

导语：朴实无华且枯燥，有钱没处花才叫苦恼。

作者：市值风云 App：螳螂虾

钱对我不重要！穿越集采迷雾，国药现代如何作答？

国药现代的 2024 年曾上演过“业绩奇迹”：在营收同比下滑的背景下，凭借销售费用的极致压缩，实现了扣非净利润的历史新高。

股价也随之一字涨停过。

然而，周期只会迟到，从未缺席。进入 2025 年，随着集采规则的进一步深化以及上游原料药价格的波动，公司再次站在了业绩调整的十字路口。

作为国药集团旗下的化药工业核心平台，这家坐拥数十亿现金储备的制药巨头，正在经历从“规模扩张”向“质量提升”转型的阵痛与蜕变。

一、 国药系“工业长子”，抗生素龙头

国药现代并非一家普通的制药企业，其身后站着中国最大的医药集团——国药集团。翻开公司的股权结构图，其实际控制人为国务院国资委，直接控股股东为上海医药工业研究院。

作为国药集团旗下统一的化学制药工业平台，国药现代在集团“1+4+X”的战略版图中占据着举足轻重的地位。

回顾历史，2016 年是一道分水岭。彼时，国药集团通过资产重组，将旗下的化学制药资产打包注入上市公司。这次重组并非简单的资产堆砌，而是确立了国药现代作为集团“化药产业平台”和“资本运作平台”的双重定位。

为了解决同业竞争，集团甚至将国药一致旗下的致君制药等工业资产剥离并入国药现代。

这里需要引入一个同行业的对比，以厘清国药系的内部协同逻辑。同为国药集团

旗下的上市公司，国药一致（000028.SZ）的定位则截然不同。

国药一致聚焦于“分销+零售”的商业赛道，坐拥全国排名第一的连锁药店品牌“国大药房”，其2024年营收高达744亿元，通过“内生+外延”的模式在全国复制门店。

相比之下，国药现代则是专注于“制造”，不仅持有国药一致的股份，还与集团内部商业板块形成了紧密的“工商协同”效应。这种产业链上游（制造）与下游（零售/分销）的分工协作，构成了国药系庞大的医药版图。

国药现代的业务底色是仿制药与原料药，其产品矩阵覆盖了抗感染、心血管、神经系统等多个核心治疗领域。其中，抗感染药物（即抗生素）是公司的压舱石。

在医药中间体及原料药领域，国药现代拥有完整的一体化产业链。

以头孢类中间体为例，7-ACA、D-7ACA等关键品种的市场格局高度集中。2023年的数据显示，川宁生物以约37%的产能占有率位居行业榜首，而国药现代则紧随其后，与健康元、石药集团共同瓜分了剩余的市场份额，其产能占有率约为19%。

在青霉素类中间体6-APA领域，国药现代同样占据了约17%的产能，位列行业前三。

然而，这种基于大宗原料药的行业地位是一把双刃剑。一方面，它保证了公司在抗生素领域的规模优势和成本控制能力；另一方面，也让公司极易受到行业周期的冲击。

除了原料药，公司的制剂业务同样面临挑战。目前公司在产药品超过800个品种，但绝大多数为仿制药，缺乏具有高技术壁垒的创新药。

虽然拥有硝苯地平控释片、头孢系列等过亿的大单品，但在国家集采常态化的背景下，这些成熟品种面临着巨大的价格压力。例如，其重点产品硝苯地平控释片在集采中标后价格降幅一度高达58%，直接导致相关领域收入大幅缩水。

公司的净资产收益率当前也面临挑战,2025年前三季度同比下降了1.52个百分点。

■ 国药现代 - 收益率

● ROE ● ROIC ● ROA



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● ROE	8.2%	6.6%	5.9%	5.8%	6.0%	8.2%	5.5%
● ROIC	7.3%	7.5%	6.9%	5.0%	5.2%	7.5%	4.9%
● ROA	3.5%	2.9%	2.7%	2.9%	3.5%	5.3%	3.8%

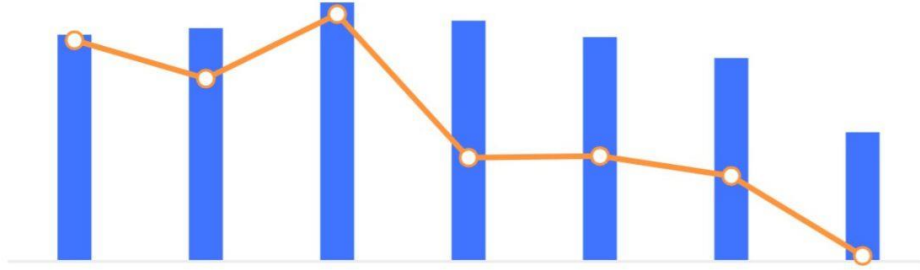
二、集采指挥棒下的“财务魔术”

近年来,单看财务报表,国药现代似乎上演了一场典型的“财务魔术”:

一方面是营收连续下滑。

■ 国药现代 - 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY

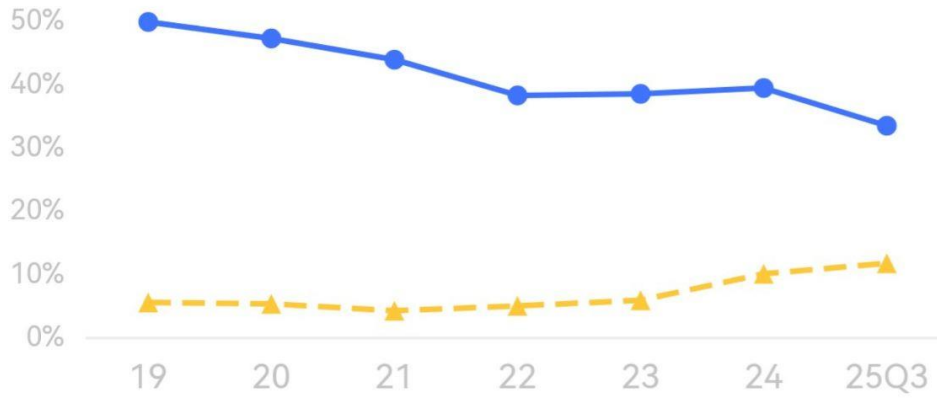


	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 营业收入 (元)	122.0亿	125.6亿	139.4亿	129.6亿	120.7亿	109.4亿	69.2亿
● 营收YOY	7.8%	2.9%	11.1%	-7.1%	-6.9%	-9.4%	-19.5%

另一方面是毛利率下滑的前提下，净利润率持续创新高，2024 年达到 9.9%，自 2021 年以来持续上升。

■ 国药现代 - 利润率

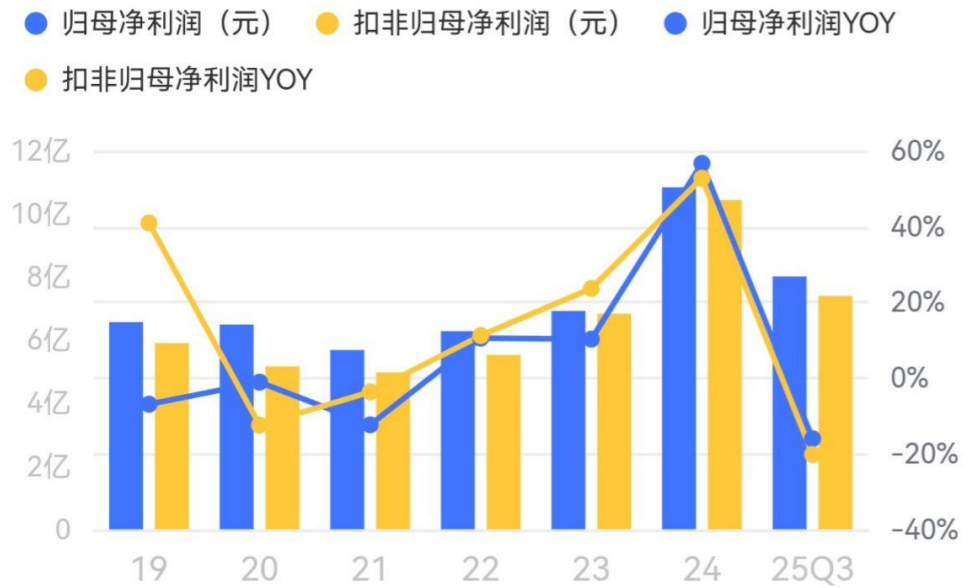
● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 毛利率	49.7%	47.1%	43.7%	38.1%	38.3%	39.2%	33.3%
● 经调整营业利润率	9.6%	9.2%	8.2%	6.7%	8.2%	15.0%	14.8%
● 净利率	5.4%	5.2%	4.1%	4.8%	5.7%	9.9%	11.6%

以 2024 年为例, 公司营收 109 亿元, 同比下降 9.4%, 但扣非净利润却达到 10.4 亿, 创下历史新高。

■ 国药现代 - 净利润

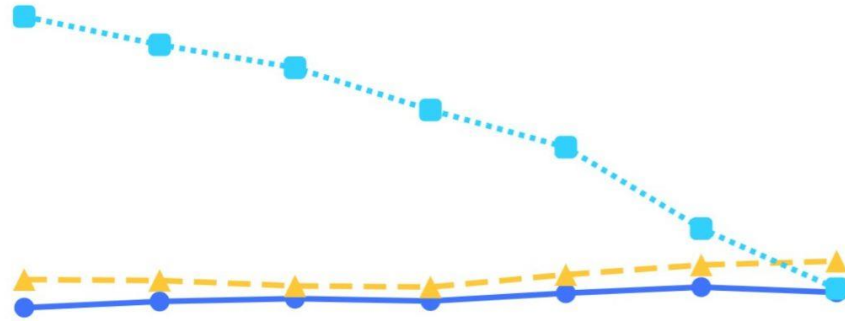


	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 归母净利润 (元)	6.6亿	6.5亿	5.7亿	6.3亿	6.9亿	10.8亿	8.0亿
● 扣非归母净利润 (元)	5.9亿	5.2亿	5.0亿	5.5亿	6.8亿	10.4亿	7.4亿
● 归母净利润YOY	-7.0%	-1.2%	-12.4%	10.5%	10.2%	56.6%	-16.1%
● 扣非归母净利润YOY	40.9%	-12.5%	-3.7%	11.2%	23.6%	52.7%	-20.2%

这一背离现象的核心当然不是马斯克开源，而是销售费用的断崖式下降！如果从2019年起算，那就是从30%一路降到了2024年的10%，到2025年前三季度更是降至5%。

■ 国药现代 - 费用率

● 研发费用率 ● 管理费用率 ● 销售费用率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
●	3.4%	4.0%	4.2%	4.0%	4.7%	5.3%	4.8%
●	5.9%	5.9%	5.4%	5.3%	6.4%	7.3%	7.6%
●	29.6%	27.1%	25.0%	21.2%	17.8%	10.5%	5.1%

风云君期待公司历史性的一刻：研发费用率和销售费用率交汇后继续沿各自轨迹前进。

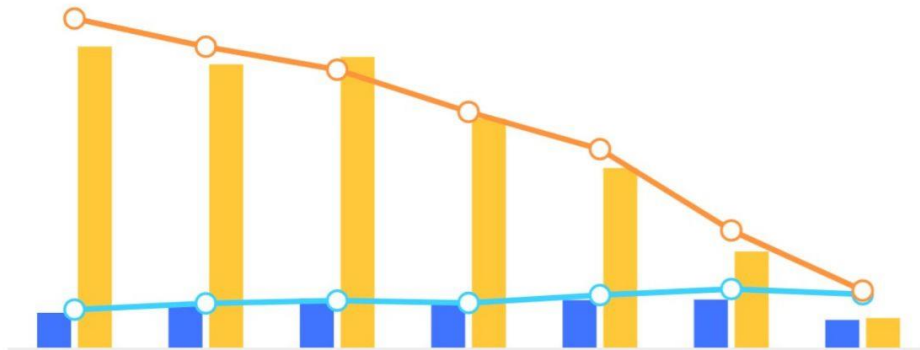
随着集采深入运行，仿制药的销售逻辑发生了根本性改变：中标产品不再需要庞大的销售团队进行地面推广，医药公司得以大幅裁减销售人员和压缩营销开支。

财务数据佐证了这一点：2024年公司销售费用同比继续大幅减少，降幅10亿，此前两年连续每年降幅依次分别为7.3亿、6亿元。

这种费用的降幅远超收入的降幅，从而在报表端挤出了可观的利润空间。作为对比，公司的研发费用率在5%附近，维持稳中上升的趋势。

■ 国药现代 - 研发VS销售

● 研发费用（元） ● 销售费用（元） ● 研发费用率 ● 销售费用率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 研发费用（元）	4.2亿	5.0亿	5.9亿	5.2亿	5.7亿	5.8亿	3.3亿
● 销售费用（元）	36.1亿	34.0亿	34.8亿	27.5亿	21.5亿	11.5亿	3.5亿
● 研发费用率	3.4%	4.0%	4.2%	4.0%	4.7%	5.3%	4.8%
● 销售费用率	29.6%	27.1%	25.0%	21.2%	17.8%	10.5%	5.1%

这证明了集采并非全然是洪水猛兽，对于管理效率低下的传统药企而言，倒逼费控反而可能在短期内释放业绩弹性。

然而，依靠“省钱”带来的增长终究有天花板。当时间来到 2025 年，行业周期的寒意开始真正渗透进财务报表。

根据最新披露的数据，2025 年前三季度，国药现代实现营业收入 69.2 亿元，同比下降 19.5%；扣非净利润为 7.4 亿元，同比下降 20.2%。

其中，第三季度单季的业绩下滑尤为明显，营收降幅达 22.4%，归母净利润更是几近腰斩，降幅超过 45.0%。

造成这一局面的原因主要来自两个方面：

首先是原料药板块的“量价齐跌”。青霉素类原料药及中间体遭遇了严重的产能

过剩，导致阿莫西林、6-APA 等核心产品价格下行，需求疲软。虽然公司通过动态调整产能，提升了 7-ACA 等头孢类中间体的销量，但仍难以抵消整体市场的颓势。2025 年上半年，原料药及中间体板块收入下降了 13.5%。

其次是制剂板块的集采联动效应。受集采续约及价格联动机制的影响，全身用抗感染药物收入同比下降 27.1%。由于流感样病例的减少，呼吸系统用药需求也随之回落。

尽管心血管用药凭借品牌优势实现了 1.6% 的微增，骨骼肌肉系统用药增长 7.6%，但由于激素类、神经系统用药的显著下滑，制剂板块整体毛利率下降了 5.6 个百分点。

值得注意的是，公司依然在坚持“降本”策略。2025 年上半年，销售费用同比再次减少 4.5 亿元，销售费用率下降了 6.5 个百分点。但这已不足以完全对冲营收规模缩减带来的利润损失。

三、90 亿类现金，穷到只剩下钱

尽管业绩短期承压，但国药现代的资产负债表依然堪称“坚固”。这或许是其在资本市场上最大的底气所在。

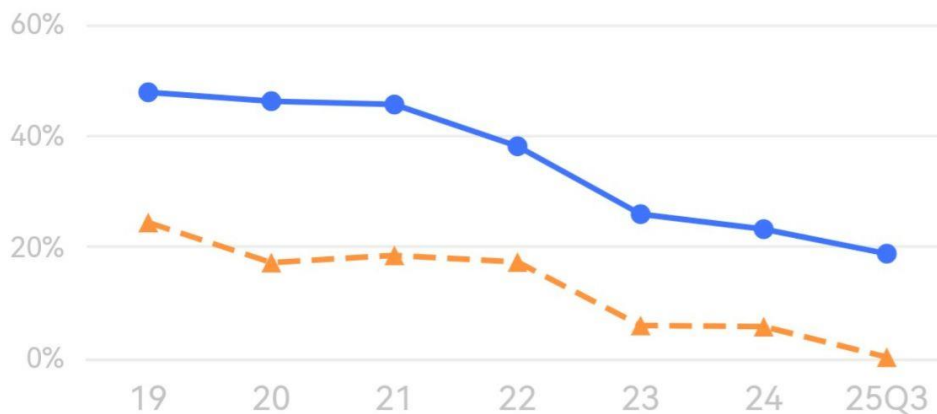
公司账面躺着惊人的现金储备。截至 2025 年三季度末，公司的货币资金、银行理财、大额存单，以及权益类投资等流动性良好的资产规模接近 90 亿元，占总资产的 46.6%。

而公司当前的总市值也不过 140 亿。

而同时，公司几乎是 0 有息负债的状态。

■ 国药现代 - 负债率

● 期末资产负债率 ● 期末有息负债率



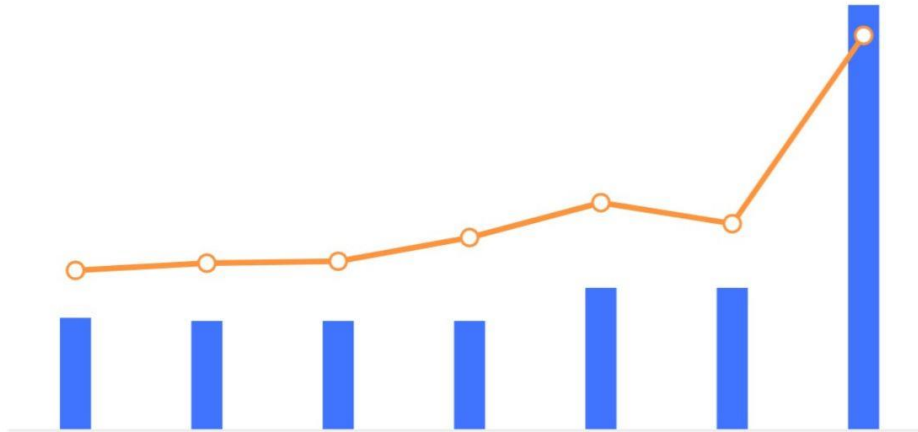
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 期末资产负债率	47.8%	46.2%	45.6%	38.1%	25.9%	23.2%	18.8%
● 期末有息负债率	24.4%	17.2%	18.5%	17.3%	5.9%	5.7%	0.2%

这种“现金牛”属性带来了极高的安全边际。

公司自 2016 年重组以来年年分红，尤其是 2024 年，公司的分红率达到 37%，而此前都是在 15-20%附近的水平，说明公司当前的分红意愿在大幅提升。

■ 国药现代 - 现金分红

● 现金分红 (元) ● 占自由现金流比重 ● 分红率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
● 现金分红 (元)	1.1亿	1.0亿	1.0亿	1.0亿	1.3亿	1.3亿	4.0亿
● 占自由现金流比重	8.3%	11.9%	8.7%	8.9%	5.3%	9.8%	19.8%
● 分红率	15.0%	15.7%	15.8%	18.1%	21.4%	19.4%	37.1%

从集采催化下的销售费用压缩、效率提升、利润新高，到 2025 年直面营收与利润的双重缩水，国药现代正在经历一场艰难的价值重估。

公司未来的看点不在于短期的业绩反弹，而在于能否利用手中的现金优势，完成向高端制剂和生物医药的实质性跨越。

在集采与周期的双重迷雾中，国药现代的破局之路，才刚刚开始。