

动保业务驱动增长，平台优势巩固国际竞争力

投资要点

- 业绩总结：**公司发布2025年年度报告。全年实现营业收入60.11亿元，同比增长2.05%；实现归母净利润8.21亿元，同比增长5.02%。单季度来看，2025年Q4实现营业收入15.42亿元，实现归母净利润1.51亿元。
- 点评：动保业务驱动业绩增长，盈利能力持续改善。**2025年公司在医药动保行业底部震荡的背景下，依然实现了稳健的收入和利润增长，主要得益于动保业务板块的强劲表现，有效对冲了医药板块的阶段性压力。公司核心产品竞争力持续巩固，盈利能力稳健，产品矩阵不断丰富。
- 动保业务量价齐升，医药板块阶段性承压。分业务看，动保业务：**实现收入24.92亿元，同比增长23.55%，毛利率提升5.46个百分点至23.19%，成为公司业绩增长的核心引擎。核心产品放量显著，氟苯尼考出货量突破4000吨，盐酸多西环素出货量突破3000吨，出货量均在30%以上高速增长。其中，盐酸多西环素取得欧盟CEP证书，销售国家突破60个；氟苯尼考在美国FDA获批，行业供给格局出清后，公司作为龙头企业市占率领先，产品价格有望迎来修复周期。医药业务：实现收入34.75亿元，同比下降9.08%，毛利率为28.34%，基本保持稳定。尽管板块整体承压，但部分产品如阿奇霉素、克拉霉素等受益于下游需求改善，表现良好。
- 平台化优势稳固，国际化认证构筑高壁垒。**公司作为平台型企业，产品矩阵丰富，拥有13个销售过亿元产品和4个销售过5亿元产品，有效平滑单一产品周期波动风险。公司是全球最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一。公司持续推进国际化战略，产品销往全球117个国家和地区，服务超5000家合作伙伴。报告期内，公司在产品注册认证方面成果显著，累计获得18个欧盟CEP证书和8个美国FDA认证，其中泰拉霉素在美国FDA获批并通过欧盟EUGMP认证，高标准的质量体系和认证优势构筑了坚实的竞争壁垒。
- 盈利预测与投资建议。**预计2026-2028年EPS分别为1.91元、2.28元、2.56元，对应动态PE分别为13/11/10倍；予以公司2026年20倍PE，目标价38.2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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,011	7,332	8,281	9,290
增长率	2.05%	21.96%	12.96%	12.18%
归属母公司净利润(百万元)	821	1,069	1,275	1,430
增长率	5.02%	30.25%	19.30%	12.14%
每股收益EPS(元)	1.48	1.91	2.28	2.56
净资产收益率ROE	9.60%	11.67%	12.87%	13.29%
PE	16.76	13.27	11.12	9.92
PB	1.62	1.55	1.43	1.32

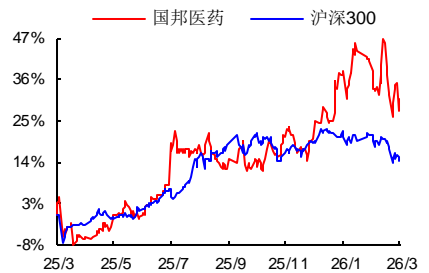
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 赵磐
执业证号: S1250525070003
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)	5.59
52周内股价区间(元)	18.71-29.25
总市值(亿元)	145.24
总资产(亿元)	109.85
每股净资产(元)	15.31

相关研究

- 国邦医药(605507): 三季度利润增速显著提升, 盈利能力继续回升(2025-10-20)
- 国邦医药(605507): 业绩稳健增长, 全球化与创新驱动双轮发力(2025-07-31)
- 国邦医药(605507): 业绩稳健增长, 动保原料药迎来周期拐点(2025-04-18)

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 2026-2028 年公司平均医药板块销量增速为 20%/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。我们预计公司 2026-2028 年动保产品销量增速为 25%/15%/15%，销售价格增速为 0%/2%/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 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入（百万元）	6,011.40	7,331.63	8,281.47	9,290.36
	yoy	2.05%	21.96%	12.96%	12.18%
	成本（百万元）	4,446.53	5365.42	5993.68	6726.71
	毛利率	26.03%	26.82%	27.63%	27.59%
医药板块	收入（百万元）	3,474.76	4,169.71	4,586.68	5,045.35
	yoy	-9.08%	20.00%	10%	10%
	成本（百万元）	2,489.91	2960	3257	3582
	毛利率	28.34%	29.00%	29.00%	29.00%
动保板块	收入（百万元）	2,492.24	3,115.30	3,644.90	4,191.64
	yoy	23.55%	25.00%	17.00%	15.00%
	成本（百万元）	1,914.22	2368	2697	3102
	毛利率	23.19%	24.00%	26.00%	26.00%
其他	收入（百万元）	44.4	46.62	49.88	53.38
	yoy	-14.80%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	42.4	37	40	43
	毛利率	4.50%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：华海药业、中牧股份，二者 2026 年平均 PE 为 27 倍。予以公司 2026 年 20 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 38.2 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600521.SH	华海药业	16.06	0.76	0.3	0.53	0.63	21	54	30	25
600195.SH	中牧股份	7.41	0.07	0.23	0.31	0.41	106	32	24	18
平均值							63	43	27	22
605507.SH	国邦医药	25.99	1.40	1.48	1.91	2.28	18	17	13	11

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)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,011	7,332	8,281	9,290	净利润	818	1,066	1,272	1,426
营业成本	4,447	5,365	5,994	6,727	折旧与摊销	478	545	592	640
营业税金及附加	48	57	65	73	财务费用	24	25	25	25
销售费用	98	109	125	142	资产减值损失	32	0	0	0
管理费用	278	354	393	441	经营营运资本变动	-738	0	-358	-311
财务费用	21	25	25	25	其他	-55	-33	-40	-47
资产减值损失	-27	0	0	0	经营活动现金流净额	559	1,603	1,491	1,732
投资收益	17	19	21	24	资本支出	-254	-486	-482	-478
公允价值变动损益	13	0	0	0	其他	-598	19	21	24
其他经营损益	31	34	41	45	投资活动现金流净额	-851	-467	-460	-453
营业利润	964	1,225	1,464	1,643	短期借款	331	0	0	0
其他非经营损益	-13	3	3	2	长期借款	331	0	0	0
利润总额	951	1,227	1,466	1,646	股权融资	0	0	0	0
所得税	134	161	195	220	支付股利	-360	-461	-546	-609
净利润	818	1,066	1,272	1,426	其他	-426	-25	0	0
少数股东损益	-3	-3	-4	-5	筹资活动现金流净额	-123	-486	-546	-609
归属母公司股东净利润	821	1,069	1,275	1,430	现金流量净额	-416	648	484	670
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,460	2,108	2,593	3,263	成长能力				
应收和预付款项	1,055	1,417	1,589	1,758	销售收入增长率	2.05%	21.96%	12.96%	12.18%
存货	1,776	1,922	2,180	2,474	营业利润增长率	7.70%	27.03%	19.52%	12.26%
其他流动资产	37	37	37	37	净利润增长率	5.02%	30.25%	19.30%	12.14%
长期股权投资	99	99	99	99	EBITDA 增长率	9.92%	27.61%	15.94%	10.89%
投资性房地产	68	68	68	68	获利能力				
固定资产和在建工程	4,289	4,244	4,152	4,012	毛利率	26.03%	26.82%	27.63%	27.59%
无形资产和开发支出	343	343	343	343	三费率	6.59%	6.66%	6.55%	6.54%
其他非流动资产	33	33	33	33	净利率	13.60%	14.54%	15.35%	15.35%
资产总计	10,985	12,235	13,149	14,231	ROE	9.60%	11.67%	12.87%	13.29%
短期借款	506	506	506	506	ROA	7.51%	9.18%	10.02%	10.41%
应付和预收款项	1,196	1,786	1,920	2,125	ROIC	8.37%	10.71%	11.86%	12.32%
长期借款	478	478	478	478	EBITDA/销售收入	23.42%	24.51%	25.15%	24.87%
其他负债	249	306	335	371	营运能力				
负债合计	2,429	3,076	3,239	3,480	总资产周转率	0.55	0.63	0.65	0.68
股本	559	559	559	559	固定资产周转率	1.49	1.84	2.12	2.45
资本公积	3,627	3,627	3,627	3,627	应收账款周转率	7.45	8.07	8.00	7.86
留存收益	4,367	4,998	5,752	6,598	存货周转率	2.83	2.90	2.92	2.89
归属母公司股东权益	8,553	9,159	9,914	10,760	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2	-1	-5	-9	资本结构				
股东权益合计	8,556	9,159	9,909	10,751	资产负债率	22.11%	25.14%	24.64%	24.46%
负债和股东权益合计	10,985	12,235	13,149	14,231	带息债务/总负债	40.81%	32.23%	30.60%	28.49%
					流动比率	3.18	2.88	3.08	3.24
					速动比率	2.14	1.94	2.09	2.23
					股利支付率	40.85%	40.85%	40.85%	40.85%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	1,408	1,797	2,083	2,310	每股收益	1.48	1.91	2.28	2.56
PE	17	13	11	10	每股净资产	15.31	16.39	17.74	19.25
PB	2	2	1	1	每股经营现金	1.00	2.87	2.67	3.10
PS	2	2	2	2	每股股利	0.60	0.78	0.93	1.05
EV/EBITDA	10	7	6	5					
股息率	2.42%	3.08%	3.67%	4.12%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
