

国邦医药(605507)

报告日期: 2022年11月23日

动保弹性体现的大吨位原料药公司

——国邦医药深度报告

投资要点

我们认为,公司立足于规模制造优势,优势品种(如硼氢化钠、氟苯尼考等)扩产强化制造优势、新品种(如强力霉素等)商业化放量构成增长新动能,2022-2024年产能投入到释放过渡期,我们看好公司收入和利润的稳健增长能力。

□ 产品: 人用药产业链延展, 动保新动能

✓ 人用药: 传统品种稳健, 抗生素产业链延展

传统品种: 我们预计收入稳定增长, 硼氢化钠扩产后提供弹性。收入构成看, 2021年公司医药板块收入约29.6亿元、总收入占比65.7%、同比基本持平, 主要由克拉霉素、阿奇霉素、硼氢化钠等为公司医药原料药及中间体的大吨位产品组成。**增长驱动看,**我们预计原料药优势品种增长来自于全球制剂端平稳增长, 2021-2024年收入CAGR为7.9%; 增量品种如头孢类、沙班类等有望在2023-2024年开始贡献增量, 带动医药板块整体收入CAGR在12.5%。

✓ 动保: 品种梯队完善, 新产品增添新动能

品种梯队丰富、大产品占比领先, 我们预计优势产品扩产、新产品上市支撑增长。①**市场总量:** 2020年中国兽药销售额约621亿元、2021年约750+亿元, 2016-2021年五年CAGR约10%; 2020年销售额中原料药占比约33%、化学制剂占比约55%, 原料药销售额中抗微生物。②**国邦特点:** 2021年公司动保收入15.3亿元、2017-2021年CAGR约21%、2021年收入占比34%, **从销售额构成看,**氟苯尼考原料药约占动保收入的40.5%, 恩诺沙星及盐酸恩诺沙星原料药约占动保收入的25.5%; **从产品布局看,**对比国内主要动保供应商, 我们认为国邦在氟喹诺酮类、四环素类等兽药品种布局相对完整, 在新型抗球虫药领域也有新品种上市, 我们认为公司的竞争优势体现为大吨位产品产业链布局完整且产能充足(氟苯尼考新工艺及新产能布局)、新品种梯队较丰富, 随着强力霉素(2022年1-9月中国总出口额约1.82亿美元, 对应约12-13亿元)产能释放及产品销售(2022年一期项目1000吨左右, 2023年二期项目逐步投产), 我们预计2021-2024年公司动保收入CAGR有望达到29.3%。

□ 产能: 从投入到释放, 放大规模制造优势

从投入期到释放期, 新在建项目强化增长动能。我们预计2022-2023年有望成为公司动保、人用药产能释放期; 我们假设公司2022年三季报的8.4亿在建工程在2-3年内陆续转固、固定资产周转率在2.5-3(参考公司的历史平均水平), 预计对应的增量收入在20-25亿元, 从公司厂区建设及环评项目看, 我们预计动保、医药中间体、头孢原料药等有望构成支撑收入增长的项目。

从规模制造向高端制造升级。从公司的品种立项看, 公司在大吨位原料药品种的全球市占率中验证了公司规模制造、特殊合成工艺等的技术能力和竞争优势, 我们认为, 公司在催化加氢、超低温反应酶法合成、固体流化床催化等制造能力积累具有一定的品种复制性, 我们看好公司持续在新的吨位品种中竞争能力再验证。从资本开支和在建工程的项目看, 我们关注到公司通过扩产、技改等方式持续摊薄单一产品的制造费用(如硼氢化钠、氟苯尼考、强力霉素等产品), 我们认为该方式可能前置成本较高(例如需要固定资产投资和较强的工厂管理能力), 但综合成本竞争力较强、具有一定的品种特殊性(如需要该品种需求量较大或产业链较长), 我们持续看好公司从规模制造向高端制造升级, 强化竞争优势。

投资评级: 增持(首次)

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

分析师: 毛雅婷
 执业证书号: S1230522090002
 maoyating@stocke.com.cn

研究助理: 盖文化
 gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 29.23
总市值(百万元)	16,334.41
总股本(百万股)	558.82

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.67、2.06 和 2.56 元/股，2022 年 11 月 23 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 17 倍、2023 年 PE 为 14 倍。我们认为，公司立足于规模制造优势，优势品种扩产强化制造优势、新品种商业化放量构成增长动能，随着山东、浙江等厂区新产能释放、产能利用率提升、动保产品量价修复下，我们预计 2022-2024 年公司有望实现稳健增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险、贸易摩擦风险、生产安全事故及质量风险、汇率变动风险、订单交付波动性风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	4,505	5,637	6,624	7,530
(+/-) (%)	7.11%	25.12%	17.50%	13.68%
归母净利润	706	934	1,153	1,431
(+/-) (%)	-12.84%	32.32%	23.41%	24.10%
每股收益(元)	1.26	1.67	2.06	2.56
P/E	23.14	17.48	14.17	11.42

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 国邦医药：从投入到释放，制造优势再强化	5
2 产品：人用药产业链延展，动保新动能	6
2.1 人用药：传统品种稳健，抗生素产业链延展	6
2.1.1 传统品种：预计稳定增长，硼氢化钠扩产提供弹性	6
2.1.2 新品种：看好大品种新立项、头孢产业链延展	8
2.2 动保：品种梯队完善，新产品增添新动能	8
3 产能：从投入到释放，放大规模制造优势	11
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 收入拆分与盈利预测	14
4.2 估值	16
4.3 投资建议	16
5 风险提示	16

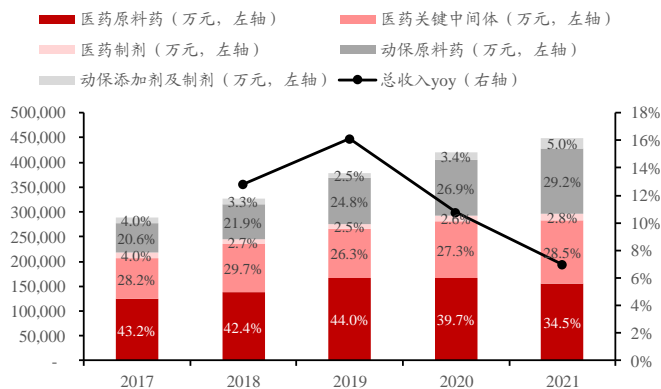
图表目录

图 1: 2017-2021 年公司收入构成及增速.....	5
图 2: 2020-2022 年公司毛利率、净利率及主要成本.....	5
图 3: 2017-2021 年国邦医药医药板块主要产品收入构成.....	6
图 4: 2017-2021 年医药板块收入占比及毛利率.....	6
图 5: 克拉霉素出口量及平均价.....	7
图 6: 2022 年 1-9 月克拉霉素出口量公司占比.....	7
图 7: 阿奇霉素出口量及平均价.....	7
图 8: 2022 年 1-9 月阿奇霉素出口量公司占比.....	7
图 9: 2021 年 1-12 月氟苯尼考单月出口量及平均价.....	9
图 10: 2022 年 1-9 月氟苯尼考出口量国家分布.....	9
图 11: 强力霉素出口量及平均价.....	10
图 12: 2022 年 1-9 月强力霉素出口量公司占比.....	10
图 13: 公司资本开支、在建工程及周转率.....	11
图 14: 公司在建工程主要项目预算额占比及完工度.....	11
图 15: 2021-2022 年 9 月硫氰酸红霉素出口量及平均价.....	15
图 16: 2022 年 1-9 月硫氰酸红霉素出口量占比.....	15
表 1: 公司主要人用药原料药注册及下游仿制药情况.....	6
表 2: 从浙江国邦环评看公司原料药产品立项.....	8
表 3: 部分动保公司兽用/宠物用药获批品种对比.....	8
表 4: 公司主要子公司及厂区品种及投资情况.....	11
表 5: 公司主要技术及应用产品.....	12
表 6: 公司部分业务拆分及收入预测(单位: 万元).....	14
表 7: 可比公司估值情况.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

1 国邦医药：从投入到释放，制造优势再强化

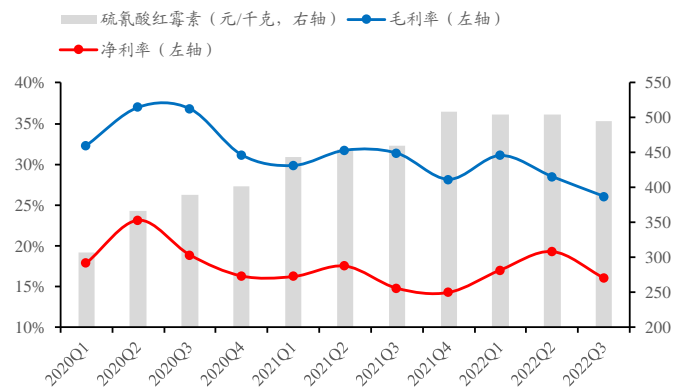
我们认为，国邦医药立足于大吨位产品和供应链完整布局，在多个抗生素、中间体、动保产品中，通过较高市占率和相对稳定盈利能力验证了规模制造优势。从收入构成看，2021年医药和动保板块分别占比66%、34%。从收入增速看，2021年医药板块原料药主要品种受到疫情影响而销售量有所波动，导致医药板块整体增速约1.2%；动保板块主要由动保添加剂、氟苯尼考等品种增长带动，增速稳健（2017-2021年动保板块收入CAGR约21%）。我们认为，2022-2024年公司的边际变化为：①产能进一步释放，2022年三季报显示在建工程占总资产比例下降、固定资产绝对额增加明显；②增量产品商业化，动保产品强力霉素一期项目投产、商业化销售后，明显带动收入和利润增长。展望2022-2024年，我们预计医药板块下游抗生素需求稳健增长，头孢类及特色原料药新产品贡献增量，硼氢化钠等产品全球应用场景拓展、市占率进一步提升；动保板块氟苯尼考和强力霉素等产品产能释放下制造规模优势强化，沙咪珠利等新型兽药进一步丰富品种梯队。在两个板块的带动下，我们预计2021-2024年公司收入CAGR达到18.7%、运营效率改善；在规模效应强化、动保价格周期修复下，我们预计公司净利润率有望提升。

图1： 2017-2021年公司收入构成及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 2020-2022年公司毛利率、净利率及主要成本



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 产品：人用药产业链延展，动保新动能

2.1 人用药：传统品种稳健，抗生素产业链延展

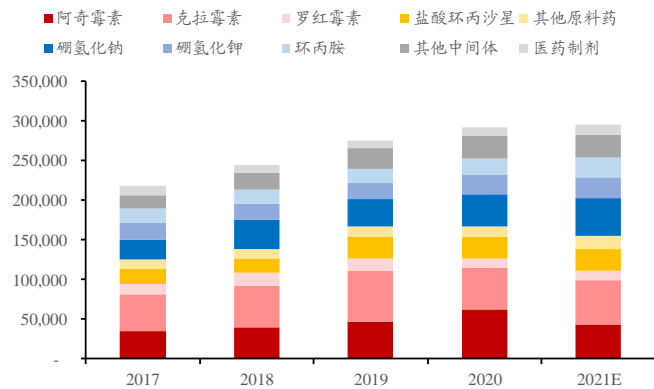
①收入构成看，2021年公司医药板块收入约29.6亿元（总收入占比65.7%），同比基本持平；具体产品构成看，我们预计克拉霉素、阿奇霉素、硼氢化钠等为公司医药原料药及中间体的较大产品。②增长驱动看，我们预计原料药优势品种增长来自于全球制剂端稳增长，2021-2024年传统产品（主要包括罗红霉素、克拉霉素、阿奇霉素、盐酸环丙沙星）收入CAGR为7.9%；增量品种如头孢类、沙班类等有望在2023-2024年开始贡献增量，带动医药板块2021-2024年整体收入CAGR在12.5%。

表1：公司主要人用药原料药注册及下游仿制药情况

类型	环丙沙星	罗红霉素	克拉霉素	阿奇霉素	红霉素衍	索利那新
US DMF			√	√	√	
EU COS/CEP	√	√	√	√		√
JP DMF			√			
KR DMF		√	√	√		
美国制剂销售额 (2021年, 百万美元)	1,206	114	632	1,539		
美国制剂销售额 yoy (2021年)	-3%	-1%	-1%	4%		
全球 API 消耗量 (2021年, 吨)	1,700	106	519	1,098		
全球原料药消耗量增速 (2021年)	4%	-8%	-1%	10%		
美国 DMF 个数	20	1	9	27		
EU COS/CEP 个数	19	8	18	15		
2020年公司收入占比	6.6%	2.7%	12.5%	14.9%		

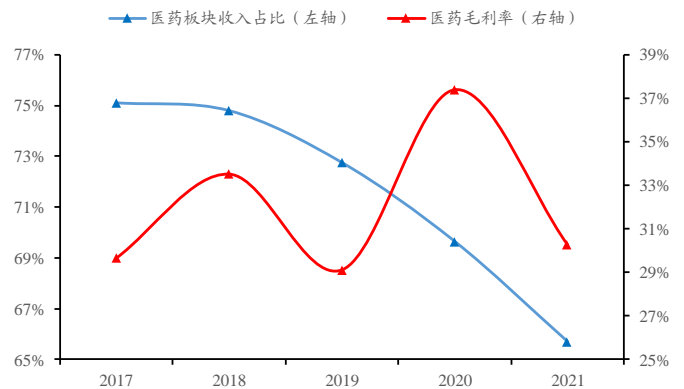
资料来源：Newport, Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

图3：2017-2021年国邦医药医药板块主要产品收入构成



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图4：2017-2021年医药板块收入占比及毛利率

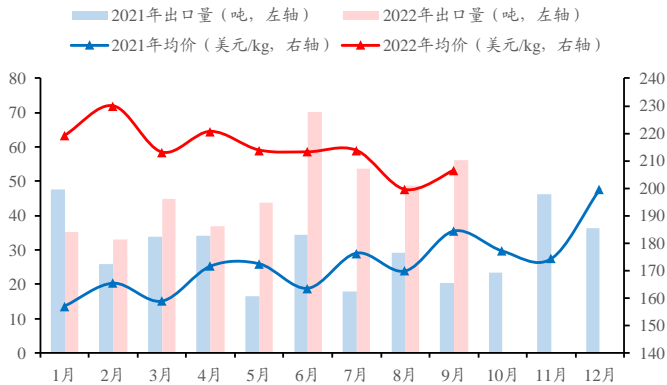


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2.1.1 传统品种：预计稳定增长，硼氢化钠扩产提供弹性

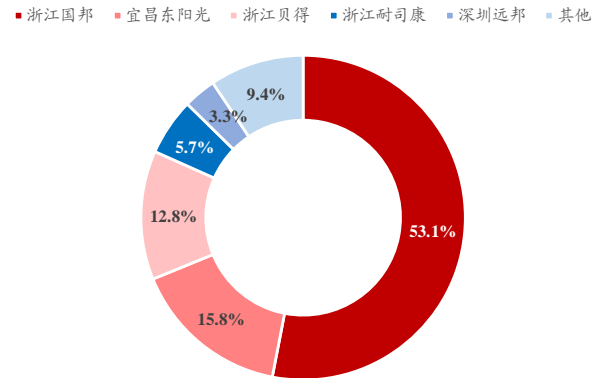
传统优势品种之克拉霉素：根据健康网数据统计，①从出口量看，2021年中国克拉霉素原料药出口量365吨，2022年1-9月出口量约422吨，同比增长63%；②从出口单价看，2022年1-9月出口均价约214美元/千克，同比增长27%；③从出口额看，2022年1-9月出口额约9006万美元，对应约6-7亿元；④从出口量占比看，国邦占比约53%，远高于市场第二名。⑤从国内市场看，根据Wind样本医院数据库，2021年国内阿奇霉素相关制剂销售额1.9亿元（样本医院数据，未放大）；从销售量及制剂规格，我们反推2021年国内表观需求量约120-150吨，综合考虑到制剂过程损耗、收率等因素，我们预计国内总需求量在150-200吨。我们认为，考虑到公司在该产品的竞争力和下游制剂销售阶段，我们预计公司该品种的增长主要来自于下游制剂端相对稳定的增长。

图5: 克拉霉素出口量及均价



资料来源: 健康网, Wind, 浙商证券研究所

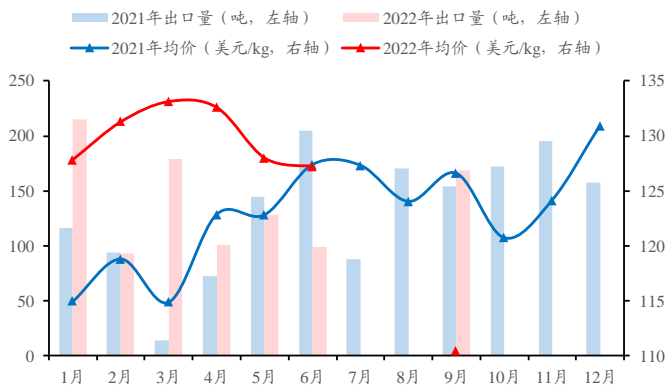
图6: 2022年1-9月克拉霉素出口量公司占比



资料来源: 健康网, Wind, 浙商证券研究所

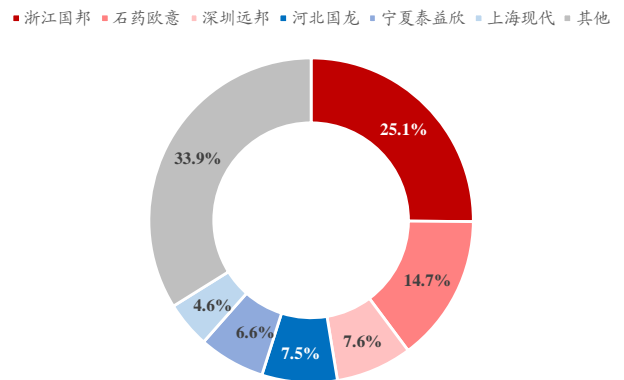
传统优势品种之阿奇霉素: 根据健康网数据统计, ①从出口量看, 2021年中国阿奇霉素原料药出口量1582吨, 2022年1-9月出口量约983吨, 同比下降7%, 我们推测可能和新冠疫情对终端用药需求扰动有关; ②从出口单价看, 2022年1-9月出口均价约127美元/千克, 同比增长4.1%; ③从出口额看, 2022年1-9月出口额约1.25亿美元, 对应约8-9亿元; 从出口量占比看, 国邦占比约25%, 明显高于市场第二名。我们认为, 考虑到公司在该产品的竞争力和下游制剂销售阶段, 我们预计公司该品种的增长主要来自于下游制剂端相对稳定的增长。

图7: 阿奇霉素出口量及均价



资料来源: 健康网, Wind, 浙商证券研究所

图8: 2022年1-9月阿奇霉素出口量公司占比



资料来源: 健康网, Wind, 浙商证券研究所

优势品种之硼氢化钠: ①从该品种的应用领域看, 根据2022年2月14日《投资者关系活动记录表》, 硼氢化钠“涉及医药、农药、造纸、环保等领域, 硼氢化钠本身是抗病毒药物(包括抗艾滋病药物)的关键中间体, 拉米夫定等, 菊酯类农药产品也在大量使用硼氢化钠, 造纸的脱墨和漂白, 土壤重金属离子修复等行业都需要”, 招股书也显示该产品同时为公司氟苯尼考的中间体。②从产能看, 根据公司2022年4月21日《投资者关系活动记录表》, “公司目前拥有液体硼氢化钠产能为60,000吨, 固体硼氢化钠产能4,000吨。依托原有车间改扩建新增年产40,000吨液体硼氢化钠项目计划2022年6月份完成建设。同时投资新建的6,000吨固体硼氢化钠、40,000吨液体硼氢化钠项目已取得项目备案证明,

在积极推进中，公司目前硼氢化钠产销两旺”。③从公司的竞争力看，我们预计公司处于市场领先地位，随着产能释放、工艺优化，我们预计公司产品全球市占率有望进一步提升。

2.1.2 新品种：看好大品种新立项、头孢产业链延展

看好公司新品种推进下医药原料药及中间体业务增长持续。根据国邦生命科技产业园项目环评，我们发现公司在最近5年内专利到期的产品如沙班类、列汀类强化了产能建设，同时在头孢产业链持续延展，我们认为随着公司新品种注册申报、国内外客户拓展、产业链延伸等举措，有望给公司收入稳定增长提供有效支撑。

表2：从浙江国邦环评看公司原料药产品立项

类别	名称	功能	规模
大健康类	特医食品	针对目标人群提供特殊营养支持	小试
	分子食品	功能性饮料	小试
特色医药	利伐沙班	治疗成人静脉血栓	小试
	阿哌沙班	预防静脉血栓栓塞	小试
	维格列汀	治疗2-型糖尿病	小试
	阿齐沙坦	治疗高血压症	小试
	西那卡塞	治疗甲状旁腺功能亢进症	小试
	琥珀酸索利那新片	尿失禁和或尿频、尿急症状	小试
	琥珀酸普芦卡必利片	慢性便秘症状	小试
	头孢替唑酸	敏感菌引起的败血症、呼吸系统感染、腹膜炎、肾盂肾炎等	小试
	头孢地嗪酸	呼吸系统、消化系统、泌尿系统、皮肤与软组织、五官、骨与关节感染	小试
	头孢氨苄	光谱抗菌素类药	小试
	头孢丙烯	抗生素	小试
大环内酯类合成制药	阿奇霉素	抗生素	小试
	泰来霉素	动物专用抗生素	小试
喹诺酮类合成制药	盐酸莫西沙星	上呼吸道与下呼吸道感染	小试

资料来源：国邦生命科技产业园项目环境影响报告表，浙商证券研究所

2.2 动保：品种梯队完善，新产品增添新动能

品种梯队丰富、大产品占比领先，预计优势产品扩产、新产品上市支撑增长。①市场总量：根据中国兽药协会数据，2020年中国兽药销售额约621亿元、2021年约750+亿元，2016-2021年五年CAGR约10%；2020年销售额中原料药占比约33%、化学制剂占比约55%，原料药销售额中抗微生物药占比83%、抗寄生虫药占比14%，化学制剂销售额中抗微生物药占比70%。②国邦特点：2021年公司动保收入15.3亿元、2017-2021年CAGR约21%、2021年收入占比34%，从销售额构成看，氟苯尼考原料药约占动保收入的40.5%，恩诺沙星及盐酸恩诺沙星原料药约占动保收入的25.5%；从产品布局看，我们结合中国兽药信息网获批数据对比了国邦医药和国内部分兽药公司的产品布局，从品种布局完整性看，国邦在氟喹诺酮类、四环素类等兽药品种布局相对完整，此外在新型抗球虫药领域也有新品种上市，我们认为相对于国内的主要竞争者，我们认为国邦的竞争优势体现为大产品产业链布局完整且产能充足（氟苯尼考新工艺及新产能布局）、新品种梯队较丰富，随着强力霉素等产品产能释放及销售，我们预计2021-2024年公司动保收入CAGR有望达到29.3%。

表3：部分动保公司兽用/宠物用药获批品种对比

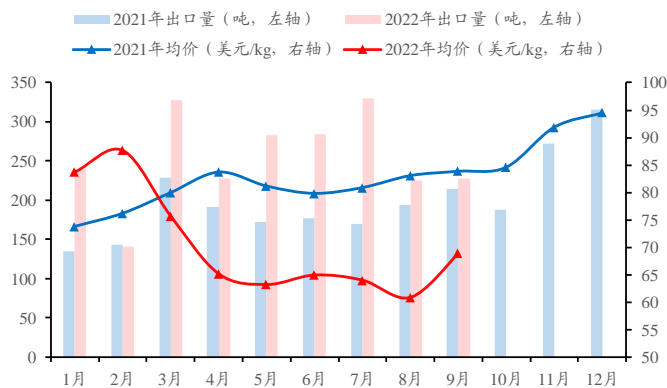
	国邦医药	海正药业	普洛药业	齐鲁动保	华北制药
β-内酰胺类	头孢噻唑（第3代）			✓	
氨基糖甙类	（硫酸）安普霉素		✓		
大环内酯类	红霉素				
	泰乐菌素		✓		
	吉他霉素		✓		
	加米霉素（新型）	✓			
	泰拉霉素	在研			

四环素类	泰万菌素 (盐酸)多西环素 (强力霉素)	✓		
氟霉素类	氟苯尼考	✓		✓
多肽类	多黏菌素			✓
氟喹诺酮类	恩诺沙星	✓		
	盐酸恩诺沙星	✓		
	甲磺酸达氟沙星	✓		
	盐酸环丙沙星	✓		
	盐酸沙拉沙星	✓		
	乳酸环丙沙星	✓		
	马波沙星	✓		
	盐酸莫西沙星	在研		
新型抗球虫药	沙咪珠利 (一类新兽药)	✓		
	地克珠利	✓		
	环丙氨嗪	✓		
	环丙氨嗪预混剂	✓		
抗寄生虫药	伊维菌素		✓	✓
	阿维菌素		✓	✓
	乙酰氨基阿维菌素			✓
	米尔贝肟 多拉菌素		✓ ✓	
驱虫药	芬苯达唑			✓
	吡喹酮		✓	
	莫昔克丁		✓	
	非泼罗尼		✓	

资料来源：中国兽药信息网，浙商证券研究所

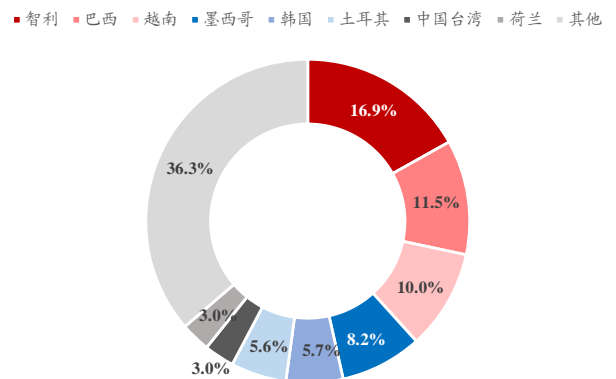
优势品种之氟苯尼考：①从出口量看，根据健康网数据统计，2021年中国氟苯尼考原料药出口量2403吨，2022年1-9月出口量约2287吨，同比增长41%。②从单价看，2022年1-9月出口均价约70.4美元/千克，同比下降12%；根据中国兽药饲料交易中心数据，2022年1-4月氟苯尼考原料药价格显著下降，我们认为可能和猪周期及氟苯尼考新工艺产品上市有关，4月以来随着下游需求修复，该品种价格有所回升。③从出口额看，2022年1-9月出口额约1.59亿美元，对应约11-12亿元。④从供需格局看，根据公司2022年8月23日《投资者关系活动记录表》，“氟苯尼考、盐酸多西环素大概各有6000吨左右的市场规模，目前产能主要在国内”，从公司的产能看，我们关注到山东国邦2022年3月底环评公示《年产4500吨兽药原料药项目》，主要涉及新建4500吨氟苯尼考原料药产能，综合考虑招股说明书列示的2020年公司氟苯尼考原料药1800吨产能，我们预计山东产能释放后，公司有望强化在该品种的产能和供应链优势，进一步提升市占率。

图9：2021年1-12月氟苯尼考单月出口量及平均价



资料来源：健康网，Wind，浙商证券研究所

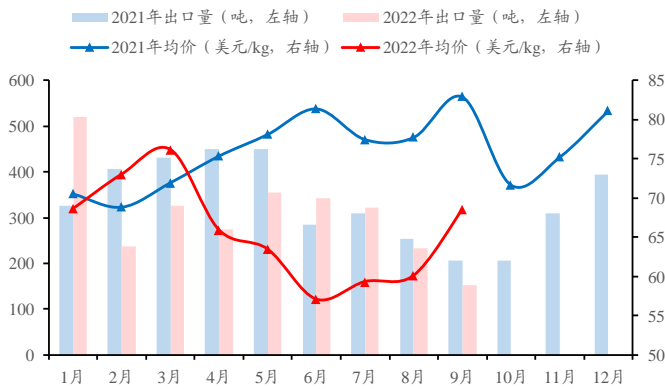
图10：2022年1-9月氟苯尼考出口量国家分布



资料来源：健康网，Wind，浙商证券研究所

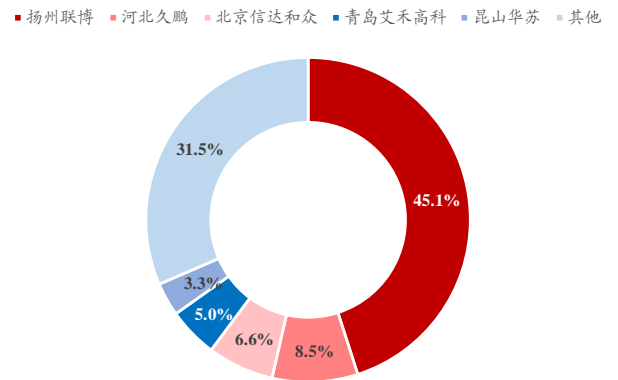
新品种之强力霉素：根据健康网数据统计，①从出口量看，2021年中国强力霉素原料药出口量4031吨，2022年1-9月出口量约2763吨，同比下降11%；②从出口单价看，2022年1-9月出口均价约66美元/千克，同比下降13.5%；③从出口额看，2022年1-9月出口额约1.82亿美元，对应约12-13亿元；④从出口量占比看，扬州联博占比45.1%，头部效应相对较强。⑤从国邦的产能储备和释放节奏看，根据公司《11000t/a医药原料药项目》环评，计划投资2.6亿元建设年产4000吨强力霉素等产品的产能，其中一期年产强力霉素1000吨、二期年产强力霉素3000吨，根据公司2022年2月24日《投资者关系活动记录表》，“目前强力霉素一期已经顺利投产销售，开始全面的市场推广放量，都在稳步按计划推进，同时在积极准备二期规划”。我们看好随着该品种产能释放、市场开拓，公司动保原料药业务增长的持续性，我们预计公司该品种市占率有望持续提升。

图11：强力霉素出口量及均价



资料来源：健康网，Wind，浙商证券研究所

图12：2022年1-9月强力霉素出口量公司占比

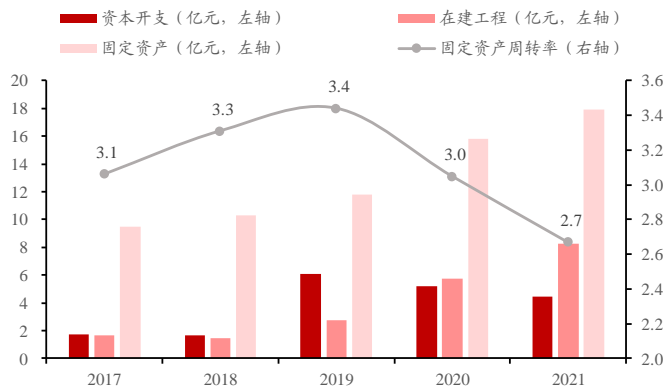


资料来源：健康网，Wind，浙商证券研究所

3 产能：从投入到释放，放大规模制造优势

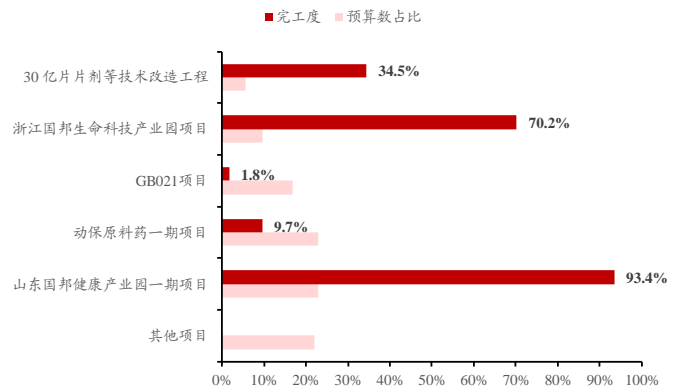
从投入期到释放期，新在建项目强化增长动能。公司 2022 年中报显示在建工程转固约 3.7 亿元，其中 118 车间项目、动保原料药一期项目等转固金额相对较高，2022 年三季度报公司在建工程占总资产的比例略有下降但整体维持在较高水平，我们预计 2022-2023 年有望成为公司动保、人用药产能释放期；从在建工程明细看，我们发现 D-乙酯扩产改造项目、503 车间扩产改造项目、山东国邦健康产业园一期项目等完工度相对较高，我们根据公司环评规划、公司公告等假设公司 2022 年第三季报的 8.4 亿在建工程在 2-3 年内陆续转固、固定资产周转率在 2.5-3（参考公司的历史平均水平），我们估算 2-3 年后对应增量收入约 20-25 亿元（推导逻辑：在建工程在 1-2 年内转固，固定资产在 1-2 年内逐渐提升产能利用率，创收能力达到公司历史平均水平，对应该部分在建工程对应的收入增长潜力约 20-25 亿元），从公司厂区建设及环评项目看，我们预计动保、医药中间体、头孢原料药等有望构成支撑收入增长的项目。

图13： 公司资本开支、在建工程及周转率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14： 公司在建工程主要项目预算额占比及完工度



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表4： 公司主要子公司及厂区品种及投资情况

子公司	主要产品	总资产 (亿元)	厂区	投资及重点项目
浙江国邦	①大环内酯类：阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素等； ②喹诺酮类：盐酸环丙沙星、乳酸环丙沙星、环丙沙星、莫西沙星； ③特色原料药：阿折地平、福多司坦、米格列奈钙、去氧氟尿苷、索利那新、维格列汀； ④动保原料药：盐酸环丙沙星、恩诺沙星、马波沙星、地克珠利、环丙氨嗪、甲磺酸达氟沙星； ⑤关键医药中间体：二氢高红霉素、红霉素肟、环丙羧酸。	25.4 (2021年，均在杭州上虞经济开发区)	6号厂	
			8号厂	利伐沙班、阿哌沙班、阿齐沙坦、琥珀酸索利那新、琥珀酸普芦卡必利
			22号厂	头孢氨苄、头孢丙烯、头孢地嗪酸、头孢替唑酸、头孢西丁酸
山东国邦	①动保原料药：氟苯尼考、环丙氨嗪、强力霉素、土拉霉素； ②关键医药中间体：硼氢化钾、硼氢化钠、氯化钠、环丙胺、N-甲基咪唑、N-乙基咪唑、硼酸三甲酯。	24.9 (2021年)	801厂 (总厂)：滨海区先进制造产业园	2.05亿元投资建设60000吨12%液体硼氢化钠、3000吨固体硼氢化钠、3000吨固体硼氢化钾 (2022年8月环评批准)
			702厂：滨海区新兴工业园	2.63亿投资建设4000t/a的强力霉素产能； 10.85亿投资建设2000t/a的氟苯尼考、2500t/a阿苯达唑、50t/a沙咪珠利等
			805厂：滨海区化工产业园	国邦健康产业园项目：总投资40亿元，共分二期建

