买入

塞络通胶囊上市申请已受理，未来市场广阔

神威药业（02877.HK）

2026-11-11 星期三

目标价： 10.04 港元

现　价： 7.76 港元

预计升幅： 29.4%

重要数据

日期	2026-11-11
收盘价（港元）	7.76
总股本（亿股）	8.27
总市值（亿港元）	64.5
净资产（亿元）	82.1
总资产（亿元）	104.6
52 周高低（港元）	10.47/7.12
每股净资产（元）	9.92

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%）

相关报告

神威药业（2877.HK）-首发报告-20201126

神威药业（2877.HK）-更新报告-20251218

研究部

姓名：林兴秋

SFC： BLM040

电话：0755-21519193

Email：linxq@gyzq.com.hk

证券研究报告

【投资要点】

➢ **创新药研发有序推进：**

塞络通胶囊与 JC 胶囊两项独家创新药三期临床均已完成，生产许可证申请已获受理；有望于 2027 年中取得生产许可证。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。2025 年中国老年痴呆患者患者突破 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。古代经典名方获批数量已达 7 款、居全国首位，年内新获批苓桂术甘汤、二冬汤、桃红四物汤颗粒，另有化肝煎、厚朴温中汤、当归六黄汤三款 3.1 类新药获受理，100 余项经典名方储备构成中长期梯队。

➢ **收入下滑，公司加强控费：**

2026 年前三季度营业额为人民币 17.31 亿元,较二零二五年同期下降 28.3%。各主要产品线均出现显著下滑：注射液产品营业额减少 39.2%至 4.78 亿元；中药配方颗粒产品营业额减少 30.8%至 5.03 亿元；其他剂型产品营业额减少 36.9%至 1.10 亿元;软胶囊与颗粒剂产品亦分别下降 14.3%与 10.1%。2026 年上半年收入 -28.5% 的背景下，净利润为 4.69 亿元、仅下滑 23.7%，销售及分销成本同比大幅削减 51.8%、行政开支减少 15.5%；2025 年全年公司在收入下滑 17% 的情况下实现净利润 9.49 亿元、逆势增长 13.1%。极致费控能力已连续两年得到验证。截至 2026 年 6 月末，公司银行结余及现金 75.38 亿元人民币，高于当前总市值，现金/市值比超过 130%；资产负债率仅 21.5%。

➢ **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 72.4%，注射液占比为 27.6%，产品结构合理，抗风险能力提升。预计 2026-28 年收入分别为人民币 26.7 亿、28.3 亿、31.6 亿元，净利润分别为人民币 8.9 亿、9.6 亿、10.9 亿元，目标价 10.04 港元，对应 2026 年 PE 为 8 倍。给予买入评级，较现价有 29.4%的升幅。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	3778.04	3135.42	2665.11	2825.01	3164.01
同比增长（%）	-16.35%	-17.01%	-15.00%	6.00%	12.00%
归母净利润	840.05	949.95	887.45	959.86	1087.62
同比增长（%）	-13.35%	13.08%	-6.58%	8.16%	13.31%
每股盈利（元）	1.02	1.15	1.07	1.16	1.32
PE@7.76HKD	6.60	5.83	6.24	5.77	5.09

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➢ **创新药研发有序推进：**

塞络通胶囊与 JC 胶囊两项独家创新药三期临床均已完成，生产许可证申请已获受理；有望于 2027 年中取得生产许可证。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。2025 年中国老年痴呆患者患者突破 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。古代经典名方获批数量已达 7 款、居全国首位，年内新获批苓桂术甘汤、二冬汤、桃红四物汤颗粒，另有化肝煎、厚朴温中汤、当归六黄汤三款 3.1 类新药获受理，100 余项经典名方储备构成中长期梯队。2024 年获批的一贯煎颗粒销售额约一千余万元，尚处进院爬坡早期；2026 年版基药目录扩容（中成药 268 种增至 318 种）有望改善经典名方及存量品种的进院与放量环境。

➢ **收入下滑，公司加强控费：**

2026 年前三季度营业额为人民币 17.31 亿元，较二零二五年同期下降 28.3%。各主要产品线均出现显著下滑：注射液产品营业额减少 39.2%至 4.78 亿元；中药配方颗粒产品营业额减少 30.8%至 5.03 亿元;其他剂型产品营业额减少 36.9%至 1.10 亿元；软胶囊与颗粒剂产品亦分别下降 14.3%与 10.1%。2026 年上半年收入 -28.5% 的背景下，净利润为 4.69 亿元、仅下滑 23.7%，销售及分销成本同比大幅削减 51.8%、行政开支减少 15.5%；2025 年全年公司在收入下滑 17% 的情况下实现净利润 9.49 亿元、逆势增长 13.1%。极致费控能力已连续两年得到验证。2026 年版国家基本药物目录于 9 月 1 日生效，中成药收录由 268 种增至 318 种，公司 18 个常规生产品种在列，目录落地带动医院终端补库与进院，这将推动公司的业绩恢复增长。截至 2026 年 6 月末，公司银行结余及现金 75.38 亿元人民币，高于当前总市值，现金/市值比超过 130%；资产负债率仅 21.5%。安全边际较高。

➢ **中药配方颗粒蓄势待发：**

上半年中药配方颗粒销售额 3.36 亿元、同比下滑 31.1%，前三季度 5.01 亿元、同比仍降约 31%，是各剂型中最弱板块。压力来自河北集采降价（约 10%）、

医保对价格与用量的双重管控、基层市场低价竞争，以及医院回款周期拉长后公司的风控发货收缩。当前中药配方颗粒行业正处于深度调整阶段。短期来看，行业仍将面临国标切换、集采范围持续扩大、挂网价格联动、医保控费、零差率及调剂费政策开始落地执行等多重因素影响。市场开放后，备案生产企业数量增加，行业新参与者通过低价竞争抢夺基层及非核心区域市场，进一步激化价格竞争，推动市场份额加速分化，预计短期内中药配方颗粒业务的销售收入及毛利率仍将承受压力。长期来看，国家标准持续扩容、生产监管趋严、全过程追溯和药材源头质量管制要求提升，行业出清后份额有望向具备标准与产能优势的龙头回流，配方颗粒对饮片的替代逻辑未变（当前渗透率仅为饮片约十分之一）。公司策略为"稳固河北、进军全国"，国标品种跨省销售备案取消构成边际政策红利。

- **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 72.4%，注射液占比为 27.6%，产品结构合理，抗风险能力提升。预计 2026-28 年收入分别为人民币 26.7 亿、28.3 亿、31.6 亿元，净利润分别为人民币 8.9 亿、9.6 亿、10.9 亿元，目标价 10.04 港元，对应 2026 年 PE 为 8 倍。给予买入评级，较现价有 29.4%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	26E	27E	
0874.HK	白云山	348.46	8.27	7.15	6.60	0.46
1681.HK	康臣药业	134.93	9.97	9.29	8.34	2.46
6160.HK	百济神州	4,007.82	54.07	54.32	38.69	8.50
1276.HK	恒瑞医药	3,721.35	32.25	31.07	27.17	4.29
3692.HK	翰森制药	2,083.64	27.10	27.66	25.69	4.79
1177.HK	中国生物制药	1,034.10	37.59	18.07	16.13	2.76
1093.HK	石药集团	982.87	11.49	10.55	13.66	2.27

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

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	4516.54	3778.04	3135.42	2665.11	2825.01	3164.01
销售成本	(1122.42)	(946.29)	(869.21)	(826.18)	(875.75)	(980.84)
毛利	3394.12	2831.75	2266.21	1838.92	1949.26	2183.17
其他收入	163.12	182.43	178.25	259.00	264.18	269.46
分销开支	(1981.62)	(1597.31)	(1165.62)	(932.79)	(988.75)	(1107.40)
研发费用	(110.46)	(100.52)	(103.10)	(104.13)	(105.17)	(106.23)
管理费用	(326.50)	(291.32)	(279.69)	(186.56)	(197.75)	(221.48)
经营盈利	1138.66	1025.03	896.05	874.45	921.76	1017.52
财务费用	(2.74)	(6.13)	(5.69)	(13.00)	(12.00)	(11.00)
税前盈利	1135.92	1018.90	890.36	861.45	909.76	1006.52
所得税	(194.25)	(270.74)	(305.67)	(319.32)	(210.00)	(233.10)
净利润	969.51	840.05	949.95	887.45	959.86	1087.62
折旧与摊销	47.69	48.69	49.69	50.69	51.69	52.69
EBITDA	1186.35	1073.72	945.74	925.14	973.45	1070.21
增长						
总收入（%）	14.32%	-16.35%	-17.01%	-15.00%	6.00%	12.00%
EBITDA（%）	35.50%	-9.49%	-11.92%	-2.18%	5.22%	9.94%
净利润（%）	51.27%	-13.35%	13.08%	-6.58%	8.16%	13.31%

资产负债表

百万元，财务年

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	5888.76	6140.13	7189.05	7638.97	8769.69	10015.37
其他短期投资						
应收账款	1348.25	1295.16	1047.25	872.36	906.21	994.65
存货	897.71	813.19	691.30	352.56	224.23	150.68
其他流动资产	64.70	71.17	78.29	86.11	94.73	104.20
流动资产	8199.42	8319.65	9005.88	8950.01	9994.85	11264.90
固定资产	368.30	379.35	390.73	402.45	414.53	426.96
贷款	850.63	840.58	830.20	819.48	808.40	796.97
非流动资产	1218.93	1219.93	1220.93	1221.93	1222.93	1223.93
总资产	9418.35	9539.58	10226.81	10171.94	11217.78	12488.83
流动负债	2433.71	2449.99	2510.27	2644.88	2787.24	2937.82
应付帐款	46.79	46.79	46.79	46.79	46.79	47.79
短期银行贷款	239.10	239.10	239.10	239.10	239.10	240.10
其他短期负债	2147.82	2164.10	2224.39	2358.99	2501.36	2649.93
非流动负债	445.49	445.49	445.49	445.49	445.49	446.49
长期银行贷款	410.49	410.49	410.49	410.49	410.49	411.49
其他负债	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	36.00
总负债	2879.20	2895.48	2955.76	3090.37	3232.73	3384.31
少数股东权益						
股东权益	6539.14	6644.09	7271.04	7081.57	7985.04	9104.52

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力						
毛利率（%）	75.15%	74.95%	72.28%	69.00%	69.00%	69.00%
EBITDA 利率（%）	26.27%	28.42%	30.16%	34.71%	34.46%	33.82%
净利率(%)	21.47%	22.24%	30.30%	33.30%	33.98%	34.37%
ROE	14.83%	12.64%	13.06%	12.53%	12.02%	11.95%
ROA	10.29%	8.81%	9.29%	8.72%	8.56%	8.71%
营运表现						
SG&A/收入(%)	7.23%	7.71%	8.92%	7.00%	7.00%	7.00%
实际税率（%）	17.10%	26.57%	34.33%	37.07%	23.08%	23.16%
股息支付率(%含优先股	32.72%	0.75%	37.37%	118.32%	47.92%	46.10%
库存周转天数	252.90	329.96	315.88	230.58	120.20	69.76
应付账款天数	15.22	18.05	19.65	20.67	19.50	17.78
应收账款天数	108.96	125.13	121.91	119.47	117.08	114.74
财务状况						
净负债/股资产负债率	0.31	0.30	0.29	0.30	0.29	0.27
收入/总资产	0.48	0.40	0.31	0.26	0.25	0.25
总资产/股本	1.44	1.44	1.41	1.44	1.40	1.37

现金流量表

百万元，财务年度截至

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	969.51	840.05	949.95	887.45	959.86	1087.62
折旧与摊销	177.10	68.73	70.88	85.06	102.07	122.49
营运资本变动	(93.62)	221.96	502.52	527.65	554.03	581.73
其他非现金调整	(120.36)	(167.61)	(351.32)	(213.10)	(244.01)	(269.48)
营运现金流	932.63	963.13	1172.03	1287.06	1371.95	1522.36
资本开支	144.33	140.11	197.91	201.86	205.90	210.02
其他投资活动	(193.87)	(412.22)	24.13	24.61	25.10	25.60
投资活动现金流	(49.54)	(272.11)	222.03	226.47	231.00	235.62
负债变化	293.12	21.71	(14.29)	(13.86)	(13.45)	(13.04)
股本变化	319.87	(407.92)	0.00	6.00	7.00	8.00
股息	(317.27)	6.27	(355.04)	(1050.00)	(460.00)	(501.40)
其他融资活动	(8.90)	(7.90)	(6.90)	(5.90)	(4.90)	(3.90)
融资活动现金流	286.82	(387.84)	(376.23)	(1063.76)	(471.35)	(510.34)
汇率变动影响						
现金变化	862.49	251.37	1048.89	449.93	1130.71	1245.69
期初持有现金	5026.29	5888.78	6140.15	7189.04	7638.97	8769.68
期末持有现金	5888.78	6140.15	7189.04	7638.97	8769.68	10015.37

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收到任何形式的补偿。

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