

国邦医药(605507)

报告日期: 2025年03月31日

## 利润表现亮眼, 期待动保业务发力

### ——国邦医药 2024 年业绩点评

#### 投资要点

- 2024 公司医药原料药价格上扬、动保原料药销量持续攀升, 利润实现较快增长。**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, 看好公司利润延续较快增长。
- 财务表现: 季度业绩持续保持利润端快于收入端增速**  
 2024 年公司实现营收 58.91 亿元, 同比增长 10.12%; 归母净利润 7.82 亿元, 同比增长 27.61%; 扣非后归母净利润 7.62 亿元, 同比增长 28.66%;  
 单季度看, 2024Q4 单季度实现营收 14.73 亿, 同比增长 13.64%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比增长 64.28%; 扣非后归母净利润 1.97 亿元, 同比增长 81.05%。
- 成长能力: 医药原料药价格上扬&动保原料药销量攀升助力业绩增长**  
**医药板块:** 2024 年公司医药板块实现收入 38.22 亿元, 同比增长 9.65%, 收入占比达到 64.87%。其中医药原料药收入 24.77 亿元, 同比增长 11.74%, 销量达到 3617 吨, 同比下降 4.72%, 对应均价同比提升 17.3%, 价格上涨带动收入增长。关键中间体实现收入 11.30 亿元, 同比增长 0.83%, 销量达到 18584 吨, 同比提升 3.60%。根据 2024 年年报, 公司“在行业充分竞争的背景下, 公司 20 个以上产品实现销售的增长”、“特色原料药产品布局 30 余个, 销售实现 30% 以上的增长”。“头孢产品系列在多年的积累下, 生产和销售实现强劲增长”; “关键医药中间体业务, 面对国内需求偏弱的局面, 加大国际市场出口, 出货量创历史新高”。我们预计 2025 年公司医药板块有望延续稳健态势, 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; 关键中间体销量持续攀升, 特色原料药和半制剂业务保持强劲增长, 整体看医药板块有望维持稳健增长态势。
- 动保板块:** 2024 年公司动保板块实现收入 20.17 亿元, 同比增长 9.94% 左右。其中动保原料药销量达到 8543 吨, 同比增长 31.19%, 对应均价同比下滑 15%, 销量增长抵消价格下滑不利影响。2024 年以来兽药原料价格的持续下跌加快落后产能出清, 行业整体处于大厂博弈阶段, 在此环境下, 公司“动保业务优势进一步扩大, 氟苯尼考产能利用率逐季提高, 全年销售突破 3000 吨; 盐酸多西环素产销两旺, 市场占有率稳步提升”。我们看好公司在动保原料药领域的技术、规模、成本和品牌优势, 2025 年公司氟苯尼考有望维持产能利用率提升态势, 出货量持续增加, 产品价格修复后, 有望为公司业绩贡献弹性。
- 产能释放强化规模效应:** 2024 年公司在建工程占总资产的比例由 2023 年的 6.1% 下降到 2.4%, 资本支出/折旧摊销由 2023 年的 2.32 下降到 2024 年 0.97, 资本开支规模明显下降, 我们认为公司已进入新产能释放期, 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, 通过较高市占率和相对同行业稳定的盈利能力验证了规模制造优势, 新产能从投入到释放, 有望放大规模制造优势。
- 盈利能力: 医药原料药毛利率提升驱动盈利能力提升**  
 2024 年: 公司销售毛利率 25.00%, 同比提升 1.59pct。销售净利率 13.25%, 同比提升 1.85pct。毛利率拆分看, 2024 年公司医药原料药同比提升 6.68pct, 关键医药中间体同比减少 0.85pct, 医药制剂同比减少 1.30pct, 动保原料药同比减少 1.82pct, 动保添加剂及制剂同比减少 3.36pct; 从费用端拆分看, 管理费用率 4.71%, 同比下降 0.96pct; 研发费用率 3.65%, 同比增长 0.09pct; 财务费用率 -0.51%, 同比增长 0.36pct; 销售费用率 1.35%, 同比下降 0.04pct。拆分子公司看, 2024 年浙江国邦(主营医药原料药)净利润达到 5.72 亿, 同比增长 53%, 成为利润增长主要贡献主体。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

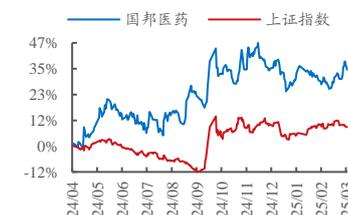
分析师: 郭双喜  
 执业证书号: S1230521110002  
 guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 盖文化  
 执业证书号: S1230524090006  
 gaiwenhua@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 20.41   |
| 总市值(百万元) | 11,405.59 |
| 总股本(百万股) | 558.82    |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《制造优势, 可预期可兑现》 2025.01.22
- 2 《从规模到成长》 2024.11.29
- 3 《医药稳增长, 规模优势平滑周期波动》 2024.10.23

**展望 2025 年:** 中性假设下, 我们预计医药板块毛利率有望维持较平稳水平; 动保板块随产品价格触底回暖, 规模效应显现下, 毛利率有望提升, 驱动总体毛利率&净利率水平延续提升态势。

□ **经营效率: 经营性现金流改善, 存货周转加速**

从现金流看, 2024 年公司经营活动产生的现金流净额 7.06 亿元, 同比增长 36.70%, 主要因为销售商品收到的现金显著增加以及票据管理优化。从周转率看, 2024 年公司存货周转率、应收账款周转率同比 2023 年均有所提升, 周转加速, 现金流改善, 期待营运质量继续提升。

□ **盈利预测与估值**

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.76、2.17、2.58 元, 2025 年 3 月 31 日收盘价对应 2025 年 PE 为 12 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, 维持“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)     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 5,891  | 6,674  | 7,581  | 8,622  |
| (+/-) (%) | 10.12% | 13.30% | 13.59% | 13.73% |
| 归母净利润     | 782    | 985    | 1,211  | 1,440  |
| (+/-) (%) | 27.61% | 25.97% | 22.98% | 18.96% |
| 每股收益(元)   | 1.40   | 1.76   | 2.17   | 2.58   |
| P/E       | 14.59  | 11.58  | 9.42   | 7.92   |

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)          | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 5,874  | 6,853  | 8,136  | 9,558  |
| 现金             | 1,909  | 2,441  | 3,227  | 4,036  |
| 交易性金融资产        | 618    | 918    | 1,218  | 1,518  |
| 应收账款           | 754    | 1,407  | 1,449  | 1,578  |
| 其它应收款          | 18     | 19     | 23     | 25     |
| 预付账款           | 584    | 684    | 767    | 865    |
| 存货             | 1,363  | 1,334  | 1,403  | 1,486  |
| 其他             | 628    | 50     | 50     | 50     |
| <b>非流动资产</b>   | 4,906  | 4,942  | 5,039  | 5,129  |
| 金融资产类          | 10     | 10     | 10     | 10     |
| 长期投资           | 103    | 103    | 103    | 103    |
| 固定资产           | 4,088  | 4,159  | 4,196  | 4,203  |
| 无形资产           | 351    | 447    | 493    | 539    |
| 在建工程           | 255    | 124    | 139    | 175    |
| 其他             | 99     | 99     | 99     | 99     |
| <b>资产总计</b>    | 10,780 | 11,795 | 13,176 | 14,687 |
| <b>流动负债</b>    | 2,558  | 2,596  | 2,767  | 2,841  |
| 短期借款           | 175    | 195    | 215    | 235    |
| 应付款项           | 1,704  | 1,690  | 1,811  | 1,828  |
| 预收账款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 679    | 711    | 741    | 777    |
| <b>非流动负债</b>   | 171    | 171    | 171    | 171    |
| 长期借款           | 147    | 147    | 147    | 147    |
| 其他             | 24     | 24     | 24     | 24     |
| <b>负债合计</b>    | 2,728  | 2,766  | 2,938  | 3,011  |
| 少数股东权益         | 5      | 3      | 2      | 0      |
| 归属母公司股东权益      | 8,047  | 9,025  | 10,236 | 11,676 |
| <b>负债和股东权益</b> | 10,780 | 11,795 | 13,176 | 14,687 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 706   | 1,317 | 1,662 | 1,715 |
| 净利润            | 781   | 983   | 1,209 | 1,438 |
| 折旧摊销           | 434   | 465   | 502   | 540   |
| 财务费用           | 0     | 6     | 6     | 7     |
| 投资损失           | (13)  | (13)  | (15)  | (17)  |
| 营运资金变动         | (529) | (171) | (63)  | (266) |
| 其它             | 34    | 48    | 23    | 13    |
| <b>投资活动现金流</b> | (514) | (793) | (891) | (919) |
| 资本支出           | (401) | (506) | (606) | (636) |
| 长期投资           | (113) | (300) | (300) | (300) |
| 其他             | 0     | 13    | 15    | 17    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (386) | 7     | 14    | 13    |
| 短期借款           | (308) | 20    | 20    | 20    |
| 长期借款           | (305) | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 226   | (13)  | (6)   | (7)   |
| <b>现金净增加额</b>  | (167) | 532   | 785   | 810   |

