

国邦医药 (605507)

证券研究报告
2024年10月14日

医药板块稳定增长，动保业务弹性可观

摘要：

国邦药业以医药化工技术为核心，以“一个体系，两个平台”为基础，从事动保原料药和关键医药中间体的研发、生产和经营。其主导产品硼氢化钠、硼氢化钾、氟苯尼考等产销量均位居全球前列，销售网络遍及全国各地及美国和欧洲各国市场，具有较强的竞争能力。

中间体板块：生产壁垒较高，拥有稳定市场地位

公司关键医药中间体板块产品生产对工艺、安全、环保等具有较高要求，公司作为国内少数能够大规模生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品的企业，占有较高的市场份额，在产业链中具有较高影响力和稳定的市场地位。2022年国邦医药全球市占率约45.2%，是全球最大的硼氢化钠生产商。

原料药板块：大环内酯类需求旺盛，特色原料药板块增长快速

公司是全球大环内酯类主要供应商之一，阿奇霉素、克拉霉素60%以上为出口。阿奇霉素、克拉霉素上游硫红供应格局稳定，国邦医药作为市场上主要购买方，在供应及价格上拥有相对优势。我们认为随着公司新建产能落地，叠加供需端各类积极因素，公司大环内酯类原料药板块收入有望保持稳定增长；2024H1公司成立独立的特色原料药板块经营管理团队，统筹研发、注册、生产、市场等资源，有效提升了特色原料药业务的经营效率，主要产品如莫西沙星、泰拉霉素、维格列汀都有显著增长。

动保板块：竞争格局激烈，业绩弹性空间大

公司在动保原料药领域品种布局齐全、广泛，目前共有16个动保原料药产品在国内获批，具备较强的综合竞争力。截至2024年9月25日，氟苯尼考市场均价为180元/千克，环比上涨1.12%。考虑到公司氟苯尼考产能持续爬坡，价格已经触底，有望在行业出清结束后为公司业绩提供可观弹性。

盈利预测与估值

考虑到：(1) 中间体板块：公司是国内少数能够大规模生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品的企业，公司有望保持稳定增长；(2) 医药原料药：大环内酯类原料药保持旺盛需求，特色原料药有望保持快速增长趋势；(3) 动保板块：依靠产品矩阵协同及氟苯尼考业绩弹性，有望实现快速增长。

我们预计公司2024-2026年营业收入为58.20/67.09/76.94亿元，同比增长8.79%/15.27%/14.69%；归母净利润为8.03/9.86/11.70亿元。给予公司2025年15倍PE，目标价26.47元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险、产品质量控制风险、主要原材料价格波动风险、外汇汇率波动风险、产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	20.15元
目标价格	26.47元

基本数据

A股总股本(百万股)	558.82
流通A股股本(百万股)	301.72
A股总市值(百万元)	11,260.29
流通A股市值(百万元)	6,079.70
每股净资产(元)	13.55
资产负债率(%)	24.89
一年内最高/最低(元)	23.09/13.01

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,720.92	5,349.45	5,819.69	6,708.59	7,694.41
增长率(%)	26.98	(6.49)	8.79	15.27	14.69
EBITDA(百万元)	1,497.70	1,215.00	1,270.74	1,483.22	1,697.32
归属母公司净利润(百万元)	920.90	612.46	803.37	986.19	1,169.78
增长率(%)	30.43	(33.49)	31.17	22.76	18.62
EPS(元/股)	1.65	1.10	1.44	1.76	2.09
市盈率(P/E)	12.23	18.39	14.02	11.42	9.63
市净率(P/B)	1.57	1.52	1.41	1.30	1.18
市销率(P/S)	1.97	2.10	1.93	1.68	1.46
EV/EBITDA	8.34	6.66	7.36	5.39	4.45

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 全球医药原料药及关键中间体龙头，业绩持续稳定增长.....	4
1.1. 以“一个体系，两个平台”为基础，具有较强竞争能力.....	4
1.2. 主导产品产销量稳步提升，费用端表现良好.....	5
2. 中间体板块：生产壁垒较高，拥有稳定市场地位.....	7
2.1. 高性价比工业还原剂，适用范围广阔.....	7
2.2. 寡头垄断，国邦医药为行业领导者.....	8
3. 原料药板块：大环内酯类需求旺盛，特色原料药板块增长快速.....	9
3.1. 大环内酯类：临床常用抗感染药物，竞争格局稳定.....	9
3.1.1. 需求端：疫后感染高发，整体需求有望保持旺盛.....	9
3.1.2. 供给端：上游硫红生产格局稳定，整体格局稳定.....	11
3.2. 特色原料药：充分发挥两个平台作用，有望维持较快增速.....	13
4. 动保板块：竞争格局激烈，业绩弹性空间大.....	14
4.1. 品种布局广泛，拥有协同矩阵.....	15
4.2. 氟苯尼考已处于底部，有望提供可观弹性.....	16
5. 盈利预测和估值.....	17
5.1. 盈利预测与关键假设.....	17
5.2. 估值与投资评级.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：国邦医药主营业务及主要产品.....	4
图 2：国邦医药“一个体系，两个平台”竞争优势.....	4
图 3：2019-2024H1 公司营业收入（亿元）及同比（%）.....	5
图 4：2019-2024H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）.....	5
图 5：2019-2024H1 公司毛利率及净利率（%）.....	6
图 6：2019-2023 年公司分板块收入（亿元）.....	6
图 7：2019-2023 年公司分板块毛利率（%）.....	6
图 8：2019-2024H1 公司各项费用率（%）.....	6
图 9：常用还原剂及其特点.....	7
图 10：硼氢化钠及硼氢化钾合成路线（国邦医药）.....	7
图 11：硼氢化钠应用范围.....	8
图 12：2022 年硼氢化钠全球竞争格局.....	8
图 13：2021-2024 年 2 月硼氢化钠厂家报价走势（元/公斤）.....	8
图 14：抗感染类药物分类.....	9
图 15：2021-2024 年 8 月中国大环内酯类原料药价格走势.....	11
图 16：公司阿奇霉素及克拉霉素生产工艺流程.....	11

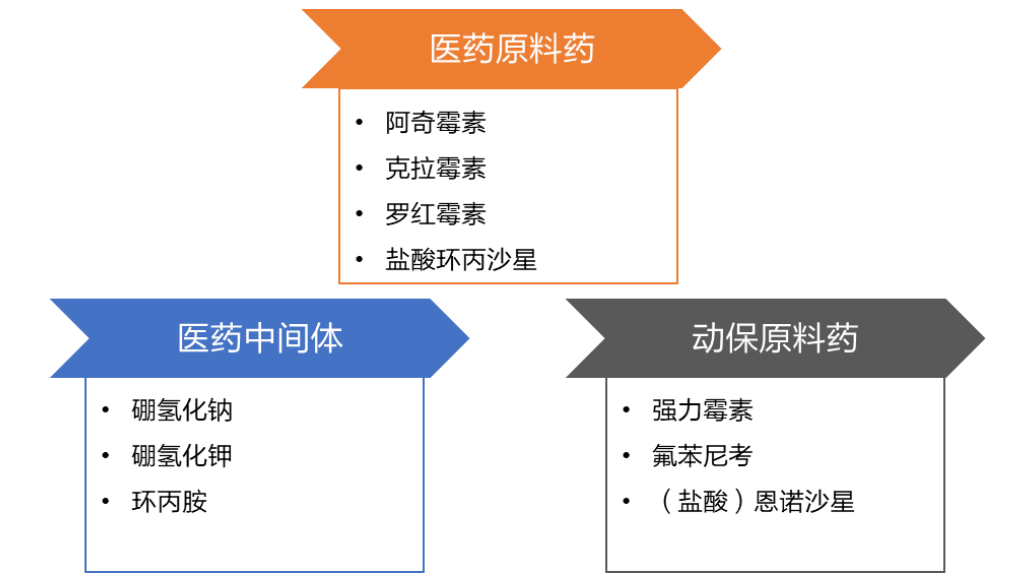
图 17: 2022 年中国硫氰酸红霉素产能分布格局.....	12
图 18: 2021-2024 年 8 月中国硫氰酸红霉素价格走势 (元/千克)	12
图 19: 2021-2024 年 8 月中国硫氰酸红霉素价格走势 (元/千克)	13
图 20: 动保行业分类	14
图 21: 2021-2024 年 9 月中国生猪养殖利润 (元/头)	16
图 22: 2021-2024 年 9 月中国蛋鸡养殖利润 (元/只)	16
图 23: 2021-2024 年 9 月氟苯尼考价格走势	17
表 1: 国邦医药发展历程.....	4
表 2: 员工持股计划的持有人名单及分配情况.....	5
表 3: 常见大环内酯类抗菌药抗菌谱.....	9
表 4: 大环内酯类在呼吸道感染中的应用.....	10
表 5: 国内阿奇霉素部分主要生产企业及产能.....	12
表 6: 国内克拉霉素主要生产企业及产能.....	13
表 7: 公司阿奇霉素及克拉霉素海外认证情况.....	13
表 8: 大宗原料药及特色原料药特点对比.....	14
表 9: 公司特色原料药暨产业链完善项目	14
表 10: 公司动保原料药主要产品布局	15
表 11: 公司主要动保板块产能.....	16
表 12: 国内主要氟苯尼考产能.....	16
表 13: 公司中间体、医药原料药及动保板块业绩预测	18
表 14: 可比公司估值	18

1. 全球医药原料药及关键中间体龙头，业绩持续稳定增长

1.1. 以“一个体系，两个平台”为基础，具有较强竞争能力

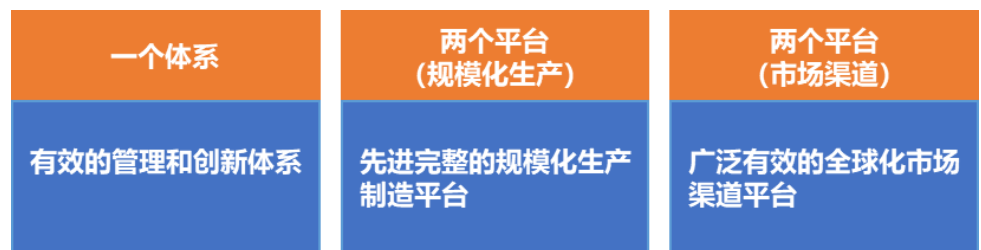
国邦药业以医药化工技术为核心，以“一个体系，两个平台”为基础，从事动保原料药和关键医药中间体的研发、生产和经营。其主导产品硼氢化钠、硼氢化钾、氟苯尼考等产销量均位居全球前列，销售网络遍及全国各地及美国和欧洲各国市场，具有较强的竞争能力。

图 1：国邦医药主营业务及主要产品



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：国邦医药“一个体系，两个平台”竞争优势



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

国邦医药于 1996 年成立，设立之初主要生产销售动物保健品，主要产品为饲料添加剂及动保制剂系列；为拓宽业务板块，2000 年底浙江国邦在浙江上虞杭州湾精细化工园区购置土地并动工兴建，陆续开始生产阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素等原料药；根据集团产业链拓展战略计划，2007 年初山东国邦动工兴建，陆续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，随着中同药业的成立，公司原料药业务延伸至下游制剂生产领域。

表 1：国邦医药发展历程

年份	事件
1996 年	成立浙江国邦饲料有限公司，主要生产、销售动物保健品
2000 年	成立浙江国邦应用化工有限公司，公司开始经营原料药业务
2007 年	成立山东国邦，完善关键医药中间体板块
2017 年	成立中同药业，业务延展至制剂领域。
2019 年	国邦医药化工集团有限公司正式更名为国邦医药集团股份有限公司。
2021 年	在上交所挂牌上市

2023 年 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

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

出台员工持股计划，激励业绩稳定增长。为了有效调动员工积极性、健全长期、有效激励与约束机制，确保公司健康、长期、稳定可持续发展，公司于 2024 年 6 月 28 日，推出《第一期员工持股计划（草案）》，范围包括高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干（不超过 260 人）在内。

持股计划初始拟筹集资金总额不超过 1.25 亿元，其中员工自筹资金不超过 12,500.00 万元，具。员工持股计划存续期为 24 个月，锁定期为 12 个月。

表 2：员工持股计划的持有人名单及分配情况

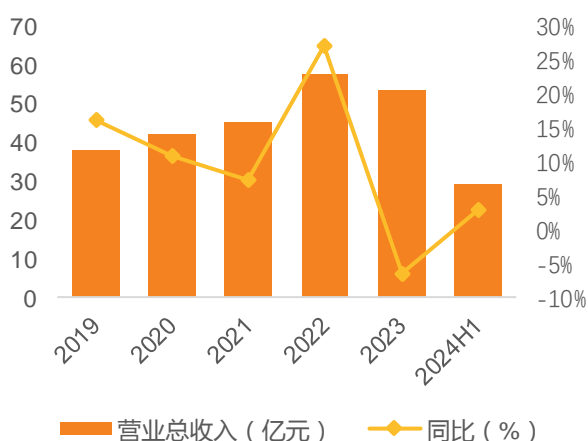
持有人	职务	认购份额（万份）	占本持股计划总份额的比例
邱家军	董事长	3,650.00	29.20%
廖仕学	董事、总裁		
竺亚庆	董事		
龚裕达	董事、财务总监、董秘		
姚礼高	董事、副总裁		
李琦斌	董事、副总裁		
吕方方	副总裁		
孟仲建	监事会主席		
刘萃萃	监事		
林志鸣	监事		
中层管理人员及核心技术（业务）骨干 （250 人）		8,850.00	70.80%
合计		12,500.00	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 主导产品产销量稳步提升，费用端表现良好

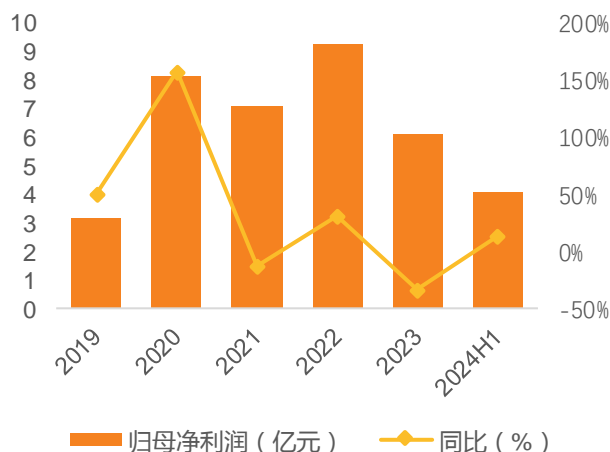
主导产品产销量稳步提升，利润表现优于收入。公司收入从 2019 年的 38.0 亿元增长至 2022 年的 57.2 亿元，期间 CAGR 达 14.59%，归母净利润同期从 3.1 亿元增长至 9.2 亿元，期间 CAGR 达 43.00%，利润端增速远高于收入端增速。2023 年公司营业收入同比下降 6.49%，归母净利润同比下降 33.49%，主要系公司主要产品价格较上年显著下降，毛利率降低所致。2024H1 公司主导产品产销量继续稳步提升，各业务板块保持了积极的发展势头，实现营业收入 28.92 亿元（yoy+2.94%），实现归母净利润 4.05 亿元（yoy+13.18%）。

图 3：2019-2024H1 公司营业收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

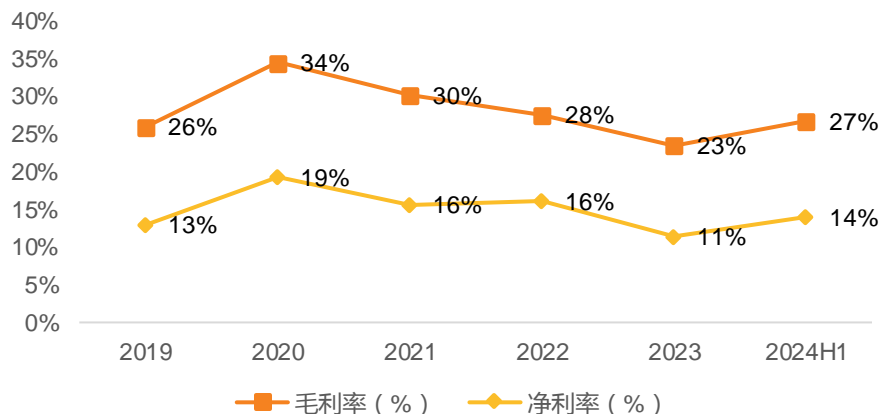
图 4：2019-2024H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司毛利率及净利率表现出色。2020 年公司毛利率及净利率最高分别达 34.5%及 19.3%，2023 年公司主要产品价格较上年显著下降，毛利率及净利率分别降至 5 年内最低的 23.4%及 11.4%。2024H1 公司利润率水平有所恢复，毛利率及净利率分别为 26.6%及 14.0%。我们认为，在毛利率出现明显波动的情况下，公司净利率表现始终维持在 10%以上，体现公司良好的管理水平及竞争能力。

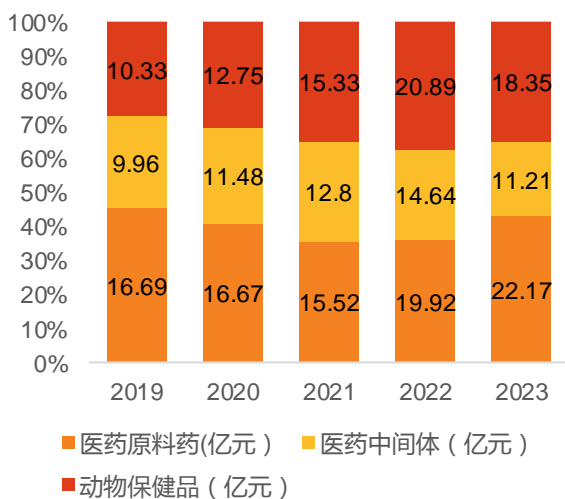
图 5：2019-2024H1 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

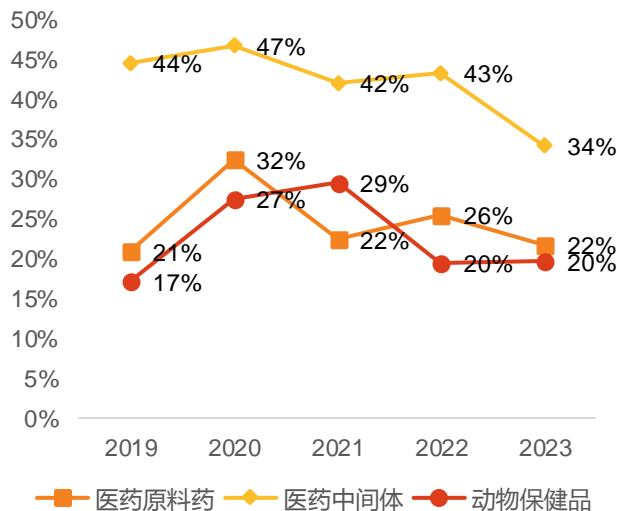
医药原料药、医药中间体及动保为公司主营业务，2024H1 毛利率已出现恢复趋势。医药原料药业务是公司占比最高的板块。毛利率方面，医药中间体 2023 年毛利率大幅度下滑，从 2022 年的 43%降至 34%，医药原料药毛利率从 26%降至 22%。考虑到 2024H1 公司整体毛利率已经出现恢复迹象，后续各板块毛利率有望保持稳定。

图 6：2019-2023 年公司分板块收入 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

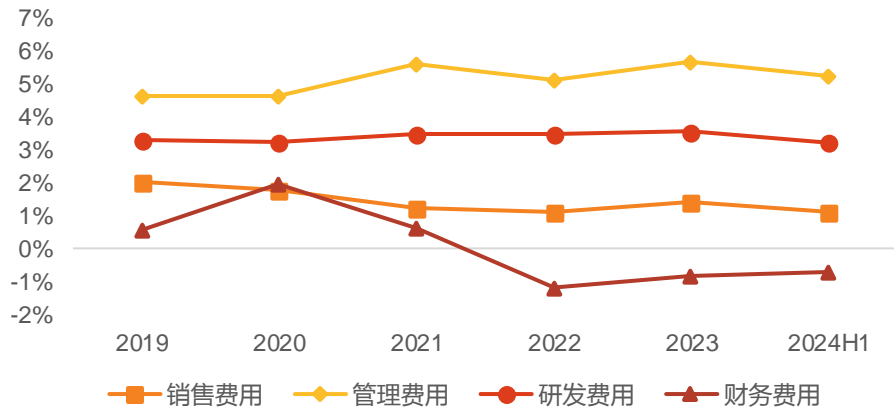
图 7：2019-2023 年公司分板块毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端保持稳定，体现良好管理能力及稳健经营风格。公司整体费用率从 2019 年的 10.5%降至 2023 年的 9.8%，费用端小幅优化，主要系财务费用从 2019 年的 0.5%降至 2023 年的 -0.9%。与以原料药及中间体为主业的同业相比，公司各项费用均处于领先地位，体现公司良好的管理能力及稳健的经营风格。

图 8：2019-2024H1 公司各项费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 中间体板块：生产壁垒较高，拥有稳定市场地位

公司关键医药中间体板块产品生产对工艺、安全、环保等具有较高要求，公司作为国内少数能够大规模生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品的企业，占有较高的市场份额，在产业链中具有较高影响力和稳定的市场地位。

2.1. 高性价比工业还原剂，适用范围广阔

常见的还原剂包括硼氢化钠、氢化铝锂、二异丁基氢化铝、氰基硼氢化钠等。其中硼氢化钠是最常用的还原剂，稳定的特性决定其适合在工业生产中大量使用；氢化铝锂还原性非常强，使用时需要注意。二异丁基氢化铝同样拥有较强的还原性，但反应步骤较多；氰基硼氢化钠还原性较弱。

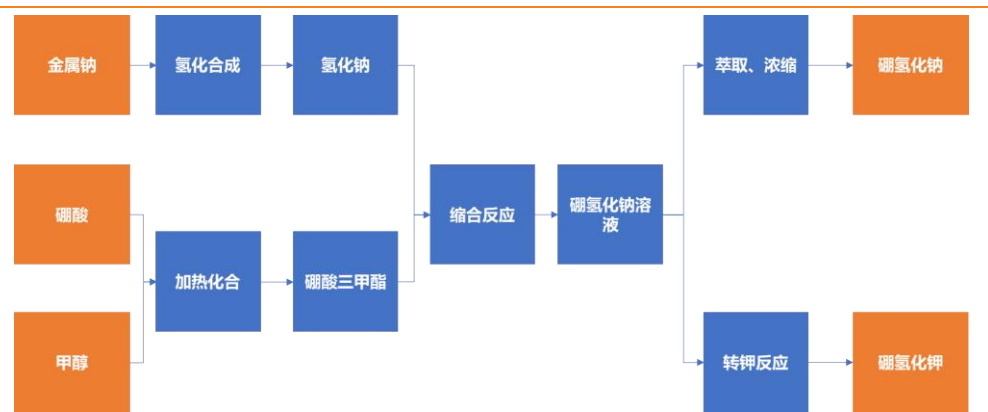
图 9：常用还原剂及其特点

硼氢化钠 NaBH ₄	氢化铝锂	二异丁基氢化铝	氰基硼氢化钠
最常用的一种还原剂，对水分稳定，空气中也能使用，最适合工业生产。	相当强的还原剂。由于反应剧烈和容易飞散，不可避免发生火灾。取用时要注意。	一般用两个摩尔当量以上的DIBAL先还原到醇之后，再氧化回到醛，要花去很多步骤，能作为一种非常强的还原剂使用。	比硼氢化钠的还原性要弱，但大约在pH3的酸性环境下也能保持稳定是它的一大特点。

资料来源: 前行化学网, 天风证券研究所

硼氢化钠技术壁垒高，短期内其他竞争者进入难度大。硼氢化钠产品具备非常高的技术壁垒和特殊性，短期内其他竞争者进入有难度。

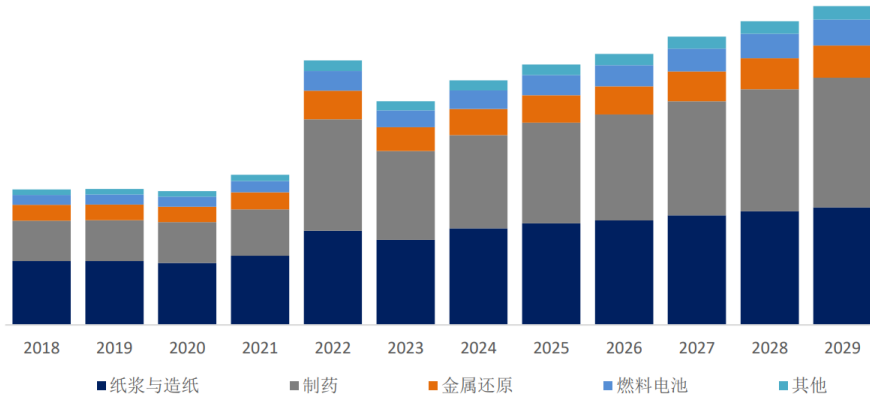
图 10：硼氢化钠及硼氢化钾合成路线（国邦医药）



资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

硼氢化钠性能稳定，适用范围广。硼氢化钠适用范围较广，通常用作醛类、酮类、酰氯类的还原剂，塑料工业的发泡剂，造纸漂白剂，以及医药工业制造双氢链霉素的氢化剂。QYResearch 数据显示，自 2022 年以来，硼氢化钠作为辉瑞新冠口服药 SM1 合成还原的优先试剂，带动制药端需求持续提升。

图 11：硼氢化钠应用范围

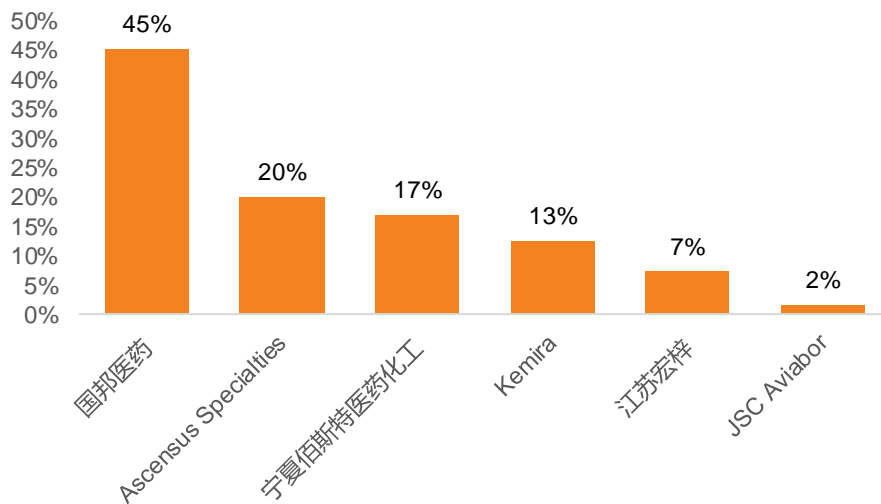


资料来源：QYResearch，天风证券研究所

2.2. 寡头垄断，国邦医药为行业领导者

根据 QYResearch 头部企业研究中心调研，全球范围内硼氢化钠生产商主要包括国邦医药集团、Ascensus Specialties、宁夏佰斯特医药化工、Kemira 等。2022 年国邦医药全球市占率约 45.2%，超过 Ascensus、宁夏佰斯特等竞争对手，是全球最大的硼氢化钠生产商。国内供应格局一直以国邦为主导，全球范围内 Ascensus 与国邦医药持续展开竞争。

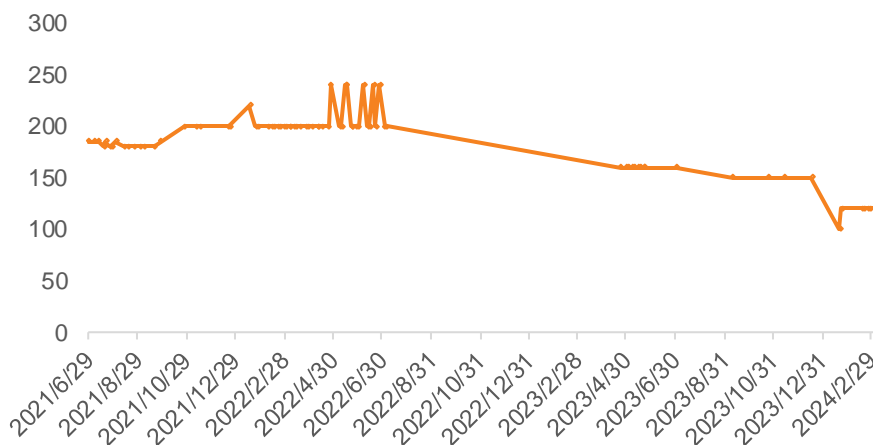
图 12：2022 年硼氢化钠全球竞争格局



资料来源：QYResearch，天风证券研究所

Chemical Book 数据显示，2021 年起硼氢化钠价格稳定在 180-200 元/公斤左右。随着硼氢化钠制药端需求上升，2022 年硼氢化钠价格突破 240 元/公斤。2023 年以来，硼氢化钠价格持续下降，2024 年 1 月价格最低至 100 元/公斤，随后稳定在 120 元/公斤左右。我们认为：(1) 供给端：硼氢化钠整体竞争格局稳定，国邦医药为全球最大供应商；(2) 需求端：硼氢化钠适用范围广，制药领域需求稳定上升；此外，硼氢化钠价格端仍处于相对低位，我们认为后续硼氢化钠整体价格有望保持稳定。

图 13：2021-2024 年 2 月硼氢化钠厂家报价走势 (元/公斤)

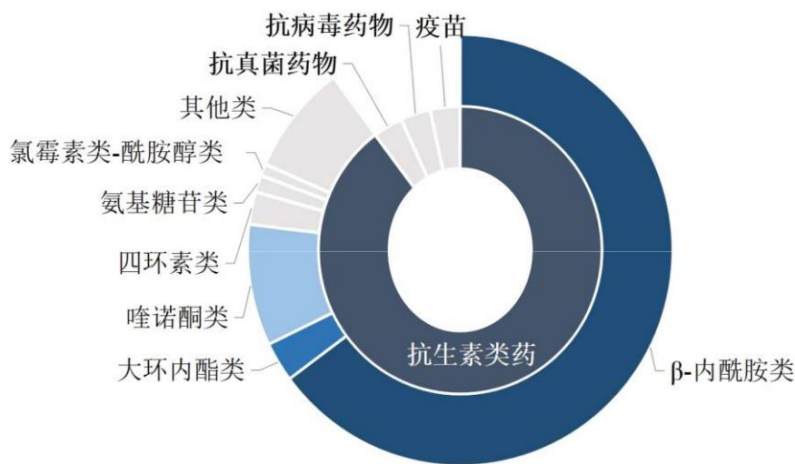


资料来源：Chemical Book，天风证券研究所

3. 原料药板块：大环内酯类需求旺盛，特色原料药板块增长快速

抗生素药属抗感染药物类别，占整个抗感染药物的 90%左右（2021 年数据）。抗生素是服务全人类的基础药物，用药需求的刚性强，受国家高度重视并严格规范，具有需求大、生产门槛高的特点。依据其化学结构及抑菌机理的不同，抗生素可分为 β 内酰胺类抗生素、氨基糖苷类抗生素、四环素类抗生素、喹诺酮类抗生素、酰胺醇类抗生素、大环内酯类抗生素等大类。

图 14：抗感染类药物分类



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3.1. 大环内酯类：临床常用抗感染药物，竞争格局稳定

3.1.1. 需求端：疫后感染高发，整体需求有望保持旺盛

大环内酯类（macrolides）系一类含有 14、15 和 16 元大环内酯环的具有抗菌作用的抗生素。其疗效肯定，无严重不良反应，常用做需氧 G+ 菌、G- 球菌和厌氧球菌等感染的首选药，以及对 β -内酰胺类抗生素过敏患者的替代品。

大环内酯类药物是临床上常用抗感染药物之一，由于其独特的药代动力学和安全性优势，即使在耐药情况下依然发挥一定的疗效。因此在临床上目前仍占据一定优势，尤其是对儿童肺炎支原体感染、百日咳鲍特菌感染；大环内酯类抗菌药物对军团菌属、非结核型分枝杆菌等病原菌依然具有较高敏感性；同时必须提及其显示出良好的抗炎、调节气道分泌、免疫调节等抗菌外作用，在部分呼吸道疾病治疗中具有潜在不可替代的作用。

表 3：常见大环内酯类抗菌药抗菌谱

病原菌		红霉素	阿奇霉素	克拉霉素
需氧革兰阳性球菌	耐甲氧西林金黄色葡萄球菌(MSSA)	±	±	±
	凝固酶阴性葡萄球菌(敏感)	±	±	±
	表皮葡萄球菌(敏感)	+	+	+
	化脓性链球菌(A)	±	±	±
	无乳链球菌(B)	±	±	±
	链球菌(C、F、G 组)	±	±	±
	肺炎链球菌	±	±	±
	草绿色链球菌	±	±	±
需氧革兰阳性杆菌	醋酸杆菌属	++	++	++
	白喉杆菌	++	+	+
需氧革兰阴性杆菌-肠杆菌	空肠弯曲菌	++	++	+
	大肠埃希菌(敏感)	0	±	0
	沙门菌属	0	+	0
	志贺菌属	0	+	0
需氧革兰阴性杆菌-非肠杆菌	巴尔通体属	+	++	++
	百日咳鲍特菌	+	++	++
	军团菌属	++	++	++
需氧细胞壁缺陷的细菌	沙眼衣原体	+	++	+
	衣原体属	+	+	+
	肺炎支原体	±	±	±
	解脲脲原体	++	++	+

资料来源：丁香园用药助手公众号，天风证券研究所

注：++推荐：该药为一线推荐治疗药物，体外试验活性可信，临床有效，指南推荐，《桑福德抗微生物治疗指南》推荐一线用药或可接受的替代用药。+有活性：该药是备选药物（体外试验有活性，与已知有活性药物相比疗效相仿，临床可能有效，但因抗菌谱广，毒性反应，临床经验有限，缺少疗效的知己证据，列为二线用药）。±不确定：抗菌活性不确定，在某些病例，某些类型感染时有效，但在其他类型疗效不确定，或需与其他药物联合治疗，或因耐药而疗效差，与治疗失败有关。0 不推荐：抗菌活性不佳，因为可能已经耐药，或药物渗透性不佳，毒性大或缺少治疗有效的证据。

大环内酯类药物在急性细菌性上呼吸道感染（如急性鼻窦炎、急性扁桃体炎、急性中耳炎等），急性下呼吸道感染（尤其是慢性阻塞性肺疾病急性发作（AECOPD）和社区获得性肺炎（CAP）等）的治疗中发挥重要作用。

表 4：大环内酯类在呼吸道感染中的应用

疾病	病原菌	药物应用
急性上呼吸道感染	急性鼻窦炎 肺炎链球菌、流感嗜血杆菌、厌氧菌、其他链球菌、黏膜炎莫拉菌和金黄色葡萄球菌等	(1) 克拉霉素 500 mg/d, 2 次/天, 共 14 天 (2) 阿奇霉素 500 mg/d, 共 3 天 (3) 慢性鼻窦炎急性发作可选用口服阿奇霉素（疗程 5 天）和克拉霉素（疗程 10 天）
急性上呼吸道感染	急性扁桃体炎 流感杆菌、腺病毒、A 群 β 溶血性链球菌、葡萄球菌、肺炎链球菌等	(1) 阿奇霉素 30 mg/(kg · d), 3~5 天; (2) 克拉霉素 250 mg/次, 2 次/天, 6~14 天。
急性下呼吸道感染-	慢性支气管炎急性加重 细菌、支原体和衣原体少见	(1) 阿奇霉素 500 mg/d, 共 3 天
急性下呼吸道感染-	AECOPD 流感嗜血杆菌、卡他莫拉菌、肺炎链球菌、铜绿假单胞菌、肠杆菌、金黄色葡萄球菌、副流感嗜血杆菌、肺炎衣原体	(1) 阿奇霉素 500 mg/d, 3 天; 之后 250 mg/2d, 3 个月(超说明书)

急性下呼吸 社区获得性肺炎
 道感染- 肺炎支原体、肺炎链球菌、流感嗜
 血杆菌、肺炎衣原体、肺炎克雷伯
 菌、金黄色葡萄球菌、铜绿假单胞
 菌、鲍曼不动杆菌、大肠埃希菌

无基础疾病 CAP 患者：

- (1) 阿奇霉素 500 mg/次，静脉滴注，1 次/天，静脉滴注 2 天后改为口服 500 mg/次，1 次/天，共 7~10 天；
- (2) 克拉霉素 500 mg 口服，2 次/天；
- (3) 红霉素 500~1000mg/次静脉滴注，2~3 次/天。

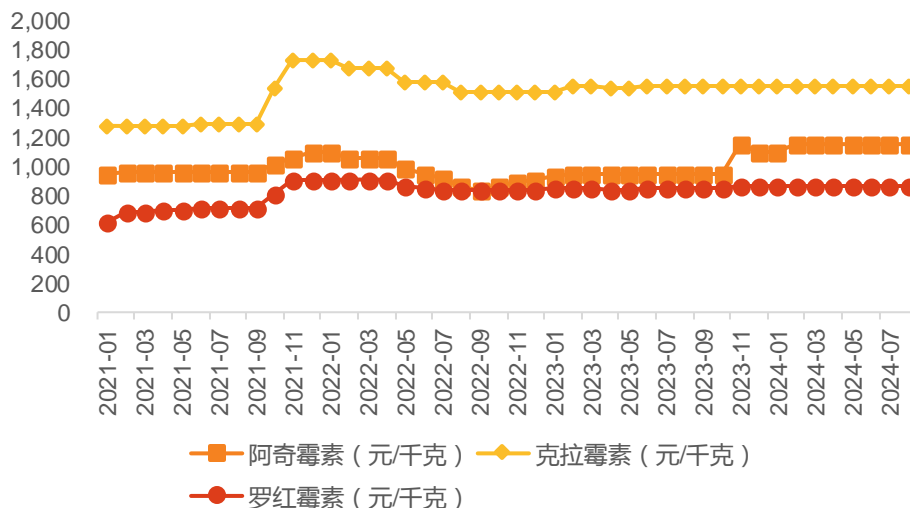
有基础疾病或近 3 个月内使用过抗菌药物：

- (1) B-内酰胺类（青霉素类或头孢菌素类）联合大环内酯类药物（阿奇霉素等）

资料来源：丁香园用药助手公众号，天风证券研究所

肺炎支原体自 2023 年爆发，每次流行持续 1-2 年或更长时间，有望持续带动上游原料药需求。《新冠疫情前后肺炎支原体感染的流行特征综述》中指出，肺炎支原体 2~7 年发生一次区域性暴发流行，每次流行持续 1~2 年或更长时间。在新冠疫情防控政策优化后，2023 年 11 月以来阿奇霉素、止咳祛痰类、解热镇痛类以及流感药物销售表现更为突出，同比增幅较大。下游旺盛需求带动大环内酯类原料药价格持续上升，2023 年 11 月起阿奇霉素价格涨至 1150 元/千克（前值 950 元/千克）、罗红霉素价格涨至 865 元/千克（前值 850 元/千克）。我们认为肺炎支原体流行有望带动原料药需求持续，价格端有望保持稳定。

图 15：2021-2024 年 8 月中国大环内酯类原料药价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1.2. 供给端：上游硫红生产格局稳定，整体格局稳定

硫氰酸红霉素为大环内酯类原料药主要上游。硫氰酸红霉素是红霉素及其衍生物中间体，主要用于红霉素、无味红霉素、琥乙红霉素、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素、泰利霉素等大环内酯类药物的生产。

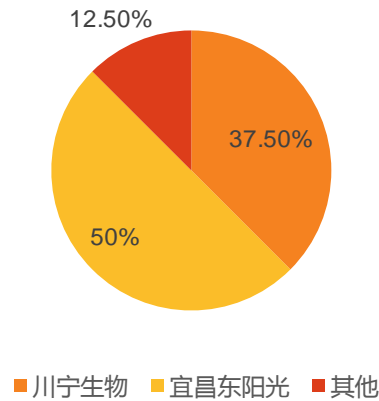
图 16：公司阿奇霉素及克拉霉素生产工艺流程



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

上游硫氰酸红霉素市场呈寡头垄断格局，主要供应商为宜昌东阳光及川宁生物两家。受限抗政策及环保压力的影响，近年来多家厂商退出生产。目前硫氰酸红霉素主要供应商包括宜昌东阳光、川宁生物。

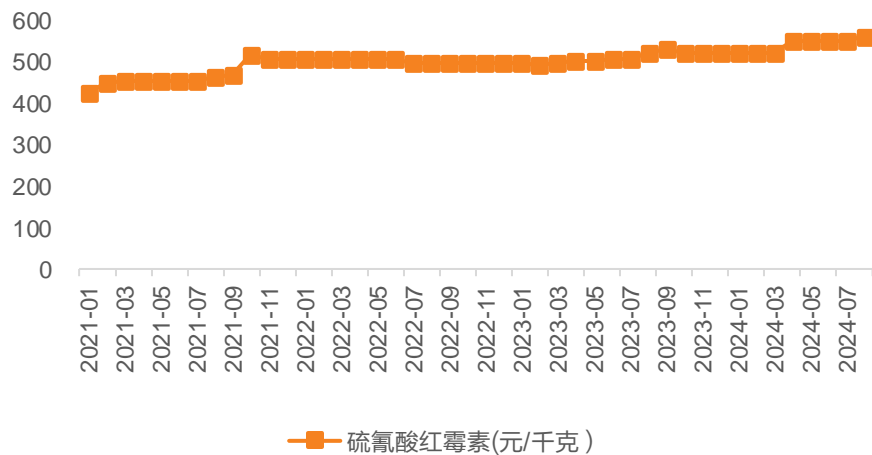
图 17：2022 年中国硫氰酸红霉素产能分布格局



资料来源：共研网公众号，天风证券研究所

拥有上游供应及价格相对优势，公司在大环内酯类原料药上竞争优势可观。截至 2024 年 8 月，硫氰酸红霉素生产格局没有大的变化，同时目前价格依旧维持在历史高位。国邦医药作为市场上主要购买方，和供应商保持长期友好合作关系，通过预付款能保障原料稳定及时供应以及价格上相对优势，因此能够在下游阿奇霉素及克拉霉素等大环内酯类原料药中取得可观的竞争优势。

图 18：2021-2024 年 8 月中国硫氰酸红霉素价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国内阿奇霉素产能集中，公司新建 450 吨阿奇霉素产能。阿奇霉素原料药国内主要生产企业有石药欧意、浙江国邦、宁夏启元、上海现代等。2024 年 8 月 9 日，绍兴市生态环境局发布《医药原料药绿色智造升级及中间体循环利用技改项目》，公司将新增 450 吨产能，并淘汰 750 吨老旧产能。

表 5：国内阿奇霉素部分主要生产企业及产能

企业	产能（括号内表示在建）
国邦医药	750t (+450 吨)
国药现代	1000 余吨（设计产能）
石药欧意	/
宁夏启元	300 吨
宜昌东阳光	200 吨

资料来源：原料药情报局公众号，亚太易和公众号，发酵工业网，上海现代公告等，天风证券研究所

备注：除国邦医药以外，其余部分企业产能存在一定滞后性及不确定性；现代制药产能截至2017年，宁夏启元产能来自2010年环评书，宜昌东阳光数据来自2021年

国邦医药为国内克拉霉素主导企业。目前国邦医药克拉霉素产能为1000吨，其余国内竞争者包括宁夏启元（300吨）、浙江向日葵光能科技股份有限公司（200吨），公司产能在国内占主导地位。

表 6：国内克拉霉素主要生产企业及产能

企业	产能
国邦医药	1000 吨
宁夏启元	300 吨
向日葵	200 吨

资料来源：Wind，发酵工业网，向日葵公告，天风证券研究所

备注：产能数据来源于公开信息，除国邦医药以外，其余部分企业其余产能存在一定滞后性及不确定性；宁夏启元产能来自2010年环评书，向日葵产能来自2019年创业板问询函

公司是全球大环内酯类主要供应商之一，阿奇霉素、克拉霉素60%以上为出口。海外审批方面，公司阿奇霉素及克拉霉素批文包括欧洲、日韩、巴西、印度等市场。

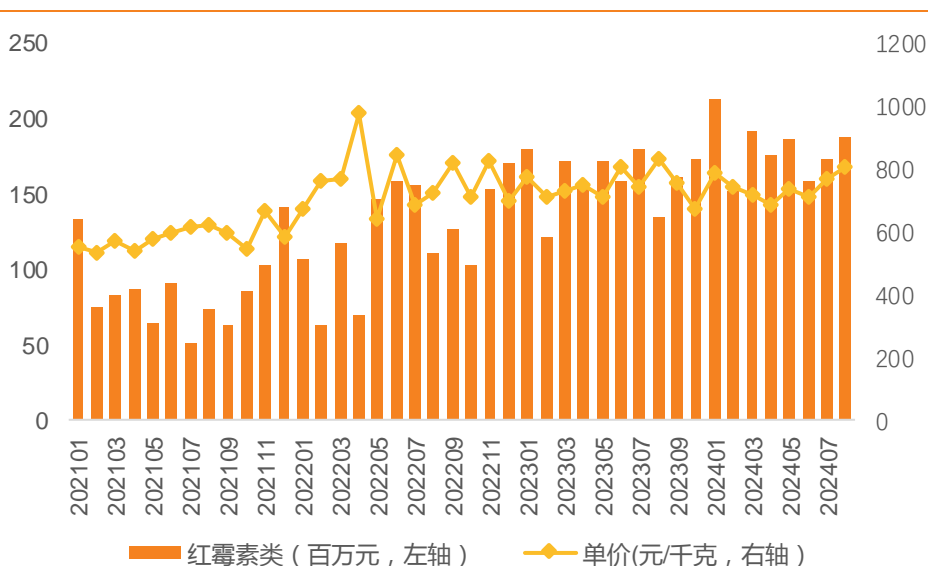
表 7：公司阿奇霉素及克拉霉素海外认证情况

国家	阿奇霉素	克拉霉素
韩国	✓	✓
印度	✓	✓
欧盟	✓	✓
巴西	✓	
日本		✓

资料来源：公司招股书，公司公告，天风证券研究所

红霉素衍生物包括克拉霉素、地红霉素、罗红霉素、氟红霉素和阿奇霉素，其中克拉霉素和阿奇霉素在世界范围内销售量可观。海关数据显示，自2021年以来，中国红霉素及衍生物类出口量持续增长，出口量从2021年起持续增长（2021-2023年分别为10.49亿元/14.77亿元/19.64亿元）。截至2024年8月，中国红霉素类出口14.32亿元，同比增长12.9%，价格为740.60元/千克（2021年平均为577.14元/千克），量价均处于高位。

图 19：2021-2024年8月中国硫氰酸红霉素价格走势（元/千克）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

3.2. 特色原料药：充分发挥两个平台作用，有望维持较快增速

原料药产品通常分为大宗原料药、特色仿制药原料药和专利原料药三大类。大宗原料药指市场需求相对稳定、应用较为普遍、规模较大的传统药品原料药，主要包括抗生素类、维生素类、氨基酸类、激素类等；特色仿制药原料药通常指以心血管类、抗病毒类、抗肿瘤类为代表的专科用药，对应制剂专利到期或即将到期，产品附加价值较高。相比起大宗原料药，特色仿制药原料药具有较高的技术壁垒，利润水平更高。

表 8：大宗原料药及特色原料药特点对比

品种	大宗原料药	特色原料药
定义	专利保护期后较长时间药品对应的原料药	首仿原料药、专利保护期过后较短时间药品对应的原料药
需求变化	需求量基本稳定	需求增速较快
使用量	千吨/万吨	十吨/千吨
业务模型	自产自销	自产自销/合同定制
产能附加值	较低，市场竞争激烈	利润相对较高
核心竞争力	成本控制	抢先仿制能力

资料来源：亚太易和公众号，天风证券研究所

公司招股书显示，公司特色原料药暨产业链完善项目拟投资建设年产 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。2022 年 1 月，募投项目已经投产。

表 9：公司特色原料药暨产业链完善项目

产品名称	设计产能	产品名称	设计产能
利伐沙班	5 吨	琥珀酸普芦卡必利	0.5 吨
阿哌沙班	1 吨	盐酸莫西沙星	10 吨
维格列汀	10 吨	加米霉素	10 吨
盐酸西那卡塞	2 吨	泰拉霉素	10 吨
琥珀酸索利那新	1.5 吨	合计	50 吨

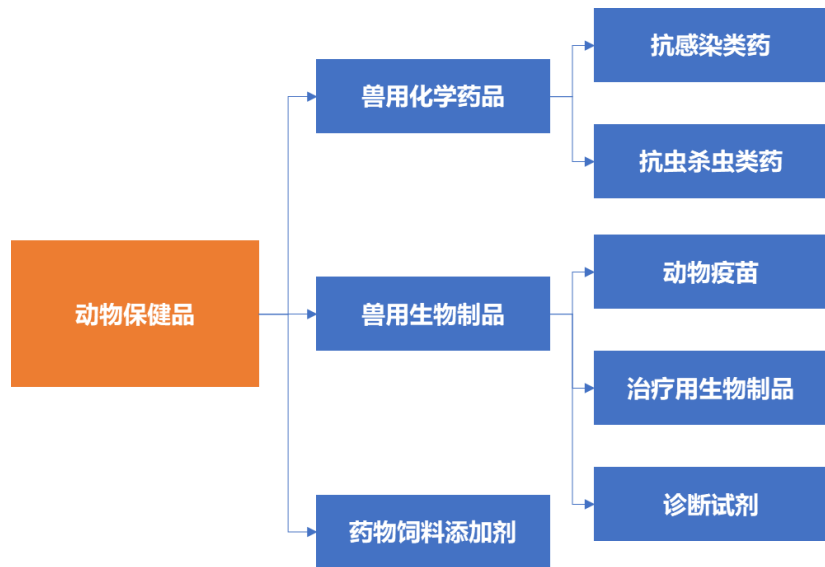
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2024H1 公司成立独立的特色原料药板块经营管理团队，统筹研发、注册、生产、市场等资源，有效提升了特色原料药业务的经营效率，主要产品如莫西沙星、泰拉霉素、维格列汀都有显著增长。我们认为随着借助公司独立特色原料药板块经营管理团队的成立，公司特色原料药板块有望继续发挥两个平台的作用，借助产业链优势及多品规生产能力优势，维持较快增长速度。

4. 动保板块：竞争格局激烈，业绩弹性空间大

动保行业系畜禽养殖业主要上游产业之一，产品主要分为兽用化学药品、兽用生物制品和药物饲料添加剂三类。（1）兽用化学药品主要用于疾病防治和抗寄生虫，分为抗感染类药和抗虫类药两类，系动物保健品的主要类别。（2）兽用生物制品指用于预防、治疗、诊断畜禽等动物特定传染病或其他有关的疾病的菌苗、疫苗、虫苗、类毒素、诊断制剂和抗血清等制品，主要分为动物疫苗、治疗用生物制品和诊断试剂三类。（3）药物饲料添加剂通过混合添加剂与饲料达到疾病防治和促进畜禽生长的作用。

图 20：动保行业分类



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

供需情况变化导致动保行业的龙头企业市场份额有望进一步集中。（1）需求端：居民肉类消费需求的提升，带来养殖规模的不断放大，叠加我国畜牧养殖业集中化趋势持续，与大型养殖集团合作的紧密度逐渐成为动保企业获取竞争优势的重要因素。大型养殖集团一般采用集团招标方式，对动保企业的产品质量、企业品牌、稳定供应能力以及资金实力都较过往提出更高的要求，因此，大型动保企业因其自身各方面的优势更容易获得长期稳定的订单。（2）供给端：随着社会对生物安全的重视程度提升，监管层对动保企业的经营发展提出了更高的要求，在监管趋严的同时叠加疫病影响，使得大量的中小型动保企业面临经营环境恶化，存在市场退出风险。2006年后，在国家强制实施 GMP 与高致病性蓝耳病疫情的双重作用下，我国动保企业数量迅速下降，从 2006 年中的 2,600-2,700 家下降至 2019 年底的 1,760 家，下降比例超过 30%。2018 年 4 月，非洲猪瘟爆发导致生猪存栏量下降；2020 年 4 月，农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》，进一步提高了动保行业的准入门槛，大量中小动保企业将在政策和市场的双重压力下淘汰出局，供给端产生的空白则会被大型动保集团补足。整体而言，在需求和结构调整的双重作用下，动保行业的龙头企业市场份额有望进一步集中，利润实现恢复性增长。

4.1. 品种布局广泛，拥有协同矩阵

品种布局齐全，品牌优势明显。公司从创立之初就开始生产经营动保产品，基于广泛的全球化市场平台，持续复制发展兽用抗生素类、抗虫杀虫药类动保原料药产品；公司氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等产品品牌优势明显，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。公司在动保原料药领域品种布局齐全、广泛，目前共有 16 个动保原料药产品在国内注册获批，具备较强的综合竞争力。

表 10：公司动保原料药主要产品布局

品种	CAS 号	类型
甲磺酸达氟沙星	119478-55-6	喹诺酮类
恩诺沙星系列	93106-60-6	喹诺酮类
盐酸环丙沙星	86393-32-0	喹诺酮类
盐酸沙拉沙星	98105-99-8	喹诺酮类
马波沙星	115550-35-1	喹诺酮类
加米霉素	145435-72-9	大环内酯类
地克珠利	101831-37-2	抗球虫药
环丙氨嗪	66215-27-8	灭蝇药
氟苯尼考	73231-34-2	酰胺醇类

泰拉霉素	217500-96-4(A), 280755-12-6(B)	大环内酯类
盐酸多西环素	100929-47-3	四环类

资料来源：公司官网，公司招股书，公司公告，chemicalbook官网，广东卫生信息公众号，兽药规范使用公众号，惠济动保公众号，天风证券研究所

产能充足，部分品种有扩产计划。产能端，公司氟苯尼考产能约 4000 吨，强力霉素约 2500 吨，盐酸环丙沙星 2000 吨。8 月原料药绿色智造升级及中间体循环利用技改项目显示，恩诺沙星扩产 600 吨。

表 11：公司主要动保板块产能

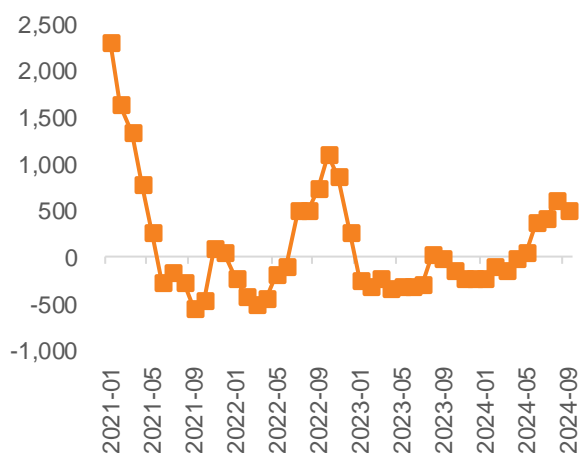
品种	产能（括号内为在建产能）
氟苯尼考	4000t
强力霉素	2500t
恩诺沙星	1400t (+600t)
盐酸环丙沙星	2000t
沙拉沙星	260t
马波沙星	200t
甲磺酸达氟沙星	100t
泰拉霉素	95t
地克珠利	25t
加米霉素	20t

资料来源：亚太易和公众号，原料药情报局公众号，天风证券研究所

4.2. 氟苯尼考已处于底部，有望提供可观弹性

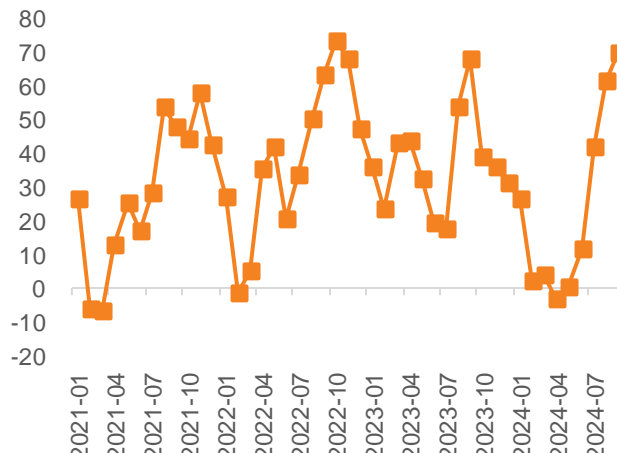
氟苯尼考广泛运用于猪、鸡等养殖。氟苯尼考属于酰胺醇类抗生素药物，广泛运用于用于敏感菌所致的猪、鸡、鱼的细菌性疾病。氟苯尼考具有广谱、高效、低毒、吸收极好、体内分布广泛和不致再生障碍性贫血等优势，对多数革兰氏阴性菌、革兰氏阳性菌、某些支原体及某些对氯霉素、甲砒霉素、土霉素、磺胺或氨基苄西林耐药的菌株都有效，且抗菌活性优于氯霉素和甲砒霉素。

图 21：2021-2024 年 9 月中国生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2021-2024 年 9 月中国蛋鸡养殖利润（元/只）



资料来源：Wind，天风证券研究所

氟苯尼考供大于求。氟苯尼考目前整体产能约 1.8w 吨，康牧动保及国邦药业产能分别为 4500t 及 4000t。市场整体需求大概在 6500 吨左右（其中国内 4000 吨），国外出口 2500 吨，存在较明显产能过剩情况。

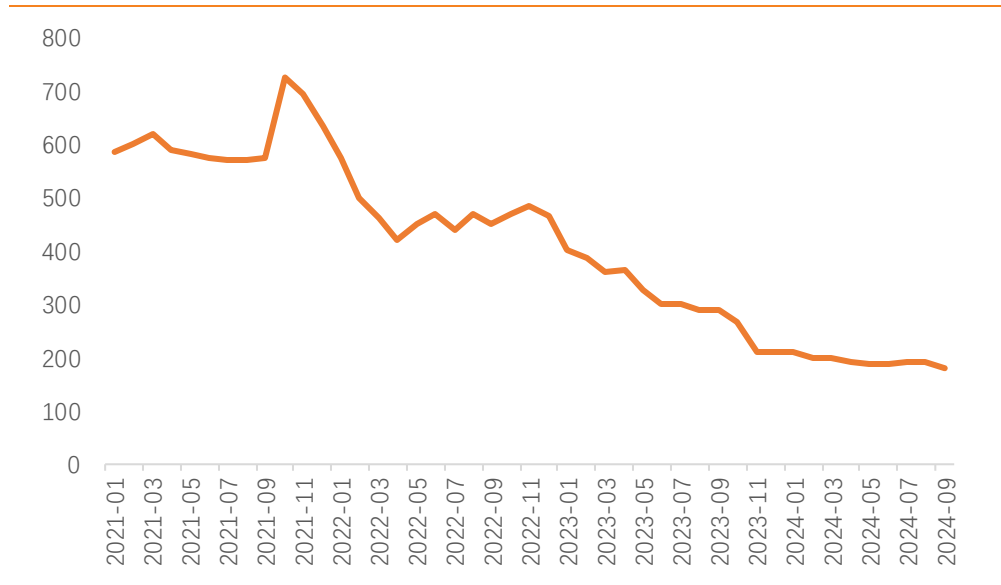
表 12：国内主要氟苯尼考产能

企业	产能
康牧动保	4500t
国邦医药	4000t
普洛药业	2000t
海翔药业	800t

资料来源：中国兽药饲料交易中心公众号，原料药情报局公众号，农财宝典畜牧版公众号等，天风证券研究所

氟苯尼考价格持续降低，有望进入磨底震荡阶段。截至 2024 年 9 月 25 日，氟苯尼考市场均价为 180 元/千克，环比上涨 1.12%。从中长期来看，氟苯尼考价格走势将取决于市场的出清度和集中度。短期看，考虑到成本支撑，氟苯尼考有望进入磨底震荡阶段。

图 23：2021-2024 年 9 月氟苯尼考价格走势



资料来源：iFind，天风证券研究所

依托公司完善的医药中间体板块，国邦医药是国内氟苯尼考产业链条最为齐全的生产商。公司将持续按照经营规划推进氟苯尼考产业发展，在现有产能的基础上继续规划发展。目前氟苯尼考价格已经降至历史底部，行业整体处于亏损状态，市场有能力稳定、大量、有竞争力供货的企业数量持续减少。考虑到公司氟苯尼考产能持续爬坡，价格已经触底，有望在行业出清结束后为公司业绩提供可观弹性。

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测与关键假设

关键假设：

(一) 中间体板块：

公司关键医药中间体板块产品生产对工艺、安全、环保等具有较高要求，公司作为国内少数能够大规模生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品的企业，占有较高的市场份额，在产业链中具有较高影响力和稳定的市场地位。考虑到公司中间体业务新进入难度较高，产业链稳定，硼氢化钠价格仍处于相对低位，我们认为随着硼氢化钠等中间体产品需求持续提升，叠加公司中间体产品市占率进一步提升，公司中间体板块有望保持稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年中间体板块收入分别为 12.92 亿元/15.18 亿元/16.26 亿元，增速分别为 15.3%/17.5%/7.1%。

(二) 医药原料药板块：

大环内酯类：考虑到：(1) 需求端：疫后感染高发，大环内酯类在呼吸道感染治疗中发挥

重要作用，整体大环内酯类药物旺盛需求有望保持，带动原料药需求持续提升；（2）供给端：上游硫红生产格局稳定，新产能短期内落地可能性较小，我们认为公司大环内酯类原料药业绩有望保持较好表现。

特色原料药：考虑公司莫西沙星、泰拉霉素、维格列汀等特色原料药品种均有显著增长，叠加公司良好的多品规生产能力，我们认为公司特色原料药业绩有望保持相对快速增长。

我们预计公司 2024-2026 年医药原料药板块收入分别为 22.17 亿元/25.46 亿元/29.00 亿元，增速分别为 11.3%/14.8%/13.9%。

（三）动保板块：

考虑到公司动保板块产品矩阵齐全，强力霉素等主要品种提供稳定可观的收入；此外，公司氟苯尼考产能共计 4000 吨，整体价格处于底部，稳定、大量的供应商数量已不足。我们认为随着公司氟苯尼考产能持续爬坡，价格触底回升的假设下，公司动保板块有望提供可观业绩弹性，预计公司 2024-2026 年动保板块收入分别为 17.95 亿元/20.64 亿元/25.35 亿元，增速分别为 -2.20%/15.01%/22.82%。

表 13：公司中间体、医药原料药及动保板块业绩预测

板块	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中间体（亿元）	12.80	14.64	11.21	12.92	15.18	16.26
yoy	11.5%	14.4%	-23.4%	15.3%	17.5%	7.1%
毛利（亿元）	5.38	6.32	3.82	4.94	5.84	6.59
毛利率	42.02%	43.17%	34.05%	38.20%	38.50%	40.50%
收入占比	28.42%	25.60%	20.96%	22.20%	22.63%	21.13%
医药原料药（亿元）	16.67	15.52	19.92	22.17	25.46	29.00
yoy	-0.1%	-6.9%	28.3%	11.3%	14.8%	13.9%
毛利（亿元）	5.39	3.47	5.08	4.81	6.61	7.61
毛利率	32.32%	22.38%	25.51%	21.68%	25.95%	26.25%
收入占比	39.63%	34.45%	34.82%	41.45%	43.74%	43.24%
动保（亿元）	15.33	20.89	18.35	17.95	20.64	25.35
yoy	20.24%	36.27%	-12.16%	-2.20%	15.01%	22.82%
毛利（亿元）	4.52	4.07	3.59	3.03	4.16	5.42
毛利率	29.49%	19.50%	19.54%	16.90%	20.18%	21.39%
收入占比	34.03%	36.52%	34.30%	30.84%	30.77%	32.95%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 58.20/67.09/76.94 亿元，同比增长 8.79%/15.27%/14.69%；归母净利润为 8.03/9.86/11.70 亿元。

5.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营业务包括中间体、医药原料药及动保，我们将联邦制药、华海药业、同和药业、川宁生物作为可比公司。

考虑到：（1）中间体板块：公司是国内少数能够大规模生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品的企业，公司有望依靠产品需求及市占率持续提升取得稳定增长（2）医药原料药：大环内酯类原料药保持旺盛需求，特色原料药有望保持快速增长趋势；（3）动保板块：依靠产品矩阵协同及氟苯尼考可观业绩弹性，公司有望实现快速增长，给予公司 2025 年 15 倍 PE，目标价 26.47 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
联邦制药	11.0	199.1	27.0	29.5	32.0	35.8	7.4	6.7	6.2	5.6
华海药业	18.8	275.8	8.3	12.8	16.3	19.8	33.2	21.6	16.9	13.9
普洛药业	16.6	193.8	10.6	11.8	13.9	16.5	18.4	16.5	14.0	11.7
川宁生物	12.4	275.7	9.4	14.0	16.7	19.4	29.3	19.7	16.5	14.2
可比公司平均	14.7	236.1	13.8	17.0	19.7	22.9	22.1	16.1	13.4	11.4

资料来源: Wind, 天风证券研究所; 注: 预测数据来源为万得一致预期, 收盘价及总市值为 2024 年 10 月 14 日收盘数据。

6. 风险提示

行业政策变动风险: 医药行业受国家政策影响较大, 随着医疗卫生体制改革的进一步深入, 医保政策调整、药品带量采购、原料药关联审评审批等政策相继落地, 医药行业竞争激烈。

产品质量控制风险: 公司主要产品为原料药和关键医药中间体, 产品质量直接影响使用者的安全与健康。公司生产流程长、工艺复杂, 可能影响到产品质量的因素较多, 原材料采购、储存、产品生产、运输、销售等环节均可能出现风险点。

主要原材料价格波动风险: 公司所采购的原材料种类较多, 原材料成本占总成本比例较高, 因此原材料价格的波动将会对公司效益产生影响。

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。

产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险: 公司目前氟苯尼考产能共计 4000 吨, 整体产品价格处于低位。根据现有竞争格局及价格走势判断, 公司氟苯尼考在经历行业出清后存在量价齐升的可能, 带动公司业绩加速增长。同时, 也存在氟苯尼考价格恢复及公司产能爬坡不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,973.99	2,094.16	2,191.22	4,186.85	4,077.48
应收票据及应收账款	667.30	532.16	477.98	824.15	688.42
预付账款	39.21	476.67	224.96	394.60	267.49
存货	1,409.20	1,368.56	1,253.04	2,026.97	1,615.21
其他	1,039.61	971.60	870.63	900.60	973.43
流动资产合计	5,129.32	5,443.15	5,017.83	8,333.17	7,622.04
长期股权投资	101.37	101.13	101.13	101.13	101.13
固定资产	2,408.67	3,693.39	3,354.75	3,016.32	2,675.04
在建工程	874.85	636.65	699.82	740.83	722.79
无形资产	370.50	358.85	346.56	334.27	321.98
其他	158.49	128.47	168.18	139.35	144.75
非流动资产合计	3,913.87	4,918.49	4,670.44	4,331.89	3,965.69
资产总计	9,043.18	10,361.64	9,688.27	12,665.07	11,587.72
短期借款	655.57	482.69	500.00	1,200.00	700.00
应付票据及应付账款	974.35	1,714.61	534.02	2,169.25	836.59
其他	179.67	196.47	266.24	286.90	273.07
流动负债合计	1,809.59	2,393.77	1,300.26	3,656.15	1,809.66
长期借款	0.00	451.70	370.45	300.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.20	23.12	18.54	20.43	22.07
非流动负债合计	26.20	474.82	388.99	320.43	272.07
负债合计	1,888.58	2,924.45	1,689.25	3,976.58	2,081.74
少数股东权益	(0.65)	5.15	4.63	3.76	2.42
股本	558.82	558.82	558.82	558.82	558.82
资本公积	3,607.48	3,607.09	3,607.09	3,607.09	3,607.09
留存收益	2,988.95	3,266.12	3,828.48	4,518.81	5,337.66
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	7,154.61	7,437.19	7,999.02	8,688.49	9,505.99
负债和股东权益总计	9,043.18	10,361.64	9,688.27	12,665.07	11,587.72

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	920.62	609.98	803.37	986.19	1,169.78
折旧摊销	261.71	322.37	387.76	389.71	391.61
财务费用	(18.72)	11.88	(40.00)	(38.00)	(35.00)
投资损失	(19.54)	(13.22)	(12.00)	(11.00)	(10.00)
营运资金变动	(274.64)	(699.38)	(704.50)	393.28	(753.08)
其它	147.60	285.13	(0.75)	(1.24)	(1.92)
经营活动现金流	1,017.03	516.76	433.88	1,718.94	761.39
资本支出	1,092.00	1,358.85	104.59	78.11	18.36
长期投资	84.26	(0.24)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,588.02)	(1,720.07)	(192.59)	(147.11)	(28.36)
投资活动现金流	(411.76)	(361.47)	(88.00)	(69.00)	(10.00)
债权融资	563.42	353.98	(8.04)	641.18	(510.40)
股权融资	(335.26)	(167.05)	(240.79)	(295.48)	(350.36)
其他	138.80	(232.87)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	366.95	(45.94)	(248.82)	345.70	(860.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	972.22	109.36	97.06	1,995.63	(109.37)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,720.92	5,349.45	5,819.69	6,708.59	7,694.41
营业成本	4,144.88	4,097.12	4,327.26	4,913.80	5,587.88
营业税金及附加	33.09	36.19	33.66	40.08	46.76
销售费用	64.15	74.20	79.15	91.91	106.18
管理费用	293.11	303.08	303.79	342.14	385.49
研发费用	197.54	190.51	204.85	238.16	272.38
财务费用	(68.01)	(46.28)	(40.00)	(38.00)	(35.00)
资产/信用减值损失	(40.21)	(26.73)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.56	10.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.54	13.22	12.00	11.00	10.00
其他	19.39	(4.47)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,052.88	702.26	922.98	1,131.51	1,340.71
营业外收入	0.56	3.32	3.00	3.00	3.00
营业外支出	17.80	7.93	8.00	8.00	8.00
利润总额	1,035.64	697.65	917.98	1,126.51	1,335.71
所得税	115.02	87.67	115.36	141.56	167.85
净利润	920.62	609.98	802.62	984.95	1,167.86
少数股东损益	(0.28)	(2.49)	(0.75)	(1.24)	(1.92)
归属于母公司净利润	920.90	612.46	803.37	986.19	1,169.78
每股收益(元)	1.65	1.10	1.44	1.76	2.09

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	26.98%	-6.49%	8.79%	15.27%	14.69%
营业利润	30.18%	-33.30%	31.43%	22.59%	18.49%
归属于母公司净利润	30.43%	-33.49%	31.17%	22.76%	18.62%
获利能力					
毛利率	27.55%	23.41%	25.64%	26.75%	27.38%
净利率	16.10%	11.45%	13.80%	14.70%	15.20%
ROE	12.87%	8.24%	10.05%	11.36%	12.31%
ROIC	20.27%	11.82%	13.52%	15.70%	21.08%
偿债能力					
资产负债率	20.88%	28.22%	17.44%	31.40%	17.97%
净负债率	-18.43%	-15.21%	-15.95%	-30.71%	-32.66%
流动比率	2.75	2.22	3.86	2.28	4.21
速动比率	2.00	1.66	2.90	1.72	3.32
营运能力					
应收账款周转率	10.29	8.92	11.52	10.30	10.17
存货周转率	4.21	3.85	4.44	4.09	4.23
总资产周转率	0.69	0.55	0.58	0.60	0.63
每股指标(元)					
每股收益	1.65	1.10	1.44	1.76	2.09
每股经营现金流	1.82	0.92	0.78	3.08	1.36
每股净资产	12.80	13.30	14.31	15.54	17.01
估值比率					
市盈率	12.23	18.39	14.02	11.42	9.63
市净率	1.57	1.52	1.41	1.30	1.18
EV/EBITDA	8.34	6.66	7.36	5.39	4.45
EV/EBIT	10.09	9.05	10.59	7.31	5.78

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com