



平台铸优势, 守正出新奇

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 公司与全球三千预计客户建立渠道平台、拥有规模化制造平台, 销售与降本竞争优势明显; 2) 兽药行业集中度提高, 禁抗推动治疗用抗生素需求, 公司氟苯尼考、恩诺沙星、强力霉素营收过亿, 产品丰富, 质量受海内外认可; 3) 2015-21年医药市场复合增速约5.4%, 公司推进中间体-原料药-制剂产业链一体化, 是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。
- **“一个体系, 两个平台”助力公司形成综合优势。** 一个体系是指有效的管理和创新体系, 两个平台分别为先进完整的规模化生产制造平台、广泛有效的全球化市场渠道平台。生产制造方面, 公司掌握生产中典型化学反应、溶媒技术工艺, 并通过一体化研究布局节省成本, 形成集约化制造优势。渠道平台方面, 公司服务海内外客户, 内外贸易一体化, 覆盖六大洲销售网络, 产品销往 115 个国家和地区, 与全球 3000 余家客户建立了贸易与合作关系。公司在印度、荷兰、韩国、巴基斯坦及西班牙等国市场已建立原料药销售渠道, 半制剂产品亦销往东南亚及非洲地区。2020 年公司前五大客户包括浙江本立、Insud 集团、Abbott 集团、山东亚康药业、Hetero 集团, 共计销售额 3.6 亿元, 占比为 8.6%, 2021 年公司直销实现营收 29.3 亿元, 占比为 65%, 非直销占比 35% 左右。
- **兽用化药行业集中度提升, 公司市占率进一步提高, 产品优质受国内外广泛认可。** 2020 年 6 月实施新版《兽药 GMP 验收评定标准》, 提高兽药生产准入门槛, 避免低水平重复建设和产能过剩, 规定明确兽药生产企业须在 2022 年 6 月 1 日前通过新版审核标准后方可继续生产经营, 落后产能将被市场淘汰。公司发展动保原料药及制剂业务, 产品矩阵丰富, 综合竞争优势强, 拳头产品氟苯尼考、恩诺沙星贡献营收过亿, 市场占有率高, 主要产品还包括动保领域广泛使用的强力霉素、环丙氟喹酮、地克珠利、马波沙星等。目前公司动保板块近四成为出口业务, 根据海关数据以及公司招股书数据, 2019 年(盐酸)恩诺沙星原料药公司出口 891 吨, 占全国出口总量 59.8%, 2019 年度, 国邦医药氟苯尼考原料药出口量成为市场首位, 出口量占全国总量的 21.9%。未来公司年产 5750 吨动保原料药生产基地、年产 6,000 吨动保制剂生产基地年产 3000 吨兽药固体制剂生产线及 3000 吨饲料添加剂、混合型饲料添加剂生产线将逐步建成投产, 带来业绩增量。
- **医药市场快速成长, 公司牢牢把握产品质量优势, 推进产业链一体化。** 根据《中国医药行业现状深度分析与发展前景预测报告(2022-2029 年)》, 2021 年全球医药市场规模达到 13934 亿美元, 2016 年至 2021 年间的复合增长率约为 3.9%。我国医药市场增速高于全球平均增速, 根据 Frost&Sullivan 的统计数据, 我国医药市场规模由 2015 年的 12207 亿元增长至 2021 年 17292 亿元, 复合增速为 5.4%。公司是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, 产品包括抗生素类药、心血管系统类药、呼吸系统类药、泌尿系统类药及抗肿瘤类药。主要产品阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星均为销售过亿元大单品系列。同时公司进行关键医药中间体生产, 围绕还原剂系列产品、高级胺系列产品等开展经营, 打造以中间体-原料药-制剂产业链一体化的布局。未来公司头孢类产品新建/技改项目、特色原料药暨产业链完善项目、关键中间体项目、医药制剂项目将陆续建成投产, 营收将进一步增加。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.8 元、2.24 元、2.79 元, 22-24 年对应动态 PE 分别为 14X/11X/9X, 参考同行业 2023 年平均 PE19 倍, 考虑到公司未来产能投产, 市占率提升, 予以公司 2023 年 20 倍 PE, 首次覆盖予以“买入”评级, 目标价 44.8 元。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期、产品销售不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4505.35	5950.56	7200.80	8642.98
增长率	7.11%	32.08%	21.01%	20.03%
归属母公司净利润(百万元)	706.03	1007.88	1251.37	1557.38
增长率	-12.84%	42.75%	24.16%	24.45%
每股收益EPS(元)	1.26	1.80	2.24	2.79
净资产收益率 ROE	11.13%	15.42%	15.46%	15.93%
PE	20	14	11	9
PB	2.23	1.89	1.60	1.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuqj@swsc.com.cn

联系人: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@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)	1.79
52 周内股价区间(元)	21.65-35.38
总市值(亿元)	136.63
总资产(亿元)	75.13
每股净资产(元)	11.36

相关研究

目 录

1 公司概况：高科技制药企业.....	1
2 兽用化药成长空间广阔，公司市占率有望提升.....	2
2.1 动保重视程度提高，养殖回暖带动需求增长.....	2
2.2 兽药行业快速发展，集中度不断提升.....	4
2.3 公司兽药产品矩阵丰富，出口业务占比领先.....	7
3 把握医药成长性，产品优质广受认可.....	10
3.1 医药市场迅速成长.....	10
3.2 公司医药产品优质，推进产业链一体化.....	12
4 优秀管理体系，健全销售渠道.....	15
5 盈利预测与估值.....	16
5.1 盈利预测.....	16
5.2 相对估值.....	17
6 风险提示.....	17

图 目 录

图 1: 公司 2021 年营收结构情况	1
图 2: 公司 2021 年毛利润结构情况	1
图 3: 2017-2022H1 公司营业收入及增速	1
图 4: 2016-2022H1 公司归母净利润及增速	1
图 5: 公司主营业务变迁情况	2
图 6: 部分上市猪企出栏数据 (万头)	3
图 7: 2012-2020 年海外市场兽药销售额	4
图 8: 2012-2020 年中国兽药销售额情况	4
图 9: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨)	6
图 10: 全球医药市场规模 (单位: 亿美元)	11
图 11: 中国医药市场规模 (单位: 亿元)	11
图 12: 公司科研环境	14

表 目 录

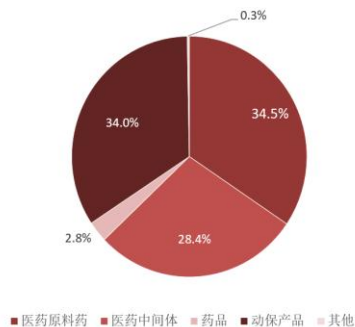
表 1: 畜禽养殖环保政策要求	2
表 2: 关于“禁抗”、“限抗”相关政策	5
表 3: 兽药相关政策	6
表 4: 公司部分兽药产品	7
表 5: 公司动保产品出口情况	9
表 6: 公司医药板块募投项目	10
表 7: 医药相关重点政策	11
表 8: 公司部分医药产品	13
表 9: 公司部分医药产品出口量	13
表 10: 公司医药板块募投项目	15
表 11: 分业务收入及毛利率	17
表 12: 可比公司估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：高科技制药企业

国邦医药于 1996 年在浙江省绍兴市成立，后 2021 年在上交所上市。公司主要从事医药以及动物保健品领域，是全球性、多品种、具备产业链优势和工业平台完整要素的医药制造公司，是全球化学药品制造产业链的重要参与者。公司医药板块涵盖原料药、关键医药中间体及制剂，动物保健品板块涵盖动保原料药、动保添加剂及制剂。公司在两大板块中掌握产业链一体化优势，以原料药业务为核心，向上掌握关键医药中间体的制造，并以此进一步稳定原料药供应的品质和数量，向下通过制剂工艺及医药流通，将产业链延伸至终端药品消费领域，公司的业务发展秉承着科技服务生命、经济利益和社会效益统一的原则，遵循着医药产业发展的脉络，在选品选址上体现了稳健经营的理念，突出了生产可复制性和产业链可拓展性的核心竞争力。

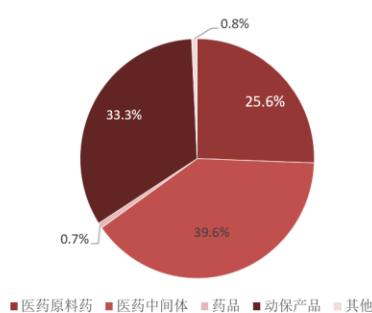
公司主营业务结构：公司主要营收来源包括医药与动保两个行业，2021 年全年实现营业收入 45.1 亿元，其中医药实现营收 29.6 亿元，占比为 65.7%，其中原料药营收 15.5 亿元，占比 34.5%，中间体实现营收 12.8 亿元，占比 28.4%；动保板块实现营收 15.33 亿元，占总营收 34%。从毛利角度，21 年全年实现毛利 13.6 亿元，医药板块实现 8.95 亿元，占比 65.9%，动保产品实现毛利 4.5 亿元，占比为 33.3%。

图 1：公司 2021 年营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

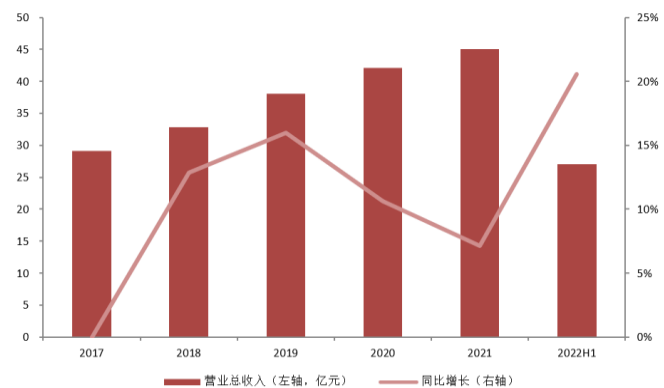
图 2：公司 2021 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

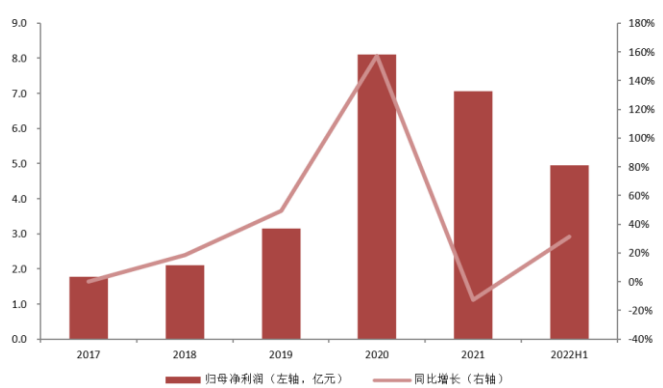
公司业绩状况：截至 2022 年 H1，公司实现营业收入 27 亿元，同比增长 20.6%，归母净利润 5 亿元，同比增长 31%。2017 年至 2021 年公司快速发展，营收复合增速 11.6%，归母净利润复合增速为 41.2%。预计未来公司医药与动保板块均保持成长态势，长期业绩向好。

图 3：2017-2022H1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

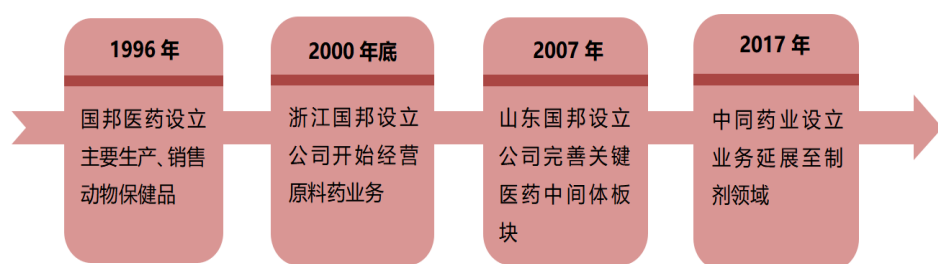
图 4：2016-2022H1 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司以“一个体系、两个平台”为发展核心，推进企业成长。一个体系即形成了有效的管理和创新体系，两个平台是指先进完整的规模化生产制造平台、广泛有效的全球化市场渠道平台。公司依靠规模化生产制造与全球市场渠道两个平台，以再创新为驱动，以精益管理体系为基础保证供应链稳定、产品的国际化品质、竞争性成本并缩短研发及生产周期。公司1996年设立之初主要生产销售动物保健品，主要产品为饲料添加剂及动保制剂系列；为拓宽业务板块，2000年底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，陆续开始生产阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素等原料药；根据集团产业链拓展战略计划，2007年初山东国邦动工兴建，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，随着中同药业的成立，公司原料药业务延伸至下游制剂生产领域。

图 5：公司主营业务变迁情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 兽用化药成长空间广阔，公司市占率有望提升

2.1 动保重视程度提高，养殖回暖带动需求增长

环保要求提升，提高养殖行业门槛，推动养殖规模化。由于我国养殖行业初期进入门槛较低，散户和家庭养殖作为畜禽养殖行业的主体，缺乏必要的引导和规划，更多地是自发地单纯地面向市场需求自由发展，导致一直以来养殖分散、效率较低，加之畜禽养殖污染防治设施普遍配套不到位，大量畜禽粪便、污水等废弃物得不到有效处理并进入循环利用环节，导致环境污染。第一次全国污染源普查数据表明，畜禽养殖业 COD、总氮、总磷的排放量分别为 1268 万吨、106 万吨和 16 万吨，分别占全国总排放量的 41.9%、21.7%、37.7%，分别占农业源排放量的 96%、38%、65%。自 2014 年起，政府相继推出了《畜禽规模养殖污染防治条例》、《环保法》、《水污染防治行动计划》、《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》、《畜禽养殖禁养区划定技术指南》、《“十三五”生态环境保护规划》等一系列环保政策要求，养殖业产生一定壁垒，集中度得到提高。

表 1：畜禽养殖环保政策要求

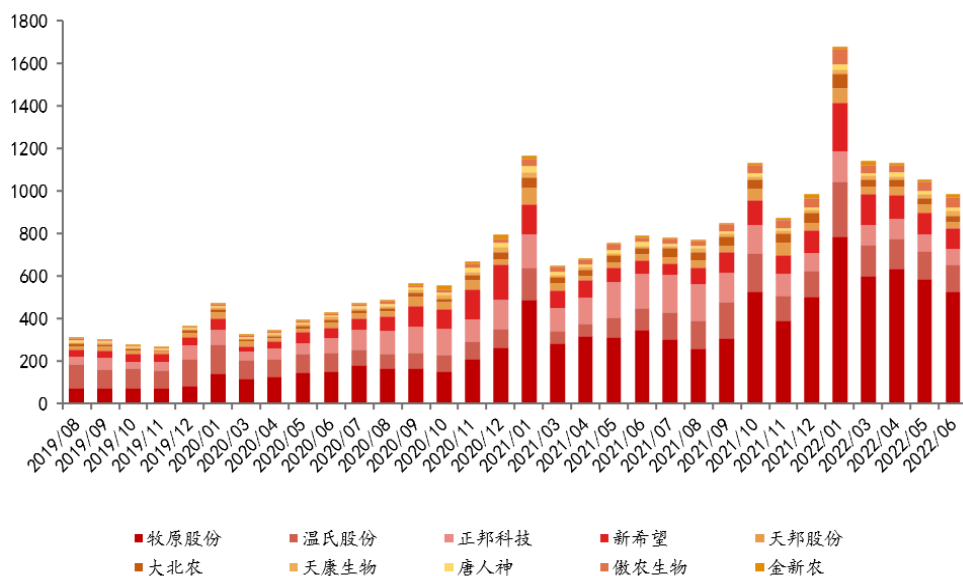
时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京

时间	政策	重点内容
		津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划,合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域,按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场,引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后,地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署,配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前,各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源:农业农村部公告,西南证券整理

非洲猪瘟影响下,集中度进一步提升,动保重视程度提高。非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒 (ASFV) 引起的一种急性、出血性、烈性传染病,传播渠道多、致病率高,1921 年首次出现在肯尼亚,2017 年传入俄罗斯,2018 年 8 月首次出现在中国,随后蔓延至全国各地。根据农业农村部的数据显示,2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 181 起,扑杀生猪 103.4 万头。受此影响,相较于规模化企业,散户的防疫措施有限,生猪存活率较低。此外,2020 年初由于新冠疫情的爆发,许多企业停工停产,部分养殖企业出现经营困难,进一步造成众多中小养殖户减产或退出养殖行业。据农业农村部消息,2021 年畜禽养殖综合规模化率首次达到 70%,其中生猪养殖规模化率首次达到 60%,养殖规模化率进一步提升。

图 6: 部分上市猪企出栏数据 (万头)



数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 因公司披露时间段不同, 2020/2021/2022 年 1 月数据为 2020 年/2021 年 1 月与 2 月合计总量

规范养殖场防疫重视程度高, 动保龙头企业市占率有望提升。一方面, 当前养殖环境以及模式推动动保需求量, 由于我国和世界其他国家均尚未批准非洲猪瘟疫苗上市使用, “带毒养殖”的局面使得养殖业对防疫的需求只增不减, 尤其是随着规模化养殖的发展, 养殖密度提高、染病风险增大, 养殖效率越来越成为养殖企业发展的重要因素, 因此对动保企业产品质量更加重视, 大型动保企业凭借品牌、产品质量、研发实力等诸多方面的优势, 逐步扩大市场份额, 市占率有望进一步提升。**下游养殖周期回暖, 养殖企业盈利能力得到修复。**下游养殖端自深度亏损中逐步修复, 盈利能力增强的过程中, 动保产品需求将迎来提升。从生

