

原料药景气度良好 制剂业务提质增效

核心观点

公司 24Q1-3 主营业务收入端略有下滑，利润端实现快速增长。原料药中间体业务预计延续良好趋势，需求旺盛、销量增加的同时，优化原料药工艺带来生产成本降低。制剂业务预计收入短期承压，通过优化费用提升盈利能力。公司定位为国药集团旗下统一的化学制药工业平台，战略定位清晰，扎实推动高质量发展。展望未来，我们认为关注：1) 原料药中间体盈利质量稳步提升；2) 制剂业务企稳、潜力领域发力；3) 国药体系协同推进值得期待，看好公司长期发展。

事件

公司发布 2024 年三季度报告

10月28日，公司发布 2024 三季度报告，24 年 Q1-3 实现营业收入 85.93 亿，同比-6.21%；归母净利润 9.55 亿，同比+69.27%；扣非归母净利润 9.27 亿，同比+74.87%。

24Q3 单季度实现营收 26.33 亿，同比-3.10%；归母净利润 2.36 亿，同比+7.79%；扣非归母净利润 2.44 亿，同比+17.14%。

简评

业绩符合预告预期，盈利质量提升明显

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,959.32	12,069.93	11,632.26	12,283.84	13,133.44
YoY(%)	-7.07	-6.86	-3.63	5.60	6.92
净利润(百万元)	627.79	691.88	1,214.63	1,407.05	1,606.93
YoY(%)	10.47	10.21	75.55	15.84	14.21
毛利率(%)	38.08	38.33	38.42	39.83	41.02
净利率(%)	4.84	5.73	10.44	11.45	12.24
ROE(%)	6.09	5.58	9.09	9.76	10.34
EPS(摊薄/元)	0.47	0.52	0.91	1.05	1.20
P/E(倍)	27.13	24.62	14.02	12.11	10.60
P/B(倍)	1.70	1.37	1.27	1.18	1.10

资料来源: iFinD, 中信建投证券 数据截至 10 月 29 日

国药现代 (600420.SH)

维持

买入

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

SAC 编号:S1440519080003

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

发布日期: 2024 年 11 月 01 日

当前股价: 12.16 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.10/-4.34	3.40/-10.28	18.29/9.39
12 月最高/最低价 (元)			14.14/7.96
总股本 (万股)			134,117.27
流通 A 股 (万股)			134,117.27
总市值 (亿元)			163.09
流通市值 (亿元)			163.09
近 3 月日均成交量 (万)			1786.04
主要股东			
上海医药工业研究院有限公司			17.86%

股价表现



24Q1-3 公司实现营收 85.93 亿，同比-6.21%；归母净利润 9.55 亿，同比+69.27%；扣非归母净利润 9.27 亿，同比+74.87%。24Q3 单季度实现营收 26.33 亿，同比-3.10%；归母净利润 2.36 亿，同比+7.79%；扣非归母净利润 2.44 亿，同比+17.14%。收入端下降我们预计主要与制剂产品在集采联动降价和“四同”政策价格联动背景下销售收入受影响有关；净利润端实现快速增长，主要由于公司原料药需求旺盛、销量增加的同时，优化原料药工艺带来生产成本降低，制剂板块推动营销模式调整转型带来销售费用率显著下降。Q3 单季度增速与上半年相比有所回落，我们认为主要由于去年上半年基数较低、下半年基数有所提升，以及从经营节奏角度三季度感染类需求进入淡季有关。业绩符合此前预告预期。

原料药中间体业务预计延续良好趋势：公司原料药中间体品类中，青霉素类和大环内酯类 2024 年市场需求旺盛，同时价格保持在较高水平。参考上半年表现，公司氨苄西林酸、阿莫西林、克拉维酸系列产品销量同比分别增长 805.78%、93.78%、33.95%；大环内酯类原料药阿奇霉素量价齐升。从 Q3 价格表现来看，青霉素类、大环内酯类及头孢类价格表现环比整体呈现稳中有升趋势。同时，公司通过加强战略采购、优化供应商渠道等方式降低部分原材料采购价格；持续推进重点原料药产品工艺优化提升、降低生产成本。上述价格和成本因素共同推动公司 24Q1-3 医药中间体及原料药业务板块毛利率同比提升 10.35 pct。

制剂业务预计收入短期承压，优化费用提升盈利能力：公司制剂板块主要受集采联动降价和“四同”政策价格联动影响，24H1 营收规模承压，我们预计目前外部环境下公司制剂板块 Q3 收入端可能短期承压。公司积极应对行业趋势，持续推动营销模式调整转型、开展营销管理提升，24Q1-3 销售费用率同比下降 6.97 个百分点，我们预计制剂板块的整体盈利能力进一步提升。

集团内战略定位清晰，创新动能推动产业升级。公司隶属于国药集团，定位为国药集团旗下统一的化学制药工业平台，目前公司已经形成战略统一、资源集中、具有规模效应及上下游产业链协同优势的专业化发展格局。在国药集团内部协同方面，公司积极参与国药集团“自家亲”发展计划：1) 持续加强与国药集团内部商业龙头公司国药控股的合作，通过在线对接、参与国药控股互联互通等多种方式加强与国药集团内商业板块的联动；2) 加强与国药集团医疗服务板块的资源对接，落实“工农协同”；3) 参与国药集团产业链供应链一体化体系，加强“工工协同”。协同凝聚效应持续显现。24 年 8 月，公司制定《2024 年度“提质增效重回报”行动方案》，在研发创新方面，公司近年来投入聚焦抗感染、心血管、麻醉及精神、代谢及内分泌、抗肿瘤及免疫调节五大优势领域，截至 24H1 公司累计通过一致性评价（含视同）100 项，其中以自主研发方式获得药品批文并视同通过一致性评价品规 21 个，通过 MAH 转让获得新产品批准文号 9 个。未来公司以国药现代研究院为创新主体，各子公司及合作平台为协同，有望持续推动产业升级。

盈利能力提升明显，各项费用控制良好。公司 24Q1-3 毛利率 39.69%，同比+0.81 pct；净利率 13.96%，同比+5.26 pct；经营质量良好，盈利能力提升明显，我们认为主要由于 1) 调整产品结构，高毛利品种结构占比提升；2) 原料药通过改进工艺技术、强化一体化管理、规模化生产，降低生产成本；3) 持续推进降本控费，提振管理效益。从费用控制角度来看，公司 24Q1-3 销售费用率 11.28% (-6.97 pct)，管理费用率 6.48% (+0.45 pct)，研发费用率 4.84% (+0.73 pct)，财务费用率-0.78% (-0.22 pct)，各项费用控制良好，销售费用显著下降。24Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额 20.26 亿元，同比+40.0%，主要由于报告期内公司的营业收入现金比率提升，经营活动现金流状况良好。截至 24Q3 公司货币资金 56.40 亿元，在手现金充裕，为后续研发投入及业务外延并购奠定坚实基础。其余财务指标基本正常。

未来展望：1) **原料药中间体盈利质量稳步提升：**公司子公司国药威奇达 23H1、23H2、24H1 净利润分别为 0.26 亿元、1.53 亿元和 4.30 亿元，环比改善明显。24Q3 公司主要品种景气度维持，价格表现较好，有望推动公

司原料药中间体盈利质量稳步提升，同时公司通过工艺改进和管理效率提升，优化生产成本，预计 2025 年原料药中间体板块利润率仍有提升空间；**2) 制剂业务企稳、潜力领域发力：**公司制剂板块短期受到集采联动降价等外部政策扰动有所承压，我们预计今年逐步企稳。公司制剂业务以高端、特色化学仿制药为基础，逐步提升改良型新药和创新药比例，形成“仿创结合”的发展局面，随着公司围绕麻醉、镇痛、抗抑郁等治疗领域进行产品布局和市场开拓持续推进，后续将推动潜力领域持续发力。**3) 国药体系协同推进：**公司定位为国药集团旗下统一的化学制药工业平台，具有产业平台优势。目前公司积极参与国药集团“自家亲”发展计划，持续加强与国药集团内部商业巨头国药控股的合作、加强与国药集团医疗服务板块的资源对接、参与集团产业链供应链一体化体系，未来协同推进及集团内战略整合值得期待。

盈利预测

我们预测 2024-2026 年，公司营收分别为 116.32、122.84 和 131.33 亿元，分别同比增长-3.6%、5.6%和 6.9%；归母净利润分别为 12.15、14.07 和 16.07 亿元，分别同比增长 75.6%、15.8%和 14.2%。折合 EPS 分别为 0.91 元/股、1.05 元/股和 1.2 元/股，对应 PE 为 14X、12.1X 和 10.6X，维持“买入”评级。

风险提示

主要产品价格波动风险：公司业务包括抗生素中间体及原料药，目前青霉素类中间体、硫氰酸红霉素等产品价格近年来呈上涨态势，未来如价格发生明显波动将影响公司主营业务收入增长。

行业竞争加剧风险：目前公司主要产品所处市场竞争格局相对稳定，未来如果价格进一步上涨带来更多竞争者加入市场，竞争加剧可能导致公司盈利水平下降；此外印度等国际市场如有新增产能供应可能对公司相关品种价格带来影响。

行业政策风险：目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，如果公司主要制剂产品在国家集采中不能中标，可能导致公司制剂产品在公立医疗机构终端的销售受到限制，对公司国内市场份额和经营业绩产生不利影响。

海外需求变化风险：公司目前产品及未来产品销售中均有一定比例用于出口，海外需求如果出现下滑将对公司业绩造成不利影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2023 年（第 21 届）、2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖医药外包等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk