

国邦医药（605507.SH） 医药板块稳健增长，动保原料药有望迎来周期拐点

2025 年 03 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

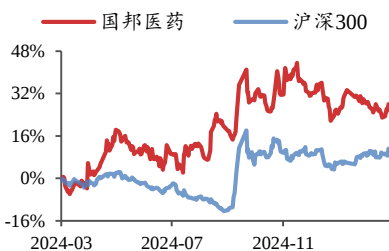
ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2025/3/14
当前股价(元)	19.87
一年最高最低(元)	23.09/14.76
总市值(亿元)	111.04
流通市值(亿元)	59.95
总股本(亿股)	5.59
流通股本(亿股)	3.02
近 3 个月换手率(%)	52.05

股价走势图



数据来源：聚源

● 医药原料药板块稳健增长，动保原料药有望贡献较大业绩弹性

公司深耕医药原料药及中间体业务，战略拓展动保原料药业务。凭借公司做精大品种的能力，逐步实现动保领域核心产品的做大做强。受硫氰酸红霉素等原材料价格稳定影响，大环内酯类原料药价格维持稳定水平，受需求增长拉动，公司大环内酯类原料药销量维持较快增长。硼氢化钠等中间体价格底部企稳，公司市场份额较高，有望贡献部分业绩弹性。动保原料药处于供给出清尾声，行业需求复苏，预计未来几年动保原料药有望贡献较大业绩弹性。我们看好公司的长期发展，预计 2024-2026 年归母净利润为 7.98/9.95/12.35 亿元，当前股价对应 PE 为 13.9/11.2/9.0 倍，估值性价比高，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 大环内酯类 API 价格维持高位，销量稳定增长

公司医药原料药板块保持较快增长，从 2017 年的 12.5 亿元增长到 2023 年 22.17 亿元，复合增速 10.02%，毛利率稳定在 20%以上，2023 年毛利率为 21.7%。大环内酯类原料药需求较好，受成本端支撑，价格维持高位，此外，公司莫西沙星等新品种快速放量，特色原料药板块有望贡献部分业绩弹性。受新冠疫情影响，近些年公司中间体板块业绩有所波动，2023、2024 年中间体产品价格处于底部区域，随着公司产能释放及需求增长，市场份额有望进一步提升。

● 动保原料药业务进入新一轮向上周期，有望贡献较大业绩弹性

公司近些年重点发力动保原料药业务，受供给过剩及需求低迷影响，产品价格持续下降。公司产能快速增长，市场份额快速上升。2024 年行业需求增长，供给端处于出清尾声阶段，动保原料药领域迎来明显复苏，兽药原料价格指数持续上行，其中强力霉素价格显著回升，氟苯尼考价格温和上涨，替米考星、泰妙菌素、泰乐菌素等产品价格实现较大上涨。预计未来几年动保原料药价格上涨周期有望带动公司业绩大幅增长。

● **风险提示：**产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险、行业政策变化风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,721	5,349	5,888	6,787	7,618
YOY(%)	27.0	-6.5	10.1	15.3	12.2
归母净利润(百万元)	921	612	798	995	1,235
YOY(%)	30.4	-33.5	30.2	24.8	24.1
毛利率(%)	27.5	23.4	24.2	25.9	27.5
净利率(%)	16.1	11.4	13.5	14.7	16.2
ROE(%)	12.9	8.2	9.9	11.2	12.4
EPS(摊薄/元)	1.65	1.10	1.43	1.78	2.21
P/E(倍)	12.1	18.1	13.9	11.2	9.0
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 国邦医药：全球领先的医药及动保原料药龙头企业.....	4
1.1、 股权结构稳定，子公司业务协同发展.....	4
1.2、 营收稳健增长，毛利率底部回升	6
2、 大环内酯类 API 稳健增长，特色原料药板块快速增长	10
2.1、 全球医药市场持续增长	10
2.2、 原料药制剂一体化，构建产业闭环.....	10
3、 行业供需改善，动保板块迎来周期拐点.....	15
3.1、 政策推动下兽药格局逐步改善，行业集中度有望提升	15
3.2、 动保市场复苏有望驱动兽药市场规模持续增长.....	16
3.3、 行业供给出清，动保原料药价格企稳回升.....	18
4、 盈利预测与投资建议	24
4.1、 关键假设	24
4.2、 盈利预测与估值	25
5、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 近些年公司营收持续增长	7
图 2： 公司扣非归母净利润有所波动	7
图 3： 公司医药板块收入占比逐步扩大	7
图 4： 公司医药板块毛利占比维持较高水平.....	7
图 5： 近三年公司内销外销占总营收比重相当	8
图 6： 公司毛利率呈底部回升趋势	8
图 7： 医药板块毛利率维持较好水平	8
图 8： 期间费用率较平稳，财务费用率有所下降.....	9
图 9： 公司的研发投入保持较高水平，占营业收入比重保持稳定	9
图 10： 2018-2024Q（1-3）公司资本开支情况	10
图 11： 2018-2024Q（1-3）公司固定资产和在建工程情况	10
图 12： 全球医药市场持续增长（十亿美元）	10
图 13： 中国医药市场维持增长趋势（十亿元）	10
图 14： 医药板块稳健增长，毛利率维持较高水平.....	11
图 15： 医药原料药收入占比逐年提升	11
图 16： 环丙沙星价格保持稳定，阿奇霉素克拉霉素价格呈增长趋势	12
图 17： 国内硫氰酸红霉素呈双寡头格局	12
图 18： 公司预付款项持续增长	12
图 19： 关键医药中间体毛利率较高	14
图 20： 医药制剂板块营业收入稳步增长	15
图 21： 2020 年我国兽用抗菌类药物使用数量最多的是四环素类	17
图 22： 全球兽药产业销售额稳步增长（单位：亿美元）	17
图 23： 中国兽药产业销售额逐步增长（单位：亿元）	17
图 24： 我国猪肉产量逐步增多	17
图 25： 公司动保板块收入稳健增长	19

图 26: 动保原料药是动保板块收入贡献主体.....	19
图 27: 氟苯尼考收入规模较大 (单位: 亿元)	19
图 28: 氟苯尼考产能逐渐增加 (单位: 吨)	19
图 29: 氟苯尼考价格处于历史低位	20
图 30: 氟苯尼考价格底部企稳回升 (元/kg)	21
图 31: 强力霉素价格先下降后趋于平稳 (元/kg)	22
图 32: 强力霉素价格逐渐上升 (元/kg)	22
图 33: 泰拉霉素是国邦医药动保特色原料药.....	23
图 34: 泰拉霉素价格处于底部位置	23
表 1: 历经 28 年发展, 国邦医药已成为国际化医药及动保原料药的龙头企业	4
表 2: 三大类产品齐头并进, 治疗领域覆盖广泛.....	4
表 3: 公司股权结构清晰, 子公司协同发展.....	5
表 4: 公司员工持股计划内容	5
表 5: 公司员工持股计划持有人	5
表 6: 公司高管均具有丰富的行业经验	6
表 7: 公司医药原料药产品丰富	11
表 8: 公司布局特色原料药品种	13
表 9: 公司医药中间体产品丰富	13
表 10: 公司医药中间体产品丰富	14
表 11: 行业监管力度加大, 环保限产、限抗政策频出	15
表 12: 兽药产品分为兽药生物制品、兽用化学和饲料添加剂三类.....	16
表 13: 国邦医药兽用抗菌类药物主要是酰氨醇类、喹诺酮类及大环内酯类	18
表 14: 氟苯尼考生产企业多, 存在产能过剩现象.....	20
表 15: 公司强力霉素二期产能顺利投产	21
表 16: 公司其他动保类产品丰富	23
表 17: 2024-2026 年国邦医药各板块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	24
表 18: 与可比公司相比, 公司估值较低, 动保业务有望迎来周期拐点	25

1、国邦医药：全球领先的医药及动保原料药龙头企业

国邦医药，创立于1996年，主营医药以及动物保健品领域相关产品的研发、生产和销售。历经28年发展，公司已建立起覆盖全球的销售网络，产品销往全球115个国家和地区，与全球3000多家客户建立了合作关系。

表1：历经28年发展，国邦医药已成为国际化医药及动保原料药的龙头企业

年份	业务发展
1996年	成立浙江国邦饲料有限公司
1999年	成立新昌和宝生物科技有限公司
2000年	成立浙江国邦应用化工有限公司，后改名为浙江国邦药业有限公司
2005年	成立新昌国邦进出口有限公司，浙江国邦饲料有限公司变更为新昌国邦化学工业有限公司
2006年	成立浙江国邦企业教育学院和山东国邦药业有限公司
2012年	成立杭州国邦企业管理有限公司和国邦药物研究院
2017年	成立浙江中同药业有限公司
2019年	投资新建浙江上虞“国邦生命科技产业园”和山东潍坊“国邦健康产业园”，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	国邦医药在上海证券交易所成功上市，股票代码为“605507”。
2022年	成立国邦创业投资有限公司

资料来源：国邦医药官网、开源证券研究所

目前，公司拥有丰富的产品系列，涵盖医药原料药、关键医药中间体及动物保健品等多个领域，在全球市场占据领先地位。

表2：三大类产品齐头并进，治疗领域覆盖广泛

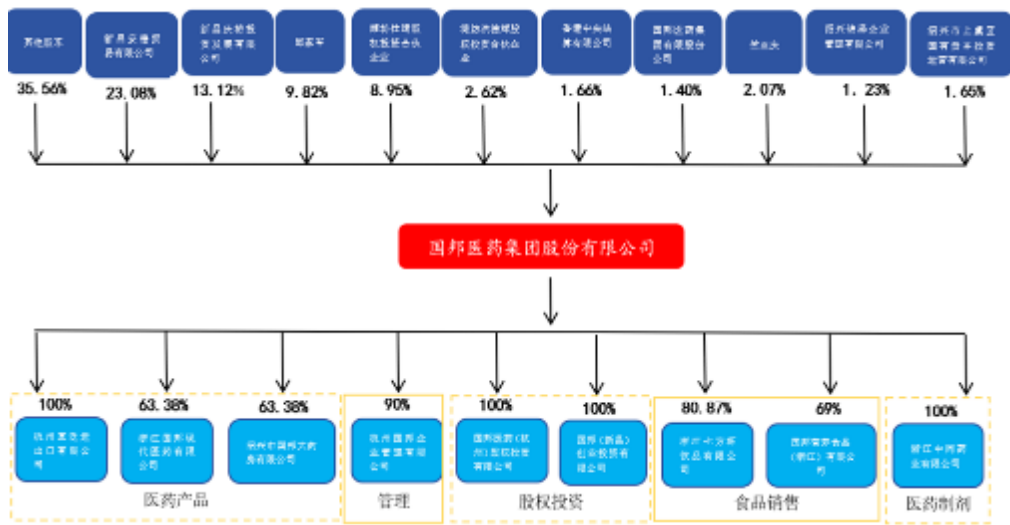
产品类别	覆盖领域	代表产品
医药原料药和制剂	抗生素类、心血管系统类、呼吸系统类、泌尿系统类等	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等
关键医药中间体	还原剂、高级胺等	硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等
动物保健品	兽用抗生素动保原料药产品、兽用抗虫杀虫药、类动保原料药产品、特色动保专用原料药等	马波沙星、沙拉沙星、地克珠利、加米霉素、氟苯尼考、恩诺沙星、强力霉素等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、股权结构稳定，子公司业务协同发展

