

国药现代 (600420.SH)

上半年业绩强超预期，国企改革持续兑现

投资要点:

➤ **公司 H1 与 Q2 业绩强超预期，利润翻番，H1 利润几乎超过 23 全年**
H1 业绩预告：公司 24H1 预计实现归母净利润 6.9~7.5 亿，同比增长 99.4%~116.8%；预计实现扣非归母净利润 6.6~7.2 亿，同比增长 103.4%~122.1%。

Q2 单季度业绩预告：公司 Q2 预计实现归母净利润 3.6~4.2 亿，同比增长 115~151%；预计实现扣非归母净利润 3.3~3.9 亿，同比增长 116%~156%。

➤ 产品结构优化，降本增效增厚利润

产品结构优化叠加降本增效，带来业绩质变式提升。我们认为公司业绩的强势表现主要归因于：

结构优化：积极把握市场机遇，持续调整产品结构，部分高毛利产品销量上升。公司 23 年原料药板块毛利率由 22 年的 12.94% 大幅提升至 23.84%，目前抗生素产业链景气度高，原料药与中间体处于高位，公司积极调整产品结构，部分高毛利产品销售规模同比增加。我们预期抗生素产业链保持高景气，公司原料药板块毛利率仍将继续提升。

提质增效：作为国药系化药平台，深入开展提质增效，通过改进工艺技术，强化一体化管理、规模化生产，生产成本同比有所下降。

降本控费：公司持续推进降本控费，提振管理效益，期间费用同比大幅下降明显，公司经营效率提升空间巨大。公司销售费用率从 2019 年的 29.59% 逐渐下滑至 2023 年的 17.84%，2024Q1 进一步下降至 14.52%。主要是公司降本增效项目制的推动成效以及公司过亿制剂产品大多纳入集采挤压销售费用所致。我们预期降本增效有望持续推进，公司各项费用率仍有改善空间。

➤ 国药并购元年，账面货币资金充足，外延投资并购有支撑。

截止 2023 年年报，公司总资产 193.52 亿元，总负债 50.14 亿元；公司资产负债率从 2018 年的 48.72% 逐渐下降至 2023 年的 25.91%。2023 年公司账面货币资金 59.73 亿元，充足的在手现金为公司外延投资并购提供支撑。预期公司将积极拓展产业链、完善业务布局，加大外延式产业布局。

➤ 盈利预测与投资建议

公司业绩持续超预期，在国药系改革持续兑现的背景下强势业绩表现有望持续，因此，我们将公司 2024-2026 年收入增速由 -5%/0%/0% 调整至 3%/6%/7%，将 2024-2026 年公司净利润增速由 37%/17%/13% 调整至 67%/17%/14%（不考虑未来整合并购预期），EPS 分别为 0.86/1/1.14。考虑公司作为国药集团旗下统一的化药工业平台，具有国药集团内工匠协同优势，且国改降本增效预期持续改善公司业绩，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

抗生素原料药与中间体价格下降，国改降本增效不及预期。

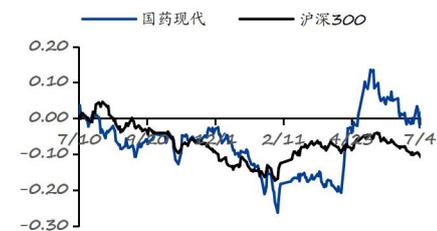
买入（维持评级）

当前价格：10.87 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,341.17/1,196.07
流通 A 股市值(百万元)	13,001.28
每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	25.63
一年内最高/最低价(元)	12.53/7.61

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师：张俊(S0210524040002)
zj30486@hfzq.com.cn
联系人：万喆瑞(S0210123050066)
wzr30132@hfzq.com.cn

相关报告

1、国药旗下统一的化药工业平台，改革已见成效——2024.05.13

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,959	12,070	12,441	13,225	14,156
增长率	-7%	-7%	3%	6%	7%
净利润(百万元)	628	692	1,154	1,344	1,535
增长率	10%	10%	67%	17%	14%
EPS(元/股)	0.47	0.52	0.86	1.00	1.14
市盈率(P/E)	22.7	20.6	12.4	10.6	9.3
市净率(P/B)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,973	9,547	11,413	13,520
应收票据及账款	1,445	1,293	1,273	1,322
预付账款	150	150	158	167
存货	2,280	2,322	2,449	2,592
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	809	774	822	880
流动资产合计	10,657	14,086	16,115	18,481
长期股权投资	156	156	156	156
固定资产	5,705	5,108	4,592	4,156
在建工程	100	80	70	60
无形资产	511	492	466	449
商誉	160	160	160	160
其他非流动资产	2,063	2,061	2,057	2,060
非流动资产合计	8,695	8,057	7,502	7,041
资产合计	19,352	22,143	23,617	25,522
短期借款	45	0	0	0
应付票据及账款	1,559	3,006	3,021	3,225
预收款项	14	8	10	13
合同负债	231	224	238	255
其他应付款	1,530	1,530	1,530	1,530
其他流动负债	401	402	411	423
流动负债合计	3,780	5,170	5,210	5,445
长期借款	0	50	60	140
应付债券	1,031	1,031	1,031	1,031
其他非流动负债	203	203	203	203
非流动负债合计	1,234	1,284	1,294	1,374
负债合计	5,014	6,454	6,505	6,819
归属母公司所有者权益	12,388	13,409	14,428	15,538
少数股东权益	1,950	2,280	2,684	3,165
所有者权益合计	14,338	15,689	17,112	18,703
负债和股东权益	19,352	22,143	23,617	25,522

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,720	3,842	2,244	2,535
现金收益	1,700	2,264	2,381	2,575
存货影响	159	-42	-126	-144
经营性应收影响	936	232	61	-27
经营性应付影响	46	1,441	17	206
其他影响	-1,121	-54	-89	-75
投资活动现金流	-1,363	-494	-485	-503
资本支出	-457	-201	-201	-216
股权投资	-6	0	0	0
其他长期资产变化	-900	-293	-284	-287
融资活动现金流	-1,093	227	106	75
借款增加	-2,248	5	10	80
股利及利息支付	-364	-477	-616	-752
股东融资	0	0	0	0
其他影响	1,519	699	712	747

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,070	12,441	13,225	14,156
营业成本	7,444	7,482	7,889	8,352
税金及附加	138	137	145	156
销售费用	2,154	1,804	1,878	1,982
管理费用	770	771	794	821
研发费用	569	587	661	708
财务费用	-75	-181	-246	-245
信用减值损失	18	5	6	7
资产减值损失	-79	-80	-50	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	27	2	11	13
其他收益	77	77	77	77
营业利润	1,082	1,813	2,115	2,419
营业外收入	26	26	26	25
营业外支出	11	11	11	11
利润总额	1,097	1,828	2,130	2,433
所得税	132	220	256	292
净利润	965	1,608	1,874	2,141
少数股东损益	273	455	530	605
归属母公司净利润	692	1,153	1,344	1,536
EPS (按最新股本摊薄)	0.52	0.86	1.00	1.14

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-6.9%	3.1%	6.3%	7.0%
EBIT 增长率	8.9%	61.3%	14.4%	16.1%
归母公司净利润增长率	10.2%	66.7%	16.5%	14.2%
获利能力				
毛利率	38.3%	39.9%	40.3%	41.0%
净利率	8.0%	12.9%	14.2%	15.1%
ROE	4.8%	7.4%	7.9%	8.2%
ROIC	7.6%	11.2%	11.6%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	29.1%	27.5%	26.7%
流动比率	2.8	2.7	3.1	3.4
速动比率	2.2	2.3	2.6	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	48	38	35	33
存货周转天数	114	111	109	109
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.86	1.00	1.14
每股经营现金流	1.28	2.86	1.67	1.89
每股净资产	9.24	10.00	10.76	11.59
估值比率				
P/E	21	12	11	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	27	20	18	17

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn