

石四药集团（02005.HK）——2024 年报点评

优于大市

短期收入、利润承压，长期制剂业务放量可期

核心观点

受盐酸溴己新事件影响，2024 年公司整体业绩承压。2024 年公司实现营收 57.73 亿港元（-10.7%），归母净利润 10.61 亿港元（-19.5%），受盐酸溴己新退货影响，公司收入、利润均出现一定幅度下滑。2024 年全年毛利率 50.4%（-5.6pp），净利率 18.4%（-2.0pp）。费率控制良好，销售费用率 19.8%（-3.9pp），管理费用率 5.2%（+0.41pp），财务费用率 1.53%（+0.2pp）。

大输液业务量增价降，重点品种延续放量态势。2024 年公司大输液业务实现收入 37.35 亿港元（-7.6%），实现销量 20.36 亿瓶袋（+6.7%）。直立袋在高端智能生产线投产后产能放量，销量同比增长 27.8%，销售额同比增长 14.8%。重点品种延续放量态势，腹膜透析液同比增长 81%、甘露醇同比增长 32%、乳酸左氧氟沙星同比增长 24%、乳酸钠林格同比增长 18%、生理氯化钠溶液同比增长 14%、碳酸氢钠同比增长 13%。

原料药业务下滑，口服制剂业务稳健增长。2024 年口服制剂业务实现收入 5.02 亿港元（+4.9%），其中瑞舒伐他汀钙片销售 19119 万片（+194%），头孢克洛干混悬剂销售 9237 万袋（+34%）。药包材对集团外收入 1.88 亿港元（+16.4%），保持国内市场增量的同时，积极开拓国外市场，储液袋生物反应器膜产品出口实现零突破，胶塞类产品出口量也实现增长。原料药业务受国际市场和价格因素影响，2024 年实现收入 7.85 亿港元（-11.7%）。

仿创结合，转型加速。2024 年公司研发费用 2.66 亿港元，取得 112 个生产批件和 7 个临床批件。利奈唑胺干混悬剂、卡左双多巴缓释片等 7 个品种完成首仿/首家过评；复杂制剂药物开发取得阶段性成效，固体制剂搭建缓释及渗透泵技术平台，液体制剂构建治疗型乳剂技术平台和脂质体技术平台，布局缓释微球、微晶、长释注射剂等多个复杂制剂研究；创新药稳步推进，肺动脉高压药 SYN-045 进入 I 期临床，抗肝纤维化药 ADN-9 拟 2025 年申报临床。

风险提示：集采风险；原料药价格波动；药物研发及推广低于预期。

投资建议：短期收入、利润承压，长期制剂业务放量可期，维持“优于大市”评级。考虑到大输液集采风险尚未完全出清、盐酸溴己新集采平台销售受限及咖啡因价格仍处低位，预计公司大输液、安瓿注射液业务短期承压，下调 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.37/10.79/11.78 亿港元（2025/2026 年原值 16.71/18.61 亿港元），同比增速-2.3%/+4.1%/+9.2%。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	6,463	5,773	5,069	5,189	5,711
(+/-%)	0.5%	-10.7%	-12.2%	2.4%	10.1%
归母净利润(百万港元)	1319	1061	1037	1079	1178
(+/-%)	17.4%	-19.5%	-2.3%	4.1%	9.2%
每股收益(港元)	0.45	0.36	0.35	0.37	0.40
EBIT Margin	22.9%	20.6%	21.4%	22.1%	22.2%
净资产收益率(ROE)	19.0%	14.7%	13.2%	12.8%	13.0%
市盈率(PE)	6.8	8.4	8.6	8.3	7.6
EV/EBITDA	7.3	9.1	9.6	9.1	8.3
市净率(PB)	1.29	1.23	1.14	1.05	0.98

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：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.02 港元
总市值/流通市值	8912/8912 百万港元
52 周最高价/最低价	4.86/2.88 港元
近 3 个月日均成交额	20.54 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）——2024 年半年报点评-2024 年上半年业绩稳健，大输液板块销量增长明显》——2024-09-09
- 《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》——2024-04-03
- 《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

受盐酸溴己新事件影响，2024 年公司整体业绩承压。2024 年公司实现营收 57.73 亿港元（-10.7%），归母净利润 10.61 亿港元（-19.5%），受盐酸溴己新退货影响，公司收入、利润均出现一定幅度下滑。2024 年全年毛利率 50.4%（-5.6pp），净利率 18.4%（-2.0pp）。费率控制良好，销售费用率 19.8%（-3.9pp），管理费用率 5.2%（+0.41pp），财务费用率 1.53%（+0.2pp）。

图1：石四药主营业务收入及增速（亿港元、%）



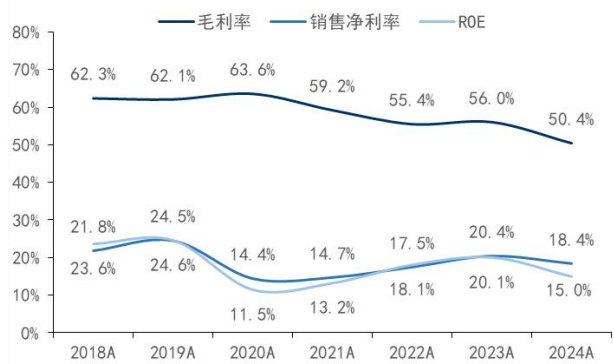
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：石四药归母净利润及增速（亿港元、%）



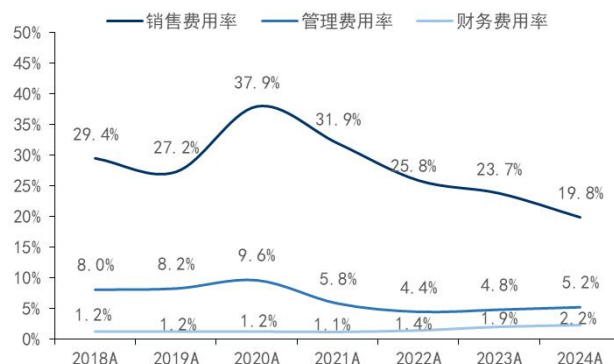
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：石四药毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

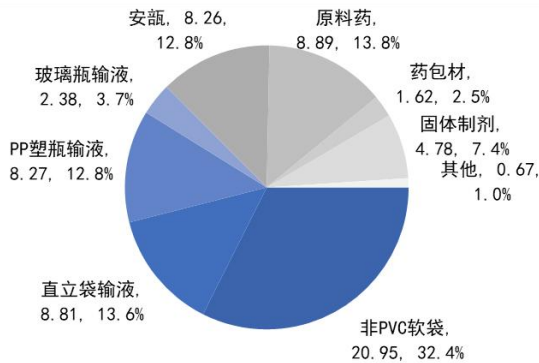
图4：石四药三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

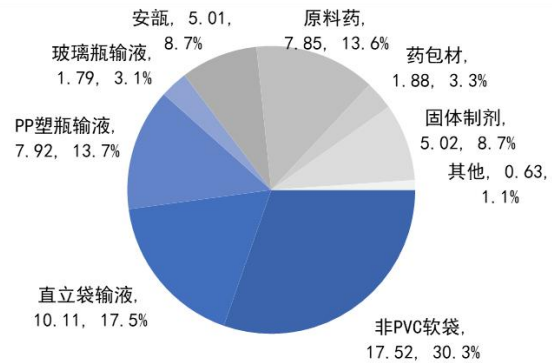
大输液业务短期承压，口服制剂、药包材业务稳步增长。2024 年公司大输液业务实现收入 37.35 亿港元（-6.4%），收入占比 64.7%（+2.2pp）；安瓿注射液实现收入 5.01 亿港元（-39.4%），收入占比 8.7%（-4.1pp），主要受到盐酸溴己新集采平台销售受限及退货影响；原料药实现收入 7.85 亿港元（-11.7%），收入占比 13.6%（-0.2pp），主要系咖啡因价格仍处低位；口服制剂实现收入 5.02 亿港元（+4.9%），收入占比 8.7%（+1.3pp）；药包材实现收入 1.88 亿港元（+16.4%），收入占比 3.3%（+0.8pp）。

图5：石四药集团 2023 分板块收入及占比（亿港元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

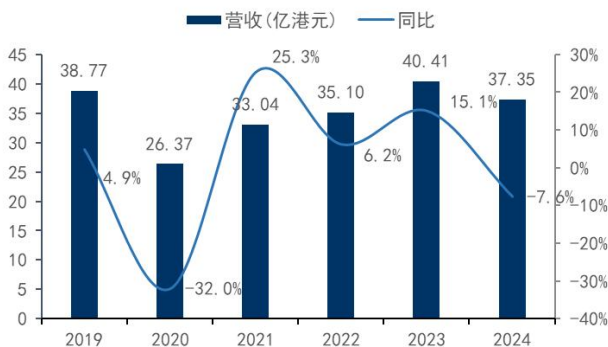
图6：石四药集团 2024 分板块收入及占比（亿港元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大输液业务量增价降，重点品种延续放量态势。2024 年公司大输液业务实现收入 37.35 亿港元（-7.6%），实现销量 20.36 亿瓶袋（+6.7%）。直立袋在高端智能生产线投产产能放量，销量同比增长 27.8%，销售额同比增长 14.8%。重点品种延续放量态势，腹膜透析液同比增长 81%、甘露醇同比增长 32%、乳酸左氧氟沙星同比增长 24%、乳酸钠林格同比增长 18%、生理氯化钠溶液同比增长 14%、碳酸氢钠同比增长 13%。

图7：大输液业务 2019-2024 销售收入及增速（亿港元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：大输液业务 2019-2024 销量及增速（亿瓶/袋，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：石四药 2024 年输液业务分类情况（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	2,276,278	61.0%	1.65	55.2%
营养输液	557,906	14.9%	1.48	51.8%
治疗输液	900,505	24.1%	3.21	52.3%
合计	3,734,689	100.0%	1.83	54.0%

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

咖啡因销量增加、单价筑底企稳，阿奇霉素收入稳健增长。2024 年咖啡因销量 5478 吨（+44.0%），单价筑底企稳，销售额同比增加 11%，占原料药比重同比提升至 48%。阿奇霉素销量 295 吨（-2%），销售额同比增加 10%，占原料药比重同比提升 7.5%至 39.4%。截至 2024 年 12 月 31 日，状态为 A 的原料药品种共 67 个。

表2: 河北广祥制药拥有状态为 A 的原料药（截至 2024 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	血液和造血管药
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
27	Y20220000360	盐酸异丙肾上腺素	心血管系统
28	Y20220000117	盐酸利多卡因	神经系统
29	Y20220000599	甲磺酸雷沙吉兰	神经系统
30	Y20220000359	盐酸苄丝肼	神经系统
31	Y20220000836	重酒石酸去甲肾上腺素	心血管系统
32	Y20220000874	丁苯酞	神经系统
33	Y20220000954	富马酸福莫特罗	呼吸系统用药
34	Y20220000958	肾上腺素	心血管系统
35	Y20220001108	盐酸去氧肾上腺素	心血管系统
36	Y20230000238	富马酸伏诺拉生	消化道及代谢
37	Y20230001010	尼可刹米	呼吸系统

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

表3: 河北国龙制药拥有状态为 A 的原料药（截至 2024 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	非性激素和胰岛素类的激素类系统用药
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	血液和造血管药
9	Y20190007065	羟乙基淀粉 130/0.4	血液和造血管药
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	血液和造血管药

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
21	Y20220000818	达格列净	消化系统与代谢
22	Y20220000426	依托咪酯	神经系统
23	Y20220000427	琥珀酸曲格列汀	消化道及代谢
24	Y20220000910	甲磺酸多沙唑嗪	心血管系统
25	Y20220001251	甲磺酸倍他司汀	神经系统
26	Y20220001252	地拉罗司	消化道及代谢
27	Y20230000179	盐酸倍他司汀	心血管系统
28	Y20220000597	苯甲酸阿格列汀	消化道及代谢
29	Y20220000598	苯磺顺阿曲库铵	肌肉-骨骼系统
30	Y20230000733	盐酸决奈达隆	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

仿创结合，转型加速。2024 年公司研发费用 2.66 亿港元，取得 112 个生产批件和 7 个临床批件。利奈唑胺干混悬剂、卡左双多巴缓释片等 7 个品种完成首仿/首家过评；复杂制剂药物开发取得阶段性成效，固体制剂搭建缓释及渗透泵技术平台，液体制剂构建治疗型乳剂技术平台和脂质体技术平台，布局缓释微球、微晶、长释注射剂等多个复杂制剂研究；创新药稳步推进，肺动脉高压药 SYN-045 进入 I 期临床，抗肝纤维化药 ADN-9 拟 2025 年申报临床。

表4: 石四药 2024 研发情况

业务板块	研发进展（截至 2024 年 12 月 31 日）
制剂	81 个品种获批，76 个品种上报上市申请
原料药	24 个品种获批，27 个品种上报上市申请
创新药	SYN045 进入 I 期临床试验
	ADN-9 即将申报 I 期临床试验

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：短期收入、利润承压，长期仿制药业务放量可期，维持“优于大市”评级。考虑到大输液集采风险尚未完全出清、盐酸溴己新集采平台销售受限及咖啡因价格仍处低位，预计公司大输液、安瓿注射液业务短期承压，下调 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.37/10.79/11.78 亿港元（2025/2026 年原值 16.71/18.61 亿港元），同比增速 -2.3%/+4.1%/+9.2%。。

表5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	归母净利润 亿元/亿港元					PE			ROE	PEG	投资评级
		25/05/07	亿元/亿港元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25A)	
2005.HK	石四药集团	3.02	89	10.61	11.37	10.79	11.78	7.9	7.4	7.8	7.1	15.0	2.1	优于大市
002422.SZ	科伦药业	34.65	554	29.36	30.21	33.62	38.47	18.9	18.3	16.5	14.4	13.9	1.9	无评级
600062.SH	华润双鹤	19.00	197	16.28	17.42	18.63	20.17	12.1	11.3	10.6	9.8	15.1	1.5	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：科伦药业、华润双鹤为 Wind 一致预测；石四药集团股价、总市值、归母净利润以港元计

财务预测与估值

资产负债表（百万港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万港元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1615	1258	2438	2531	2659	营业收入	6463	5773	5069	5189	5711
应收款项	2376	2447	1944	2031	2282	营业成本	2843	2865	2729	2864	3145
存货净额	1086	1109	937	1048	1142	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	46	212	98	109	147	销售费用	1533	1143	760	675	742
流动资产合计	5124	5061	5452	5754	6265	管理费用	610	576	544	555	606
固定资产	4668	5349	5530	5730	5865	财务费用	(45)	(38)	78	26	29
无形资产及其他	1163	1251	1601	1651	1681	投资收益	0	0	10	0	0
投资性房地产	417	439	439	439	439	资产减值及公允价值变动	0	0	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	594	504	672	730	776	其他收入	(48)	54	230	230	230
资产总计	11966	12604	13693	14304	15026	营业利润	1475	1282	1193	1295	1415
短期借款及交易性金融负债	1421	655	1241	1105	1000	营业外净收支	109	0	50	0	0
应付款项	590	653	557	602	669	利润总额	1584	1282	1243	1295	1415
其他流动负债	511	513	401	417	464	所得税费用	254	206	199	207	226
流动负债合计	2521	1821	2199	2125	2134	少数股东损益	11	14	8	9	11
长期借款及应付债券	1948	2981	2981	2981	2981	归属于母公司净利润	1319	1061	1037	1079	1178
其他长期负债	229	266	355	413	474						

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万港元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	2176	3247	3336	3394	3455	净利润	1319	1061	1037	1079	1178
负债合计	4698	5068	5535	5518	5588	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	336	315	323	332	343	折旧摊销	375	345	418	444	474
股东权益	6933	7220	7835	8453	9095	公允价值变动损失	0	0	5	5	5
负债和股东权益总计	11966	12604	13693	14304	15026	财务费用	(45)	(38)	78	26	29

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(264)	(178)	671	(91)	(208)
每股收益	0.45	0.36	0.35	0.37	0.40	其它	7	7	8	9	11
每股红利	0.15	0.19	0.14	0.16	0.18	经营活动现金流	1436	1234	2138	1446	1460
每股净资产	2.35	2.45	2.65	2.86	3.08	资本开支	0	(1015)	(954)	(699)	(645)
ROIC	13%	10%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	(35)	0	0	0
ROE	19%	15%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(96)	(961)	(1122)	(757)	(690)
毛利率	56%	50%	46%	45%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	21%	21%	22%	22%	负债净变化	386	1033	0	0	0
EBITDA Margin	29%	27%	30%	31%	31%	支付股利、利息	(447)	(566)	(422)	(460)	(537)
收入增长	0%	-11%	-12%	2%	10%	其它融资现金流	(1270)	(1565)	586	(135)	(105)
净利润增长率	17%	-20%	-2%	4%	9%	融资活动现金流	(1393)	(631)	164	(596)	(642)
资产负债率	42%	43%	43%	41%	39%	现金净变动	(52)	(358)	1180	93	128
息率	5.0%	6.4%	4.7%	5.2%	6.0%	货币资金的期初余额	1668	1615	1258	2438	2531
P/E	6.8	8.4	8.6	8.3	7.6	货币资金的期末余额	1615	1258	2438	2531	2659
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	0	149	1047	616	688
EV/EBITDA	7	9	10	9	8	权益自由现金流	0	(351)	1483	327	433

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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