

精益管理提质增效， 研发创新持续突破

核心观点

公司 2025 年受集采常态化、联动降价及原料药中间体价格下行等多重外部因素影响，营业收入与利润端短期承压，业绩符合我们此前预期；但公司积极采取以量换价策略，同时深挖内潜，全面推动营销模式向“效率驱动型”转变，销售费用实现大幅下降，经营质量展现出较强韧性。此外，公司持续进行高比例现金分红，积极回报股东。展望未来，我们认为需要关注：1) 国药体系协同整合的进一步深化；2) 制剂业务营销转型及渠道下沉成效；3) 产业链一体化优势下的降本增效及创新产品管线兑现。看好公司稳健的长期基本面与发展潜力。

事件

公司发布 2025 年年度报告及利润分配预案

公司发布 2025 年年度报告，2025 年实现营业收入 93.63 亿元，同比-14.39%；归母净利润 9.42 亿元，同比-13.11%；扣非归母净利润 8.49 亿元，同比-18.60%。

公司公告 2025 年度利润分配预案：每 10 股派发现金红利 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达到 4.02 亿元。

简评

业绩符合预期，展现经营韧性

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,938	9,363	9,004	9,146	9,495
YoY(%)	-9.4	-14.4	-3.8	1.6	3.8
净利润(百万元)	1,084	942	850	928	1,022
YoY(%)	56.6	-13.1	-9.7	9.2	10.1
毛利率(%)	39.2	32.4	32.1	33.0	33.9
净利率(%)	9.9	10.1	9.4	10.1	10.8
ROE(%)	8.2	6.8	5.9	6.1	6.3
EPS(摊薄/元)	0.81	0.70	0.63	0.69	0.76
P/E(倍)	12.4	14.2	15.8	14.4	13.1
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：iFinD，中信建投证券

国药现代 (600420.SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519080003
SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn
010-56135332
SAC 编号:S1440523070006

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524070020

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ59

发布日期：2026 年 04 月 19 日

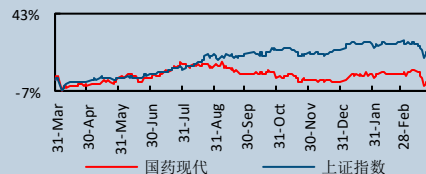
当前股价：10.00 元

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
	0.09/0.09	5.73/0.75	-1.38/-25.60
12 月最高/最低价 (元)			11.59/9.83
总股本 (万股)			134,117.27
流通 A 股 (万股)			134,117.27
总市值 (亿元)			143.51
流通市值 (亿元)			143.51
近 3 月日均成交量 (万)			1097.85
主要股东			
上海医药工业研究院有限公司			17.86%

股价表现



2025 年公司实现营收 93.63 亿元，同比-14.39%；归母净利润 9.42 亿元，同比-13.11%；扣非归母净利润 8.49 亿元，同比-18.60%；全年收入利润承压主要由于：1) 终端制剂产品受集采常态化、“四同”政策价格联动等降价因素影响显著；2) 医药中间体及原料药受市场产能过剩影响，整体销售价格同比走低。25Q4 单季度营收 24.43 亿，同比+4.20%；归母净利润 1.40 亿，同比+8.78%；扣非归母净利润 1.10 亿，同比-5.58%。整体来看，公司 25 年受集采常态化、联动降价及原料药中间体价格下行等多重外部因素影响，营业收入与利润端短期承压，业绩符合我们此前预期；但公司积极采取以量换价策略，同时深挖内潜，全面推动营销模式向“效率驱动型”转变，销售费用实现大幅下降，经营质量展现出较强韧性。

持续现金分红，积极回报股东。公司 2025 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），结合中期每 10 股派现 1.00 元，全年合计派发现金红利 4.02 亿元，占当期归母净利润的 42.73%。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：价格下行短期承压，核心产品销量提升

公司 2025 年原料药及中间体板块实现收入 44.76 亿元，同比下降 13.89%，短期业绩承压主要由于产品价格受到市场产能过剩、以及终端制剂产品集采等因素影响下降明显，但多数核心产品销量均有提升，7-ACA、尿源生化制品、头孢曲松钠粗盐销量表现尤为突出，同比分别增长 114.74%、44.09%和 43.69%，阿奇霉素、青霉素工业钾盐销量增幅均超过 20%。从盈利能力来看，由于价格端压力较大，板块盈利能力短期承压，板块毛利率下探至 24.71%，同比减少 9.15 pct；但公司持续深化提质增效，措施包括：1) 自动化与数智化赋能，有效提升生产效率与资源利用率，实现生产节奏的柔性调节与产销存的动态平衡；2) 深化“原料药+制剂”一体化战略，通过内部资源整合对冲外部市场压力。

制剂业务：持续推进以价换量，优化费用营销升级

公司制剂板块 2025 年实现销售收入 46.22 亿元，同比下降 15.21%，主要受集采持续推进、营销模式转变以及市场竞争加剧影响。分领域来看，心血管用药采取以价换量策略取得一定成效，硝苯地平控释片、苯磺酸氨氯地平片和马来酸依那普利片等产品销量实现稳步增长；抗感染制剂收入同比下降 17.45%，主要受需求疲软及集采冲击，但核心产品市占率持续提升；神经系统用药收入同比下降 18.79%，主要受部分产品市场竞争、“四同政策”等因素影响；呼吸系统用药同比下跌 30.11%，主要由于复方甘草片受原料配额减少的影响量价齐跌。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：25 年制剂板块毛利率同比下降 3.66 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，整体销售费用率持续下降。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，加速国际化战略布局

公司定位为国药集团旗下统一的化学制药工业平台，2025 年科研成果创历史新高，年内获得 45 项生产/补充申请批件，全年新立项研发项目 50 项，新申请专利 50 项（其中发明专利 29 项），授权专利 41 项（其中发明专利 17 项）。此外，公司重点品种研发进度稳步推进，获得 2 类改良型新药临床批件 2 项，3 类仿制药托吡司特片 II 期临床进度加快。在特色原料药方面，公司深耕特色原料药海外市场，跟踪“一带一路”沿线及新兴市场需求，2025 年新增境外注册证 12 项，其中“一带一路”沿线国家新增注册 10 项。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。

盈利能力短期承压，持续推进提质增效。公司 2025 年毛利率 32.43% (-17.35 pct)；净利率 12.20% (+0.16 pct)，盈利能力受到核心产品价格下降影响短期承压。从费用控制角度来看，公司 2025 年销售费用率 5.67% (-4.87 pct)，管理费用率 8.16% (+0.91 pct)，研发费用率 4.72% (-0.55 pct)，财务费用率-0.42% (+0.40 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。2025 年公司经营活动产生的现金流量净额 16.98 亿元，同比-24.73%，主要由于支付的其他与经营活动有关的现金减少。截至 25 年底公司货币资金 40.06 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 26 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) 中间体原料药筑底企稳：**从价格角度，我们预计头孢、青霉素类中间体及原料药价格有望趋稳回升，进入良性修复通道。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 26 年保持稳定，印度 PLI 计划在原料药领域总投入及单品投入均有限，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。此外，公司持续优化收入结构，充分发挥中间体规模与质量双优势，向下游原料药及制剂延伸产业链，积极拓展兽用原料药、特色化学原料药业务，有望带来长期增长潜力。

盈利预测及投资评级

我们预测 2026-2028 年，公司营收分别为 90.04、91.46 和 94.95 亿元，分别同比增长-3.8%、1.6%和 3.8%；归母净利润分别为 8.50、9.28 和 10.22 亿元，分别同比增长-9.7%、9.2%和 10.1%。折合 EPS 分别为 0.63 元/股、0.69 元/股和 0.76 元/股，对应 PE 为 15.8X、14.4X 和 13.1X，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

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

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。

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。

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