



Research and
Development Center

原料药制剂一体化央企化药平台，改革提效盈利能力有望提升

—国药现代(600420)公司深度报告

2024 年 04 月 26 日

唐爱金 医药行业首席分析师

S1500523080002

tangaijin@cindasc.com

证券研究报告

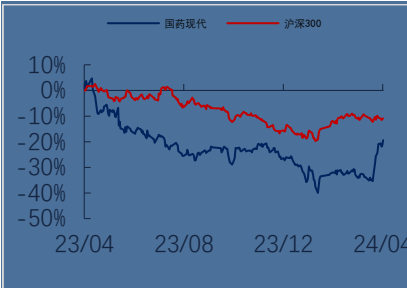
公司研究

公司深度报告

国药现代(600420)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	10.68
52周内股价波动区间(元)	13.88-7.96
最近一月涨跌幅(%)	20.27
总股本(亿股)	13.41
流通A股比例(%)	89.18%
总市值(亿元)	143.24

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

原料药制剂一体化央企化药平台，改革提效 盈利能力有望提升

2024年04月26日

本期内容提要：

国药现代为国药集团旗下的化药工业平台，经过多年的发展和整合已经形成中间体原料药制剂一体化实力化药平台性工业企业，我们认为公司当期盈利水平有提升空间，借力央企提质增效改革利润端有望加速增长。

(1) 制剂业务：仿制药集采降价压力渐缓，精麻类制剂为增长亮点。公司制剂业务 2023 年收入 68.34 亿，营收占比 56.62%，主要有抗感染类、心血管类、泌尿生殖系统类、精神神经麻醉类、骨骼肌肉类、消化道及代谢类等。2018 年以来国内仿制药集采降价，公司拳头产品头孢克肟、硝苯地平控释片等大品种降价导致 2018 年至 2023 年公司制剂总规模维持在 68-81 亿体量，毛利率由 65.12%下降至 50.33%，同时公司整体销售费用率从 2019 年的 29.6%下降至 2023 年的 17.84%，集采降价承压下盈利保持整体稳定。我们认为受益瑞芬太尼、盐酸米那普仑片等精麻药物快速增长，制剂业务有望企稳。

(2) 上游中间体原料药业务，抗感染中间体原料药竞争格局较好，盈利能力有望提升，生殖特色原料药稳健增长：①全资子公司国药威奇达主营抗感染类原料药中间体 6-APA、克拉维酸、阿莫西林等抗感染药物，公司近年来主要品种销量整体保持平稳，主产品公司市场份额居前，其中 6-APA，阿莫西林、阿奇霉素等产品价格自 2019 年以来市场价格持续走高，我们认为市场经过多年的充分竞争和淘汰，目前基本形成稳固的少数寡头竞争格局，价格体系有望维持现有的动态平衡，如其中 6-APA 已形成三寡头竞争格局，价格从 2019 年最低 145 元/千克的价格，持续上涨，到 2022 年底最高达到 390 元/千克，2024 年 3 月份最新价格为 330 元/公斤。国药威奇达 2022 年因短期停产亏损，2023 年扭亏为盈，利润为 1.79 亿，我们认为后续盈利能力有望逐步提升；③控股子公司上海天伟主营辅助生殖特色原料药，2023 实现营收 5.48 亿元，净利润 2.23 亿元，盈利能力突出，有望稳健增长。

(3) 大股东大额资金参与增发，高管增持彰显发展信心，账上现金充裕有利于业务拓展及外延并购。2023 年大股东 12 亿参与增发，公司账上现金充裕，西南药业（太极集团子公司）及国药国瑞药业（国药股份子公司）主营化学药制剂，我们认为国药集团有望推动资产重组梳理。④央企改革机制理清，2022Q3 以来公司管理层陆续更换，在央企“一利五率”考核要求下，有望盘活组织激化团队积极性，提升公司盈利能力；⑤2023 年公司扣非利润 6.83 亿（yoy+24%），净利率 7.99%，低于制药工业同类可比上市公司 15.37%的平均水平，盈利能力有提升空间。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 9.91 亿元、11.53 亿元、13.57 亿元，同比分别增长 43.2%、16.3%、17.7%，对应当前股价 PE 分别为 14、12、11 倍。公司当前估值低于行业同类公司平均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场开拓不及预期的风险，政策变动风险，市场竞争导致产品价格大幅下降的风险，原材料价格波动影响盈利能力风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,959	12,070	12,610	13,642	14,762
增长率 YoY %	-7.1%	-6.9%	4.5%	8.2%	8.2%
归属母公司净利润 (百万元)	628	692	991	1,153	1,357
增长率 YoY%	10.5%	10.2%	43.2%	16.3%	17.7%
毛利率%	38.1%	38.3%	39.9%	40.5%	41.0%
净资产收益率 ROE%	6.1%	5.6%	7.4%	7.9%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.52	0.74	0.86	1.01
市盈率 P/E(倍)	22.82	20.70	14.45	12.42	10.55
市净率 P/B(倍)	1.39	1.16	1.07	0.98	0.90

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价

目 录

1. 国药现代：央企国药旗下化药工业平台	7
1.1. 多次资产重组后，发展为原料药制剂一体化的化药央企工业平台	7
中间体原料药制剂一体化的制药平台	7
1.2. 国药集团直接或者间接控股上市公司 42.76% 股权	8
1.3. 集采降价大环境影响，公司近 5 年营收和利润保持稳定	10
1.4. 制剂业务及中间体原料药营收占比 6:4，毛利率有望逐步企稳	11
2. 制剂业务：集采降价压力渐弱，麻醉精神类为增长亮点	12
2.1. 抗感染&心血管类：集采降价尾声，有望企稳	14
2.2. 精神麻醉类药：国家严监管药物格局好，产品品类持续丰富	15
2.2.1. 麻醉药：国内唯三生产厂家之一，当前市场份额偏低	15
2.2.2. 精神神经药：开拓持续丰富产品线	17
2.3. 加码研发，持续丰富产品管线	18
2.3.1. 公司注重创新，引进优秀人才，研发投入持续加码。	18
2.3.2. 持续审批新品上市，研发成果突出	19
3. 中间体原料药业务：抗感染市场盈利能力有望提升，生殖特色原料药稳健增长	20
3.1. 威奇达：上游中间供需呈默契平衡，盈利能力有望提升	21
3.1.1. 威奇达为国内抗感染上游中间体原料药主要供应商	21
3.1.2. 公司中间体原料药产品销量整体保持平稳	22
3.1.3. 主要产品竞争格局稳固，公司份额居前，近年价格呈上涨趋势	23
3.1.4. 国药威奇达与同行企业对比净利率偏低，有改善提升空间	25
3.2. 上海天伟：辅助生殖特色原料药稳健增长，盈利能力突出	25
4. 大股东增持有利于并购资产，高管增持彰显发展信心	26
4.1. 大股东 12 亿增持，现金储备丰富，高管增持彰显发展信心	26
4.1.1. 公司现金流稳定，账上现金充裕，为外延并购提供资金储备	26
4.1.2. 对标同行公司目前盈利水平偏低，未来有提升空间	27
4.2. 公司管理层积极增持，彰显发展决心，核心岗位调整有望激发活力	27
4.1. 央企改革高质量发展，体制机制改革或激活企业活力	29
5. 盈利预测与投资建议	30
6. 风险提示	32

表 目 录

表 1：公司主要业务分类及产品	8
表 2：公司旗下子公司情况列表	9
表 3：国药现代核心子公司 2023 年经营数据	9
表 4：公司主要制剂产品	13
表 5：公司 2023 年各品类业务线收入规模及增长情况	14
表 6：公司主要制剂产品集采中标情况	14
表 7：公司主要精神麻醉类药品	16
表 8：人福医药，恩华药业，国药现代芬太尼类产品对比	17
表 9：公司精神神经类药物品种	18
表 10：主要在研项目（含一致性评价项目）	19
表 11：2023 年呈交监管部门审批、通过审批的药（产）品情况	20
表 12：国药威奇达主要产品 2023 年的产销量	21
表 13：国药现代高管持股情况	28
表 14：公司主要高管任职日期及背景简历	28
表 15：国药现代业务拆分预测表	30
表 16：公司盈利预测情况（2024E-2026E）	31
表 17：国药现代盈利预测与同行估值比较	31

图 目 录

图 1：国药现代发展历程	7
图 2：国药现代大股东为国药集团，为国务院国资委央企	8
图 3：国药现代 2018-2023 营业收入情况	10
图 4：国药现代 2018-2023 归母净利润情况	10
图 5：国药现代 2018-2023 年扣非归母净利润（亿元）及变化趋势	10
图 6：国药现代 2018-2023 年毛利率与净利率情况	11
图 7：国药现代 2018-2023 年费用率情况	11
图 8：国药现代各业务线占比情况	12
图 9：国药现代主要业务线毛利率情况	12

图 10: 公司海内外市场营收占比 (%)	12
图 11: 公司国内各地区的营收占比 (%)	12
图 12: 公司 2018-2023 年制剂业务收入及变化趋势	13
图 13: 公司产品 2023 年主要治疗领域分类占比	13
图 14: 公司制剂业务 2018-2023 年毛利率变化 (%)	14
图 15: 公司精神与麻醉药 2018-2023 营收情况 (亿元)	16
图 16: 公司精神与麻醉药 2018-2023 年毛利率变化趋势 (%)	16
图 17: 2018-2022 年中国麻醉药市场规模 (亿元)	16
图 18: 国内麻醉药厂家 2018-2023 年的营收情况对比 (亿元)	17
图 19: 中国精神障碍疾病分类	18
图 20: 注重创新, 加码研发	19
图 21: 不断扩充研发团队, 专业人才领军队伍	19
图 22: 公司原料药业务的营收及变化趋势	20
图 23: 公司原料药业务的毛利率变化趋势	20
图 24: 国药威奇达 2018-2023 年营收情况 (亿元)	21
图 25: 国药威奇达 2018-2023 年净利润 (亿元)	21
图 26: 6-APA 2016-2023 年销量 (吨)	22
图 27: 7-ACA 2016-2023 年销量 (吨)	22
图 28: 阿莫西林 2016-2023 年销量 (吨)	22
图 29: 氨苄西林 2020-2023 年销量 (吨)	22
图 30: 阿奇霉素 2016-2023 年销量 (吨)	23
图 31: 克拉维酸系列 2017-2023 年销量 (吨)	23
图 32: 全球 6-APA 市场需求量 (万吨) 预测趋势图	23
图 33: 2021 年 6-APA 产能占有率情况	24
图 34: 6-APA 市场价格变化趋势	24
图 35: 2021 年 7-ACA 产能占有率情况	24
图 36: 7-ACA 市场价格变化趋势	24
图 37: 阿莫西林原料药价格变化趋势情况	25
图 38: 阿奇霉素市场价格变化趋势	25
图 39: 国药威奇达与同行同类企业的毛利率对比	25
图 40: 国药威奇达与同行同类企业的净利率对比	25
图 41: 上海天伟营业收入及变化趋势 (亿元)	25
图 42: 上海天伟净利润及变化趋势 (亿元)	25
图 43: 公司 2018-2023 年报现金流情况 (亿元)	26
图 44: 公司近年来的资产&负债总额及负债率情况	27
图 45: 公司账上现金及等价物总额变化趋势 (亿元)	27
图 46: 公司与同行企业净利率对比	27
图 47: 公司同行企业的毛利率 (%) 对比	27
图 48: 中央企业经营指标体系优化及演进思路	29

投资聚焦：

一、制剂业务：集采降价压力减弱，精麻类制剂有望成公司增长亮点

①公司制剂业务收入规模约 70 亿，近年因集采降价原因毛利率持续走低：2023 年公司制剂收入 68 亿，同比下降 9.28%，主要是心血管类核心产品因为集采降价原因收缩，集采降价压力背景下，公司制剂业务的毛利率水平从 2018 年的 65.1%降低至 50.3%，同样效应销售费用额走低。我们认为公司原有主品类抗感染和心血管产品集采降价压力逐步趋缓。

②精神麻醉类为高度管制类制剂，竞争格局好增长靓丽：公司精神麻醉类产品 2023 年 6.93 亿，同比增长 37.3%，因精麻类药物为管制类制剂，竞争格局好，2023 年毛利率 69%高于公司制剂整体 50%的水平。

③研发加码，加速新产品上市，持续丰富产品线：公司注重创新研发，2023 年研发费用 5.69 亿，研发人员达 1165 人，持续布局化学仿制药及首仿高端制剂研发，助力产品线持续丰富。

二、中间体原料药业务：抗感染中间体原料药盈利能力有望提升，生殖特色原料药稳健增长

①全资子公司威奇达主营抗感染中间体原料药：威奇达为国内抗感染上游中间体原料供应商，市场份额居前，子公司 6-APA、阿莫西林、7-ACA、克拉维酸、阿奇霉素等产品销量保持稳定，且产品价格今年呈上涨趋势，目前市场价格利润空间较大，上游中间体供需呈默契平衡态势，威奇达的净利率目前低于同行企业联邦制药及川宁生物，我们认为威奇达盈利能力有望提升。

②子公司上海天伟主营辅助生殖原料药：上海天伟主营原料药尿促卵泡素、绒促性素、尿促性素，营收从 2020 年的 3.24 亿增长至 2023 年 5.48 亿，保持稳健增长，2023 年净利润为 2.23 亿，净利率达 40.7%，盈利能力突出。

三、大股东增持及管理层新老更替，央企“一利五率”考核背景下，有望提升盈利能力

①2022 年 12 月大股东国药集团 11.87 亿全额参与国药现代的增发，公司经营性现金流充沛，负债率持续降低，为公司外延并购做大做强储备较多现金。

②管理层增持且新老管理层更替，在央企“一利五率”考核背景下有望提升盈利能力：公司管理层自 2022 年底开始陆续增持上市公司股票，彰显了公司管理层对未来公司发展的信心；公司 2022 年 Q3 以来董事长、总裁、财务总监、董秘等关键岗位陆续更换，有望给管理带来新思路。对标同行规模性化药工业企业，目前国药现代的毛利率净利率低于同行可比公司，我们认为在央企“一利五率”考核背景下，盈利能力有望持续提升。

