

买入
塞络通胶囊研发推进顺利，市场广阔
神威药业 (02877.HK)

2025-12-18 星期四

【投资要点】

目标价:	10.04 港元
现 价:	8.23 港元
预计升幅:	22.0%

重要数据

日期	2025-12-17
收盘价 (港元)	8.23
总股本 (亿股)	8.27
总市值 (亿港元)	68
净资产 (亿元)	78.1
总资产 (亿元)	103.8
52周高低 (港元)	9.77/6.63
每股净资产 (元)	9.44

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

富威投资有限公司 (66.12%)

➤ 创新药塞络通胶囊研发推进顺利:

公司在中药创新研究成果显著，多项研究及临床项目进展顺利，2025年上半年公司研发费用为人民币 5037 万元，占营收比例 3.0%。Q-B-Q-F 浓缩丸、塞络通胶囊等在研产品稳步推进，创新药塞络通胶囊已经完成 III 期临床试验，目前正在整理法规要求所需要的数据和报告，预计 2026 年有望获得生产批文，2027 年上市销售。塞络通胶囊是以现代创新技术研制而成的组分中药，是一种针对血管性痴呆的创新中药，血管性痴呆是继阿尔茨海默病之后导致痴呆的第二大常见原因。预计 2025 年中国老年痴呆患者患者将突破 1000 万人，目前尚无有效的治疗药物。市场空间广阔，将是重磅品种。

➤ 受集采等医药行业因素影响，业绩承压:

2025 年前三季度营业收入为人民币 24.15 亿元，同比减少 16.3%。分品种：注射液产品：2025 年前三季度营业收入为人民币 7.86 亿元，同比减少 23.6%。软胶囊产品：营业收入为人民币 3.37 亿元，同比减少 13.7%。颗粒剂产品：营业收入为人民币 3.91 亿元，同比减少 14.5%。中药配方颗粒产品：营业收入为人民币 7.26 亿元，同比减少 11.8%。营收下降的主要原因是中药品种纳入集采的影响。2025 年中期毛利率由去年同期的 75.3% 下降至 72.2%，主要是中药材采购成本上升及全国中成药集采带来的价格压力。净利率则由 30.0% 提升至 37.2%，主要得益于销售及分销成本同比下降 20.7%，行政开支下降 12.9%。经营活动现金流净额为 5.66 亿元，同比增长 0.4%，显示公司控费增效显著。公司将通过不断有新的产品线如独家创新药塞络通胶囊及强大的商业化团队及高效的管理团队，推动业绩恢复增长。

➤ 给予“买入”评级，目标价 10.04 港元/股

随着新药不断上市，公司的产品结构将优化。公司的口服产品占比为 65.8%，注射液占比为 34.2%，产品结构合理，抗风险能力提升。预计 2025-27 年收入分别为人民币 38.4 亿、41.1 亿、46.0 亿元，净利润分别为人民币 9.29 亿、10.11 亿、11.38 亿，目标价 10.04 港元，对应 2026 年 PE 为 8 倍。目前公司的股息率达 6.1%，给予买入评级，较现价有 22% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	4516.54	3778.04	3839.31	4108.06	4601.03
同比增长 (%)	14.32%	-16.35%	1.62%	7.00%	12.00%
归母净利润	969.51	840.05	928.60	1011.48	1138.40
同比增长 (%)	51.27%	-13.35%	10.54%	8.93%	12.55%
每股盈利 (元)	0.87	1.17	1.02	1.12	1.22
PE@8.23HKD	6.31	7.29	6.59	6.05	5.38

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

【報告正文】

➤ 创新药塞络通胶囊研发推进顺利：

公司在中药创新研究成果显著，多项研究及临床项目进展顺利，2025年上半年公司研发费用为人民币 5037 万元，占营收比例 3.0%。Q-B-Q-F 浓缩丸、塞络通胶囊等在研产品稳步推进，创新药塞络通胶囊已经完成 III 期临床试验，目前正在整理法规要求所需要的数据和报告，预计 2026 年有望获得生产批文，2027 年上市销售。塞络通胶囊是以现代创新技术研制而成的组分中药，是一种针对血管性痴呆的创新中药，血管性痴呆是继阿尔茨海默病之后导致痴呆的第二大常见原因。目前尚无有效的治疗药物。预计 2025 年中国老年痴呆患者患者将突破 1000 万人，市场空间广阔，将是重磅品种。

公司自主研发的古代经典名方中药复方制剂芍药甘草汤颗粒获得国家药监局批准上市，为二零二五年第一个获批的经典名方，也是公司继一煎颗粒获批后的第二个经典名方。芍药甘草汤颗粒主要用于阴血不足，筋脉失养所致挛急疼痛诸证。临床疗效显著，具有明显特色与优势，市场需求量巨大。与此同时，公司自主研发用于治疗慢性病贫血的中药 1.1 类新药异功散颗粒二期临床试验筹办工作进展顺利。目前市场上无明确治疗慢性病贫血的中成药。研究显示，异功散颗粒临床治疗慢性病贫血疗效确切，尤其针对红血球生成素 EPO 治疗无效者更凸显其临床价值。

➤ 受集采等医药行业因素影响，业绩承压：

2025 年前三季度营业收入为人民币 24.15 亿元，同比减少 16.3%。分品种：注射液产品：2025 年前三季度营业收入为人民币 7.86 亿元，同比减少 23.6%。

软胶囊产品：营业额为人民币 3.37 亿元，同比减少 13.7%。颗粒剂产品：营业额为人民币 3.91 亿元，同比减少 14.5%。中药配方颗粒产品：营业额为人民币 7.26 亿元，同比减少 11.8%。营收下降的主要原因是中药品种纳入集采的影响。2025 年中期毛利率由去年同期的 75.3% 下降至 72.2%，主因是中药材采购成本上升及全国中成药集采带来的价格压力。净利率则由 30.0% 提升至 37.2%，主要得益于销售及分销成本同比下降 20.7%，行政开支下降 12.9%。经营活动现金流

净额为 5.66 亿元，同比增长 0.4%，显示公司控费增效显著。公司将通过不断有新的产品线如独家创新药塞络通胶囊及强大的商业化团队及高效的管理团队，推动业绩恢复增长。

➤ **中药配方颗粒蓄势待发：**

公司的中药配方颗粒位列全国中药配方颗粒上市公司前五强。市场分布：目前公司中药配方颗粒的大部分销量仍来自位于河北省和云南省的医院，占中药配方颗粒总销售额的 88.9%。销售下降原因：主要是由于逾期的应收帐款及账龄有所增加，而本集团采取风险管理措施，暂缓向逾期账龄期较长且接近或超越信用额度的医院及基层医疗机构发货。另外，中药配方颗粒市场开放后，供货商数目有所增加，部份新供货商试图以价格战侵占基层医疗机构市场，导致本集团向位于其他省份的基层医疗机构销售的中药配方颗粒于期内亦有所减少。中药配方颗粒目前处于市场动荡期，市场格局正在重构。

未来计划：全力加大全国市场人员配备，并静待合适的经营环境和时机，以更快速度及更全面的覆盖向全国布局。除河北及云南 2 省外，公司的配方颗粒事业部团队优先重点开发的医院市场增至 10 个其它省份。产能：中药配方颗粒产能年产值目前达人民币 50 亿元。后续将根据市场发展情况继续进行产能扩充规划。

➤ **给予“买入”评级，目标价 10.04 港元/股**

随着新药不断上市，公司的产品结构将优化。公司的口服产品占比为 65.8%，注射液占比为 34.2%，产品结构合理，抗风险能力提升。预计 2025-27 年收入分别为人民币 38.4 亿、41.1 亿、46.0 亿元，净利润分别为人民币 9.29 亿、10.11 亿、11.38 亿，目标价 10.04 港元，对应 2026 年 PE 为 8 倍。目前公司的股息率达 6.1%，给予买入评级，较现价有 22% 的升幅。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)		市盈率 PE			市净率 PB
		TTM	25E	26E			
0874.HK	白云山	438.12	9.14	8.09	7.38	0.72	
1681.HK	康臣药业	126.58	11.44	10.68	9.47	2.65	
2359.HK	药明康德	2,946.94	18.89	19.28	18.04	3.89	
3692.HK	翰森制药	2,369.99	45.2	42.72	41.03	6.95	
1801.HK	信达生物	1,392.99	112.19	123.96	57.07	8.81	
2269.HK	药明生物	1,323.47	28.76	27.23	24.04	2.68	
1177.HK	中国生物制药	1,211.94	28.55	22.93	23.34	3.31	

资料来源: Wind、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

- 1) 产品研发进度不及预期；
- 2) 新业务开拓放缓；
- 3) 集采和医保谈判等医疗政策对利润影响。

【财务报表摘要】

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3950.64	4516.54	3778.04	3839.31	4108.06	4601.03
销售成本	(1012.33)	(1122.42)	(946.29)	(955.99)	(1006.48)	(1127.25)
毛利	2938.31	3394.12	2831.75	2883.32	3101.59	3473.78
其他收入	113.37	163.12	182.43	183.00	186.66	190.39
分销开支	(1818.65)	(1981.62)	(1597.31)	(1497.33)	(1602.14)	(1794.40)
研发费用	(117.45)	(110.46)	(100.52)	(101.53)	(102.54)	(103.57)
管理费用	(279.80)	(326.50)	(291.32)	(273.74)	(287.56)	(322.07)
经营盈利	835.78	1138.66	1025.03	1193.72	1296.00	1444.13
财务费用	(0.63)	(2.74)	(6.13)	(13.00)	(13.00)	(12.00)
税前盈利	835.15	1135.92	1018.90	1180.72	1283.00	1432.13
所得税	(194.25)	(194.25)	(270.74)	(305.67)	(330.12)	(356.53)
净利润	640.90	969.51	840.05	928.60	1011.48	1138.40
折旧与摊销	39.74	47.69	48.69	49.69	50.69	51.69
EBITDA	875.52	1186.35	1073.72	1243.42	1346.69	1495.82
增长						
总收入 (%)	22.56%	14.32%	-16.35%	1.62%	7.00%	12.00%
EBITDA (%)	105.14%	35.50%	-9.49%	15.80%	8.31%	11.07%
净利润 (%)	36.08%	51.27%	-13.35%	10.54%	8.93%	12.55%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	5026.27	5888.76	6140.13	6488.15	6891.57	7401.12
其他短期投资						
应收账款	1078.25	1348.25	1295.16	1289.84	1352.53	1484.53
存货	657.66	897.71	813.19	780.00	500.76	336.51
其他流动资产	58.82	64.70	71.17	78.29	86.11	94.73
流动资产	6821.00	8199.42	8319.65	8636.27	8830.98	9316.89
固定资产	357.57	368.30	379.35	390.73	402.45	414.53
贷款	815.84	850.63	840.58	830.20	819.48	808.40
非流动资产	1173.42	1218.93	1219.93	1220.93	1221.93	1222.93
总资产	7994.41	9418.35	9539.58	9857.20	10052.90	10539.82
流动负债	1665.59	2433.71	2449.99	2540.85	2674.23	2815.23
应付账款	45.87	46.79	46.79	46.79	46.79	46.79
短期银行贷款	225.56	239.10	239.10	239.10	239.10	239.10
其他短期负债	1394.16	2147.82	2164.10	2254.97	2388.35	2529.34
非流动负债	425.95	445.49	445.49	445.49	445.49	445.49
长期银行贷款	390.95	410.49	410.49	410.49	410.49	410.49
其他负债	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
总负债	2091.54	2879.20	2895.48	2986.35	3119.72	3260.72
股东权益	5902.88	6539.14	6644.09	6870.86	6933.18	7279.10

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)	74.38%	75.15%	74.95%	75.10%	75.50%	75.50%
EBITDA 利率 (%)	22.16%	26.27%	28.42%	32.39%	32.78%	32.51%
净利率 (%)	16.22%	21.47%	22.24%	24.19%	24.62%	24.74%
ROE	10.86%	14.83%	12.64%	13.52%	14.59%	15.64%
ROA	8.02%	10.29%	8.81%	9.42%	10.06%	10.80%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	7.08%	7.23%	7.71%	7.13%	7.00%	7.00%
实际税率 (%)	23.26%	17.10%	26.57%	25.89%	25.73%	24.90%
股息支付率(%含优先股)	37.72%	32.72%	0.75%	46.12%	46.16%	44.70%
库存周转天数	224.56	252.90	329.96	304.14	232.23	135.55
应付账款天数	16.54	15.22	18.05	17.86	16.97	15.15
应收账款天数	99.62	108.96	125.13	122.62	120.17	117.77

财务状况

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净负债/总资产负债率	0.26	0.31	0.30	0.30	0.31	0.31
收入/总资产	0.49	0.48	0.40	0.39	0.41	0.44
总资产/股本	1.35	1.44	1.44	1.43	1.45	1.45

现金流量表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	640.90	969.51	840.05	928.60	1011.48	1138.40
折旧与摊销	185.86	177.10	68.73	82.48	98.97	118.77
营运资本变动	289.94	(93.62)	221.96	233.06	244.71	256.95
其他非现金调整	(88.90)	(120.36)	(167.61)	(125.62)	(137.86)	(143.70)
营运现金流	1109.67	932.63	963.13	1118.51	1217.30	1370.42
资本开支	129.46	144.33	140.11	180.00	183.60	187.27
其他投资活动	(174.87)	(193.87)	(412.22)	(499.44)	(509.43)	(519.62)
投资活动现金流	(45.41)	(49.54)	(272.11)	(319.44)	(325.83)	(332.35)
负债变化	(7.68)	293.12	21.71	(20.90)	(20.27)	(19.66)
股本变化	242.36	319.87	(407.92)	5.00	6.00	7.00
股息	(241.73)	(317.27)	6.27	(428.32)	(466.86)	(508.88)
其他融资活动	(8.81)	(8.90)	(7.90)	(6.90)	(5.90)	(4.90)
融资活动现金流	(15.86)	286.82	(387.84)	(451.12)	(487.04)	(526.45)
汇率变动影响						
现金变化	820.55	862.49	251.37	348.02	403.43	509.55
期初持有现金	4205.74	5026.29	5888.78	6140.15	6488.17	6891.59
期末持有现金	5026.29	5888.78	6140.15	6488.17	6891.59	7401.14

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>