

医药与动保双轮驱动，盈利能力快速提升

投资要点

- 业绩总结：**公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营收 58.91 亿，同比增长 10.12%；归母净利润 7.82 亿，同比增长+27.61%。其中 24Q4 单季度实现营收 14.73 亿，同比增长+13.64%；归母净利润 2.03 亿，同比增长+64.28%。
- 点评：医药与动保双轮驱动，全板块稳健增长。**2024 年，国邦医药医药板块医药原料药：收入 24.77 亿元（+11.74%），毛利率 28.36%（+6.67pp）。阿奇霉素、克拉霉素等大环内酯类产品价格企稳。中间体收入 11.3 亿元（+0.83%），出货量创新高；制剂业务与雅培等国际客户合作深化，商业化项目贡献增量。
- 双轮驱动，医药原料药和动保原料药两个领域都取得积极成果。**2024 年公司有二十多个产品实现销售量增长，收入过 5000 万的产品有 21 个，收入超 1 亿元的产品有 13 个，新投入生产产品 5 个。特色原料药板块销量增长超 30%，关键医药中间体出货量创历史新高，氟苯尼考取得 FDA 认证且出货量突破 3000 吨，盐酸多西环素获得欧盟 CEP 证书且产销两旺。
- 全球化布局与高附加值产品战略推动市场竞争力提升。**国邦医药通过实施重点项目带动战略，不断进行横向多品种复制和纵向产业链延伸，特别是在医药制剂和动保制剂领域，公司持续提升产品附加值，增强市场竞争力。公司产品销往全球 115 个国家和地区，与全球 3000 余家客户建立了贸易与合作关系，展示了其全球市场布局的能力。同时，公司已实现 13 个销售收入超过亿元的产品，具备 70 余个化学药物产品的生产能力，产品线丰富，市场覆盖面广。
- 持续加大研发投入，技术创新驱动未来发展。**2024 年，国邦医药研发投入 2.15 亿元，占营业收入的 3.65%，较上年增长 12.88%。公司拥有 535 名研发人员，其中博士研究生 3 人，硕士研究生 39 人，形成了强大的研发团队。2024 年集团研发培育中项目 46 个，获得发明专利授权 33 项，截止 2024 年末公司累计获得授权专利 210 项，其中发明专利 201 项。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.88 元、2.25 元、2.53 元，对应动态 PE 分别为 11/9/8 倍，予以公司 2025 年 15 倍 PE，目标价 28.2 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**项目建设不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

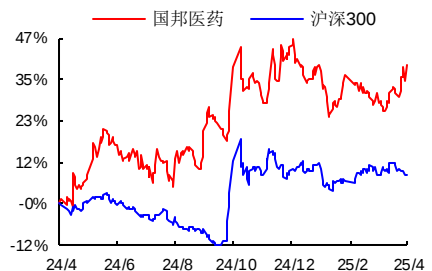
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,891	7,072	7,908	8,848
增长率	10.12%	20.05%	11.83%	11.88%
归属母公司净利润（百万元）	782	1,052	1,255	1,416
增长率	27.61%	34.63%	19.23%	12.88%
每股收益 EPS（元）	1.40	1.88	2.25	2.53
净资产收益率 ROE	9.71%	11.54%	12.09%	12.01%
PE	14.88	11.20	9.39	8.32
PB	1.45	1.29	1.14	1.00

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn
联系人：赵磐
电话：010-57758503
邮箱：zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.59
流通 A 股(亿股)	3.02
52 周内股价区间(元)	15.2-22.28
总市值(亿元)	117.86
总资产(亿元)	107.80
每股净资产(元)	14.40

相关研究

- 国邦医药（605507）：医药业务回暖，Q2 业绩优秀（2024-09-05）
- 国邦医药（605507）：积极回购，展现长期发展信心（2024-05-17）

盈利预测

假设 1：医药市场持续发展，公司新建产能投产，持续研发创新，预计 2025-2027 年公司平均医药板块销量增速为 15%/10%/10%，销售价格不变，对应毛利率随产能利用率提高分别为 29%/29%/29%。

假设 2：下游动保需求逐步提升，动保产能利用率上涨，2025 年将达到较理想水平。我们预计公司 2025-2027 年动保产品销量增速为 23%/15%/15%，销售价格增速为 6%/0%/0%，未来毛利率水平预计在 24%26%/26%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入（百万元）	5,890.84	7,071.83	7,908.48	8,848.35
	yoy	10.12%	20.05%	11.83%	11.88%
	成本（百万元）	4,418.11	5157.03	5710.76	6392.01
	毛利率	25.00%	27.08%	27.79%	27.76%
医药板块	收入（百万元）	3,821.59	4,394.83	4,834.31	5,317.74
	yoy	9.65%	15.00%	10%	10%
	成本（百万元）	2,720.30	3120	3432	3776
	毛利率	28.82%	29.00%	29.00%	29.00%
动保板块	收入（百万元）	2,017.14	2,622.28	3,015.62	3,467.97
	yoy	9.94%	30.00%	15.00%	15.00%
	成本（百万元）	1,659.42	1993	2232	2566
	毛利率	17.73%	24.00%	26.00%	26.00%
其他	收入（百万元）	52.11	54.72	58.55	62.64
	yoy	76.76%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	26.52	44	47	50
	毛利率	49.11%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：华海药业、回盛生物、中牧股份，三者 2025 年平均 PE 为 21 倍，予以公司 2025 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 28.2 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600521.SH	华海药业	16.48	0.56	0.86	1.02	1.23	29.43	19.16	16.16	13.40
300871.SZ	回盛生物	27	0.1	-0.11	0.91	1.16	270.00	/	29.67	23.28
600195.SH	中牧股份	6.71	0.39	0.19	0.36	0.47	17.21	35.32	18.64	14.28
平均值							105.54	27.24	21.49	16.98
605507.SH	国邦医药	21.09	1.10	1.40	1.88	2.25	19.17	14.88	11.20	9.39

数据来源：ifind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,891	7,072	7,908	8,848	净利润	781	1,050	1,252	1,414
营业成本	4,418	5,157	5,711	6,392	折旧与摊销	434	485	545	571
营业税金及附加	47	48	57	65	财务费用	0	10	8	8
销售费用	79	95	107	119	资产减值损失	38	-1	-0	-0
管理费用	278	368	395	442	经营营运资本变动	-529	-1	-191	-275
财务费用	-30	-28	-46	-65	其他	-17	-5	-5	-6
资产减值损失	-26	1	0	0	经营活动现金流净额	706	1,537	1,608	1,711
投资收益	13	5	5	6	资本支出	-401	-612	-644	-658
公允价值变动损益	14	0	0	0	其他	-113	-50	-14	-19
其他经营损益	31	16	20	26	投资活动现金流净额	-514	-663	-657	-677
营业利润	895	1,192	1,425	1,608	短期借款	-308	-90	0	0
其他非经营损益	-7	0	0	0	长期借款	-305	0	0	0
利润总额	888	1,192	1,425	1,608	股权融资	1	-7	0	0
所得税	107	142	174	194	支付股利	-194	-10	-8	-8
净利润	781	1,050	1,252	1,414	其他	420	0	0	0
少数股东损益	-1	-2	-3	-3	筹资活动现金流净额	-386	-107	-8	-8
归属母公司股东净利润	782	1,052	1,255	1,416	现金流量净额	-167	795	943	1,026
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,909	2,704	3,647	4,673	成长能力				
应收和预付款项	1,338	1,255	1,539	1,755	销售收入增长率	10.12%	20.05%	11.83%	11.88%
存货	1,363	1,689	1,847	2,044	营业利润增长率	27.45%	33.23%	19.54%	12.79%
其他流动资产	50	50	50	50	净利润增长率	27.61%	34.63%	19.23%	12.88%
长期股权投资	103	131	141	154	EBITDA 增长率	34.16%	28.71%	16.74%	9.85%
投资性房地产	72	95	101	109	获利能力				
固定资产和在建工程	4,344	4,449	4,549	4,634	毛利率	25.00%	27.08%	27.79%	27.76%
无形资产和开发支出	351	377	379	386	三费率	5.56%	6.15%	5.77%	5.62%
其他非流动资产	11	11	11	11	净利率	13.25%	14.85%	15.83%	15.98%
资产总计	10,780	11,896	13,579	15,213	ROE	9.71%	11.54%	12.09%	12.01%
短期借款	175	85	85	85	ROA	7.25%	8.85%	9.24%	9.31%
应付和预收款项	1,704	1,786	2,190	2,377	ROIC	8.44%	10.46%	10.96%	10.88%
长期借款	147	147	147	147	EBITDA/销售收入	21.74%	23.31%	24.34%	23.89%
其他负债	703	755	783	817	营运能力				
负债合计	2,728	2,773	3,205	3,425	总资产周转率	0.56	0.62	0.62	0.61
股本	559	559	559	559	固定资产周转率	1.51	1.68	1.80	1.94
资本公积	3,609	3,609	3,609	3,609	应收账款周转率	9.16	9.04	9.23	9.06
留存收益	3,881	4,960	6,215	7,631	存货周转率	3.23	3.38	3.23	3.29
归属母公司股东权益	8,047	9,120	10,374	11,791	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	5	3	-0	-3	资本结构				
股东权益合计	8,052	9,122	10,374	11,788	资产负债率	25.31%	23.31%	23.60%	22.52%
负债和股东权益合计	10,780	11,896	13,579	15,213	带息债务/总负债	28.37%	24.66%	21.34%	19.97%
					流动比率	2.30	2.61	2.76	3.04
					速动比率	1.52	1.78	1.92	2.18
					股利支付率	42.86%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1,281	1,649	1,925	2,114	每股收益	1.40	1.88	2.25	2.53
PE	15	11	9	8	每股净资产	14.40	16.32	18.56	21.10
PB	1	1	1	1	每股经营现金	1.26	2.75	2.88	3.06
PS	2	2	1	1	每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	8	6	5	4					
股息率	2.88%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn