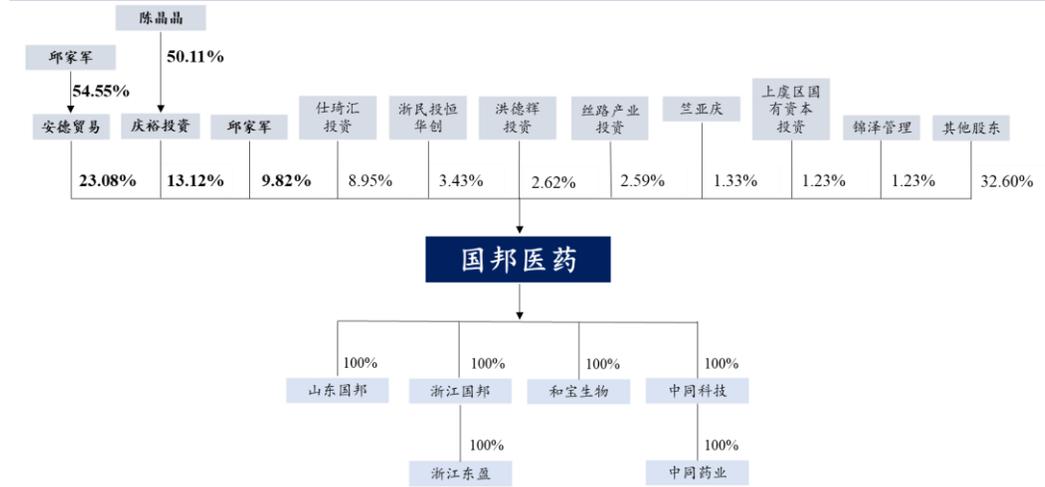
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 实控人持股比例高，员工持股计划彰显长期发展信心

公司实控人持股比例高。新昌安德贸易有限公司为公司的控股股东，由邱家军先生控制，持股 23.08%，新昌庆裕投资发展有限公司由陈晶晶女士控制，持股 13.12%，邱家军先生与陈晶晶女士为公司的实控人，二人系夫妻关系，共同持股 46.02%。

子公司山东国邦主要从事医药中间体、动保原料药的生产和销售，浙江国邦主要从事医药原料药的生产和销售，和宝生物主要从事兽药固体制剂、饲料添加剂的生产和销售，孙公司中同药业主要从事医药制剂的生产和销售，浙江东盈主要从事头孢类原料药的生产和销售。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司积极开展股票回购用于员工持股计划，彰显长期发展信心。2024 年 1 月 27 日，公司发布公告，拟以 1-2 亿元回购股份用于员工持股计划，回购价格不超过 25 元/股（含）。截止 2024 年 6 月 30 日，公司已累计回购股份 612.70 万股，占公司总股本的比例为 1.10%，回购总金额为 9,951.59 万元（不含交易费用）。同时，2024 年 7 月 16 日，公司发布第一期员工持股计划，彰显长期发展信心，8 月 7 日，第一期员工持股计划购买完成，实际参与认购 237 人，缴纳认购资金 1.25 亿元（不含交易费用），购买股票总数为 783.96 万股，占总股本的 1.40%。

（三）主要产品市占率高，产能陆续投产

公司产品系列集中、种类丰富，拥有全球销售网络。公司主要从事医药及动物保健品领域相关产品的研发、生产和销售，其中医药板块涵盖医药原料药、关键医药中间体及制剂，动物保健品板块涵盖动保原料药、动保添加剂及制剂。截至 2023 年底，公司产品超过 70 个，取得了包括美国 FDA，欧盟 EUGMP，日本 PMDA，巴西 ANVISA 等在内的国际药品规范市场认证，产品销往全球 6 大洲、115 个国家及地区，销售客户 3,000 余家，包括拜耳、礼来、雅培、诺华等全球知名的制药企业。其中，销售收入超过 5,000 万元的产品 17 个，超过 1 亿元的产品 12 个，共有 33 个医药原料药产品、16 个动保原料药产品在国内注册获批，在 EDQM 注册获批 13 个产品 CEP 证书。

10 余个产品市占率较高。医药原料药和制剂领域的主要产品包括阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等大单品系列，市占率领先；关键医药中间体领域的主要产品为硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等，公司是国内产能最大的企业之一，市场竞争力明显；动物保健品领域的主

要产品为氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等，品牌优势明显。

图表3：公司主要产品情况

细分行业	主要治疗领域	药品名称	适应症和功能主治
医药原料药	抗感染药物	阿奇霉素	大环内脂类抗生素，用于敏感细菌引起的各种感染
	抗感染药物	克拉霉素	大环内酯类抗生素，用于克拉霉素敏感菌所引起的感染
	抗感染药物	罗红霉素	大环内酯类抗生素，用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎等，敏感细菌引起的皮肤软组织感染
	抗感染药物	盐酸环丙沙星	喹诺酮类抗菌药，用于敏感菌引起的泌尿生殖系统感染等
医药中间体	还原剂	硼氢化钠	水溶性还原剂
	还原剂	硼氢化钾	水溶性还原剂，较硼氢化钠更为温和和稳定常用于制药、纸浆漂白、贵金属的回收等
	侧链	环丙胺	合成喹诺酮类原料药的中间体，同时可用于合成农药，植物保护剂、除草剂中间体
动保原料药	抗感染药物	氟苯尼考	酰胺醇类抗生素药物，用于敏感菌所致的猪、鸡、鱼的细菌性疾病
	抗感染药物	强力霉素	四环素类广谱抗生素，用于革兰氏阳性菌、阴性菌和支原体等引起的感染
	抗感染药物	(盐酸)恩诺沙星	喹诺酮类抗菌药，用于治疗禽类细菌性呼吸道疾病、消化道疾病、泌尿生殖系统、皮肤病、各种支原体感染

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司共有 3 大产业基地，5 个生产主体。公司共有上虞基地、山东基地和新昌基地 3 大产业基地，生产与经营用地达 2,500 余亩，共有员工 4,000 余人。上虞基地的生产主体为浙江国邦，主要生产医药原料药，其子公司浙江东盈主要生产头孢类原料药；山东基地的生产主体为山东国邦，主要生产医药中间体、动保原料药；新昌基地的生产主体为中同药业、和宝生物，其中中同药业主要生产医药制剂，和宝生物主要生产兽药固体制剂、饲料添加剂。

图表4：公司主要生产基地

生产基地	生产主体	生产产品	定位
上虞基地	浙江国邦	医药原料药	在巩固喹诺酮类、大环内酯类医药原料药优势的基础上，积极拓展特色头孢产品系列和医药 CDMO 业务，并在上虞国邦健康产业园研究规划功能性分子食品产业。
	浙江东盈	头孢类原料药	
山东基地	山东国邦	医药中间体 动保原料药	主要围绕动保原料药和关键医药中间体发展。
新昌基地	中同药业	医药制剂	围绕核心的医药产品，积极发展医药制剂 CMO 出口业务，围绕动保原料药发展兽药制剂赋型业务。
	和宝生物	兽药固体制剂 饲料添加剂	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

募投项目建成投产，产能进一步扩充。近年，公司持续推进包括募投项目在内的重点项目建设，公司固定资产由 2019 年的 11.78 亿元快速增长至 2023 年的 36.93 亿元，总规模扩张超 3 倍。截至 2024 年 3 月底，公司募投项目等重点项目已陆续结项，主要产品产能得到进一步扩充，克拉霉素产能提升至 1,000t/a，硼氢化钠固体产能提升至 4,000t/a，液体产能提升至 100,000t/a，氟苯尼考产能提升至 4,000t/a，强力霉素产能提升至 2,000t/a。