1. 国药现代：央企国药旗下化药工业平台

1.1. 多次资产重组后，发展为原料药制剂一体化的化药央企工业平台

国药现代始建于 1996 年，于 2004 年在上海证券交易所挂牌交易，自 2004 年上市以来，公司积极外延拓展，2008 年收购上海医工院医药有限公司，此时下属 5 家子公司和 3 个生产基地，2009 年组建上海现代制药海门有限公司，2010 年加入国药集团成为中国医药工业研究总院下属企业。2016 年重组成为国药集团的化药工业平台，将原本分散于国药集团不同主体间的化学制药资产得以顺利整合，生产、研发、营销能力等都得到显著提升。2021 年公司强化改革，坚持大品种战略，以“创新驱动发展”作为公司持续健康发展的动力等发展战略，扛住压力稳步发展，2022 年公司过亿元品种（系列）增至 31 个。

图1：国药现代发展历程

第一阶段（1996-2010）

初创发展阶段，逐步积累医药工业制造规模

由上海医药工业研究院、上海现代药物制剂工程研究中心有限公司、上海广慈医学高科技公司、上海高东经济发展有限公司、上海华实医药研究开发中心发起设立。2004年于上海证券交易所上市。

第二阶段（2010-2016）

大股东上海医工院被并入国药集团，与国药集团融合发展

2010年4月进入中国医药集团有限公司，上海医工院整体并入中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）成为其全资子公司，公司积极参与国药集团“自家亲”发展计划，2012年全面实施内控规范。期间产生了第二个销售额过亿的制剂产品--欣然（硝苯地平控释片），产出了国内独家生产的中药原料药产品。

第三阶段（2016-至今）

国药集团重大资产重组，实现资源统筹，国内集采压力下稳健发展

2016-2017年按照国药集团的统一决策部署，公司顺利完成重大资产重组，成为国药集团化学药工业平台。2018年推动国瑞药业同行竞争问题的解决。2021 年公司强化内部研发资源整合，筹建上海研究院，实施优化科研考核方案。2022 年公司过亿元品种（系列）增至 31 个。在产学研合作方面持续发力，与长三角国创中心共建联创中心。

资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司官网，信达证券研发中心

中间体原料药制剂一体化的制药平台

经过多年发展积累，公司形成聚焦“抗感染、心脑血管、抗肿瘤、麻精药物、代谢及内分泌”五大治疗领域，具有国药现代特色和行业竞争力的“5+X”产业链体系，公司产品结构多元，医药中间体、原料药、制剂一体化发展。

公司产品拥有包括医药中间体与原料药、化学制剂、动物疫苗、大健康等业务板块，产品涵盖全身用抗感染、心血管、抗肿瘤及免疫调节剂、中枢神经系统、激素、泌尿生殖系统、消化道和新陈代谢、呼吸系统等治疗领域，剂型有片剂、胶囊剂、粉针剂、小容量注射剂、颗粒剂、混悬剂、栓剂和软膏剂等 30 多种。截至 2023 年年底，公司拥有 1477 个药品批准文号，19 个兽用疫苗批准文号。其中在产药品 796 个品规，在产兽用疫苗 18 个品种。

械会展规模、医药合资企业规模和效益、医药进出口总额、麻药生产经营规模、医药工程设计规模均为全国第一。

公司为国药集团旗下化药工业平台，旗下子公司众多。全资控股子公司有 5 家，分别为国药集团工业、国药容生制药、国药汕头金石制药、国药威奇达药业和上海现代制药营销有限公司。国药集团工业有限公司主营麻醉精神类药物；容生制药主要产品包括注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、注射用辅酶 A，拥有冻干粉针剂、小容量注射剂、固体制剂、原料药等 13 个生产车间和 1 个省级在线灭菌注射剂技术研究中心；威奇达药业主要生产青霉素类、头孢类中间体及原料药，拥有抗生素中间体、原料药、制剂产品的完整产业链。

表2：公司旗下子公司情况列表

子公司名称	子公司主营业务	参控比例 (%)	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)
国药集团工业有限公司	麻醉精神类药物	100.00	--	--
国药集团容生制药有限公司	皮质激素类、维生素类药物等	100.00	--	--
国药集团汕头金石制药有限公司	抗感染类药物等	100.00	--	--
国药集团威奇达药业有限公司	青霉素类、头孢类中间体及原料药	100.00	--	--
上海现代制药营销有限公司	--	100.00	--	--
国药集团川抗制药有限公司	免疫抑制剂、抗肿瘤辅助药物等	72.00	2.56	0.38
国药集团新疆制药有限公司	风湿免疫性、呼吸系统、心血管药物等	55.00	2.16	0.15
上海天伟生物制药有限公司	生物及化学原料药	55.00	5.48	2.27
青海制药(集团)有限责任公司	兽用疫苗生产、中成药生产等	52.92	1.28	0.09
国药集团三益药业(芜湖)有限公司	滴眼剂、溶液剂、软膏剂等制剂	51.00	1.8	0.16
国药集团致君(深圳)坪山制药	解热镇痛药物等	51.00	5.07	1.68
国药集团致君(深圳)制药有限公司	头孢菌素类抗生素产品	51.00	14.21	1.47
国药一心制药有限公司	抗肿瘤药物、食品、耗材、设备等	51.00	2.49	-0.2
上海现代哈森(商丘)药业有限公司	小容量注射剂、口服固体制剂和原料药	51.00	5.85	-0.11
深圳致君医药贸易有限公司	抗感染类药物等	51.00	0.74	0.01
国药集团中联药业有限公司	中医药大健康，中药材加工	47.85	9.62	0.15
新疆国新创服医疗纺织品应用科技有限公司	卫生材料开发应用、制造、销售	35	0.28	-0.003

资料来源：iFinD，公司公告，公司 2023 年年报，信达证券研发中心

其他收入利润体量较大的企业有国药集团川抗制药有限公司生产免疫抑制剂、抗肿瘤辅助药物等；上海天伟主营生物药原料类；深圳国药致君坪山制药公司生产解热镇痛药物类品种；深圳国药集团致君制药生产头孢菌素类抗生素产品。汕头金石制药主要生产抗感染类片剂、干混悬剂、软膏剂、原料药、药用辅料等；上海现代制药营销平台为各制造子公司集中营销的平台。

表3：国药现代核心子公司 2023 年经营数据

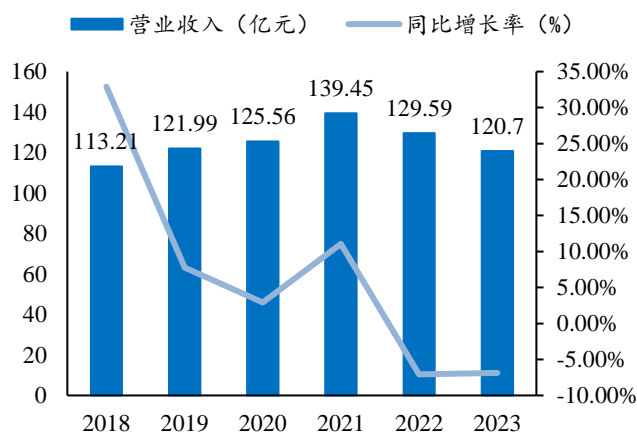
子公司名称	主要产品或服务	总资产	净资产	参控比例	2023 年 营业收入 (亿元)	2023 年 净利润 (亿元)
国药容生	皮质激素类、维生素类药物等	8.66	4.85	100%	9.99	1.06
国药工业	麻醉及精神类药物	6.56	4.89	100%	5.16	0.23
国药威奇达	青霉素类、头孢类中间体及原料药	61.27	33.56	100%	48.33	1.79
国药天伟	生物及化学原料药	6.30	5.98	55%	5.48	2.27
国药川抗	免疫抑制剂、抗肿瘤辅助药物等	2.82	2.20	72%	2.56	0.38
国药致君	头孢菌素类抗生素产品	17.58	11.21	51%	14.21	1.47
国药致君坪山	解热镇痛药物等	8.07	5.50	51%	5.07	1.68

资料来源：国药现代 2023 年年报，信达证券研发中心

1.3. 集采降价大环境影响，公司近 5 年营收和利润保持稳定

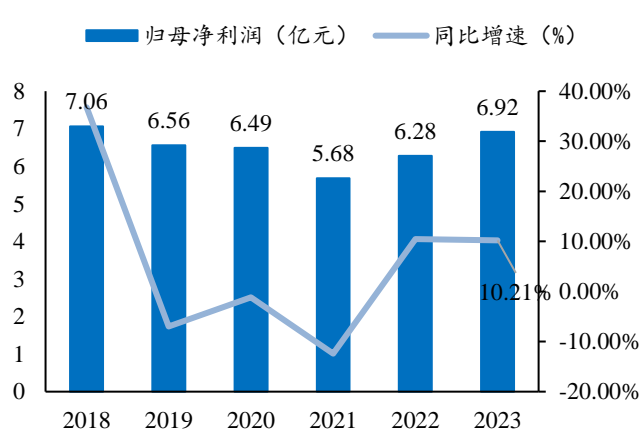
受国内仿制药集采降价大环境影响，公司 2018 年到 2023 年总收入规模维持在 110-140 亿区间，近 5 年营收年复合增速 1.07%，2023 年营收 120.7 亿。集采降价压力下，公司归母净利润整体保持稳定，维持在 5-7 亿区间，2023 年公司归母净利润 6.92 亿，同比增长 10.21%，整体保持稳定。

图3：国药现代 2018-2023 营业收入情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

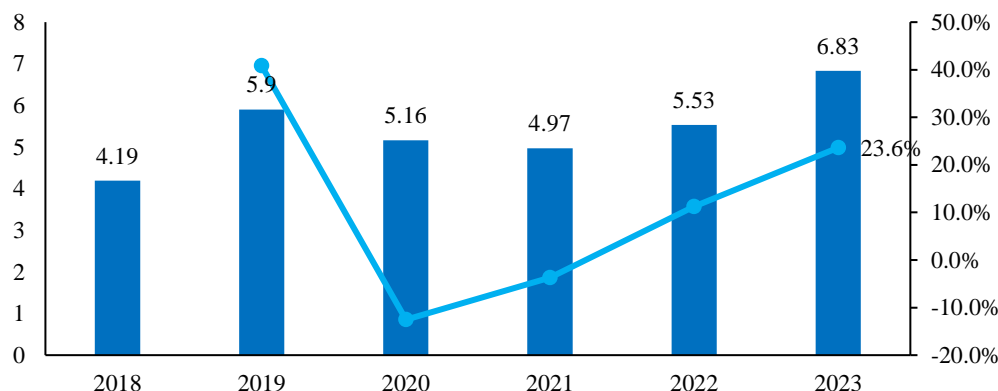
图4：国药现代 2018-2023 归母净利润情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2023 年公司扣非归母净利润达 6.83 亿，同比增长 23.6%，为历年来最高。公司的扣非归母净利润从 2018 年的 4.2 亿增长至 2023 年的 6.83 亿，同比增长 23.61%，创公司历史新高，是公司上市以来利润规模最高。

图5：国药现代 2018-2023 年扣非归母净利润（亿元）及变化趋势

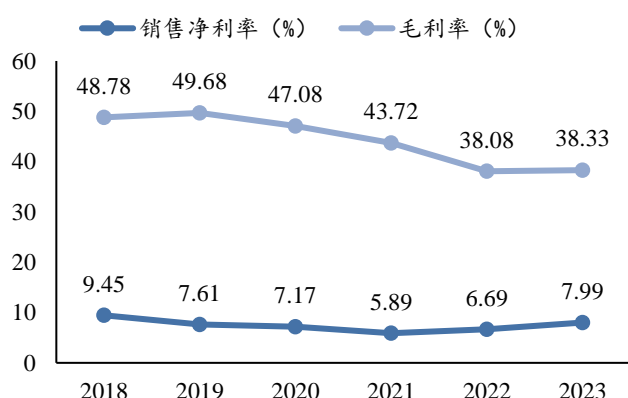


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

集采降价背景下，销售毛利率下降趋势，净利率近 3 年稳中有升：公司销售毛利率近 6 年平均值为 44.28%，销售净利率平均值 7.47%。集采降价环境下，公司毛利率从 2018 年的 48.8% 降低至 2022 年的 38.1%，2023 年企稳为 38.33%。2022 年由于医药中间体及原料药的毛利率偏低，加之原辅料成本上涨，受上游原材料涨价，部分子公司出现停工损失等因素影响，2022 年公司整体毛利率下降至 38.08%。2023 销售毛利率和净利率分别为 38.33%、7.99%，较 2022 年企稳回升。

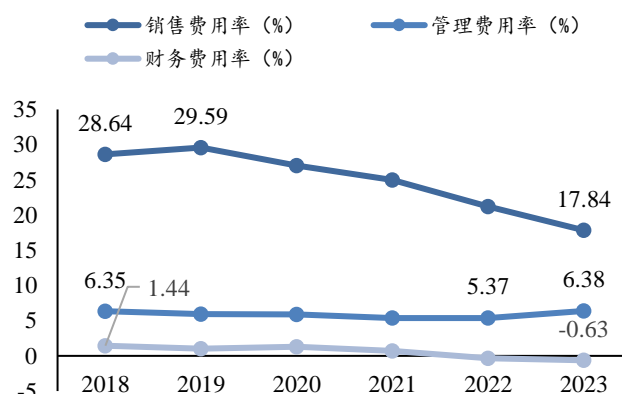
公司期间费用率呈现下降趋势，集采背景下销售模式变化致销售费用率大幅降低。公司的销售费用率因集采销售模式变化，叠加公司加快实施数字化转型，推进信息化系统全覆盖营销一体化循序渐进，销售费用率从 2019 年的 29.59% 下降至 2023 年的 17.84%，持续稳步下降。公司大力推进降本增效、开源节流，落实项目管理责任制和全面预算管理，从业务源头加强应收账款管理，绩效挂钩落实管理责任，建立存货动态监测机制，提升存货周转合理水平，公司管理费用率从 2018 年的 6.35%，降低到 2022 年的 5.37%，2023 略有上升至 6.38%。公司现金流充沛，负债率低，财务费用率低于 2%，且在 2023 年财务费用率为负。

图6: 国药现代 2018-2023 年毛利率与净利率情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图7: 国药现代 2018-2023 年费用率情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

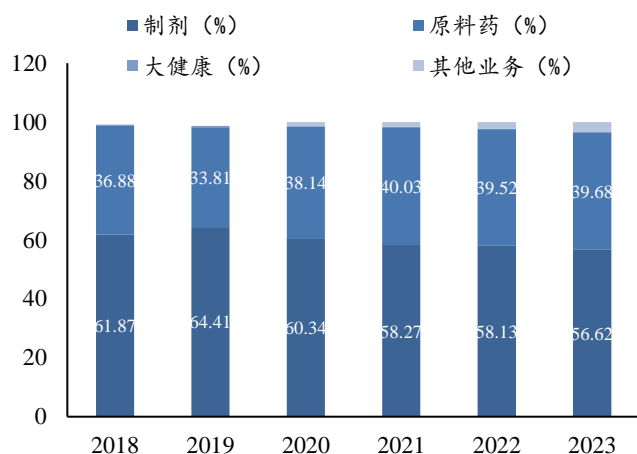
1.4. 制剂业务及中间体原料药营收占比 6:4，毛利率有望逐步企稳

营收构成分析：公司制剂和原料药业务收入占比分布约 60%：40%，制剂业务因集采降价环境下，收入占比从 2018 年的 61.9% 降低至 2023 年的 56.6%，整体稳定。