### 利润表

| (百万元)           | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5,891 | 6,674 | 7,581 | 8,622 |
| 营业成本            | 4,418 | 4,887 | 5,481 | 6,181 |
| 营业税金及附加         | 47    | 43    | 50    | 56    |
| 营业费用            | 79    | 77    | 88    | 102   |
| 管理费用            | 278   | 300   | 341   | 388   |
| 研发费用            | 215   | 247   | 280   | 319   |
| 财务费用            | (30)  | (20)  | (27)  | (39)  |
| 资产减值损失          | (26)  | (45)  | (20)  | (10)  |
| 公允价值变动损益        | 14    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 13    | 13    | 15    | 17    |
| 其他经营收益          | 31    | 13    | 15    | 17    |
| <b>营业利润</b>     | 895   | 1,125 | 1,382 | 1,642 |
| 营业外收支           | (7)   | (6)   | (6)   | (6)   |
| <b>利润总额</b>     | 888   | 1,119 | 1,376 | 1,636 |
| 所得税             | 107   | 135   | 166   | 198   |
| <b>净利润</b>      | 781   | 983   | 1,209 | 1,438 |
| 少数股东损益          | (1)   | (1)   | (2)   | (2)   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 782   | 985   | 1,211 | 1,440 |
| EBITDA          | 1,281 | 1,595 | 1,855 | 2,131 |
| EPS (最新摊薄)      | 1.40  | 1.76  | 2.17  | 2.58  |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | 10.12%  | 13.30%  | 13.59%  | 13.73%  |
| 营业利润           | 27.45%  | 25.64%  | 22.86%  | 18.88%  |
| 归属母公司净利润       | 27.61%  | 25.97%  | 22.98%  | 18.96%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 25.00%  | 26.78%  | 27.71%  | 28.31%  |
| 净利率            | 13.27%  | 14.75%  | 15.97%  | 16.71%  |
| ROE            | 9.71%   | 10.91%  | 11.83%  | 12.34%  |
| ROIC           | 8.44%   | 10.11%  | 10.76%  | 11.18%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 25.31%  | 23.45%  | 22.30%  | 20.50%  |
| 净负债比率          | -14.10% | -18.25% | -23.57% | -27.43% |
| 流动比率           | 2.30    | 2.64    | 2.94    | 3.36    |
| 速动比率           | 1.52    | 1.84    | 2.14    | 2.52    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.56    | 0.59    | 0.61    | 0.62    |
| 应收账款周转率        | 9.16    | 8.55    | 9.20    | 9.97    |
| 应付账款周转率        | 7.92    | 10.29   | 12.00   | 13.85   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.40    | 1.76    | 2.17    | 2.58    |
| 每股经营现金         | 1.26    | 2.36    | 2.97    | 3.07    |
| 每股净资产          | 14.40   | 16.15   | 18.32   | 20.89   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 14.59   | 11.58   | 9.42    | 7.92    |
| P/B            | 1.42    | 1.26    | 1.11    | 0.98    |
| EV/EBITDA      | 8.20    | 6.12    | 4.85    | 3.85    |

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>