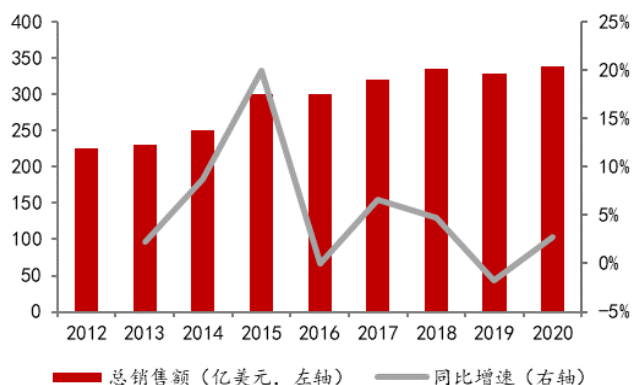
猪价格走势以及养殖企业披露年报的情况来看，22 年 Q1、Q2 养殖企业经营情况较 21 年 Q3 得到显著改善。2022 年上半年十家上市公司生猪养殖企业出栏共计 5985 万头。

生猪价格回暖，有利于动保企业业绩提高。虽然 21 年三季度生猪数量偏高，但养殖行业陷入深度亏损，未来以半年为维度对于生猪价格的预期仍将维持低位，虽大型集团客户需求量仍相对稳定，但中小散户受到影响较大，在疫病出现的情况下存在选择放弃而直接淘汰的做法，因此 21 年三季度大多数动保企业业绩出现同比下滑。22 年 Q1 因去年同期基数过高仍皆呈现出同比下降，二季度情况有所好转，未来半年维度内生猪价值预期向上，养殖端已摆脱深度亏损，动保产品的需求也迎来了拐点。

2.2 兽药行业快速发展，集中度不断提升

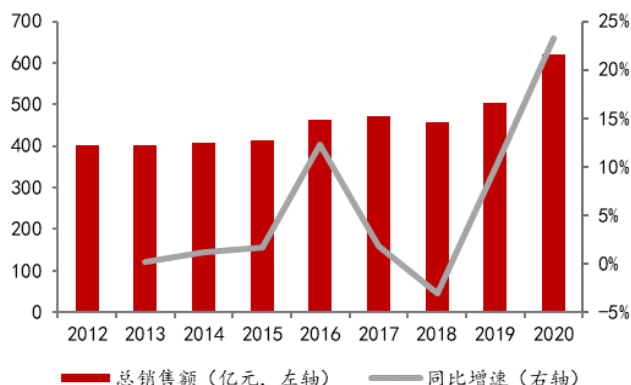
我国兽药行业销售规模增速高于全球，2020 年我国兽药销售额达 621 亿元。当前海外兽药行业已进入稳定发展期，2020 年全球（除中国）兽药市场总销售额为 338 亿美元，近五年复合增速为 2.4%。2012-2017 年国内市场兽药销售额持续增长，2018 年受非瘟影响销售额有所下滑，2020 年中国兽药协会将进口兽药销售额纳入统计，我国兽药销售额达到 621 亿元。2020 年我国兽药行业销售额同比增速为 23%，近五年我国兽药市场复合增速为 8.5%，显著高于全球市场。

图 7：2012-2020 年海外市场兽药销售额



数据来源：IFAH，西南证券整理

图 8：2012-2020 年中国兽药销售额情况



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

我国兽药市场上，各品类总体皆呈上涨趋势，化药占据近 7 成销售规模。我国兽药可以分为兽用生物制品和兽用化学药品，其中兽用化学药品又分为原料药、化药制剂和中兽药。2015-2019 年，生物制品从 107.1 亿元上升至 118.4 亿元（CAGR 为 6%），原料药从 94.8 亿元上升至 125.8 亿元（CAGR 为 7%），化药制剂从 169.4 亿元上升至 210.1 亿元（CAGR 为 3%）。从兽药市场结构来看，2019 年我国生物制品和化药销售额占比分别为 23% 和 77%，其中原料药、制剂和中兽药分别占 25%、42% 和 10%。化药领域以抗微生物、抗寄生虫等抗生素药品为主。兽药原料药可分为抗微生物药、抗寄生虫药和解热镇痛抗炎药等，2019 年抗微生物药销售额为 104.9 亿元，占市场总体比例为 83%，抗寄生虫销售额为 17.2 亿元，占比 13.7%；兽用化学制剂可分为抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药、消毒药和水产养殖用药等，同样以抗微生物药市场份额最大，2019 年销售规模为 145.2 亿元，占比 69.1%。

在禁抗政策推进下化药市场或将迎来需求增量。绿色养殖是发展的必然趋势，“禁抗”工作的顺利推进有助于提高食品质量。饲用抗生素添加剂具有抗菌和促生长的作用，能够帮助动物预防疾病、改善营养吸收，从而促进其生长，提高养殖效率。农业农村部数据显示，2018年中国养殖业使用抗生素 29774.1 吨，其中 62.2% 以混饲途径给药，饮水给药占 19.2%，注射给药占 12%；其中作为促生长使用的比例达 53.2%。然而，随着抗生素在养殖环节中被滥用，病毒将产生耐药性，兽用抗生素治疗效果降低；养殖用药量增加会加剧抗生素药物毒副作用和残留超标风险，严重威胁了畜禽水产品质量安全和公共卫生安全。因此，自 2016 年起，我国发布了一系列政策，逐渐加大对饲料的禁抗力度。2020 年 7 月 1 日起，农业农村部要求所有的饲料生产企业全面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。

表 2：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

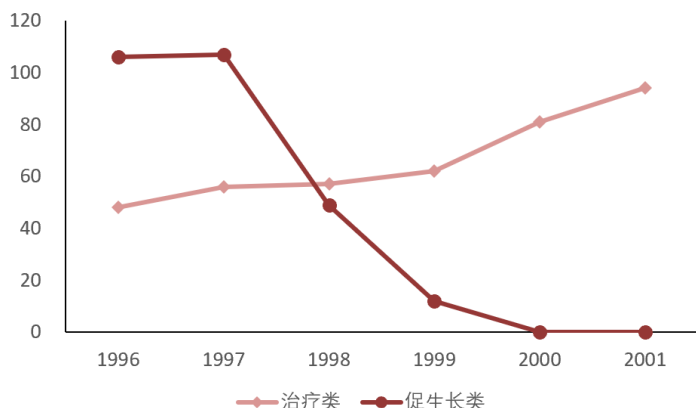
时间节点	工作内容
2020 年 1 月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020 年 1 月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至 2020 年 6 月 30 日。
2020 年 7 月起	饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料
2020 年 8 月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。
2021 年 10 月	发布《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025 年）》，提出到 2025 年末，50% 以上的规模养殖场实施养殖减抗行动，建立完善并严格执行兽药安全使用管理制度，做到规范科学用药，全面落实兽用处方药制度、兽药休药期制度和“兽药规范使用”承诺制度。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

参考欧盟禁抗经验，促生长类抗生素禁止使用后药用端抗生素或将增加。瑞典作为第一步迈向“无抗养殖”的国家于 1986 年规定在畜禽饲料中全面禁止使用促生长类抗生素；欧盟于 1997 年禁用阿伏霉素，1999 年起禁用泰乐菌素、螺旋霉素、杆菌肽、维吉霉素、卡巴氧和喹乙醇，仅能使用莫能菌素、盐霉素、黄霉素、阿维拉霉素这四种产品，而后在 2006 年则宣布全面禁止使用。欧洲各国禁抗时间线并非完全统一，丹麦 2000 年开始禁抗，要求抗生素仅能被当作兽医处方药使用，经过 2-3 年后才逐步适应，荷兰自 1998 年开始禁抗工作，2009 年实施新的禁抗措施，直至 2014 年促生长类抗生素使用量较 2009 年下降 58%，由此可见禁抗并不是一蹴而就，而是需要配合相关措施的整段过程。

参考欧盟经验，禁抗背景下，化药产品需求量提升。禁抗令实施后，畜禽可能会出现抵抗力下降，发病率增加的情况，养殖端为保证存活率以及管控养殖成本，治疗用抗生素需求量增加。欧盟在实施禁抗初期，体重 50-250 磅阶段的饲料转换率降低 1.5%，仔猪死亡率高于 1.5%，母猪产仔数减少 4.8%，养殖户将断奶日龄延后一周；丹麦的养殖户同样面临了仔猪阶段的死亡率上升以及日增重降低的问题，在 1996-2001 年期间，抗生素总体用量变化由 154 吨有效控制至 94 吨，但在此期间治疗类抗生素整体稳步上升，以有效成分计算其总量从 48 吨上涨到 94 吨。长期来看，禁抗是大势所趋，但不能一蹴而就，不仅需要对养殖场的设备设施进行升级，同时要做到规范用药、科学免疫，化药市场迎来增量。

图 9：1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量（单位：吨）



数据来源：DANMAP2000(DVI2001);DANMAP2001(DVI2002)，西南证券整理

兽药行业受国家高度重视,多项政策促进行业健康发展,新版 GMP 加快落后产能淘汰,提高行业门槛。2002 年兽药 GMP 的实施对规范我国兽药企业健康发展发挥了重要作用,但目前兽药企业整体上仍然比较分散、效率较低根据中国兽药协会数据,2020 年中国兽药行业企业个数降至 1633 家。2020 年 4 月 30 日农业农村部公布《兽药生产质量管理规范(2020 年修订)》,此次修订以 2002 年发布实施的《药品生产质量管理规范》为依据,共包含 287 条例,相较于旧版仅有 95 条,更加明确细致,对各项要求尽可能细化,增强指导性和可操作性。主要内容变化体现在五个方面:1) 提高了无菌兽药和兽用生物制品的生产标准,将无菌兽药和兽用生物制品设置为 A、B、C、D4 个级别,增加生产环境检测要求;2) 提高了特殊兽药品种生产设施要求,激素类兽药生产应使用独立的生产车间、生产设施及独立的空气净化系统,并与其他兽药生产区严格分开;3) 提高并细化了软件管理要求,大幅提高了对企业质量管理软件方面的要求,引入质量风险管理、变更控制、偏差处理等新制度;4) 提高了从业人员的素质和技能要求;5) 提高了文件管理的要求,细化了流程以及内容等多个方面。

表 3：兽药相关政策

时间	政策	相关内容
2015.07	《全国兽药(抗菌药)综合治理五年行动方案(2015-2019 年)》	集中清缴非法兽用抗菌药。集中时间,集中力量,对兽药生产、经营和使用环节实施拉网式检查,将兽药市场产品与兽药生产企业名录进行认真核对,坚决查处无证企业生产的兽用抗菌药;加强兽用抗菌药生产环节监管。建立健全日常巡查、监督检查、飞行检查等制度,多层次、多形式开展日常监管工作,确保兽药 GMP 制度和兽用处方药管理制度落实到位。
2016.04	《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》	力争产业结构进一步优化。中型以上兽药生产企业达到 70%以上,产能利用率提高 10 个百分点以上,产业小散乱局面有效扭转,集中度进一步提升,形成若干具有自主知识产权、品牌名优、竞争力强的大型兽药生产企业;兽药质量进一步提高。兽药质量抽检合格率稳定保持在 95%以上,畜禽产品兽药残留检测合格率超过 97%,兽药生产经营行为进一步规范,生产经营主体的守法意识进一步增强,兽药质量安全水平稳步提高。
2016.10	《全国兽药卫生事业发展规划(2016-2020 年)》	坚持把全面提高从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险控制能力作为主攻方向。加强动物养殖、移动、屠宰等关键环节管理,强化从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险追溯监管;争取动物疫病防治能力显著增强。16 种优先防治的国内动物疫病达到《国家中长期动物疫病防治规划(2012-2020 年)》提出的考核标准。

时间	政策	相关内容
2017.02	《“十三五”国家食品安全规划》	农业污染源头得到有效治理,主要农产品质量安全监测总体合格率达到 97%以上;食品安全现场检查全面加强,对食品生产经营者每年至少检查 1 次;食品安全标准更加完善,产品标准覆盖所有日常消费食品,限量标准覆盖所有批准使用的农药兽药和相关农产品;食品安全监管和技术支撑能力得到明显提升。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划(2017-2020)》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示,加大安全风险评估力度,明确评估时间表和技术路线图,加快淘汰风险隐患品种,推动促生长用抗菌药物逐步退出;严格市场准入。加快兽用抗菌药物审评审批制度改革,推进兽用抗菌药物分类管理,鼓励研制新型动物专用抗菌药物。人用重要抗菌药物转兽用、长期添加用于促生长作用、易蓄积残留超标、易产生交叉耐药的抗菌药物不予批准;规范养殖用药。制定发布《兽用抗菌药物临床使用指南》,进一步规范兽医临床用药行为。推进养殖环节社会化兽医服务体系建设,推动实施兽用处方药管理、休药期规定等兽药安全使用制度。
2020.02	《2020 年畜牧兽医工作要点》	强化饲料兽药质量安全监管。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检,落实饲料质量安全管理规范。加强养殖环节自配料生产和使用管理。开展饲料产品非法添加专项整治行动,实施兽药质量监督抽检和市场整治,严厉打击饲料环节非法添加药物和违禁物质、销售假劣兽药等违法行为。强化饲料质量安全风险预警监测,以牛羊为重点开展养殖环节“瘦肉精”专项整治。严格实施兽药非临床研究、临床试验、生产经营等质量管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯,加快推进兽药使用环节追溯。

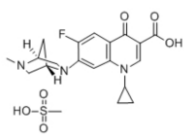
数据来源:农业农村部公告,西南证券整理

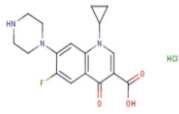
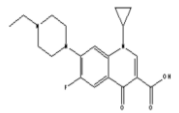
创新型兽药企业将因成长环境得到优化而迎来更大的发展空间,对于养殖户来说,兽药企业在硬件设施、人员素质等多方面的提升将体现在产品质量上,从而需求得到满足;从长远的国际的角度分析,本次修改参考了欧盟和美国的《药品生产质量管理规范》中关于兽药的相关规定,与先进标准接轨,是为未来中国兽药获得国际竞争地位奠定基础。在此健康的成长环境下,兽药企业将会优者更优,劣者淘汰,顺利向集中化发展。

2.3 公司兽药产品矩阵丰富, 出口业务占比领先

公司发展动保原料药及制剂业务,产品矩阵丰富,综合竞争优势强。公司自创立以来深耕动保产品生产经营,主要产品包括动保领域广泛使用的氟苯尼考、恩诺沙星、强力霉素等,公司基于广泛的全球化市场平台,发展兽用抗生素类、抗虫杀虫药类动保原料药产品,开展动保产品制剂赋型研究。氟苯尼考、恩诺沙星贡献营收过亿,市场占有率高,同时公司是马波沙星、沙拉沙星、地克珠利、环丙氨嗪、加米霉素等特色动保专用原料药主要供应商。同时公司进行产业链延伸,氟苯尼考产品覆盖生产环节中主要的关键中间体,积极和其他公司合作,采用酶催化生物合成技术,促进氟苯尼考等产品技术升级,更加绿色的发展。

表 4: 公司部分兽药产品

类别	名称	产品简介	适应症	图片
原料药	甲磺酸达氟沙星	甲磺酸达氟沙星主要对革兰氏阳性菌(G+),某些厌氧菌及支原体有较强的抗菌作用。对金葡菌、溶血链球菌、肺炎球菌、嗜肺性军团菌、支原体敏感,对梭状芽孢杆菌、魏氏梭菌、破伤风杆菌、拟杆菌属也敏感。甲磺酸达氟沙星临床用于耐表霉素、红霉素菌引起的感染;	支原体感染引起禽慢性呼吸道病及猪气喘病;鸡坏死性肠炎;猪密螺旋体痢疾,弓形虫病;宠物放线菌病。	

类别	名称	产品简介	适应症	图片
	盐酸环丙沙星	呼吸道感染，包括敏感革兰阴性杆菌所致支气管感染急性发作及肺部感染。胃肠道感染，由志贺菌属、沙门菌属、产肠毒素大肠埃希菌、亲水气单胞菌、副溶血弧菌等所致。	另可治疗伤寒骨和关节感染，皮肤软组织感染，败血症等全身感染	
	恩诺沙星	名乙基环丙沙星、恩氟沙星。是一种微黄色或淡黄色结晶性粉末，味苦，不溶于水，本品被国家指定为动物专用药。本品为广谱杀菌药，对支原体有特效。	对大肠杆菌、克雷白杆菌、沙门氏菌、变形杆菌、绿脓杆菌、嗜血杆菌、多杀性巴氏杆菌、溶血性巴氏杆菌、金葡菌、链球菌等都有杀菌效用。	
化药制剂	氟苯尼考系列	国邦医药全力打造全球“氟苯尼考”专业品牌；全球专业氟苯尼考原料药生产基地，出口量优质；精选出口级高纯度特制氟苯尼考原料（纯度达到 99.5%以上），无氯霉素残留；采用先进技术工艺，产品溶解性好，生物利用度高；产品稳定性好，高温制粒不影响药物活性。氟苯尼考通过抑制肽酰转移酶活性而产生广谱抑菌作用，抗菌谱广，包括各种革兰氏阳性、阴性菌和支原体等。	敏感菌包括牛、猪的嗜血杆菌、痢疾志贺氏菌、沙门氏菌、大肠杆菌、肺炎球菌、流感杆菌、链球菌、金黄色葡萄球菌、衣原体、钩端螺旋体，立克次氏体等	
	恩诺沙星系列	国邦医药为全球最大的恩诺沙星原料生产基地，选用出口级标准恩诺沙星原料进行生产；采用 GB 超能微囊技术，多层包被，适口性好，中国第一个恩诺沙星微囊制剂，也是生产规模最大、真正意义上的无味恩诺沙星；进口超崩载体，耐酸不耐碱，过胃肠溶，避免肝脏首过效应，在肠道完全释放，吸收好，最大限度地提高了药物利用率；采用先进仪器模拟猪胃肠环境，精准控制溶出度等指标，批次质量稳定；产品安全性高，各阶段均可使用。	广谱杀菌药，对支原体有特效。对大肠杆菌、克雷白杆菌、沙门氏菌、变形杆菌、绿脓杆菌、嗜血杆菌、多杀性巴氏杆菌、溶血性巴氏杆菌、金葡菌、链球菌等都有杀菌效用。临床试验证明，此产品与阿莫西林配合使用，对副猪嗜血杆菌有特效	
	盐酸多西环素系列	本品为高含量制剂，使用方便，用药成本更低，大大提高回报率；产品有效控制猪附红细胞与呼吸道病的混合感染；采用先进工艺，独特配方，稳定性高，使用方便，具有速效、高效、长效的特点；细微不规则颗粒，具有较好溶解性、溶解后能使药物均匀分布；药物更稳定，配方中增加净水因子、抗结因子，复合制粒，不易受潮结块，适应不同地区的用药；添加特殊辅料，降低首过效应，提高疗效，保肝护肾。	主要用于呼吸道感染，慢性支气管炎、肺炎和泌尿系统感染等，也可用于斑疹、伤寒、和支原体肺炎。	
饲料添加剂	dl-α-生育酚乙酸酯	用于动物预混料和配合饲料中，提高动物的繁殖性能，缓解禽畜应激反应，抗氧化保护机体细胞免受自由基的毒害，提高动物免疫力，改善动物肉质，对激素的合成有重要作用。	-	-
	维生素 D3	用于动物预混料和配合饲料中，促进动物生长发育，促进骨质钙化，维持上皮的完整和正常生殖机能，增强机体抵抗力；	-	-

数据来源：公司官网，百度百科，西南证券整理

公司在氟苯尼考产业链向上游延伸，加强竞争优势。氟苯尼考是目前常用的一种兽用抗生素，抗菌谱广，抑菌作用强。根据海关数据，氟苯尼考的总体出口量相对稳定，近三年均超过 2000 吨。目前国内主要生产企业为国邦医药、安徽立博药业、江苏恒盛药业、浙江康牧药业、浙江海翔药业等。从控制成本、增强原材料稳定性的角度考虑，公司逐步将氟苯尼考的产业链延伸至上游医药化工品，目前已经掌握较前沿的环境友好型技术用于降低氟苯尼考成本，从根本上解决氟苯尼考生产的环境污染问题。

核心产品市占率高，出口海外市场认可度高。目前公司动保板块近四成为出口业务，根据海关数据以及公司招股书数据，2019 年（盐酸）恩诺沙星原料药公司出口 891 吨，占全国出口总量 59.8%，2019 年度，国邦医药氟苯尼考原料药出口量成为市场首位，出口量占全国总量的 21.9%。

表 5：公司动保产品出口情况

产品名称		2019 年	2018 年	2017 年
(盐酸) 恩诺沙星原料药	公司出口量 (吨)	891.00	803.93	868.83
	中国出口总量 (吨)	1490.06	1360.73	1559.49
	公司占比 (%)	59.80	59.08	55.71
氟苯尼考原料药	公司出口量 (吨)	457.28	327.63	252.06
	中国出口总量 (吨)	2091.10	2095.34	2059.60
	公司占比 (%)	21.87	15.64	12.24
地克珠利原料药	公司出口量 (吨)	12.00	16.05	0.78
	中国出口总量 (吨)	34.59	40.37	3.26
	公司占比 (%)	34.68	39.76	23.75
环丙氨嗪原料药	公司出口量 (吨)	54.55	40.62	4.00
	中国出口总量 (吨)	431.93	322.17	46.25
	公司占比 (%)	12.63	12.61	8.65
马波沙星原料药	公司出口量 (吨)	11.25	12.07	14.38
	中国出口总量 (吨)	22.22	26.80	24.53
	公司占比 (%)	50.62	45.03	58.64

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司在动保板块持续投入研发，2021 年度，公司研发投入 1.6 亿元，同比上年增长 13.2%，占营业收入 3.45%；公司研发团队共计 446 人，2021 年公司申请专利 34 项，获得授权专利 17 项（均为发明专利）。截至报告期末，公司授权专利共计 72 项（其中发明专利授权 63 个）。动保原料药产品强力霉素取得农业部 GMP 证书，目前共有 15 个动保原料药产品在国内注册获批。动保领域在研项目包括原料药项目 1（主要用于放线杆菌、支原体、巴氏杆菌、副嗜血杆菌引起的猪、牛的呼吸系统疾病）、制剂项目 1（高效广谱驱虫药）、制剂项目 2（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）。

动保板块持续进行产能新建与项目建设，公司首次公开发行股票募集资金合计 24.6 亿元，其中 11.9 亿元将分五年时间陆续投入到产业链新建项目中，主要包含三个子项目：1）山东国邦的动保原料药项目：本项目拟投资建设年产 5,750 吨动保原料药生产基地，除少部分产品自用外，其余产品全部对外销售；2）山东国邦动保制剂新建项目：本项目拟投资建

设年产 6,000 吨动保制剂生产基地，能充分配套公司原料药的产业化生产需要，对补充、完善公司现有兽药固体制剂品种方面有重要作用；3) 和宝生物动保制剂新建项目：本项目拟投资建设年产 3,000 吨兽药固体制剂生产线及 3,000 吨饲料添加剂、混合型饲料添加剂生产线。

表 6：公司医药板块募投项目

名称	项目详情
动保原料药项目	项目主要包含有：11,000t/a 医药原料药项目之一期、年产 42,650 吨高级胺系列产品、12,000 吨兽药系列产品、180 吨柔性车间产品及 50,000 吨融雪剂项目之一期、19,000t/a 特种化学品项目之一期（全厂公用配套工程）；项目产能规划：强力霉素（2,000 吨/年）、阿苯达唑（1250 吨/年）、氟苯尼考（1500 吨/年）、盐酸四咪唑（750 吨/年）盐酸左旋咪唑（250 吨/年）
动保制剂新建项目	设计产能情况：强力霉素可溶性粉（1500 吨/年）、盐酸左旋咪唑粉（2000 吨/年）、阿苯达唑伊维菌素预混剂（2500 吨/年）
和宝生物动保制剂新建项目	兽药固体制剂包括地克珠利、氟苯尼考、环丙氨嗪、恩诺沙星等产品制剂，主要为外购原料药的制剂产品生产和开发；饲料添加剂包括维生素 A 粉、维生素 E 粉等；混合型饲料添加剂包括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等。业务方向主要为饲料添加剂业务和外购原料药的制剂产品生产和开发。具体产能规划包括：兽药固体制剂（3000 吨/年）、饲料添加剂（1000 吨/年）、混合型饲料添加剂（2000 吨/年）

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

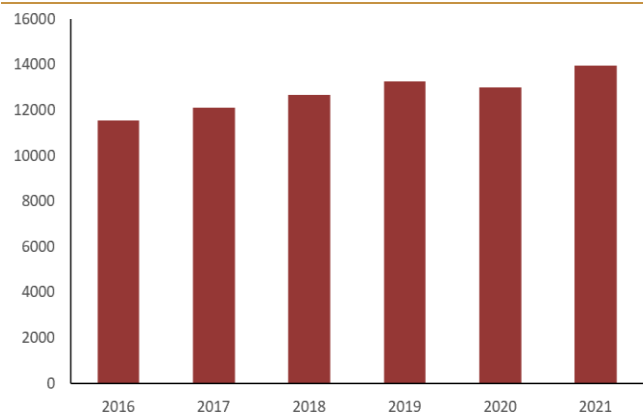
3 把握医药成长性，产品优质广受认可

3.1 医药市场迅速成长

全球医药市场规模持续增长。根据《中国医药行业现状深度分析与发展前景预测报告（2022-2029 年）》，2021 年全球医药市场规模达到 13934 亿美元，2016 年至 2021 年间的复合增长率约为 3.9%。预计 2022/2023 年全球医药支出预计为 14769/15561 亿美元。另外，2021 年度全球化学药市场规模达 10568 亿美元，占全球医药市场的 75.8%，化学药系医药行业的主要产品品类。化学制药业是化学原料分解、合成技术与现代临床诊断医学相结合的制造工业，是衡量一个国家制药能力的主要标志之一。

