

2025 年 01 月 23 日

做深大吨位医药+动保品种，有望在周期向上中释放业绩弹性

国邦医药(605507)

►深耕大吨位“医药+动保”产品，持续强化制造优势

我们认为：区别于其它的原料药企业，国邦的特色更在于做深大品种。无论是医药原料药、医药中间体及动保原料药板块，公司每个板块均有相关大单品作为其利润主要贡献来源。持续做深大品种并完善产业链也能为公司带来将强的规模化优势及成本端优势，有望在周期反复中提升市占率并持续提升公司竞争力及议价权。未来潜在看点：基于大单品持续强化其制造优势（产能+成本）+周期向上带来的利润弹性释放+丰富医药&动保 API 产品矩阵以打造新增量。

►动保板块：正值周期底部，若回暖则有望为公司带来利润弹性释放

公司动保板块以原料药为主，其中氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等产品品牌优势明显。行业层面来看，动保相关产品受下游养殖业景气度直接影响，同时供给端受到前期新产能扩充影响整体呈现供给相对过剩，故体现在价格方面即相关产品氟苯尼考和强力霉素价格目前仍处历史低位。于公司而言，公司在相关动保 API 产品方面具备产能及制造优势，目前公司氟苯尼考产能 4000 吨，强力霉素产能 2500 吨；同时公司持续进行工艺改进，已在氟苯尼考生产方面使用合成生物学酶法技术进行落地运用，带来其成本端明显下降。

展望未来，若下游需求端生猪养殖持续好转，养殖盈利抬升则有望带来动保景气度回升；同时供给侧受相关产品价格长时间低价位区间运行，中小厂家出清，若大厂限产、限供则市场供应可能将有所收紧，为价格反弹提供支撑，故我们认为后续相关产品价格有望震荡上行。考虑到公司的氟苯尼考和强力霉素均为大吨位单品，且系动保行业主流原料药品类，若后续价格回暖我们认为也有望为公司带来可观利润弹性。

►医药板块：大环内酯类 API 当前需求景气度高，中间体静待下游需求端回暖

公司医药板块主要涵盖原料药及中间体产品。原料药方面，公司是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要供应商之一。大环内酯类 API 需求于疫情后迎来恢复，当前景气度较高且价格高位，公司目前拥有克拉霉素（1000t）、阿奇霉素（750t，并新增 450t）、罗红霉素（420t，并新增 280t）。考虑到大环内酯类 API

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	19.74
股票代码：	605507
52 周最高价/最低价：	23.09/13.01
总市值(亿)	110.31
自由流通市值(亿)	59.56
自由流通股数(百万)	301.72



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522020001
联系电话：010-59775376

联系人：孙曼其

邮箱：sunmq1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

前端原材料硫氰酸红霉素格局稳定且价格维持高位，同时下游受支原体肺炎等各种感染散乱发生影响维持较高需求，故我们认为未来相关大环内酯类 API 价格有望维持高位。医药中间体方面公司主要产品为硼氢化钠、硼氢化钾及环丙胺等，国邦是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大企业之一。23 年公司医药中间体受下游需求不振行业价格下行，及 22 年同期硼氢化钠受新冠药物影响销售基数高，后续静待其需求端回暖。

► 业绩预测及投资建议

公司持续深耕医药+动保大单品，医药板块大环内酯类 API 当前需求景气度高，同时公司持续布局特色原料药品种以打造新增长点；动保板块方面，公司在相关动保 API 产品方面具备产能及制造优势，未来若下游需求端持续好转+中小产能出清也有望带来周期向上，则也有望为公司带来可观利润弹性。故我们预测 2024-2026 年营业收入分别为 58.49/67.50/78.11 亿元，归母净利润分别为 7.8/9.58/11.53 亿元，对应 EPS 分别为 1.4/1.71/2.06 元，对应 2025 年 1 月 22 日收盘价 19.74 元/股，对应 PE 分别为 14/11/10 倍，首次覆盖、给予“买入”评级。

风险提示

主要产品价格波动风险、原材料价格波动风险、新品放量低于预期、外汇汇率波动风险、行业政策变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,721	5,349	5,849	6,750	7,811
YoY (%)	27.0%	-6.5%	9.3%	15.4%	15.7%
归母净利润(百万元)	921	612	780	958	1,153
YoY (%)	30.4%	-33.5%	27.4%	22.8%	20.4%
毛利率 (%)	27.5%	23.4%	25.1%	26.1%	26.6%
每股收益 (元)	1.65	1.10	1.40	1.71	2.06
ROE	12.9%	8.2%	9.5%	10.4%	11.2%
市盈率	11.85	17.77	14.01	11.41	9.48

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 国邦医药：深耕大吨位“医药+动保”产品领域	4
2. 动保板块：正值周期底部，若回暖则有望为公司带来利润弹性释放	7
2.1. 行业层面：受下游养殖需求景气度+前期供给端产能快速扩充影响，当前正处周期底部	7
2.2. 公司层面：产品矩阵丰富，大吨位产能优势+持续提升的工艺能力增强公司竞争力	8
3. 医药板块：大环内酯类 API 当前需求景气度高，中间体静待下游需求端回暖	10
3.1. 医药原料药：大环内酯类 API 需求景气度较高，特色原料药将打造新增长点	10
3.2. 医药中间体：主要围绕还原剂系列产品，公司是国内相关产能最大企业之一	14
4. 业绩拆分及盈利预测	16
4.1. 业绩拆分	16
4.2. 盈利预测及投资建议	17
5. 风险提示	18

表目录

表 1：氟苯尼考主要企业产能情况	9
表 2：强力霉素主要企业产能情况	9
表 3：国邦主要大环内酯类品种产能情况	12
表 4：阿奇霉素主要产能格局情况	12
表 5：克拉霉素主要产能格局情况	12
表 6：国邦特色原料药暨产业链完善项目	13
表 7：国邦 API 品种于美国和欧洲的注册情况	14
表 8：国邦主要医药中间体产能情况	15
表 9：公司业绩拆分及预测	16
表 10：可比公司估值情况（20250122）	17

图目录

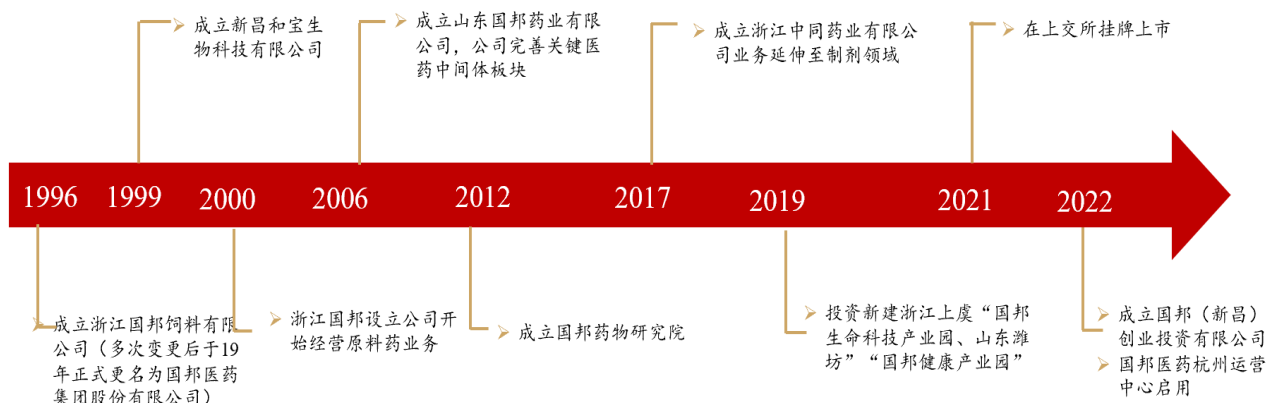
图 1：国邦医药发展历程	4
图 2：国邦主要大单品	4
图 3：公司股权结构	5
图 4：限售股份延长情况	5
图 5：公司营业收入及增长情况（亿元）	5
图 6：公司归母净利润及增长情况（亿元）	5
图 7：公司综合毛利率及净利率情况	6
图 8：公司费用率情况	6
图 9：公司主营业务收入占比	6
图 10：公司主营业务毛利率	6
图 11：公司境内和境外收入占比	7
图 12：公司境内和境外毛利率	7
图 13：动保行业分类	7
图 14：中国自繁自养生猪养殖利润（元/每头）	8
图 15：氟苯尼考及强力霉素价格（元/千克）	8
图 16：公司动保板块收入及毛利率情况（单位：亿元，%）	9
图 17：医药原料药收入及毛利率（单位：亿元，%）	10
图 18：国邦主要医药原料药销售收入情况（亿元）	10
图 19：常用大环内酯类抗菌药抗菌谱	11
图 20：硫氰酸红霉素产能格局	12
图 21：硫氰酸红霉素价格（元/千克）	12
图 22：阿奇霉素、克拉霉素、罗红价格（元/千克）	13
图 23：国邦主要医药中间体销售收入情况（亿元）	14
图 24：国邦医药中间体销量及单价情况	14

1. 国邦医药：深耕大吨位“医药+动保”产品领域

我们认为：区别于其它的原料药企业，国邦的特色更在于做深大品种。无论是医药原料药、医药中间体及动保原料药板块，公司每个板块均有相关大单品作为其利润主要贡献来源。持续做深大品种并完善产业链也能为公司带来将强的规模化优势及成本端优势，有望在周期反复中提升市占率并持续提升公司竞争力及议价权。未来潜在看点：基于大单品持续强化其制造优势（产能+成本）+周期向上带来的利润弹性释放+丰富医药&动保API产品矩阵以打造新增量。

公司成立于1996年，于2021年在上交所上市。自成立以来，公司持续深耕于医药和动物保健品市场，是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要制造商之一，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，并且在动保原料药领域品种布局齐全、广泛。公司深耕“做精”大单品的优势地位，完善产业链布局，形成了“一个体系，两个平台”的综合优势。

图1：国邦医药发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

图2：国邦主要大单品

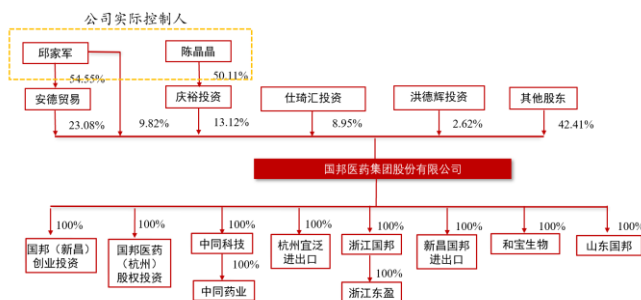
医药原料药	医药中间体	动保原料药
阿奇霉素	硼氢化钠	氟苯尼考
克拉霉素	硼氢化钾	强力霉素
罗红霉素	环丙胺	恩诺沙星
盐酸环丙沙星		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司股权结构集中，并于24年推出第一期员工持股计划。截至2024年Q3，控股股东新昌安德贸易有限公司持有公司股份23.08%。邱家军与陈晶晶为公司实际控制人，二者系夫妻关系，其中邱家军直接持有公司9.82%的股份，并通过安德贸易控制公司23.08%的股份，陈晶晶女士通过新昌庆裕控制公司13.12%的股份，二者合计控制公司46.02%的股份。公司于24年推出第一期员工持股计划，截至24年8月，第一期员工持股计划实际参与认购237人，缴纳认购资金1.25亿元。

公司控股股东及实控人共计 3 名股东承诺其所持有首次公开发行前的全部股份自 2025 年 2 月 2 日限售期满之日起自愿延长锁定期 12 个月，彰显对公司长期发展信心。公司控股股东新昌安德贸易有限公司、实际控制人邱家军先生及新昌庆裕投资发展有限公司共计 3 名股东，承诺将其所持有的公司首次公开发行前的全部股份自 2025 年 2 月 2 日限售期满之日起自愿延长锁定期 12 个月至 2026 年 2 月 1 日（如遇节假日，自动顺延），承诺锁定期内，将不以任何方式转让、减持或委托他人管理所持有的公司上市前股份，亦不会要求公司回购所持股份。

图 3：公司股权结构



资料来源：ifind，公司公告，华西证券研究所

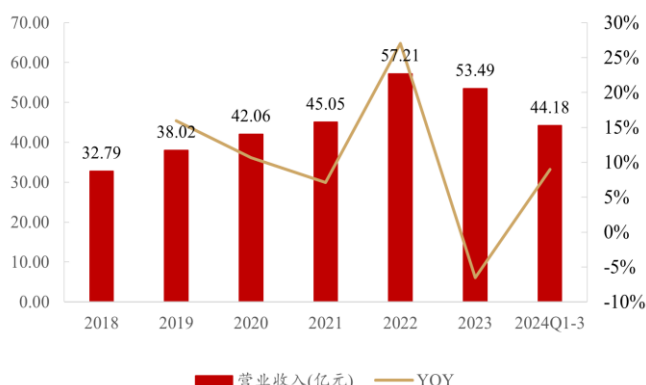
图 4：限售股份延长情况

股东名称	所持股数(股)	占公司总股本比例(%)	原限售截止日	新限售截止日
新昌安德贸易有限公司	128,951,976	23.08	2025年2月2日	2026年2月1日
新昌庆裕投资发展有限公司	73,296,367	13.12	2025年2月2日	2026年2月1日
邱家军	54,852,971	9.82	2025年2月2日	2026年2月1日
合计	257,101,314	46.02		

资料来源：wind，华西证券研究所

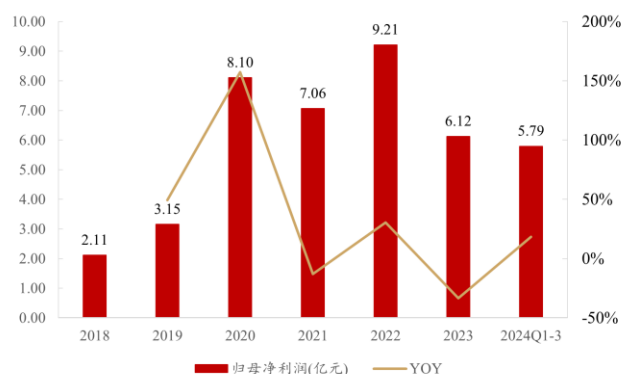
近年来公司业绩稳步增长，其中 23 年受主要产品价格下跌业绩承压，24 年持续回暖。公司 18-22 年营收 CAGR 为 15%，归母净利润 CAGR 为 45%，营收及利润端均实现稳健增长，同时利润端增速高于收入端增速，我们认为主要系公司规模优势增加及经营效率提升所致。但 23 年来公司营收及归母净利润均出现下降，其主要系医药中间体受下游需求不振行业价格下行，及 22 年同期间体硼氢化钠受新冠药物影响销售基数较高；动保板块竞争加剧相关产品价格下滑等影响。24 年收入及利润端持续回暖，24Q1-3 实现营收 44.18 亿元，yoy+9%，实现归母净利润 5.79 亿元，yoy+18%，其主要系公司主要产品销量提升，且部分产品价格如克拉霉素、阿奇霉素等价格高位所致。

图 5：公司营业收入及增长情况（亿元）



资料来源：ifind，华西证券研究所

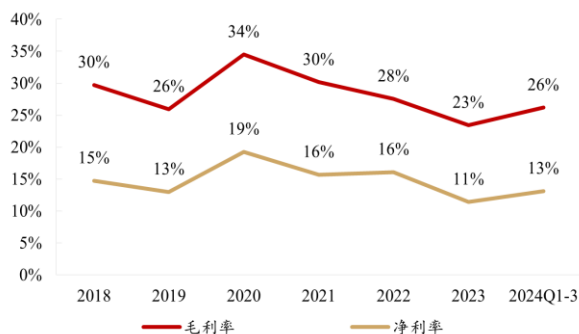
图 6：公司归母净利润及增长情况（亿元）



资料来源：ifind，华西证券研究所

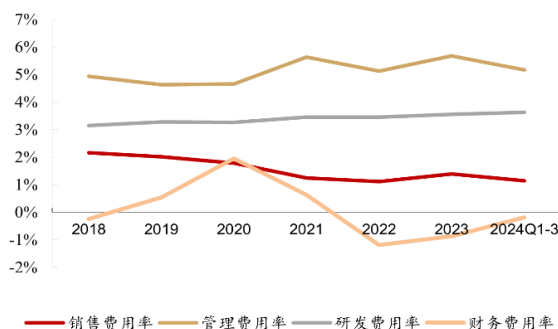
公司盈利能力整体稳定，24 年来进一步改善。2024 年 Q1-3 公司实现毛利率 26.17%，净利率 13.1%，均较 23 年有所回升，我们认为主要系 24 年公司优势业务大环内酯类原料药处于较高景气度，主要产品销量和价格同比表现较好。费用率方面来看，公司整体保持稳定。从战略方向上来看，公司不断进行横向多品种复制和纵向产业链延。根据公司 23 年年报，目前有 12 个年销售收入超亿元产品。且公司在关键医药中间体研究开发、规模化生产等方面形成了明显的优势。我们认为公司持续深耕大吨位产品+产业链布局持续完善，将有助于公司持续巩固规模化效应优势并带动公司盈利能力的提升。

图 7：公司综合毛利率及净利率情况



资料来源：ifind，华西证券研究所

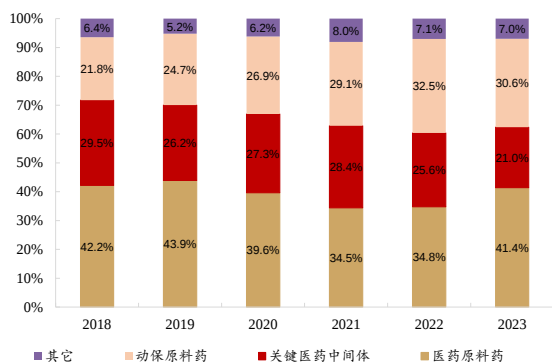
图 8：公司费用率情况



资料来源：ifind，华西证券研究所

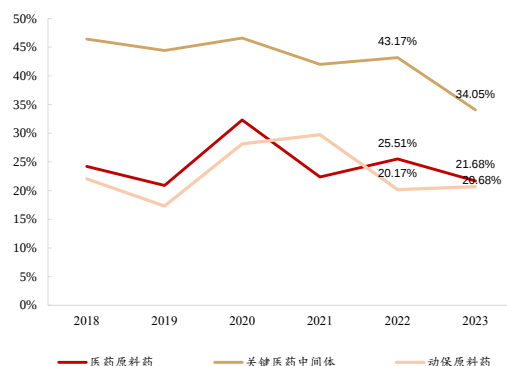
主营医药+动保两大板块，产品为医药原料药、医药中间体、动保原料药。根据 23 年营收构成，医药原料药营收占比 41.45%，医药中间体营收占比 20.96%，动保原料药营收占比 30.62%。从各类产品毛利率来看，关键医药中间体 23 年毛利率下滑显著，动保原料药和医药原料药盈利能力整体稳定。24 年公司大环内酯类产品处于较高景气度，量和价同比较好且市场需求较为稳定。24 年公司核心动保产品氟苯尼考、强力霉素价格仍处于历史底部，但 24 年 Q4 以来有所回升。动保方面，24 年 H1 生猪去产能效应正在逐步显现带来供需关系改善，生猪存栏水平明显下滑，猪价触底回升，养殖行业重回盈利状态，下游养殖行业盈利能力的抬升也有望带来动保行业景气回升，则展望未来氟苯尼考、强力霉素的价格提升也有望带来公司利润上升。

图 9：公司主营业务收入占比



资料来源：ifind，华西证券研究所

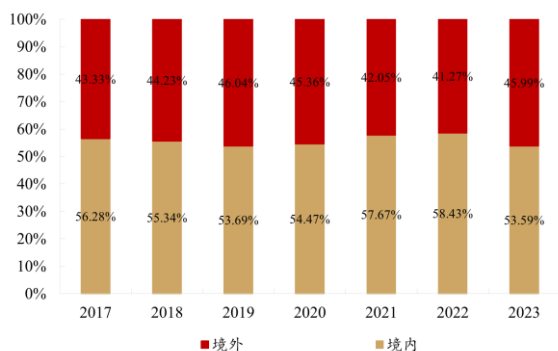
图 10：公司主营业务毛利率



资料来源：ifind，华西证券研究所

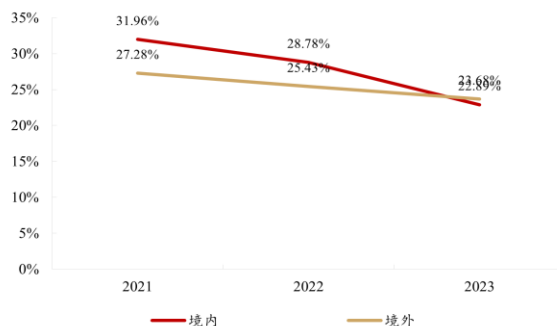
分地区来看：23 年境内收入占比 53.59%，境外收入占比 45.99%。公司建有全球营销网络，产品销往全球 115 个国家和地区。23 年公司境内收入占比 53.59%，毛利率为 22.89%，境外收入占比 45.99%，毛利率为 23.68%。

图 11：公司境内和境外收入占比



资料来源：ifind，华西证券研究所

图 12：公司境内和境外毛利率



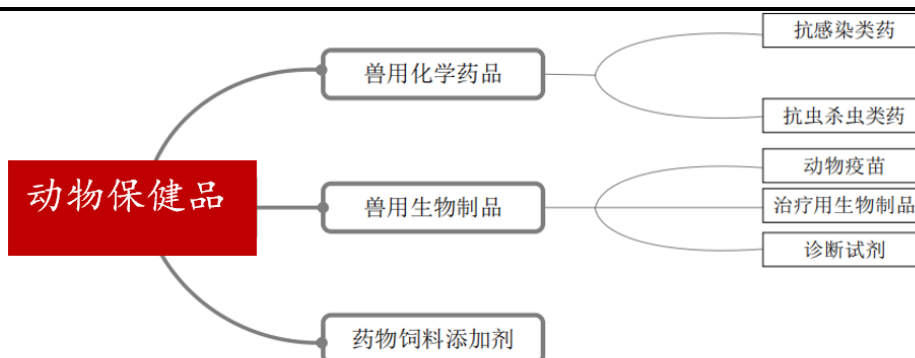
资料来源：ifind，华西证券研究所

2. 动保板块：正值周期底部，若回暖则有望为公司带来利润弹性释放

2.1. 行业层面：受下游养殖需求景气度+前期供给端产能快速扩充影响，当前正处周期底部

国邦动保板块包括动保原料药和动保制剂，其中主要以原料药为主。动物保健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。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。国邦的原料药产品主要有涵盖兽用抗生素类和抗虫杀虫药类，其中氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等产品品牌优势明显，同时公司是马波沙星、沙拉沙星、地克珠利、环丙氧嗪、加米霉素等特色动保专用原料药主要供应商。

图 13：动保行业分类



资料来源：公司公告，华西证券研究所

氟苯尼考、强力霉素系主要动保抗感染药物。氟苯尼考是畜禽养殖业使用量最大的动物专用抗生素，系氟喹诺酮类广谱抗生素，是目前氟喹诺酮类最为先进和敏感的品种，能够有效治疗由多种敏感细菌引起的感染，尤其在动物呼吸道疾病方面有着显著的疗效。强力霉素为广谱抑菌抗支原体药物，为人用和兽用两用产品。

动保需求端：下游养殖业景气度将直接影响需求端，但产业整体的刚性需求仍在。动保行业系畜禽养殖业主要上游产业之一，是体现养殖经济效益的重要环节。居民对肉类消费需求的提升也就带来养殖规模的不断放大，根据亚太易和，2022 年国内动物保健品市场规模 671.05 亿元，2015-2022 年间 CAGR 达 7.16%，故终端具备刚需情景。同时，动保需求端波动预计受猪周期等影响较大，猪肉价格的周期性波动会影响养殖业的盈利状态，进而影响对动保产品的需求情况。

动保供给端：受大中型兽药原料药企业产能持续扩充影响，供给相对过剩，同时中小产能持续出清。根据公司 23 年年报，大中型兽药原料药企业产能持续扩充、供给相对过剩，行业内价格竞争激烈，部分中小型企业竞争中难以维持运营，行业整合和淘汰的压力增大。由于下游畜牧养殖业集中度增加，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，故中小企业由于不具备规模及品牌等优势有望持续出清。

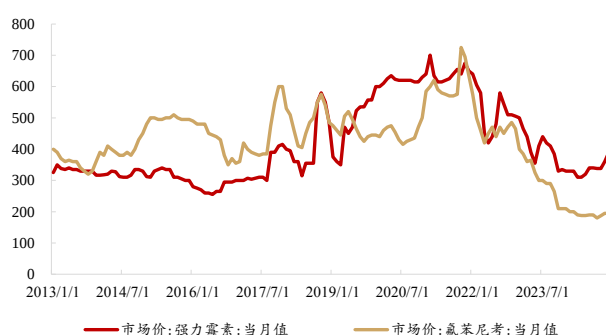
价格端：受供给及需求端双向影响，氟苯尼考及强力霉素价格目前仍处历史低位，但自 24 年 9 月以来已有所回升。根据中国兽药饲料交易中心数据，自 18 年起氟苯尼考及强力霉素的价格走势来看，其 20 及 21 年价格处于高位阶段，我们预计和当期下游生猪价格及养殖盈利处于较高水平所致。后受价格及单品盈利能力高位影响，我们推测部分兽药企业产能持续扩充导致新产能增加，供给相对过剩；同时叠加近年来养殖利润下降影响，及环保因素、原料供应等多方面影响，氟苯尼考及强力霉素等价格持续走弱。目前来看，氟苯尼考及强力霉素价格仍处历史低位，但自 24 年 9 月其已有所回升。展望未来，若下游需求端生猪养殖持续好转，养殖盈利抬升则有望带来动保景气度回升；同时供给侧受相关产品价格长时间低价位区间运行，中小厂家出清，若大厂限产、限供则市场供应可能将有所收紧，为价格反弹提供支撑，故我们认为后续相关兽药产品价格有望震荡上行。

图 14：中国自繁自养生猪养殖利润（元/每头）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 15：氟苯尼考及强力霉素价格（元/千克）

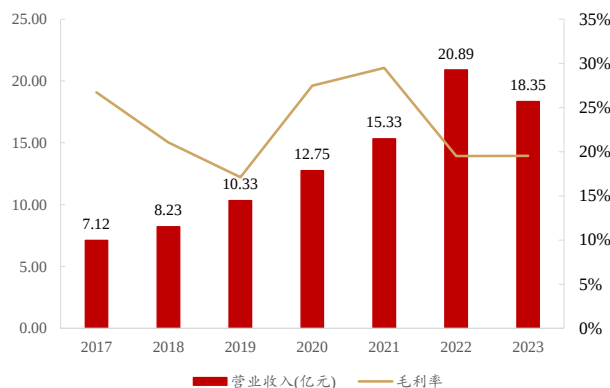


资料来源：ifind，华西证券研究所

2.2.公司层面：产品矩阵丰富，大吨位产能优势+持续提升的工艺能力增强公司竞争力

公司动保板块受行业竞争加剧影响 23 年有所承压，24 年相关产品价格仍处底部。国邦自成立以来持续深耕动保行业，公司动保板块收入自 2017-2022 年来呈稳健增长，CAGR 为 17.1%；但自 23 年来有所承压，主要系动保行业竞争加剧及相关产品价格下跌所致，24 年来公司核心动保产品氟苯尼考、强力霉素价格仍处于历史底部。

图 16：公司动保板块收入及毛利率情况（单位：亿元，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

公司以直销模式为主+丰富的产品矩阵，有望持续增加下游客户粘性以提升市占率。从销售模式来看，公司销售模式分为直销和非直销两种，以直销为主。直销客户系产品的直接使用用户，主要包括各类制剂生产商和其他生产商、养殖集团和养殖个体户等；非直销客户主要系国内外专业的医药贸易商/客户代理商。同时，截至 24 年 H1，公司已有 16 个动保原料药产品在国内注册获批，公司动保业务依托丰富的产品矩阵，积极寻求与养殖集团、主流动保制剂公司战略合作，有望进一步提升公司单品的市占率。

大吨位产能规模化优势赋能+持续工艺改进，有望提升公司动保竞争力。根据公司 24 年 8 月投关记录表，公司目前氟苯尼考产能 4000 吨，强力霉素产能 2500 吨，目前强力霉素基本处于满产状态，氟苯尼考产能在不断爬坡释放。根据兽药原料发展高峰论坛，氟苯尼考目前据估计合计总产能大概有 18000 吨，但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，产能严重过剩。公司已在氟苯尼考生产方面使用合成生物学酶法技术进行落地运用，带来其成本端的明显下降；同时从公司氟苯尼考的产能规模来看也具备相应的规模优势。强力霉素国邦目前产能 2500 吨，同样具备规模化生产优势。考虑到公司的氟苯尼考和强力霉素均为大吨位单品，且系动保行业主流原料药品类，若后续价格回暖我们认为也有望为公司带来可观利润弹性。

表 1：氟苯尼考主要企业产能情况

企业	产能（t/a）
康牧动保	4500
国邦	4000
普洛	2000
市场总计产能	约 18000t

资料来源：公司公告、农财宝典畜牧版，华西证券研究所

表 2：强力霉素主要企业产能情况

企业	产能（t/a）
----	---------

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

国邦	2500
扬州联博	1500
河北久鹏	1000
开药集团	约 500

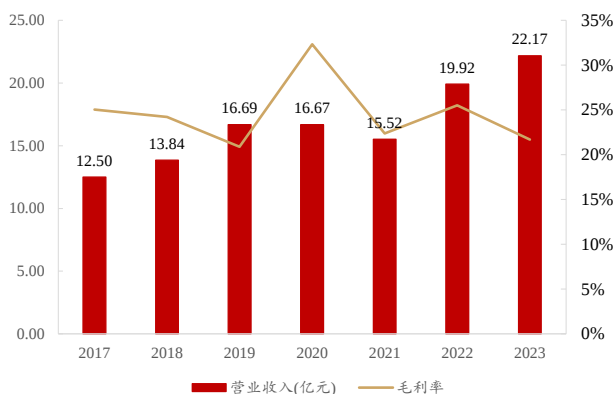
资料来源：公司公告、亚太易和，华西证券研究所

3.医药板块：大环内酯类 API 当前需求景气度高，中间体 静待下游需求端回暖

3.1.医药原料药：大环内酯类 API 需求景气度较高，特色原料 药将打造新增长点

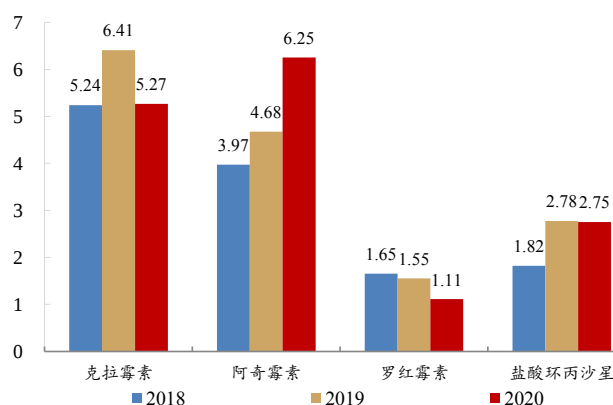
公司医药板块涵盖原料药、关键医药中间体及制剂。原料药方面，公司是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要供应商之一，产品主要有阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、（盐酸、乳酸）环丙沙星、头孢系列产品等大宗原料药，和阿折地平、福多司坦等特色原料药。关键医药中间体方面，公司主要围绕还原剂系列产品、高级胺系列产品等开展经营；为医药、动物保健品业务提供内部原料支撑的同时，硼氢化钠、硼氢化钾、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、环丙胺等产品亦有成规模的对外销售。

图 17：医药原料药收入及毛利率（单位：亿元，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 18：国邦主要医药原料药销售收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

大环内酯类药物是临床上常用抗感染药物之一，阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素为第二代大环内酯类抗生素品种。大环内酯类药物是临床上常用抗感染药物之一，虽然其耐药情况形式堪忧，特别是肺炎链球菌和肺炎支原体耐药形势最为严峻，但大环内酯类药物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。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。

图 19：常用大环内酯类抗菌药抗菌谱

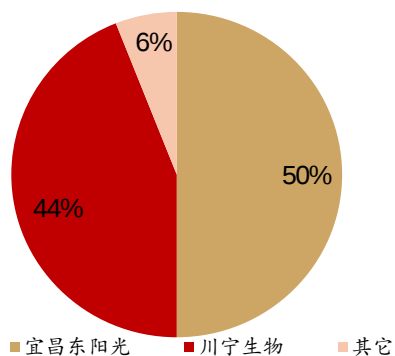
病原菌		主要药物		
		红霉素	阿奇霉素	克拉霉素
需氧革兰阳性球菌	表皮葡萄球菌(敏感)	+	+	+
需氧革兰阳性杆菌	醋酸杆菌属	++	++	++
	白喉杆菌	++	+	+
需氧革兰阴性杆菌-肠杆菌	空肠弯曲菌	++	++	+
	沙门菌属		+	
	志贺菌属		+	
需氧革兰阴性杆菌-非肠杆菌	巴尔通体属	+	++	++
	百日咳鲍特菌	+	++	++
	伯氏疏螺旋体	+	+	+
	贝纳立克次体	+	+	+
	杜克嗜血杆菌	++	++	
	流感嗜血杆菌		+	+
	军团菌属	++	++	++
	钩端螺旋体	+	++	+
	卡他莫拉菌	+	+	+
	淋球菌		+	
	苍白螺旋体		+	
	霍乱弧菌	+	+	
	副溶血弧菌		+	
需氧细胞壁缺陷的细菌	沙眼衣原体	+	++	+
	衣原体属	+	+	+
	生殖衣原体		++	
	解脲脲原体	++	++	+
厌氧革兰阳性菌	放线菌属	++	+	+
	梭菌属(非艰难梭菌)	+	+	+

资料来源：丁香园用药助手公众号，华西证券研究所（++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）。）

大环内酯类 API 需求端：疫情后迎来逐渐恢复，当前需求景气度较高。根据公司 23 年 7 月投关表，22 年受疫情和物流影响及客户拿货积极性较低等因素影响；但自 23 年以来，罗红霉素市场环节都比较积极，克拉霉素和阿奇霉素处于疫情后恢复阶段。国家卫健委 23 年 2 月发布的《儿童肺炎支原体肺炎诊疗指南（2023 年版）》指出，大环内酯类抗菌药物为肺炎支原体肺炎的首选治疗药物。根据公司 24 年 8 月投关表，24 年上半年来公司大环内酯类产品处于较高的景气度，销量和价格同比来看都较好，市场需求较为稳定，各种感染的散乱发生对公司抗感染类产品销售有一定的促进作用。

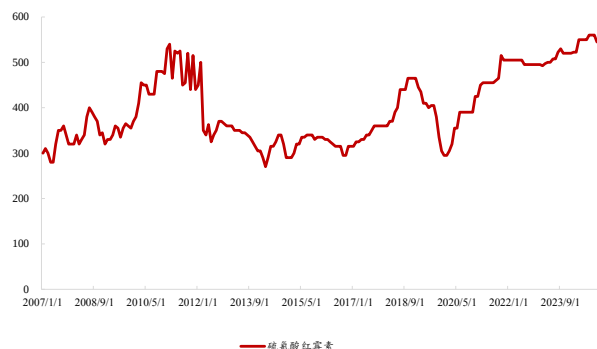
大环内酯类 API 供给端：前端原材料硫氰酸红霉素预计供应格局及价格稳定，国邦 API 产能具备领先优势。大环内酯类原料药主要上游为硫氰酸红霉素，根据公司招股书，硫氰酸红霉素在公司主要原料药品种中原材料成本占比在 70-90%；目前硫氰酸红霉素价格依旧维持历史上高位。根据川宁生物 24 年 8 月投关表，硫氰酸红霉素目前市场供需平衡，并无新进产能，所以预计硫氰酸红霉素会维持目前的价格区间。根据国邦 24 年 8 月投关表，公司作为市场上主要购买方，和供应商保持长期友好合作关系，成本端也具备相对采购优势。从公司主要大环内酯类 API 产能格局来看，国邦产能占据市场领先地位。根据公司招股书数据，2017 年-2019 年公司阿奇霉素、克拉霉素原料药出口量均占我国首位。根据公司 24 年 7 月医药原料药绿色智造升级及中间体循环利用技改项目环评报告，公司该项目将形成年产 5362 吨原料药，其中 700 吨罗红霉素（新增 280 吨）、1200 吨阿奇霉素（新增 450 吨）。

图 20：硫氰酸红霉素产能格局



资料来源：川宁生物招股书，华西证券研究所

图 21：硫氰酸红霉素价格（元/千克）



资料来源：wind，华西证券研究所

表 3：国邦主要大环内酯类品种产能情况

产品名称	产能（t/a）
克拉霉素	1000t
阿奇霉素	750t（并新增 450t）
罗红霉素	420t（并新增 280t）

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4：阿奇霉素主要产能（包括在建）格局情况

产品名称	产能（t/a）
国邦	1200t（其中新增 450t）
国药现代	约 1000
石药欧意	1000
康恩贝	300
东阳光	200

资料来源：公司公告，亚太易和，华西证券研究所

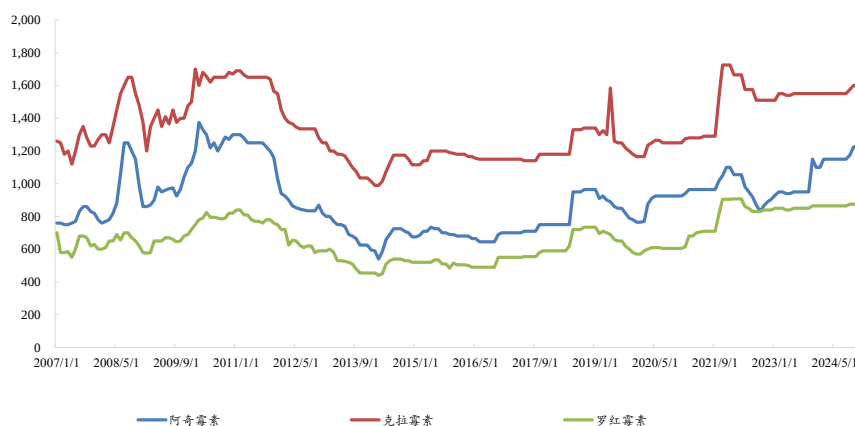
表 5：克拉霉素主要产能（包括在建）格局情况

产品名称	产能（t/a）
国邦	1000t
东阳光	150
康恩贝	150

资料来源：公司公告，原料药情报局，华西证券研究所

价格端：考虑到当前下游需求景气度高+原材料硫红价格高位，未来相关大环内酯类 API 价格有望维持高位。24 年阿奇霉素和克拉霉素价格都有小幅上升，罗红霉素基本稳定不变，受下游抗生素市场需求持续旺盛，及供给端大环内酯类原料药上游原材料硫氰酸红霉素持续高位的影响，相关 API 产品未来价格有望保持高位。

图 22：阿奇霉素、克拉霉素、罗红价格（元/千克）



资料来源：wind，华西证券研究所

除大吨位抗生素 API 品类外，公司持续布局特色原料药品种以打造新增长点。公司在特色原料药产品布局 30 余个，在抗菌，代谢，心血管，精神类等领域都有布局。根据公司 24 年 8 月投关表，公司特色原料药板块主要产品如莫西沙星，泰拉霉素，维格列汀等都已显著增长。公司募投的特色原料药暨产业链完善项目已于 22 年 1 月达到可使用状态，截至 24 年 H1 累计投入进度已达 94.4%。根据公司 23 年 7 月投关表，已逐步形成销售和贡献产品有莫西沙星、维格列汀、碳酸铜、利伐沙班等。根据药智网，截至 24Q4，国邦目前共拥有 14 个产品的美国 DMF 证书处于激活状态，12 个产品的欧洲 CEP 证书处于有效状态。

表 6：国邦特色原料药暨产业链完善项目

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

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7：国邦 API 品种于美国和欧洲的注册情况

状态	产品名称及发证日期
美国 DMF 激活状态品种	阿哌沙班（注册时间：2024-07-20）；依度沙班（2024-05-29）；托匹司他（2024-05-02）；布瑞哌唑（2024-03-24）；富马酸伏诺拉生（2024-03-21）；盐酸胍法辛（2024-01-11）；碳酸铜；马昔腾坦；利伐沙班；盐酸莫西沙星；阿奇霉素；克拉霉素；环丙沙星；红霉素
欧洲 CEP 有效状态品种	盐酸环丙沙星（发证日期：2023-6）；盐酸多西环素（2024-09）；罗红霉素（2024-4）；盐酸莫西沙星；利伐沙班；兽用地克珠利；兽用马波沙星；琥珀酸索利那新；兽用恩诺沙星；环丙沙星

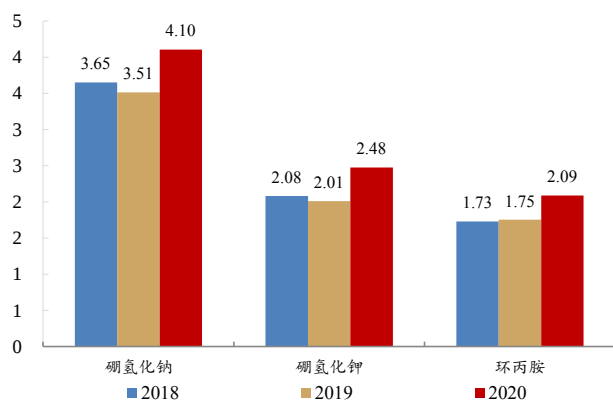
资料来源：药智网，华西证券研究所

3.2.医药中间体：主要围绕还原剂系列产品，公司是国内相关产能最大企业之一

公司关键医药中间体主要围绕还原剂系列产品、高级胺系列产品等。在为医药、动物保健品业务提供内部原料支撑的同时，公司硼氢化钠、硼氢化钾、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、环丙胺等产品亦有成规模的对外销售

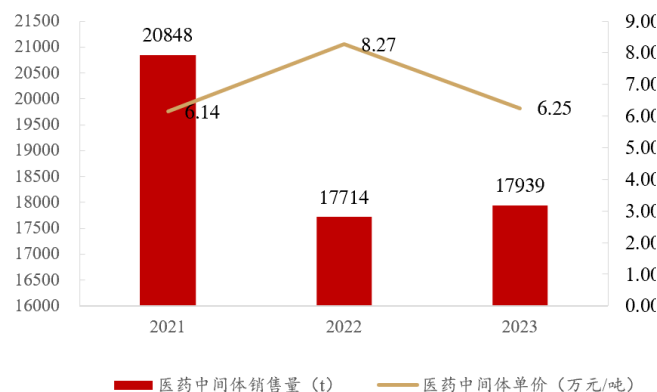
硼氢化钠下游应用范围广泛，23 年来受下游需求不振影响价格有所下行。硼氢化钠是一种水溶性还原剂，用于醛类、酮类、酰氯类的还原剂，下游应用范围广泛，涉及医药、农药、造纸、环保等领域；同时，硼氢化钠本身是抗病毒药物（包括抗艾滋病药物）的关键中间体如拉米夫定等。硼氢化钠产品具备非常高的技术壁垒和特殊性，短期内其他竞争者进入有难度。价格方面：22 年中间体硼氢化钠受新冠药物影响销售需求较高，23 年由于医药中间体受下游需求不振影响，行业价格下行。考虑到还原剂占下游生产成本比重较低，价格敏感性相对较低，后续待下游需求有所恢复则价格也有望出现回升趋势。

图 23：国邦主要医药中间体销售收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24：国邦医药中间体销量及单价情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

国邦是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大企业之一。根据 QYResearch，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，其中 2022 年全球前三大厂商占有大约 82.0% 的市场份额。公司是国内少数能大规模、稳定供应硼氢化钠、硼氢化钾等中间体产品的生产商之一，掌握生产反应的核心技术，生产可控稳定。根据公司 22 年 1 月投关表，公司液体硼氢化钠产能为 60000 吨已建成，其中主要作为公司年产 4000 吨固体硼氢化钠的中间体，其余部分对外销售用于清洁造纸等领域。同时根据公司《60000t/a 液体硼氢化钠、20000t/a 硼酸三甲酯、30000t/a 液体次氯酸钠项目》公告内容，项目建成后将新增 40000 吨/年液体硼氢化钠生产能力，之后液体硼氢化钠总产能将达 100000 吨/年，液体硼氢化钠是生产硼氢化钠、硼氢化钾的中间体，可以进行后续生产硼氢化钠、硼氢化钾。

表 8：国邦主要医药中间体产能情况

产品名称	产能 (t/a)
硼氢化钠	4000 固体+100000 液体
硼氢化钾	3000
环丙胺	2000

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.业绩拆分及盈利预测

4.1.业绩拆分

核心假设

- **动保板块：**公司持续深耕动保行业，其中氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等产品品牌优势明显。公司已在氟苯尼考生产方面使用合成生物学酶法技术进行落地运用，带来其成本端的明显下降；公司目前氟苯尼考产能 4000 吨，产能在不断爬坡释放。强力霉素产能 2500 吨，同样具备规模化生产优势，根据公司 24 年 8 月投关记录表，目前强力霉素基本处于满产状态。考虑到公司的氟苯尼考和强力霉素均为大吨位单品，且系动保行业主流原料药品类，当前价格处于历史低位，若后续价格回暖也有望为公司带来可观利润弹性。我们预期 24-26 年公司动保板块分别实现收入 18.77/21.55/25.15 亿元，增速分别为 2%/15%/17%。
- **动保添加剂及制剂：**考虑到公司动保添加剂及制剂规模较小，我们预期其增速相对稳健，预期 24-26 年公司动保添加剂及制剂分别实现收入 2.07/2.17/2.28 亿元，增速分别为 5%/5%/5%。
- **医药原料药：**考虑到公司是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要供应商之一。大环内酯类 API 需求端于疫情后迎来恢复，当前景气度较高且价格高位，公司目前拥有克拉霉素（1000t）、阿奇霉素（750t，后新增 450t）、罗红霉素（420t，后新增 280t）。同时，除大吨位抗生素 API 品类外，公司持续布局特色原料药品种以打造新增长点，主要产品如莫西沙星，泰拉霉素，维格列汀等都已显著增长。我们预期 24-26 年公司医药原料药板块分别实现收入 25.50/29.32/33.72 亿元，增速分别为 15%/15%/15%。
- **医药中间体：**考虑到公司是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大企业之一，且相关产品生产对工艺、安全、环保等具有较高要求，生产壁垒较高。后续待下游需求有所恢复则价格也有望出现回升趋势。我们预期 24-26 年公司医药中间体分别实现收入 12.33/14.06/16.03 亿元，增速分别为 10%/14%/14%。
- **医药制剂：**考虑到公司医药制剂规模较小，我们预期其增速相对稳健，预期 24-26 年医药制剂分别实现收入 1.69/1.94/2.14 亿元，增速分别为 15%/15%/10%。

表 9：公司业绩拆分及预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
医药原料药						
收入（百万元）	1552.17	1992.10	2217.19	2549.76	2932.23	3372.06
YOY	-6.91%	28.34%	11.30%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	22.38%	25.51%	21.68%	26.00%	26.50%	26.50%
业务收入比例(%)	34.45%	34.82%	41.45%	43.59%	43.72%	43.66%
医药中间体						
收入（百万元）	1280.27	1464.35	1121.03	1233.13	1405.77	1602.58
YOY	11.50%	14.38%	-23.45%	10.00%	14.00%	14.00%
毛利率(%)	42.02%	43.17%	34.05%	36.00%	38.00%	38.00%
业务收入比例(%)	28.42%	25.60%	20.96%	21.08%	20.96%	20.75%
医药制剂						

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

收入（百万元）	126.98	157.69	146.97	169.01	194.36	213.80
YOY	16.83%	24.18%	-6.80%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	7.83%	9.22%	12.30%	15.00%	15.00%	15.00%
业务收入比例(%)	2.82%	2.76%	2.75%	2.89%	2.90%	2.77%
动保原料药						
收入（百万元）	1533.50	2089.46	1834.79	1877.39	2155.02	2514.68
YOY	20.28%	36.25%	-12.19%	2.32%	14.79%	16.69%
毛利率(%)	29.49%	19.50%	19.54%	17.00%	18.40%	19.37%
业务收入比例(%)	34.04%	36.52%	34.30%	32.10%	32.13%	32.56%
动保添加剂及制剂						
收入（百万元）	222.77	228.56	197.03	206.88	217.23	228.09
YOY	54.38%	2.60%	-13.79%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	28.04%	14.03%	10.05%	13.00%	13.00%	13.00%
业务收入比例(%)	62.47	32.06	19.80	26.89	28.24	29.65
合计						
营业总收入	4505.4	5720.9	5349.4	5849.30	6707.38	7723.12
同比(%)	7.1%	27.0%	-6.5%	9.34%	14.67%	15.14%
毛利	30.14%	27.55%	23.41%	24.99%	26.04%	26.31%
销售毛利率(%)	1357.7	1576.0	1252.3	1461.5	1746.8	2031.6

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2.盈利预测及投资建议

考虑到公司持续深耕医药+动保大单品，医药板块大环内酯类 API 当前需求景气度高，同时公司持续布局特色原料药品种以打造新增长点；动保板块方面，公司在相关动保 API 产品方面具备产能及制造优势，未来若下游需求端持续好转+中小产能出清也有望带来周期向上，则也有望为公司带来可观利润弹性。故我们预测 2024-2026 年营业收入分别为 58.49/67.50/78.11 亿元，归母净利润分别为 7.8/9.58/11.53 亿元，对应 EPS 分别为 1.4/1.71/2.06 元，对应 2025 年 1 月 22 日收盘价 19.74 元/股，对应 PE 分别为 14/11/10 倍，首次覆盖、给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况（20250122）

代码	公司	股价（元/股）	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002332.SZ	仙琚制药	9.84	0.57	0.7	0.85	1.03	17	14	12	10
000739.SZ	普洛药业	15.31	0.9	0.99	1.16	1.37	17	15	13	11
603229.SH	奥翔药业	8.37	0.43	0.36	0.44	0.56	31	23	19	15
平均							22	17	15	12
605507.SH	国邦医药	19.74	1.10	1.40	1.71	2.06	18	14	12	10

资料来源：wind，华西证券研究所。注：除国邦医药和仙琚制药外，盈利预测均为 wind 一致预测

5.风险提示

- **主要产品价格波动风险：**公司动保及医药原料药和中间体收入占营收比例较高，若相关产品价格朝不利方向变动，则公司经营业绩存在下滑的风险。
- **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。
- **新品放量低于预期：**公司新布局产品存在销售不及预期风险。
- **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，均会对公司收入和盈利能力带来一定影响。
- **药品价格下降风险：**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，医保控费、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，机遇与挑战并存。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,349	5,849	6,750	7,811	净利润	610	779	956	1,150
YoY (%)	-6.5%	9.3%	15.4%	15.7%	折旧和摊销	322	466	552	659
营业成本	4,097	4,380	4,991	5,735	营运资金变动	-434	-416	21	-221
营业税金及附加	36	35	42	49	经营活动现金流	517	826	1,525	1,585
销售费用	74	70	78	89	资本开支	-724	-976	-1,085	-1,132
管理费用	303	310	351	398	投资	362	-55	-73	-43
财务费用	-46	-8	1	-7	投资活动现金流	-361	-1,012	-1,140	-1,155
研发费用	191	204	236	275	股权募资	8	-2	0	0
资产减值损失	-31	1	1	1	债务募资	308	342	105	-26
投资收益	13	13	18	19	筹资活动现金流	-46	327	89	-43
营业利润	702	885	1,085	1,309	现金净流量	120	155	474	388
营业外收支	-5	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	698	886	1,085	1,309	成长能力				
所得税	88	107	129	159	营业收入增长率	-6.5%	9.3%	15.4%	15.7%
净利润	610	779	956	1,150	净利润增长率	-33.5%	27.4%	22.8%	20.4%
归属于母公司净利润	612	780	958	1,153	盈利能力				
YoY (%)	-33.5%	27.4%	22.8%	20.4%	毛利率	23.4%	25.1%	26.1%	26.6%
每股收益	1.10	1.40	1.71	2.06	净利率	11.4%	13.3%	14.2%	14.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.9%	7.0%	7.7%	8.2%
货币资金	2,094	2,249	2,723	3,111	净资产收益率 ROE	8.2%	9.5%	10.4%	11.2%
预付款项	477	392	358	531	偿债能力				
存货	1,369	1,591	1,726	1,994	流动比率	2.22	2.33	2.26	2.30
其他流动资产	1,504	1,418	1,593	1,812	速动比率	1.45	1.49	1.51	1.50
流动资产合计	5,443	5,651	6,400	7,447	现金比率	0.85	0.93	0.96	0.96
长期股权投资	101	129	166	187	资产负债率	28.2%	26.1%	26.4%	26.4%
固定资产	3,693	4,154	4,708	5,255	经营效率				
无形资产	359	390	429	448	总资产周转率	0.55	0.54	0.57	0.59
非流动资产合计	4,918	5,478	6,085	6,601	每股指标 (元)				
资产合计	10,362	11,129	12,485	14,048	每股收益	1.10	1.40	1.71	2.06
短期借款	483	474	578	553	每股净资产	13.30	14.72	16.43	18.49
应付账款及票据	1,715	1,321	1,589	1,985	每股经营现金流	0.92	1.48	2.73	2.84
其他流动负债	252	634	661	704	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,450	2,428	2,828	3,242	估值分析				
长期借款	452	452	452	452	PE	17.77	14.01	11.41	9.48
其他长期负债	23	21	21	21	PB	1.32	1.33	1.19	1.06
非流动负债合计	475	473	473	473					
负债合计	2,924	2,901	3,301	3,714					
股本	559	559	559	559					
少数股东权益	5	4	2	-1					
股东权益合计	7,437	8,228	9,184	10,334					
负债和股东权益合计	10,362	11,129	12,485	14,048					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。