				设。其中，一期投资 15 亿元，于 2019 年 10 月份开工建设；二期项目投资 25 亿元，2024 年底投产达效。
浙江东盈	①无菌原料药：头孢替唑钠、头孢地嗪钠、头孢西丁钠、头孢呋辛钠； ②口服原料药：头孢丙烯； ③医药中间体：头孢替唑酸、头孢地嗪酸、头孢西丁酸、头孢呋辛酸。	2.28 (2020 年)	浙江省杭州湾上虞经济技术开发区	
中同药业	①医药制剂：阿奇霉素分散片、枸橼酸铋钾胶囊等； ②医药半制剂：阿奇霉素干混悬剂（香蕉味/什锦味）等； ③OEM 业务：环丙沙星片、阿奇霉素片、克拉霉素片、莫西沙星片以及接受上述半制剂产品及其他制剂产品的委托加工。	0.75 (2020 年)	浙江省新昌省级高新技术产业园区兴梅大道 60 号	投资 1.59 亿元，建设年产 30 亿片片剂、2 亿粒胶囊剂和 300 吨颗粒剂项目（募投项目），预计 2022 年 6 月可使用
中同科技	①食品添加剂：辛烯基琥珀酸淀粉钠、水弥散型维生素 E 粉、水弥散型维生素 A 乙酸酯粉、水弥散型维生素 D3 粉； ②功能性辅料：辛烯基琥珀酸淀粉钠	2.28 (2020 年)	浙江省新昌省级高新技术产业园区兴梅大道 60 号	
新昌和宝生物	①兽药原料药：恩诺沙星系列、环丙沙星系列、盐酸沙拉沙星、麻保沙星、加米霉素、地克珠利、环丙氨嗪； ②兽药制剂：氟苯尼考系列、恩诺沙星系列、替米考星系列、盐酸多西环素系列、泰妙菌素系列、阿莫西林系列、泰万菌素系列； ③饲料添加剂：DL- α -生育酚乙酸酯（粉）、DL- α -生育酚乙酸酯粉（水弥散型）、维生素 A 乙酸酯粉（水弥散型）、维生素 D3 粉（水弥散型）	1.92 (2020 年)	浙江省新昌县澄潭街道兴梅大道 60 号	6339 万投资建设 10000 吨兽药制剂、10000 吨兽药添加剂（预计建成后收入 2.4 亿元；原有 530 吨兽药原料药精烘包、3000 吨兽用制剂、1000 吨饲料添加剂、250 吨氟苯尼考）

资料来源：公司公告，公司官网，潍坊市政府网站，公司环评，浙商证券研究所

从规模制造向高端制造升级。从公司的品种立项看，公司在大吨位原料药品种的全球市占率中验证了公司规模制造、特殊合成工艺等的技术能力和竞争优势，我们认为，公司在催化加氢、超低温反应酶法合成、固体流化床催化等制造能力积累具有一定的品种复制性，我们看好公司持续在新的吨位品种中竞争能力再验证。从资本开支和在建工程的项目看，我们关注到公司通过扩产、技改等方式持续摊薄单一产品的制造费用（如硼氢化钠、氟苯尼考、强力霉素等产品），我们认为该方式可能前置成本较高（例如需要固定资产投资和较强的工厂管理能力），但综合成本竞争力较强、具有一定的品种特殊性（如需要该品种需求量较大或产业链较长），我们持续看好公司从规模制造向高端制造升级，强化竞争优势。

表5：公司主要技术及应用产品

技术名称	核心工艺技术	对应产品	所处阶段	所在公司
大环内酯类原料药制备技术	羟基硅烷化保护技术	克拉霉素	产业化	浙江国邦
	烷基化试剂应用	克拉霉素	技术储备	浙江国邦
	催化加氢技术	阿奇霉素	产业化	浙江国邦
	催化亲电加成反应技术	克拉霉素	产业化	浙江国邦
	脲化反应技术	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素	产业化	浙江国邦
	药物结晶技术	罗红霉素、阿奇霉素	产业化	浙江国邦
喹诺酮类药物合成技术	催化喉腺接枝技术、清洁溶剂替代技术	环丙沙星、恩诺沙星、沙拉沙星	产业化	浙江国邦
头孢类原料药合成技术	头孢类产品酶法合成技术	头孢丙烯、头孢西汀酸	产业化	浙江东盈
	超低温反应技术	头孢西丁钠、头孢替唑钠	产业化	浙江东盈
原料药三废处理技术	羟胺处理技术	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素	产业化	浙江国邦
	树脂吸附技术	恩诺沙星	产业化	浙江国邦
	高盐废水处理技术	氟苯尼考、环丙胺	产业化	山东国邦
	BAF 曝气生物滤池	综合处理	产业化	浙江国邦
医药口服固体制剂制备技术	颗粒包衣技术	克拉霉素颗粒、阿奇霉素颗粒	产业化	中同药业

关键中间体制备技术	固体流化床催化技术	硼氢化钠、硼氢化钾	产业化	山东国邦
	降解技术	环丙胺	产业化	山东国邦
抗球虫药物合成技术	关键中间体二乙氧羰基丙二酰胺攻关	地克珠利、沙咪珠利	产业化	浙江国邦
	芳环巯基化技术	阿苯达唑、芬苯达唑	小试研究	山东国邦
兽药原料药制备技术	生物合成与不对称催化技术	氟苯尼考	小试研究	山东国邦
	绿色氟化技术	氟苯尼考	小试研究	山东国邦
	关键中间体替代技术	氟苯尼考	小试研究	山东国邦
	清洁氧化技术	氟苯尼考	小试研究	山东国邦
	绿色合成工艺开发	强力霉素	小试研究	山东国邦
	不对称催化还原技术	强力霉素	小试研究	山东国邦
兽药口服固体制剂制备技术	沸腾制粒技术	盐酸强力霉素可溶粉、延胡索酸泰妙菌素可溶粉、酒石酸泰万可溶性粉、磷酸替米考星可溶性粉、氟苯尼考可溶性粉	产业化	和宝生物
	固体分散体技术	氟苯尼考可溶性粉、地克珠利颗粒、替米考星可溶性粉	产业化	和宝生物
	薄膜包衣技术	恩诺沙星粉、替米考星预混剂	产业化	和宝生物
	微囊包被技术	维生素A乙酸酯粉(水弥散型)、dl- α 生育酚乙酸酯粉(水弥散型)	产业化生产	和宝生物

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入拆分与盈利预测

综合上文的分析，我们对公司的各个板块做了收入拆分与预测：

- **医药原料药：**根据公司招股书，医药原料药主要由阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等品种构成，结合上文对主要产品在制剂端需求增速及原料药产能的分析，我们预计 2021-2022 年传统优势品种（阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素）受到全球疫情需求扰动，2023-2024 年原料药需求增速与制剂增速相当，维持在 5-10% 增速；此外，我们综合考虑到公司在头孢类、特色原料药等领域的品种布局、产能建设及相对较小的收入基数，我们预计公司其他原料药在 2021-2024 年收入增速有望达到 34.8%，带动医药原料药板块在 2021-2024 年收入 CAGR 达到 11.2%。
- **医药关键中间体：**根据公司招股书，医药关键中间体主要由硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等品种构成，我们预计 2022-2023 年公司硼氢化钠产能明显增加，带动该品种收入端明显提升，2023-2024 年收入增速与下游（造纸、日化、医药等）平均增速一致，2021-2024 年收入 CAGR 在 14.8%。
- **医药制剂：**我们认为，考虑到公司制剂产能有限、自有品种个数较少且暂无通过一致性评价的产品、雅培的制剂合作正稳健推进，我们预计 2021-2024 年制剂收入基本持平、略有增长。
- **动保原料药：**根据公司招股书，动保原料药收入主要由氟苯尼考、恩诺沙星、盐酸恩诺沙星等品种构成，存量品种看，考虑到公司氟苯尼考的产能释放和健康网统计的出口量参考，我们预计 2021-2024 年该产品收入 CAGR 约 20%；增量品种看，我们预计强力霉素的销售有望显著带动公司动保原料药收入增长，从环评和公司投资者交流记录表，我们估算 2022 年公司强力霉素产能约 1000 吨，2023 年有新产能释放，我们预计在该产品商业化带动下，公司 2021-2024 年动保原料药收入 CAGR 达到 32.4%。
- **动保添加剂及制剂：**我们认为，动保添加剂和制剂是公司动保产业链延展的重要战略，综合考虑到公司的产品构成、制剂研发等因素，我们预计 2021-2024 年公司动保收入主要由动保原料药带动，但该业务有望在 2024 年后逐渐贡献利润弹性。

在这样的拆分和估算下，我们预计 2021-2024 年公司收入 CAGR 有望达到 18.7%，其中医药板块收入 CAGR 约 12.5%、动保板块收入 CAGR 约 29.3%，我们估算 2024 年动保收入占比有望达到 45.5%，形成双轮驱动的经营结构。

表6：公司部分业务拆分及收入预测（单位：万元）

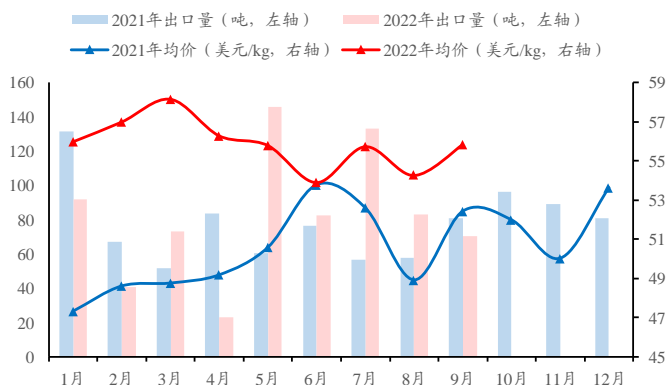
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
医药板块					
收入	292,431	295,942	355,244	384,590	421,559
YOY	6.0%	1.2%	20.0%	8.3%	9.6%
总收入占比	69.6%	65.7%	63.0%	58.1%	56.0%
毛利率	37.4%	30.3%	30.6%	32.8%	33.1%
其中：医药原料药					
收入	166,740	155,217	181,877	194,553	213,219
YOY	-0.1%	-6.9%	17.2%	7.0%	9.6%
总收入占比	39.7%	34.5%	32.3%	29.4%	28.3%
毛利率	32.3%	22.4%	19.4%	23.4%	24.4%
其中：医药关键中间体					

收入	114,822	128,027	160,033	176,037	193,640
YOY	15.3%	11.5%	25%	10%	10%
总收入占比	27.3%	28.4%	28.4%	26.6%	25.7%
毛利率	46.6%	42.0%	44.3%	44.3%	43.6%
其中：医药制剂					
收入	10,869	12,698	13,333	14,000	14,700
YOY	15.9%	16.8%	5%	5%	5%
总收入占比	2.6%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%
毛利率	27.5%	7.8%	17.5%	19.5%	21.5%
动物保健品板块					
收入	127,493	153,350	208,479	277,791	331,413
YOY	23.4%	20.3%	35.9%	33.2%	19.3%
总收入占比	30.4%	34.0%	37.0%	41.9%	44.0%
毛利率	27.5%	29.5%	20.9%	25.3%	29.8%
其中：动保原料药					
收入	113,063	131,072	184,642	252,285	304,122
YOY	20.4%	15.9%	40.9%	36.6%	20.5%
总收入占比	26.9%	29.1%	32.8%	38.1%	40.4%
毛利率	28.1%	29.7%	20.0%	25.0%	30.0%
其中：动保添加剂及制剂					
收入	14,430	22,277	23,837	25,505	27,291
YOY	52.9%	54.4%	7%	7%	7%
总收入占比	3.4%	4.9%	4.2%	3.9%	3.6%
毛利率	22.3%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

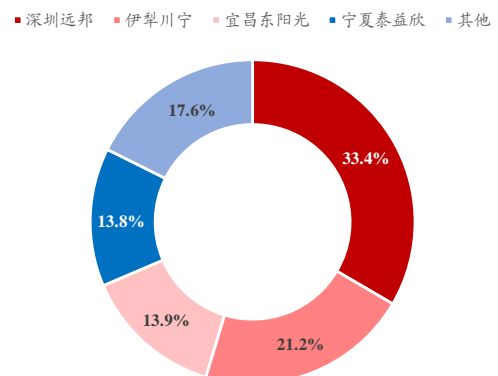
毛利率：预计 2023-2024 年毛利率有所提升。①**医药板块：**根据公司年报，2021 年医药板块毛利率同比下降 10pct，我们推测可能和成本上涨有关。根据招股说明书，2020 年硫氰酸红霉素成本占克拉霉素、阿奇霉素、罗红霉素的直接材料成本的 78%、93%、96%，根据 Wind 和健康网统计数据，2021 年硫氰酸红霉素平均价上涨 27.4%，我们认为该原料的成本变动可能对公司原料药业务的毛利率有一定影响；展望 2022-2024 年，考虑到 2022 年硫氰酸红霉素的平均价同比 2021 年有所提升且基本稳定，我们预计 2022 年医药板块毛利率有所下降；2023-2024 年主要品种仍在投产期，我们预计公司的规模效应有望提升，带动毛利率有所提升。②**动保板块：**根据中国兽药饲料交易中心等的的数据，2022 年主要兽药价格明显下降，我们认为可能受到下游猪周期和疫情等的影响，因此我们假设 2022 年动保毛利率明显下降；展望 2023-2024 年，我们预计强力霉素、氟苯尼考等新产品产能释放后公司规模优势有望加强，同时我们预计兽药价格略有提升，带动动保毛利率提升。综合看，我们预计 2022-2024 年公司毛利率有所提升。**净利率看，**我们综合考虑收入增长后公司经营的规模效率提升和毛利率提升，我们预计公司净利率同样有所提升。

图15： 2021-2022年9月硫氰酸红霉素出口量及平均价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16： 2022年1-9月硫氰酸红霉素出口量占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 估值

综合上述分析，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.67、2.06 和 2.56 元/股，2022 年 11 月 23 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 17 倍、2023 年 PE 为 14 倍，低于可比公司平均（我们从营收构成、所处产业链环节、发展阶段等角度选择普洛药业等公司作为可比公司）。

表7：可比公司估值情况

代码	重点公司	现价		EPS					PE			评级
		2022-11-23	2021A	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E		
000739.SZ	普洛药业	22.0	0.81	0.81	1.01	1.22	30.4	27.2	21.8	18.0	买入	
300233.SZ	金城医药	25.8	0.28	1.17	1.54	1.95	40.7	22.1	16.7	13.3	无评级	
603538.SH	美诺华	28.3	0.94	1.57	1.98	2.53	27.3	18.0	14.3	11.2	无评级	
300119.SZ	瑞普生物	19.3	0.88	0.88	1.12	1.33	25.5	21.9	17.2	14.5	无评级	
600195.SH	中牧股份	13.2	0.51	0.55	0.70	0.86	30.0	24.1	19.0	15.4	无评级	
	平均						24.7	22.7	17.8	14.5		
605507.SH	国邦医药	29.2	1.26	1.67	2.06	2.56	18.0	17.3	14.0	11.3	增持	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：普洛药业 2022-2023 年 EPS 来自于浙商证券估计，其他公司 EPS 来自于 Wind 一致预期

4.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 56.4 亿元、66.2 亿元和 75.3 亿元，同比增速分别为 25.1%、17.5%、13.7%；实现归母净利润 9.3 亿元、11.5 亿元和 14.3 亿元，同比增速分别为 32.3%、23.4%、24.1%。我们认为，公司立足于规模制造优势，优势品种扩产强化制造优势、新品种商业化放量构成增长动能，随着山东、浙江等厂区新产能释放、产能利用率提升、动保产品量价修复下，我们预计 2022-2024 年公司有望实现稳健增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

原材料价格波动风险：根据招股说明书，硫氰酸红霉素、乙酯胺化物等原料占成本比例较高，如果上游出现供应问题或大幅涨价，可能对公司短期毛利率有较大影响。

贸易摩擦风险：根据招股说明书，2020 年公司出口额占比较高的国家包括印度、瑞士、巴西等地，印度曾针对公司的盐酸环丙沙星等产品征收过临时反倾销税，如果贸易摩擦加剧，可能对公司的收入增长和盈利能力带来不利影响。

生产安全事故及质量风险：公司属于医药制造业，如果公司在环保检查、客户审计、GMP 验证等过程中出现了问题，可能对公司的经营产生不利影响。

汇率变动风险：2021 年报显示公司海外收入占比约 42%，美元汇率变动可能对公司的收入和利润带来一定的扰动。

订单交付波动性风险：一般情况下，下游客户订单不会季度平滑交付，可能对公司的季度收入和利润增速产生扰动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,567	4,814	5,300	6,593
现金	893	929	1,453	2,109
交易性金融资产	1,258	1,258	1,258	1,258
应收账款	445	823	765	1,046
其它应收款	45	0	0	0
预付账款	450	62	70	77
存货	1,309	1,702	1,713	2,062
其他	167	40	40	40
非流动资产	2,946	3,480	4,013	4,494
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	17	17	17	17
固定资产	1,794	2,238	2,650	3,024
无形资产	272	368	414	460
在建工程	827	822	898	958
其他	35	35	35	35
资产总计	7,513	8,294	9,314	11,087
流动负债	1,154	1,111	978	1,321
短期借款	160	160	160	160
应付款项	790	672	493	793
预收账款	0	0	0	0
其他	204	280	325	367
非流动负债	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他	14	14	14	14
负债合计	1,167	1,125	992	1,335
少数股东权益	0	0	0	1
归属母公司股东权	6,346	7,169	8,321	9,752
负债和股东权益	7,513	8,294	9,314	11,087

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-176	930	1,355	1,483
净利润	706	935	1,153	1,431
折旧摊销	202	266	317	369
财务费用	33	0	0	0
投资损失	-4	-5	-6	-7
营运资金变动	-1,164	-251	-92	-289
其它	50	-14	-17	-21
投资活动现金流	-1,690	-789	-837	-835
资本支出	-444	-800	-850	-850
长期投资	2	0	0	0
其他	-1,248	11	13	15
筹资活动现金流	1,571	-106	7	8
短期借款	-349	0	0	0
长期借款	-251	0	0	0
其他	2,171	-106	7	8
现金净增加额	-305	36	525	656

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,505	5,637	6,624	7,530
营业成本	3,148	4,116	4,659	5,146
营业税金及附加	25	31	32	36
营业费用	56	56	66	75
管理费用	254	282	331	376
研发费用	155	169	212	241
财务费用	28	-83	6	18
资产减值损失	-52	5	7	10
公允价值变动损益	6	6	7	8
投资净收益	4	5	6	7
其他经营收益	11	14	17	19
营业利润	809	1,099	1,357	1,684
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	807	1,099	1,357	1,684
所得税	101	165	204	253
净利润	706	935	1,153	1,431
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	706	934	1,153	1,431
EBITDA	1,028	1,260	1,654	2,040
EPS (最新摊薄)	1.26	1.67	2.06	2.56

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	7.11%	25.12%	17.50%	13.68%
营业利润	-13.60%	35.94%	23.41%	24.10%
归属母公司净利润	-12.84%	32.32%	23.41%	24.10%
获利能力				
毛利率	30.14%	26.99%	29.66%	31.66%
净利率	15.67%	16.57%	17.41%	19.00%
ROE	11.13%	13.03%	13.85%	14.67%
ROIC	11.11%	11.53%	13.40%	14.33%
偿债能力				
资产负债率	15.54%	13.57%	10.65%	12.04%
净负债比率	18.40%	15.70%	11.92%	13.68%
流动比率	3.96	4.33	5.42	4.99
速动比率	2.40	2.71	3.55	3.34
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.71	0.75	0.74
应收账款周转率	10.86	10.26	10.86	10.86
应付账款周转率	7.88	8.00	8.00	8.00
每股指标(元)				
每股收益	1.26	1.67	2.06	2.56
每股经营现金	-0.32	1.66	2.42	2.65
每股净资产	11.36	12.83	14.89	17.45
估值比率				
P/E	23.14	17.48	14.17	11.42
P/B	2.57	2.28	1.96	1.67
EV/EBITDA	14.95	12.36	9.10	7.05

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>