各业务毛利率分析：因集采降价影响，公司的制剂业务毛利率从 2018 年的 65% 持续降低

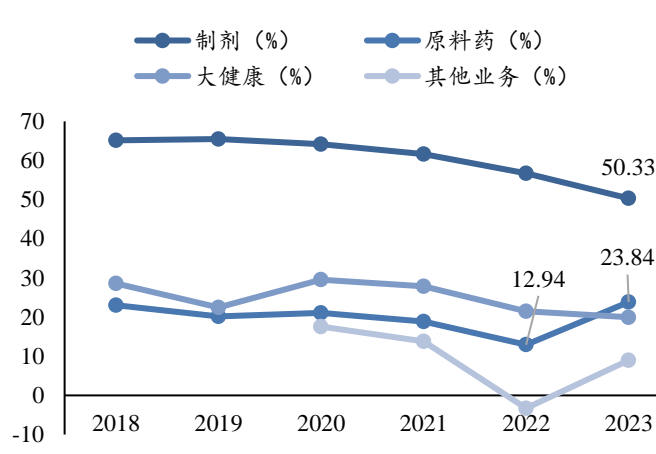
至 2023 年的 50.33%，我们认为随着公司头孢克肟、硝苯地平控释片等大品种集采降价基本结束，整体制剂业务集采降价尾声，且麻醉药及精神神经类相对高毛利率的产品收入占比逐步提升，公司的盈利能力有望逐步企稳回升。原料药业务毛利率维持整体稳定在 20-24% 区间，2022 年因疫情及短期缺原材料停产原因，毛利率降低至 12.9% 的历史低位，2023 年毛利率恢复达到 23.84%，2024-2025 年原料药业务毛利率有望进一步修复。

图8：国药现代各业务线占比情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

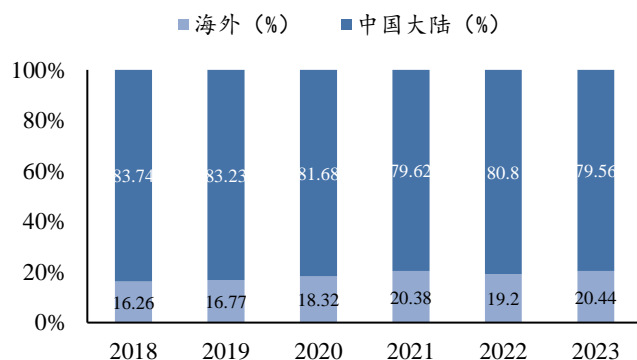
图9：国药现代主要业务线毛利率情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

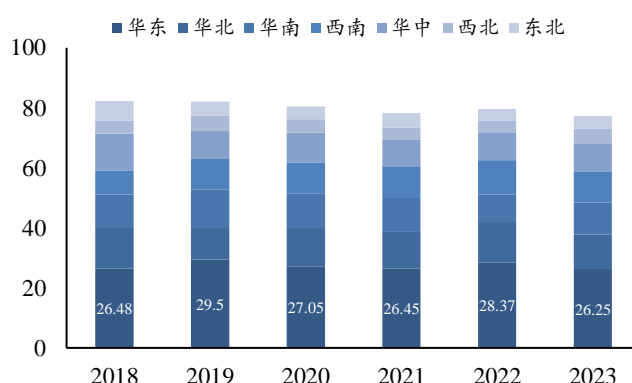
公司海外收入与国内收入 2:8，近年海外收入占比略有提高：公司扎根国内市场，2023 年公司国内收入占比 79.56%。公司持续拓展海外出口市场，海外市场营收比从 2018 年的 16.3% 提升到 2023 年的 20.44%，这主要是因为国药威奇达三大系列医药中间体和原料药持续夯实印度、东南亚、中东市场，以及国药上海天伟生化产品出口保持的持续增长态势。

图10：公司海内外市场营收占比 (%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图11：公司国内各地区的营收占比 (%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

国内市场各大区域销售全面布局：公司国内市场以华东为最大市场，五年来平均占比 27.35%，华北华南地区位居中间，西北东北地区占比位居末尾，五年来平均占比不超过 5%。公司制剂产品主要采用“经销分销+招商代理+学术推广”的组合销售模式，已建立起遍布全国大部分省区的销售网络。同时为顺应终端医院目前逐步推行的集中招标采购模式，公司积极推进营销一体化，打造资源整合的统一营销管理平台、营销信息数据平台，加强对销售渠道、政策事务、品牌和终端的管控能力。

2. 制剂业务：集采降价压力渐弱，麻醉精神类为增长亮点

公司制剂产品覆盖全身用抗感染，心血管系统用药，泌尿生殖系统用药及激素，神经系统用药等治疗领域。

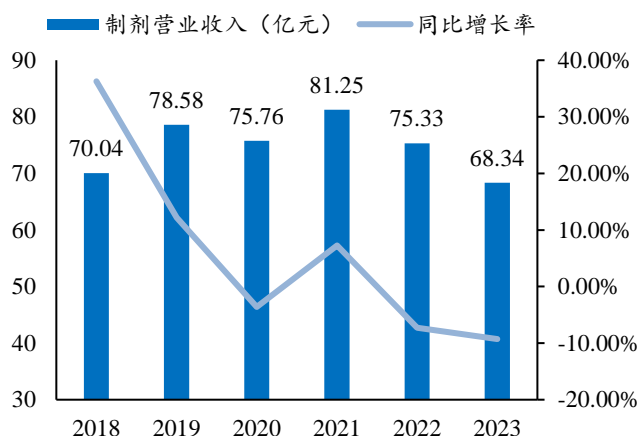
表4：公司主要制剂产品

治疗领域	主要产品
全身用抗感染药物	头孢地尼分散片、头孢呋辛系列、头孢克肟系列、注射用头孢唑肟钠、注射用头孢曲松钠、注射用头孢西丁钠、头孢克洛缓释胶囊、阿莫西林胶囊
心血管系统用药	硝苯地平控释片、苯磺酸氨氯地平片、马来酸伊那普利片、普伐他汀钠片、奥美沙坦酯氨氯噻嗪片、奥美沙坦酯氨氯地平片
泌尿生殖系统用药及激素制剂	非那雄胺片、硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、醋酸奥曲肽注射液、注射用倍他米松磷酸钠、地塞米松磷酸钠注射液
神经系统用药	注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、枸橼酸芬太尼注射液、盐酸米那普仑片、洛芬待因片、天麻素注射液
骨骼肌肉系统用药	双氯芬酸钠缓释片
消化道和新陈代谢用药	维生素C注射液、盐酸雷尼替丁注射液、法莫替丁注射液
抗肿瘤及免疫调节剂	注射用甘露聚糖肽、他克莫司胶囊
血液和造血系统用药	氯化钠注射液、氨甲苯酸注射液、维生素K1注射液
呼吸系统用药	复方甘草片、盐酸氨溴索口服溶液/片

资料来源：公司2023 年报，信达证券研发中心

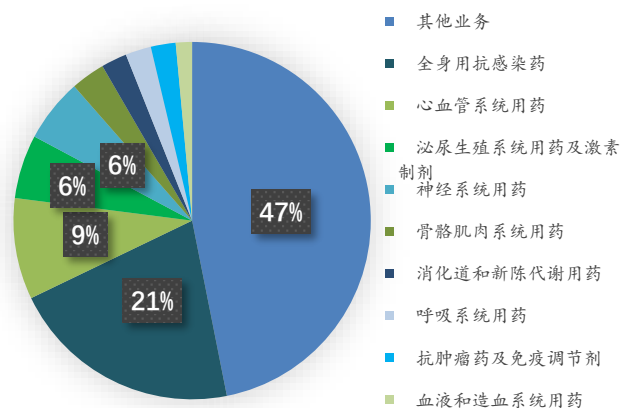
公司制剂业务 2018-2022 年维持在 70-80 亿体量，2023 年 68.34 亿元，同比下降 9.28%，占公司营业收入的 56.62%。根据 2023 年年报，全身抗感染药 25.32 亿，营收占比 20.98%；降血压等心血管类药物营收 11.06 亿，营收占比 9.16%；泌尿生殖系列用药及激素制剂 6.96 亿元，营收占比 5.77%；神经系统用药营收 6.93 亿，营收占比 5.74%；其他大类制剂主要有骨骼肌肉系统、消化道和新陈代谢用药、抗肿瘤药及免疫调节剂、血液和造血系统用药、呼吸系统用药。

图12：公司 2018-2023 年制剂业务收入及变化趋势



资料来源：iFinD，公司年报，信达证券研发中心

图13：公司产品 2023 年主要治疗领域分类占比

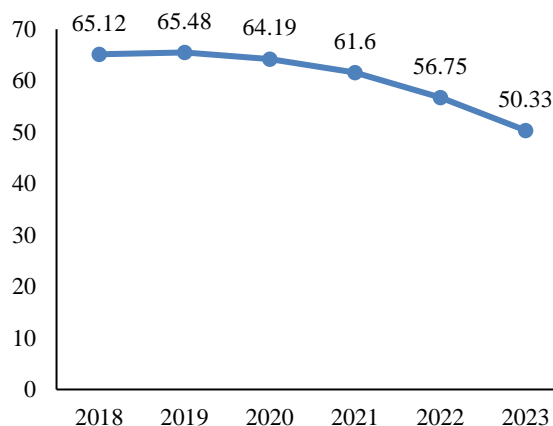


资料来源：iFinD，公司 2023 年年报，信达证券研发中心

公司制剂产品 2018 年到 2022 年因集采降价销售模式变化，毛利率从 2018 年的 65.12% 降低至 2023 年的 50.33%。2023 年制剂收入下降 9.28%，主要是因为第八批全国药品集中采购中标产品于 2022 年 11 月开始执行供货，公司重点产品硝苯地平控释片 2023 年量价齐跌，销量同比下降 22.44%，受此影响公司心血管系统用药销售收入同比下降 38.51%；此外醋酸奥曲肽注射液、注射用甘露聚糖肽、盐酸雷尼替丁注射液等部分单品因各级集采实施、医保目录调整、限制辅助用药等市场及政策因素影响，销量亦下降明显。神经系统用药领域，公司围绕麻醉、镇痛、抗抑郁进行产品布局和市场开拓，收入同比增长 37.29%，其中抗抑郁新品盐酸米那普仑片销量增长显著，销售收入实现过亿，麻醉药注

射用盐酸瑞芬太尼销量同比略增，洛芬待因、氨酚待因、舒芬太尼等镇痛产品形成增长梯队；呼吸系统用药市场需求旺盛，销售收入同比增长 43.90%；在其他治疗领域，部分大单品如注射用甲泼尼龙琥珀酸钠（代谢及内分泌类）、双氯芬酸钠缓释片（骨骼肌肉系统）等，由于终端市场需求强劲带动销售收入持续增长。公司针对重点制剂产品实施精准降本控费，尽力缓解盈利水平下降压力，但在营业成本小幅增加以及营业收入下降的双重压力下，导致 2023 年制剂产品综合毛利率下降 6.42 个百分点。

图14：公司制剂业务 2018-2023 年毛利率变化（%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表5：公司 2023 年各品类业务线收入规模及增长情况

制剂业务分类	收入（亿）	同比增长
全身用抗感染药	25.32	4.16%
心血管系统用药	11.06	-38.51%
泌尿生殖系统用药及激素制剂	6.96	-8.35%
神经系统用药	6.93	37.29%
骨骼肌肉系统用药	3.73	-21.22%
消化道和新陈代谢用药	2.81	-32.94%
呼吸系统用药	2.80	43.90%
抗肿瘤药及免疫调节剂	2.71	-26.03%
血液和造血系统用药	1.77	-16.26%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2.1. 抗感染&心血管类：集采降价尾声，有望企稳

制剂销售受到医院、药房等药品终端市场需求波动，市场环境、集采招标范围扩张、医保目录调整及限辅等行业政策影响。

表6：公司主要制剂产品集采中标情况

产品名称	中标价格区间（元/盒）	适应症	产品名称	中标价格区间（元/盒）	适应症
2018			2021		
注射用头孢西丁钠（达力叮）	11.54~44	抗感染药物	头孢呋辛酯片	4.28	抗感染药物
注射用头孢曲松钠（达力嗪）	1.87~2.03	抗感染药物	苯磺酸氨氯地平片	0.84	心脑血管药物
阿莫西林胶囊（金石宁）	4.15~25.7	抗感染药物	吲达帕胺片	1.39	心血管系统用药
他克莫司胶囊	763.01~910	调节免疫功能药物	克拉霉素片	2.55	抗感染药物
乌苯美司片	82.2~488.69	调节免疫功能药物	头孢地尼分散片	11.63	抗感染药物
注射用甘露聚糖肽	20.13~85.21	调节免疫功能药物	注射用头孢曲松钠（0.25g*10瓶）	12.38	抗感染药物
醋酸奥曲肽注射液	27~78.6	抗肿瘤及免疫	注射用头孢曲松钠（0.5g*10瓶）	21.05	抗感染药物
硝苯地平控释片	14.20~72.00	心脑血管药物	注射用头孢曲松钠（1g*10瓶）	35.78	抗感染药物
头孢克洛缓释胶囊	20.92~33.91	抗感染药物	2022		
2019			硝苯地平控释片	3.69	心脑血管药物
注射用头孢西丁钠	11.54~58.00	抗感染药物	醋酸奥曲肽注射液	16.37	抗肿瘤及免疫
注射用头孢曲松钠	1.87~3.20	抗感染药物	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	5.18~39.39	内分泌及代谢药物
阿莫西林胶囊	7.09~25.70	抗感染药物	注射用米卡芬净钠	68	抗感染药物

天麻素注射液	6.49-11.58	治疗神经衰弱、神经衰弱综合症及血管神经性头痛等症
他克莫司胶囊	763.01-905.00	调节免疫功能药物
乌苯美司片	82.20-107.83	调节免疫功能药物
注射用甘露聚糖肽	20.13-85.21	调节免疫功能药物
醋酸奥曲肽注射液	27.00-109.80	抗肿瘤及免疫
硝苯地平控释片	14.20-56.57	心脑血管药物
头孢克洛缓释胶囊	30.27-33.00	抗感染药物
头孢呋辛酯片（达力新）	4.28	抗感染药物
苯磺酸氨氯地平片	0.84	心脑血管药物
2020		
克拉霉素片	2.55	抗感染药物
吲达帕胺片	1.39	心血管系统用药
头孢地尼分散片（6片）	5.96	抗感染药物
头孢地尼分散片（12片）	11.63	抗感染药物
苯磺酸氨氯地平	0.84	心脑血管药物
头孢呋辛酯片	4.28	抗感染药物

头孢克洛干混悬剂	6.13	抗感染药物
头孢克肟颗粒	5.49	抗感染药物
头孢克肟胶囊	4.59	抗感染药物
注射用盐酸头孢吡肟	4.818-8.19	抗感染药物
2023		
注射用头孢西丁钠	45.9	抗感染药物
注射用头孢噻肟钠	20.7	抗感染药物
奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	4.89	心血管系统用药
奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	7.19	心血管系统用药
吡拉西坦注射液	14.6	神经系统
地塞米松磷酸钠注射液	3.5	激素制剂
注射用阿昔洛韦	14.1	抗感染药物
硝苯地平控释片	3.69	心脑血管药物
醋酸奥曲肽注射液	16.37	抗肿瘤及免疫
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠（20mg、40mg、125mg、250mg、500mg）	3.047-123	内分泌及代谢药物
注射用米卡芬净钠	68	抗感染药物
头孢克洛干混悬剂	6.13	抗感染药物
头孢克肟颗粒	5.49	抗感染药物
头孢克肟胶囊	4.59	抗感染药物
注射用盐酸头孢吡肟	8.19	抗感染药物

资料来源：公司2018-2023各年年报，信达证券研发中心

公司制剂产品主要采用“**经销分销+招商代理+学术推广**”的销售模式，已建立起遍布全国大部分省区的销售网络。经销分销方面主要同各大有资质的药品经销分销商合作，覆盖全国的药品配送渠道；招商代理方面通过代理商实现对国内大部分医院和零售终端的覆盖；公司自建以产品为基础的营销团队，开展专业化的学术推广。**抗感染制剂产品推进规范市场准入资格，加快自主国际注册，树立国际品牌。**头孢类抗感染产品稳步推进罗马尼亚、德国、菲律宾、越南、埃塞俄比亚等地的商业化项目。2023 年制剂产品出口销售收入同比增长约 52%。

我们认为公司集采降价压力渐缓，公司适应带量采购政策，通过大力丰富产品线、并开拓制剂院外市场以及海外市场，以及产业战略升级项目的建立完善，未来制剂业务有望企稳。

2.2. 精神麻醉类药：国家严监管药物格局好，产品品类持续丰富

2.2.1. 麻醉药：国内唯三生产厂家之一，当前市场份额偏低

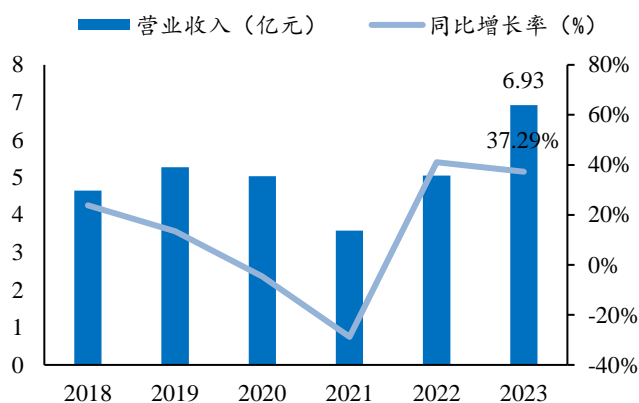
公司麻醉精神领域秉持“保特色，出亮点，创品牌”原则拓展麻醉镇痛产品的市场地位，以麻醉镇痛产品（注射剂）为增长点，扩展抗抑郁、抗癫痫、全/局麻药、肌松药等产品群，并在现有产品基础上拓展长效、缓释制剂。

表7：公司主要精神麻醉类药品

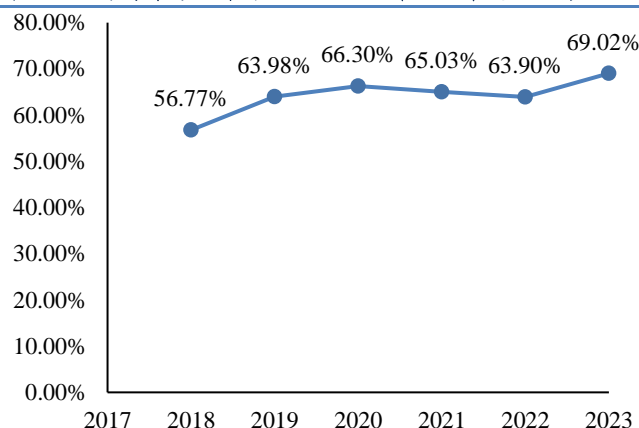
主要药物	适应症
注射用盐酸瑞芬太尼	用于全麻诱导或全麻中维持镇痛。
洛芬待因片	中等强度疼痛止痛，适用于术后痛和中度癌痛止痛。
天麻素注射液	用于神经衰弱、神经衰弱综合症及血管神经性头痛等症。
氨酚待因	中等强度镇痛药，适用于各种手术后疼痛、中度癌症疼痛、软组织损伤及痛经等。
舒芬太尼	强效麻醉性镇痛药。

资料来源：国药现代2022年年报，信达证券研发中心

公司围绕麻醉、镇痛、抗抑郁进行产品布局和市场开拓，2023年麻醉神经药品收入同比增长37.29%，其中抗抑郁新品盐酸米那普仑片、麻醉药注射用盐酸瑞芬太尼表现突出，洛芬待因、氨酚待因、舒芬太尼等镇痛产品形成增长梯队。

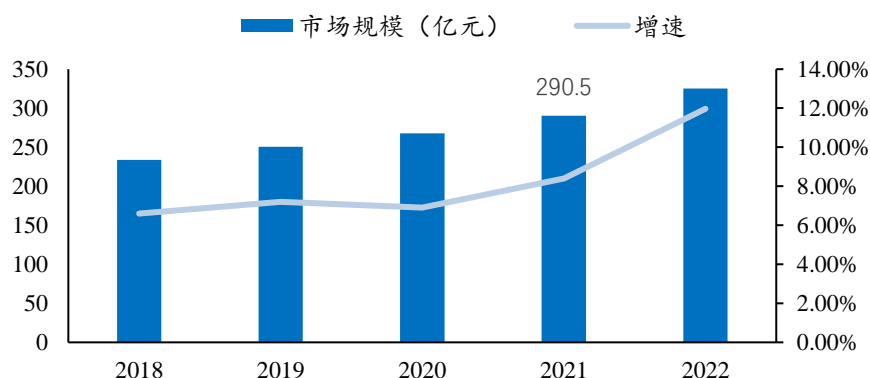
图15：公司精神与麻醉药 2018-2023 营收情况（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心（2022、2023年数据采用营业收入科目中“神经系统用药”数据）

图16：公司精神与麻醉药 2018-2023 年毛利率变化趋势（%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心（2022、2023年数据采用营业收入科目中“神经系统用药”数据）

麻醉用药是医院治疗不可缺少的医药产品，市场规模庞大且持续保持增长态势。国家重视麻醉用药行业的发展，出台《开展全面提升医疗质量（2023-2025年）》等政策规范行业发展。随着我国老龄化进程加快，医疗需求扩展以及国家集采力度加强，行业规模发展将进一步加快。根据观研报告网发布的数据，2021年我国麻醉药市场规模约290.5亿元，持续稳定增长。

图17：2018-2022 年中国麻醉药市场规模（亿元）


资料来源：观研报告网，信达证券研发中心

中国麻醉药种类繁多，且受国家严格监管，行业内已形成稳定市场格局。其中芬太尼类麻醉药物是国家1级强管控药物，禁止所有非药用芬太尼药物，国家规定3家制剂药厂分别为人福医药、恩华药业、国药工业。国药工业目前占比最小，芬太尼系列人福医药占比最大。

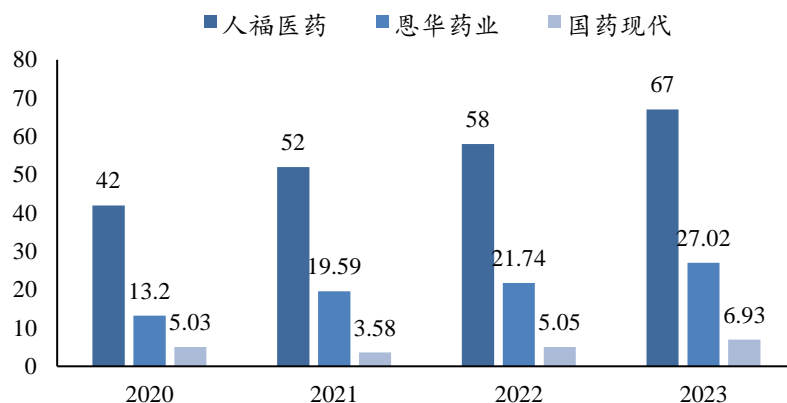
表8：人福医药，恩华药业，国药现代芬太尼类产品对比

企业	芬太尼类主要产品	是否纳入医保	是否通过一致性评价
人福医药	枸橼酸舒芬太尼注射液	是	已通过
	注射用盐酸瑞芬太尼	是	已通过
	盐酸阿芬太尼注射液	是	已通过
恩华药业	枸橼酸舒芬太尼注射液	是	已通过
	注射用盐酸瑞芬太尼	否	已通过
	盐酸阿芬太尼注射液	是	增加临床适应症，正在开展临床试验
国药现代	盐酸阿芬太尼注射液	是	申报中
	舒芬太尼	否	无
	注射用盐酸瑞芬太尼	是	已通过

资料来源：国药现代、人福医药、恩华药业 2022 年年报，信达证券研发中心

2023 年人福医药麻醉药营业收入达 67 亿元，恩华药业麻醉药营业收入达 27.02 亿元，并且自 2020 年来持续保持增长趋势。

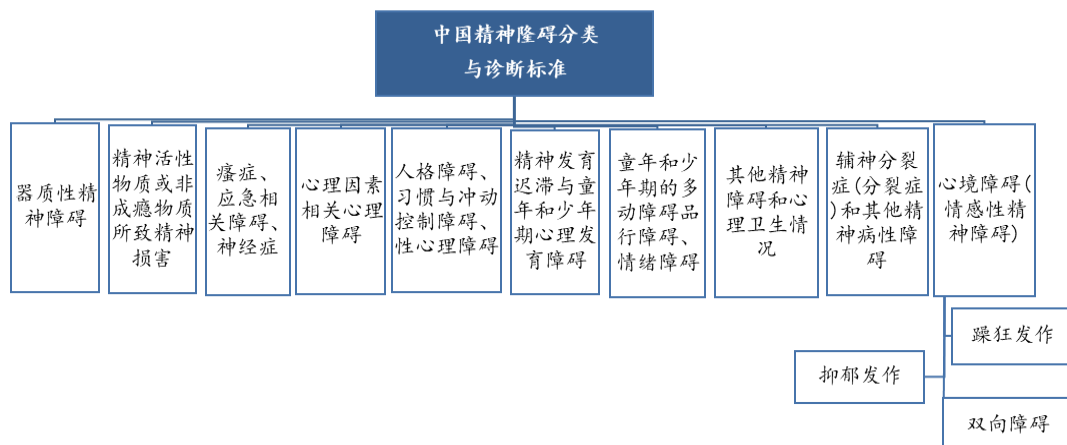
图18：国内麻醉药厂家 2018-2023 年的营收情况对比（亿元）



资料来源：iFinD，人福医药 2020，2021，2022、2023 年年报，信达证券研发中心（国药现代 2022、2023 年年数据采用营业收入科目中“神经系统用药”数据）

2.2.2. 精神神经药：开拓持续丰富产品线

精神神经药物是指治疗精神障碍一类疾病包括精神分裂症、躁狂症、抑郁症、焦虑症、改善脑功能、稳定心境、兴奋精神的药物，也称为抗精神病药物。《中国精神疾病障碍与诊断标准第 3 版(CCMD-3)》将精神疾病分为 10 类，除了器质性精神障碍以外，发病率较高、通常采用药物治疗的包括精神分裂症、情感性精神障碍。

图19：中国精神障碍疾病分类


资料来源：华经产业研究院，中国政府网，卫健委，信达证券研发中心

根据世卫组织 2022 年发布的《世界精神卫生报告》，焦虑症和抑郁症是最常见的精神障碍；大约每 200 名成年人中就有 1 人患有精神分裂症。中国精神卫生调查显示，我国成人抑郁障碍终生患病率为 6.8%，其中抑郁症为 3.4%，目前我国患抑郁症人数 9500 万，每年大约有 28 万人自杀，其中 40% 患有抑郁症。由此可见，精神神经药物的市场前景广阔且具备十足潜力。

公司精神神经药产品以抗抑郁药物为主，其中公司的盐酸米那普仑片为国内首家通过一致性评价。抗抑郁药物舒必利注射液已获得生产批件，吡拉西坦注射液处于 CDE 审评阶段。

表9：公司精神神经类药物品种

主要神经精神类药物	功效	审评进展
盐酸米那普仑片	用于治疗抑郁症	通过一致性评价
舒必利注射液	用于精神分裂症单纯型、偏执型、紧张型、及慢性精神分裂症的孤僻、退缩、淡漠症状。对抑郁症状有一定疗效。	获得生产批件
吡拉西坦注射液	辅助改善抑郁症患者认知功能	CDE 审评中
右哌甲酯	用于治疗注意力缺陷多动障碍	暂无
右立胺酮	用于治疗抑郁症	暂无
米拉普利昂	用于治疗注意力缺陷多动障碍	暂无
富马酸喹硫平缓释片	用于治疗精神分裂	注册 CDE 审评中
胞磷胆碱钠注射液	主要用于急性颅脑外伤及脑手术后的意识障碍	一致性 CDE 审评中

资料来源：国药现代 2022 年年报，国药现代 2023 年年报，信达证券研发中心

2.3. 加码研发，持续丰富产品管线

2.3.1. 公司注重创新，引进优秀人才，研发投入持续加码。

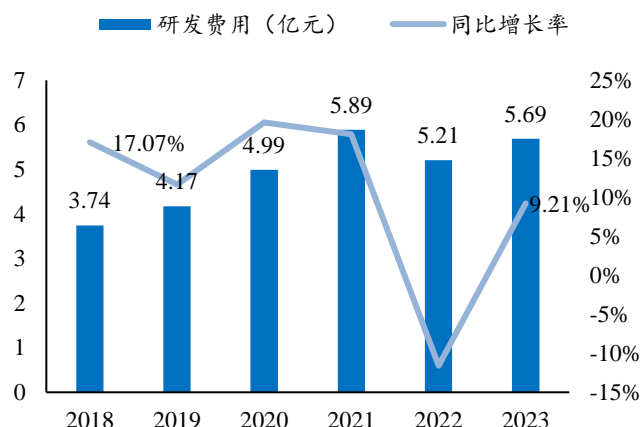
公司坚持实施“创新驱动”发展战略，大力推进科技创新，持续聚焦“抗感染药物、抗肿瘤及免疫调节药物、麻醉及精神药物、心血管药物、代谢及内分泌药物”五大核心治疗领域。通过整合内部研发资源，建立由国药现代统筹管理，以国药现代研究院为战略引领和创新主体，各子公司及合作创新平台为协同，自上而下、上下同频的一体化创新研发体系。2023 年研发费用 5.69 亿元，同比增长 9.21%，占营业收入的 4.71%。

同时公司不断引进国内外优秀人才，逐渐组建起以博士、硕士为学术带头人的高素质人才专业研发队伍，且研发人员大多为拥有生物化学、临床医学、微电子技术等学科背景的专业人士，研发团队规模由 2018 年的 942 人扩张至 2023 年的 1165 人，占总员工人数

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

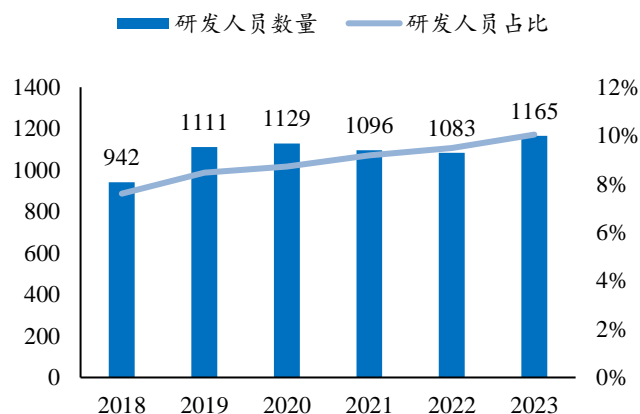
比重达 10.04%，为公司产品的持续推陈出新奠定基础。

图20：注重创新，加码研发



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图21：不断扩充研发团队，专业人才领军队伍



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2.3.2. 持续审批新品上市，研发成果突出

截止 2023 年年报，公司有流感（奥司他韦）、慢性肾脏病（碳酸司维拉姆）、镇痛药（吗啡酮）、抗风湿、干眼症、消化道肿瘤、精神分裂症等项目在注册审评阶段或研发阶段。

表10：主要在研项目（含一致性评价项目）

研发项目	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
磷酸奥司他韦干混悬剂	主要用于成人和1岁及以上儿童的甲型和乙型流感治疗	注册审评
碳酸司维拉姆片	用于控制正在接受透析治疗的慢性肾脏病（CKD）成人患者的高磷血症	注册审评
盐酸氢吗啡酮原料药及其注射液	强效镇痛药，适用于其他镇痛药无效的急性锐痛。	注册审评
盐酸戊乙奎醚原料药及其注射液	选择性抗胆碱药。用于麻醉前给药以抑制唾液腺和气道腺体分泌，以及有机磷毒物（农药）中毒急救治疗和中毒后期或胆碱酯酶老化后维持阿托品化。	注册审评
枸橼酸托法替布及片剂	抗风湿	注册审评
地夸磷索钠滴眼液	用于经诊断为伴随泪液异常的角结膜上皮损伤的干眼患者	注册审评
甲氨蝶呤片	用于各型急性白血病、头颈部瘤、乳腺癌等	注册审评
氟尿嘧啶注射液	主要用于治疗消化道肿瘤、乳腺癌、卵巢癌	注册审评
富马酸喹硫平缓释片	是一种非经典抗精神病药物，主要用于治疗精神分裂症。	注册审评
培哚普利吡达帕胺片	原发性高血压	2024年1月获注册审评受理
沙库巴曲缬沙坦片	用于慢性心力衰竭	完成BE实验
盐酸咪达普利片	抗高血压药	完成BE预实验
依折麦布阿托伐他汀钙片	用于治疗高胆固醇血症和纯合子型家族性高胆固醇血症	中试研究

资料来源：国药现代2023年报，信达证券研发中心

2023 年公司共申报生产 22 项，补充申请 31 项，总计 39 个品种，53 个品规；取得生产批件及补充申请批件总计 23 个品种，29 个品规。知识产权方面，2023 年公司新增授权专利 58 项，其中授权发明专利 23 项；新增专利申请 39 项，其中申请发明专利 27 项。截至 2023 年底，公司累计通过一致性评价（含视同）79 项，其中通过 MAH 转让获得产品批准文号 8 个。

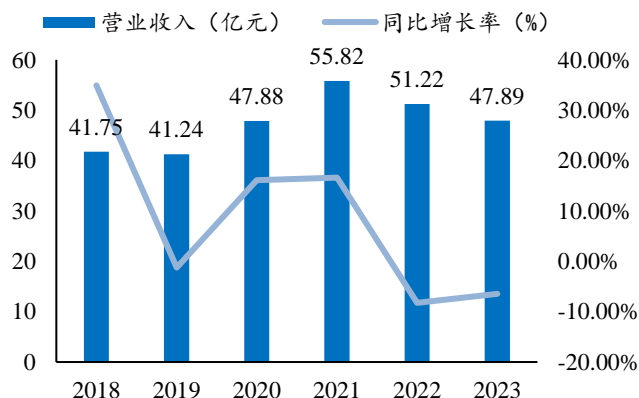
表11：2023 年呈交监管部门审批、通过审批的药（产）品情况

产品名称	注册分类	治疗领域	目前审评进展
注射用盐酸瑞芬太尼（1mg、2mg）	化学药品	神经系统	一致性评价 CDE 审评中
盐酸利多卡因注射液（5ml:0.1g）	化学药品	神经系统	一致性评价 CDE 审评中
胞磷胆碱钠注射液（2ml:0.25g）	化学药品	神经系统	一致性评价 CDE 审评中
盐酸米那普仑片（50mg）	化学药品	神经系统	一致性评价 CDE 审评中
普伐他汀钠片（20mg、40mg）	化学药品	心血管	一致性评价 CDE 审评中
硝苯地平缓释片（10mg）	化学药品	心血管	一致性评价 CDE 审评中
替米沙坦片（20mg、40mg、80mg）	化学药品	心血管	一致性评价 CDE 审评中
氨甲环酸注射液（5ml:0.25g、5ml:0.5g）	化学药品	血液和造血系统	一致性评价 CDE 审评中
阿奇霉素片（0.5g）	化学药品	抗感染	一致性评价 CDE 审评中
注射用头孢唑肟钠（0.5g、1.0g）	化学药品	抗感染	一致性评价 CDE 审评中
注射用头孢他啶（0.5g）	化学药品	抗感染	一致性评价 CDE 审评中
注射用头孢呋辛钠（0.75g、1.5g）	化学药品	抗感染	一致性评价 CDE 审评中
阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂 4:1（156.25mg、312.5mg）	化学药品	抗感染	一致性评价 CDE 审评中
阿莫西林克拉维酸钾片剂 2:1（0.375g）	化学药品	抗感染	一致性评价 CDE 审评中
醋酸奥曲肽注射液（2ml:0.2mg、1ml:0.2mg、1ml:0.3mg）	化学药品	激素制剂	一致性评价 CDE 审评中
非那雄胺片（5mg、1mg）	化学药品	泌尿生殖系统和性激素类	一致性评价 CDE 审评中
盐酸纳洛酮注射液（1ml:1mg、2ml:2mg）	化学药品	其他	一致性评价 CDE 审评中
葡萄糖酸钙注射液（10ml:1g）	化学药品	其他	一致性评价 CDE 审评中
注射用阿奇霉素（0.5g）	化学药品 4 类	抗感染	申报注册 CDE 审评中
头孢丙烯干混悬剂（125mg）	化学药品 3 类	抗感染	申报注册 CDE 审评中
头孢地尼颗粒剂（50mg）	化学药品 3 类	抗感染	申报注册 CDE 审评中
磷酸奥司他韦干混悬剂（6mg/ml）	化学药品 3 类	抗感染	申报注册 CDE 审评中
头孢泊肟酯片（0.1g）	化学药品 4 类	抗感染	申报注册 CDE 审评中

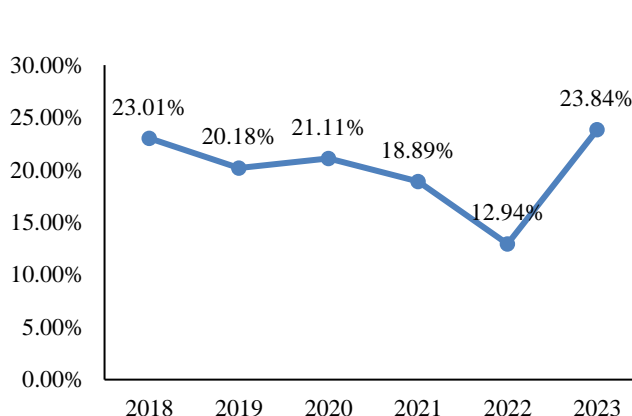
资料来源：公司公告，国药现代 2023 年报，信达证券研发中心

3. 中间体原料药业务：抗感染市场盈利能力有望提升，生殖特色原料药稳健增长

公司原料药业务自 2017 年的 30.9 亿增长至 2021 年的 55.8 亿，2022 年因停产等原因下降到 51.22 亿。因市场供需竞争影响，公司原料药业务的毛利率水平从 2016 年的 25.25% 逐步降低至 2021 年的 18.9%；2022 年因故停产原因毛利率降低至历史最低 12.94%，2023 年毛利率提升至 23.84%，有望保持企稳恢复。

图22：公司原料药业务的营收及变化趋势


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图23：公司原料药业务的毛利率变化趋势


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

3.1. 威奇达：上游中间体供需呈默契平衡，盈利能力有望提升

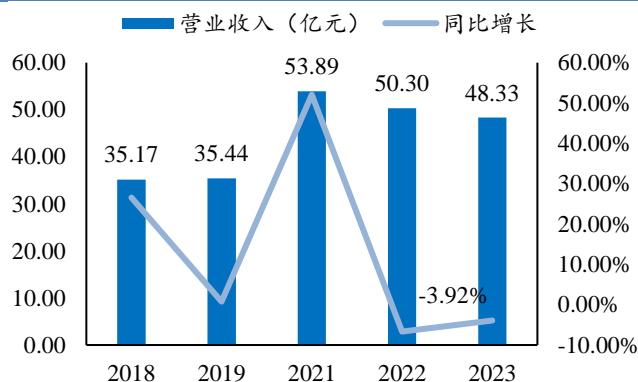
3.1.1. 威奇达为国内抗感染上游中间体原料药主要供应商

国药集团威奇达药业有限公司是由中国医药集团总公司投资控股的以生产抗感染药物为主的综合型制药企业。公司座落于中国历史文化名城、素有“煤都”之称的能源基地——大同市。在大同共有 26 个生产车间和 31 条生产线，所有药品生产车间均通过了中国 CGMP 认证，主要产品生产线均通过美国 FDA 或欧盟 CEP 认证。已经形成年产 6-APA 9000 吨、阿莫西林 9000 吨、7-ACA 1600 吨、克拉维酸钾 600 吨、头孢粗品 1500 吨、头孢无菌原料药 600 吨、青霉素无菌原料药 500 吨、粉针剂 2 亿支、口服固体制剂 40 亿粒/袋的生产能力。

旗下全资子公司江苏威奇达药业有限公司（原名上海现代制药海门有限公司），位于江苏省南通市，2020 年国药威奇达实缴 8 亿注册资本，主营原料药盐酸达泊西汀等非抗感染类产品。

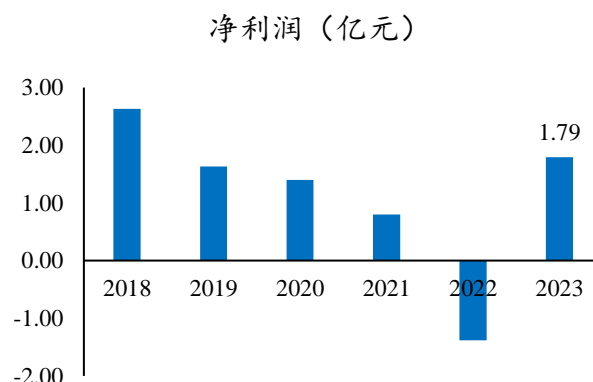
2023 年子公司威奇达实现营收 48.33 亿元，同比减少 3.92%，净利润为 1.79 亿元，实现亏转盈，盈利能力有待进一步提升。

图24：国药威奇达 2018-2023 年营收情况（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图25：国药威奇达 2018-2023 年净利润（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

国药威奇达核心产品 6-APA、阿莫西林、氨苄西林年产量接近 1.8 万吨。6-APA 出口居全球前三位，7-ACA 产量位居国内第二位，拳头产品克拉维酸钾系列拥有国内 50% 的市场份额，国际 35% 的市场份额。

根据 2022 年公司年报，2022 年国药威奇达主要产销产品有青霉素中间体 6-ACA、7-ACA、氨苄西林酸、克拉维酸系列、头孢曲松钠、阿莫西林、阿奇霉素。

表12：国药威奇达主要产品 2023 年的产销量

类别	主要产品	2023 年生产量 (吨)	2023 年销售量 (吨)
青霉素中间体	6-APA	8041.88	4405.88
	7-ACA	1208.14	794.55
	氨苄西林酸	666.38	490.8
头孢原料药	克拉维酸系列	1380.46	1302.26
	头孢曲松钠	245.48	176.28
	阿莫西林	5528.14	4405.88
大环内酯类药物	阿奇霉素	930.22 (2021 年)	946.82 (2021 年)

