

石四药集团 (02005.HK) ——2023 年年报点评

利润端稳健增长，多业务布局提供中长期增长驱动力

买入

核心观点

利润端稳健增长。2023 年全年公司实现营收以人民币计 58.24 亿元 (+4.9%)，由于人民币兑港元较 2022 年平均贬值约 4.3%，以港元计，公司全年实现营业收入 64.63 亿港元，同比增长 0.5%，归母净利润 13.19 亿港元，同比增长 17.4%。利润增速大于收入增速主要系：(1) 产品结构优化，低毛利率的产品如原料药等占收入比重降低，高毛利率产品占比提升；(2) 销售费用有所减少。

大输液板块产品结构改善，重点品种销量翻番。2023 年公司大输液业务实现收入 40.41 亿港元 (+15.1%)，累计实现销量 19.08 亿瓶袋，同比增长 20.9%。重点治疗性输液产品盐酸氨溴索氯化钠注射液、盐酸莫西沙星分别实现销量 4755 万瓶袋、1719 万袋，同比增速均超过 200%；左氧氟沙星氯化钠注射液实现销量 829 万瓶袋，同比增速接近 300%。

制剂产品放量，多产品中标集采有望带来业绩驱动力。2023 年公司安瓿业务实现销量约 3.09 亿支，同比增长 83.8%；口服制剂实现销量 14.54 片粒，同比增长 31.7%。奥硝唑注射液、阿奇霉素干混悬等产品相继中标国家第八批、第九批集采，有望成为公司业绩增长的新动能。

短期咖啡因量价双跌导致原料药板块收入下滑，多品种布局提供长期增长动力。咖啡因国际市场需求减弱，2023 年公司咖啡因外贸销量约 3459 吨，同比下降约 28%，短期承压。随着公司高附加值的特色原料药相继获批，公司原料药品种结构日益多元化，我们预期原料药板块有望在 2024 年企稳及回暖。

新产品研发成效喜人，仿制药研发效率和数量保持同业领先。2023 年，公司取得各类生产批件 86 个 (含补充申请)，包含制剂 72 个，原料药 14 个。仿制药方面，截至 2023 年 12 月 31 日，公司共有 68 个品种 88 个品规通过或视同通过国家仿制药质量和疗效一致性评价。

风险提示：创新药研发进度低于预期；仿制药降价超预期；原料药价格波动。

投资建议：大输液业务稳健，原料药业务有望企稳及回暖，下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到行业政策的影响及原料药板块的不确定性，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 14.85/16.71/18.61 亿港元 (原 2024/2025 年 16.57/20.00 亿港元)，同比增速 12.63%/12.53%/11.33%，当前股价对应 PE=10.3/9.2/8.2x。随着业务多元化布局成效显著，原料药、安瓿和口服制剂、药包材业务有望为公司发展不断注入新动能，开启第二成长曲线。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	6,434	6,463	7,415	8,222	9,068
(+/-%)	20.1%	0.5%	14.7%	10.9%	10.3%
净利润(百万港元)	1123	1319	1485	1671	1861
(+/-%)	42.9%	17.4%	12.6%	12.5%	11.3%
每股收益(港元)	0.38	0.44	0.50	0.56	0.63
EBIT Margin	20.8%	22.4%	24.3%	24.8%	25.2%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	19.0%	18.4%	17.8%	16.9%
市盈率 (PE)	13.6	11.6	10.3	9.2	8.2
EV/EBITDA	11.6	10.8	9.3	8.4	7.7
市净率 (PB)	2.47	2.21	1.90	1.63	1.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·化学制药

证券分析师: 彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师: 张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		5.02 港元
总市值/流通市值		14905/14905 百万港元
52 周最高价/最低价		5.50/3.87 港元
近 3 个月日均成交额		8.97 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《石四药集团 (02005.HK) ——2023 年中报点评-大输液稳健，口服制剂强势增长》——2023-09-05
- 《石四药集团 (02005.HK) ——大输液龙头多元化转型开启第二成长曲线》——2023-04-23

利润稳健增长。2023 年全年公司实现营收以人民币计 58.24 亿元 (+4.9%)，由于人民币兑港元较 2022 年平均贬值约 4.3%，以港元计，公司全年实现营业收入 64.63 亿港元，同比增长 0.5%，归母净利润 13.19 亿港元，同比增长 17.4%。利润增速大于收入增速主要系：（1）产品结构优化，低毛利率的产品如原料药等占收入比重降低，高毛利率产品占比提升；（2）销售费用有所减少。

图1：石四药集团主营业务收入及增速（单位：亿港元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

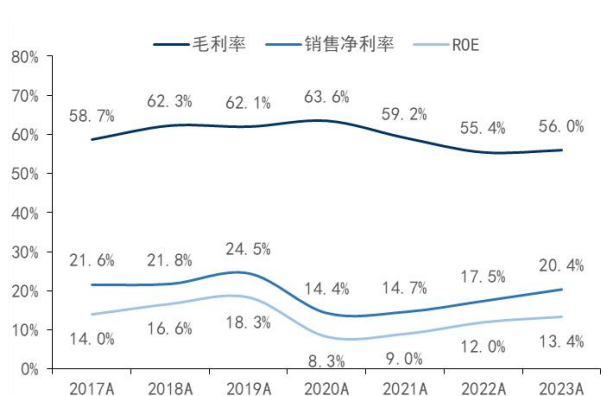
图2：石四药集团净利润及增速（单位：亿港元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

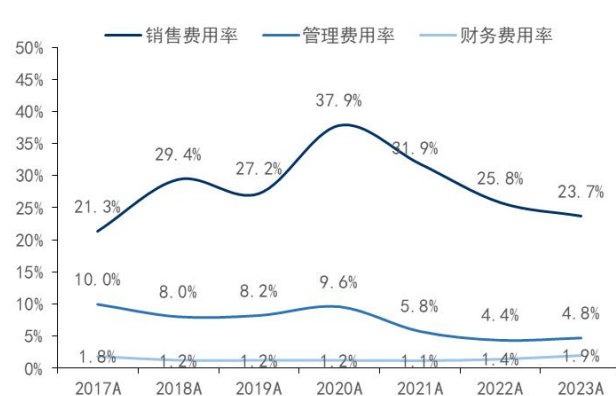
毛利率小幅上升，销售费用率明显下降。2023 年公司整体毛利率为 56.0% (+0.6pp)，净利率 20.4% (+3.0pp)，毛利率有所上升主要系产品结构改变，毛利率较高的成药占收入的比例提高。销售费用率 23.7% (-2.1pp)，管理费用率 4.8% (+0.3pp)，财务费用率 1.9% (+0.6pp)，销售费用率下降主要系通过集中采购进行销售的成药比例增加，导致广告、市场推广及宣传开支较 2022 年减少。

图3：石四药集团利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：石四药集团费用率变化情况

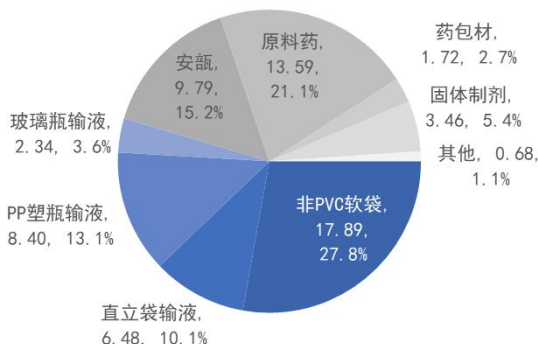


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

分板块业绩：大输液稳健，原料药短期承压。2023 年公司大输液业务实现收入 40.41 亿港元 (+15.1%)，收入占比 62.5% (+7.9pp)，收入提升明显；安瓿注射液实现收入 8.26 亿港元 (-15.6%)，收入占比 12.8% (-2.4pp)，主要系倍他司汀销售模式转变，叠加政策影响导致的首家/独家品种销售不及预期；原料药实现收入 8.89 亿港元 (-34.6%)，收入占比 13.8% (-7.4pp)，主要系咖啡因量价下行及甲胺销量减少；口服制剂实现收入 4.78 亿港元 (+38.2%)，收入占比 7.4% (+2.0pp)；药包材实现收入 1.62 亿港元 (-6.1%)，收入占比 2.5% (-0.2pp)，

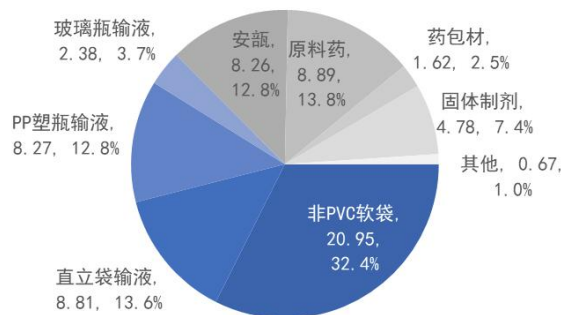
主要系公司内部用量增多，首先保供公司内部，叠加汇率影响。

图5: 石四药集团 2022 年分板块收入及占比 (亿港元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

图6: 石四药集团 2023 年分板块收入及占比 (亿港元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

大输液板块产品结构改善，重点品种销量翻番。2023 年公司输液板块实现销量 19.08 亿瓶袋，同比增长 20.9%。治疗性输液产销稳中有进，销售额达到 11.21 亿港元，同比增加 24.6%，占大输液收入比重 27.8%，占比提升 2.2 个百分点。重点治疗性输液产品盐酸氨溴索氯化钠注射液、盐酸莫西沙星分别实现销量 4755 万瓶袋、1719 万袋，同比增速均超过 200%；左氧氟沙星氯化钠注射液实现销量 829 万瓶袋，同比增速接近 300%。

表1: 石四药集团输液业务分类情况 (以药物种类划分)

以药物种类划分	销售收入 (港币千元)	占大输液板块销售收入比重	销售单价 (港币元)	毛利率
基础输液	2,292,129	56.70%	1.84	60.50%
营养输液	627,729	15.50%	1.64	51.50%
治疗输液	1,120,885	27.80%	3.99	65.10%
合计	4,040,743	100%	2.12	60.30%

资料来源: 公司公告、投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

制剂产品放量，多产品中标集采有望带来业绩驱动力。2023 年公司安瓿业务实现销量约 3.09 亿支，同比增长 83.8%；口服制剂实现销量 14.54 片粒，同比增长 31.7%。奥硝唑注射液、阿奇霉素干混悬等产品相继中标国家第八批、第九批集采，有望成为公司业绩增长的新动能。

表2: 石四药集团 2023 年集采中标品种情况

批次	中标情况	具体品种和品规
第八批	5 个品种, 7 种品规	奥硝唑注射液 (3ml: 0.5g; 6ml: 1g)、非洛地平缓释片 (5mg)、甲钴胺注射液 (1ml: 0.5mg)、甲硝唑氯化钠注射液 (100ml: 0.5g; 250ml: 1.25g) 及阿加曲班注射液 (2ml: 10mg)
第九批	4 个品种, 5 个品规	阿奇霉素干混悬剂 (0.1g)、盐酸乌拉地尔注射液 (5ml: 25mg; 10ml: 50mg)、注射用磷酸特地唑胺 (200mg)、胞磷胆碱钠注射液 (4ml: 0.5g)

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

短期咖啡因量价双跌导致原料药板块收入下滑，多品种布局提供长期增长动力。咖啡因国际市场需求减弱，2023 年公司咖啡因外贸销量约 3459 吨，同比下降约 28%，短期承压。随着公司高附加值的特色原料药相继获批，公司原料药品种结构日益多元化，我们预期原料药板块有望在 2024 年企稳及回暖。

表3: 河北广祥制药拥有状态为 A 的原料药 (截至 2023 年 12 月 31 日)

