

国邦医药 (605507.SH)

扩产叠加猪价上行，看好动保业绩释放

核心观点

致力全链扩张的医药及兽药提供商。国邦医药主营业务分为医药和动保两大板块，两板块目前均已覆盖从上游中间体到中游原料药再到下游制剂的全链业务。公司目前收入主要集中在上游中间体和原料药，依靠扎实的技术基础和渠道网络在部分细分品种上确立了领先地位，目前已是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，全球规模最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一，未来将依靠扩产研发并进，致力实现向下游制剂领域的延伸。

猪价向好推动兽药需求向好，政策推动行业转型升级加速。对于周期，近期猪价上涨达到 25 元/公斤以上，国庆节期间呈现出淡季不淡的走势，我们继续看好行业景气上行，动保行业经营有望在猪价带动下边际向好。对于行业本身，中短期，新版 GMP 最终期限已至，兽药落后产能短期迎来明显出清，叠加饲料端禁抗带来的养殖端需求升级，研发、产品优势明显的头部兽药企业有望充分受益，抢占更多份额；长期，养殖行业规模化进程正在加速，头部兽药企业有望依靠其在研发、产品和渠道等方面优势，更好地契合规模养殖企业需求，市场份额有望进一步向头部集中。

扩产叠加猪价上行，看好动保业绩释放。成长方面，公司目前正致力于推进核心单品全链运作，兽药原料端长期规划氟苯尼考原料药产能近 4000 吨/年、强力霉素原料药年产能近 2500 吨/年。随原料药及制剂项目陆续投产落地，规模扩张和成本优化效果有望稳步兑现，公司动保板块或将在本轮周期实现高质量扩张。周期方面，受猪价上涨提振，氟苯尼考、强力霉素等主要猪用兽用原料药价格国庆节后跟随走高，后续公司动保板块有望追随猪价保持高景气。综合上述分析，我们看好公司本轮周期的量利增长。

盈利预测与估值：公司作为国内重要兽用原料药提供商，正致力于推进核心单品全链运作，随上游原料及下游制剂产能陆续落地，规模扩张和成本优化有望稳步兑现，叠加下游养殖高景气带来的动保需求向好预期，我们看好公司动保板块未来量利表现，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.5/12.0/15.3 亿元（同比 +34.4%/26.6%/26.9%），EPS 分别为 1.70/2.15/2.73 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 40.4-43.5 元，相对目前股价溢价空间为 30%-35%，首次覆盖，给予买入评级。

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。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,206	4,505	5,128	5,920	6,815
(+/-%)	10.6%	7.1%	13.8%	15.4%	15.1%
净利润(百万元)	810	706	949	1202	1525
(+/-%)	157.2%	-12.8%	34.4%	26.6%	26.9%
每股收益(元)	1.71	1.26	1.70	2.15	2.73
EBIT Margin	24.2%	19.3%	20.9%	22.6%	24.9%
净资产收益率 (ROE)	24.7%	11.1%	13.5%	15.3%	17.1%
市盈率 (PE)	16.4	22.2	16.5	13.0	10.3
EV/EBITDA	13.2	15.7	13.2	10.7	8.7
市净率 (PB)	4.06	2.47	2.23	1.99	1.75

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 · 深度报告

农林牧渔 · 动物保健 II

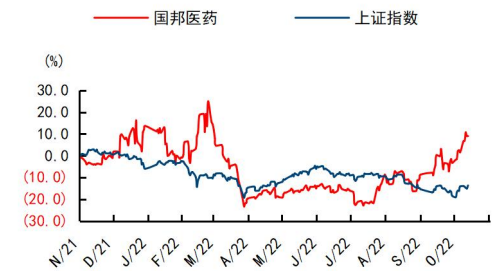
证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruihan@guosen.com.cn
 S0980520110002

联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	40.40 - 43.50 元
收盘价	30.60 元
总市值/流通市值	17105/5477 百万元
52 周最高价/最低价	37.92/21.06 元
近 3 个月日均成交额	127.00 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

内容目录

公司概况：致力全链扩张的医药及兽药提供商	6
公司简介：持续纵向扩张的医药及兽药提供商	6
公司治理：股权分布较为集中，创始人为实控股东	8
经营情况：收入利润逆势快速增长，全链成本优势得到印证	9
行业分析：猪价向好带动兽药销售回暖，政策推动行业转型升级加速	12
兽用化药市场：抗生素贡献最主要规模，制剂市场存在优化空间	12
短期景气向好：养殖周期景气上行，兽药销售跟随猪价回暖	15
中期政策推动：新版 GMP+饲料禁抗，行业转型升级加速	16
长期格局重塑：养殖规模化进程加速推进，头部化药市场或充分受益	17
动保看点：扩产叠加猪价上行，量利有望维持高增	19
产品优势：募投推进全链一体，核心单品优势明显	19
渠道优势：直销占比正稳步提升，有望受益养殖规模化	22
研发优势：产品矩阵持续丰富，募投强化研发能力	23
业绩展望：看好后周期+产能投放带来的量利共振	24
医药看点：收入端运作平稳，成本端有望修复	26
行业分析：限抗叠加集采，抗生素市场低速慢增	26
公司看点：加速扩张全链产能，看好后续销售增长	29
盈利预测	33
假设前提	33
未来 3 年业绩预测	34
盈利预测的敏感性分析	35
估值与投资建议	36
绝对估值：40.9-43.1 元	36
相对估值：40.4-43.5 元	37
投资建议	38
附表：财务预测与估值	41
免责声明	42

图表目录

图 1: 公司业务涵盖医药、动保两大板块, 覆盖中间体、原料药、制剂三大领域	6
图 2: 公司主营业务收入结构 (2021 年数据)	6
图 3: 公司关键医药中间体业务收入结构 (2021 年数据)	7
图 4: 公司医药原料药业务收入结构 (2021 年数据)	7
图 5: 公司动保原料药业务收入结构 (2021 年数据)	7
图 6: 公司收入的区域结构 (2021 年数据)	7
图 7: 公司以动物保健业务起家, 致力全链纵向扩张	8
图 8: 公司未来将尝试在制剂及创新药领域广泛探索	8
图 9: 公司股权分布较为集中, 实控人为邱家军、陈晶晶夫妻二人 (截至 2022 年 9 月 30 日)	9
图 10: 公司营收扩张迅速, 2022 年前三季度同比+28%	9
图 11: 公司 2022Q3 收入逆势同比增长近 45%	9
图 12: 公司净利规模扩张明显, 17-21 年 CAGR 为 41.12%	10
图 13: 公司 2022Q3 净利逆势同比增长近 60%	10
图 14: 公司 2022 年盈利能力同比有所改善	10
图 15: 公司费用率整体呈优化趋势	10
图 16: 公司医药板块收入稳增, 毛利率约为 30%	10
图 17: 医药板块细分业务毛利整体较稳定, 短期受原料及能源价格涨价影响有所波动	10
图 18: 动保板块量利呈快速增长趋势	11
图 19: 公司动保制剂业务的毛利率近年持续提升	11
图 20: 国外兽药市场规模 2021 年为 383 亿美元	12
图 21: 国外兽用化药产品 2021 年市场规模约为 189 亿美元	12
图 22: 国内兽用化药市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 12.24%	12
图 23: 化药制剂仍在兽用化药市场中占主导地位	12
图 24: 超 8 成兽用原料药销售额来自抗微生物药 (2021 年)	13
图 25: 近 7 成兽用化药制剂销售额来自抗微生物药 (2021 年)	13
图 26: 化药制剂行业产能明显过剩	14
图 27: 国内抗微生物原料药 2021 年的产能利用率为 61.55%	14
图 28: 国内兽用化药制剂市场集中度较低	14
图 29: 大型兽用化药企业毛利率显著高于其他企业 (2021 年)	14
图 30: 生猪价格近期已上行至 26 元/公斤以上	15
图 31: 全国能繁母猪存栏数量自 7 月开始环比下降明显	15
图 32: 养殖利润修复或提升养殖户在防疫方面的支出	15
图 33: 猪价高景气背景下, 动保板块的贝塔行情值得关注	15
图 34: 国内兽药原料药价格自 Q2 开始环比回升	16
图 35: 猪用兽药原料药品种价格 Q2 以来环比回升明显	16
图 36: 生猪养殖行业 2021 年的 CR10 为 17% (以出栏量计)	18
图 37: 养殖规模化进程有望继续加速推进	18

图 38: 2020 年国内兽药行业的 CR10 约为 22%	18
图 39: 兽药市场中各类产品的集中度分化明显	18
图 40: 公司固定资产规模近年持续快速扩张	20
图 41: 公司截至 2022 年 6 月末的在建工程规模为 7.5 亿元	20
图 42: 公司现有兽用原料药产能接近饱和 (2020 年数据)	22
图 43: 2021 年国内氟苯尼考和盐酸多西环素的原料药+制剂合计销售额分别已达 51.7 亿元、36.39 亿元2:	22
图 44: 公司动保板块千万级客户数量及占比不断提升	22
图 45: 公司动保板块直销收入占比正快速提升	22
图 46: 当前国内生猪价格正处于近年同期高位	24
图 47: 十一期间, 猪价淡季不淡, 再创本轮周期新高	24
图 48: 氟苯尼考原料药价格环比十一节前上涨明显	25
图 49: 强力霉素原料药价格环比十一节前上涨明显	25
图 50: 公司兽用化药业务收入已跻身国内头部行列 (2021)	25
图 51: 公司兽用化药业务毛利率相较同行存在优化空间 (2021)	25
图 52: 全球医药市场近五年的 CAGR 为 4.8%	26
图 53: 全球医药销售额集中在北美、欧洲、中国	26
图 54: 全球化药市场规模约为 1 万亿美元, 占主导地位	26
图 55: 化药预计维持低速增长, 生物药预计加速扩张	26
图 56: 国内医药市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 5.3%	27
图 57: 国内人口增速持续放缓且明显低于全球平均水平	27
图 58: 国内化药市场规模约为 8000 亿元	27
图 59: 规模以上企业收入中原料药占三成, 制剂占七成	27
图 60: 近年国内化药原药产能在 270 万吨左右	27
图 61: 片剂和胶囊在化药制剂市场中的产量占比较高	27
图 62: 国内带量采购政策发展情况	28
图 63: 大型医药企业收入增速快于市场整体增速	28
图 64: 国内抗感染药物市场呈低速增长趋势	28
图 65: 公司关键中间体产能已接近饱和 (2020 年数据)	31
图 66: 公司关键中间体产销率处于高位 (2020 年数据)	31
图 67: 公司医药原料药产能利用率处于高位 (2020 年数据)	31
图 68: 公司医药原料药产销率处于高位 (2020 年数据)	31
图 69: 医药板块 2021 年的原料成本率较上年提高明显	32
图 70: 近期外盘原油期货价格环比回落明显	32

表 1: 公司主要从事医药及动物保健品领域相关产品的研发、生产和销售	7
表 2: 主要抗微生物兽用原料药一览	13
表 3: 2021 年部分重要兽用化药投资项目	14
表 4: 新版 GMP 主要修订内容	16
表 5: 国内饲料领域正式进入禁抗时代	17
表 6: 公司募投扩张动保板块全链产能, 预计新增原料药产能约 6500 吨、制剂产能约 12000 吨。	19
表 7: 公司“动保原料药项目”全部投产后, 预计将新增近 6500 吨兽用原料药产能	19
表 8: 公司“山东国邦动保制剂新建项目”投产后, 预计将新增 6000 吨兽用化药制剂产能	19
表 9: 公司“和宝生物动保制剂新建项目”投产后, 预计将新增 3000 吨兽用化药制剂产能	20
表 10: 公司动保原料药的关键原料自产水平较高	20
表 11: 公司动保板块现有产品矩阵丰富, 可满足下游客户一站式服务需求	21
表 12: 公司兽用原料药出口业务在国内处于领先地位	21
表 13: 公司在药品研发领域拥有深厚基础, 在兽药领域拥有多项核心工艺技术	23
表 14: 公司截至 2021 年末在研项目共有 50 个, 其中多个兽用原料药或制剂项目进入小试研究或注册阶段	23
表 15: 公司投资 2.5 亿元建设动保研究部, 致力于工艺提升和新品开发	24
表 16: 公司募投扩张医药板块全链业务, 所有项目预计将于年内进入预定可使用状态	29
表 17: 公司预计年内新增头孢菌素产能 550 吨/年	29
表 18: 公司规划新增医药原料药产能 30 吨	30
表 19: 公司规划新增医药关键中间体产能合计 7250 吨	30
表 20: 公司募投向下扩张医药制剂产能	30
表 21: 公司医药原料药出口业务在国内处于领先地位	31
表 22: 国邦医药医药板块收入拆分	33
表 23: 国邦医药动保板块收入拆分	34
表 24: 未来 3 年盈利预测表	34
表 25: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	35
表 26: 公司盈利预测假设条件 (%)	36
表 27: 资本成本假设	36
表 28: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	36
表 29: 国邦医药同类公司估值比较	38

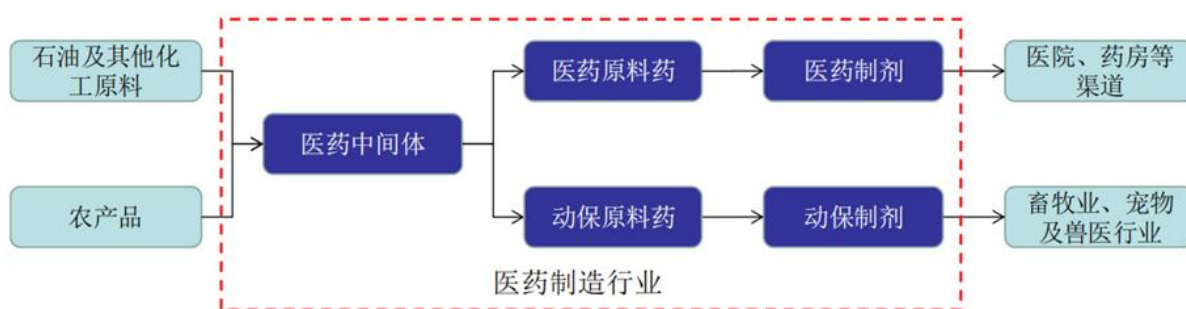
公司概况：致力全链扩张的医药及兽药提供商

公司简介：持续纵向扩张的医药及兽药提供商

◆ 业务介绍：主营医药、动保两大板块，业务面向全球立足全链

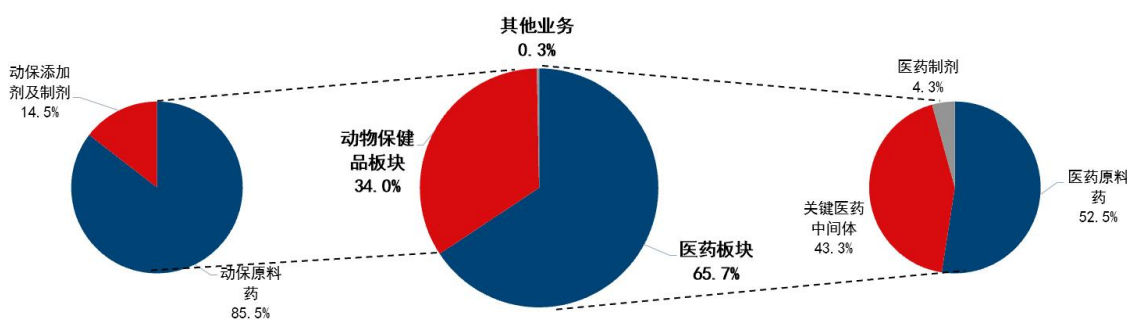
从业务结构来看：公司业务分为医药、动物保健两大板块，二者 2021 年收入占比分别为 65.7%、34.0%，其中医药板块涵盖关键医药中间体、原料药、制剂业务，三者 2021 年收入占比分别为 52.5%、43.3%、4.3%，动物保健板块涵盖动保原料药、动保添加剂及制剂，二者 2021 年收入占比分别为 83.5%、14.5%。

图1：公司业务涵盖医药、动保两大板块，覆盖中间体、原料药、制剂三大领域



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图2：公司主营业务收入结构（2021 年数据）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从产品结构来看：目前公司已是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，全球规模最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一。公司关键医药中间体业务核心产品为硼氢化钠/硼氢化钾/环丙胺，三者 2020 年的收入占比分别为 35.7%/21.6%/18.2%；公司医药原料药业务的核心产品为克拉霉素/阿奇霉素/罗红

霉素/盐酸环丙沙星，四者 2020 年的收入占比分别为 31.6%/37.5%/6.7%/16.5%；公司动保原料药业务的核心产品分别为氟苯尼考、恩诺沙星、盐酸恩诺沙星，三者 2020 年的收入占比分别为 47.8%/21.2%/10.3%。

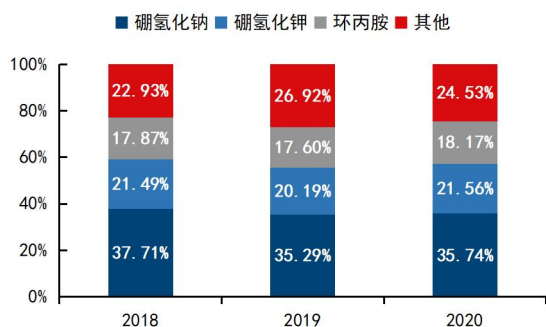
从区域结构来看：公司销售网络目前已覆盖全球 6 大洲、115 个国家及地区，销售客户 3000 余家，其中包括拜耳、礼蓝、雅培、诺华等知名制药企业，公司所产的阿奇霉素原料药、克拉霉素原料药、环丙沙星原料药、恩诺沙星原料药和氟苯尼考原料药的出口量均位居国内首位。2021 年，公司境内收入已达 25.98 亿元，占总收入的 57.7%，境外收入已达 18.95 亿元，占总收入的 42.05%。

表 1: 公司主要从事医药及动物保健品领域相关产品的研发、生产和销售

一级板块	二级板块	业务介绍
医药板块	原料药	全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要制造商和供应商之一，相应的产品主要有阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、（盐酸、乳酸）环丙沙星、头孢系列产品等大宗原料药及阿折地平、福多司坦等特色原料药。
	关键医药中间体	主要围绕还原剂系列产品、高级胺系列产品等开展经营，在为医药、动物保健品业务提供内部原料支撑的同时，公司硼氢化钠、硼氢化钾、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、环丙胺等产品亦有成规模的对外销售。
动保保健板块	原料药	兽用抗生素类（氟苯尼考、恩诺沙星系列、马波沙星、沙拉沙星、达氟沙星）、杀虫杀虫药类（地克珠利、环丙氨嗪）等
	制剂产品	预混剂、粉剂、颗粒剂、掩味剂等
	饲料添加剂	各种维生素微囊（VA、VE、VD3）

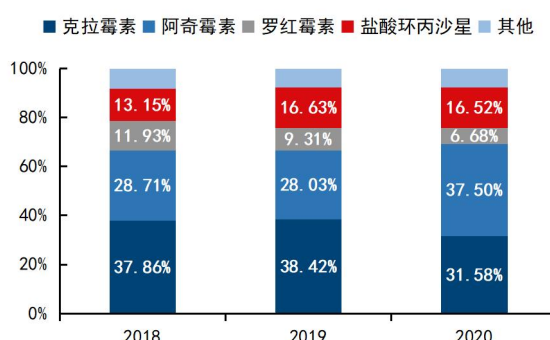
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 3: 公司关键医药中间体业务收入结构（2021 年数据）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 4: 公司医药原料药业务收入结构（2021 年数据）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 5: 公司动保原料药业务收入结构（2021 年数据）

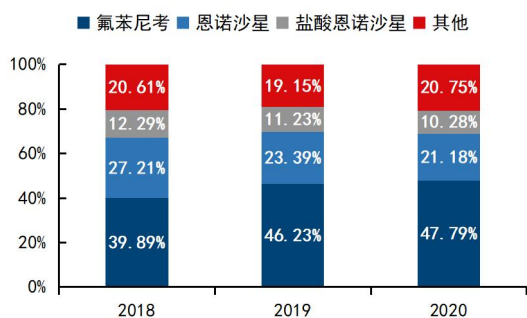
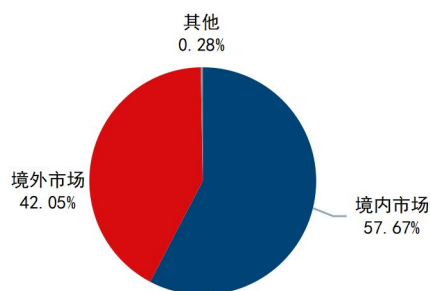


图 6: 公司收入的区域结构（2021 年数据）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 发展历程：动物保健业务起家，致力全链纵向扩张

据公司招股说明书介绍，公司在 1996 年成立之初主要从事动物保健品的生产销售，主要产品为饲料添加剂及动保制剂系列。2000 年，公司开始拓展原料药业务，全资子公司浙江国邦药业有限公司（简称“浙江国邦”）在浙江上虞杭州湾精细化工园区购置土地并动工兴建，此后陆续开始生产阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素等原料药。2007 年初，公司进一步向上游关键医药中间体业务延伸，全资子公司山东国邦药业有限公司（简称“山东国邦”）陆续开始规模化生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等关键医药中间体产品。2017 年，公司全资孙公司浙江中同药业有限公司（简称“中同药业”）成立，公司原料药业务正式延伸至下游制剂生产领域。2021 年 8 月，公司正式登陆上交所主板，在此前规模生产和全球渠道的基础上，公司募投继续扩张从中间体到制剂的全链产能并加大对关键技术的研发投入，目前相关项目正稳步投产兑现，未来公司将在拓宽产业链基础上，尝试在制剂及创新药领域实现更为广泛的探索。

图7：公司以动物保健业务起家， 致力全链纵向扩张



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图8：公司未来将尝试在制剂及创新药领域广泛探索

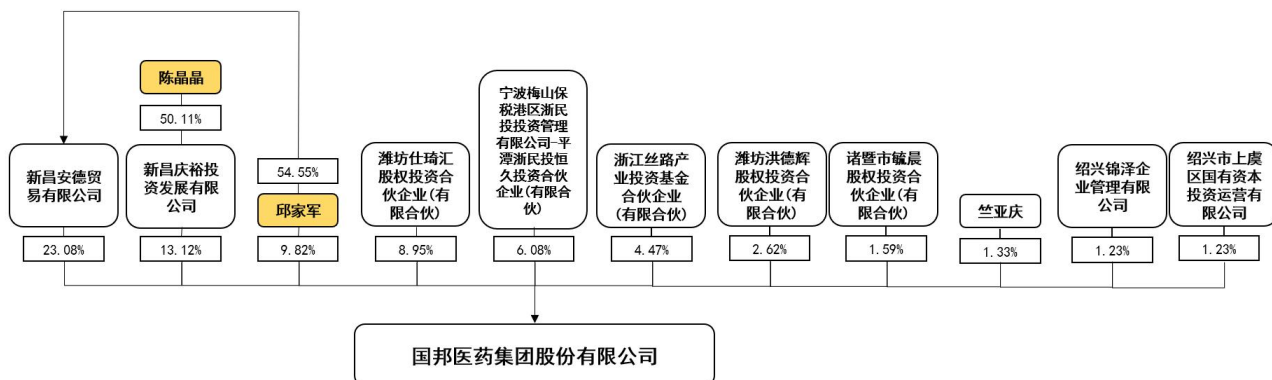


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权分布较为集中，创始人为实控股东

公司股权结构较为清晰，控股股东为新昌安德贸易有限公司，截至 2022Q3 末的持股比例为 23.08%，公司的实控人为邱家军、陈晶晶夫妻二人，邱家军自公司创立以来便担任公司总裁、董事长，通过自持及控制新昌安德贸易有限公司方式合计持有公司 22.41% 股份，其妻子陈晶晶则通过控制新昌庆裕投资发展有限公司的方式合计持有公司 6.57% 股份，二者的合计持股比例为 28.98%。

图9：公司股权分布较为集中，实控人为邱家军、陈晶晶夫妻二人（截至 2022 年 9 月 30 日）



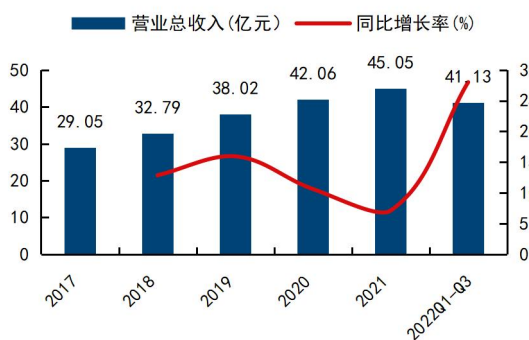
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营情况：收入利润逆势快速增长，全链成本优势得到印证

公司收入利润呈扩张趋势。（1）收入方面：近年受业务升级发展，募投项目产品陆续投产影响，公司营业收入呈稳步增长趋势，2021 年实现营业收入 45.05 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 11.59%。2022 年公司收入增长进一步提速，前三季度在国内疫情严重、猪价整体低迷背景下，公司募投产品及产品陆续投产销售，营收逆势同比增长 28%至 41.13 亿元，其中三季度单季收入同比增长 45%至 14.10 亿元。

（2）利润方面：受上游原材料及能源价格涨价影响，公司 2021 年的销售毛利率和净利率出现同步下滑，归母净利润同比减少 12.84%至 7.06 亿元。2022 年前三季度，受募投产能陆续投放影响，公司全链经营的成本优势正在显现，盈利能力同比开始改善，前三季度归母净利润同比增长超 38%至 7.21 亿元，其中三季度单季归母净利润同比增长 58%至 2.26 亿元。

图 10：公司营收扩张迅速，2022 年前三季度同比+28%



资料来源：iFIND，国信证券经济研究所整理

图 11：公司 2022Q3 收入逆势同比增长近 45%



资料来源：iFIND，国信证券经济研究所整理

图12: 公司净利规模扩张明显, 17-21年 CAGR 为 41.12%



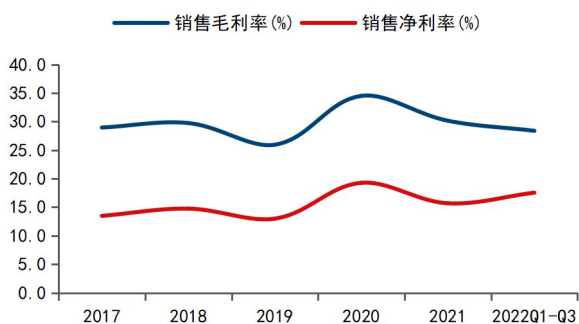
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司 2022Q3 净利逆势同比增长近 60%



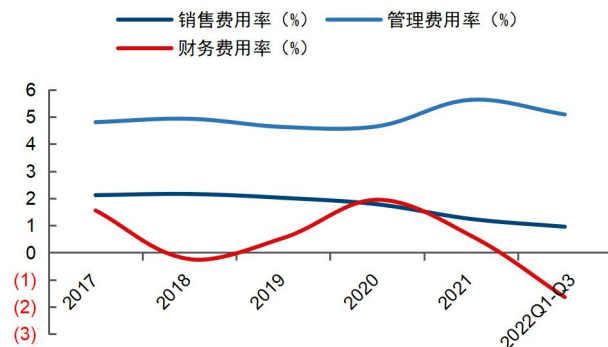
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司 2022 年盈利能力同比有所改善



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司费用率整体呈优化趋势



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

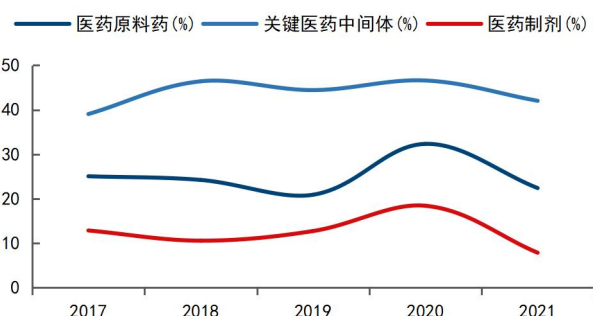
医药板块收入稳增, 盈利短期小幅承压。受集采放量、新药投产、全链扩张等多重因素影响, 公司医药板块收入维持稳增趋势, 2021 年营收为 29.59 亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 7.91%, 整体毛利率受原料及能源涨价影响同比下降 6.58pct。分产品来看, 医药原料药、医药制剂毛利率下降幅度较大, 分别为 9.94pct、10.57pct。

图16: 公司医药板块收入稳增, 毛利率约为 30%



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图17: 医药板块细分业务毛利整体较稳定, 短期受原料及能源价格涨价影响有所波动



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

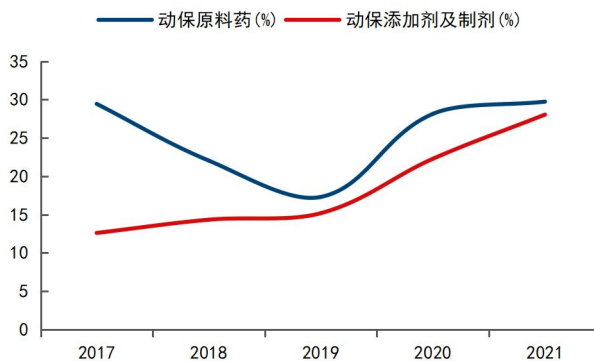
动保板块量利呈快速增长趋势，全链运作成本优势得到印证。从收入来看，随募投产能和新品陆续投产销售，公司动保业务规模近年快速扩张，2021 年营收达到 15.33 亿元，2017-2021 年 CAGR 高达 21.13%。2022 上半年，受氟苯尼考市占率提升、强力霉素逐渐推向市场以及加米霉素等新药放量影响，公司动保板块逆势延续高增，营收同比增长 20%至 9.34 亿元。从利润来看，受产业链进一步延伸、上游原材料自供程度增加影响，公司动保板块原料端和制剂端受原料和能源涨价的冲击均被明显削弱，动保原料药、动保添加剂及制剂 2021 年的毛利率分别为 29.73%、28.04%，分别逆势同比提升 1.59pct、5.76pct。

图 18: 动保板块量利呈快速增长趋势



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图 19: 公司动保制剂业务的毛利率近年持续提升



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

行业分析：猪价向好带动兽药销售回暖，政策推动行业转型升级加速

兽用化药市场：抗生素贡献最主要规模，制剂市场存在优化空间

◆ 国外动保市场已经步入成熟阶段，增速有所放缓。

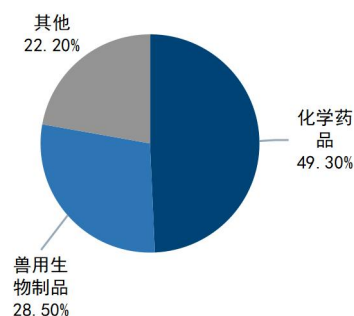
2021年国外动保市场(不含中国)的总销售额为383亿美元，2011-2021年的CAGR为5.70%。从产品结构来看，国外兽药产品以化学产品和兽用生物制品为主，2021年两者的占比分别为49.30%、28.50%。按动物类别来分，2021年国外兽药销售额47.30%来自于猪牛羊禽等经济类动物，52.70%来自于宠物及其他动物所用产品的占比也接近四成(相比之下，国内2021年宠物及其他动物所用兽药产品的销售额占比仅为1.08%)

图20：国外兽药市场规模 2021 年为 383 亿美元



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图21：国外兽用化药产品 2021 年市场规模约为 189 亿美元



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 国内化药市场规模加速扩张，化药制剂占六成销售额。

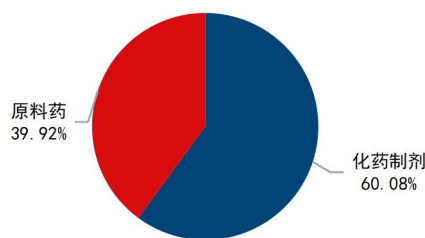
从规模来看，国内兽用化药市场近年呈快速扩张趋势，2021年总销售额已达516亿元，2016-2021年CAGR为12.2%。从结构来看，化药制剂仍在兽用化药市场中占主导地位，2021年国内兽用原料药、化药制剂的销售额分别为182.85亿元、275.18亿元，于国内兽用化药总销售额中的占比分别为39.92%、60.08%。

图22：国内兽用化药市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 12.24%



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图23：化药制剂仍在兽用化药市场中占主导地位



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 抗微生物药是兽用化药领域的绝对主流药品。

进一步从产品类型角度拆分兽用原料药和兽用化药制剂销售额来看，抗微生物药为国内兽用化药领域的绝对主流药品，其 2021 年销售额于兽用原料药和兽用化药制剂销售总额中的占比分别为 83.9%、68.9%。另外，抗寄生虫药在国内兽用化药领域也占有重要地位，其 2021 年销售额于兽用原料药和兽用化药制剂销售总额中的占比分别为 10.6%、9.6%。

图 24：超 8 成兽用原料药销售额来自抗微生物药（2021 年）

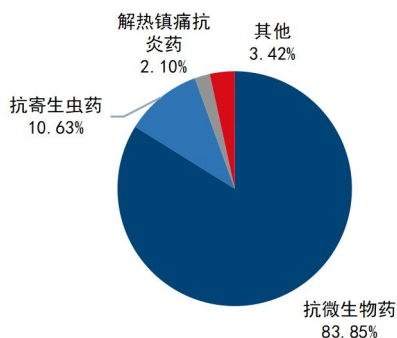
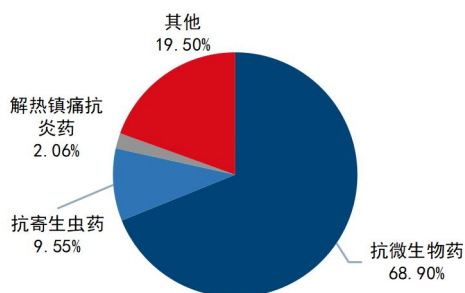


图 25：近 7 成兽用化药制剂销售额来自抗微生物药（2021 年）



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

表 2：主要抗微生物兽用原料药一览

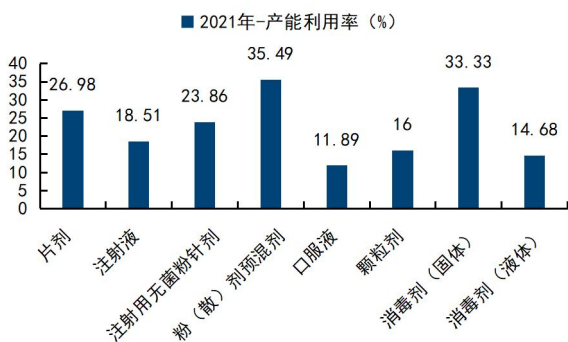
名称	主要功效	主要生产企业
氟苯尼考	用于防治猪的气喘病、传染性胸膜性肺炎、萎缩性鼻炎、猪肺炎、链球菌病等引起的呼吸困难、体温升高、咳嗽，打呛、采食量下降、消瘦等有非常强疗效，对大肠杆菌等引起仔猪黄白痢、肠炎、血痢、水肿病等有效。	浙江海翔、江苏恒盛、湖北中牧、浙江康牧、湖北龙翔、浙江润康、山东国邦
盐酸多西环素	主要用于附红细胞体的预防和治疗，还可用于治疗大肠杆菌病，沙门氏菌病支原体病和鹦鹉热等	扬州联博药业、河北久鹏、开药集团、山东国邦
恩诺沙星	用于治疗禽类细菌性呼吸道疾病、消化道疾病、泌尿生殖系统、皮肤病、各种支原体感染等。	浙江国邦、上虞京新制药、河南后羿制药、浙江朗华制药
酒石酸泰乐菌素	用于治疗 and 预防由支原体、金黄葡萄球菌、化脓杆菌、肺炎双球菌、丹毒杆菌、副嗜血杆菌、脑膜炎奈瑟氏菌、巴氏杆菌、螺旋体、球虫等病原体引起的各种呼吸道、肠道、生殖道和运动系统感染；对支原体有特效	Elanco、Huvepharma、泰瑞制药、鲁抗医药、齐鲁制药
替米考星	对支原体病和副猪嗜血杆菌等病具有很敏感的疗效；对胸膜肺炎放线杆菌、溶血性巴氏杆菌、多杀性巴氏杆菌以及畜禽支原体病具有比泰乐菌素更强的抗菌活性	Elanco、Huvepharma、泰瑞制药、鲁抗医药、齐鲁制药、TopPharmChemicalGroup、HISUN、Apeloa
泰妙菌素	对金黄色葡萄球菌、链球菌、支原体、猪胸膜肺炎放线杆菌、猪密螺旋体病疾等有较强的抑制作用	山东胜利、浙江浙大阳光、浙江升华拜克、山东鲁抗医药、内蒙古新威远、宁夏多维药业等

资料来源：百度百科，贝哲斯咨询，QYRESEARCH，国信证券经济研究所整理

◆ 制剂产能存在优化空间，头部企业盈利能力更强。

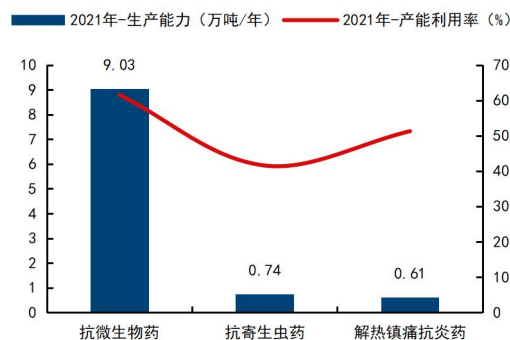
从剂型来看，国内化药制剂产能过剩较为明显，2021 年除“粉（散）剂预混剂”和“消毒剂（固体）”两类剂型外，其他剂型的产能利用率均处于 30%以下。从整个制剂市场的竞争格局来看，兽用化药制剂集中度明显低于兽用原料药且大型兽用化药企业存在技术和规模优势，业务毛利率明显高于中小微企业，我们认为整个兽用化药制剂行业格局具备优化空间。

图26: 化药制剂行业产能明显过剩



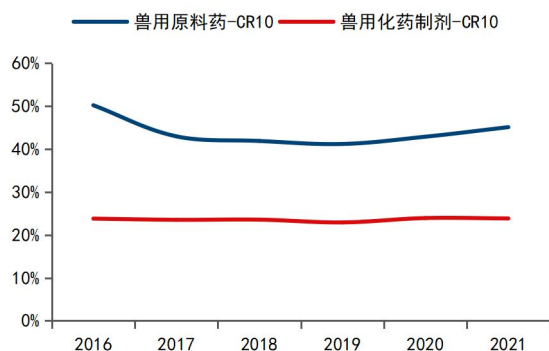
资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内抗微生物原料药 2021 年的产能利用率为 61.55%



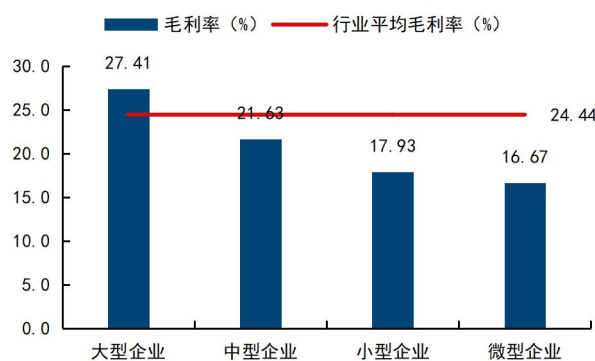
资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

图28: 国内兽用化药制剂市场集中度较低



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

图29: 大型兽用化药企业毛利率显著高于其他企业 (2021 年)



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

◆ 全链产能布局是大趋势，头部企业近年扩产频繁。

近年国内大型兽药企业纷纷加码上游原料药赛道，稳步扩张相关产能，其中江苏联环药业集团计划投资 40 亿元建设年产 5000 吨盐酸土霉素和盐酸强力霉素项目，内蒙古华曙二期年产 1 万吨土霉素碱于 2021 年项目开工建设，回盛生物未来泰万菌素、泰乐菌素年产能将分别升至 840 吨、2000 吨，预计待相关项目落地，头部兽用化药企业的成本和规模优势或进一步凸显，兽用化药行业集中度有望进一步提高。

表3: 2021 年部分重要兽用化药投资项目

项目名称	参投公司名称	总投资 (亿元)
中国兽药谷	枣庄经济开发区	80
年产 5000 吨盐酸土霉素和盐酸强力霉素项目	江苏联环药业集团	40
内蒙古华曙二期年产 1 万吨土霉素碱项目	内蒙古华曙生物科技有限公司	30
正泽生物绿色农兽药、医药及中间体项目	正泽生物	20
2000 吨强力霉素项目	中晖药业	13
高端原料药及中间体项目	华欣药业	10
2000 吨盐酸多西环素、1500 吨盐酸土霉素项目	内蒙古久鹏制药有限公司	10
年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	回盛生物	7.2
湖南绿亨世源动物药业产业园项目	北京绿亨科技集团	1.08

资料来源: 兽用饲料交易中心, 国信证券经济研究所整理

短期景气向好：养殖周期景气上行，兽药销售跟随猪价回暖

◆ 近期猪价上涨达 26 元/公斤以上，继续看好养殖行业景气上行。

从养殖利润情况来看，由于行业 2019-2020 年产能的快速恢复以及 2021 年市场对于后续猪价的乐观预期，行业产能出现了明显的“反身性”现象，产能释放超预期，以至于 6-9 月季节性猪价反弹消失，行业出现少有的深度亏损。虽然 2021 年四季度猪价因为消费回暖出现了阶段性反弹，但 2022 年春节后行业再次出现二次探底，行业盈利空间被进一步压缩。从 2022 年四月底开始，猪价开始触底持续回暖，目前猪价上涨到 26 元/公斤以上，我们继续看好养殖行业景气上行。

图 30: 生猪价格近期已上行至 26 元/公斤以上



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 全国能繁母猪存栏数量自 7 月开始环比下降明显

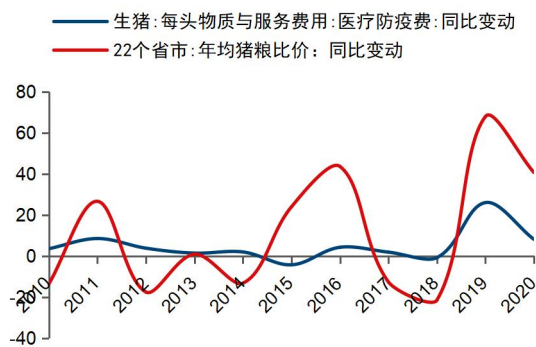


资料来源: 农业部, 国信证券经济研究所整理

◆ 下游高景气推动兽药需求改善，原料药价格环比回暖明显。

从历史数据来看，养殖利润的提高将增加养殖户在医疗防疫方面的支出。虽然 2022Q1 的惨淡猪价让动保企业的销售业绩表现受到明显压制，但后续猪价的持续回升正推动养殖端利润修复，养殖户资金紧张情况正在环节，其对未来养殖利润的预期也在改善，养殖户对防疫的要求有望加强，头均医疗防疫费用支出将随之提升，进而推动上游畜用兽药需求不断回暖，利好畜用兽药企业的业绩表现。具体从兽用化药市场来看，受下游养殖端景气上行推动，国内兽药原料药价格自 2022Q2 开始环比回升，其中盐酸多西环素、泰乐菌素、氟苯尼考、替米考星等主要猪用品种价格涨幅均比较明显。

图 32: 养殖利润修复或提升养殖户在防疫方面的支出



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 猪价高景气背景下，动保板块的贝塔行情值得关注



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34：国内兽药原料药价格自 Q2 开始环比回升



资料来源：中国兽药饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

图35：猪用兽药原料药品种价格 Q2 以来环比回升明显



资料来源：中国兽药饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

中期政策推动：新版 GMP+饲料禁抗，行业转型升级加速

◆ 新版 GMP 最终期限临近，落后产能有望大幅出清。

2002 年，原农业部首度颁布实施《兽药生产质量管理规范》（简称“兽药 GMP”），从人员、厂房、设备、物料、文件、生产过程、产品销售、自检等全过程、全方位规范兽药生产行为，并规定自 2004 年 1 月 1 日起不再向未取得兽药 GMP 合格证的企业换发任何产品的批准文号；自 2006 年 7 月 1 日起，各地不得经营、使用未取得兽药 GMP 合格证的企业、车间所生产的兽药产品。2020 年 4 月，农业农村部发布最新修订的兽药 GMP，围绕提高指导性和可操作性、提高准入门槛、提高安全控制要求、完善责任管理机制四个大方面进一步细化严格了国内兽药生产管理要求，并要求国内所有兽药企业于 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求，否则企业的兽药生产许可证和兽药 GMP 证书将失效。

表4：新版 GMP 主要修订内容

修订方向	具体内容
优化结构，细化内容，提高指导性和可操作性	新版兽药 GMP 共 13 章 287 条，而原兽药 GMP 仅 95 条；根据不同类型兽药的生产工艺和特点制定了无菌兽药、非无菌兽药、兽用生物制品、原料药、中药制剂等 5 类兽药生产质量管理的特殊要求
提高准入门槛，遏制低水平重复建设	硬件方面，提高了净化要求和特殊兽药品种生产设施要求；软件方面，提高了企业质量管理要求；人员方面，提高了企业关键管理人员应当具备的资质和技能要求
提高企业生物安全控制要求，确保生物安全	对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等，进一步提出了严格要求。
完善责任管理机制，压实相关责任	明确企业负责人是兽药质量的主要责任人。将原兽药 GMP 规定的生产管理部门和质量管理部门承担的职责分别明确到生产管理负责人和质量管理部门，为追究兽药产品质量事故责任人提供依据

资料来源：农业农村部畜牧兽医局，国信证券经济研究所整理

对于规模较小的兽药生产企业，本身毛利率较低，新版 GMP 在设备、流程和人员等方面更为细化严格的要求进一步增大了其成本压力，能力不足的落后产能最终或于本轮新版兽药 GMP 实施过程中被淘汰。据农业农村部畜牧兽医局发布通知显示，其已于 2022 年 6 月 1 日起组织清理未通过新版兽药 GMP 检查验收的兽药生产企业（生产车间），该类企业（生产车间）将一律停止兽药生产活动，同时国家兽药追溯系统将关闭其兽药产品二维码申请功能、产品入库功能。据中国兽药饲料交易中心介绍，2020 年国内兽药企业的个数高达 1633 家，而据动物健康与食品安全科普传播中心统计，截至 2022 年 6 月 2 日，国内获得新版兽药 GMP 证书的企业仅有 627 多家，意味着约超 5 成的兽药企业将面临停产措施，行业落后产能短期将迎来明显出清，头部兽药企业有望依靠其在基础设施、资金实力、研发能

力、人员素质等多维度的优势进一步抢占更多市场份额，市场集中度或将得到明显提升。

◆ 饲料端全面禁抗，需求转向养殖端

抗生素滥用会造成畜禽耐药性增强、抗生素残留、畜禽集体免疫力下降等问题，对食品安全和生态安全造成危害。抗生素因其能防治动物疾病、提高营养利用效率，在我国饲料行业的使用较为广泛。2019年7月，农业农村部正式发布194号公告，明确提出于2020年1月1日起退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂；于2020年7月1日起停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料，该公告意味着国内饲料领域正式进入禁抗时代。

表5：国内饲料领域正式进入禁抗时代

时间	政策名称	主要内容
2019年7月	农村农业部194号公告	于2020年1月1日起退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂；于2020年7月1日起停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料
2020年6月	农村农业部307号公告	养殖者不得在自配料中超适用动物范围和最高限量使用饲料添加剂
2021年10月	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025年）》	确保“十四五”时期全国产出每吨动物产品兽用抗菌药的使用量保持下降趋势，肉蛋奶等畜禽产品的兽药残留监督抽检合格率稳定保持在98%以上

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

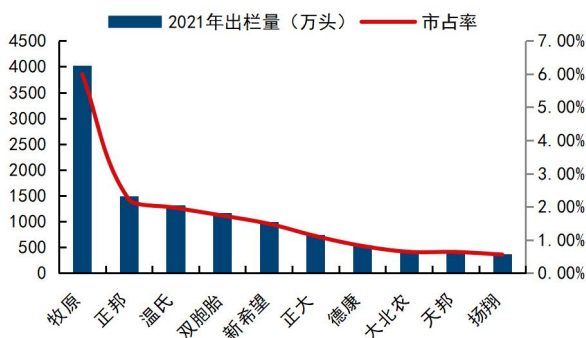
饲料端禁抗主要带来了两方面影响：一方面兽用化药需求将全面转向养殖端，促生长类化药占比将大幅下降，而高质量的治疗用化药占比或持续提升，研发能力优秀的头部化药企业有望受益；另一方面替抗类抗生素替代产品需求增加，目前主流替抗方案以酶制剂、微生态制剂和药用植物提取物的组合应用为主，其中酶制剂对促生长的作用显著，而微生态制剂有利于肠道健康，药用植物提取物的抗炎效果突出，以上多产品应用的组合方案可有效替代抗生素，实现抑菌、促生长等多元化的功能。饲料禁抗后，随着替抗产品的需求增加，中药制剂、酶制剂等替抗产品或将充分受益，市场容量进一步扩大。

长期格局重塑：养殖规模化进程加速推进，头部化药市场或充分受益

◆ 养殖规模化进程仍在加速推进，市场份额正不断向头部集中。

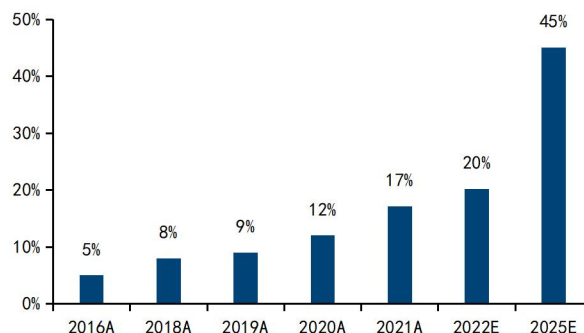
在2015-2025的这十年内，国内生猪养殖发生结构性的巨变，散养户因为老龄化和养殖门槛的提升逐步退出行业，规模养殖快速集中，非洲猪瘟疫情又将会加速这一趋势的完成，因此把这十年称为生猪规模化的黄金十年。从头部猪企最新的2021年出栏数据来看，头部10家的市占率已提升至17.2%，相较2020年提升5.2%，生猪养殖行业的规模化进程仍在加速推进。进一步结合头部猪企2022-2025年的出栏预测数据来看，到2025年头部10家猪企的市占率有望提升至40-50%，届时行业或完成规模化进程。

图 36: 生猪养殖行业 2021 年的 CR10 为 17% (以出栏量计)



资料来源: 新牧网, 国信证券经济研究所整理

图 37: 养殖规模化进程有望继续加速推进



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 头部兽药企业有望依靠多方位优势与规模养殖企业形成深度绑定

我国兽药行业目前的集中度仍处于较低水平, 据中国兽药协会和国际畜牧网相关数据统计, 截至 2020 年底, 全国兽药生产企业 1633 家, 其中年销售额在 2 亿元以下的企业占比超 95%, 前十名兽用企业的销售额占比约为 22%, 市场集中度整体仍处于较低水平。进一步从制剂领域来看, 兽用化药制剂和兽用中药制剂市场的份额更为分散, 2016-2020 年的平均 CR10 分别低至 23.55%、19.82%。

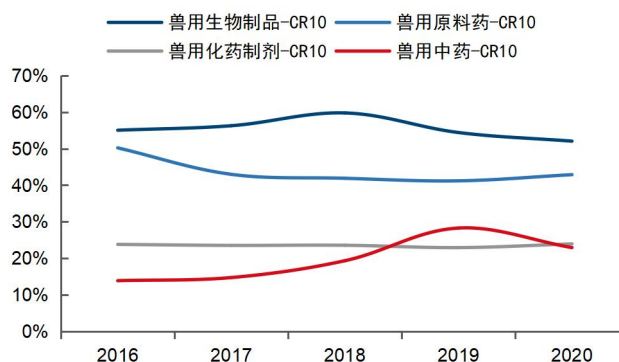
我们认为, 养殖规模化进程不仅将带动动保行业整体扩容, 随着养殖链专业化程度的不断提高, 头部企业在研发、产品和渠道等方面的优势或将进一步凸显, 头部动保企业更有可能依靠成熟的研发平台、丰富的产品矩阵和专业的一站式服务契合规模养殖企业动保需求, 进而与它们形成深度合作绑定, 在规模化进程中抢占更多份额, 兽药行业整体集中度有望在养殖规模化进程中得到显著提高。

图 38: 2020 年国内兽药行业的 CR10 约为 22%



资料来源: 中国兽药协会, 国际畜牧网, 国信证券经济研究所整理

图 39: 兽药市场中各类产品的集中度分化明显



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

动保看点：扩产叠加猪价上行，量利有望维持高增

公司致力于推进核心单品的全链运作，随募投项目陆续落地，规模扩张和成本优化有望稳步兑现，叠加下游养殖高景气带来的需求向好预期，我们看好公司动保板块未来量利表现。

产品优势：募投推进全链一体，核心单品优势明显

◆ 募投扩张全链，长期规划新增原料药产能约 6000 吨、制剂产能近 1 万吨。

2021 年，公司通过 IPO 募资共计 26.5 亿元，其中 11.1 亿元拟用于“动保产业链新建项目”，该项目中共包括三个子项目，规划产能集中在抗菌、驱虫两大领域，达产后公司规划新建原料药产能近 6500 吨，新增化药制剂产能近 9000 吨。

表6：公司募投扩张动保板块全链产能，预计新增原料药产能约 6500 吨、制剂产能约 12000 吨。

项目名称	项目实施主体	项目投资总额（亿元）	募集资金拟投资额（亿元）	截至期末投入进度（%）	项目达到预定可使用状态日期
动保原料药项目	山东国邦	10.02	9.34	50	2023 年 12 月
山东国邦动保制剂新建项目	山东国邦	0.97	0.97	1	2023 年 12 月
和宝生物动保制剂新建项目	和宝生物	0.96	0.79	31	2023 年 4 月
合计	-	11.95	11.10	-	-

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表7：公司“动保原料药项目”全部投产后，预计将新增近 6500 吨兽用原料药产能

产品名称	产品简介	设计产能（吨/年）
强力霉素（盐酸多西环素）	一种长效、高效、广谱的半合成四环素类抗生素，近年来一直是动保原料药品种中出口额度最大的产品。	2000
氟苯尼考	目前常用的一种兽用抗生素，抗菌谱广，抑菌作用强，氟苯尼考的总体出口量相对稳定，近三年均超过 2,000 吨。	4500

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表8：公司“山东国邦动保制剂新建项目”投产后，预计将新增 6000 吨兽用化药制剂产能

产品名称	适应症	设计产能（吨/年）
强力霉素可溶性粉	防治畜禽支原体感染引起的肺炎，大肠杆菌、沙门氏菌引起的腹泻，布氏杆菌病、鹦鹉热以及水产养殖、养蜂中多种感染性疾病的预防和治疗	1,500
阿苯达唑伊维菌素预混剂	对猪各种常见寄生虫起到杀灭作用	2,500
盐酸左旋咪唑粉	高效广谱药驱肠虫药	2,000

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表9：公司“和宝生物动保制剂新建项目”投产后，预计将新增 3000 吨兽用化药制剂产能

类别	主要产品	设计产能（吨/年）
兽药固体制剂	地克珠利、氟苯尼考、环丙氨嗪、恩诺沙星等	3000
饲料添加剂	维生素 A 粉、维生素 E 粉	1000
混合型饲料添加剂	复合维生素预混合饲料、复合型微量元素预混合饲料、混合型饲料添加剂地衣芽孢杆菌、混合型饲料添加剂植物乳杆菌	2000