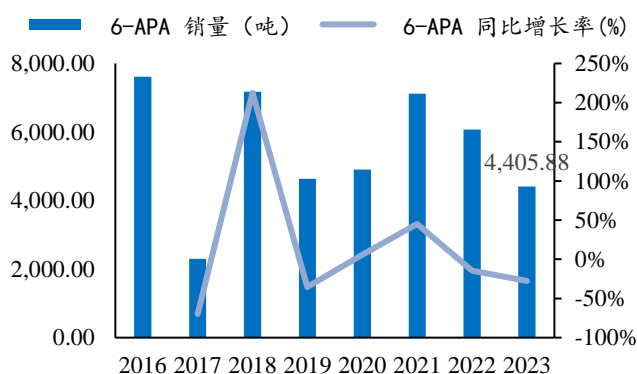
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3.1.2. 公司中间体原料药产品销量整体保持平稳

国药威奇达主要产品 6-APA 2023 年实现 4405.9 吨的销量，6-APA 是以青霉素钾盐为原料，经酶化裂解制得，主要用作中间体用来生产半合抗青霉素类抗生素，例如阿莫西林、氨苄钠等。

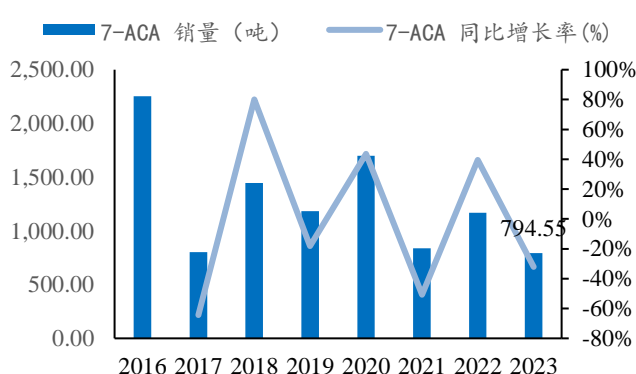
7-ACA 为头孢上游中间体（ β 内酰胺类），是许多半合成头孢菌素的起始原料，通过生物发酵、化学提炼制取头孢菌 C，再由头孢菌 C 化学裂解或酶解成 7-ACA。头孢菌素类抗生素作用是抑制细胞壁的合成，而人体细胞无细胞壁，故具优良的选择性，安全性大，杀菌力强，是一类抗生素。2017-2022 年公司 7-ACA 销量在 800-1700 吨区间波动，2023 年实现销量 794.55 吨。

图26：6-APA 2016-2023 年销量（吨）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

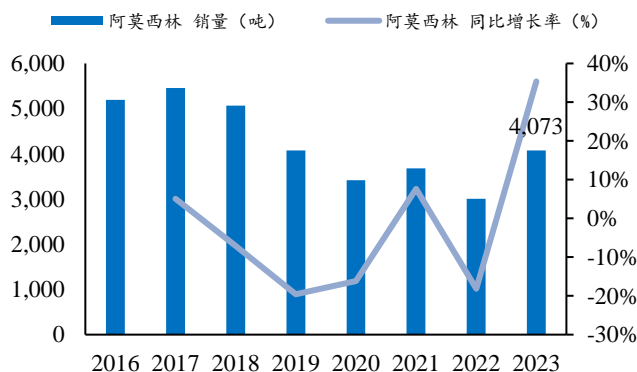
图27：7-ACA 2016-2023 年销量（吨）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

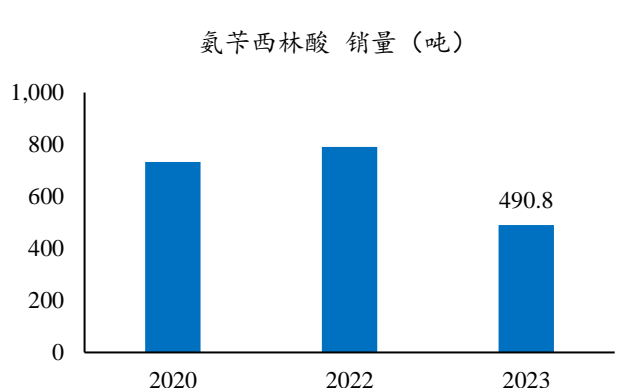
6-ACA 的下游阿莫西林原料药，对大多数致病的革兰阳性菌和阴性菌（包括球菌和杆菌）均有强大的抑菌和杀菌作用，一般用于治疗由敏感菌（不产 β -内酰胺酶菌株）所致的疾病。公司阿莫西林原料药销量近年来略有下降，2023 年销量有所回升，为 4072.7 吨。氨苄西林原料药在 2020 年和 2022 年分布销量为 733 吨和 790 吨，2023 年销量为 490.8 吨。

图28：阿莫西林 2016-2023 年销量（吨）



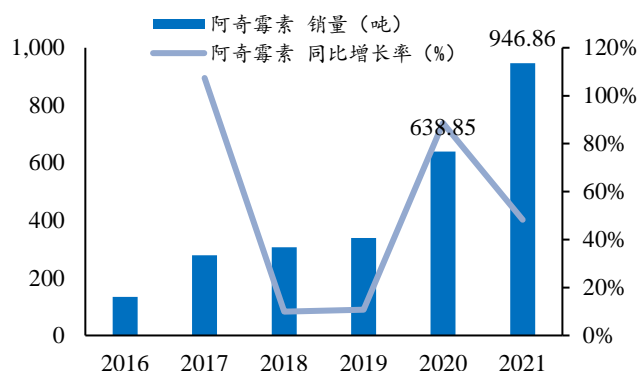
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图29：氨苄西林 2020-2023 年销量（吨）

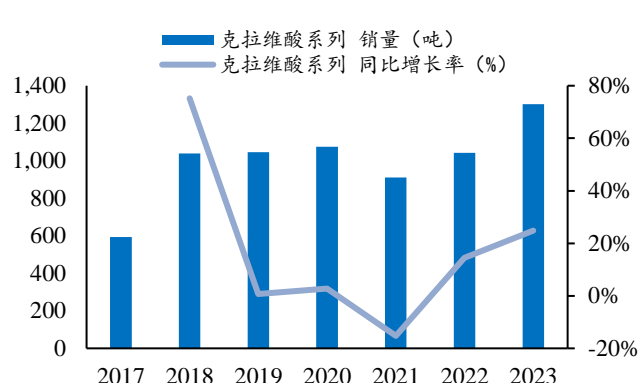


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

阿奇霉素销量从 2016 年的 134 吨持续增长至 2021 年实现 946.86 吨。阿奇霉素（azithromycin），第二代大环内酯类抗生素，目前主要应用于感染、泌尿生殖系统、皮肤病、炎症、呼吸系统、杂类及眼科等治疗领域。头孢中间体青霉素工业钾盐公司销量波动较小，2022 年为 1217.4 吨。克拉维酸系列 2018-2022 年销量稳定保持在 1000-1100 吨，2023 年增长至 1302 吨。

图30：阿奇霉素 2016-2023 年销量（吨）


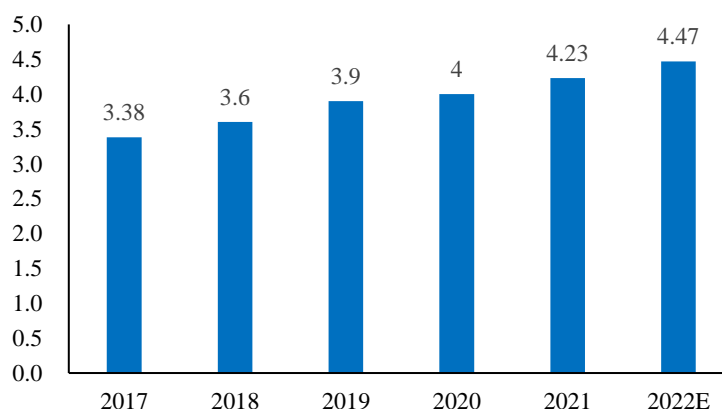
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图31：克拉维酸系列 2017-2023 年销量（吨）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

3.1.3. 主要产品竞争格局稳固，公司份额居前，近年价格呈上涨趋势

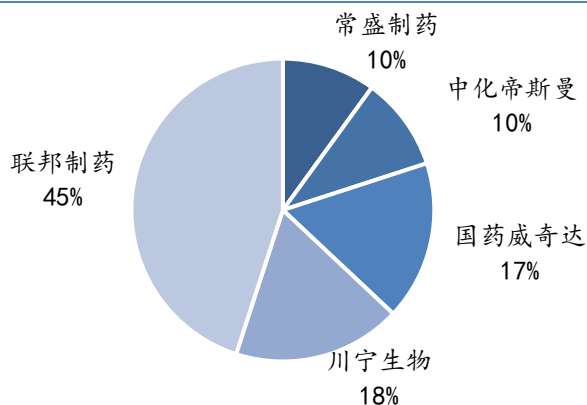
根据新思界产业研究中心发布的报告显示，我国 6-APA 产能在全球总产能中的占比达到 90% 以上，全球 6-APA 市场需求主要从国内进口，因此国内 6-APA 行业发展直接影响全球 6-APA 市场供需格局。我国联邦制药、威奇达、科伦药业三大 6-APA 生产企业合计产能在全球总产能占比超 70% 以上。2020 年，新冠肺炎疫情爆发，对抗生素需求快速上升，而我国 6-APA 产能过剩现象得到改善，因此 6-APA 价格开始上涨。

图32：全球 6-APA 市场需求量（万吨）预测趋势图


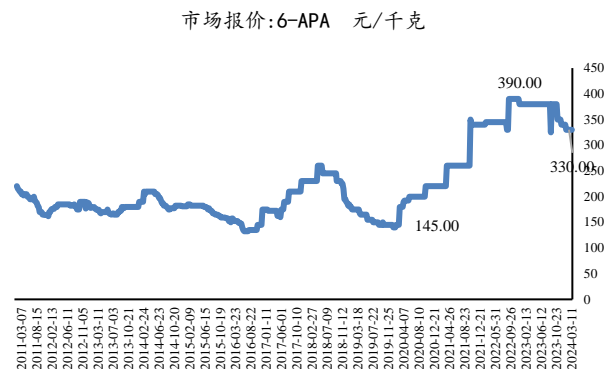
资料来源：中商情报网，观研报告网，信达证券研发中心

我国能够稳定量产的 6-APA 企业主要是联邦制药、威奇达、川宁生物（科伦药业子公司）。除此之外，还有中化帝斯曼、常盛医药，但这两家企业存在基本不外销以及生产不稳定等问题，市场呈现寡头垄断格局。2021 年全球 6-APA 市场需求量约为 4.23 万吨，国内企业中产能较大的是联邦制药，产能约为 18000 吨/年，威奇达产能约为 9000 吨/年，但尚未满产，川宁生物产量约为 6700 吨/年。常盛制药及帝斯曼市场产能占比较低，且只自用不对外出售。

结合 2011 年至今 6-APA 价格走势，我们发现 2019 年至今 6-APA 的价格从 2019 年最低 145 元/千克的价格，持续上涨，到 2022 年底最高达到 390 元/千克，最近 2024 年 3 月份价格为 330 元/公斤。我们认为因 6-APA 的因经过多年的博弈和充分竞争淘汰，目前已基本形成 3 家龙头企业默契平衡的供需状态，当期的价格体系有望维持。

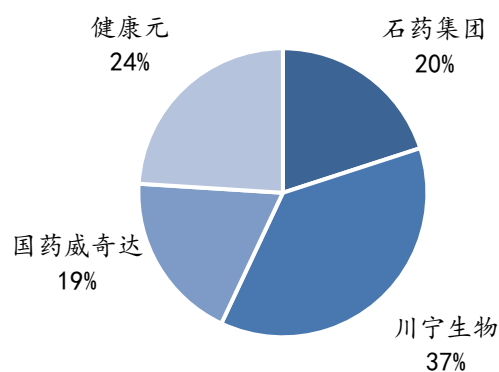
图33：2021 年 6-APA 产能占有率情况


资料来源：川宁生物招股书，信达证券研发中心

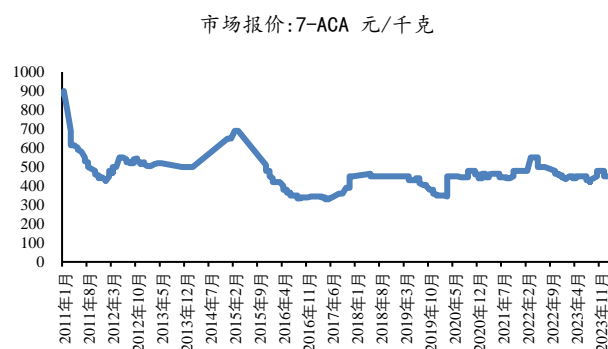
图34：6-APA 市场价格变化趋势


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

7-ACA 川宁生物产能占有率约 37%，国药威奇达产能占有率排第 3 位，约 19%。7-ACA 价格体系于 2018 年至今维持基本稳定，波动区间在 350-500 元/千克区间，2024 年最新价格约 450 元/千克。

图35：2021 年 7-ACA 产能占有率情况


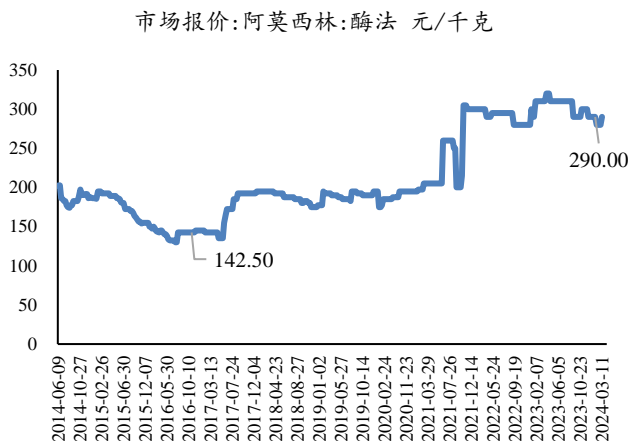
资料来源：川宁生物招股书，信达证券研发中心

图36：7-ACA 市场价格变化趋势


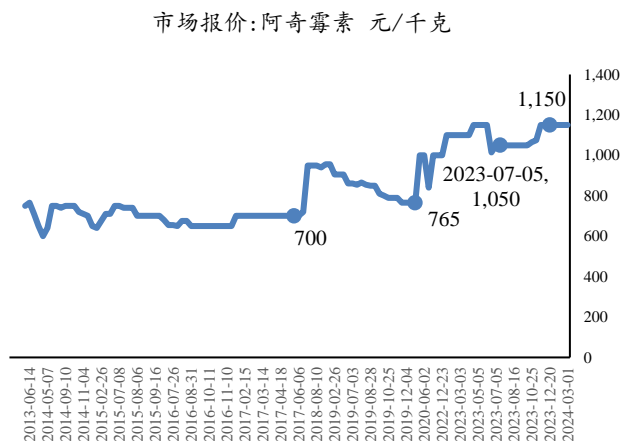
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

阿莫西林原料药市场价格从 2017 年最低平台 140 元/千克区间，逐步上涨，2018-2020 年维持在 200 元/千克平台，2021-2023 年价格上涨至 300 元/千克，截至 2024 年 3 月 11 日价格为 290 元/千克。

阿奇霉素属于大环内酯类原料药，因 2023 年 9 月以来，各医院儿科收治的肺炎支原体感染患儿数量明显增加。大环内酯类抗菌药物，如罗红霉素、阿奇霉素，为肺炎支原体感染的首选治疗药物。阿奇霉素原料药价格，2013-2017 年价格处于较低在 600-800 元/千克，2019 年市场价格基本维持在 950 元/公斤，7 月后价格上涨至 1050 元/公斤，一直到 2023 年底价格平稳维持在 1150 元/公斤。

图37：阿莫西林原料药价格变化趋势情况


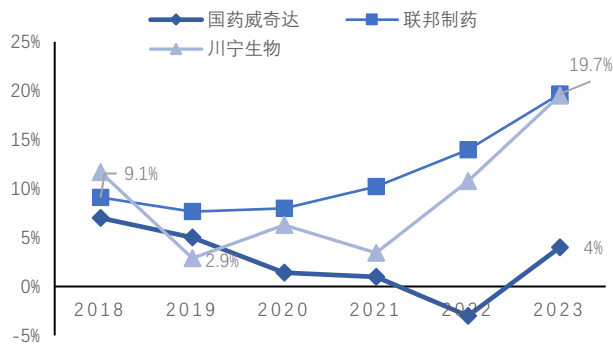
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图38：阿奇霉素市场价格变化趋势


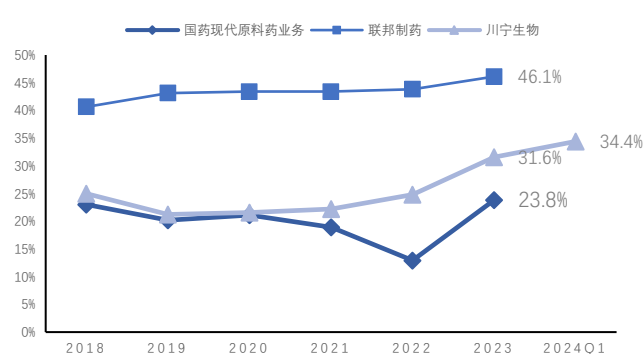
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

3.1.4. 国药威奇达与同行企业对比净利率偏低，有改善提升空间

国药威奇达关于青霉素中间体 6-APA 及原料药阿莫西林，主要同行竞争企业为联邦制药、川宁生物，因青霉素类中间体原料药最近 4 年涨价，联邦制药净利率持续上行，由 2018 年的 9.1% 提升至 2023 年的 19.7%；川宁生物净利率由 2019 年的 2.9% 提升至 2023 年的 19.5%。国药威奇达因故停产和投资的江苏威奇达尚未进入收获期的因素，2022 年净利率为 -3%，2023 年恢复至 4%，但依然显著低于同行，我们认为国药威奇达公司有望在 2024-2025 年回归到合理的盈利水平，我们初步预计 2024 年威奇达的净利率水平有望恢复至 8%。

图39：国药威奇达与同行同类企业的毛利率对比


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

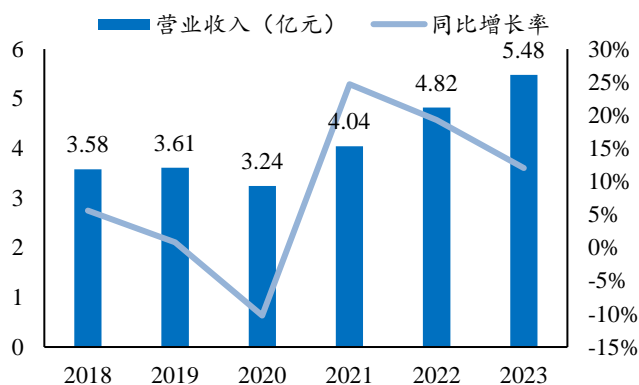
图40：国药威奇达与同行同类企业的净利率对比


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

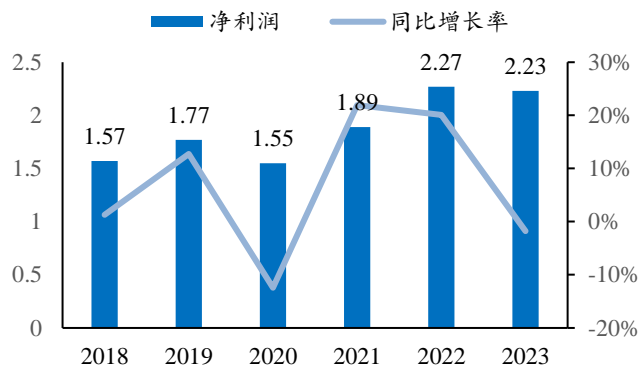
3.2. 上海天伟：辅助生殖特色原料药稳健增长，盈利能力突出

国药上海天伟成立于 2001 年，专业从事原料药、医药中间体和注射剂的研究开发和生产，为上海市高新技术企业。公司拥有生物提取、微生物发酵、化学合成和制剂研究四大技术研发平台，能独立进行各类高难度原料药和注射剂产品的研发。主要业务领域涉及辅助生殖，产品主要有原料药尿促卵泡素、绒促性素、尿促性素。上海天伟营收从 2020 年的 3.24 亿增长至 2023 年 5.48 亿，保持稳健增长，2023 年净利润为 2.23 亿，净利率达 40.7%，盈利能力突出。

图41：上海天伟营业收入及变化趋势（亿元）
图42：上海天伟净利润及变化趋势（亿元）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

上海天伟 2023 年实现营业收入 5.48 亿元, 同比增长 12%, 实现净利润 2.23 亿元, 同比降低-2%, 盈利能力较为稳定, 在营收增长的带动下有望稳健增长。

4. 大股东增持有利于并购资产, 高管增持彰显发展信心

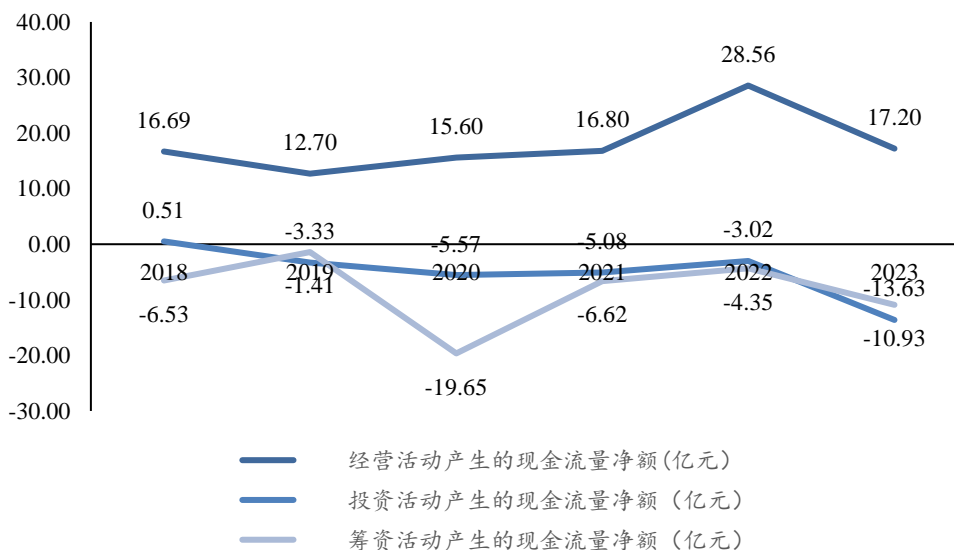
4.1. 大股东 12 亿增持, 现金储备丰富, 高管增持彰显发展信心

大股东国药集团 12 亿出资参与定增, 彰显大股东发展信心。公司 2023 年 1 月公司公告, 2022 年 12 月 29 日以 8.27 元/股定向增发 1.45 亿股, 公司控股股东国药集团认购全部股份, 为公司提供 11.87 亿元资金支持。

4.1.1. 公司现金流稳定, 账上现金充裕, 为外延并购提供资金储备

2023 年全年企业自由现金流约-7.04 亿元。其中经营活动产生的现金流量净额为 17.2 亿元, 主要为 2022 年四季度公司以预收款作为结算方式的销售订单较多, 导致相应 2023 年销售活动产生的现金净流量同比下降; 投资活动产生的现金流量净额-13.63 亿元, 同比减少 10.61 亿元主要因 2023 年新增购买大额存单, 导致投资活动现金流出增加较多所致; 筹资活动产生的现金流量净额-10.93 亿元, 公司减少外部贷款, 并有充足资金还钱给银行或者支付利息, 以及发放股东股利以及回购股票。现金流状况总体保持稳定, 波动较少, 经营活动产生的现金流量净额有增长态势并保持 10 亿元以上额度。

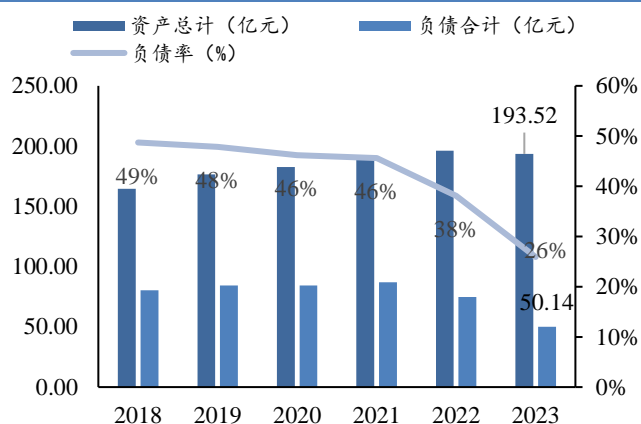
图43: 公司 2018-2023 年报现金流情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

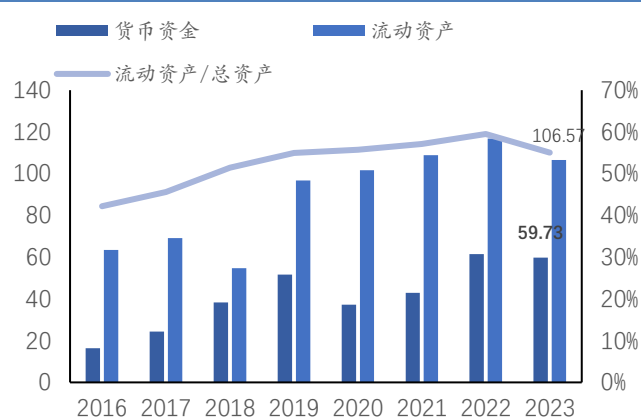
截止 2023 年年报，公司总资产 193.52 亿元，总负债 50.14 亿元，账上货币资金 59.7 亿，流动资产 106.57 亿，资金充足。2018 至 2023 年负债率整体呈现下降趋势，负债率由 2018 年的 49% 下降到 2023 年的 26%，公司负债压力减小，经营风险降低。

图44：公司近年来的资产&负债总额及负债率情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图45：公司账上现金及等价物总额变化趋势（亿元）



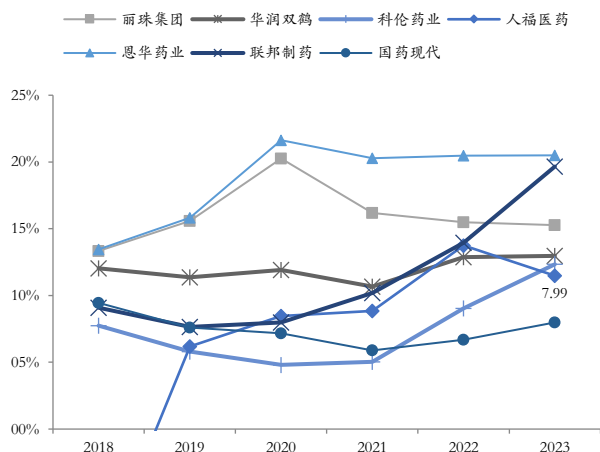
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司资产负债表的流动资产由 2016 年的 63.4 亿增长至 2023 年的 106.54 亿，流动资产占总资产比例由 2016 年的 42.2% 提升至 2023 年的 55.07%。体现公司现金充裕，为公司业务发展及并购拓展提供资金保障。

4.1.2. 对标同行公司目前盈利水平偏低，未来有提升空间

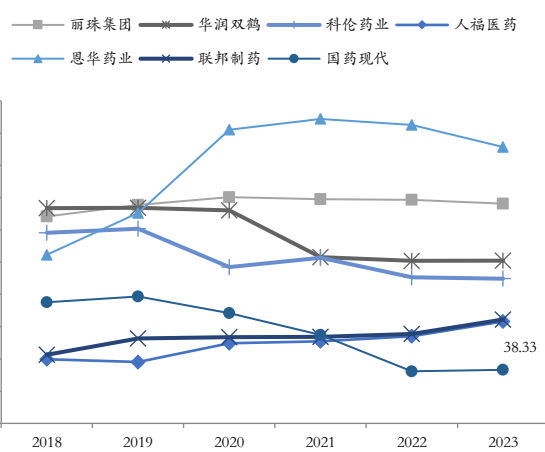
国药现代 2023 年净利率 7.99%，毛利率 38.33%，对比同行企业 2023 年平均净利率 15.37%，平均毛利率 56.08%，国药现代位于同行同类企业中最底。我们认为随着公司制剂业务集采降价压力减缓，中间体原料药盈利回升，公司盈利能力有望持续恢复。

图46：公司与同行企业净利率对比



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图47：公司同行企业的毛利率（%）对比



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

4.2. 公司管理层积极增持，彰显发展决心，核心岗位调整有望激发活力

自 2022 年底开始，陆续有高管增持上市公司股票，彰显了公司管理层对未来公司发展的信心与对投资者回报的注重。

表13：国药现代高管持股情况

姓名	职务	持股数（股）	开始持股日
周斌（已离职）	董事长	20,000	2022/12/19
魏冬松	副总裁, 前董事会秘书	20,000	2022/12/5
龚忠	副总裁	20,000	2022/12/15
李显林	副总裁, 总法律顾问	20,000	2022/12/7
郝超峰（已离职）	财务总监	20,000	2023/2/27
连万勇	总裁, 董事	20,000	2022/12/26
倪峰	副总裁	20,000	2023/12/11
李昊	副总经理、前财务总监	20,000	2024/1/31
余向东	监事	20,000	2023/4/15

资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

2022年9月末以来，公司董事长、总裁、财务总监、董秘等核心管理层进行了更换调整，新上任的管理层在国药集团旗下平台任职多年，如董事长董增贺曾任职东北制药总经理，现任国药集团党委委员，副总经理，大家制药董事长；总裁连万勇曾任职国药集团财务部、投资部、资产管理中心、政策研究室、国药控股副总裁；新上任的副总裁兼董秘张忠喜曾任职重庆太极集团总会计师、董事、副总经理；财务总监祖敬曾任职国药国际财务总监。

表14：公司主要高管任职日期及背景简历

姓名	职务	任职日期	出生年份	个人简历
董增贺	董事长, 董事	2023-07-14	1966	曾历任东北制药集团有限责任公司副总经理、总经理、董事长兼党委书记；东北制药集团股份有限公司总经理、董事长；东北制药总厂副厂长、厂长兼党委书记；沈阳第一制药厂厂长兼党委书记；费森尤斯卡比华瑞制药有限公司副董事长。现任中国医药集团有限公司党委委员、副总经理，中国大家制药有限公司董事长，上海现代制药股份有限公司董事长。
连万勇	总裁	2022-09-24	1971	曾历任中国医药集团广州公司粤兴医药有限公司医药销售代表、产品主任；香港天健国际有限公司产品经理、高级产品经理；美国 Barr Laboratories, Inc 财务部副经理；中国药材集团公司营运稽核部经理；中国医药集团有限公司财务资产管理部副主任、投资管理部主任、北京国药资产管理中心副总经理（兼）、政策研究室副主任；国药控股股份有限公司董事、监事、副总裁、党委委员。现任上海现代制药股份有限公司董事、党委副书记、总裁。
张忠喜	副总裁, 董秘	2024-03-28	1976	历任重庆太极实业（集团）股份有限公司财务部电算化室主任、资金科科长、副经理、经理、财务总监，太极集团重庆涪陵制药厂有限公司副总经理，太极集团有限公司总会计师，重庆太极实业（集团）股份有限公司董事、副总经理。
祖敬	财务总监	2024-03-28	1970	历任中国出国人员服务总公司财务部副总经理，中服嘉远贸易公司副总经理兼财务总监，中国国际医药卫生有限公司财务部总经理、财务副总监、财务总监，上海现代制药股份有限公司财务总监，中国医药集团有限公司国际合作部主任。
倪峰	副总裁	2022-11-11	1979	历任上海药明康德新药开发有限公司项目组组长；上海医药工业研究院有限公司课题组组长（期间挂职任吉林省敦化市委副书记）；上海现代制药股份有限公司研发管理部主任，上海事业部党委书记、总经理。现任上海现代制药股份有限公司副总裁、研究院院长（兼）。
李昊	副总裁	2023-06-28	1965	历任北京化工二厂会计；北京民族饭店会计；中国医药对外贸易公司会计；国药集团工业有限公司财务经理、财务总监；中国医药工业有限公司财务总监；上海现代制药股份有限公司财务总监；中国国际医药卫生有限公司财务总监。
李显林	副总裁、总法律顾问	2016-11-18	1965	历任沈阳第一制药厂中药车间工艺员、副主任；沈阳第一制药厂马氏总公司技术质量部长；沈阳第一制药厂科技开发公司总经理；东北制药（沈阳）科技开发有限公司总经理；中国医药投资有限公司（原中国医药工业有限公司）技术总监、副总经理；兼任国药集团山西瑞福莱药业有限公司董事长。现任上海现代制药股份有限公司副总裁、总法律顾问。
魏冬松	副总裁	2011-08-18	1973	历任北京兆维电子（集团）有限公司集团办公室秘书、主任助理；中国海外工程总公司资本运营部高级经理；北京德普德丰财务顾问有限公司总经理；北京瑞阳通达科技发展有限公司副总经理。现任上海现代制药股份有限公司副总裁、董事会秘书（2024年3月28日公司公告卸任董事会秘书职务，依然任副总裁）。

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

4.1. 央企改革高质量发展，体制机制改革或激活企业活力

2020 年 6 月 30 日召开中央深改委第十四次会议审定《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，正式拉开了国企改革三年行动的大幕。

2023 年 12 月 25 日至 26 日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，扎实做好 2024 年中央企业改革发展重点工作，突出抓好“六个着力”。

近 5 年来央企经营指标经过 4 个阶段转化，分别是：①2019 年的“两利一率”；②2020 年的“两利三率”；③2021 年的“两利四率”；④2023 年的“一利五率”。每个阶段经营指标的转换都代表着国资委对央企经营改革提出新的发展要求和更高期许。

2023 年 1 月，国务院国资委将 2023 年央企目标管理体系由此前的“两利四率”调整为“一利五率”，并提出了“一增一稳四提升”的具体要求。“一利”即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长；“五率”指净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速；“一稳”是指资产负债率稳定在 65%左右；“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。

2024 年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。

图48：中央企业经营指标体系优化及演进思路



资料来源：毕马威，信达证券研发中心

2024 年 1 月 29 日，国务院国有资产监督管理委员会召开 2024 年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出，2024 年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。

我们认为央企经营指标考核的升级叠加国资委要求全面推开上市公司市值管理考核，央企有望迎来新一轮的提质增效。

推进央企战略性重组和专业化整合，是加快国有经济布局优化和结构调整的重要举措。2024 年，国资央企将结合“十四五”规划落实，统筹谋划好重组整合的主攻方向和重点任务，有计划、有节奏地调整优化布局结构；突出服务国家战略，稳妥实施战略性重组和新央企组建，持续推动国有资本“三个集中”，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业集中，向提供公共服务、应急能力建设和公益性等关系国计民生的重要行业集中，向前瞻性战略性新兴产业集中。

5. 盈利预测与投资建议

我们将公司业务分为医药中间体及原料药、制剂业务、大健康业务。我们对公司的 2024-2026 年业务作如下假设预测：

- 1) **医药中间体及原料药**：受益于医药中间体产品价格较好且产品结构优化，公司原料药占比提升。我们预计该业务 2024-2026 年收入增速为 15%、8%、8%，毛利率为 26%、26%、26%。
- 2) **制剂业务类**：由于集采压力趋缓且公司制剂类新产品持续丰富，我们预计该业务 2024-2026 年收入增速为 3%、8%、8%，毛利率分别为 51%、52%、53%。
- 3) **大健康业务**：该业务基数较小，我们预计该业务有望延续前两年较高增速，预计 2024-2026 年收入增速为 50%、45%、40%，毛利率分别为 22%、25%、25%。

表15：国药现代业务拆分预测表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	13944.9	12959.3	12069.9	12609.6	13641.6	14762.0
增速	18.94%	22.86%	14.38%	4.47%	8.18%	8.21%
成本(百万元)	7848.1	8024.6	7444.0	7573.8	8119.0	8708.3
毛利率(%)	43.72%	38.08%	38.33%	39.94%	40.48%	41.01%
具体营收拆分(百万元)：						
医药中间体及原料药(行业)	5582.2	5121.6	4789.3	5507.7	5948.3	6424.2
同比增长	16.6%	-8.3%	-6.5%	15%	8%	8%
营业成本	4527.5	4459.1	3647.6	4075.7	4401.7	4753.9
毛利率	18.89%	12.94%	23.84%	26.0%	26.0%	26.0%
制剂(行业)	8125.1	7533.5	6834.2	7039.3	7602.4	8210.6
同比增长	7.2%	-5.8%	-9.3%	3%	8%	8%
营业成本	3120.2	3258.2	3394.6	3449.2	3649.2	3859.0
毛利率	61.60%	56.75%	50.33%	51.0%	52.0%	53.0%
大健康(行业)	32.0	28.3	41.8	62.7	90.9	127.2
同比增长	12.1%	-23.6%	47.7%	50%	45%	40%
营业成本	23.1	22.2	33.4	48.9	68.1	95.4
毛利率	27.87%	21.48%	19.97%	22.0%	25.0%	25.0%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

根据以上假设，我们预计公司 2024-2025 年营业收入分别为 126 亿元、136 亿元、148 亿元，同比增速分别为 4.5%、8.2%、8.2%，实现归母净利润为 9.91 亿元、11.53 亿元、13.57 亿元，同比分别增长 43.2%、16.3%、17.7%，对应当前股价 PE 分别为 14、12、11 倍。

表16：公司盈利预测情况（2024E-2026E）

单位/百万	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,070	12,610	13,642	14,762
同比(%)	-6.9%	4.5%	8.2%	8.2%
归属母公司净利润	692	991	1,153	1,357
同比(%)	10.2%	43.2%	16.3%	17.7%
毛利率(%)	38.3%	39.9%	40.5%	41.0%
ROE(%)	5.6%	7.4%	7.9%	8.5%
EPS（摊薄）（元）	0.52	0.74	0.86	1.01
P/E	20.70	14.45	12.42	10.55
P/B	1.16	1.07	0.98	0.90

资料来源：iFinD，信达证券研发中心，股价截止2024年4月25日收盘价；

根据公司业务情况，我们选取科伦药业、华润双鹤、丽珠集团、人福医药、恩华药业等仿制药或者原料药制剂一体化企业作为同行可比公司，可比公司 2024-2026 年的平均估值为 16 倍、14 倍、12 倍。公司当前估值低于行业同类公司平均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表17：国药现代盈利预测与同行估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 亿	归母净利润(百万元)				PE		
				2023A/E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002422.SZ	科伦药业	31.3	501	2,391	2,735	3,155	-	18	16	-
600062.SH	华润双鹤	21.4	222	1,333	1,513	1,716	1,825	15	13	12
000513.SZ	丽珠集团	39.5	318	1,954	2,270	2,568	2,806	14	12	11
600079.SH	人福医药	20.8	339	2,134	2,521	2,923	3,293	13	12	10
002262.SZ	恩华药业	23.9	241	1,037	1,279	1,572	1,837	19	15	13
同类公司平均估值								16	14	12
600420.SH	国药现代	10.7	143	692	991	1,153	1,357	14	12	11

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心，收盘价与总市值等数据截止2024年4月25日；可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，其中科伦药业尚未公布2023年年报，盈利预测值为2023-2025年；其他公司3年归母净利润预测值为2024-2026年。

6. 风险提示

- (1) **市场开拓不及预期的风险**，如公司制剂业务销售情况或者集采中标丢标的风险；
- (3) **政策变动风险**，如仿制药集采导致产品降价、医疗反腐影响院内市场开拓及销售、新产品入院节奏变慢等风险；
- (4) **市场竞争导致产品价格大幅下降的风险**，如子公司国药威奇达的主产品 6-APA 中间体及阿莫西林、阿奇霉素等原料药因行业新产能加入导致价格波动风险；
- (5) **原材料价格波动导致盈利能力波动风险**，公司的中间体原料药生产需要玉米，煤炭、化工产品等大宗商品，如原材料价格大幅提升会显著影响公司的毛利率水平。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,684	10,657	11,999	13,752	15,718
货币资金	6,148	5,973	7,010	8,288	9,932
应收票据	284	103	140	171	158
应收账款	1,892	1,342	1,576	1,738	1,789
预付账款	276	150	188	215	207
存货	2,440	2,280	2,314	2,479	2,662
其他	644	809	770	863	970
非流动资产	7,946	8,695	8,585	8,417	8,318
长期股权投资	150	156	156	159	163
固定资产(合计)	5,512	5,705	5,571	5,414	5,317
无形资产	517	511	507	493	484
其他	1,767	2,323	2,351	2,351	2,354
资产总计	19,630	19,352	20,584	22,169	24,036
流动负债	4,196	3,780	3,858	4,024	4,379
短期借款	321	45	25	15	35
应付票据	460	605	550	572	652
应付账款	961	953	976	1,020	1,110
其他	2,453	2,176	2,306	2,417	2,582
非流动负债	3,282	1,234	979	801	441
长期借款	384	0	50	80	30
其他	2,898	1,234	929	721	411
负债合计	7,478	5,014	4,837	4,825	4,820
少数股东权益	1,847	1,950	2,335	2,779	3,294
归属母公司股东权益	10,305	12,388	13,412	14,565	15,922
负债和股东权益	19,630	19,352	20,584	22,169	24,036

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,959	12,070	12,610	13,642	14,762
同比(%)	-7.1%	-6.9%	4.5%	8.2%	8.2%
归属母公司净利润	628	692	991	1,153	1,357
同比(%)	10.5%	10.2%	43.2%	16.3%	17.7%
毛利率(%)	38.1%	38.3%	39.9%	40.5%	41.0%
ROE%	6.1%	5.6%	7.4%	7.9%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.52	0.74	0.86	1.01
P/E	22.82	20.70	14.45	12.42	10.55
P/B	1.39	1.16	1.07	0.98	0.90
EV/EBITDA	3.73	4.50	2.57	1.74	0.82

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,959	12,070	12,610	13,642	14,762
营业成本	8,025	7,444	7,574	8,119	8,708
营业税金及附加	114	138	129	142	155
销售费用	2,746	2,154	2,270	2,428	2,598
管理费用	684	770	757	819	856
研发费用	521	569	555	606	650
财务费用	-46	-75	-145	-184	-231
减值损失合计	-47	-79	2	3	2
投资净收益	2	27	11	17	19
其他	95	63	60	63	67
营业利润	966	1,082	1,544	1,794	2,115
营业外收支	18	15	15	18	9
利润总额	984	1,097	1,559	1,812	2,124
所得税	117	132	183	215	251
净利润	867	965	1,377	1,597	1,872
少数股东损益	240	273	385	444	515
归属母公司净利润	628	692	991	1,153	1,357
EBITDA	1,767	1,846	2,195	2,397	2,681
EPS(当年)(元)	0.61	0.54	0.74	0.86	1.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	2,856	1,720	1,973	2,076	2,685
净利润	867	965	1,377	1,597	1,872
折旧摊销	849	825	780	768	789
财务费用	107	58	34	27	17
投资损失	-2	-27	-11	-17	-19
营运资金变动	1,058	-184	-206	-300	13
其它	-23	84	0	0	13
投资活动现金流	-302	-1,363	-658	-584	-684
资本支出	-302	-346	-669	-597	-700
长期投资	0	2	0	-4	-3
其他	0	-1,019	11	17	19
筹资活动现金流	-435	-1,093	-309	-215	-357
吸收投资	1,188	0	0	0	0
借款	2,346	45	30	20	-30
支付利息或股息	-348	-364	-34	-27	-17
现金流净增加额	2,212	-704	1,038	1,277	1,644

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在 PCC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。