序号	登记号	品种名称	治疗大类
1	Y20200001269	依帕司他	消化系统及代谢药
2	Y20190007857	氨茶碱	呼吸系统用药
3	Y20190007856	茶碱	呼吸系统用药
4	Y20190006345	烟酸占替诺	心血管系统
5	Y20190002961	苯酰甲硝唑	抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂
6	Y20190002960	硝苯地平	心血管系统
7	Y20190002959	咖啡因	呼吸系统用药
8	Y20190002958	甲硝唑	系统用抗感染药
9	Y20200001432	匹伐他汀钙	心血管系统
10	Y20200001464	拉考沙胺	神经系统用药
11	Y20210000026	左奥硝唑	系统用抗感染药
12	Y20210000025	奥硝唑	系统用抗感染药
13	Y20200001394	己酮可可碱	心血管系统
14	Y20210000024	瑞舒伐他汀钙	心血管系统
15	Y20200001465	阿加曲班	血液和造血器官药
16	Y20210000927	多索茶碱	呼吸系统用药
17	Y20210000931	替硝唑	系统用抗感染药
18	Y20210000930	可可碱	心血管系统
19	Y20210000678	磷酸特地唑胺	系统用抗感染药
20	Y20210001076	枸橼酸托法替布	抗肿瘤及免疫调节剂
21	Y20210001168	盐酸乌拉地尔	心血管系统
22	Y20210001167	乌拉地尔	心血管系统
23	Y20210001074	恩他卡朋	神经系统用药
24	Y20220000115	硫酸沙丁胺醇	呼吸系统用药
25	Y20220000118	盐酸左沙丁胺醇	呼吸系统用药
26	Y20220000116	氢溴酸伏硫西汀	神经系统用药

资料来源: 公司公告、投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

表4: 河北国龙制药拥有状态为 A 的原料药 (截至 2023 年 12 月 31 日)

序号	登记号	品种名称	治疗大类
1	Y20200001123	盐酸西那卡塞	非性激素和胰岛素的激素类系统用药
2	Y20200000767	异丙托溴铵	呼吸系统用药
3	Y20200000466	盐酸右美托咪定	神经系统用药
4	Y20190001004	布南色林	神经系统用药
5	Y20190021513	利奈唑胺	系统用抗感染药
6	Y20190001130	盐酸鲁拉西酮	神经系统用药
7	Y20190021527	硫酸特布他林	呼吸系统用药
8	Y20190007337	羟乙基淀粉 40	血液和造血器官药
9	Y20190007065	羟乙基淀粉 130/0.4	血液和造血器官药
10	Y20190006891	富马酸替诺福韦二吡呋酯	系统用抗感染药
11	Y20180001418	琥珀酸普芦卡必利	消化系统及代谢药
12	Y20170001049	盐酸替罗非班	血液和造血器官药
13	Y20170000871	盐酸莫西沙星	系统用抗感染药
14	Y20170000397	盐酸阿比多尔	系统用抗感染药
15	Y20170000261	盐酸溴己新	呼吸系统用药
16	Y20170000185	羟乙基淀粉 200/0.5	血液和造血器官药
17	Y20170000182	阿奇霉素	系统用抗感染药
18	Y20190000687	L-苹果酸	血液和造血器官药
19	Y20210000821	司替戊醇	神经系统药物
20	Y20220000356	尼可地尔	心血管系统

资料来源: 公司公告、投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

新产品研发成效显著，仿制药研发效率和数量保持行业领先。2023年，公司取得各类生产批件86个（含补充申请），包含制剂72个，原料药14个。其中，用于脑部血液循环障碍以及外周血液循环障碍己酮可可碱缓释片（0.4g）、儿童罕见病用药治疗婴儿严重肌阵挛性癫痫的司替戊醇干混悬剂（500mg及250mg）为国内首家且独家取得批件，山梨醇甘露醇冲洗剂（3000ml）、乳酸钠林格注射液（500ml）及硫辛酸注射液（24ml：600mg）、硫酸沙丁胺醇注射液（1ml：0.5mg）、盐酸昂丹司琼片（8mg、4mg）为国内第二家获批，首个高端复杂注射剂前列地尔注射液首家且独家取得临床批件。仿制药方面，截至2023年12月31日，公司共有68个品种88个品规产品通过或视同通过国家仿制药质量和疗效一致性评价。其中，复方电解质注射液II（1000ml）、己酮可可碱缓释片（0.4g）、腹膜透析液（乳酸盐-G2.5%）、司替戊醇干混悬剂（250mg、500mg）5个品规产品在业内率先通过一致性评价。

投资建议：大输液业务稳健，原料药业务有望企稳及回暖，下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到行业政策的影响及原料药板块的不确定性，下调2024/2025年盈利预测、新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润14.85/16.71/18.61亿港元（原2024/2025年16.57/20.00亿港元），同比增速12.63%/12.53%/11.33%，当前股价对应PE=10.3/9.2/8.2x。随着业务多元化布局成效显著，原料药、安瓿和口服制剂、药包材业务有望为公司发展不断注入新动能，开启第二成长曲线。

表5：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元） 2024/04/01	总市值 （亿元）	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (24E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
2005.HK	石四药集团	5.16	153	0.38	0.44	0.50	0.56	13.6	11.6	10.3	9.2	18.07	0.7	买入
002422.SZ	科伦药业	30.38	464	1.12	1.56	1.80	2.06	27.2	19.4	16.9	14.7	10.85	0.7	无
600062.SH	华润双鹤	20.71	215	1.12	1.28	1.46	1.65	18.5	16.2	14.2	12.5	11.61	1.0	无

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：石四药集团市值、EPS为港币；科伦药业、华润双鹤为Wind一致预测；石四药集团、华润双鹤23年EPS为实际发生值

财务预测与估值

资产负债表 (百万港元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万港元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1668	1615	2012	3262	4547	营业收入	6434	6463	7415	8222	9068
应收款项	2315	2376	2847	3023	3358	营业成本	2866	2843	3177	3502	3846
存货净额	811	1086	1158	1229	1435	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	91	46	85	90	90	销售费用	1660	1533	1735	1883	2022
流动资产合计	4884	5124	6102	7604	9430	管理(含研发)费用	544	598	701	801	919
固定资产	4214	4668	4612	4501	4312	财务费用	38	86	96	99	100
无形资产及其他	1041	1543	1881	1919	1938	投资收益	0	0	10	10	2
投资性房地产	329	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	0	0	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	498	594	792	888	1017	其他收入	15	179	70	60	50
资产总计	10967	11966	13425	14949	16734	营业利润	1340	1582	1781	2003	2229
短期借款及交易性金融负债	1646	1421	1494	1520	1478	营业外净收支	59	1	0	0	0
应付款项	548	485	701	695	769	利润总额	1399	1584	1781	2003	2229
其他流动负债	484	616	578	673	768	所得税费用	210	254	285	320	357
流动负债合计	2678	2521	2773	2888	3015	少数股东损益	67	11	11	11	12
长期借款及应付债券	1562	1948	1948	1948	1948	归属于母公司净利润	1123	1319	1485	1671	1861
其他长期负债	181	229	305	362	422						
长期负债合计	1743	2176	2252	2310	2370						
负债合计	4421	4698	5026	5198	5385	净利润	1123	1319	1485	1671	1861
少数股东权益	332	336	347	358	370	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6214	6933	8053	9394	10979	折旧摊销	371	406	381	397	412
负债和股东权益总计	10967	11966	13425	14949	16734	公允价值变动损失	0	0	5	5	5
						财务费用	38	86	96	99	100
						营运资本变动	134	115	(327)	(106)	(311)
						其它	44	11	11	11	12
						经营活动现金流	1672	1850	1555	1979	1978
						资本开支	0	(816)	(669)	(329)	(246)
						其它投资现金流	0	0	0	0	0
						投资活动现金流	6	(911)	(867)	(425)	(376)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	(127)	386	0	0	0
						支付股利、利息	(391)	0	(365)	(331)	(275)
						其它融资现金流	(636)	(1763)	73	26	(42)
						融资活动现金流	(1672)	(991)	(292)	(304)	(317)
						现金净变动	6	(52)	397	1250	1286
						货币资金的期初余额	1662	1668	1615	2012	3262
						货币资金的期末余额	1668	1615	2012	3262	4547
						企业自由现金流	0	919	899	1673	1772
						权益自由现金流	0	(531)	849	1578	1614

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032