图表5：公司固定资产与在建工程情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司主要产品的产能情况 (t/a)

产品领域	产品名称	2020年产能	2024年3月产能	未来扩充产能
医药原料药	克拉霉素	700	1000	
	阿奇霉素	750	750	
	罗红霉素	400	400	
	环丙沙星	2000	2000	
关键中间体	硼氢化钠	3300	4000 固体 10 万液体	6000 固体 4 万液体
	硼氢化钾	3000	3000	
	环丙胺	2000	2000	
动保原料药	氟苯尼考	2000	4000	
	恩诺沙星	1400	1400	
	强力霉素	1000	2000	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 公司营收及利润承压，医药原料药业务占比提升

2023 年公司营收及利润承压。从收入端来看，公司营业收入由 2019 年的 38.02 亿元增长至

2023 年的 53.49 亿元，2019-2023 年复合增速为 8.91%，2023 年营业收入同比下滑 5.07%，2024 年 Q1 实现收入 13.39 亿元，同比下滑 5.07%；从利润端来看，公司归母净利润由 2019 年的 3.15 亿元增长至 2023 年的 6.12 亿元，2019-2023 年复合增速为 18.06%，期间波动较大，2021 年和 2023 年分别同比下滑 12.84%和 33.49%，2024 年 Q1 实现归母净利润 1.99 亿元，同比增长 2.11%。

图表7：公司历年营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

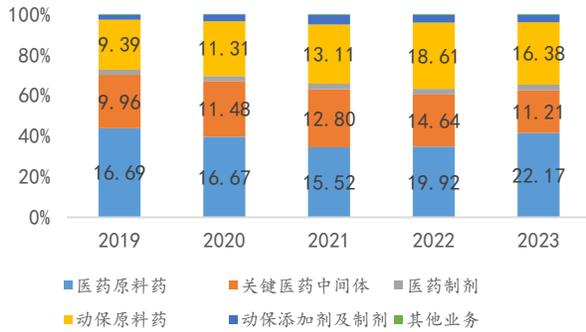
图表8：公司历年归母净利润及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

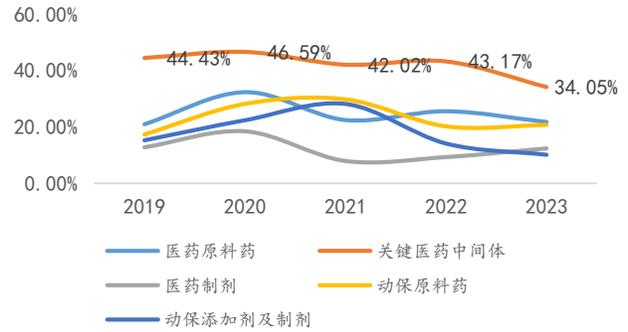
从营业收入构成来看，医药原料药、关键医药中间体、动保原料药业务销售收入占比较高。2023 年，医药原料药、关键医药中间体、动保原料药业务销售收入分别为 22.17 亿元、11.21 亿元、16.38 亿元，占总收入比重分别为 41.45%、20.96%和 30.62%，其中医药原料药业务占比同比提升 6.63pct。从增速来看，动保添加剂及制剂、动保原料药、医药制剂业务销售收入增速较快，2019 -2023 年复合增速分别为 20.21%、14.93%、11.88%。从毛利率来看，关键医药中间体、医药原料药、动保原料药业务毛利率较高，2023 年毛利率分别为 34.05%、21.68%和 20.68%。

图表9：公司营业收入构成（按业务划分）(亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：公司分业务毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

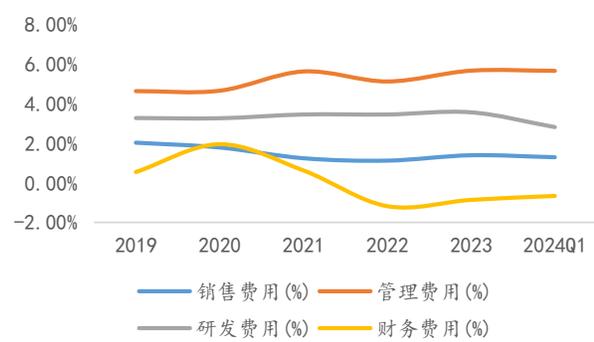
公司毛利率及净利率整体呈下降趋势，期间费用率基本保持稳定。公司毛利率及净利率呈下降趋势，毛利率由2019年的25.94%下降至2023年的23.41%，减少了2.53pct，其中，2020年毛利率提升明显，达34.49%，主要原因是原材料价格下降，同时产品市场价格上升，2024年Q1毛利率为27.43%，同比提升0.82pct；净利率由2019年的12.99%下降至2023年的11.40%，减少了1.59pct，其中，2020年净利率提升明显，达19.26%，2024年Q1净利率为14.83%，较上年同期提升1.00pct。公司期间费用率由2019年的10.46%小幅下降至2023年的9.75%，2024年Q1为9.09%，较上年同期减少0.62pct。

图表11：公司历年毛利率及净利率情况 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：公司历年期间费用率情况 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、医药板块：抗生素市场需求有望持续旺盛，中间体下游景气

度开始提升

(一)原料药：公司抗生素产品处于领先地位，市场需求有望持续旺盛

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，产品包括抗生素类、心血管系统类、呼吸系统类、泌尿系统类及抗肿瘤类药物，共有 33 个原料药产品在国内注册获批，主要产品包括阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等大单品系列，产能分别为 750t/a、1,000t/a、400t/a、2,000t/a。

图表13：公司主要原料药产品

抗生素类	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星、盐酸莫西沙星、头孢呋辛钠等
心血管系统类	利伐沙班、阿派沙班、甲苯磺酸艾多沙班、阿折地平等
呼吸系统类	福多司坦等
泌尿系统类	琥珀酸索利那新、盐酸西那卡塞、琥珀酸普芦卡必利等
抗肿瘤类	去氧氟尿苷等

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

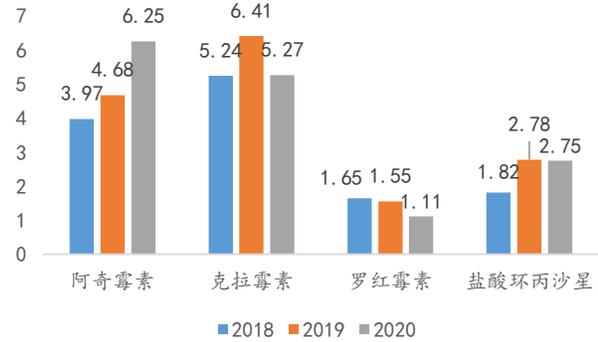
公司医药原料药业务销售收入呈增长趋势，4大品种贡献超90%。2018-2023年，医药原料药业务销售收入复合增速近10%，2023年达22.17亿元，占医药板块销售收入的63.62%。2018-2020年，阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星销售收入总计为12.69亿元、15.42亿元、15.39亿元，分别占原料药板块总收入的92%、92%、92%，其中，2020年4个产品的销售收入分别为6.25亿元、5.27亿元、1.11亿元、2.75亿元。

图表14：公司医药原料药业务销售收入及占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：公司主要医药原料药产品销售收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2017年-2019年，公司阿奇霉素、（盐酸、乳酸）环丙沙星、克拉霉素原料药出口量均占我国首位，在市场占据领先地位，且占比呈提升趋势。2019年，公司阿奇霉素、环丙沙星、克拉霉素原料药出口量分别为441.11吨、1029.14吨、379.01吨，约占总产能的59%、51%、54%，占中国总出口量比重分别为30%、43%、58%。