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图40：公司固定资产规模近年持续快速扩张

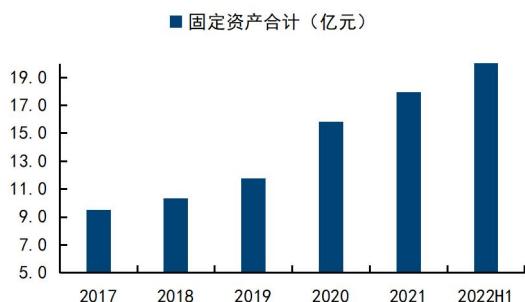
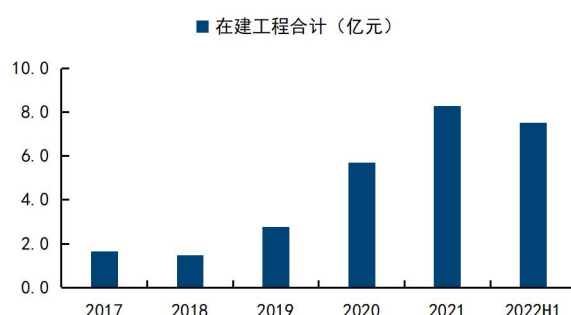


图41：公司截至 2022 年 6 月末的在建工程规模为 7.5 亿元



资料来源：中国兽药协会，国际畜牧网，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 一体化经营具备成本优势，看好核心单品未来放量

从成本角度来看：公司一直致力于全链运营，在山东基地、上虞基地、新昌基地合计有超过 2450 亩工厂用地，依靠对上游关键医药中间体的布局，下游核心原料药和制剂产品均已具备较高自产水平，相较同类企业具备成本优势。在最新募投项目中，公司进一步扩充氟苯尼考关键原料甲砒基苯甲醛和二氯乙腈产能，未来氟苯尼考原料药及制剂产品的关键原料将实现高度自产，核心单品成本优势有望得到进一步强化。

表10：公司动保原料药的关键原料自产水平较高

产品名称	关键原料	供应情况
氟苯尼考	D-乙酯	自产
	硼氢化钠	自产
	对甲砒基苯甲醛	外购，募投自产
	二氯乙腈	外购，募投自产
(盐酸)恩诺沙星	氟氯苯乙酮	外购
	N-乙基哌嗪	自产
	环丙胺	自产
	氢钠	自产
	甲苯	外购
	乙酯胺化物	外购
	环丙羧酸	自产
	甲苯	外购
马波沙星	甲基胍水溶液	外购
	N,N-二甲氨基丙烯酸乙酯	外购
	2,3,4,5-四氟苯甲酰氯	外购
	N-甲基哌嗪	自产

环丙氨嗪	三聚氯氰 环丙胺	外购 自产
------	-------------	----------

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

从销量角度来看：公司核心单品氟苯尼考生产工艺领先，原料制备方面已掌握酶催化技术，生产成本有望优化，制剂方面公司依靠固体分散技术有效解决氟苯尼考可溶性差问题。同时，氟苯尼考和最新布局的强力霉素（又称“盐酸多西环素”）在抗菌机理上有很强的协同作用，二者的结合配伍使用不仅能增效，而且是治疗大肠杆菌和支原体混感的特效组合，二者客户群具有高度重叠性，公司在猪用抗生素领域的产品矩阵优势得到强化。目前全球氟苯尼考、强力霉素的年销量均为6000吨左右，公司氟苯尼考、强力霉素原料药长期规划产能分别接近4000吨/年、2500吨/年。随在建项目陆续落地，公司氟苯尼考相关产品市占率正在稳步提升，强力霉素也正快速推向市场并获得认可，未来有望依靠生产工艺、产品矩阵和原料成本三方面优势在细分领域持续强化龙头地位，核心单品销量和市场份额有望稳步提升。除上述战略单品外，公司恩诺沙星、地克珠利等原料药产品同样拥有领先的市场地位，尤其在出口市场中占据重要份额，目前公司正募投扩张恩诺沙星、地克珠利等产品的固体制剂产能合计3000万吨，后续也有望依靠现有的原料优势持续为公司贡献业绩新增量。

表11：公司动保板块现有产品矩阵丰富，可满足下游客户一站式服务需求

GMP 证书持有人	认证范围	有效期限
浙江国邦	非无菌原料药（地克珠利、盐酸环丙沙星、恩诺沙星、盐酸恩诺沙星、甲磺酸达氟沙星、马波沙星、加米霉素、盐酸沙拉沙星）	2024/11/7
山东国邦	粉剂、预混剂、非无菌原料药（氟苯尼考、环丙氨嗪）	2022/12/25
和宝生物	非无菌原料药（酒石酸吉他霉素、乳酸环丙沙星）、粉剂/预混剂（2条）、颗粒剂、散剂	2025/9/29

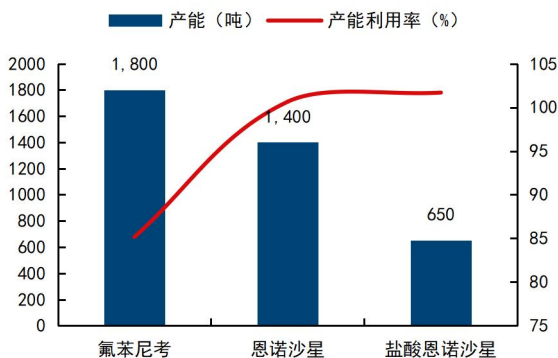
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表12：公司兽用原料药出口业务在国内处于领先地位

产品名称	年度	2017 年	2018 年	2019 年
（盐酸）恩诺沙星原料药	公司出口量（吨）	868.83	803.93	891.00
	中国出口总量（吨）	1,559.49	1,360.73	1,490.06
	公司占比（%）	55.71	59.08	59.80
氟苯尼考原料药	公司出口量（吨）	252.06	327.63	457.28
	中国出口总量（吨）	2,059.60	2,095.34	2,091.10
	公司占比（%）	12.24	15.64	21.87
地克珠利原料药	公司出口量（吨）	0.78	16.05	12.00
	中国出口总量（吨）	3.26	40.37	34.59
	公司占比（%）	23.75	39.76	34.68
环丙氨嗪原料药	公司出口量（吨）	4.00	40.62	54.55
	中国出口总量（吨）	46.25	322.17	431.93
	公司占比（%）	8.65	12.61	12.63
马波沙星原料药	公司出口量（吨）	14.38	12.07	11.25
	中国出口总量（吨）	24.53	26.80	22.22
	公司占比（%）	58.64	45.03	50.62

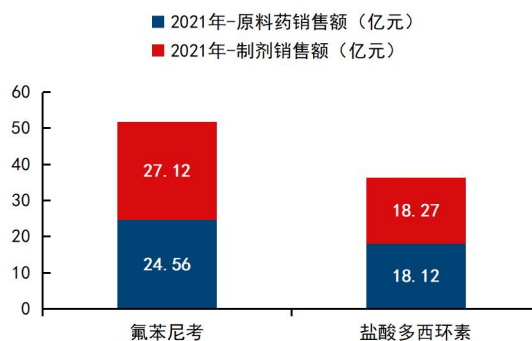
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图42: 公司现有兽用原料药产能接近饱和 (2020 年数据)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图43: 2021 年国内氟苯尼考和盐酸多西环素的原料药+制剂合计销售额分别已达 51.7 亿元、36.39 亿元



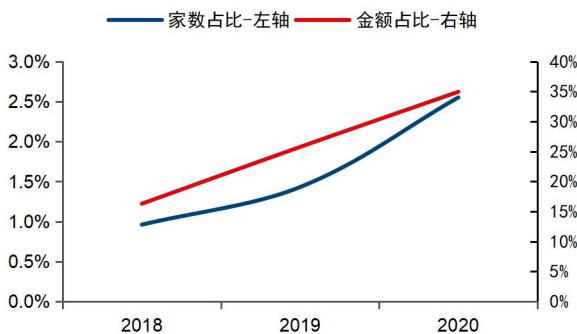
资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

渠道优势: 直销占比正稳步提升, 有望受益养殖规模化

从销售区域来看: 公司深耕动保板块 20 余年, 基于内外贸一体化的营销策略, 已在全球六大洲建立了广泛的销售网络。目前公司动保板块出口收入占四成, 旗下主要产品已完成 EDQM 注册并获得 CEP 证书; 国内收入占六成, 2021 年已有 15 个动保原料药产品在国内注册获批。

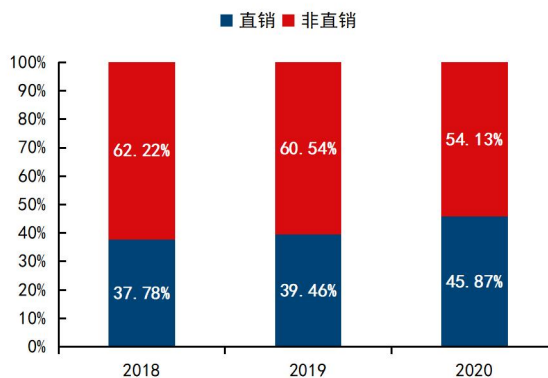
从销售模式来看: 公司以直销为主, 国外与礼蓝、拜耳等国际国内大型动保公司保持了良好的合作关系, 国内客户也包括各类制剂生产商和其他生产商、养殖集团和养殖个体户等, 在下游养殖集中度和专业化不断提升的大背景下, 公司动保板块直销占比近年正快速提升, 2020 年直销收入已达 5.85 亿元, 于总收入中的占比已提升至 45.9%。我们认为, 公司动保板块产品矩阵丰富、生产工艺领先, 可为下游客户提供近于一站式的产品服务, 待后续制剂产能陆续落地, 公司有望和头部养殖企业达成直接合作, 进而有望充分受益养殖规模化带来的成长红利。

图44: 公司动保板块千万级客户数量及占比不断提升



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图45: 公司动保板块直销收入占比正快速提升



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

研发优势：产品矩阵持续丰富，募投强化研发能力

◆ 在研及储备项目充足，新品逐渐开始放量

依靠多年深耕，公司已在药品研发领域积累了深厚的基础。成果方面，公司已自主开发了包括喹诺酮类、大环内酯类、头孢类、抗球虫、兽药制剂等在内的累计 30 余个药品相关的工艺并掌握了其关键反应及核心技术，截至 2021 年末累计获得发明专利 63 项；配套方面，公司已拥有院士工作站、博士后工作站、省级技术中心、省级药物研究院等多个优质平台，现有研发技术人员 400 余人，已具备独立从事医药、动保板块的研究开发、申报注册、中试与生产过程控制全程研发能力；项目储备方面，公司截至 2021 年末在研项目共有 50 个，其中有多项兽用原料药或制剂项目进入小试研究或注册阶段。

在扎实的研发平台和技术积累支撑下，公司新品近期正开始逐渐放量，其中强力霉素相关产品正依托公司扎实的内外贸渠道快速推向市场并获得一致认可，新增特色动保原料药中的加米霉素在 2022 年上半年实现明显增量，泰拉霉素也即将完成产业化，公司产品矩阵正进一步丰富。

表 13：公司在药品研发领域拥有深厚基础，在兽药领域拥有多项核心工艺技术

技术名称	核心工艺技术	对应动保产品	所在阶段	所在公司
喹诺酮类药物合成技术	催化哌嗪接枝技术、清洁溶剂替代技术	恩诺沙星	产业化	浙江国邦
原料药三废处理技术	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	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
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	中试研究	山东国邦
	不对称催化还原技术	强力霉素	中试研究	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

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 14：公司截至 2021 年末在研项目共有 50 个，其中有多项兽用原料药或制剂项目进入小试研究或注册阶段

研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
原料药项目 1	GB19T001	仿制 2 类	主要用于放线杆菌、支原体、巴氏杆菌、副嗜血杆菌引起的猪、牛、马、羊、骆驼、犬、猫、兔、禽、水产等动物呼吸系统疾病	小试研究、注册及项目设计
原料药项目 2	GB19A002	CDE, 仿制 4 类	用于预防静脉血栓形成	CDE 登记申报及研究
原料药项目 3	GB20L003	/	用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎	小试研究及优化
原料药项目 4	GB21T002	/	用于治疗支原体属感染和衣原体属感染等疾病	预研
制剂项目 1	GB21A004	/	为高效广谱驱虫药	小试研究
制剂项目 2	GB21YT001	/	抗革兰氏阳性菌，对金黄色葡萄球菌、链球菌、支原体、猪胸膜肺炎放线杆菌、猪密螺旋体痢疾等有较强的抑制作用	小试研究

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资 2.5 亿元建设动保研究部，致力于工艺提升和新品开发

2022 年 4 月，公司对 IPO 募投的“研发中心项目”内部资金结构做出调整，将子

项目“动保研究部及工程装备研究部项目”（以下简称动保研究项目）的拟投资总额从 1.46 亿元增加至 2.47 亿元，充分体现了动保板块对于公司的战略意义。参考公司最新披露信息，公司动保研究项目对应的国邦（山东）研究院一期建设已经开始，项目达到预定可使用状态日期预计为 2023 年 6 月，届时最多可容纳 800 名科技人员。从研究内容来看，公司动保研究项目未来将从通用技术和技术应用孵化两个角度开展研究，未来有望持续提升公司原料药及制剂产品的生产工艺水平并为新品孵化提供有效支撑。

表 15: 公司投资 2.5 亿元建设动保研究部，致力于工艺提升和新品开发

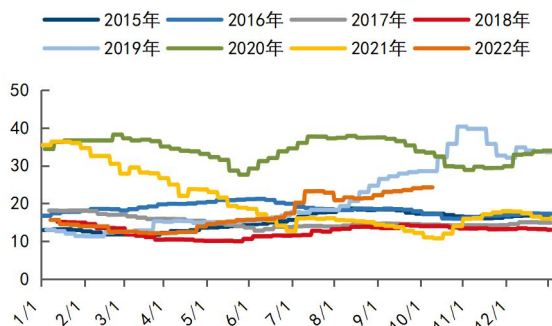
类别	研究方向
通用技术研究	药物化学合成绿色工艺研究 生物技术用于药物产业化 药物合成高效催化及工程装备研究 兽药制剂临床应用中的问题解决及药效提升 绿色高效药物制剂方向 工程装备过程强化研究与应用
技术应用孵化项目	手性药物的不对称催化绿色合成 高级胺类产品的绿色合成与高效催化剂的研究 兽用药物关键中间体生物法合成关键技术研究 兽药微囊包被及缓控释控技术研究

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

业绩展望：看好后周期+产能投放带来的量利共振

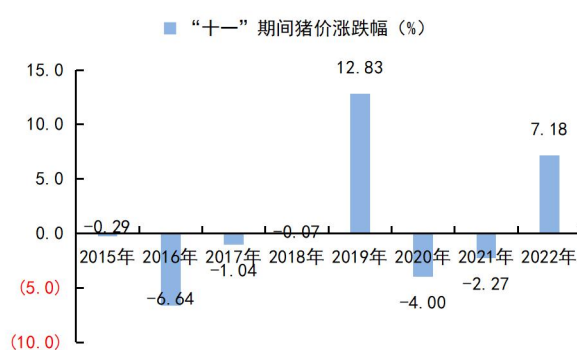
(1) 周期方面：十一期间国内猪价淡季不淡，大幅上涨至 28 元/公斤以上，再创本轮猪周期新高，考虑到当前国内能繁母猪存栏同比低于上年，我们看好后续猪价景气延续。受猪价大幅上涨提振，主要猪用兽用原料药价格国庆节后紧随走高，10 月 12 日氟苯尼考原料药价格环比十一节前上涨 2.98%至 48.4 万元/吨，强力霉素原料药价格环比十一节前上涨 1.37 至 51.7 万元/吨，我们认为后续国内兽用原料药和制剂市场有望追随猪价保持高景气。**(2) 产能方面：**公司募投项目长期计划氟苯尼考原料药年产能近 4000 吨/年、强力霉素原料药年产能近 2500 吨/年，与此同时公司特色原料药产品后续也有望持续放量，叠加向上加码关键体、向下扩张制剂产能带来的成本及收益优化，我们认为公司动保板块有望在本轮周期实现高质量扩张。

图 46: 当前国内生猪价格正处于近年同期高位



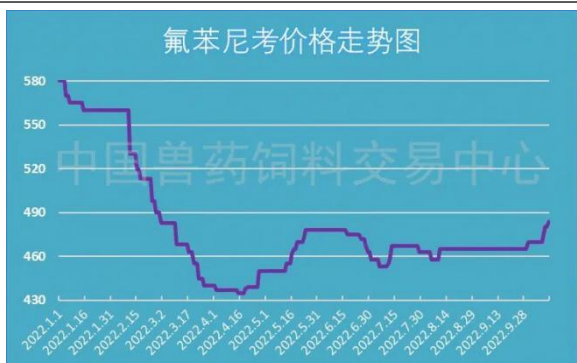
资料来源：中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

图 47: 十一期间，猪价淡季不淡，再创本轮周期新高



资料来源：中国种猪信息网，猪易网，国信证券经济研究所整理

图48: 氟苯尼考原料药价格环比十一节前上涨明显



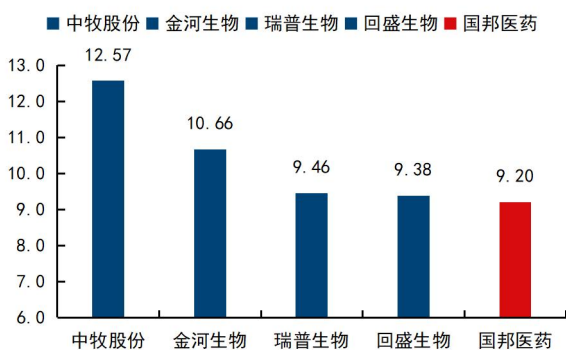
资料来源: 中国兽药饲料交易中心, 国信证券经济研究所整理

图49: 强力霉素原料药价格环比十一节前上涨明显



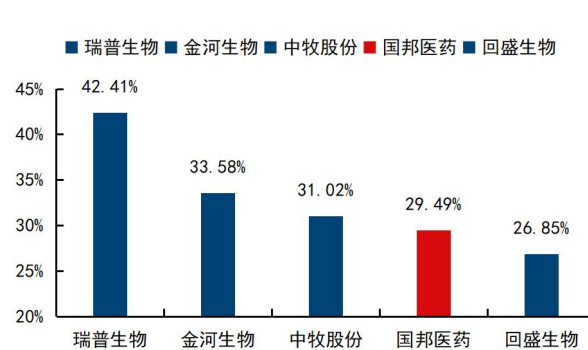
资料来源: 中国兽药饲料交易中心, 国信证券经济研究所整理

图50: 公司兽用化药业务收入已跻身国内头部行列(2021)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理(注: 国邦医药此前披露其动保板块国内收入约占60%, 我们参考此数值对其2021年的国内兽药产品收入做估计。)

图51: 公司兽用化药业务毛利率相较同行存在优化空间(2021)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

医药看点：收入端运作平稳，成本端有望修复

行业分析：限抗叠加集采，抗生素市场低速慢增

◆ 市场概览：国内外市场低速慢增，化药占据主要份额

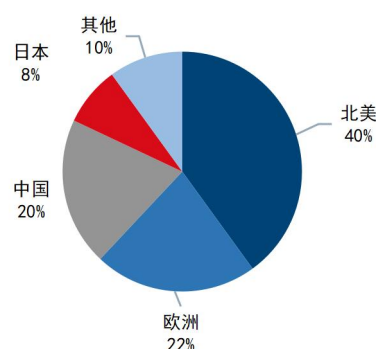
2020 年全球医药市场规模为 1.39 万亿美元，2016-2021 年 CAGR 为 4.8%，整体保持低速慢增趋势。从区域结构来看，全球医药销售额主要集中在北美、欧洲和中国，占比分别为 40%、22%、20%。从品种结构来看，化药在全球医药市场中占据主导地位，市场规模约为 1 万亿美元，但增速明显慢于全市场平均。根据 Frost&Sullivan 预测，生物药将成为未来全球医药市场的增量助力，而化药整体未来仍将保持低速增长。

图 52：全球医药市场近五年的 CAGR 为 4.8%



资料来源：IMS health, 国信证券经济研究所整理

图 53：全球医药销售额集中在北美、欧洲、中国



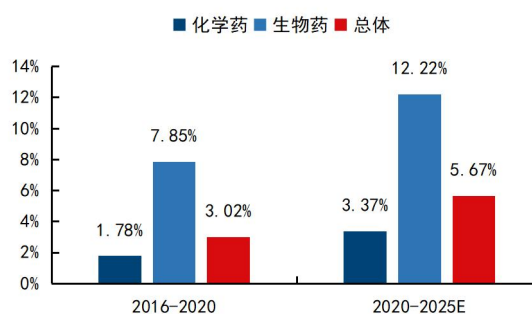
资料来源：EFPIA, 国信证券经济研究所整理

图 54：全球化药市场规模约为 1 万亿美元，占主导地位



资料来源：Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 55：化药预计维持低速增长，生物药预计加速扩张



资料来源：Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

2020 年国内医药市场规模为 1.85 万亿元，2016-2021 年 CAGR 为 5.3%，在国内人口增长明显放缓背景下，国内医药市场规模增速也正在持续放缓。从结构来看，化药占据国内医药市场主导地位，除 2020 年受疫情短期冲击外，整体呈低速慢增趋势，规模在 7000-8000 亿元左右。国内化药市场规模企业收入七成来自制剂，三成来自原料药，近年制剂产量规模约为 4000 亿份，主要由片剂和胶囊构成，原

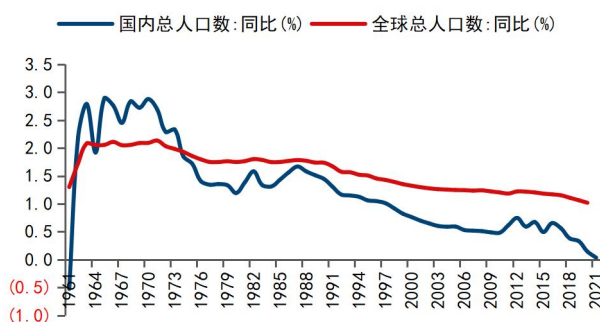
原料药产量规模则维持在 270 万吨左右。

图 56: 国内医药市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 5.3%



资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 57: 国内人口增速持续放缓且明显低于全球平均水平



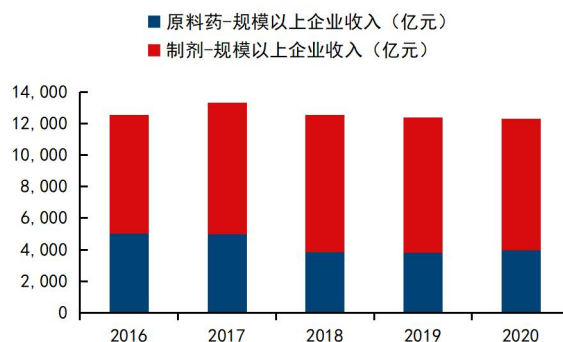
资料来源: 国家统计局, 中国化学制药工业协会, 国信证券经济研究所整理

图 58: 国内化药市场规模约为 8000 亿元



资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 59: 规模以上企业收入中原原料药占三成, 制剂占七成



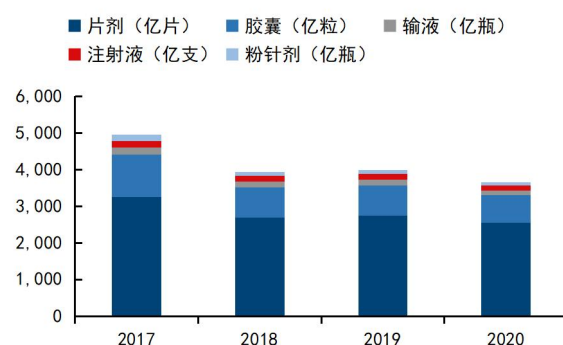
资料来源: 国家统计局, 中国化学制药工业协会, 国信证券经济研究所整理

图 60: 近年国内化药原药产能在 270 万吨左右



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 61: 片剂和胶囊在化药制剂市场中的产量占比较高



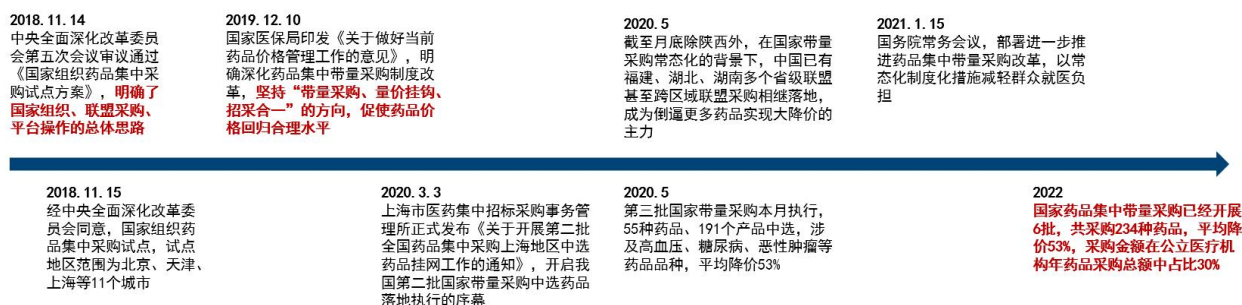
资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

◆ 政策推动：带量采购+严格限抗，头部药企长期受益

带量采购方面：核心主旨在于让民众用到价格低且质量高的药品，涉及品种主要为通过一次性评价并完成注册的仿制药品，不包括中草药、中成药、生物制剂等。自2018年11月首次发布试点方案以来，截至目前已开展5批国家药品集中带量采购，共采购234种药品，平均降价幅度为53%。我们认为，带量采购带来的低价高质需求短期虽会给整个行业带来价的冲击，但头部药企的规模、技术和工艺优势得到进一步凸显，渠道端分销压力得到削弱，头部药企长期有望以量补价，实现收入和份额的持续增长。

限抗政策方面：据公司招股说明书介绍，我国自2011年开始对抗生素药物使用进行专项整治并陆续出台了限制抗生素药物的各项监管政策，加强了对抗生素药物临床使用的规范性管理。限抗政策的监管重心为限制滥用，现在随着规范性治理逐渐见效，抗生素市场已呈现为低速增长的较为稳定状态，相应的品类优化，产品迭代也在给头部药企带来机遇，市场集中度有望持续提升。

图62：国内带量采购政策发展情况



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

图63：大型医药企业收入增速快于市场整体增速



资料来源：中国医药工业信息中心，国信证券经济研究所整理

图64：国内抗感染药物市场呈低速增长趋势



资料来源：药时代，国信证券经济研究所整理

公司看点：加速扩张全链产能，看好后续销售增长

◆ 募投情况：投资超 10 亿元扩张全链，所有项目预计年内转固。

2021 年，公司通过 IPO 募资共计 26.5 亿元，其中 7.6 亿元拟用于“医药产业链新建及技改升级项目”，该项目中共包括四个子项目，新增产能覆盖从中间体到原料药再到制剂的全链，项目信息详见表 16-20。2022 年 3 月，公司董事会审议通过由全资子公司山东国邦自筹投资约 3.6 亿元人民币建设“年产 6000 吨硼氢化钠与 8500 吨氯代丁酸甲酯及其 89500 吨相关中间体项目”，一期建成后将形成年产 6000 吨硼氢化钠的生产能力，未来有望进一步巩固公司原料优势并贡献新业绩增量。

表 16：公司募投扩张医药板块全链业务，所有项目预计将于年内进入预定可使用状态

项目名称	项目实施主体	项目投资总额（亿元）	募集资金拟投资额（亿元）	截至期末投入进度（%）	项目达到预定可使用状态日期
头孢类产品新建/技改项目	浙江国邦、浙江东盈	2.81	2.00	57	2022 年 12 月
特色原料药暨产业链完善项目	浙江国邦	2.60	2.47	69	2022 年 1 月
关键中间体项目	山东国邦	1.65	1.51	55	2022 年 10 月
医药制剂项目	中同药业	1.59	1.58	33	2022 年 6 月
合计	-	8.65	7.56	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 17：公司预计年内新增头孢菌素产能 550 吨/年

产品种类	适应症	国内原料药厂家	国内制剂厂家	公司产品发展情况	项目新增产能（吨/年）
头孢唑啉钠	呼吸系统感染、泌尿系统感染、败血症、腹膜炎	浙江东盈、哈药集团股份有限公司、齐鲁安替制药有限公司等	广州白云山天心制药股份有限公司、深圳华润九新药业有限公司、石药集团中诺药业（石家庄）有限公司等	公司产品纯度与原研产品持平，产品流动性和分装性具有优势，并解决了国内市场制剂厂分装难的问题，保证了制剂的装量准确及用药安全。公司目前已实现产业化生产，与国内大部分制剂厂家建立了供货合作关系	60
头孢地嗪钠	链球菌属、肺炎球菌等敏感菌所致的肺炎、支气管炎、咽喉炎、扁桃体炎及尿路感染等	浙江东盈、珠海保税区丽珠合成制药有限公司	广州白云山天心制药股份有限公司、国药集团鲁业（山东）制药有限公司、湖南科伦制药有限公司等	公司已产业化生产，并完成一致性评价质量研究，产品质量稳定可靠，与国内大部分制剂厂家建立了供货合作关系	30
头孢西丁钠	对革兰阳性菌中金黄色葡萄球菌、肺炎链球菌或其它链球菌的敏感菌株均有较强的抗菌作用	浙江东盈、深圳信立泰药业股份有限公司等	深圳信立泰药业股份有限公司、扬子江药业集团有限公司、四川制药制剂有限公司、苏州二叶制药有限公司	公司产品纯度与原研产品一致，解决了目前国内市场产品储存稳定性差的问题，产品符合一致性评价要求。	70
头孢呋辛钠	敏感菌所致的呼吸系统、泌尿生殖系统、骨和关节、皮肤和软组织及预防手术等感染以及败血症、脑膜炎等	广东立国制药有限公司、深圳信立泰药业股份有限公司	广东立国制药有限公司、国药集团致君（深圳）制药有限公司、广州白云山天心制药股份有限公司等	产品纯度与原研产品一致，并解决了目前国内市场产品储存稳定性差的问题，产品符合一致性评价要求，目前已完成中试。	140
头孢丙烯	敏感菌所致的轻中度上呼吸道感染、下呼吸道感染、皮肤和软组织感染及单纯性尿路感染等	浙江东盈、齐鲁安替制药有限公司、苏州盛达药业有限公司	广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂、广州白云山光华制药股份有限公司、南京亿华药业有限公司、扬子江药业集团有限公司	公司产品纯度与原研产品一致，符合一致性评价要求，目前已完成绿色工艺改进研究，正在规模化生产中。	80
头孢呋辛酯	溶血性链球菌、金黄色葡萄球菌及流感嗜血杆菌所致成人急性咽炎或扁桃体炎、急性中耳炎、慢性支气管炎等急性发作等	广东立国制药有限公司、珠海联邦制药股份有限公司	国药集团致君（深圳）制药有限公司、海南日中天制药有限公司、浙江瑞新药业股份有限公司等	公司已完成头孢呋辛酯小试工艺研究，产品质量与原研产品一致；其次，该产品与头孢呋辛钠产品共用中间体头孢呋辛酸，具有产品协同优势	170

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 18：公司规划新增医药原料药产能 30 吨

产品名称	产品介绍	设计产能（吨/年）
利伐沙班	新型口服抗凝血药物，为全球首个口服的 Xa 因子抑制剂	5
阿哌沙班	新型口服抗凝血药物，是一种新型口服 Xa 因子抑制剂，用于预防和治疗血栓的药品，能有效预防静脉血栓栓塞症，同时并不增加出血风险，无需常规监测凝血功能，亦无需剂量调整。	1
维格列汀	一种选择性、竞争性、可逆性的 DPP-4 抑制剂，用于 II 型糖尿病的治疗。	10
盐酸西那卡塞	用于治疗原发性和继发性甲状旁腺功能亢进症	2
琥珀酸索利那新	针对人体膀胱内 M3 受体，对膀胱过度活动症患者伴有的尿失禁和/或尿频、尿急症状具有较高的安全性及有效性	1.5
琥珀酸普芦卡必利	通过对肠道壁的直接作用恢复受损的肠道活动能力，增加胃肠蠕动，改善便秘症状	0.5
盐酸莫西沙星	对肺炎链球菌、化脓性链球菌、流感嗜血杆菌、金黄色葡萄球菌都有显著效果，治疗呼吸系统疾病有效性高于现临床上最常用的左氧氟沙星、阿莫西林	10

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 19：公司规划新增医药关键中间体产能合计 7250 吨

产品名称	应用领域	设计产能（吨/年）
对甲磺基苯甲醛	甲磺霉素的中间体	2,500
乙氧基丙烯	抗菌素中间体	500
二氯乙腈	用于有机合成，也用作溶剂	1,200
3,5-二甲基哌啶	用于生产替米考星或应用于新型环保材料领域	600
2-甲基吡嗪	用于染料及制药工业，也用作食品香料添加剂	250
羟乙基哌嗪	主要用于湿电子化学领域、医药生物领域及环保领域	1,000
2-氟基吡嗪	治疗肺结核主要药物吡嗪酰胺的主要中间体	1,200

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 20：公司募投向下扩张医药制剂产能

产品名称	适应症	设计产能（吨/年）
阿奇霉素片	适用于敏感菌所致的呼吸道、皮肤软组织感染和衣原体所致的传播性疾病	5 亿片/年
阿奇霉素干混悬剂		180 吨/年
克拉霉素片	用于治疗上、下呼吸道感染，皮下软组织感染等	5 亿片/年
克拉霉素掩味颗粒		120 吨/年
环丙沙星片	敏感菌所致的呼吸道、泌尿道、消化道、皮肤软组织等的感染及淋球菌性尿道炎等	20 亿片/年
枸橼酸铋钾胶囊	用于慢性胃炎及缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感（烧心）和反酸	2 亿粒/年

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

◆ 未来展望：内外贸渠道扎实，销量有望稳步增长。

从收入端来看，公司基于内外贸一体化营销策略，以直销渠道为核心，在国内外医药市场建立了扎实的销售网络，依靠高品质产品和拜耳、礼蓝、雅培、诺华等全球知名制药企业形成合作，旗下阿奇霉素原料药、克拉霉素原料药、环丙沙星原料药出口量近年均位居国内首位。目前随募投项目陆续投向市场，2022 年上半年公司特色原料药盐酸莫西沙星、碳酸镧、利伐沙班等产品明显实现放量增长，关键医药中间体不断实现产业链的延伸，主要品种实现销量的明显增长，叠加疫情冲击导致的往期低基数以及美元升值导致的汇兑收益，我们认为公司医药板块

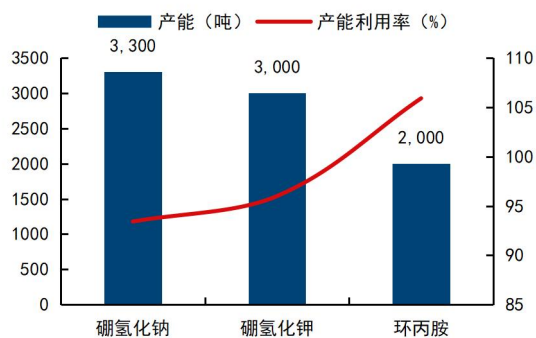
收入近年有望保持稳步增长。从成本端来看，地缘政治冲突以及欧美宽松货币政策导致的高油价让公司近年的原料及能源成本承压，但近期欧美主要经济体货币政策快速收紧正在使全球原油市场降温，后续公司成本端有望迎来边际改善。总的来看，募投项目投产叠加成本端边际改善预期，我们看好公司医药板块后续量利表现。

表21：公司医药原料药出口业务在国内处于领先地位

产品名称	年度	2017年	2018年	2019年
阿奇霉素原料药	公司出口量（吨）	315.23	259.74	441.11
	中国出口总量（吨）	1,409.81	1,234.41	1,486.80
	公司占比（%）	22.36	21.04	29.67
（盐酸、乳酸）环丙沙星原料药	公司出口量（吨）	974.05	727.21	1,029.14
	中国出口总量（吨）	2,338.67	1,943.90	2,400.18
	公司占比（%）	41.65	37.41	42.88
克拉霉素原料药	公司出口量（吨）	335.98	342.57	379.01
	中国出口总量（吨）	687.14	643.42	648.76
	公司占比（%）	48.90	53.24	58.42

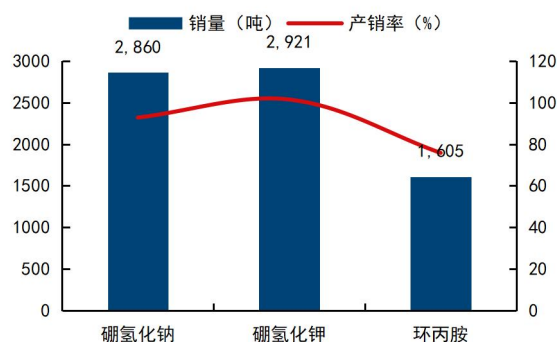
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图65：公司关键中间体产能已接近饱和（2020年数据）



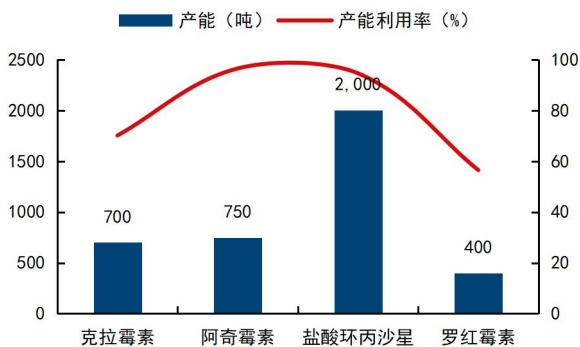
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图66：公司关键中间体产销率处于高位（2020年数据）



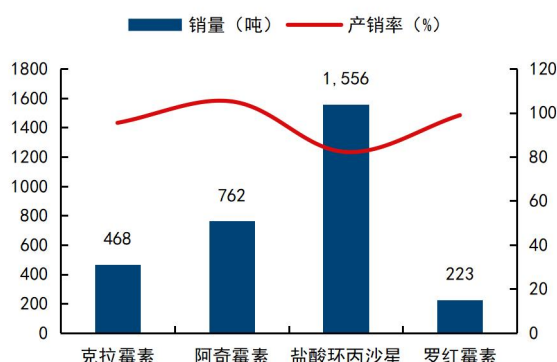
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图67：公司医药原料药产能利用率处于高位（2020年数据）



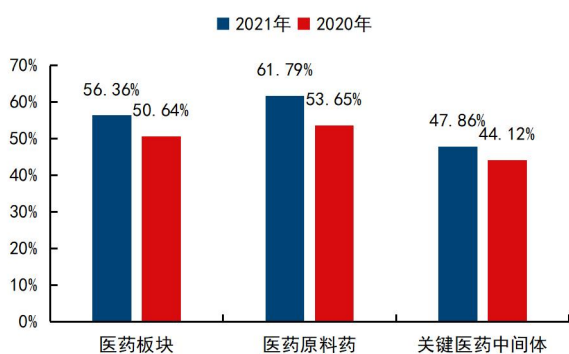
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图68：公司医药原料药产销率处于高位（2020年数据）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 69: 医药板块 2021 年的原料成本率较上年提高明显



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 原料成本率=原料成本/营业收入)

图 70: 近期外盘原油期货价格环比回落明显



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

医药板块：收入端有望受益募投项目投产及行业疫后复苏，成本端有望受益全链运作带来的原料优势，我们预计公司医药板块 2022-2024 年营收为 32.3/36.1/39.7 亿元，同比增速为 9.2%/11.7%/10.0%，毛利率为 33.0%/35.1%/36.8%。

动保板块：收入端有望受到猪价高景气和产能投放双驱动，成本端有望随产业链延伸不断优化，我们预计公司动保板块 2022-2024 年营收为 18.9/23.0/28.4 亿元，同比增速为 23.1%/22.0%/23.3%，毛利率为 31.8%/34.2%/36.3%。

表 22：国邦医药医药板块收入拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
医药原料药						
收入（百万元）	1668.97	1667.40	1552.17	1679.53	1798.57	1913.36
增速	20.55%	-0.09%	-6.91%	8.21%	7.09%	6.38%
毛利（百万元）	348.5	528.52	347.39	432.61	511.95	585.70
毛利率	20.88%	31.70%	22.38%	25.76%	28.46%	30.61%
关键医药中间体						
收入（百万元）	995.61	1148.22	1280.27	1403.45	1637.06	1852.77
增速	3.00%	15.00%	12.00%	9.62%	16.65%	13.18%
毛利（百万元）	442.34	529.16	537.92	618.13	736.02	852.30
毛利率	44.43%	46.09%	42.02%	44.04%	44.96%	46.00%
医药制剂						
收入（百万元）	93.80	108.69	126.98	147.93	172.71	201.42
增速	5.00%	16.00%	17.00%	16.50%	16.75%	16.63%
毛利（百万元）	11.92	19.27	9.94	15.15	16.84	20.13
毛利率	12.71%	17.73%	7.83%	10.24%	9.75%	10.00%
合计						
医药板块总营收（百万元）	2758.38	2924.31	2959.42	3230.91	3608.35	3967.55
增速	13.00%	6.00%	1.00%	9.17%	11.68%	9.95%
医药板块总毛利（百万元）	802.75	1093.83	895.17	1065.89	1264.80	1458.13
毛利率	29.10%	37.40%	30.25%	32.99%	35.05%	36.75%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表 23: 国邦医药动保板块收入拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
动保原料药						
收入 (百万元)	938.77	1130.63	1310.72	1541.66	1783.42	2111.66
增速	31.00%	20.00%	16.00%	17.62%	15.68%	18.40%
毛利 (百万元)	162.44	315.17	389.73	493.48	608.83	761.76
毛利率	17.30%	27.88%	29.73%	32.01%	34.14%	36.07%
动保添加剂及制剂						
收入 (百万元)	94.36	144.30	222.77	345.29	517.94	725.12
增速	-11.00%	53.00%	54.00%	55.00%	50.00%	40.00%
毛利 (百万元)	14.32	31.55	62.47	105.63	177.13	267.54
毛利率	15.18%	21.86%	28.04%	30.59%	34.20%	36.90%
合计						
动保板块总营收 (百万元)	1033.14	1274.93	1533.50	1886.96	2301.36	2836.77
增速	26.00%	23.00%	20.00%	23.05%	21.96%	23.27%
动保板块总毛利 (百万元)	176.76	350.25	452.20	599.12	785.96	1029.30
毛利率	17.11%	27.47%	29.49%	31.75%	34.15%	36.28%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 24: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4505	5128	5920	6815
营业成本	3148	3455	3861	4320
销售费用	56	86	107	107
管理费用	254	298	354	394
研发费用	155	185	225	259
财务费用	28	(45)	(80)	(92)
营业利润	809	1099	1394	1760
利润总额	807	1099	1396	1760
归属于母公司净利润	706	949	1202	1525
EPS	1.26	1.70	2.15	2.73
ROE	11.13%	13.54%	15.31%	17.10%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年收入分别为 51.3/59.2/68.2 亿元, 归属母公司净利润 9.5/12.0/15.3 亿元, 利润年增速分别为 13.8%/15.4%/15.1%。每股收益 2022-2024 年分别为 1.7/2.2/2.7 元。

盈利预测的敏感性分析

表 25: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4,206	4,505	5,190	6,072	7,082
(+/-%)	10.6%	7.1%	15.2%	17.0%	16.6%
净利润(百万元)	810	706	1337	1669	2088
(+/-%)	157.2%	-12.8%	89.4%	24.8%	25.1%
摊薄 EPS	1.71	1.26	2.39	2.99	3.74
中性预测					
营业收入(百万元)	4,206	4,505	5,128	5,920	6,815
(+/-%)	10.6%	7.1%	13.8%	15.4%	15.1%
净利润(百万元)	810	706	949	1202	1525
(+/-%)	157.2%	-12.8%	34.4%	26.6%	26.9%
摊薄 EPS(元)	1.71	1.26	1.70	2.15	2.73
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4,206	4,505	5,066	5,769	6,555
(+/-%)	10.6%	7.1%	12.4%	13.9%	13.6%
净利润(百万元)	810	706	581	769	1013
(+/-%)	157.2%	-12.8%	-17.7%	32.3%	31.7%
摊薄 EPS	1.71	1.26	1.04	1.38	1.81
总股本(百万股)	475	559	559	559	559

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 40.4-43.5 元, 给予买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 40.9-43.1 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表 26: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	15.95%	10.63%	7.11%	13.82%	15.44%	15.13%	11.89%	8.40%
营业成本/营业收入	74.06%	65.51%	69.86%	67.38%	65.23%	63.38%	62.89%	62.61%
管理费用/营业收入	4.43%	4.49%	5.48%	5.60%	5.80%	5.63%	5.68%	5.70%
研发费用/营业收入	3.27%	3.26%	3.45%	3.60%	3.80%	3.80%	3.73%	3.78%
销售费用/销售收入	2.02%	1.78%	1.24%	1.68%	1.80%	1.57%	1.68%	1.69%
营业税及附加/营业收入	0.68%	0.58%	0.56%	0.61%	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%
所得税税率	14.22%	14.11%	12.46%	13.60%	13.89%	13.32%	14.32%	14.82%
股利分配比率	57.55%	25.31%	47.27%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 27: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	13.60%
无风险利率	2.50%	Ka	10.90%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.21
公司股价 (元)	28.01	Ke	10.99%
发行在外股数 (百万)	559	E/(D+E)	98.74%
股票市值 (E, 百万元)	15653	D/(D+E)	1.26%
债务总额 (D, 百万元)	200	WACC	10.91%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 28: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		10.7%	10.8%	10.99%	11.1%	11.3%
永续增长率变化	2.3%	44.39	43.54	42.73	41.95	41.19
	2.2%	43.96	43.14	42.34	41.57	40.83
	2.0%	43.55	42.74	41.96	41.21	40.49
	1.9%	43.15	42.36	41.60	40.86	40.15
	1.7%	42.76	41.99	41.25	40.53	39.83

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：40.4-43.5 元

业绩方面，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.7/2.2/2.7 元。估值方面，采用 PE 法，公司整体业务分为医药、动保两大板，而两块业务虽在成本端存在重叠但需求端差异较大，因此我们认为分拆后各自估值很有必要。具体分拆方面，我们假设两板块除营业成本以外的其他成本和费用结构相似，并按照各自毛利使用加权平均的方法求出各自的净利情况，进而再使用 PE 法估值。按照我们前述预测，医药板块和动保板块 2023 年的毛利占比预计分别为 62.0%、37.7%（其他业务毛利占比极低，故相对估值时不做考虑），由此可得医药板块和动保板块贡献的 EPS 分别为 1.35、0.84 元。可比公司方面，医药板块我们选择华海药业、海正药业、普洛药业、奥锐特，动保板块我们选择回盛生物、瑞普生物、中牧股份。

◆ 动保板块可比公司介绍

回盛生物：公司作为兽药研发、生产、销售一体化企业，80%以上业务为猪用兽药，制剂销售占比达到 80%，拥有泰万菌素、氟苯尼考等多个拳头产品，在猪用兽药领域积淀深厚，技术服务优势明显且直销收入占比较高。

瑞普生物：公司主营兽用生物制品和兽用药品两大板块业务，其中兽用疫苗板块的核心产品为禽用疫苗，在高致病性禽流感疫苗这一细分领域中具备领先地位；兽药药品板块涵盖兽药原料药及制剂、消毒剂等业务，产品涵盖猪用、畜用两大领域，且近年开始加大在宠物用药品方面的布局。

中牧股份：公司作为央企控股的兽药龙头企业，核心业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料及饲料添加剂三大部分，其中兽用化药业务主要产品包括泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰以及多种消毒剂产品等。

国邦医药新建产能规模较大且覆盖从中间体到制剂的全链业务，因此未来其基于规模扩张和成本优化的成长空间或大于上述公司，进而有望享有一定估值溢价。参考可比公司现阶段估值水平，我们预计公司动保板块 2023 年的 PE 为 24-26x，对应动保板块 2023 年每股市值为 20.2-21.8 元。

◆ 医药板块可比公司介绍

华海药业：公司主营医药原料药和制剂业务，相关产品已覆盖心血管类、精神障碍类、神经系统类和抗感染类等领域，并与全球 800 多家制药企业建立了稳定合作关系，产品销售覆盖近 100 个国家和地区。除化药领域外，公司在生物药领域也有布局，产品管线以肿瘤与自身免疫为主，目前在研项目 20 个以上。

海正医药：公司主营化学原料药和制剂的研发、生产和销售业务，现有产品涵盖抗肿瘤、抗感染、心血管、内分泌等十多个治疗领域，其中原料药业务侧重国内制剂配套以及新 CMO 项目导入，制剂业务有 10 个品种中标全国带量采购。

普洛药业：公司主营业务包括原料药中间体、合同研发（CDMO）、制剂三部分，其中原料药中间体业务涉及头孢、青霉素、精神类、心脑血管类和兽药原料药等多个产品系列；CDMO 业务主做研发服务、商业化人用药项目、商业化兽药项目等；制剂业务涉及抗感染类、心脑血管类、精神类和抗肿瘤类等多个领域。

奥锐特：公司主营医药中间体和特色原料药业务，产品涵盖呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康等领域。作为国内特色原料药出口商，公司超过 90%产品以出口的形式销往国外，和葛兰素史克（GSK）、赛诺菲（Sanofi）等全球知名企业建立了合作关系。

考虑到国邦医药未来仍将主做传统抗感染类药品，在限抗背景下的成长空间或不

及上述企业，我们预计其医药板块的估值水平或低于上述可比公司。参考可比公司现阶段估值水平，我们预计公司医药板块 2023 年的 PE 为 15-16x，对应医药板块 2023 年每股市值为 20.3-21.6 元。

综合上述分析，我们预计公司 2023 年的整体相对估值区间为 40.4-43.5 元/股，对应 2023 年整体 PE 区间为 18-20x。

表 29：国邦医药同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11月11日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300871.SZ	回盛生物	23.45	0.50	1.41	1.98	47	17	12	兽药原料药+制剂
300119.SZ	瑞普生物	20.40	0.87	1.09	1.30	23	19	16	兽用疫苗；兽药原料药+制剂
600195.SH	中牧股份	13.57	0.54	0.69	0.86	25	20	16	兽用疫苗；兽药原料药+制剂； 饲料添加剂
动保板块-对比标的平均值							18		
600521.SH	华海药业	21.17	0.69	0.88	1.11	31	24	19	医药原料药+制剂
600267.SH	海正药业	11.32	0.61	0.71	0.84	19	16	13	医药原料药+制剂
000739.SZ	普洛药业	21.80	0.84	1.06	1.34	26	20	16	中间体；医药原料药+制剂
605116.SH	奥锐特	28.53	0.55	0.66	0.82	52	43	35	中间体；医药原料药
医药板块-对比标的平均值							26		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所（除回盛生物外，其他公司的盈利预测采用 Wind 一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 40.4-43.5 元之间，对应 2023 年整体市盈率为 18-20 倍，相对于公司目前股价有 30%-35%溢价空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在40.4-43.5元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长13.8%/15.4%/15.1%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为32.6%/34.8%/36.6%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受动保业务表现的影响较大,我们针对动保需求预期以及后续产能释放的预期可能过于乐观,从而存在高估未来3年业绩的风险。

经营风险

◆ 原料及能源价格再度大幅上涨的风险

目前俄乌冲突加剧导致全球能源供应紧张,且国内多个大型城市爆发新冠疫情,上述情况存在冲击国内原料及能源供应、使其价格再度走高的可能,其会令公司上游成本端承压,进而影响公司整体业务的盈利表现。

◆ 非洲猪瘟导致猪用动保产品销量大幅下滑的风险

公司兽药业务增长弹性预计主要来自于猪用领域,目前猪价虽有回升,但随着冬季到来,非洲猪瘟等重要疫病可能出现抬头迹象,导致国内生猪存栏量急剧减少,从而影响对上游动保产品的总体需求量,使公司经营业绩存在短期大幅下滑的风险。

◆ 下游养殖规模化进程不及预期的风险

公司目前正在积极拓展直销客户渠道,规模化企业销售比例未来大概率将不断提升,若规模化企业的产能扩张不及预期,将直接影响我们对公司收入增长速率的预判。

◆ 限售股解禁减持导致股价波动的风险

按计划公司 2023 年 2 月 2 日将有 1.16 亿股首发限售股解禁，占公司当前总股本的 20.84%，此后如果相关股东实施大规模减持，可能导致公司股价短期出现较大波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1235	893	3375	3946	4710	营业收入	4206	4505	5128	5920	6815
应收款项	416	490	542	618	725	营业成本	2755	3148	3455	3861	4320
存货净额	990	1309	1227	1437	1636	营业税金及附加	25	25	31	34	40
其他流动资产	231	1875	282	326	375	销售费用	75	56	86	107	107
流动资产合计	2871	4567	5426	6327	7446	管理费用	196	254	298	354	394
固定资产	2152	2622	2873	3056	3196	研发费用	137	155	185	225	259
无形资产及其他	267	272	261	250	240	财务费用	82	28	(45)	(80)	(92)
投资性房地产	200	35	35	35	35	投资收益	3	4	6	5	5
长期股权投资	19	17	23	24	25	资产减值及公允价值变动	14	58	(25)	(28)	(33)
资产总计	5509	7513	8618	9692	10941	其他收入	(156)	(249)	(185)	(225)	(259)
短期借款及交易性金融负债	660	160	150	150	150	营业利润	936	809	1099	1394	1760
应付款项	1096	790	1111	1232	1276	营业外净收支	7	(2)	(0)	2	(0)
其他流动负债	217	204	263	284	309	利润总额	943	807	1099	1396	1760
流动负债合计	1972	1154	1524	1666	1735	所得税费用	133	101	149	194	234
长期借款及应付债券	251	0	50	125	225	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	14	34	49	62	归属于母公司净利润	810	706	949	1202	1525
长期负债合计	262	14	84	174	287	现金流量表（百万元）					
负债合计	2234	1167	1608	1840	2021	净利润	810	706	949	1202	1525
少数股东权益	(1)	(0)	(0)	0	0	资产减值准备	(2)	37	26	6	4
股东权益	3275	6346	7011	7852	8919	折旧摊销	157	201	234	290	325
负债和股东权益总计	5509	7513	8618	9692	10941	公允价值变动损失	(14)	(58)	25	28	33
关键财务与估值指标						财务费用	82	28	(45)	(80)	(92)
每股收益	1.71	1.26	1.70	2.15	2.73	营运资本变动	137	(2151)	2049	(166)	(269)
每股红利	0.43	0.60	0.51	0.65	0.82	其它	2	(37)	(25)	(6)	(4)
每股净资产	6.89	11.36	12.55	14.05	15.96	经营活动现金流	1090	(1302)	3257	1355	1614
ROIC	21.15%	13.91%	17%	24%	29%	资本开支	0	(760)	(524)	(498)	(490)
ROE	24.73%	11.13%	13.54%	15.31%	17.10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	34%	30%	33%	35%	37%	投资活动现金流	1	(758)	(530)	(498)	(492)
EBIT Margin	24%	19%	21%	23%	25%	权益性融资	(33)	2677	0	0	0
EBITDA Margin	28%	24%	25%	28%	30%	负债净变化	(232)	(251)	50	75	100
收入增长	11%	7%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(205)	(334)	(285)	(361)	(457)
净利润增长率	157%	-13%	34%	27%	27%	其它融资现金流	(65)	212	(10)	0	0
资产负债率	41%	16%	19%	19%	18%	融资活动现金流	(971)	1719	(245)	(286)	(357)
股息率	1.3%	2.1%	1.8%	2.3%	2.9%	现金净变动	120	(342)	2482	571	765
P/E	16.4	22.2	16.5	13.0	10.3	货币资金的期初余额	1115	1235	893	3375	3946
P/B	4.1	2.5	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	1235	893	3375	3946	4710
EV/EBITDA	13.2	15.7	13.2	10.7	8.7	企业自由现金流	0	(1950)	2685	779	1035
						权益自由现金流	0	(1990)	2764	923	1215

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