

# 国邦医药 (605507.SH)

买入

## 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

### 核心观点

**22年归母净利润同比+30%，23Q1收入同比+20%。**公司2022年实现营业收入57.21亿元，同比+26.98%，实现归母净利润9.21亿元，同比+30.43%，收入利润同比增长明显主要系中间体及原料药业务稳步推进，销售规模有所扩张。分季度来看，22Q4公司营业收入同比+24.46%至16.08亿元，归母净利润同比+8.11%至2.00亿元；23Q1公司营业收入同比+19.90%至14.10亿元，归母净利润同比-2.88%至1.95亿元。

**医药板块收入稳步扩张，动保板块毛利率逆势提升。**(1) **22年医药板块收入同比+22%至36亿元，占比63%，毛利率同比+1.7pcts至32.0%：**其中医药原料药收入同比+28%至19.92亿元，毛利率同比+3.1pct至25.5%；关键医药中间体收入同比+14%至14.64亿元，毛利率同比+1.2pct至43.2%；医药制剂收入同比+24%至1.58亿元，毛利率同比+1.4pct至9.2%。23Q1实现医药板块收入约9亿元，同比+15%，但22Q1全球新冠疫情导致硼氢化钠销量大幅增加，板块23Q1面临高基数压力，毛利率同比下降。(2) **22年动保板块收入同比+36%至21亿元，占比37%，毛利率同比-10.0pcts至19.5%：**其中动保原料药收入同比+42%至18.61亿元，毛利率同比-9.6pct至20.2%；动保添加剂及制剂收入同比+3%至2.29亿元，毛利率同比-14.0pct至14.0%。23Q1原料药价格降至历史低点，但依靠费用摊薄、工艺改进和节能降耗，公司动保板块收入同比+30%至4.86亿元，毛利率逆势提升至20%以上。

**2023年预计新建6000吨固体硼氢化钠产能，2000吨氟苯尼考产能，1500吨强力霉素产能。**公司目前正致力于推进核心单品全链运作，硼氢化钠6000吨新建产能预计年内进入调试阶段，总产能预计将达1万吨；氟苯尼考2000吨新建产能预计年内Q3末或Q4初进入调试阶段，总产能预计将达4000吨；强力霉素年内计划新增产能1500吨，总产能预计将达2500吨。随核心单品产能翻倍，公司业务规模有望稳步扩张，同时基于养殖板块中期景气回暖预期，我们认为公司动保板块有望后续受益下游需求改善，进而维持较好盈利。

**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：**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，叠加下游养殖中期景气向好预期，我们看好公司动保板块未来量利成长，预计公司2023-2025年归母净利润分别为11.3/13.0/15.0亿元（同比+22.4%/14.9%/15.5%），EPS分别为2.02/2.32/2.68元，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,505	5,721	6,887	7,994	9,020
(+/-%)	7.1%	27.0%	20.4%	16.1%	12.8%
净利润(百万元)	706	921	1127	1295	1496
(+/-%)	-12.8%	30.4%	22.4%	14.9%	15.5%
每股收益(元)	1.26	1.65	2.02	2.32	2.68
EBIT Margin	19.3%	17.3%	18.7%	18.5%	18.7%
净资产收益率(ROE)	11.1%	12.9%	14.2%	14.6%	15.1%
市盈率(PE)	18.7	14.3	11.7	10.2	8.8
EV/EBITDA	13.5	12.1	9.8	8.5	7.7
市净率(PB)	2.08	1.85	1.66	1.49	1.33

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

联系人: 江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师: 李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.42元
总市值/流通市值	13088/7066百万元
52周最高价/最低价	31.86/21.06元
近3个月日均成交额	67.43百万元

### 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)-扩产叠加猪价上行,看好动保业绩释放》——2022-11-13

**22 年收入同比+27%，归母净利润同比+30%。**公司 2022 年实现营业收入 57.21 亿元，较上年同期+26.98%，实现归属于母公司所有者的净利润 9.21 亿元，较上年同期+30.43%，收入利润同比增长明显主要系公司硼氢化钠、氟苯尼考、强力霉素等业务稳步推进，销售规模有所扩张。从单季度表现来看，22Q4 受新冠疫情和猪价低迷影响，公司业务环比承压但同比仍实现增长，营业收入同比+24.46%至 16.08 亿元，归母净利润同比+8.11%至 2.00 亿元。

**23Q1 收入同比+20%，归母净利润同比-3%。**公司 23Q1 年实现营业收入 14.10 亿元，较上年同期+19.90%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.95 亿元，较上年同期-2.88%，收入同比增长明显主要系公司硼氢化钠、氟苯尼考、强力霉素等产品销售规模稳步扩张，盈利小幅下降主要一方面系公司医药板块产品价格有所下降，另一方面系美元贬值导致公司确认汇兑损失。

图1: 国邦医药营业收入及增速



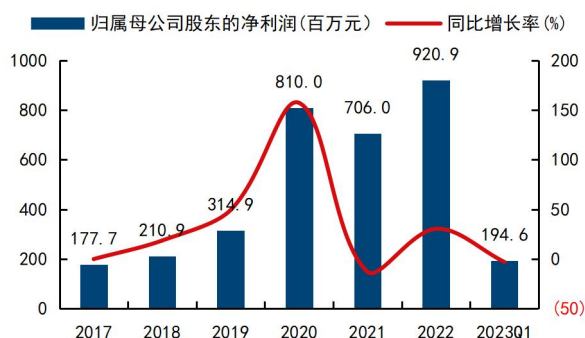
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

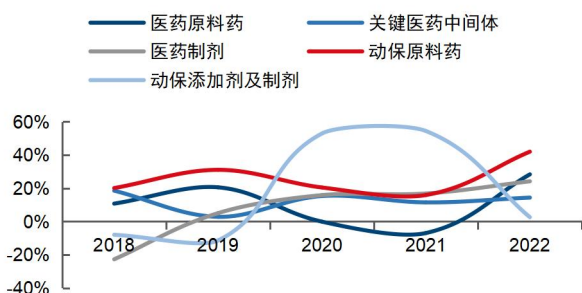
分板块来看，公司医药板块、动保板块业绩均实现较高增长：

**(1) 医药板块 22 年收入同比+22%至 36 亿元，占比 63%，毛利率同比+1.71pct 至 31.96%：**其中医药原料药收入同比+28%至 19.92 亿元，占总收入的 35%，毛利率同比+3.13pct 至 25.51%；关键医药中间体收入同比+14%至 14.64 亿元，占总收入的 26%，毛利率同比+1.15pct 至 43.17%；医药制剂收入同比+24%至 1.58 亿元，占总收入的 3%，毛利率同比+1.39pct 至 9.22%。23Q1 实现医药板块收入约 9 亿元，同比+15%，但 22Q1 全球新冠疫情导致硼氢化钠销量大幅增加，板块 23Q1 面临高

基数压力，毛利率同比下降。

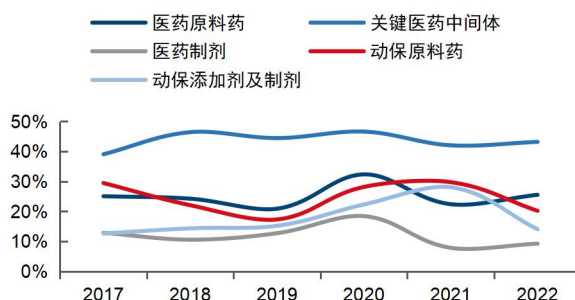
**(2)动保板块22年收入同比+36%至21亿元,占比37%,毛利率同比-9.99pct至19.50%:**其中动保原料药收入同比+42%至18.61亿元,占总收入的33%,毛利率同比-9.56pct至20.17%;动保添加剂及制剂收入同比+3%至2.29亿元,占总收入的4%,毛利率同比-14.01pct至14.03%。23Q1原料药价格降至历史低点,但依靠费用摊薄、工艺改进和节能降耗,公司动保板块收入同比+30%至4.86亿元,毛利率逆势提升至20%以上。

图5: 国邦医药各业务收入增速 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 国邦医药各业务毛利率 (单位: %)

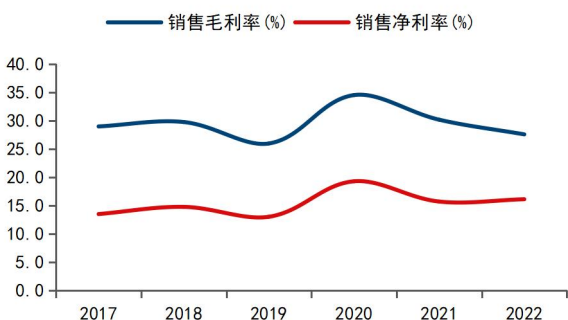


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22年毛利率小幅下降, 费用率优化明显。**公司2022年销售毛利率27.55%, 相较于上年同期-2.59pcts; 销售净利率16.09%, 相较于上年同期上升0.41pcts, 毛利率下降主要受动保板块盈利能力短期降低影响, 净利率上升主要受费用优化推动。销售费用率1.12% (-0.12pcts), 管理费用率5.12% (-0.50pcts), 财务费用率-1.89% (-1.81pcts)。三项费用率合计5.06%, 同比-2.43pcts, 主要系报告期内美元升值导致公司确认汇兑收益。

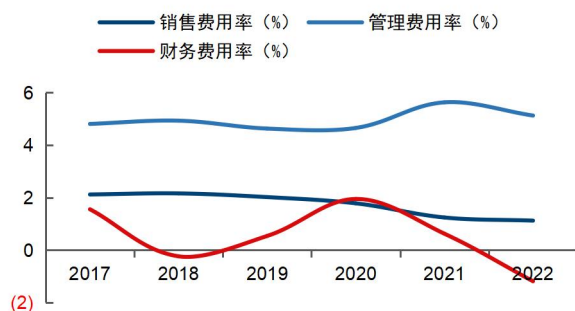
**23Q1 盈利能力有所下降, 费用率小幅提高。**公司2023Q1销售毛利率26.61%, 相较于上年同期-4.46pcts; 销售净利率13.83%, 相较于上年同期-3.20pcts, 盈利能力整体降低主要受医药板块中硼氢化钠产品盈利能力同比降低影响。销售费用率1.09% (较22全年-0.03pcts), 管理费用率5.39% (较22全年+0.27pcts), 财务费用率-0.11% (较22全年+1.08pcts)。三项费用率合计6.37%, 较22全年+1.31pcts, 主要系报告期内美元贬值导致公司确认汇兑损失。

图7: 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8: 国邦医药三项费用率变化情况

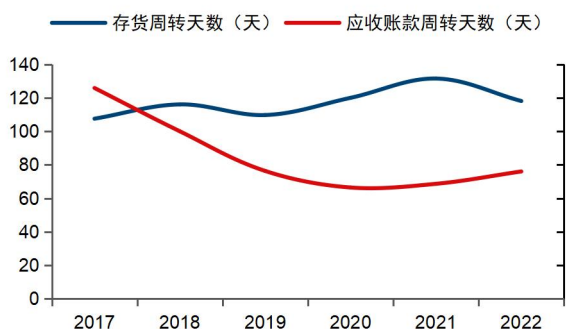


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年资金周转相对平稳，存货周转小幅放缓。**2022 年经营性现金流净额 10.17 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 17.78% (+21.69pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 49.43% (-10.29pcts)，现金流整体表现较好。在主要流动资产周转方面，2022 年公司存货天数达 118 天 (-10.20%)，应收账款周转天数达 35 天 (+5.57%)，存货周转明显加快但账期小幅变长。

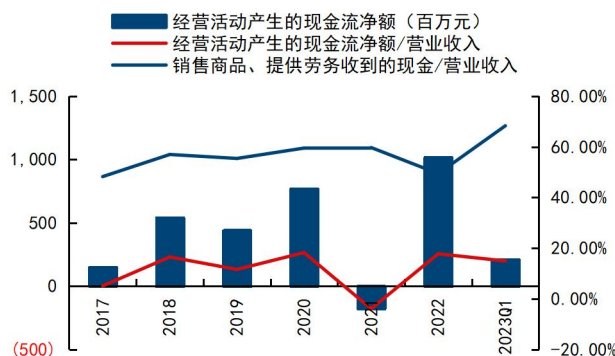
**23Q1 销售回款显著增加，存货周转有所加快。**2023Q1 经营性现金流净额 2.10 亿元，同比+207%，经营性现金流净额占营业收入比例为 14.92% (较 22 全年-2.86pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 68.32% (较 22 全年+18.89pcts)，现金流整体表现较好。在主要流动资产周转方面，2023Q1 存货天数达 110 天(较 22 全年-6.90%)，应收账款周转天数达 42 天(较 22 全年+22.02%)，存货周转明显加快但账期变长明显。

图9: 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10: 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:** 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，叠加下游养殖中期景气向好预期，我们看好公司动保板块未来量利成长，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.3/13.0/15.0 亿元 (同比 +22.4%/14.9%/15.5%)，EPS 分别为 2.02/2.32/2.68 元，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E			
600267	海正药业	10.91	128.78	0.43	0.42	0.71	25	26	15	未评级		
000739	普洛药业	22.38	263.75	0.81	0.84	1.04	28	27	22	未评级		
300871	回盛生物	18.57	30.84	0.17	0.39	1.49	109	48	12	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	893	1974	2293	2310	3076	营业收入	4505	5721	6887	7994	9020
应收款项	490	688	753	902	1030	营业成本	3148	4145	4886	5619	6223
存货净额	1309	1409	1816	2108	2249	营业税金及附加	25	33	39	46	52
其他流动资产	1875	1058	1239	1519	1669	销售费用	56	64	95	144	176
<b>流动资产合计</b>	<b>4567</b>	<b>5129</b>	<b>6100</b>	<b>6839</b>	<b>8023</b>	管理费用	254	293	348	435	543
固定资产	2622	3284	3550	3780	4028	研发费用	155	198	233	274	338
无形资产及其他	272	370	356	341	326	财务费用	28	(68)	(26)	(32)	(36)
投资性房地产	35	158	158	158	158	投资收益	4	20	9	11	13
长期股权投资	17	101	128	165	214	资产减值及公允价值变动	58	32	(28)	(32)	(28)
<b>资产总计</b>	<b>7513</b>	<b>9043</b>	<b>10293</b>	<b>11283</b>	<b>12750</b>	其他收入	(249)	(253)	(233)	(274)	(338)
短期借款及交易性金融负债	160	656	492	436	528	营业利润	809	1053	1293	1488	1711
应付款项	790	974	1438	1458	1632	营业外净收支	(2)	(17)	(4)	(8)	(10)
其他流动负债	204	232	323	353	391	<b>利润总额</b>	<b>807</b>	<b>1036</b>	<b>1289</b>	<b>1480</b>	<b>1701</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1154</b>	<b>1862</b>	<b>2253</b>	<b>2247</b>	<b>2551</b>	所得税费用	101	115	162	186	205
长期借款及应付债券	0	0	50	125	225	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	14	26	46	61	77	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>706</b>	<b>921</b>	<b>1127</b>	<b>1295</b>	<b>1496</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>96</b>	<b>186</b>	<b>302</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1167</b>	<b>1889</b>	<b>2349</b>	<b>2433</b>	<b>2853</b>	净利润	706	921	1127	1295	1496
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)	资产减值准备	37	(24)	11	3	3
股东权益	6346	7155	7945	8851	9898	折旧摊销	201	258	301	363	406
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7513</b>	<b>9043</b>	<b>10293</b>	<b>11283</b>	<b>12750</b>	公允价值变动损失	(58)	(32)	28	32	28
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	28	(68)	(26)	(32)	(36)
每股收益	1.26	1.65	2.02	2.32	2.68	营运资本变动	(2151)	597	(67)	(653)	(188)
每股红利	0.60	0.23	0.61	0.70	0.80	其它	(37)	24	(11)	(3)	(3)
每股净资产	11.36	12.80	14.22	15.84	17.71	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1302)</b>	<b>1743</b>	<b>1388</b>	<b>1037</b>	<b>1742</b>
ROIC	13.91%	13.36%	15%	17%	18%	资本开支	0	(917)	(590)	(614)	(669)
ROE	11.13%	12.87%	14.19%	14.63%	15.11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	30%	28%	29%	30%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(1002)</b>	<b>(618)</b>	<b>(650)</b>	<b>(718)</b>
EBIT Margin	19%	17%	19%	18%	19%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	22%	23%	23%	23%	负债净变化	(251)	0	50	75	100
收入增长	7%	27%	20%	16%	13%	支付股利、利息	(334)	(128)	(338)	(388)	(449)
净利润增长率	-13%	30%	22%	15%	16%	其它融资现金流	2139	596	(164)	(56)	92
资产负债率	16%	21%	23%	22%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>959</b>	<b>339</b>	<b>(452)</b>	<b>(369)</b>	<b>(257)</b>
股息率	2.5%	1.0%	2.6%	2.9%	3.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(342)</b>	<b>1081</b>	<b>319</b>	<b>18</b>	<b>766</b>
P/E	18.7	14.3	11.7	10.2	8.8	货币资金的期初余额	1235	893	1974	2293	2310
P/B	2.1	1.8	1.7	1.5	1.3	货币资金的期末余额	893	1974	2293	2310	3076
EV/EBITDA	13.5	12.1	9.8	8.5	7.7	企业自由现金流	0	816	767	389	1034
						权益自由现金流	0	1412	676	436	1258

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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中所提及的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