图表16：2017-2019年公司部分原料药产品出口量及占比

产品名称	年份	2017	2018	2019
阿奇霉素	出口量 (吨)	315.23	259.74	441.11
	占中国比重 (%)	23.36%	21.04%	29.67%
环丙沙星	出口量 (吨)	947.05	727.21	1029.14
	占中国比重 (%)	41.65%	37.41%	42.88%
克拉霉素	出口量 (吨)	335.98	342.57	379.01
	占中国比重 (%)	48.90%	53.24%	58.42%

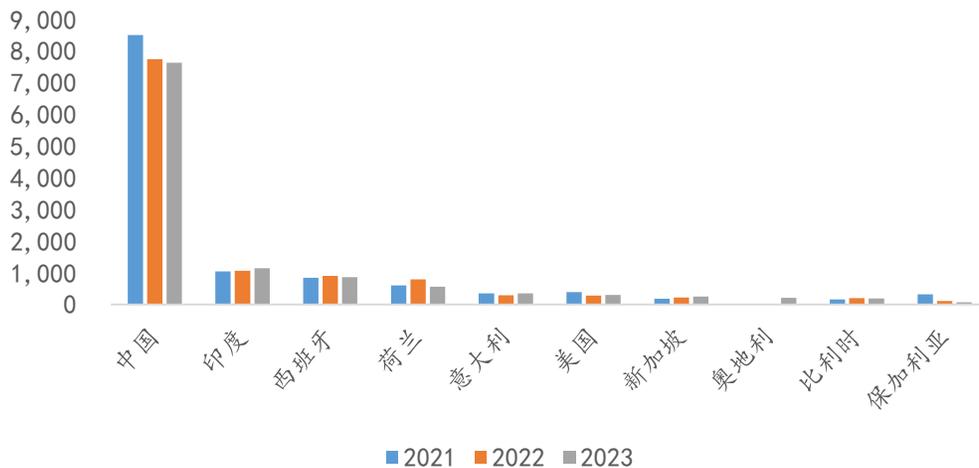
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2021-2023年，全球抗生素原料药出口量呈小幅下降趋势。当前抗生素原料药市场集中度较高，中国、印度、西班牙等是全球主要出口供应国，根据中国医药保健品进出口商会数据，2021-2023年，全球抗生素原料药的出口量分别为12.94万吨、12.15万吨、12.08万吨，整体呈小幅下降趋势，其中，中国抗生素出口量分别为8.50万吨、7.74万吨、7.63万吨，同样呈小幅下降趋势，分别占总出口量的65.65%、63.72%、63.10%，是抗生素原料药最大的出口国。

克拉霉素、罗红霉素、阿奇霉素同属治疗呼吸系统感染的基础用药，疫情期间一般流感发病

率下降进而需求有所降低，同时，受部分下游客户停产及物流等综合因素影响，全球抗生素原料药出口量有所下降。

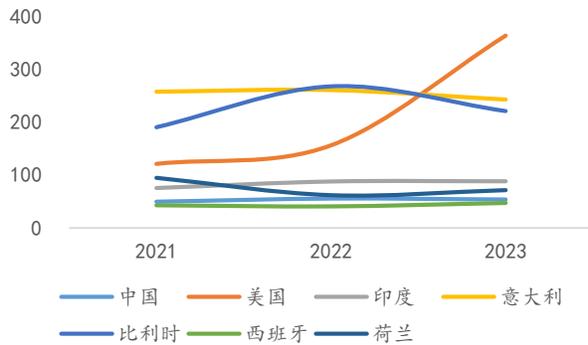
图表17：2021-2023 年全球抗菌素原料药出口量（十吨）



资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券整理

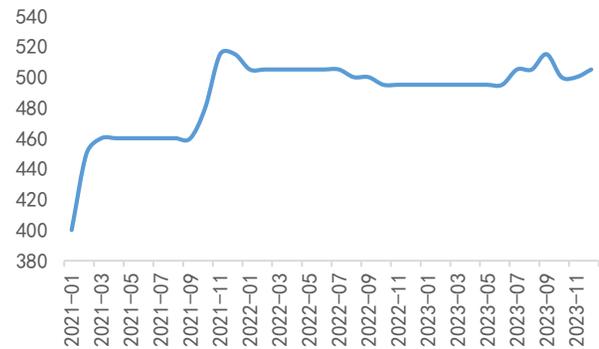
2021-2023 年，全球抗生素原料药出口均价持续提升。根据中国医药保健品进出口商会数据，2021-2023 年，全球抗生素原料药的出口均价分别为 63.66 美元/kg、69.07 美元/kg、74.62 美元/kg，呈持续提升趋势，或与上游原材料硫氰酸红霉素提价有关。其中，中国出口均价分别为 49.35 美元/kg、55.32 美元/kg、53.52 美元/kg，美国出口均价分别为 120.86 美元/kg、155.87 美元/kg、362.99 美元/kg，价格快速提升，中美价格差距主要因为出口产品差异较大。

图表18: 2021-2023 年全球抗菌素原料药出口均价 (美元/kg)



资料来源: 中国医药保健品进出口商会, 太平洋证券整理

图表19: 2021-2023 年硫氰酸红霉素市场价格 (元/kg)



资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

从供给端来看, 全球抗生素原料药市场集中度较高, 竞争格局较为稳定, 且公司以往主要产品的销售价格低于竞争对手印度的出口平均价格, 同时公司产能相对较大, 和硫氰酸红霉素供应商保持长期合作关系, 能够保障原料稳定供应以及价格上相对优惠, 因此公司具备产能及价格上的双重竞争优势。

图表20: 公司原料药销售价格与印度出口平均价格对比 (元/kg)

原料药类别	出口商	2017 年	2018 年	2019 年
阿奇霉素	印度平均出口价格	1,022.16	914.72	837.41
	公司销售价格	598.38	704.34	725.09
恩诺沙星	印度平均出口价格	173.79	169.54	177.43
	公司销售价格	133.67	169.22	172.63
盐酸环丙沙星	印度平均出口价格	171.36	201.76	204.13
	公司销售价格	136.78	171.64	163.03
克拉霉素	印度平均出口价格	1,473.99	1,460.59	1,506.63
	公司销售价格	1,045.46	1,068.99	1,156.55

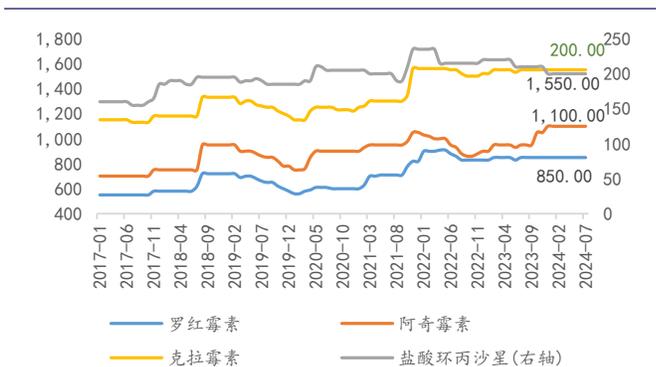
资料来源: 公司招股书, 太平洋证券整理

从需求端来看, 疫情放开后, 出口道路通畅, 且 2023 年 Q4 到 2024 年 H1, 呼吸道疾病在全球范围内大规模流行, 国内外抗生素需求旺盛, 预计主要抗生素产品需求有望恢复增长。同时, 公司持续进行全球注册, 积极拓展新客户新需求, 有望带来产品销量的提升。如, 2021 年, 盐酸环丙沙星通过 FDA 注册评审, 头孢丙烯完成 EDQM 注册并获得 CEP 证书; 2022 年, 盐酸莫西沙星完成 EDQM 注册并获得 CEP 证书, 阿奇霉素片在哥斯达黎加完成注册手续; 2023 年, 阿奇霉素完