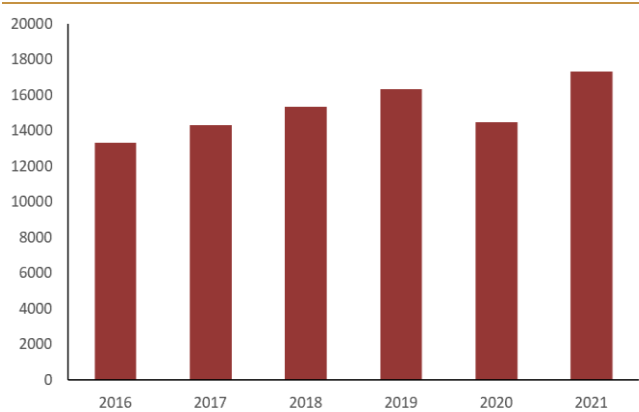
新兴国家医药市场空间大，我国医药市场迅速发展。根据欧洲制药工业协会联合会（EFPIA）的数据，北美和欧洲合计占据全球过半的市场份额，销售额分别占全球医药产品销售市场的 40%和 22%，处于主导地位。新兴市场对于医药消费的份额在全球占比较小，但增长速度较快，主要原因在于政府投资提高医疗水平，另一方面跨国贸易发展提高了基本药品的可及性。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，我国医药市场规模由 2015 年的 12207 亿元增长至 2021 年 17292 亿元，复合增速为 5.4%，高于全球增速水平。中国是仅次于美国的全球第二大药品消费市场，前瞻产业研究院报告显示，我国 65%原料药消耗依靠自产，35%原料药外购的特征，且进口原料药的企业多为外商投资企业。

图 10：全球医药市场规模（单位：亿美元）



数据来源：USDA，西南证券整理

图 11：中国医药市场规模（单位：亿元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

我国医药市场集中度不断提升，有利于掌握核心技术、具备国际化销售渠道的公司升级发展。根据中国医药工业信息中心的数据，我国医药工业百强企业主营业务收入由 2014 年的 5,822 亿元增加到 2020 年的 9012.1 亿元，增长幅度达到 54.8%。政府鼓励绿色发展并淘汰落后产能，鼓励地方进行医药专业园区建设，引导原料药及医药中间体生产企业退城入园，提高行业平均规范程度，加强医药制造业地域集中的辐射效应。2021 年医药制造业规模以上工业企业实现营业收入 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 0.7 个百分点；实现利润总额 6,271.4 亿元，同比增长 77.9%，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 43.6 个百分点。医药制造营业收入利润率约为 21.41%，较上年同期提升 7.3 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 14.6 个百分点。

近年来国家出台系列政策维护行业健康发展。2021 年底，工业和信息化部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，指出医药工业年均增速在 8% 以上。强调医药工业国际化发展全面提速；2017 年 1 月国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发通知，综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，以进一步降低药品虚高价格，减轻群众用药负担；2012 年 2 月国务院印发《国家药品安全“十二五”规划》，将全面提高仿制药质量作为重要任务；2019 年 12 月国家医保局印发《关于做好当前药品价格管理工作的意见》，明确深化药品集中带量采购制度改革，以确保人民以较低的价格用上质量更高的药品。

表 7：医药相关重点政策

时间	政策	相关内容
2019 年修订	《中华人民共和国药品管理法》	从事药品生产、批发活动，应当经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准，取得药品生产许可证。无药品生产许可证的，不得生产药品。从事药品零售活动，应当经所在地县级以上地方人民政府药品监督管理部门批准，取得药品经营许可证。无药品经营许可证的，不得经营药品。根据《国家药监局关于贯彻实施<中华人民共和国药品管理法>有关事项的公告》“自 2019 年 12 月 1 日起，取消药品 GMP、GSP 认证，不再受理 GMP、GSP 认证申请，不再发放药品 GMP、GSP 证书……凡现行法规要求进行现场检查的，2019 年 12 月 1 日后应当继续开展现场检查，并将现场检查结果通知企业；检查不符合要求的，按照规定依法予以处理
2016	两票制	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》（国办发〔2016〕26 号）中，提出要全面推进公立医院药品集中采购，要求“优化药品购销秩序，压缩流通环节，综合医改

时间	政策	相关内容
		试点省份要在全省范围内推行‘两票制’，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行‘两票制’，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格”。目前我国两票制已全面实施。
2016	《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	文件中明确了评价对象和时限，对于化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。《国家基本药物目录（2012年版）》中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。对于化学药品新注册分类实施前批准上市的其他仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。
2018	《国家组织药品集中采购试点方案》	旨在通过保证药品质量一致性及采购量的前提下，探索临床用药的合理定价，淡化学术推广的影响，从而在保证中标企业经济利益的同时，有效降低临床用药价格。

数据来源：中国人大网、中国政府网，西南证券整理

原料药是制剂中的有效成分，主要分为三大类：大宗原料药、特色原料药及专利原料药。大宗原料药是指产业发展成熟，产品上市较久主要包括维生素、抗生素、激素等品种，目前我国以大宗原料药生产为主，随着供给侧结构性改革的推进将逐渐集中；特色原料药指专利过期或即将过期的化学制剂所需的原料药品，以心血管类、抗病毒类、抗肿瘤类等品类为代表，科技含量较高，利润也较丰厚，是我国近十年内发展较为活跃的原料药板块；专利原料药用于生产专利药，是以 CMO/CDMO 模式合作的创新药产品，通常由专利药生产厂家自行生产或委托原料药厂家生产，当前我国 CMO 市场保持快速发展态势，未来成长空间巨大。目前，我国原料药行业生产规模不断增加，我国已成为世界上最大的原料药生产国与出口国，根据国家统计局数据，2021 年全国化学药品原药产量为 308.6 万吨，同比增长 12.9%，根据智研咨询统计数据，21 年原料药行业营收约为 4265 亿元。除满足国内制剂生产企业需求外，我国多种原料药出口销售，并在国际市场具备较强竞争力。

原料药行业落后产能淘汰，集中度不断提升，有助于拥有研发实力，产品质量优秀的企业长远发展。监管加强、环保意识提高等因素的影响，行业内一些厂家搬迁、限产、停产，医药市场的规范程度和进入壁垒逐渐提高，行业集中度提升。2019 年 8 月，新修订的《中华人民共和国药品管理法》经投票通过，药品生产迎来了动态 GMP 检查的“飞检”时代，检验标准不降反升。随着行业整体技术水平要求的提高，我国环保治理力度的逐步加大，企业需要购置专业的治理装置使污染物达到排放标准，致使企业环保投入和生产成本上升，导致行业内部整合和竞争洗牌的加速。而新进入市场的竞争者会面临建设周期较长、前期投资较多等困难。公司拥有核心技术、质量与成本优势、齐全的环保设备，公司持续投入建设环保处理设施，环保监控设施的自动化、数据化战略，建设了异味评价系统、泄漏检测与修复（LDAR）系统、废气智能监控设施等系统化环保体系，使公司的环保治理水平上升到一个新的阶段。公司高盐废水机械蒸汽再压缩项目于 2015 年 6 月被国家发展改革委办公厅、财政部办公厅认定为国家循环经济示范项目，综合性环保治理已为公司构建较强壁垒。

3.2 公司医药产品优质，推进产业链一体化

公司原料药产品矩阵丰富，产品优质受国内外市场认可度高。公司是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，产品包括抗生素类药、心血管系统类药、呼吸系统类药、泌尿系统类药及抗肿瘤类药。主要产品阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙

星均为销售过亿元大单品系列，在市场占据领先地位。2021 年公司巩固已有优势基础上，拓展特色头孢产品系列及利伐沙班、维格列汀等特色原料药，同时稳步推进和雅培集团就克拉霉素制剂的深度合作，推进 CMO 业务。

表 8：公司部分医药产品

类别	主要产品
喹诺酮类	盐酸环丙沙星、乳酸环丙沙星、环丙沙星、盐酸莫西沙星
大环内酯类	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素
头孢类	头孢西丁钠、头孢地嗪钠、头孢替唑钠、头孢唑肟钠、头孢丙烯
特色原料药	福多司坦去氧氟尿苷、米格列奈钙、阿折地平、琥珀酸索利那新、维格列汀、盐酸西那卡塞、阿哌沙班、利伐沙班、琥珀酸普芦卡必利
制剂及辅料	辛烯基琥珀酸淀粉钠、阿奇霉素分散片、红霉素肠溶片、格列齐特片、阿昔洛韦片、枸橼酸铋钾胶囊、乙酰螺旋霉素片、三磷酸腺苷二钠片、辅酶 Q10 胶囊、克拉霉素掩味颗粒、克拉霉素直压颗粒、阿奇霉素掩味颗粒、阿奇霉素直压颗粒、盐酸环丙沙星直压颗粒、克拉霉素片 (OEM)、阿奇霉素片 (OEM)、环丙沙星片 (OEM)、莫西沙星片 (OEM)
关键医药中间体	硼氢化钠、硼氢化钾、氯化钠、环丙胺、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、硼酸三甲酯、四氢吡咯、二氢高红霉素、加米胺、红霉素 A(E) 酯、环丙羧酸

数据来源：公司官网，百度百科，西南证券整理

在参与国际竞争的过程中，公司与国际市场高度接轨，质量管理水平获得国内外药监机构和客户的认可，取得了包括美国 FDA，欧盟 EUGMP、REACH 和 CEP，日本 PMDA，巴西 ANVISA 和韩国 MFDS 等在内的国际药品规范市场的认证，取得了 KOSHER、HALAL 等特定多人口使用的药品、食品级认证。产品质量符合中国药典、美国药典、欧洲药典、日本药典、印度药典或其他国标、行业标准的要求，并获得雅培、拜耳、巴斯夫等国际知名公司和其他原研公司的认可。

表 9：公司部分医药产品出口量

产品名称		2019 年	2018 年	2017 年
阿奇霉素原料药	公司出口量 (吨)	441.11	259.74	315.23
	中国出口总量 (吨)	1486.80	1234.41	1409.81
	公司占比 (%)	29.67	21.04	22.36
(盐酸、乳酸) 环丙沙星原料药	公司出口量 (吨)	1029.14	727.21	974.05
	中国出口总量 (吨)	2400.18	1943.90	2338.67
	公司占比 (%)	42.88	37.41	41.65
克拉霉素原料药	公司出口量 (吨)	379.01	342.57	335.98
	中国出口总量 (吨)	648.76	643.42	687.14
	公司占比 (%)	58.42	53.24	48.90

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司专注于医药产品生产技术工艺的改进和革新。“两个领先”的生产经营理念（技经水平与人均效率同行领先）为公司产品质量提高、成本优势形成提供了强有力的保障。公司向上游打通主要产品生产中运用的关键医药中间体环节，掌握环境友好、技术经济指标高的关键医药中间体合成技术并形成规模化稳定供应。公司产品满足国际标准并通过国际化认证，

部分产品实现按需定制，同时公司注重技术经济指标，以工程技术改进为核心，辅以岗位创新，持续提升产量及劳动生产率，降低原辅料、能源消耗及三废排放。

公司进行关键医药中间体生产，围绕还原剂系列产品、高级胺系列产品等开展经营。2021年公司硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品单个营收均超亿元。公司灵活进行产能规划，结合硼氢化钠产销两旺的市场情况，根据对短期订单变化和中长期需求的规划，依托原有车间改扩建新增年产 40,000 吨液体硼氢化钠项目及投资新建 6,000 吨固体硼氢化钠、40,000 吨液体硼氢化钠项目均在稳步推进，若后续项目按预期推进达产，公司将形成合计 10,000 吨固体硼氢化钠和 140,000 吨液体硼氢化钠的年产能。

公司持续进行医药领域研发工作，增强创新实力。基于在医药制造领域多年技术经验积累，公司自主开发了包括喹诺酮类药物、大环内酯类药物、头孢类药物、抗球虫药物、兽药制剂在内的累计 30 余个药品相关的工艺，并掌握了上述产品生产中的关键反应及核心技术。在反应机理上，熟练掌握了酮酯缩合反应、呋喃与芳环的 S_NAr 类型反应、大环内酯类药物的腈化反应、贝克曼重排反应、醇甲基化反应、氨基甲基化反应（Eschweiler-Clarke 反应）、叶立德反应、各种活性酯的合成技术、催化烷基化技术、反应精馏技术等多项关键单元反应和技术，在原料成本、制造成本、产品质量上均有显著优势。

研发创新方面，公司注重平台建设，与高校进行合作。全资子公司浙江国邦和山东国邦均为国家级高新技术企业，两家子公司与中国药科大学、浙江大学、南京大学、天津大学、山东大学、山东省分析测试中心等多所高校和研究所建立了合作关系，并拥有国家级博士后工作站、院士工作站、省级技术中心、省级药物研究院、市重点实验室等多个优质平台。拥有研发技术人员 400 余人，核心技术带头人具有多年医药生产和技术研发经验，具有独立从事医药、动保板块的研究开发、申报注册、中试与生产过程控制全过程的研发能力。

图 12：公司科研环境



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在医药产业持续进行创新扩张。公司首次公开发行股票募集资金合计 24.6 亿元，其中 8.6 亿元将分四年时间陆续投入到医药产业链新建及技改升级项目中。主要包括有：1) 头孢类产品新建/技改项目：计划将公司部分头孢类无菌原料药及口服原料药产品扩产，并向前端延伸工艺步骤，新建头孢呋辛酯及头孢呋辛钠产能，项目完成后，新增产能为 550 吨/年；2) 特色原料药暨产业链完善项目：拟投资建设年产 50 吨特色原料药生产基地，主要用于利伐沙班、阿哌沙班、维格列汀、盐酸西那卡塞、琥珀酸索利那新、琥珀酸普芦卡必利和盐酸莫西沙星等医药原料药产能建设以及加米霉素、泰拉霉素等动保原料药产能建设；3) 关键中间体项目：本项目新建 7,250 吨/年关键中间体产能，计划产品均为医药制造行业所需关键中间体，新增产品在满足公司生产需求的同时部分对外销售；4) 医药制剂项目：拟投资建设医药制剂生产基地，年设计总产能片剂 30 亿片，胶囊剂 2 亿粒，颗粒剂 300 吨。

表 10：公司医药板块募投项目

名称	项目详情
头孢类产品新建/技改项目	项目主要包含有：年产 973 吨医药原料药及其联产产品升级改造项目之二期、年增产 300 吨头孢系列抗菌药 GMP 精烘包技改项目、结构调整与工艺优化技改项目之二期、15,000t/a 气固液焚烧处理资源综合利用项目。项目建成后可得到新增产能：头孢替唑钠（60 吨/年）、头孢呋辛钠（140 吨/年）、头孢地嗪钠（30 吨/年）、头孢丙烯（80 吨/年）、头孢西丁钠（70 吨/年）、头孢呋辛酯（170 吨/年）。
特色原料药暨产业链完善项目	设计产能情况：利伐沙班（5 吨/年）、琥珀酸普芦卡必利（0.5 吨/年）、阿哌沙班（1 吨/年）、盐酸莫西沙星（10 吨/年）、维格列汀（10 吨/年）、加米霉素（10 吨/年）、盐酸西那卡塞（2 吨/年）、泰拉霉素（10 吨/年）、琥珀酸索利那新（1.5 吨/年）
关键中间体项目	对甲磺基苯甲醛（2500 吨/年）、2-甲基吡嗪（250 吨/年）、乙氧基丙烯（500 吨/年）、羟乙基咪唑（1000 吨/年）、二氯乙腈（1200 吨/年）、2-氯基吡嗪（1200 吨/年）、3,5-二甲基吡啶（600 吨/年）
医药制剂项目	阿奇霉素片（5 亿片/年）、枸橼酸铋钾胶囊（2 亿粒/年）、克拉霉素片（5 亿片/年）、克拉霉素掩味颗粒（120 吨/年）、环丙沙星片（20 亿片/年）、阿奇霉素干混悬剂（180 吨/年）

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 优秀管理体系，健全销售渠道

公司在业务方面以及员工管理方面均实现精益化管理。生产过程中公司采用全要素标准化管理，公司持续研究有关安全、环保、质量、设备、人员和技术等各要素的法规和规范，充分吸收管理过程中的经验，形成标准化管理办法，从而保证生产管理的全面性、科学性和专业性。建立质量、环境、职业健康安全管理体系，通过加强 GMP 规范生产和 EHS 规范管理，逐步完善了标准化、规范化的生产工艺文件体系和标准化操作规程，不断提高了生产工艺和标准化作业管理水平。公司已建立起完善的技术标准、工作标准和管理标准体系，能够有效的保障公司组织运行的效率。公司运用中台思维，将生产中形成的标准管理经验与各生产要素特点结合，形成各自的生产管理清单和工作表。公司持续收集生产管理数据和案例并分析解决问题，在实践中不断总结完善各生产要素的管理模式，有利于提高新产品开发速度并形成稳定的竞争优势。

人员方面，从管理团队来看，公司管理人员市场应变能力强、适应国际化发展，管理领域涵盖了研发、质控、生产、销售、财务等多个方面，并结合公司实际情况，在生产、采购、人力、研发等方面建立了现代化、科学化和规范化的管理控制体系。专业员工方面，截至 2021 年，公司共有员工 3326 人，核心团队具有深厚的行业经验和丰富的国际视野，董事长邱家军先生是国内医药制造领域的开拓者，曾获浙江省科学技术进步一等奖。公司现有《中国兽

药典》编委 1 人，省禁毒专家、市应急救援专家 1 人，浙江省新世纪 151 人才工程人才 1 名，市拔尖人才等领军型人才 2 人，副高级及以上职称 16 人，硕博学历 23 人，本科学历 460 人，技术人才 400 余人。人才为医药制造行业的核心，**公司重视人才培养体系的建设，建立完善的人才培养和激励机制**，通过设立内部教育学院，为不同层次人才进一步学习提供了平台，形成了学习型的公司文化。生产基地具备大规模的专业化员工，经过内部培训教育提升员工素质及技能，形成员工对企业文化的认同。公司以人为本、建立学习型企业，以团队学习为特征，以企业和个人的全面发展为中心，增强企业学习力，在经营管理中不断实现知识转化。

渠道建设方面，公司拥有国内国际两大市场，采取内外贸一体化营销策略，销售网络覆盖全球六大洲。公司组建营销中心，主要负责新客户开发、已有客户维护等工作。公司销售模式分为直销和非直销两种，以直销为主、非直销为辅。直销客户系产品的直接使用用户，主要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，有利于公司及时了解客户需求变化、产品市场变动趋势和价格走势，公司与下游客户已建立起长期稳定的合作关系。非直销客户主要系国内外专业的医药贸易商/客户代理商，其凭借信息优势和客户资源，自主采购公司产品后向其下游客户进行销售，公司对此类客户没有重大控制和决策管理能力，因此该途径主要为买断式交易。公司产品销往全球 115 个国家和地区，与全球 3000 余家客户建立贸易与合作关系，在印度、荷兰、韩国、巴基斯坦及西班牙等国市场已建立原料药销售渠道，半制剂产品亦销往东南亚及非洲地区。在欧美等发达国家依靠自身产品质量获得竞争优势，“一带一路”国家市场拥有巨大成长空间。

“一个体系、两个平台”的核心模式使得公司拥有长远发展潜力，公司拥有坚实的渠道与客户壁垒。有效的管理和创新体系，先进完整的规模化生产制造平台、广泛有效的全球化市场渠道平台。一方面公司产品质量优秀，海外客户对美国 FDA、欧盟 EUGMP、REACH 和 CEP，日本 PMDA 和韩国 MFDS 等本国药品进口主管单位官方认证要求较高，小规模或国际化程度不足的医药制造企业难以突破国际市场。国内市场而言，政策及市场对仿制药的质量一致性和稳定性的要求较高，公司原料药产品质量的稳定性对下游制剂生产十分重要，客户更加倾向于长期采购产品质量及合作关系稳定的供应商产品，公司市场经验丰富，龙头效应明显，更易获得青睐，拓宽市场份额。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1：医药市场快速发展，公司新建产能投产，持续研发创新，预计 2022-2024 年公司平均医药板块销量增速为 40%/15%/15%，对应毛利率水平分别为 32%/33%/34%。

假设 2：考虑到当前养殖情况回暖，下游动保需求逐步提升，我们预计公司 2022-2024 年动保产品销量增速为 17%/35%/30%，未来毛利率水平预计在 31%/33%/34%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
医药板块	收入	2959.42	4143.19	4764.67	5479.37
	增速	1.20%	40.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.25%	32.00%	33.00%	34.00%
动保板块	收入	1533.50	1794.20	2422.16	3148.81
	增速	20.28%	17.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	29.49%	31%	33.00%	34.00%
其他	收入	12.43	13.18	13.97	14.80
	增速	75.81%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	83.35%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	4,505.35	5,950.56	7,200.80	8,642.98
	增速	7.11%	32.08%	21.01%	20.03%
	毛利率	30.14%	31.74%	33.03%	34.03%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取行业中的四家相关公司：普洛药业、华海药业、回盛生物、中牧股份，四者 2023 年平均 PE 为 19 倍。考虑到公司未来新建产能逐步竣工投产，行业集中过程中市占率有望进一步提高，予以公司 2023 年 20 倍 PE，首次覆盖，予以“买入”评级，给予目标价 44.8 元。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000739	普洛药业	18.98	0.81	0.87	1.12	1.43	22.25	20.71	16.08	12.60
600521	华海药业	20.71	0.33	0.68	0.89	1.12	62.76	30.46	23.27	18.49
300871	回盛生物	26.90	0.80	0.62	1.46	2.04	33.4	43.10	18.30	13.1
600195	中牧股份	13.47	0.51	0.58	0.71	0.82	26.4	23.22	18.97	16.43
平均值							36	29	19	15
605507	国邦医药	24.45	1.26	1.80	2.24	2.79	19	14	11	9

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

公司产能扩张不及预期；产品销售不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4505.35	5950.56	7200.80	8642.98	净利润	706.23	1157.28	1372.18	1681.90
营业成本	3147.62	4061.95	4822.16	5702.00	折旧与摊销	202.08	314.13	342.76	357.55
营业税金及附加	25.07	33.65	40.50	48.70	财务费用	28.05	-31.22	1.60	44.14
销售费用	55.86	71.41	158.42	190.15	资产减值损失	-51.83	-5.00	-10.00	-10.00
管理费用	253.51	493.90	612.07	734.65	经营营运资本变动	-1092.87	254.98	-356.59	-325.83
财务费用	28.05	-31.22	1.60	44.14	其他	32.15	1.34	3.00	8.08
资产减值损失	-51.83	-5.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	-176.18	1691.51	1352.96	1755.85
投资收益	4.28	5.00	5.00	5.00	资本支出	-747.52	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	6.26	2.00	2.00	2.00	其他	-942.31	416.41	-142.80	43.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1689.84	406.41	-152.80	33.60
营业利润	808.77	1332.88	1583.05	1940.34	短期借款	-349.24	-160.17	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.99	7.69	6.68	7.02	长期借款	-251.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	806.78	1340.56	1589.73	1947.35	股权融资	2644.73	0.00	0.00	0.00
所得税	100.55	183.29	217.54	265.45	支付股利	-279.41	0.00	0.00	0.00
净利润	706.23	1157.28	1372.18	1681.90	其他	-194.56	31.22	-1.60	-44.14
少数股东损益	0.20	149.40	120.81	124.52	筹资活动现金流净额	1570.52	-128.95	-1.60	-44.14
归属母公司股东净利润	706.03	1007.88	1251.37	1557.38	现金流量净额	-305.43	1968.97	1198.55	1745.31
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	893.01	2861.98	4060.53	5805.84	成长能力				
应收和预付款项	939.83	957.44	1201.65	1466.29	销售收入增长率	7.11%	32.08%	21.01%	20.03%
存货	1309.33	1624.60	1964.75	2314.01	营业利润增长率	-13.60%	64.80%	18.77%	22.57%
其他流动资产	1425.13	888.04	1039.86	1004.85	净利润增长率	-12.84%	63.87%	18.57%	22.57%
长期股权投资	17.11	17.11	17.11	17.11	EBITDA 增长率	-11.64%	55.53%	19.29%	21.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2581.35	2310.43	2010.87	1696.53	毛利率	30.14%	31.74%	33.03%	34.03%
无形资产和开发支出	272.29	239.34	206.39	173.45	三费率	7.49%	8.98%	10.72%	11.21%
其他非流动资产	75.02	84.76	94.50	104.24	净利率	15.68%	19.45%	19.06%	19.46%
资产总计	7513.07	8983.70	10595.67	12582.32	ROE	11.13%	15.42%	15.46%	15.93%
短期借款	160.17	0.00	0.00	0.00	ROA	9.40%	12.88%	12.95%	13.37%
应付和预收款项	921.73	1386.58	1619.64	1910.03	ROIC	19.71%	26.47%	33.83%	41.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.06%	27.15%	26.77%	27.10%
其他负债	85.48	94.15	100.87	115.23	营运能力				
负债合计	1167.38	1480.73	1720.52	2025.26	总资产周转率	0.69	0.72	0.74	0.75
股本	558.82	558.82	558.82	558.82	固定资产周转率	2.67	3.21	3.87	5.09
资本公积	3607.44	3607.44	3607.44	3607.44	应收账款周转率	10.57	11.49	11.07	11.04
留存收益	2179.81	3187.69	4439.06	5996.44	存货周转率	2.68	2.72	2.65	2.63
归属母公司股东权益	6346.08	7353.95	8605.33	10162.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.72%	—	—	—
少数股东权益	-0.39	149.02	269.83	394.35	资本结构				
股东权益合计	6345.69	7502.97	8875.15	10557.06	资产负债率	15.54%	16.48%	16.24%	16.10%
负债和股东权益合计	7513.07	8983.70	10595.67	12582.32	带息债务/总负债	13.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.96	4.32	4.84	5.27
					速动比率	2.82	3.21	3.69	4.12
					股利支付率	39.58%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1038.91	1615.79	1927.41	2342.03	每股收益	1.26	1.80	2.24	2.79
PE	19.30	13.52	10.89	8.75	每股净资产	11.36	13.43	15.88	18.89
PB	2.15	1.82	1.54	1.29	每股经营现金	-0.32	3.03	2.42	3.14
PS	3.03	2.29	1.89	1.58	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	11.13	6.09	4.41	2.90					
股息率	2.05%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn