

盈利能力提升明显， 关注集团协同整合

核心观点

公司 2024 年主营业务收入端略有下滑，利润端实现快速增长，业绩符合此前预告预期。原料药中间体业务表现良好，制剂业务收入短期承压，但通过优化费用提升盈利能力。公司持续现金分红，制定未来三年规划积极回报股东。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) 国药体系协同整合推进；2) 制剂业务企稳恢复、创新动能显现；3) 中间体原料药稳健经营。看好公司长期发展。

事件

公司发布 2024 年年度报告及利润分配预案

公司发布 2024 年年度报告，2024 年营收 109.38 亿，同比 -9.38%；归母净利润 10.84 亿，同比 +56.62%；扣非归母净利润 10.43 亿，同比 +52.72%。

公司公告 2024 年度利润分配预案：每 10 股送现金 2.00 元（含税），合计拟派发现金红利 2.68 亿元，加上中期分红后全年现金分红 4.02 亿元。

简评

业绩符合预告预期，优化费用提升盈利能力

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,069.93	10,937.53	11,275.30	11,905.98	12,640.79
YoY(%)	-6.86	-9.38	3.09	5.59	6.17
净利润(百万元)	691.88	1,083.62	1,187.08	1,343.09	1,515.53
YoY(%)	10.21	56.62	9.55	13.14	12.84
毛利率(%)	38.33	39.24	40.12	41.10	41.95
净利率(%)	5.73	9.91	10.53	11.28	11.99
ROE(%)	5.58	8.21	8.53	9.12	9.70
EPS(摊薄/元)	0.52	0.81	0.89	1.00	1.13
P/E(倍)	21.03	13.43	12.26	10.83	9.60
P/B(倍)	1.17	1.10	1.05	0.99	0.93

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至 3 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

SFC 编号:BVX723

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

王云鹏

SAC 编号:S1440524070002

发布日期：2025 年 03 月 30 日

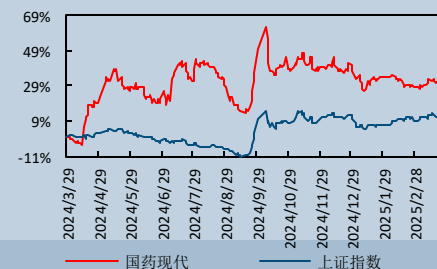
当前股价：10.85 元

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
-4.32/-3.24	-12.15/-10.71	24.00/12.03
12 月最高/最低价 (元)		14.14/8.56
总股本 (万股)		134,117.27
流通 A 股 (万股)		134,117.27
总市值 (亿元)		145.52
流通市值 (亿元)		145.52
近 3 月日均成交量 (万)		1191.95
主要股东		
上海医药工业研究院有限公司		17.86%

股价表现



2024 年营收 109.38 亿，同比-9.38%；归母净利润 10.84 亿，同比+56.62%；扣非归母净利润 10.43 亿，同比+52.72%。24Q4 单季度营收 23.44 亿，同比-19.39%；归母净利润 1.29 亿，同比+0.89%；扣非归母净利润 1.16 亿，同比-24.02%。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。Q4 单季度利润增速与此前几个季度表现有一定差距，我们预计主要与感染类疾病治疗需求偏弱，抗生素类医药中间体及原料药受市场供需影响，量价均存在周期性波动有关。业绩符合此前预告预期。

持续现金分红，积极回报股东。公司 2024 年度利润分配预案为每 10 股送现金 2.00 元（含税），合计拟派发现金红利 2.68 亿元，加上中期分红后全年现金分红 4.02 亿元，占年度归母净利润的 37.13%。同时公司于 2025 年 3 月发布未来三年（2025-2027 年）股东回报规划，在保证公司正常经营和可持续发展的前提下，若无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，**公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的归属于上市公司股东净利润的 40%**，在兼顾公司可持续发展的前提下积极回报投资者。

原料药中间体业务表现良好：公司 2024 年原料药及中间体板块实现销售收入 51.98 亿元，同比增长 8.54%。增长主要受益于青霉素类中间体及原料药市场需求旺盛，氨苄西林酸、阿莫西林、克拉维酸钾系列产品、青霉素工业钾盐销量同比分别增长 105.68%、35.55%、31.43%、31.47%。同时公司持续深化提质增效，措施包括：1) 加强协同管理，借助战略采购以及优化供应商渠道等方式，降低部分原材料采购价格；2) 不断推进生产工艺的改进与新技术应用，提升生产效益。中间体及原料药业务板块毛利率 33.86%，同比上升 10.02 pct。原料药及医药中间体板块的盈利能力提升明显。

制剂业务收入短期承压，优化费用提升盈利能力：公司制剂板块 2024 年实现销售收入 54.51 亿元，同比下降 20.24%，主要受集采联动降价和“四同”政策价格联动影响。对于公司制剂板块我们认为：1) 现有品种集采影响逐步出清，后续影响减弱；2) 盈利能力仍保持：24 年制剂板块毛利率同比下降 4.61 pct，但公司不断推进营销模式的升级转型，积极开展营销管理优化工作，整体销售费用率下降了 7.31 pct，降幅超过制剂板块毛利率降幅，制剂板块整体盈利贡献并未下降。3) 公司目前制剂板块管线持续扩充，同时在研品种丰富，后续研发成果逐步兑现将为制剂板块贡献新增量。

创新动能推动产业升级。公司定位为国药集团旗下统一的化学制药工业平台，2024 年科研成果创历史新高，年内完成一致性评价及产品注册申报 59 项，通过一致性评价及获得注册批件 51 项，其中通过 MAH 方式批文引进 2 项，原料药登记号转“A”8 项。科研项目申报数量同比增长 11.32%，获批数量同比增长 75.86%。新增科研项目立项 31 项，积极推进省部级纵向课题报批，2024 年共申报纵向课题 11 项，新立项 3 项。2024 年新增授权专利 62 项，其中授权发明专利 30 项。科研平台方面，公司与澳门大学建立联合实验室；与深圳技术大学共建“先进大健康技术转化联合研究实验室”“高端制剂研发联合实验室”；与华东理工大学在智能制造与合成生物学领域达成 2 项合作。整体来看公司科研质效明显提升，创新发展加快步伐，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，后续创新转型动能释放值得关注。

盈利能力提升明显，各项费用控制良好。公司 2024 年公司毛利率 39.24% (+0.92 pct)；净利率 12.18% (+4.19 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 2024 年销售费用率 10.53% (-7.31 pct)，管理费用率 7.25% (+0.87 pct)，研发费用率 5.27% (+0.55 pct)，财务费用率-0.81% (-0.19 pct)，各项费用控制良好，销售费用显著下降，预

计主要受益于制剂板块集采及公司主动推进营销模式转型。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 22.56 亿元，同比+31.13%，主要由于支付的其他与经营活动有关的现金减少，经营活动现金流状况良好。截至 24 年底公司货币资金 62.12 亿元，在手现金充裕，在保持正常经营的同时，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) **国药体系协同整合推进：**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、参与国药集团产业链供应链一体化体系，同时随着部分同业竞争问题逐步解决，未来协同推进及集团内战略整合值得期待。2) **制剂业务企稳恢复、创新动能显现：**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 25 年逐步企稳恢复。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) **中间体原料药稳健经营：**从竞争格局角度，我们预计公司原料药中间体主要品种竞争格局 25 年保持稳定，印度 PLI 计划在原料药领域总投入及单品种投入均有限，且在发酵条件、能源电力供应及产业链配套等方面存在短板，短期影响预计有限。原料药业务板块公司聚焦产业链一体化配套、关键工艺技术攻关、新兴交叉领域等，生产成本预计仍将进一步优化。

盈利预测

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 112.75、119.06 和 126.41 亿元，分别同比增长 3.1%、5.6%和 6.2%；归母净利润分别为 11.87、13.43 和 15.16 亿元，分别同比增长 9.5%、13.1%和 12.8%。折合 EPS 分别为 0.89 元/股、1 元/股和 1.13 元/股，对应 PE 为 12.3X、10.8X 和 9.6X，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或后续中标情况发生变化，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、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、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，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

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