成巴西 CADIFA 注册，克拉霉素片在哥斯达黎加、智利完成注册手续。

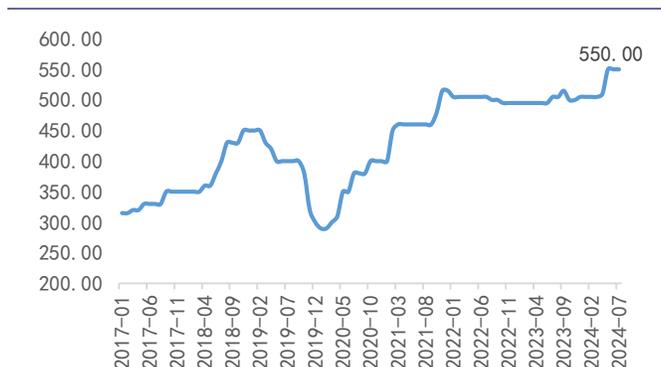
从价格来看，2024 年，罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素、盐酸环丙沙星价格平稳，分别维持在，850.00 元/kg、1,100.00 元/kg、1,550.00 元/kg、200.00 元/kg，且原材料硫氰酸红霉素价格维持高位，在供给格局相对稳定的情况下，判断产品价格波动幅度有望仍处于较低水平。

图表21：主要抗生素产品市场价格（元/kg）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表22：硫氰酸红霉素市场价格（元/kg）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

公司特色原料药产品储备丰富，有望成为业绩新增长点。公司已布局 30 余个特色原料药产品，包括维格列汀、利伐沙班、阿哌沙班、琥珀酸普芦卡必利等，产品注册及产能建设持续进行，截至 2024 年 3 月，琥珀酸索利那新和利伐沙班已经获得欧盟 CEP 证书，且多个产品在 CDE 登记转“A”，募投项目“特色原料药暨产业链完善项目”已投产，年产 50 吨特色原料药产能将伴随“专利悬崖”陆续释放，有望成为公司业绩新增长点。

图表23：公司部分特色原料药审批通过及获得批文情况

产品名称	登记号/认证批文	审批通过时间/批准时间
维格列汀	Y20190021216	2021年
利伐沙班	Y20190001033	2021年
琥珀酸普芦卡必利	Y20190021484	2021年
琥珀酸索利那新	Y20200001348	2022年
盐酸西那卡塞	Y20210000589	2022年
阿哌沙班	Y20210000377	2023年
琥珀酸索利那新	浙 2022 第 0120 号 GMP 证书	2022年12月
琥珀酸索利那新	欧盟 CEP	2022年1月
利伐沙班	欧盟 CEP	2023年6月

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）中间体：下游景气度开始提升，市场需求有望恢复增长

公司是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一。在关键医药中间体领域，公司掌握工程化技术和先进的环保处理技术，主要生产还原剂系列和高级胺系列产品，为医药、动保、农药等行业提供高品质的硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产品，产能分别为4,000t/a 固体+100,000t/a 液体、3,000t/a、2,000t/a，是国内产能最大的企业之一。

2023年，受下游需求不振及新冠高基数影响，公司关键医药中间体业务销售收入出现下滑。2018-2022年，医药原料药业务销售收入复合增速近11%，2023年全球进入去库存周期，下游需求不振，精细化学品领域景气度较低，同时2022年受新冠药物影响销售基数较高，因此，2023年公司销售收入为11.21亿元，同比下滑23.43%，占医药板块销售收入的32.17%。2018-2020年，硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺销售收入总计为7.46亿元、7.28亿元、8.67亿元，分别占关键医药中间体板块总收入的77%、73%、76%，其中，2020年3个产品的销售收入分别为4.10亿元、2.48亿元、2.09亿元。

图表24：公司关键医药中间体业务销售收入及占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

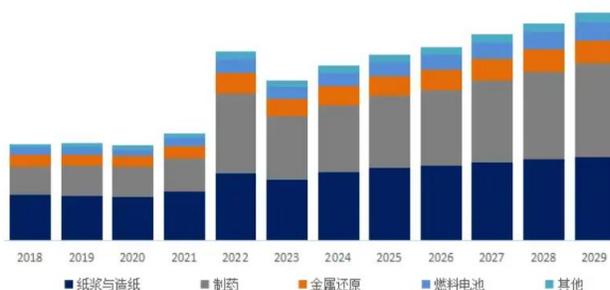
图表25：公司主要关键医药中间体产品销售收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

从供给端来看，硼氢化钠全球市场竞争格局集中，公司产能处于行业领先水平。硼氢化钠是最常用的还原剂之一，可以广泛应用于化学合成、有机合成、有机金属催化、氢化反应等各个领域，根据《全球硼氢化钠市场研究报告 2023-2029》，2022 年全球硼氢化钠市场规模达到历年最高的 2.4 亿美元，其中纸浆与造纸、制剂领域的需求较大，2023 年受下游需求不振及新冠高基数影响，市场规模有所下滑，预计到 2029 年将增长至 3.7 亿美元，期间复合增长率为 6.1%。硼氢化钠的全球市场竞争格局集中，国外主要生产企业为美国艾森瑟斯，国内主要生产企业为国邦医药、宁夏佰斯特、江苏宏梓，2022 年，国邦医药、美国艾森瑟斯、宁夏佰斯特约占全球 82% 的市场份额，产能分别为 4,000t/a、4,000t/a、2,000t/a。

图表26：硼氢化钠全球市场规模（亿美元）



资料来源：全球硼氢化钠市场研究报告 2023-2029，太平洋证券整理

图表27：主要生产企业的固体硼氢化钠产能

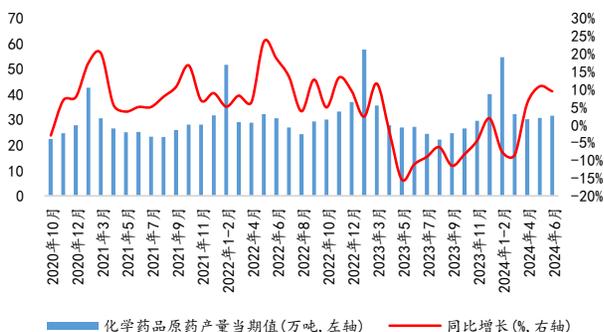
公司名称	产能 (t/a)
国邦医药	4,000 吨
美国艾森瑟斯	约 4,000 吨
宁夏佰斯特	2,000 吨
江苏宏梓	700 吨

资料来源：公司公告，各公司官网，太平洋证券整理

行业竞争对手出现安全环保事故有望引来竞争格局优化。2024年5月，江苏省南通市宏梓新能源科技有限公司发生1起爆燃事故，其700吨硼氢化钠及1000吨硼氢化钾产能或因此受到影响，若事故对其生产的影响持续，则竞争格局将有望暂时性优化。

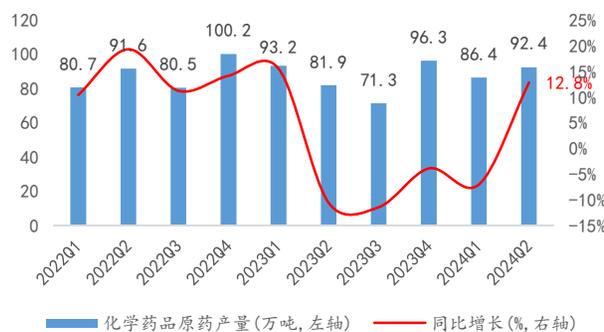
从需求端来看，随着全球去库存周期逐渐接近尾声，精细化学品领域景气度开始抬升，或带动硼氢化钠需求增长。以中国化学药品原料药为例，原料药产量自2024年4月开始，连续3个月同比实现正增长，2024年Q2，中国化学原料药产量为92.4万吨，同比增长12.8%。

图表28：中国化学药品原药产量（月度）



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

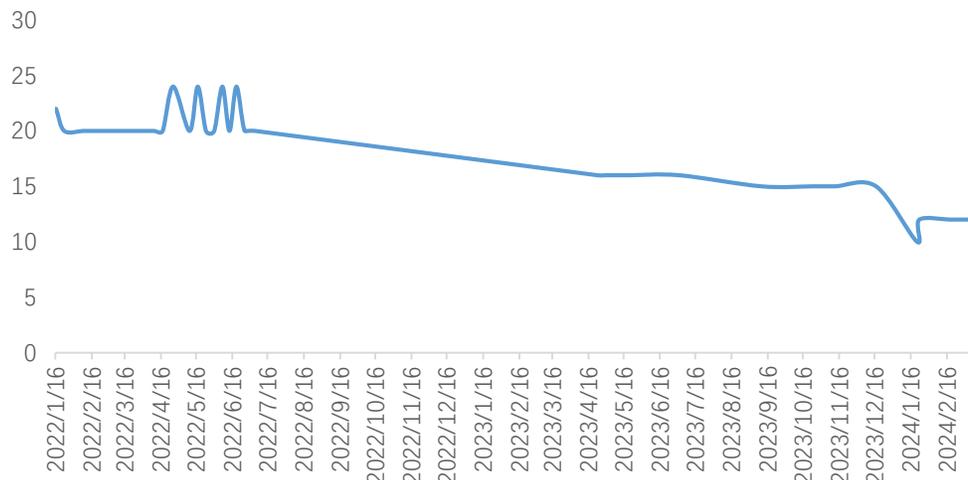
图表29：中国化学药品原药产量（季度）



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

从价格来看，预计价格继续下降的空间不大。根据生产厂家报价数据，2022年硼氢化钠报价最高达到24万元/吨，2023年，因需求不景气，硼氢化钠价格出现较大幅度下降，2023年末降至15万元/吨，相较此前高点下滑近38%，2024年报价下降至12万元/吨，并维持稳定。因此，在供给格局或出现暂时性优化，需求有望恢复增长的条件下，价格继续下降的空间不大，且一般情况下，还原剂占精细化学品生产成本的比例较低，下游客户对产品价格敏感度不高，若价格出现反弹，或弹性较大。

图表30：历年硼氢化钠厂家报价（万元/吨）



资料来源：Chemical Book，太平洋证券整理

三、 动保板块：行业处于周期底部，公司具备竞争优势

(一) 市场竞争加剧，公司动保业务承压

公司自成立至今，持续深耕动物保健领域，不断复制发展兽用抗生素类、抗虫杀虫药类动保原料药产品，并积极开展动保产品的制剂赋型研究，行业经验丰富。公司的主要产品氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等已经具有明显的品牌优势，其中氟苯尼考是目前常用的一种兽用抗生素，抗菌谱广，抑菌作用强，公司产能为 4,000t/a，强力霉素是一种长效、高效、广谱的半合成四环素类抗生素，一般与氟苯尼考等药物搭配使用，公司产能为 2,000t/a。同时，公司也是马波沙星、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，截至 2023 年底，共有 16 个动保原料药产品在国内注册获批。

2017 年-2019 年公司恩诺沙星原料药出口量占中国首位，2019 年氟苯尼考原料药出口量成为中国首位。2019 年，公司恩诺沙星、氟苯尼考、地克珠利、环丙氨嗪、马波沙星原料药出口量分别为 891.00 吨、457.28 吨、12.00 吨、54.55 吨、11.25 吨，分别占中国总出口量比重的 60%、22%、35%、13%、51%。

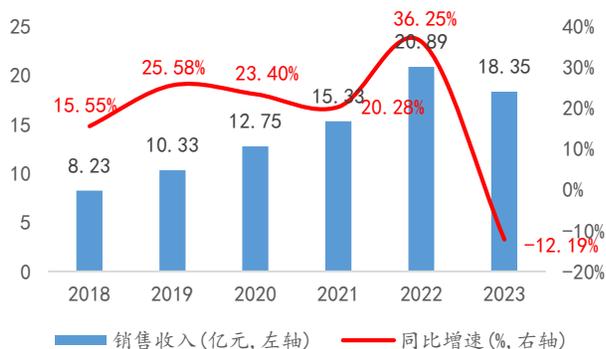
图表31：2017-2019 年公司部分动保原料药产品出口量及占比

产品名称	年度	2017	2018	2019
(盐酸)恩诺沙星	出口量(吨)	868.83	803.93	891.00
	占中国比重(%)	55.71%	59.08%	59.80%
氟苯尼考	出口量(吨)	252.06	327.63	457.28
	占中国比重(%)	12.24%	15.64%	21.87%
地克珠利	出口量(吨)	0.78	16.05	12.00
	占中国比重(%)	23.75%	39.76%	34.68%
环丙氨嗪	出口量(吨)	4.00	40.62	54.55
	占中国比重(%)	8.65%	12.61%	12.63%
马波沙星	出口量(吨)	14.38	12.07	11.25
	占中国比重(%)	58.64%	45.03%	50.62%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

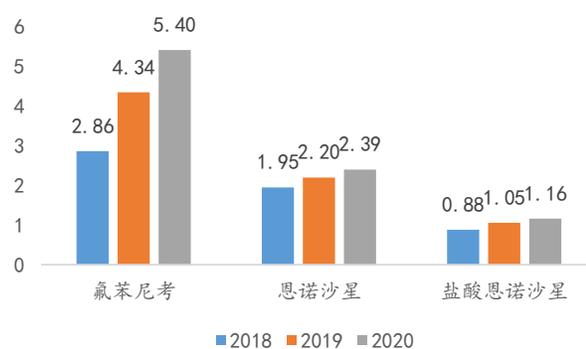
市场竞争加剧导致 2023 年动保业务承压。公司动物保健品业务销售收入由 2018 年的 8.23 亿元快速增长至 2022 年的 20.89 亿元，期间复合增速为 26.22%，2023 年，因市场竞争加剧，产品价格出现大幅下滑，公司销售收入下降至 18.35 亿元，同比下滑 12.19%。2018-2020 年，氟苯尼考、恩诺沙星、盐酸恩诺沙星销售收入总计为 5.69 亿元、7.59 亿元、8.96 亿元，分别占动物保健品业务总收入的 69%、73%、70%，其中，2020 年 3 个产品的销售收入分别为 5.40 亿元、2.39 亿元、1.16 亿元。

图表32：公司动物保健品业务销售收入及同比增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表33：公司主要关键医药中间体产品销售收入



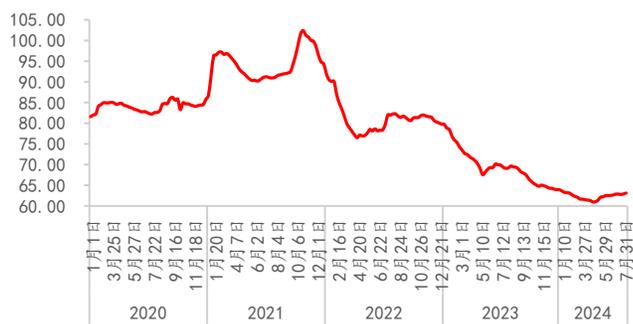
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 动保行业处周期底部，产能有望持续出清

动保行业处于周期底部，主要兽药原料药价格持续下跌。根据中国兽药饲料交易中心数据，

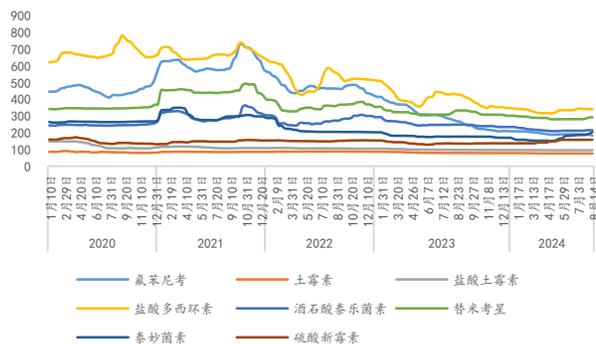
2022 年至今，兽药原料价格指数 (VPi) 大幅下跌，2024 年 4 月底达到近 5 年历史最低 61.02 点，相较 2021 年高点 102.41 下跌约 40%。8 个兽药原料药主流品种价格均出现不同程度的下跌，如当前氟苯尼考市场价格相较过去 5 年高点下滑 75%，盐酸多西环素下滑 56%，泰妙菌素下滑 42%，酒石酸泰乐菌素、替米考星下滑 41%，硫酸新霉素下滑 8%。

图表34：兽药原料价格指数 (VPi)



资料来源：中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

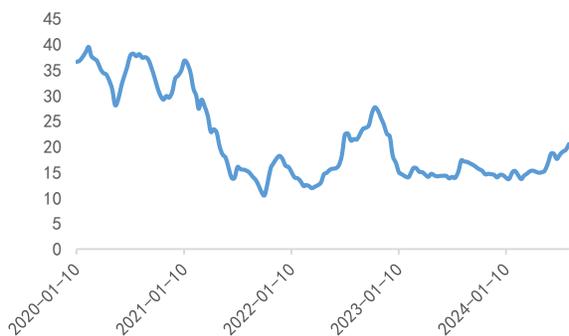
图表35：主要兽药原料药产品市场价格 (元/kg)



资料来源：中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

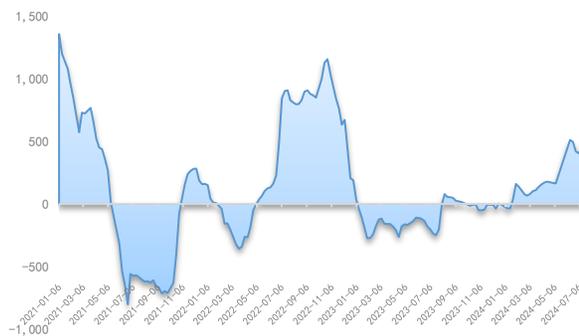
兽药原料药价格的大幅下滑主要原因是，供给端：①大中型兽药原料药企业产能持续扩充，供给过剩，以氟苯尼考为例，市场总需求约 7000-8000 吨，而当前中国总产能或达 1.8 万吨，远超市场需求；②氟苯尼考上游原料 D-乙酯生产工艺优化，生产成本大幅降低，兽药原料药生产企业存在利润下降空间；③当前行业竞争格局较为分散，部分企业通过维持低价推动行业出清。需求端：猪价处于历史较低水平，2023 年单头生猪预期盈利基本为负，下游养殖业持续亏损，对于兽药化药的需求以刚需为主，兽药原料药需求减少。

图表36：中国生猪价格(外三元) (元/kg)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

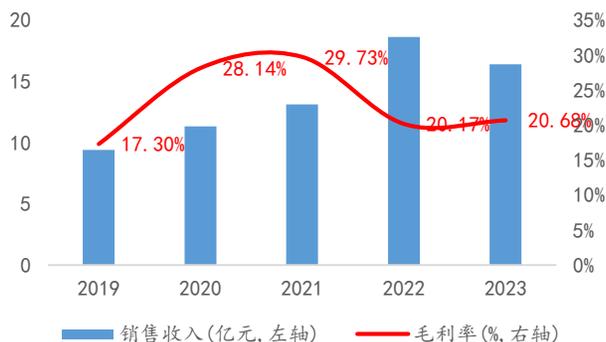
图表37：中国生猪养殖预期盈利 (元/头)



资料来源：国家发改委，太平洋证券整理

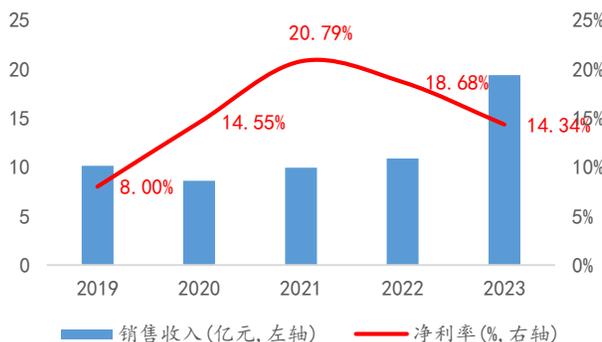
从供给端来看，在成本和利润的长期压力下，行业产能有望持续出清。主要兽药原料药产品价格持续下降至历史低点，主流生产企业毛利率及净利率出现大幅下滑，如国邦医药动保原料药业务的毛利率由2021年的29.73%下滑至2023年的20.68%，下滑了9.05pct，普洛康裕为普洛药业的子公司，主要生产兽药等产品，其净利率由2021年的20.79%下降至2023年的14.34%，下滑了6.45pct。由于主流生产企业利润率降至较低水平，判断产能低、效率低的中小企业利润率大概率低于主流企业，或已经出现亏损，在成本和利润的长期压力下，行业产能有望持续出清。

图表38：国邦医药动保原料药销售收入及毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表39：普洛康裕销售收入及净利率

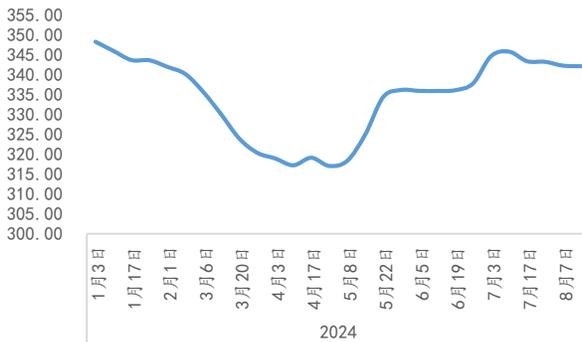


资料来源：普洛药业公司公告，太平洋证券整理

同时，竞争格局较好的产品开始出现价格反弹。根据中国兽药饲料交易中心数据，盐酸多西环素、泰妙菌素原料药市场价格在年内已经出现明显的触底反弹态势，盐酸多西环素市场价格由

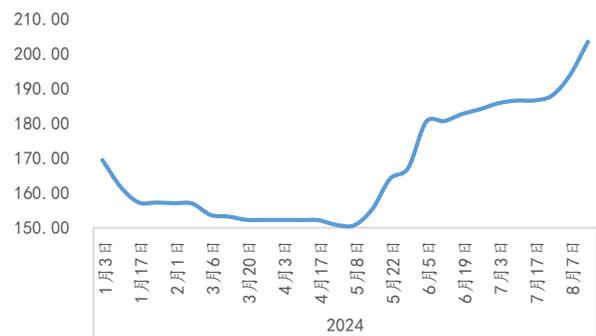
4月的低点 316.98 元/kg 上涨至 8 月的 341.98 元/kg，小幅上涨约 8%，泰妙菌素市场价格由 5 月的低点 150.67 元/kg 上涨至 8 月的 203.33 元/kg，反弹近 35%。这两个产品价格出现反弹或主要由于其市场竞争格局好于羧苯尼考等产品，主流厂商拥有定价权，在成本和利润压力下，挺价意愿强烈，通过停产限供，稳定并提升产品价格。

图表40：2024 年盐酸多西环素市场价格（元/kg）



资料来源：中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

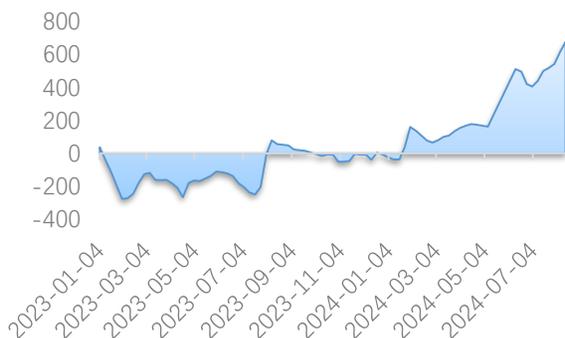
图表41：2024 年泰妙菌素市场价格（元/kg）



资料来源：中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

从需求端来看，养猪企业扭亏，养猪业有望持续高盈利，带动兽药原料药需求提升。根据国家发改委公布的中国生猪养殖盈利预期，单头生猪盈利自 2024 年 1 月起持续为正，盈利水平持续提升，2024 年 8 月 14 日，单头生猪盈利预期 678.61 元。且牧原股份等公司发布 2024 年半年度业绩预告，Q1 仍处亏损状态，但 Q2 强势扭亏，主要原因是生猪出栏量、生猪销售均价同比上升。

图表42：2023 中国生猪养殖预期盈利（元/头）



资料来源：国家发改委，太平洋证券整理

图表43：部分养猪企业 2024 半年报业绩预告情况

公司名称	2023H1 归母净利润	2024H1 归母净利润	同比变动
牧原股份	-27.79 亿元	9.0-11.0 亿元	125%-132%
温氏股份	-46.89 亿元	12.5-15.0 亿元	127%-132%
唐人神	-6.64 亿元	400-600 万元	101%
天康生物	-4.47 亿元	2.3-3.3 亿元	151%-174%

资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

(三) 公司动保产品种类丰富，竞争优势明显

公司动保业务产品种类丰富，具备明显的产品矩阵优势。公司产品除氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星外，还覆盖了马波沙星、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，并成为了市场主要供应商，在动保原料药领域品种布局齐全。在同行业竞争企业大多只涉及几个主要产品的情况下，公司已有 16 个动保原料药产品在国内注册获批，具备明显的产品矩阵优势。

公司产业链完整，一体化能力较强。公司关键中间体种类齐全，多个兽药原料药的关键中间体均为自产供应，如氟苯尼考的关键中间体 D-乙酯、硼氢化钠、对甲砒基苯甲醛、二氯乙腈，（盐酸）恩诺沙星的关键中间体 N-乙基哌嗪、环丙胺、氢钠等，目前公司是氟苯尼考国内产业链条最为齐全的生产商之一，覆盖了氟苯尼考生产环节中全部特征关键中间体，一体化能力较强。

图表44：公司主要兽药原料药产品的关键原料及供应情况

产品名称	关键原料	供应情况
氟苯尼考	D-乙酯	自产
	硼氢化钠	自产
	对甲砒基苯甲醛	外购，募投自产
	二氯乙腈	外购，募投自产
(盐酸) 恩诺沙星	氟氯苯乙酮	外购
	N-乙基哌嗪	自产
	环丙胺	自产
	氢钠	自产
	甲苯	外购
	乙酯胺化物	外购
	环丙羧酸	自产
马波沙星	甲苯	外购
	甲基胍水溶液	外购
	N,N-二甲氨基丙烯酸乙酯	外购
	2,3,4,5-四氟苯甲酰氯	外购
	N-甲基哌嗪	自产
环丙氨嗪	三聚氯氰	外购
	环丙胺	自产

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

在主要兽药原料药产品上，公司占据领先地位，有望在行业出清背景下提升市占率。国内氟苯尼考原料药的主流生产企业除公司外还包括普洛康裕、康牧药业、引航生物，公司的产能规

模最大，为 4,000t/a，或具备一定程度的成本优势，同时，康牧药业和引航生物为非上市企业，主要销售兽药原料药及制剂；国内强力霉素原料药的主流生产企业除公司外还包括扬州联博、昆山华苏、河北久鹏，这 3 家企业均为非上市企业，体量较小，且产能规模较小。在兽药行业处于周期底部的背景下，上市公司的规模优势、完善的业务结构和相对稳定的需求或可为其提供较好的竞争优势，面对产能出清，行业整合及市占率有望持续提升。

图表45：氟苯尼考主要竞争企业产能情况 (t/a)

企业名称	产能
国邦医药	4,000
普洛康裕	2,000-3,000
康牧药业	3,000
引航生物	3,000

资料来源：公司公告，各公司官网，太平洋证券整理

图表46：强力霉素主要竞争企业产能情况 (t/a)

企业名称	产能
国邦医药	2,000
扬州联博	约 1,500
昆山华苏	约 600
河北久鹏	约 400

资料来源：公司公告，中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

四、盈利预测与估值

(一) 关键假设

按公司各类业务分别进行关键假设：

1) 医药原料药：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一，2023 年以来，国内外抗生素需求旺盛，公司持续进行全球注册，积极拓展新客户新需求，预计主要抗生素产品销量有望增长，同时公司特色原料药产品储备丰富，或成为业绩新增长点。预计公司医药原料药业务快速增长，2024-2026 年营业收入分别为 28.82 亿元，33.15 亿元，38.12 亿元，分别同比增长 30.00%，15.00%，15.00%，预计毛利率略有提升，2024-2026 年分别为 26.00%，26.00%，28.00%。

2) 关键医药中间体：公司是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，随着全球去库存周期逐渐接近尾声，精细化学品领域景气度开始抬升，有望带动硼氢化钠需求增长。预计 2024-2026 年营业收入分别为 12.89 亿元，14.83 亿元，17.05 亿元，分别同比增长 15.00%，15.00%，15.00%，预计毛利率分别为 36.00%，38.00%，38.00%。

3) 医药制剂：预计 2024-2026 年营业收入分别为 1.76 亿元，2.12 亿元，2.54 亿元，分别同比增长 20.00%，20.00%，20.00%，毛利率分别为 12.00%，12.00%，12.00%。

4) 动保原料药：当前动保行业处于周期底部，产能有望持续出清，公司产品种类丰富，具备明显的产品矩阵优势，产业链完整，一体化能力较强，在主要兽药原料药产品上，公司占据领先地位，有望在行业出清的背景下提升市占率。同时，养猪企业扭亏，有望带动兽药原料药需求提

升。预计 2024-2026 年动保原料药业务营业收入分别为 14.41 亿元，15.85 亿元，18.23 亿元，分别同比增长 50.00%，45.00%，30.00%，毛利率分别为 20.00%，22.00%，24.00%。

5) 动保添加剂及制剂：预计 2024-2026 年营业收入分别为 1.81 亿元，1.90 亿元，2.00 亿元，分别同比增长-8.00%，5.00%，5.00%，毛利率分别为 10.00%，15.00%，15.00%。

6) 期间费用率：①销售费用率：随着公司营业收入持续增长，预计销售费用率呈下降趋势，2024-2026 年销售费用率分别为 1.35%，1.33%，1.32%；②财务费用率：预计 2024-2026 年分别为 -0.66%，-0.43%，-0.08%；③管理费用率：随着公司收入规模的提升，预计管理费用率呈下降趋势，2024-2026 年分别为 5.60%，5.60%，5.40%；④研发费用率：预计公司 2024-2026 年研发费用率分别为 3.50%，3.50%，3.50%。

