

国邦医药(605507)

报告日期: 2024 年 11 月 29 日

从规模到成长

——国邦医药更新报告

投资要点

□ **一句话逻辑:** 规模优势体现的大吨位原料药公司, 动保业务回暖有望驱动业绩超预期。

□ **基本面:** 医药稳增长, 动保望回暖

1、医药业务: 量价齐升、扩产预期。 公司大环内酯类原料药供给格局较好, 需求稳健提升, 其中核心品种阿奇霉素原料药, 在供需驱动下, 年初至 10 月价格上涨幅 11%。此外根据公司环评报告, 公司阿奇霉素计划扩产至 1200 吨 (新增 450 吨), 我们看好公司优势原料药品种大环内酯类原料药价格维稳、新产能释放下市占率进一步提升。此外关键中间体销量在需求挖潜下有望持续攀升, 特色原料药业务有望保持强劲增长。

2、动保业务: 抢占市场、触底回暖。 氟苯尼考 11 月价格较 9 月中旬最低价提升约 14%, 强力霉素 11 月价格较 4 月上旬最低价提升约 23%, 考虑动保主要产品价格趋势, 我们认为 2024H2 动保板块氟苯尼考等品种随产能利用率提升、出货量增加, 市占率有望继续保持提升态势。总体看, 公司在动保原料药领域品种布局齐全, 氟苯尼考、强力霉素等品牌优势明显, 同时也是马波沙星、沙拉沙星等特色动保专用原料药主要供应商, 具备较强的综合竞争力, 动保产品价格及需求修复后, 有望为公司业绩贡献弹性。

□ **周期 or 成长?**

市场部分观点认为公司偏周期属性, 业绩受产品量价周期影响较大, 我们认为, 该认知忽略了公司规模优势可复制的核心竞争力。公司立足于大吨位产品和供应链完整布局, 在多个抗生素、中间体、动保产品中, 均通过较高市占率和相对稳定盈利能力验证了规模制造优势; 中长期策略看, 公司计划“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”, 通过产品横向复制及产业链纵向拓展, 从立项→扩产→产能利用率提升→市占率领先, 跨度覆盖较广的优势产品放量有望削减单个产品周期性波动对整体业绩的影响, 支撑公司长期上升通道。

□ **从强力霉素看公司规模优势复制竞争力**

2021 年, 公司强力霉素一期 (1000 吨产能) 顺利建成并试产成功, 开启规模化市场销售; 2023 年公司年产 1500 吨强力霉素二期项目顺利投产; 根据 2024 年 10 月公开交流纪要“强力霉素产能 2500 吨, 基本处于满产状态”。从市占率角度看, 根据健康网统计 2024 年 1-9 月, 国邦医药强力霉素出口量占比达到 16.18%, 仅次于扬州联博。公司强力霉素从推出到二期产能建成达产到接近满产, 四年时间市占率跻身前三, 我们认为主要得益于: ①产业链齐全, 成本优势&规模优势明显, ②强力霉素与公司优势品种氟苯尼考的客户群具有高度的重叠性, 可以实现快速推广。背后是公司对于大吨位产品规模化生产的集约化制造优势, 以及“广泛有效的全球化市场渠道”的把控能力, 保证产品迅速工业放大, 并凭借成本&质量优势依靠已有渠道网络快速销售, 抢占市场。

□ **从价格战到价值战, 主导者是否可以拥有溢价?**

我们认为价格战背后是高质量的综合人均效率竞争。以氟苯尼考为例, 受生产成本下降、厂家增多竞争激烈等多因素影响, 氟苯尼考价格自 2021 年 10 月开始下滑, 报价由 727 元/千克下降至 24 年 9 月 179 元/千克, 降幅达到 75%。国邦医药新建 2000 吨氟苯尼考项目于 2022 年开始施工建设, 2023 年顺利投产。在氟苯尼考竞争拓展阶段, 公司采用竞争性定价积极拓展销售, 市占率稳步提升: 从规模优势看, 公司氟苯尼考产能 4000 吨/年, 且产能在不断爬坡中, 规模制造优势有助于公司在成本控制和市场供应上占据优势。从技术工艺看, 23 年氟苯尼考的生物合成酶催化技术已经完全工业化, 技术革新优化生产成本。从供应链看, 公司氟苯尼考产业链条齐全, 覆盖了生产环节中主要的关键中间体。从综合人均率

投资评级: 买入(上调)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜

执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 盖文化

执业证书号: S1230524090006

gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 21.52
总市值(百万元)	12,025.88
总股本(百万股)	558.82

股票走势图



相关报告

- 1 《医药稳增长, 规模优势平滑周期波动》 2024.10.23
- 2 《国邦医药深度报告: 动保弹性体现的大吨位原料药公司》 2022.11.24

看，由于氟苯尼考部分厂家并未上市，仅从已上市布局公司综合人均效率看，公司人均创收仅次于普洛药业。综上，我们认为公司处于价格战中“主导者”地位，在行业供给饱和、进入出清模式的时候，拥有规模经济/技术壁垒/渠道优势的“主导者”往往彰显盈利韧性，并有望在行业出清后享受市场份额扩张、终端价格回暖与低水平资本开支的三重溢价。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.40、1.76、2.18 元，2024 年 11 月 28 日收盘价对应 2024 年 PE 为 15 倍。我们看好公司立足于规模制造优势，核心品种市占率提升强化制造优势、新品种商业化放量构成新动能，丰富产品矩阵以及产业链自供能力削弱周期影响，上调至“买入”评级。

□ 风险提示

核心品种销售额不及预期风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险等。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,349	6,000	6,808	7,816
(+/-) (%)	-6.49%	12.15%	13.48%	14.80%
归母净利润	612	782	983	1,217
(+/-) (%)	-33.49%	27.74%	25.71%	23.73%
每股收益(元)	1.10	1.40	1.76	2.18
P/E	19.64	15.37	12.23	9.88

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5443	5951	6738	7973
现金	2094	1728	2061	2789
交易性金融资产	466	766	1066	1366
应收账款	532	1237	1298	1517
其它应收款	17	0	0	0
预付账款	477	888	742	559
存货	1369	1276	1516	1686
其他	488	56	56	56
非流动资产	4918	4997	5134	5240
金融资产类	20	20	20	20
长期投资	101	101	101	101
固定资产	3693	3883	4020	4109
无形资产	359	455	501	547
在建工程	637	429	383	355
其他	108	108	108	108
资产总计	10362	10948	11872	13213
流动负债	2450	2355	2295	2419
短期借款	483	503	523	543
应付款项	1715	1543	1438	1514
预收账款	0	0	0	0
其他	252	309	334	362
非流动负债	475	475	475	475
长期借款	452	452	452	452
其他	23	23	23	23
负债合计	2924	2830	2770	2894
少数股东权益	5	5	5	5
归属母公司股东权	7432	8113	9097	10314
负债和股东权益	10362	10948	11872	13213

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	517	523	1223	1626
净利润	610	782	983	1217
折旧摊销	322	422	463	504
财务费用	12	15	15	16
投资损失	(13)	(17)	(17)	(20)
营运资金变动	(434)	(732)	(250)	(110)
其它	20	53	28	18
投资活动现金流	(361)	(794)	(894)	(901)
资本支出	(724)	(511)	(611)	(621)
长期投资	362	(300)	(300)	(300)
其他	0	17	17	20
筹资活动现金流	(46)	(96)	5	4
短期借款	(173)	20	20	20
长期借款	452	0	0	0
其他	(325)	(116)	(15)	(16)
现金净增加额	120	(367)	333	728

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5349	6000	6808	7816
营业成本	4097	4442	4946	5594
营业税金及附加	36	39	45	51
营业费用	74	69	79	92
管理费用	303	312	374	430
研发费用	191	222	252	289
财务费用	(46)	(4)	(11)	(15)
资产减值损失	(31)	(45)	(20)	(10)
公允价值变动损益	10	0	0	0
投资净收益	13	17	17	20
其他经营收益	11	12	14	16
营业利润	702	906	1136	1403
营业外收支	(5)	(11)	(11)	(11)
利润总额	698	895	1125	1392
所得税	88	112	141	175
净利润	610	782	983	1217
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司净利润	612	782	983	1217
EBITDA	955	1346	1585	1876
EPS（最新摊薄）	1.10	1.40	1.76	2.18

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-6.49%	12.15%	13.48%	14.80%
营业利润	-33.30%	28.98%	25.39%	23.50%
归属母公司净利润	-33.49%	27.74%	25.71%	23.73%
获利能力				
毛利率	23.41%	25.96%	27.35%	28.43%
净利率	11.45%	13.04%	14.45%	15.57%
ROE	8.24%	9.64%	10.81%	11.80%
ROIC	6.58%	8.88%	9.71%	10.58%
偿债能力				
资产负债率	28.22%	25.85%	23.33%	21.90%
净负债比率	-15.21%	-9.17%	-11.62%	-17.11%
流动比率	2.22	2.53	2.94	3.30
速动比率	1.45	1.58	1.93	2.34
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.56	0.60	0.62
应收账款周转率	8.92	10.26	10.86	11.56
应付账款周转率	7.76	6.92	7.42	8.00
每股指标(元)				
每股收益	1.10	1.40	1.76	2.18
每股经营现金	0.92	0.94	2.19	2.91
每股净资产	13.30	14.52	16.28	18.46
估值比率				
P/E	19.64	15.37	12.23	9.88
P/B	1.62	1.48	1.32	1.17
EV/EBITDA	9.09	8.38	6.92	5.47

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>