公司股权架构清晰，子公司业务协同发展。国邦医药公司的股权架构清晰，实控人团队持股比例稳定，子公司业务分工明确。公司实际控制人为邱家军、陈晶晶夫妇，通过直接和间接持股合计控制超40%的股份。

表3：公司股权结构清晰，子公司协同发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

国邦医药第一期员工持股计划参与对象包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干，总人数不超过 260 人。资金来源为员工合法薪酬、自筹资金以及法律法规允许的其他方式，初始拟筹集资金总额不超过 1.25 亿元。股票来源包括公司回购专用账户回购的股票和通过二级市场购买的股票。员工持股计划的锁定期为 12 个月。国邦医药第一期员工持股计划的实施，旨在将员工利益与公司发展紧密结合，进一步完善公司治理水平，调动核心团队的积极性，促进公司长期可持续发展。

表4：公司员工持股计划内容

项目	内容
总金额	1.25 亿元
股票来源	公司回购专用账户回购的公司股票和 / 或通过二级市场购买等法律法规可的方式获得的公司股票
回购股价	回购的实际价格区间为 13.05 元/股至 18.66 元/股，回购价格不超过 25 元/股
授予激励股价	成交均价为 16.01 元/股
锁定期	12 个月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2024 年 8 月 6 日，公司完成第一期员工持股计划的非交易过户，将回购专用证券账户中的 612.7 万股股票过户至员工持股计划专用账户，过户价格为 15.85 元/股。员工持股计划还通过二级市场累计购入 171.26 万股公司股票，成交均价为 16.01 元/股，成交金额为 2044.74 万元（不含交易费用）。

表5：公司员工持股计划持有人

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		
廖仕学	董事兼总裁		
竺亚庆	董事		
龚裕达	董事、财务总监 兼董事会秘书		

姚礼高	董事、副总裁		
李琦斌	董事、副总裁	3650	29.2%
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骨干		8850	70.8%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理团队行业经验丰富。创始人邱家军为高级工程师，现任国邦医药董事长、中国化学制药工业协会特邀副会长，1988年至1996年任职于浙江新昌制药厂。1996年至2019年邱家军历任国邦有限总裁、董事长。廖仕学为工程硕士学历，1998年开始参加工作，历任浙江国邦车间副主任、车间主任、生产计划部经理、副总经理，山东国邦总经理。其他高管均具有丰富的行业经验。

表6：公司高管均具有丰富的行业经验

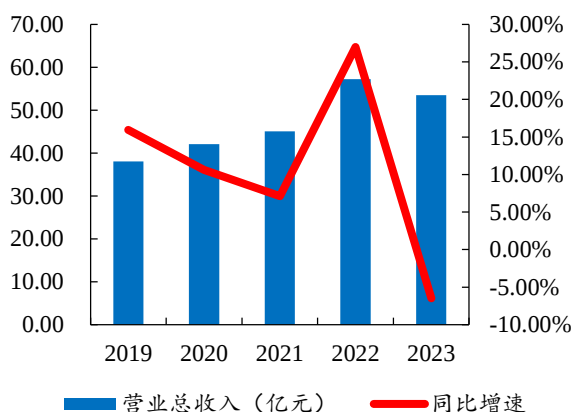
姓名	职务	工作经历
邱家军	董事长	曾在浙江新昌制药厂任职，自1996年起担任国邦有限总裁、董事长，拥有丰富的行业经验和卓越的管理能力
廖仕学	董事兼总裁	1998年开始在国邦医药工作，历任车间副主任、车间主任、生产计划部经理、副总经理等职务，现任山东国邦总经理。
龚裕达	董事、财务总监兼董事会秘书	自1991年开始在新昌制药厂工作，1996年起历任国邦有限财务部经理、总经理助理、财务总监。
竺亚庆	董事	曾任职于浙江国邦药业有限公司董事，浙江国邦现代医药有限公司董事，新昌和宝生物科技有限公司董事，山东国邦药业有限公司总经理、董事长，国邦医药化工集团有限公司副总经理、党委副书记、集团副总裁。
姚礼高	董事、副总裁	曾任职于浙江国邦药业有限公司车间技术员、车间副主任、主任、生产部经理、一分厂厂长、五分厂厂长、兽药部 总经理、总经理。
李琦斌	董事、副总裁	曾任职于浙江国邦药业有限公司，现任山东国邦药业有限公司技术研究员、副 总经理、总经理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、营收稳健增长，毛利率底部回升

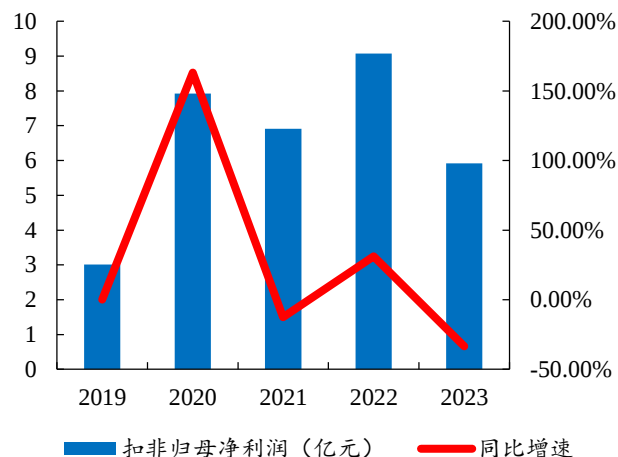
营收稳健增长，2024 年利润端恢复增长。公司营收从 2020 年 42.06 亿元增长至 2023 年的 53.49 亿元，CAGR 达 8.91%。受行业产能扩张、国际环境等因素影响，近些年公司利润端有所波动，2023 年公司扣非归母净利润有所下滑，2024 年前三季度公司扣非归母净利润 5.65 亿元，同比增长 16.87%。

图1：近些年公司营收持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

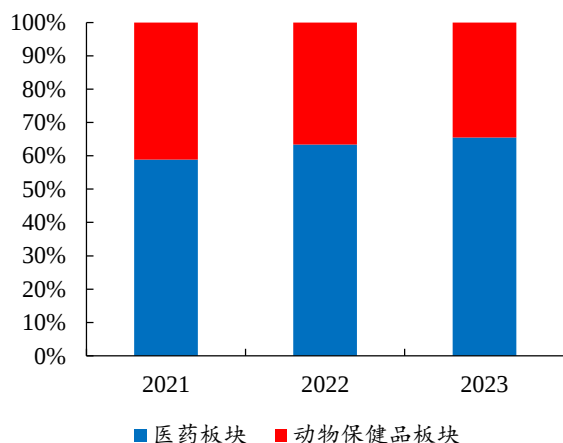
图2：公司扣非归母净利润有所波动



数据来源：公司公告、开源证券研究所

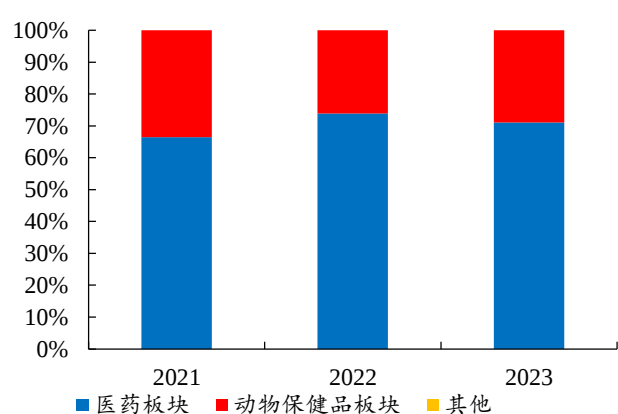
医药板块收入占比逐步扩大。公司医药板块占总营收比重维持较高水平，近些年均保持在63%以上。公司医药板块业务占总毛利比重较高，2021年至2023年维持在65%以上。动保板块在公司整体营收中占比稳定，近些年维持在34%以上。

图3：公司医药板块收入占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

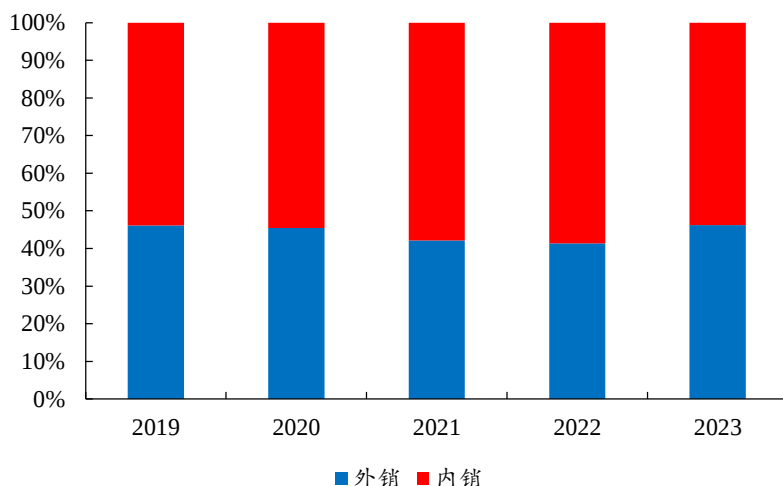
图4：公司医药板块毛利占比维持较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

近些年公司外销占总营收比重有所提升，从2021年的42.17%提升至2023年的46.19%，与内销营收占比基本持平。

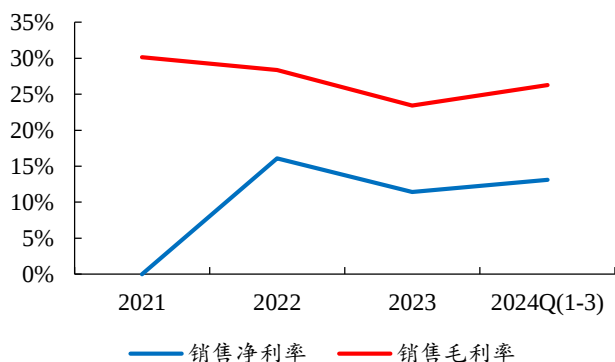
图5：近三年公司内销外销占总营收比重相当



数据来源：公司公告、招股书、开源证券研究所

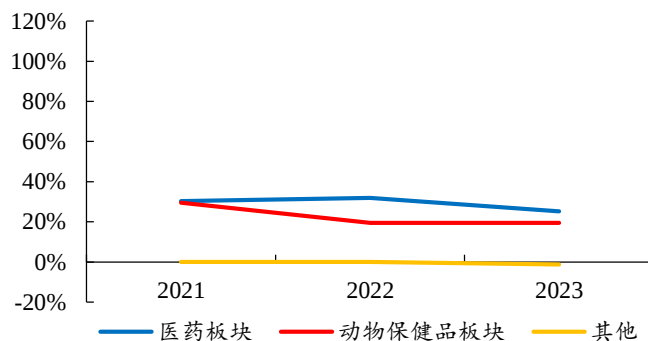
公司毛利率呈现企稳回升趋势。近些年公司毛利率呈现底部回升趋势，2023 年毛利率达到最低水平，为 23.41%，2024 前三季度毛利率回升到 26.27%，呈现复苏趋势。医药板块的毛利率维持高位，近些年保持在 35%以上，动保板块有所下滑。近些年公司整体净利率在 15%左右浮动。

图6：公司毛利率呈底部回升趋势



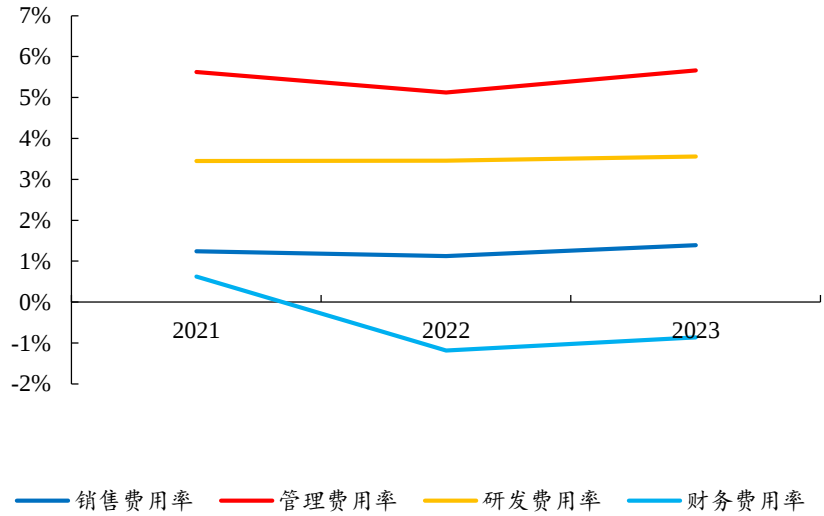
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：医药板块毛利率维持较好水平



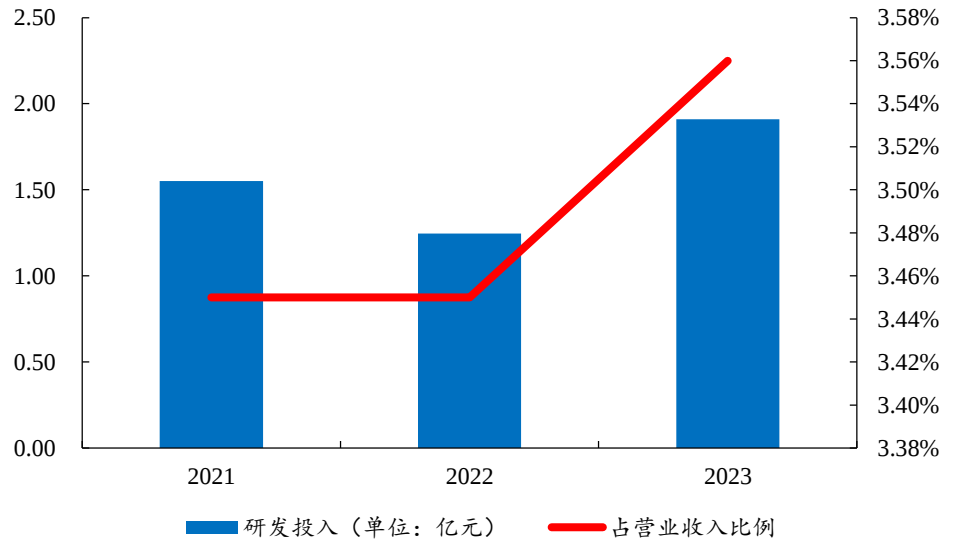
数据来源：公司公告、开源证券研究所

近些年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率较稳定，财务费用率有所下降。

图8：期间费用率较平稳，财务费用率有所下降


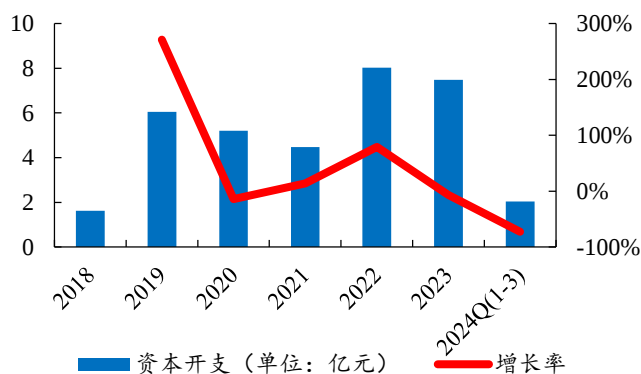
数据来源：公司公告、开源证券研究所

研发投入强度大，研发投入规模持续增长。公司研发投入从 2021 年的 1.55 亿元增长至 2023 年的 1.91 亿元，维持增长趋势。研发投入占营业收入的比例维持在 3-4%。

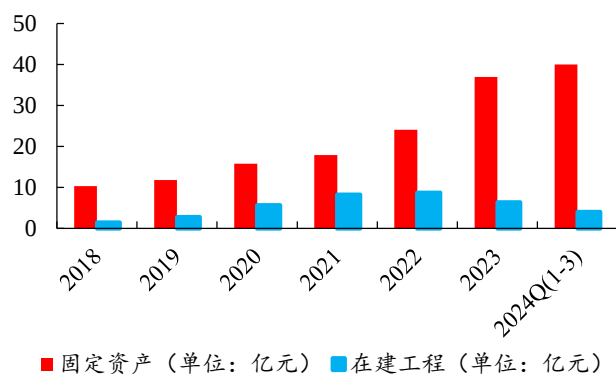
图9：公司的研发投入保持较高水平，占营业收入比重保持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

新建产能有望驱动业绩持续增长。公司战略聚焦大吨位原料药及高附加值中间体，随着新产能释放，公司业绩有望迎来较快增长。

图10: 2018-2024Q (1-3) 公司资本开支情况


数据来源：公司公告、开源证券研究所

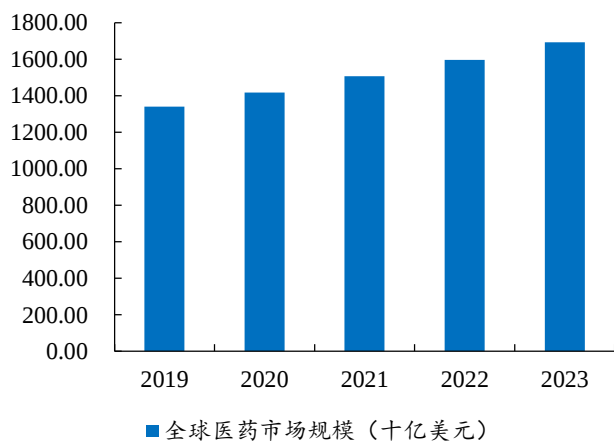
图11: 2018-2024Q (1-3) 公司固定资产和在建工程情况


数据来源：公司公告、开源证券研究所

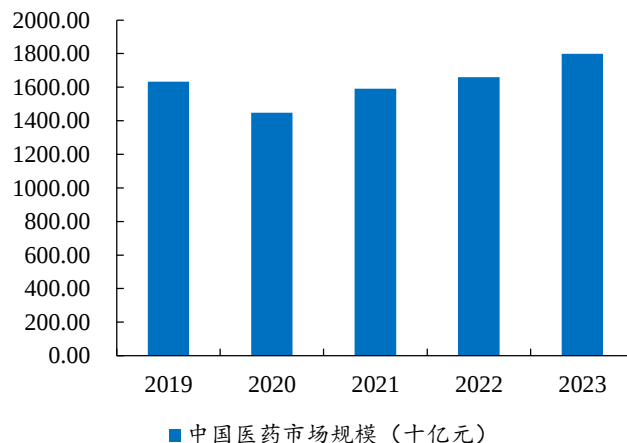
2、大环内酯类 API 稳健增长，特色原料药板块快速增长

2.1、全球医药市场持续增长

全球医药市场正在快速增长，国内医药市场维持增长趋势。2022 年，全球医药市场规模达到 14950 亿美元，预计 2030 年将增长至 20908 亿美元。新兴国家的医药市场潜力巨大，中国医药市场规模迅速扩张。2023 年，中国医药市场规模达到 17977 亿元，预计 2024 年将增长至 19312 亿元。

图12: 全球医药市场持续增长 (十亿美元)


数据来源：Frost&Sullivan、泽璟制药招股说明书、开源证券研究所

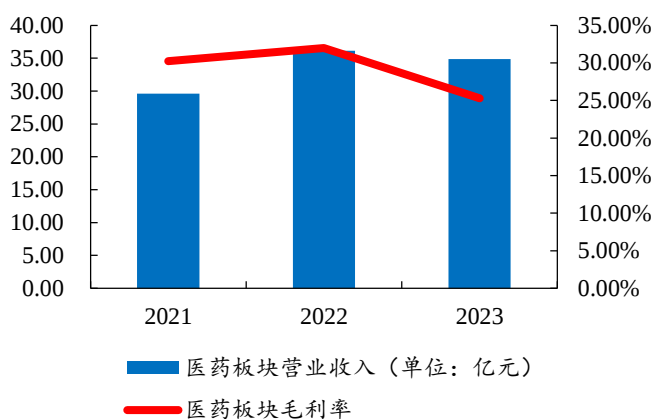
图13: 中国医药市场维持增长趋势 (十亿元)


数据来源：研精毕智、开源证券研究所

2.2、原料药制剂一体化，构建产业闭环

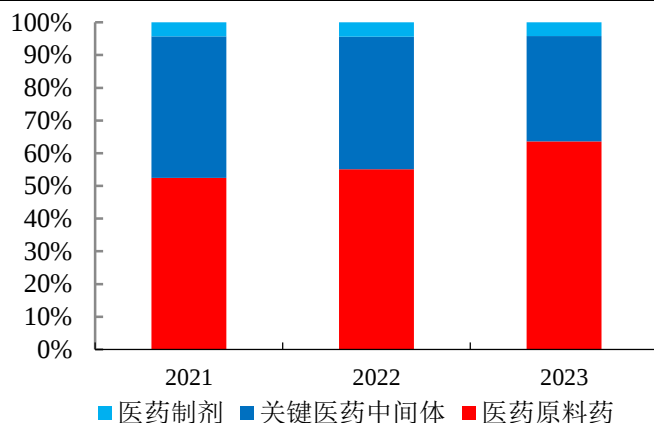
医药板块稳健增长，毛利率维持较高水平。公司医药板块收入从 2021 年的 29.59 亿元稳步增长至 2023 年的 34.85 亿元，板块毛利率维持在较高水平，2021 - 2023 年维持 25% 以上。医药板块中，医药原料药收入占比超过 50%。

图14：医药板块稳健增长，毛利率维持较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：医药原料药收入占比逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的重要生产商和供应商。公司主要产品包括阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、环丙沙星（盐酸和乳酸形式）、头孢类系列产品等大宗原料药，以及阿折地平、福多司坦等特色原料药。阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素和盐酸环丙沙星等主要产品均为销售额过亿元的热门产品，市场占有率高，公司在行业中的地位显著。

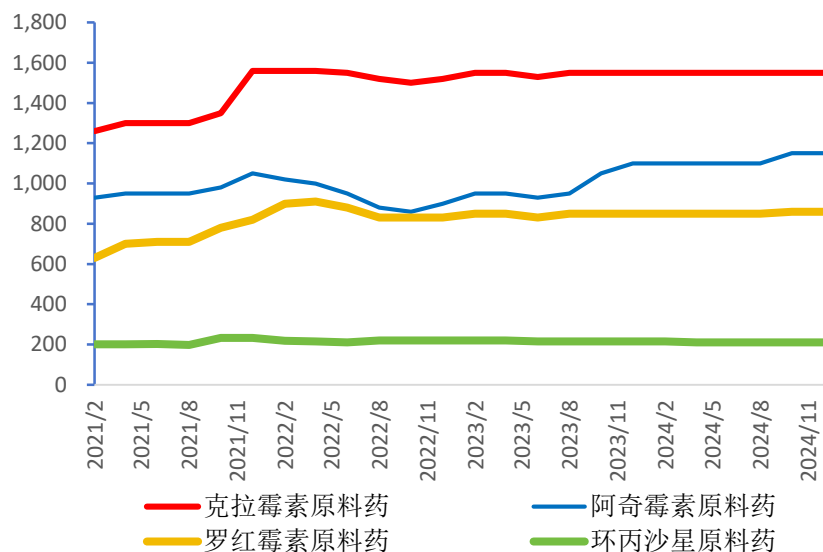
表7：公司医药原料药产品丰富

产品名称	主要用途
阿奇霉素	属于大环内酯类抗生素，用于敏感细菌引起的各种感染，如呼吸道感染感染、皮肤软组织感染、尿路感染和性传播疾病
克拉霉素	属于大环内酯类抗生素，用于克拉霉素敏感菌所引起的鼻咽感染、下呼吸道感染、皮肤软组织感染、尿道炎及宫颈炎、军团菌感染等
罗红霉素	属于大环内酯类抗生素，用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎，敏感菌所致的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作，肺炎支原体或肺炎衣原体所致的肺炎；沙眼衣原体引起的尿道炎和宫颈炎；敏感细菌引起的皮肤软组织感染
环丙沙星	属于喹诺酮类抗生素，用于呼吸道感染、泌尿道感染、肠道感染、胆道各系统感染、腹腔内感染、妇科疾病感染、骨关节感染及全身严重感染的治疗
盐酸环丙沙星	属于喹诺酮类抗生素，用于敏感菌引起的泌尿生殖系统感染、呼吸道感染、胃肠道感染；同时可用于伤寒、骨和关节感染、皮肤软组织感染和败血症等全身感染
乳酸环丙沙星	属于喹诺酮类抗生素，用于敏感菌引起的泌尿生殖系统感染，呼吸道感染、胃肠道感染，同时可用于治疗伤寒、骨和关节感染、皮肤软组织感染败血症等全身感染
头孢丙烯	属于β-内酰胺类抗生素，用于敏感菌引起的上呼吸道感染、下呼吸道感染、无合并症的皮肤及软组织感染等
头孢替唑钠	属于β-内酰胺类抗生素，用于呼吸系统感染、泌尿

资料来源：国邦医药招股书、开源证券研究所

近年来，阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素等原料药价格呈上升趋势，环丙沙星的价格相对稳定。

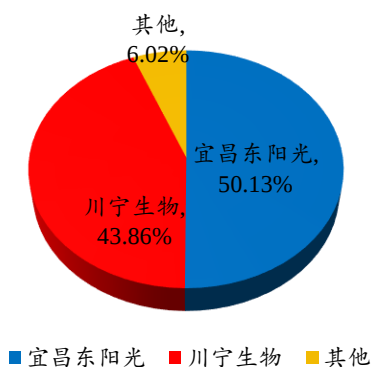
图16：环丙沙星价格保持稳定，阿奇霉素克拉霉素价格呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

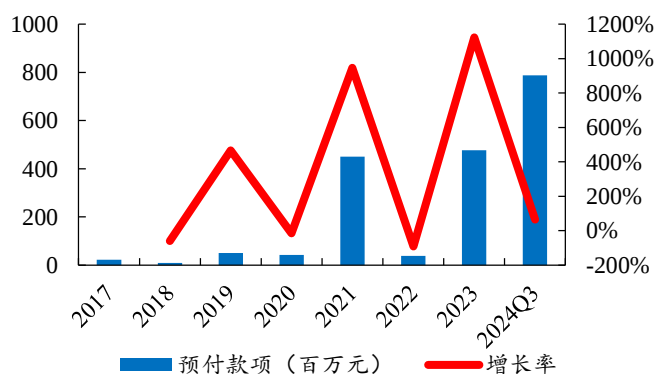
硫氰酸红霉素竞争格局稳定，在大环内酯类 API 成本中占比较高。国内硫氰酸红霉素处于双寡头格局，宜昌东阳光年产能达 4000 吨，川宁生物年产能 3000 多吨。目前全球对硫氰酸红霉素的年需求量约为 9000 吨，市场在短期内仍然处于供不应求的状态。对于国邦医药而言，硫氰酸红霉素是生产克拉霉素、阿奇霉素和罗红霉素的主要原料，其在这些产品的直接材料成本中占比均超过 70%。硫氰酸红霉素稳定的竞争格局有望支撑大环内酯类 API 稳定的价格体系。

图17：国内硫氰酸红霉素呈双寡头格局



数据来源：川宁生物招股书、开源证券研究所

图18：公司预付款项持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

借助产业链优势，持续拓展特色原料药品种。公司布局抗菌、代谢、心血管和精神类等多个高增长潜力领域，各板块发展态势良好，增长迅速。公司充分发挥两大平台的作用，以创造客户价值为核心，深度挖掘客户需求，并通过多样化的合作模式，与国内外知名企业建立广泛的合作关系。此外，公司充分利用产业链优势，实现山东和浙江两大基地的联动配套，为客户提供长期稳定的竞争力保障。

表8：公司布局特色原料药品种

登记号	品种名称	登记日期
40249	阿哌沙班	2023-07-20
40040	加苯横酸艾多沙班	2024-05-29
39923	托匹司他	2024-05-02
39740	依匹哌唑	2024-03-24
39737	富马酸伏诺拉生	2024-03-21
39404	盐酸胍法辛	2024-01-11
39321	碳酸铜	2023-12-22
39273	马昔腾坦	2023-12-12
39219	利伐沙班	2023-11-28
38115	盐酸莫西沙星	2023-02-28
36895	阿奇霉素二水物	2022-03-08
35923	克拉霉素	2021-05-09
34257	盐酸环丙沙星	2019-12-07
27801	阿奇霉素 A	2013-12-08

资料来源：CDE 官网、开源证券研究所

公司聚焦还原剂系列产品、高级胺系列产品等医药中间体。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，市场优势明显。

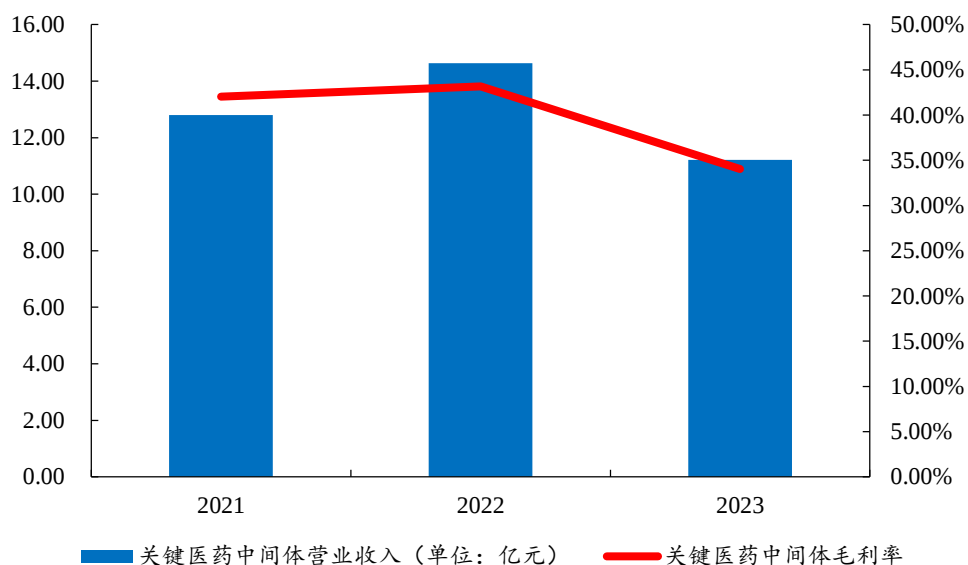
表9：公司医药中间体产品丰富

产品名称	主要用途
硼氢化钠	水溶性还原剂，用于醛类、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，医药中间体，精细化工产品的合成，贵金属的回收，防止重金属的公害（废水中除汞）等。
硼氢化钾	水溶性还原剂，较硼氢化钠更温和和稳定，常用于制药、纸浆漂白、贵金属的回收、防止重金属公害等
N-乙基哌嗪	合成原料药乙基环丙沙星（恩诺沙星）等的中间体，同时可用于染料、植物保护剂的合成原料等。
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。
N-甲基哌嗪	合成氧氟沙星、氯氮平、西地那非、吐立抗、佐匹克隆等药物的中间体，同时可用于农药、染料、塑料等。

资料来源：国邦医药招股书、开源证券研究所

公司关键医药中间体收入较高，近些年稳定在 11 亿元以上，受益于新冠需求拉动，2022 年收入达到 14.64 亿元。关键医药中间体的毛利率略有波动，整体维持较高水平，达到 34% 以上。

图19：关键医药中间体毛利率较高



数据来源：PDB、开源证券研究所

医药制剂布局丰富，产业链一体化优势显著。医药制剂板块处于市场拓展期，营业收入由2021年的1.27亿元增至2023年的1.47亿元，毛利率从2021年的7.83%升至2023年的12.30%。