(二) 收入拆分与盈利预测

截止至 2024 年 8 月 26 日，公司的收盘价为 16.61 元，总市值为 92.82 亿元，我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 60.01 亿元、68.17 亿元和 78.28 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 8.33 亿元、10.00 亿元和 12.00 亿元，对应的 2024-2026 年 EPS 分别为 1.49 元/股、1.79 元/股和 2.15 元/股，市盈率分别为 11 倍、9 倍和 8 倍。

图表47：公司收入及毛利率拆分

项目/年度	2023A			2024E			2025E			2026E		
	单位：亿元	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率	营收	YoY
医药原料药	22.17	11.30%	21.68%	28.82	30.00%	26.00%	33.15	15.00%	26.00%	38.12	15.00%	28.00%
关键医药中间体	11.21	-23.45%	34.05%	12.89	15.00%	36.00%	14.83	15.00%	38.00%	17.05	15.00%	38.00%
医药制剂	1.47	-6.80%	12.30%	1.76	20.00%	12.00%	2.12	20.00%	12.00%	2.54	20.00%	12.00%
动保原料药	16.38	-11.90%	20.68%	14.41	-12.00%	20.00%	15.85	10.00%	22.00%	18.23	15.00%	24.00%
动保添加剂及制剂	1.97	-13.79%	10.05%	1.81	-8.00%	10.00%	1.90	5.00%	15.00%	2.00	5.00%	15.00%
其他	0.29	70.11%	45.00%	0.31	5.00%	86.00%	0.33	5.00%	86.00%	0.34	5.00%	86.00%
总计	53.49	-6.49%	23.41%	60.01	12.19%	26.12%	68.17	13.59%	27.22%	78.28	14.83%	28.65%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表48：盈利预测表

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
单位：百万元				
营业收入	5,349	6,001	6,817	7,828
增长率 (%)	-6.49%	12.19%	13.59%	14.83%
归母净利润	612	833	1,000	1,200
增长率 (%)	-33.49%	36.01%	20.05%	20.00%
EPS (元/股)	1.10	1.49	1.79	2.15
市盈率 (P/E)	15.10	11.14	9.28	7.74
市净率 (P/B)	1.25	1.16	1.07	0.97

资料来源：携宁，太平洋证券整理

(三) PE 估值及投资建议

选取行业中与国邦医药业务最为相近的华海药业、普洛药业、仙琚制药三家公司，2024-2026年三家公司的平均 PE 分别为 17 倍, 14 倍, 11 倍。考虑到公司主要产品市占率较高，产业链完备，未来有望实现 30 个规模化产品全球领先、80 个产品常规化生产、具备 120 个产品生产能力，公司收入及利润有望保持快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605116	华海药业	17.02	249.64	0.56	0.89	1.09	1.35	26.19	19.19	15.59	12.61
300636	普洛药业	14.88	174.00	0.90	1.01	1.20	1.42	17.19	14.62	12.40	10.47
000739	仙琚制药	11.57	114.45	0.57	0.68	0.83	1.02	22.43	16.94	13.86	11.35
可比公司平均		14.49	179.36	0.68	0.86	1.04	1.26	21.94	16.92	13.95	11.48
603229	国邦医药	16.61	92.82	1.10	1.49	1.79	2.15	15.10	11.14	9.28	7.74

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：股价为 2024 年 8 月 26 日收盘价，国邦医药来自太平洋研究院预测，其余数据来自 IFIND 一致

五、 风险提示

1) **行业政策风险**：医药行业受国家及行业政策变化的影响较大，相关政策法规体系的进一步修订和完善可能不同程度地对公司研发、生产和销售产生影响。同时，国家的环保政策日益趋严，

随着政策的不断推出，公司可能面临环保不达标风险。

2) 市场竞争加剧风险：近年来，国外愈发重视原料药的生产，以减轻对我国原料药的依赖，未来有可能挤压国内原料药的发展空间，公司部分产品当前竞争格局较好，可能存在竞争加剧的情况。

3) 产品价格下滑风险：公司关键医药中间体及动保原料药产品价格下滑直接影响了收入及利润，如果未来价格继续下滑，会在一定程度上影响公司的盈利水平。

4) 外汇汇率波动风险：公司产品销往全球6大洲共计115个国家及地区，公司与国外客户交易时多以外币作为结算工具，贸易摩擦以及国际经济形势的不稳定性带来的贸易障碍以及汇率波动，均会对公司销售收入和盈利能力带来一定影响。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,974	2,094	2,581	3,636	4,886
应收和预付款项	707	1,009	1,032	1,096	1,345
存货	1,409	1,369	1,391	1,471	1,642
其他流动资产	1,040	972	711	724	802
流动资产合计	5,129	5,443	5,715	6,927	8,674
长期股权投资	101	101	101	101	101
投资性房地产	79	76	74	71	68
固定资产	2,409	3,693	3,522	3,267	2,967
在建工程	875	637	481	371	295
无形资产开发支出	370	359	359	358	357
长期待摊费用	9	8	8	8	8
其他非流动资产	5,199	5,488	5,773	6,984	8,731
资产总计	9,043	10,362	10,317	11,161	12,527
短期借款	656	483	383	283	333
应付和预收款项	974	1,715	1,337	1,579	1,933
长期借款	0	452	302	252	302
其他负债	259	275	320	344	383
负债合计	1,889	2,924	2,341	2,458	2,951
股本	559	559	559	559	559
资本公积	3,607	3,607	3,607	3,607	3,607
留存收益	2,989	3,266	3,879	4,606	5,480
归母公司股东权益	7,155	7,432	7,970	8,698	9,572
少数股东权益	-1	5	5	5	5
股东权益合计	7,155	7,437	7,975	8,703	9,576
负债和股东权益	9,043	10,362	10,317	11,161	12,527

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,017	517	1,064	1,524	1,543
投资性现金流	-412	-361	0	-22	-44
融资性现金流	367	-46	-583	-446	-249
现金增加额	1,007	120	487	1,056	1,249

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,721	5,349	6,001	6,817	7,828
营业成本	4,145	4,097	4,434	4,961	5,585
营业税金及附加	33	36	34	48	59
销售费用	64	74	81	91	103
管理费用	293	303	336	382	423
财务费用	-68	-46	-40	-29	-7
资产减值损失	-28	-31	-25	-20	-20
投资收益	20	13	18	20	8
公允价值变动	5	10	0	0	0
营业利润	1,053	702	957	1,146	1,391
其他非经营损益	-17	-5	-5	-3	-12
利润总额	1,036	698	952	1,143	1,379
所得税	115	88	119	143	179
净利润	921	610	833	1,000	1,200
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归母股东净利润	921	612	833	1,000	1,200

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	27.55%	23.41%	26.12%	27.22%	28.65%
销售净利率	16.10%	11.45%	13.88%	14.67%	15.33%
销售收入增长率	26.98%	-6.49%	12.19%	13.59%	14.83%
EBIT 增长率	16.32%	-34.18%	44.20%	22.07%	23.28%
净利润增长率	30.43%	-33.49%	36.01%	20.05%	20.00%
ROE	12.87%	8.24%	10.45%	11.50%	12.54%
ROA	10.18%	5.91%	8.07%	8.96%	9.58%
ROIC	10.94%	6.58%	9.18%	10.51%	11.66%
EPS (X)	1.65	1.10	1.49	1.79	2.15
PE (X)	10.07	15.10	11.14	9.28	7.74
PB (X)	1.30	1.25	1.16	1.07	0.97
PS (X)	1.62	1.74	1.55	1.36	1.19
EV/EBITDA (X)	6.51	8.54	5.49	3.95	2.75

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。