

# 国邦医药 (605507.SH)

优于大市

## 2024 年报点评：医药原料药盈利改善，归母净利润同比+28%

### 核心观点

**医药原料药盈利改善带动全年归母净利润同比+28%**。公司 2024 年实现营业收入 58.91 亿元，同比增长 10.12%，实现归母公司净利润 7.82 亿元，同比大幅增长 27.61%，其中 Q4 营业收入为 14.73 亿元，环比-3.48%，同比-13.64%，归母净利润为 2.03 亿元，环比+16.31%，同比+64.28%。收入增长原因主要系公司中间体业务出货量创新高且动保原料药产能释放；盈利同比增长主要系医药原料药原料行情回暖，带动毛利率同比改善明显。

**医药原料药受益行情回暖，关键医药中间体出货量创新高**。2024 年，公司医药板块整体实现收入 38.22 亿元，同比+9.65%，实现毛利 11.01 亿元，同比+28.82%，对应毛利率 28.82%，同比+3.55pcts。其中（1）**医药原料药**：受益价格回暖以及特色原料药业务拓展顺利，2024 年公司医药原料药业务实现收入 24.77 亿元，同比+11.74%，实现毛利 7.03 亿元，同比+46.13%，对应毛利率 28.36%，同比+6.67pcts。（2）**关键医药中间体**：国内需求偏弱但公司加大出口拓展，出货量创新高，2024 年公司关键医药中间体业务实现收入 11.30 亿元，同比+0.83%，实现毛利 3.75 亿元，同比-1.70%，对应毛利率 33.20%，同比-0.85pcts。

**动保原料产能快速释放，但行情低迷限制短期盈利表现**。2024 年，公司动保板块整体实现收入 20.17 亿元，同比+9.94%，实现毛利 3.58 亿元，同比-0.21%，对应毛利率 17.73%，同比-1.80pcts。（1）**动保原料药**：公司氟苯尼考产能稳步释放，年销量已达 3000 吨以上，强力霉素销量市占率稳步提升，但行业竞争加剧导致行情短期低迷，压制盈利表现。2024 年公司动保原料药业务实现收入 24.77 亿元，同比+11.81%，实现毛利 3.45 亿元，同比+1.95%，对应毛利率 18.86%，同比-1.82pcts。（2）**动保制剂**：2024 年公司动保制剂业务实现收入 1.86 亿元，同比-5.61%，实现毛利 0.12 亿元，同比-37.16%，对应毛利率 6.69%，同比-3.36pcts。

**风险提示**：原料及能源价格再度大幅上涨的风险；非洲猪瘟导致猪用兽药产品销量大幅下滑的风险；下游养殖规模化进程不及预期的风险。

**投资建议**：考虑到公司动保原料药产品销价短期承压明显，我们下调公司 2025 年归母净利润预测至 9.1 亿元（原为 13.8 亿元），预测 2026-2027 年归母净利润为 10.0/10.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.6/1.8/1.9 元。公司致力于推进动保原料药核心单品全链运作，核心业务规模稳步扩张，我们看好公司动保板块未来量利成长，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,349	5,891	6,443	6,926	7,289
(+/-%)	-6.5%	10.1%	9.4%	7.5%	5.2%
净利润(百万元)	612	782	905	996	1076
(+/-%)	-33.5%	27.6%	15.8%	10.0%	8.1%
每股收益(元)	1.10	1.40	1.62	1.78	1.93
EBIT Margin	12.1%	14.5%	15.9%	16.2%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	9.7%	10.4%	10.6%	10.6%
市盈率 (PE)	19.3	15.1	13.0	11.8	11.0
EV/EBITDA	15.2	11.3	9.8	9.2	8.8
市净率 (PB)	1.59	1.47	1.36	1.26	1.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：**鲁家瑞** 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

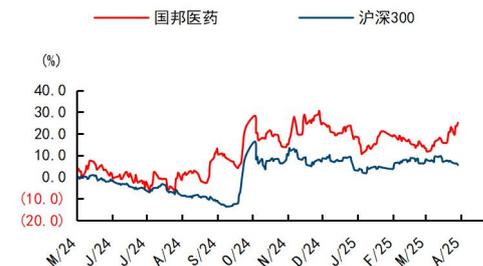
证券分析师：**李瑞楠** 021-60893308  
lirui@guosen.com.cn  
S0980523030001

证券分析师：**江海航** 010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn  
S0980524070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.35 元
总市值/流通市值	11931/6442 百万元
52 周最高价/最低价	23.09/14.95 元
近 3 个月日均成交额	68.01 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《国邦医药 (605507.SH) - 2023 年中报点评：医药中间体及动保原料药业务承压，上半年归母净利润同比减少 28%》—— 2023-08-02

《国邦医药 (605507.SH) - 2022 年报及 2023 一季报点评：22 年归母净利润同比+30%，23Q1 动保板块毛利率逆势提升》—— 2023-04-19

**医药原料药盈利改善，归母净利润同比+28%。**公司2024年实现营业收入58.91亿元，同比增长10.12%，实现归属于母公司所有者的净利润7.82亿元，同比大幅增长27.61%，其中Q4营业收入为14.73亿元，环比-3.48%，同比-13.64%，归属于母公司所有者的净利润为2.03亿元，环比+16.31%，同比+64.28%。收入增长原因主要系公司中间体业务出货量创新高且动保原料药产能释放；盈利同比增长主要系医药原料药价格回暖，带动毛利率同比改善明显。

图1: 国邦医药营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 国邦医药单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 国邦医药归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

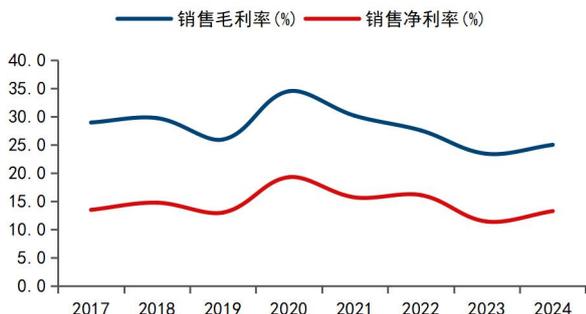
图4: 国邦医药单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

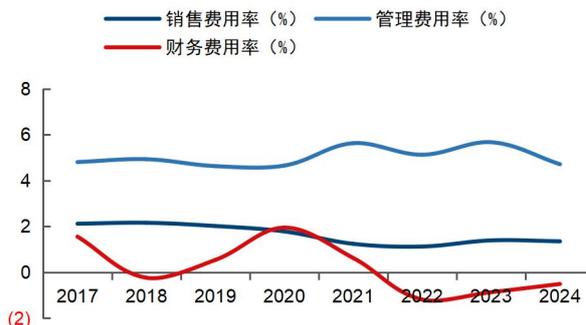
**2024年利润率改善，费用率下降。**公司2024年销售毛利率25.00%，同比+1.59pcts；销售净利率13.25%，相较上年全年水平+1.85pcts，主要系医药原料药毛利率有所改善且费用率有所下降。费用方面，公司2024年销售费用率1.35%（相较上年全年水平-0.04pcts），管理费用率4.73%（相较上年全年水平-0.96pcts），财务费用率-0.51%（相较上年全年水平+0.36pcts）。三项费用率合计5.55%，较上年全年水平-0.64pcts。

图5: 国邦医药毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 国邦医药三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

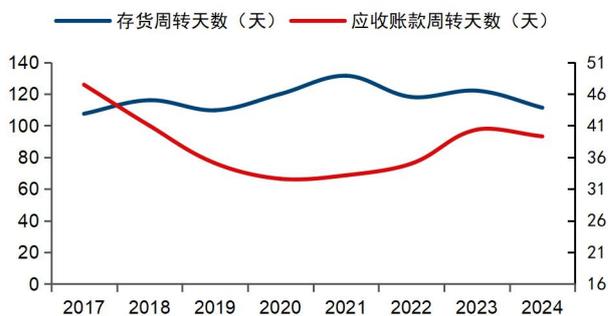
**存货周转加快，经营性现金流改善明显。**2024 年经营性现金流净额 7.06 亿元，较上年全年水平+36.70%，经营性现金流净额占营业收入比例为 11.99%（较上年全年水平+2.33pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 72.95%（较上年全年水平+18.59pcts）。在主要流动资产周转方面，2024 年公司存货天数达 111 天（较上年全年水平-8.80%），应收账款周转天数达 39 天（较上年全年水平-2.63%）。

图7: 国邦医药经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 国邦医药主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑到公司动保原料药产品销价短期承压明显，我们下调公司 2025 年归母净利润预测至 9.1 亿元（原为 13.8 亿元），预测 2026-2027 年归母净利润为 10.0/10.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.6/1.8/1.9 元。公司致力于推进动保原料药核心单品全链运作，核心业务规模稳步扩张，我们看好公司动保板块未来量利成长，维持“优于大市”评级。

表1: 国邦医药业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>医药板块</b>						
收入(亿元)	3614.13	3485.18	3821.60	4232.85	4596.77	4879.58
增速	22.12%	-3.57%	9.65%	10.76%	8.60%	6.15%
毛利(亿元)	1155.01	880.55	1101.30	1259.21	1366.46	1452.75
毛利率	31.96%	25.27%	28.82%	29.75%	29.73%	29.77%
<b>动保板块</b>						
收入(亿元)	2089.46	1834.79	2017.15	2155.64	2272.36	2350.56
增速	36.25%	-12.19%	9.94%	6.87%	5.41%	3.44%
毛利(亿元)	407.45	358.46	357.73	419.00	452.39	475.81
毛利率	19.50%	19.54%	17.73%	19.44%	19.91%	20.24%
<b>其他业务</b>						
收入(亿元)	34.66	29.48	52.09	55.00	57.00	59.00
增速	178.84%	-14.95%	76.70%	5.59%	3.64%	3.51%
毛利(亿元)	13.58	13.32	13.70	13.75	14.25	14.75
毛利率	39.18%	45.18%	26.31%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>合计</b>						
收入(亿元)	5720.92	5349.45	5890.84	6443.50	6926.13	7289.14
增速	26.98%	-6.49%	10.12%	9.38%	7.49%	5.24%
毛利(亿元)	1576.04	1252.33	1472.73	1691.95	1833.10	1943.31
毛利率	16.08%	-20.54%	17.60%	14.89%	8.34%	6.01%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表2: 未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5891	6443	6926	7289
营业成本	4418	4752	5093	5346
销售费用	79	86	91	95
管理费用	278	304	324	341
研发费用	215	232	250	273
财务费用	(30)	(12)	(30)	(53)
营业利润	895	1036	1146	1232
利润总额	888	1026	1139	1224
归属于母公司净利润	782	905	996	1076
EPS	1.40	1.62	1.78	1.93
ROE	9.71%	10.42%	10.62%	10.62%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	5,349	5,891	6,499	7,034	7,440
(+/-%)	-6.5%	10.1%	10.3%	8.2%	5.8%
净利润(百万元)	612	782	1415	1557	1684
(+/-%)	-33.5%	27.6%	81.0%	10.0%	8.2%
摊薄 EPS	1.10	1.40	2.53	2.79	3.01
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	5,349	5,891	6,443	6,926	7,289
(+/-%)	-6.5%	10.1%	9.4%	7.5%	5.2%
净利润(百万元)	612	782	905	996	1076
(+/-%)	-33.5%	27.6%	15.8%	10.0%	8.1%
摊薄 EPS(元)	1.10	1.40	1.62	1.78	1.93
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	5,349	5,891	6,388	6,819	7,141
(+/-%)	-6.5%	10.1%	8.4%	6.7%	4.7%
净利润(百万元)	612	782	414	463	505
(+/-%)	-33.5%	27.6%	-47.1%	11.9%	9.1%
摊薄 EPS	1.10	1.40	0.74	0.83	0.90
总股本(百万股)	559	559	559	559	559

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2094	1909	2019	3512	4250	营业收入	5349	5891	6443	6926	7289
应收款项	549	772	760	812	890	营业成本	4097	4418	4752	5093	5346
存货净额	1369	1363	1529	1623	1685	营业税金及附加	36	47	44	50	53
其他流动资产	1431	1830	1969	1316	1348	销售费用	74	79	86	91	95
<b>流动资产合计</b>	<b>5443</b>	<b>5874</b>	<b>6278</b>	<b>7263</b>	<b>8173</b>	管理费用	303	278	304	324	341
固定资产	4331	4345	4542	4649	4673	研发费用	191	215	232	250	273
无形资产及其他	359	351	337	323	309	财务费用	(46)	(30)	(12)	(30)	(53)
投资性房地产	128	108	108	108	108	投资收益	13	13	15	14	14
长期股权投资	101	103	131	141	154	资产减值及公允价值变动	42	40	(19)	(17)	(16)
<b>资产总计</b>	<b>10362</b>	<b>10780</b>	<b>11397</b>	<b>12484</b>	<b>13417</b>	其他收入	(238)	(257)	(232)	(250)	(273)
短期借款及交易性金融负债	512	627	598	579	601	营业利润	702	895	1036	1146	1232
应付款项	1715	1704	1622	1927	1962	营业外净收支	(5)	(7)	(10)	(7)	(8)
其他流动负债	223	227	251	266	278	<b>利润总额</b>	<b>698</b>	<b>888</b>	<b>1026</b>	<b>1139</b>	<b>1224</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2450</b>	<b>2558</b>	<b>2471</b>	<b>2773</b>	<b>2842</b>	所得税费用	88	107	122	145	150
长期借款及应付债券	452	147	197	272	372	少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	23	24	44	59	71	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>612</b>	<b>782</b>	<b>905</b>	<b>996</b>	<b>1076</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>475</b>	<b>171</b>	<b>241</b>	<b>331</b>	<b>443</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2924</b>	<b>2728</b>	<b>2712</b>	<b>3103</b>	<b>3284</b>	净利润	612	782	905	996	1076
少数股东权益	5	5	4	3	2	资产减值准备	4	(6)	2	0	0
股东权益	7432	8047	8681	9378	10131	折旧摊销	317	429	452	498	536
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10362</b>	<b>10780</b>	<b>11397</b>	<b>12484</b>	<b>13417</b>	公允价值变动损失	(42)	(40)	19	17	16
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(46)	(30)	(12)	(30)	(53)
每股收益	1.10	1.40	1.62	1.78	1.93	营运资本变动	569	(609)	(329)	843	(113)
每股红利	0.65	0.35	0.49	0.53	0.58	其它	(5)	5	(3)	(1)	(1)
每股净资产	13.30	14.40	15.53	16.78	18.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>1456</b>	<b>561</b>	<b>1046</b>	<b>2353</b>	<b>1513</b>
ROIC	7.72%	9.25%	10%	11%	13%	资本开支	0	(466)	(657)	(608)	(561)
ROE	8.24%	9.71%	10.42%	10.62%	10.62%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	23%	25%	26%	26%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(468)</b>	<b>(685)</b>	<b>(618)</b>	<b>(575)</b>
EBIT Margin	12%	14%	16%	16%	16%	权益性融资	11	1	0	0	0
EBITDA Margin	18%	22%	23%	23%	24%	负债净变化	452	(305)	50	75	100
收入增长	-6%	10%	9%	7%	5%	支付股利、利息	(362)	(194)	(271)	(299)	(323)
净利润增长率	-33%	28%	16%	10%	8%	其它融资现金流	(1527)	719	(29)	(19)	22
资产负债率	28%	25%	24%	25%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1336)</b>	<b>(278)</b>	<b>(251)</b>	<b>(243)</b>	<b>(200)</b>
股息率	3.1%	1.6%	2.3%	2.5%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>120</b>	<b>(185)</b>	<b>110</b>	<b>1492</b>	<b>738</b>
P/E	19.3	15.1	13.0	11.8	11.0	货币资金的期初余额	1974	2094	1909	2019	3512
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	2094	1909	2019	3512	4250
EV/EBITDA	15.2	11.3	9.8	9.2	8.8	企业自由现金流	0	105	371	1710	897
						权益自由现金流	0	519	403	1793	1067

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032