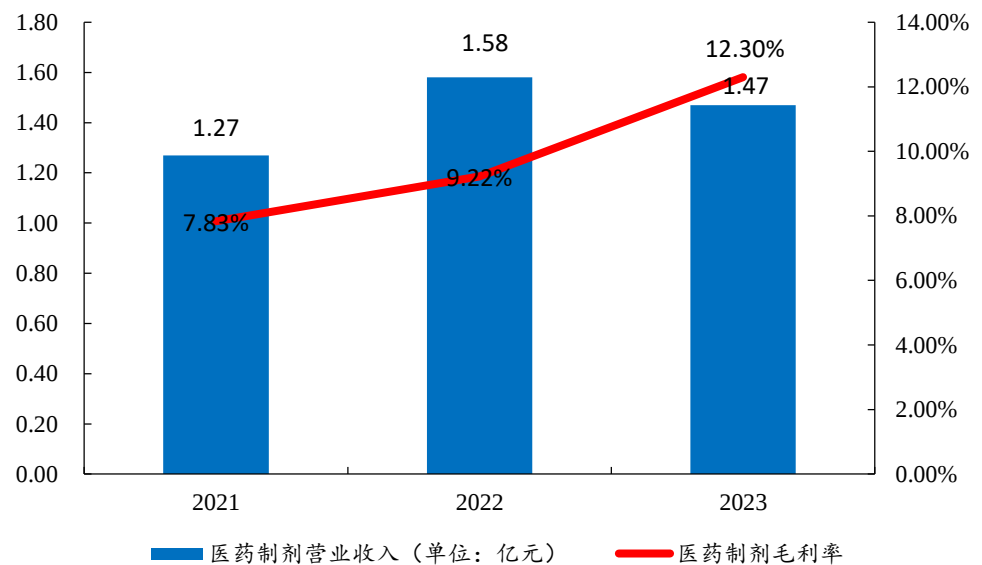
表10：公司医药中间体产品丰富

分类	名称	主要用途
抗感染制剂	盐酸环丙沙星	属于喹诺酮类药物，用于敏感菌引起的呼吸道感染、胃肠道感染；同时可用于全身感染
	氟苯尼考粉	属于酰胺醇类药物，用于敏感菌所致细菌性疾病、沙门氏菌引起的伤寒等
	阿莫西林可溶性粉	属于B-内酰胺类药物。用于治疗鸡对阿莫西林敏感的革兰氏阳性菌和革兰氏阴性菌感染
	替米考星预制剂	属于大环内酯类药物，用于治疗猪传染性胸膜肺炎、猪肺炎和猪气喘病
抗寄生虫制剂	地克珠利预混剂	化学合成药物、抗生素及其半成品
	环丙氨嗪预混剂	用于防治鸡舍类苍蝇的控制，防治鸡粪上蝇幼虫，防治观赏植物和蔬菜上的潜叶蝇
	阿苯达唑伊维菌素粉	属于驱虫药，用于驱除或杀灭猪线虫、螨等体外寄生虫
解热镇痛制剂	卡巴匹林钙可溶性粉	抗生素、维生素、抗氧化剂、氨基酸、饲料酶制剂等

中兽药制剂	甘草颗粒	属于中药，用于猪多系统衰竭综合征等病症
	桑菊散	属于中药，用于马、牛、羊、猪、犬、猫外感风热
	定喘散	属于中药，用于马、牛、羊、猪、兔、禽肺热咳嗽，气喘
维生素补充制剂	维生素 D3 粉	属于饲料添加剂，用于饲料工业中，作为维生素类

资料来源：国邦医药招股书、开源证券研究所

图20：医药制剂板块营业收入稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、行业供需改善，动保板块迎来周期拐点

3.1、政策推动下兽药格局逐步改善，行业集中度有望提升

近年来，随着行业监管力度的加强，环保限产和限抗政策频繁出台，对污染严重、以药物饲料添加剂为主要产品且产品结构单一的企业产生较大影响。兽药 GMP (Good Manufacturing Practice) 是兽药生产质量管理的规范，旨在确保兽药生产达到规定的质量标准。根据新牧网的信息，新版兽药 GMP 自 2020 年 6 月 1 日起实施，所有兽药生产企业必须在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 的要求。未达标的企业，其兽药生产许可证和兽药 GMP 证书的有效期将不超过 2022 年 5 月 31 日。

表11：行业监管力度加大，环保限产、限抗政策频出

政策/法规名称	发布部门	发布时间	主要内容
“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划	农业农村部	2021.12	重点推动兽药产业转型升级，严格执行新版兽药生产质量管理规范(GMP)，提升兽药产业技术水平。
“十四五”推进农业农村现代化规划	国务院	2021.11	实施“治违禁控药残促提升”行动，基本解决限用农药兽药残留超标和非法添加等问题。
全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025 年）	农业农村部	2021.10	促进兽用中药产业健康发展。创新完善兽用中药准入政策，建立符合兽用中药特点和产业发展实际的注册制度。支持对疗效确切的传统兽用中药进行“二次开发”，简化源自经典名方的复方制剂注册审批。将兽用中药生产企业纳入农业产业化龙头企业支持范围，享受农产品加工相关支持政策。
中华人民共和国农业农村部公告第 194 号	农业农村部	2019.07	自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料；改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式，不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号，可在商品饲料和养殖过程中使用。
兽用抗菌药使用减量化行动试点工作方案（2018-2021 年）	农业农村部	2018.04	开展兽用抗菌药使用减量化行动，力争通过 3 年时间，实施养殖环节兽用抗菌药使用减量化行动试点工作，推广兽用抗菌药使用减量化模式，减少使用抗菌药类药物饲料添加剂，兽用抗菌药使用量实现“零增长”，兽药残留和动物细菌耐药问题得到有效控制。
全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020 年）	农业部	2017.06	推动促生长用抗菌药物逐步退出、强化兽用抗菌药物监督管理、健全动物源细菌耐药性检测体系、强化兽用抗菌药物残留监控、开展兽用抗菌药物使用减量化示范。

资料来源：生泰尔招股书、华经产业研究院、开源证券研究所

3.2、动保市场复苏有望驱动兽药市场规模持续增长

兽药是用于预防、治疗、诊断畜禽等动物疾病，有目的地调节其生理机能的物质（含饲料药物添加剂）。按照兽药成份分类可以将兽药分为兽用生物制品、兽用化学制剂和饲料添加剂等其他三类。

表12：兽药产品分为兽药生物制品、兽用化学和饲料添加剂三类

分类	主要类型	主要产品
兽用生物制品	预防用生物制品	兽用疫苗、菌苗、虫苗、类毒素
	治疗用生物制品	抗血清、抗毒素
	诊断用生物制品	菌素、毒素、诊断血清、诊断菌液
兽用化药	化学制剂	化学合成药物、抗生素及其半合成品
	中兽药	各种中药药材搭配
	原料药	抗生素原料药、合成抗菌原料药、抗寄生虫原料药

其他

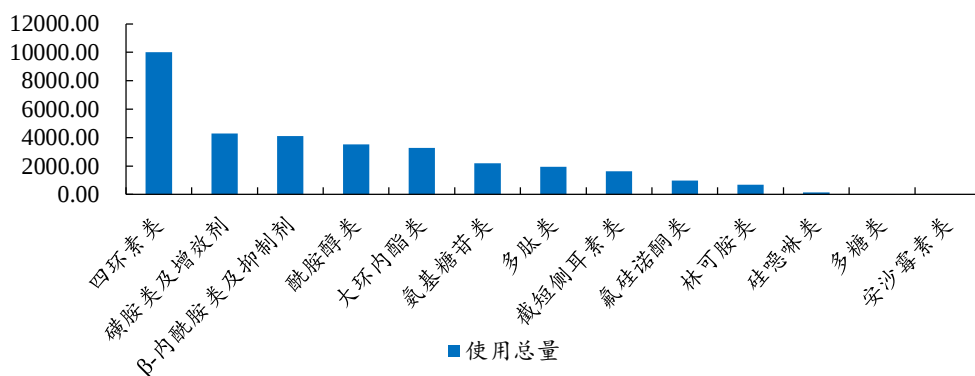
药物饲料添加剂

抗生素、维生素、抗氧化剂、氨基酸、饲料酶制剂等

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

国内主要使用的兽药是兽用抗菌类药物，用于治疗 and 促生长。2020 年我国兽用抗菌类药物使用数量最多的是四环素类、磺胺类及增效剂、 β -内酰胺及抑制剂类、大环内酯类。国邦医药的抗菌类药物主要是酰胺醇类、喹诺酮类、大环内酯类。

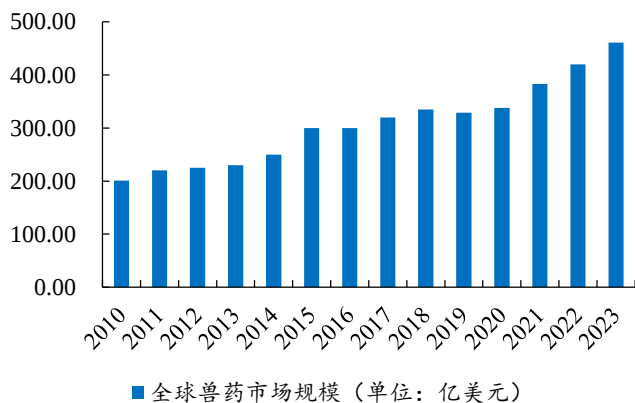
图21：2020 年我国兽用抗菌类药物使用数量最多的是四环素类



数据来源：中国动物保健、开源证券研究所

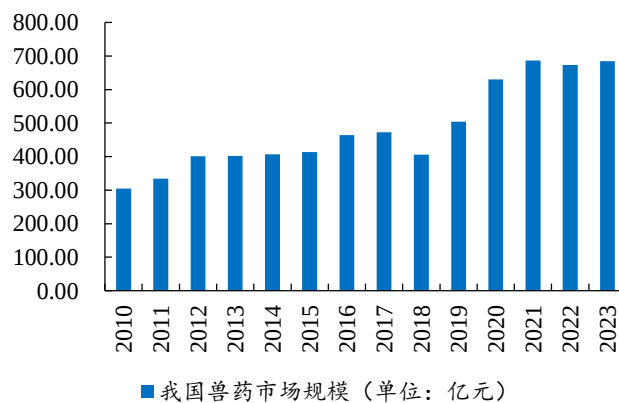
全球兽药市场规模稳步增长。从 2010 年到 2020 年，全球兽药市场的销售额（不包括中国市场）从 201 亿美元增至 338 亿美元，中国兽药市场规模从 304.38 亿元增长到 405.46 亿元。

图22：全球兽药产业销售额稳步增长（单位：亿美元）



数据来源：国际动保联盟、产业研究院、开源证券研究所

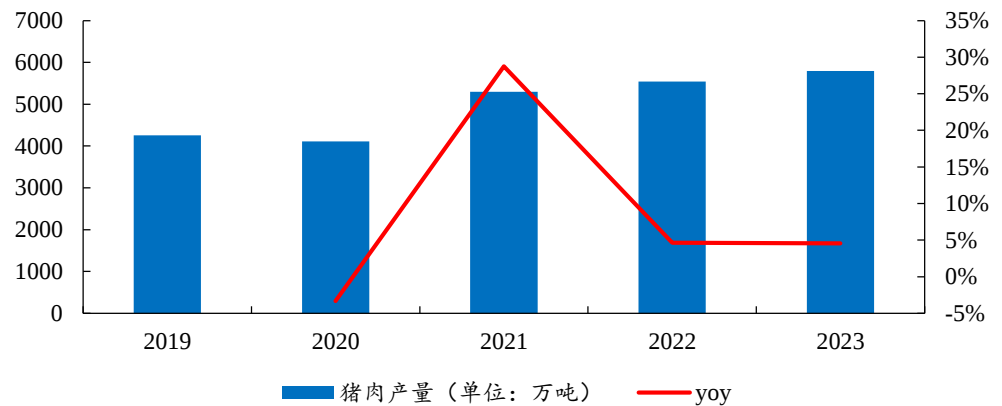
图23：中国兽药产业销售额逐步增长（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、中国兽药协会、开源证券研究所

我国是世界上猪肉第一生产国和消费国。2019 年至 2023 年，我国的猪肉产量呈现上升趋势，从 4255 万吨上升至 5794 万吨。生猪养殖行业规模扩大有望进一步拉动兽药市场需求。

图24：我国猪肉产量逐步增多



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

3.3、行业供给出清，动保原料药价格企稳回升

公司动保业务发展势头强劲，动物保健品板块主要产品包括动保原料药、动保添加剂及制剂。公司的兽用抗菌类药物主要是酰胺醇类、喹诺酮类及大环内酯类。

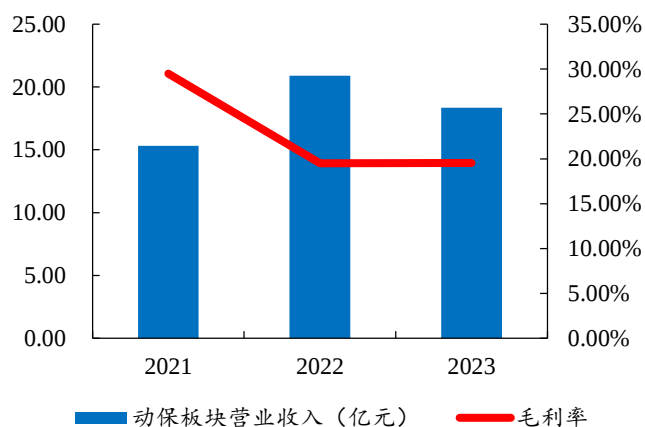
表13：国邦医药兽用抗菌类药物主要是酰胺醇类、喹诺酮类及大环内酯类

主要产品	主要功能
氟苯尼考	属于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、沙门氏菌引起的伤寒和副伤寒，鸡霍乱、鸡白痢、大肠杆菌病等、鱼类巴氏杆菌、弧菌、金黄色葡萄球菌、嗜水单胞菌、肠炎菌等引起的鱼类细菌性败血症、肠炎、赤皮病等
强力霉素	强力霉素属四环类抗生素，对革兰氏阳性菌、阴性菌、支原体、衣原体和立克次氏体等有明显的抗菌效果。强力霉素粉针剂、注射液等多种制剂在我国兽医临床上已得到较为广泛的应用，目前主要用于防治畜禽支原体感染引起的肺炎，大肠杆菌、沙门氏菌引起的腹泻，布氏杆菌病、鹦鹉热以及水产养殖、养蜂中多种感染性疾病的预防和治疗。
泰拉霉素	泰拉霉素系首个大环内酯类三胺亚类动物专用半合成抗生素，2002 年由美国辉瑞公司开发，2004 年在美国和欧盟上市。我国于 2008 年首次允许泰拉霉素在动物养殖中使用。主要用于由放线杆菌、支原体、巴氏杆菌、副嗜血杆菌等引起的猪、牛的呼吸系统疾病，具有半衰期长、毒副作用小、低残留和动物专用等众多优点。
马波沙星	属于喹诺酮类药物，用于敏感菌所致的牛、猪、犬、猫的呼吸道、消化道、泌尿道及皮肤感染等
(盐酸) 恩诺沙星	属于喹诺酮类药物，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、各种支原体感染等
盐酸沙拉沙星	属于喹诺酮类药物，用于猪、鸡的大肠杆菌病、沙门氏菌病、支原体病和葡萄球菌感染等，也用于鱼敏感菌感染性疾病
氟苯尼考粉	属于酰胺醇类药物，用于敏感菌所致的猪、鸡、鱼的细菌性疾病、沙门氏菌引起的伤寒和副伤寒，鸡霍乱、鸡白痢、大肠杆菌病等、鱼类巴氏杆菌、弧菌、金黄色葡萄球菌、嗜水单胞菌、肠炎菌等引起的鱼类细菌性败血症、肠炎、赤皮病等
酒石酸泰万菌素预混剂	属于大环内酯类药物，用于治疗猪、鸡支原体感染和猪血痢短螺旋体以及其他敏感细菌的感染

资料来源：国邦医药招股书、开源证券研究所

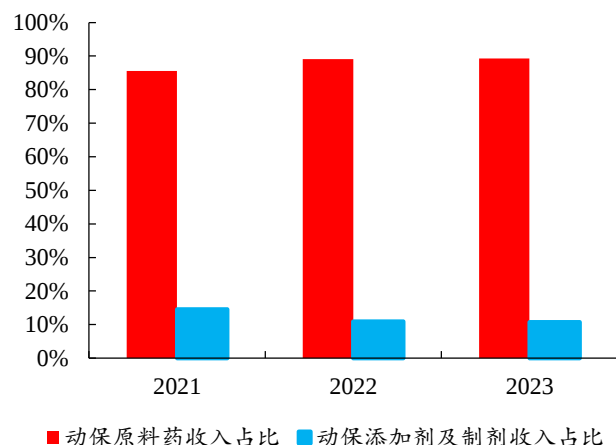
动保板块收入稳健增长，毛利率有望企稳回升。公司动保板块收入规模稳健增长，从 2021 年的 15.33 亿元增长到 2023 年的 18.35 亿元，其中动保原料药收入贡献占比高，近些年收入占比均超过 85%。

图25：公司动保板块收入稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

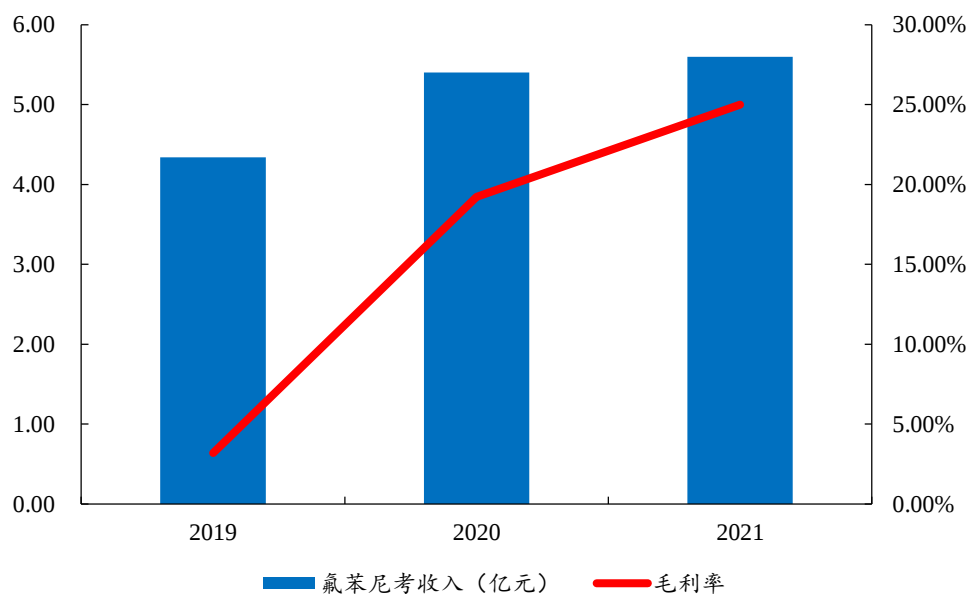
图26：动保原料药是动保板块收入贡献主体



数据来源：公司公告、开源证券研究所

动保原料药板块核心产品氟苯尼考销售规模较大。公司动保板块核心产品氟苯尼考的收入水平较高，从2019年的4.34亿元增长到2021年的5.6亿元。受行业供给过剩影响，动保原料药业务的整体毛利率有所波动。

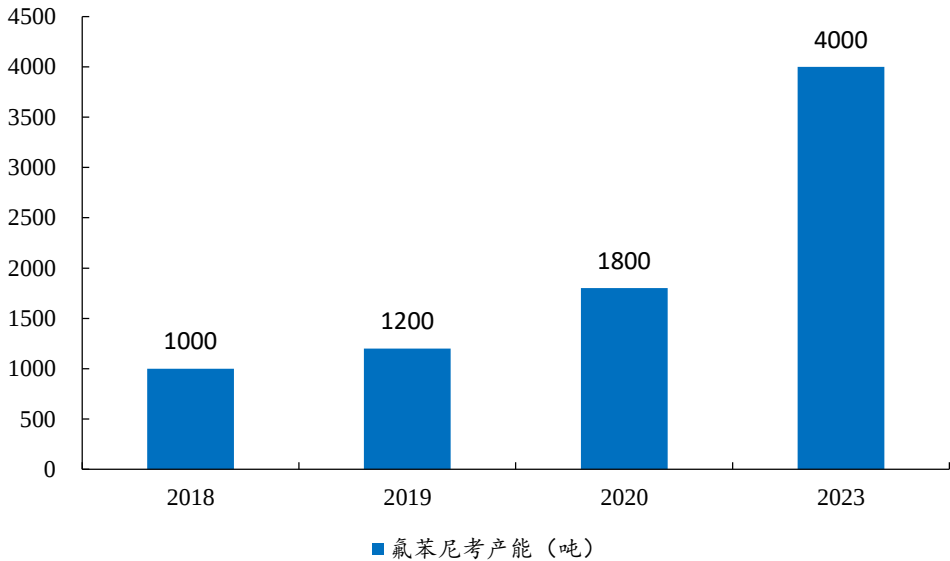
图27：氟苯尼考收入规模较大（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

我国是全球最大的氟苯尼考生产国，国邦医药全面布局氟苯尼考产业链。全球氟苯尼考和强力霉素的市场空间大约在6500-7500吨。国内氟苯尼考生产企业众多，国邦医药在2023年新投产2000吨的生产项目，合计总产能是4000吨。此外，普洛药业、康牧药业和恒盛生物等企业的氟苯尼考年产量均较大。

图28：氟苯尼考产能逐渐增加（单位：吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表14：氟苯尼考生产企业多，存在产能过剩现象

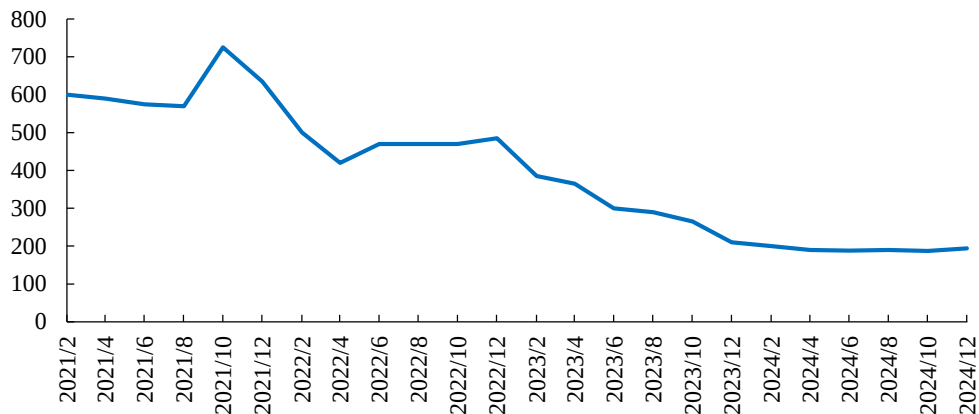
主要企业	氟苯尼考生产情况
山东国邦	2023 年年产 2000 吨氟苯尼考产能项目顺利投产
浙江普洛药业	山东汉兴科技有限公司由普罗药业投资建立，是阿莫西林、氟苯尼考等核心中间体全球最大供应商
浙江康牧药业	康牧动保的合成原料药氟苯尼考市场份额全球第一，2023 年销量达到 3500 吨，市场占有率达到 40% 以上。
江苏恒盛	扩建年产 1100 吨氟苯尼考及车间智能化提升改造项目，改扩建后，企业氟苯尼考的总产量为 1200 吨/年

资料来源：国邦医药招股书、中国兽药饲料交易中心、开源证券研究所

氟苯尼考的生产原材料主要包括对甲砷基苯甲醛、1-溴-2-氟乙烷、二氯乙酰胺、硼氢化钾、异丙醇、二乙胺、全氟丙烯等。国邦医药在氟苯尼考生产中采用自主优化的合成路线，其专利技术显示公司重点把控关键中间体的制备，如对甲砷基苯甲醛的环氧化反应及后续开环反应中的催化体系。此外，公司通过工艺创新实现溶剂（如 DMF）的高效回收利用，并可能自产部分专用催化剂（如 ZrMS），以降低对外部供应链的依赖。

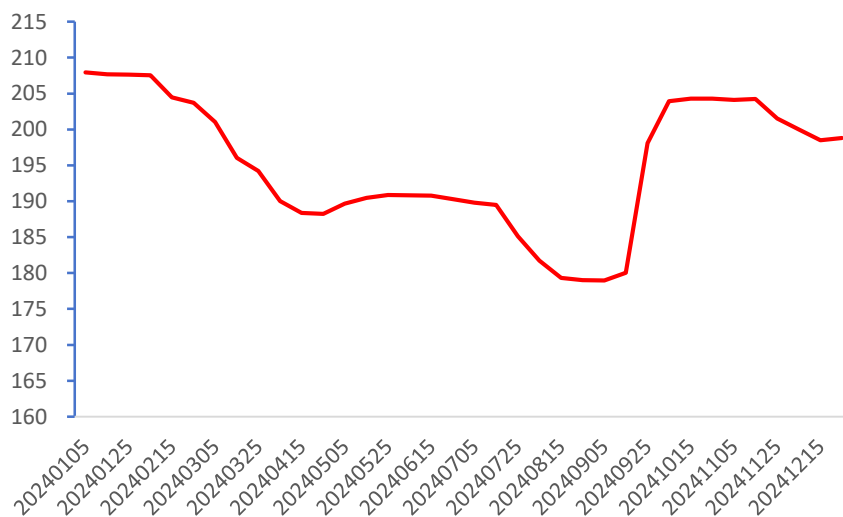
氟苯尼考价格处于历史低位。受市场供应过剩影响，氟苯尼考市场价格持续走低。2024 年 3 季度氟苯尼考价格底部企稳回升。

图29：氟苯尼考价格处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：氟苯尼考价格底部企稳回升（元/kg）



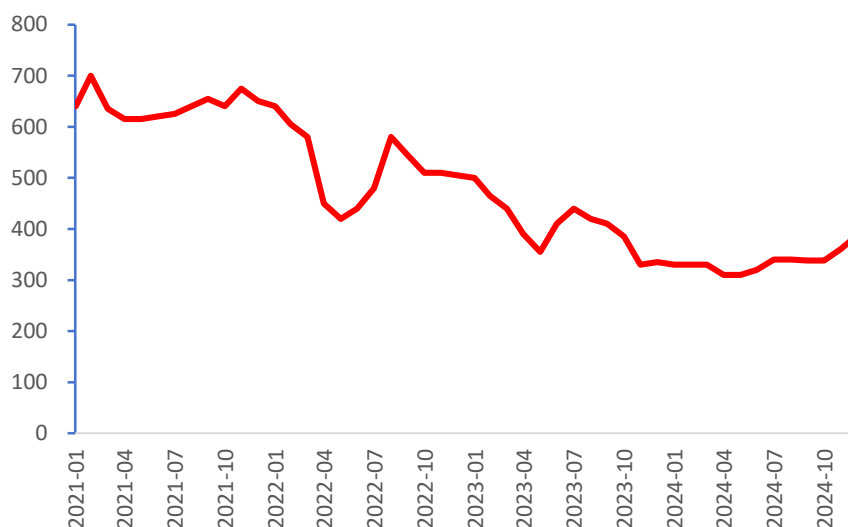
数据来源：中国兽药饲料交易中心、开源证券研究所

强力霉素（又名多西环素）是公司动保领域另一重点品种。强力霉素是一种长效、高效、广谱的半合成四环素类抗生素。公司 IPO 募投项目中规划强力霉素产能为 2000 吨/年，2021 年一期顺利建成并试产，2022 年年产能 1000 吨，2023 年 1500 吨二期项目投产，目前总产能达到 2500 吨。

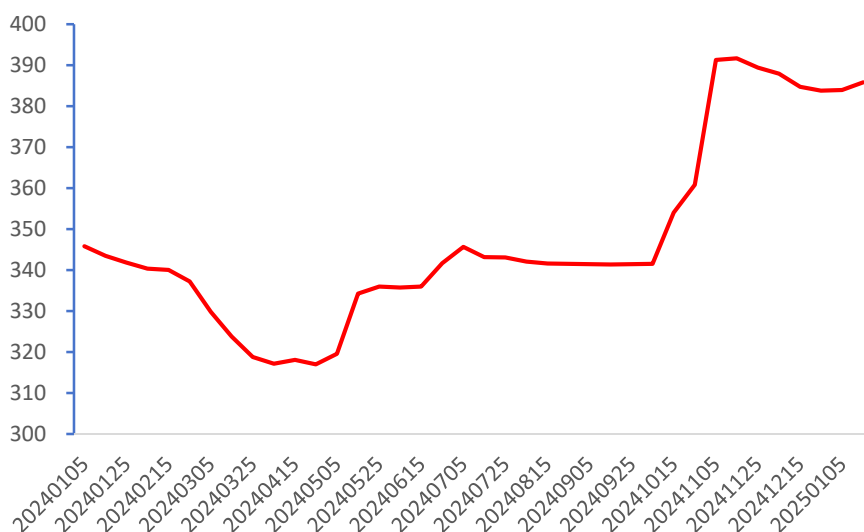
表15：公司强力霉素二期产能顺利投产

年份	强力霉素产能情况
2021 年	强力霉素一期顺利建成并试产成功，开启规模化市场销售
2022 年	2022 年产能 1000 吨，年产 1500 吨强力霉素二期项目建设进入安装调试阶段
2023 年	年产 1500 吨强力霉素项目二期顺利投产

资料来源：国邦医药招股书、国邦医药年报、开源证券研究所

图31：强力霉素价格先下降后趋于平稳（元/kg）


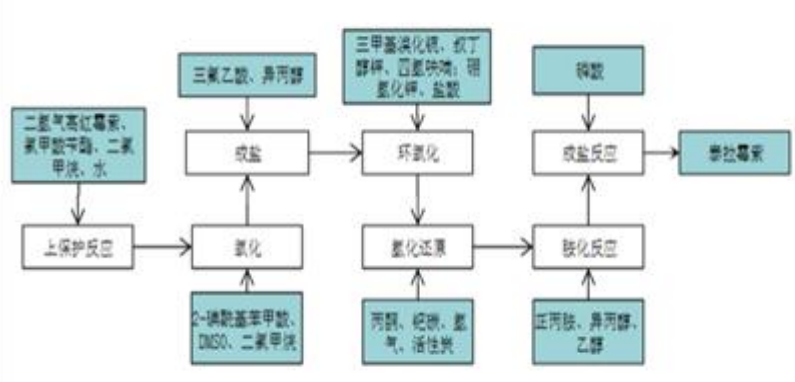
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：强力霉素价格逐渐上升（元/kg）


数据来源：中国兽药饲料交易中心、开源证券研究所

泰拉霉素是国邦医药在动保领域的重要特色原料药。泰拉霉素是首个大环内酯类三胺亚类的动物专用半合成抗生素，最初由美国辉瑞公司在 2002 年开发，并于 2004 年在美国和欧盟上市。2008 年，中国首次批准泰拉霉素在动物养殖中的使用。该药物主要用于治疗由放线杆菌、支原体、巴氏杆菌和副嗜血杆菌等引起的猪和牛的呼吸系统疾病，具有长半衰期、低毒副作用、低残留和专用于动物等优点。

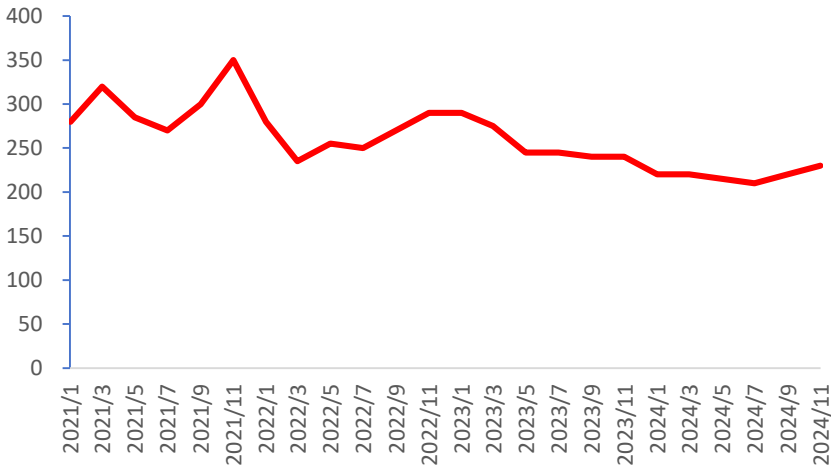
图33：泰拉霉素是国邦医药动保特色原料药



数据来源：国邦医药招股书、开源证券研究所

泰拉霉素价格有所降低。受市场供应过剩影响，泰拉霉素市场价格逐渐降低并归于平稳。

图34：泰拉霉素价格处于底部位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

国邦医药动保类产品布局丰富。马波沙星、盐酸沙拉沙星、甲磺酸达氟沙星属于兽用抗生素类，地克珠利、地克珠利属于杀虫杀虫类药物。

表16：公司其他动保类产品丰富

产品名称	主要用途
马波沙星	属于喹诺酮类药物，用于敏感菌所致的牛、猪、犬、猫的呼吸道、消化道、泌尿道及皮肤感染等
盐酸沙拉沙星	合成原料药乙基环丙沙星（恩诺沙星）等的中间体，同时可用于染料、植物保护剂的合成原料等。
甲磺酸达氟沙星	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。
地克珠利	合成氧氟沙星、氯氮平、西地那非、吐立抗、佐匹克隆等药物的中间体，同时可用于农药、染料、塑料等。

产品名称	主要用途
环丙氨嗪	属于灭蝇药，用于防治鸡舍类苍蝇的控制，防治鸡粪上蝇幼虫，防治观赏植物和蔬菜上的潜叶蝇，尤其对南美潜斑蝇是国际上最有效的药物
加米霉素	加米霉素由美国默克集团开发化合物，法国梅里亚公司研发制剂，专用于动物，主要用于预防和治疗非泌乳牛的呼吸系统疾病。

资料来源：国邦医药招股书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，国邦医药复苏势头强劲，我们预计：

（1）医药板块的业绩贡献稳中有进，随着更多的原料药品种注册激活，业绩预计增长，2024-2026 年医药原料药的收入增速均为 12%；2024-2026 年医药原料药毛利率为 24.48%、25.83%、28.48%。2024-2026 年关键医药中间体的收入增速为 1%、10%、10%；2024-2026 年关键医药中间体毛利率为 34.05%、34.65%、34.65%。2024-2026 年医药制剂的收入增速均为 5%；2024-2026 年医药制剂毛利率均为 13.97%。

（2）动物保健品板块保持放量态势，预计 2024-2026 年动保原料药收入增速为 15%、25%、15%；2024-2026 年动物原料药毛利率为 19.99%、23.19%、24.52%。动物原料药 2024-2026 年收入增速为 15%、25%、15%；2024-2026 年动保添加剂及制剂收入增速均为 1%。2024-2026 年动保添加剂及制剂毛利率均为 10.05%。

（3）其他产品保持相对稳定，预计 2024-2026 年收入增速均为 1%；2024-2026 年其他产品毛利率均为-1.22%。其他业务预计 2024-2026 年收入增速均为 20%；2024-2026 年其他业务毛利率均为 59.96%

表17：2024-2026 年国邦医药各板块营收预计稳健增长（单位：百万元）

产品	财务表现	2023A	2024E	2025E	2026E
医药原料药	营收	2217.19	2483.25	2781.24	3114.99
	增长率（%）	11.30	12	12	12
	成本	1736.44	1875.35	2062.89	2227.92
	增长率（%）	17.02	8.00	10.00	8.00
	毛利率（%）	21.68	24.48	25.83	28.48
关键医药中间体	营收	1121.03	1132.24	1245.46	1370.01
	同比增速（%）	-23.45	1	10	10
	成本	739.31	746.70	813.90	895.29
	增长率（%）	-11.16	1.00	9.00	10.00
	毛利率（%）	34.05	34.05	34.65	34.65
医药制剂	营收	146.97	154.32	162.03	170.13
	同比增速（%）	-6.80	5.00	5.00	5.00
	成本	128.89	132.75	139.39	146.36
	增长率（%）	-9.97	3.00	5.00	5.00

产品	财务表现	2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率 (%)	12.30	13.97	13.97	13.97
动保原料药	营收	1637.75	1883.42	2354.27	2707.41
	同比增速 (%)	-11.99	15.00	25.00	15.00
	成本	1299.09	1506.95	1808.34	2043.42
	增长率 (%)	-12.55	16.00	20.00	13.00
	毛利率 (%)	20.68	19.99	23.19	24.52
动保添加剂及制剂	营收	197.03	200.97	204.99	209.09
	同比增速 (%)	0.00	1.00	1.00	1.00
	成本	177.23	180.77	184.39	188.08
	增长率 (%)	-9.81	2.00	2.00	2.00
	毛利率 (%)	10.05	10.05	10.05	10.05
其他	营收	7.13	7.20	7.27	7.35
	同比增速 (%)	0.00	1.00	1.00	1.00
	成本	7.22	7.29	7.36	7.43
	增长率 (%)	0	1.00	1.00	1.00
	毛利率 (%)	-1.22	-1.22	-1.22	-1.22
其他业务	营收	22.35	26.82	32.18	38.62
	同比增速 (%)	28.96	20.00	20.00	20.00
	成本	8.95	10.74	12.89	15.47
	增长率 (%)	138.58	20.00	20.00	20.00
	毛利率 (%)	59.96	59.96	59.96	59.96

数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：2024-2026 年关键假设数据来自开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

公司深耕医药原料药及中间体业务，战略拓展动保原料药业务。凭借公司做精大品种的能力，逐步实现动保领域核心产品的做大做强。受硫氰酸红霉素等原材料价格稳定影响，大环内酯类原料药价格维持稳定水平，受需求增长拉动，公司大环内酯类原料药销量维持较快增长。硼氢化钠等中间体价格底部企稳，公司市场份额较高，有望贡献部分业绩弹性。动保原料药处于供给出清尾声，行业需求复苏，预计未来几年动保原料药有望贡献较大业绩弹性。我们看好公司的长期发展，预计 2024-2026 年归母净利润为 7.98/9.95/12.35 亿元，当前股价对应 PE 为 13.9/11.2/9.0 倍。

伴随养殖业规模化进程加速，兽药市场需求增加，落后产能逐步出清，行业集中度逐步提升，公司业绩有望迎来较大增长弹性。我们选取与国邦医药业务相近的华海药业、川宁生物作比较，国邦医药估值性价比高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表18：与可比公司相比，公司估值较低，动保业务有望迎来周期拐点

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600521.SH	华海药业	15.98	53.41	21.45	22.20	18.4	15.1	12.4
301301.SZ	川宁生物	13.01	50.46	18.50	13.54	20.5	17.3	15.2
	可比公司平均		51.93	19.97	17.87	19.4	16.2	13.8

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
605507.SH	国邦医药	19.87	30.22	24.80	24.07	13.9	11.2	9.0

数据来源：开源证券研究所，数据截止 2025 年 3 月 14 日收盘，川宁生物来自于万得一致预期

5、风险提示

产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险：公司部分产品如动保产品价格存在波动，虽市场预期向好，但如果市场竞争加剧或下游需求恢复缓慢，产品价格可能无法按预期恢复或上涨，进而影响公司营收和利润。公司新投建的产能或扩产项目在建设过程中可能面临技术难题、设备调试不顺、人员培训不到位等问题，导致产能爬坡进度延迟，无法按时达到预期产能，造成资源闲置和成本增加。

行业政策变化风险：医药行业监管日益严格，从药品生产质量规范到环保要求等不断提高。若公司不能及时满足新的监管标准，可能面临生产受限、产品召回甚至停产整顿的风险，影响正常生产经营。随着医保控费的推进，一些药品价格可能受到限制或面临降价压力。如果国邦医药的下游客户受此影响调整采购策略或降低采购量，将间接影响公司的产品销售和盈利水平。

汇率波动风险：公司产品出口占比较大，结算货币多为美元等外币。汇率波动会导致公司换算后的销售收入波动，如人民币大幅升值可能使公司以人民币计价的营业收入减少，影响业绩表现。汇率波动还可能影响公司进口原材料的采购成本。若外币升值，公司进口原材料需支付更多人民币，增加生产成本，压缩利润空间。

原材料价格波动风险：公司生产所需的各类原材料价格波动频繁，如果原材料价格大幅上涨，公司生产成本将上升。若无法及时将成本压力传导至产品价格，将导致毛利率下降，盈利能力受损。原材料价格波动可能影响供应商的生产和供货意愿，导致原材料供应不稳定。如果公司不能有效应对，可能出现原材料短缺的情况，影响正常生产进度和订单交付。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5129	5443	5943	7255	7128
现金	1974	2094	2305	3442	2982
应收票据及应收账款	667	532	694	772	844
其他应收款	21	17	25	24	31
预付账款	39	477	308	309	326
存货	1409	1369	1656	1754	1991
其他流动资产	1019	954	954	954	954
非流动资产	3914	4918	4934	5132	5258
长期投资	101	101	101	100	100
固定资产	2409	3693	3739	3926	4045
无形资产	370	359	388	401	420
其他非流动资产	1033	765	706	704	694
资产总计	9043	10362	10877	12386	12387
流动负债	1862	2450	2426	3175	2222
短期借款	656	483	1504	526	1177
应付票据及应付账款	974	1715	582	2317	687
其他流动负债	232	252	340	332	358
非流动负债	26	475	385	306	219
长期借款	0	452	362	283	196
其他非流动负债	26	23	23	23	23
负债合计	1889	2924	2811	3481	2440
少数股东权益	-1	5	4	3	1
股本	559	559	559	559	559
资本公积	3607	3607	3607	3607	3607
留存收益	2989	3266	3904	4650	5548
归属母公司股东权益	7155	7432	8061	8903	9945
负债和股东权益	9043	10362	10877	12386	12387

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1017	517	-307	2845	-388
净利润	921	610	797	994	1233
折旧摊销	260	318	348	390	439
财务费用	-68	-46	-40	-69	-99
投资损失	-20	-13	-11	-12	-14
营运资金变动	-203	-431	-1398	1550	-1938
其他经营现金流	128	79	-4	-9	-10
投资活动现金流	-412	-361	-347	-568	-544
资本支出	803	748	365	588	566
长期投资	374	362	1	0	0
其他投资现金流	18	25	17	20	22
筹资活动现金流	367	-46	-70	-205	-158
短期借款	495	-173	1021	-978	651
长期借款	0	452	-90	-79	-87
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-128	-324	-1001	852	-722
现金净增加额	1007	120	-724	2072	-1090

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5721	5349	5888	6787	7618
营业成本	4145	4097	4461	5029	5524
营业税金及附加	33	36	35	41	47
营业费用	64	74	60	95	107
管理费用	293	303	318	380	427
研发费用	198	191	200	244	282
财务费用	-68	-46	-40	-69	-99
资产减值损失	-28	-31	-35	-40	-45
其他收益	13	11	11	11	12
公允价值变动收益	5	10	7	7	8
投资净收益	20	13	11	12	14
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	1053	702	915	1139	1411
营业外收入	1	3	8	5	4
营业外支出	18	8	12	12	13
利润总额	1036	698	911	1132	1403
所得税	115	88	114	138	170
净利润	921	610	797	994	1233
少数股东损益	-0	-2	-1	-1	-2
归属母公司净利润	921	612	798	995	1235
EBITDA	1276	1012	1268	1508	1805
EPS(元)	1.65	1.10	1.43	1.78	2.21

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	27.0	-6.5	10.1	15.3	12.2
营业利润(%)	30.2	-33.3	30.3	24.4	23.9
归属于母公司净利润(%)	30.4	-33.5	30.2	24.8	24.1
获利能力					
毛利率(%)	27.5	23.4	24.2	25.9	27.5
净利率(%)	16.1	11.4	13.5	14.7	16.2
ROE(%)	12.9	8.2	9.9	11.2	12.4
ROIC(%)	11.5	7.2	8.0	10.0	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.9	28.2	25.8	28.1	19.7
净负债比率(%)	-18.2	-15.0	-4.2	-28.4	-15.1
流动比率	2.8	2.2	2.4	2.3	3.2
速动比率	1.9	1.5	1.6	1.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	10.3	8.9	9.6	9.3	9.4
应付账款周转率	10.5	7.8	9.1	8.4	8.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.10	1.43	1.78	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	0.92	-0.55	5.09	-0.70
每股净资产(最新摊薄)	12.80	13.30	14.43	15.93	17.80
估值比率					
P/E	12.1	18.1	13.9	11.2	9.0
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.0	9.4	8.1	5.4	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn