

神威药业 (2877 HK, 买入, 目标价: HK\$18.00)

买入

持有

卖出

每股净现金接近股价, 维持高分红率

目标价: HK\$18.00 当前股价: HK\$8.75

股价上行/下行空间 +106%

52 周最高/最低价 (HK\$) 10.72/6.55

市值 (US\$mn) 847

当前发行数量(百万股) 755

三个月平均日交易额 (US\$mn) 1

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

李振江 66

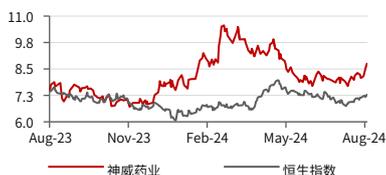
按 2024 年 8 月 30 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	18.00	19.30	-7%
2024E EPS (RMB)	1.36	1.44	-5%
2025E EPS (RMB)	1.46	1.58	-8%
2026E EPS (RMB)	1.69	1.84	-8%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	5,239 (-9%)	6,055 (-11%)
EPS (RMB)	1.35 (+1%)	1.54 (-5%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

• 独家产品增速稳健, 中药配方颗粒 2H24 之后有望迎来恢复性增长。

• 我们预测 2023-26 年营收/ 归母净利润 CAGR 为 11%/10%。

• 重申“买入”评级, 下调目标价至 18.00 港币。

营收在去年高基数下同比下滑, 但净利润实现较高速增长: 神威药业发布中报, 1H24 实现营收 20.86 亿元, 同比-13%; 归母净利润 6.26 亿元, 同比+28%。1H24, 公司实现其他收入 (政府发放的企业发展金) 1.69 亿元, 1H23 为 0.22 亿元。1H24, 实现投资收入 1.22 亿元, 1H23 为 0.57 亿元。如果刨除掉这两项一次性项目税后金额, 公司扣非后归母净利润则同比下滑 5%至 4.09 亿元。公司毛利率同比增长 0.1ppts 至 75.3%。根据公司中报, 1H24, 公司实现自由现金流 4.89 亿元, 并拟派发中期股息 0.83 亿元, 每股股息 0.11 元。最近十二个月股息 0.54 元, 对应 40%的分红率。截至 1H24 期末, 公司每股净现金为 7.64 港币, 等于最新收盘价的 87%。

中药注射液高基数下销售额同比下滑, 独家产品增速稳健: 根据公司中报, 分产品剂型来看, 1H24, 注射液实现销售额 7.79 亿元, 同比-19%。其中支柱产品清开灵在去年的高基数下实现销售额 3.66 亿元, 同比下降 9%。我们预测清开灵 2024 年实现销售额 7.38 亿元, 同比下降 14%。刨除掉清开灵, 其他中药注射液销售额同比下降 26%至 4.13 亿元。1H24, 软胶囊实现销售额 2.89 亿元, 同比-18%; 主要由于清开灵软胶囊、藿香正气软胶囊去年的高基数。1H24 颗粒剂实现销售额 3.45 亿元, 同比+4%。其中公司独家产品滑膜炎颗粒剂实现销售额 1.42 亿元, 同比+12%。公司的其他独家产品, 芪黄通秘软胶囊/降脂通络软胶囊/丹灯通脑胶囊分别实现销售额 0.39 亿元/ 0.26 亿元/ 0.22 亿元, 同比+4%/ +18%/ +39%。

中药配方颗粒 2H24 之后有望迎来恢复性增长: 根据公司中报, 1H24, 中药配方颗粒实现销售额 5.55 亿元, 同比-12%。中药配方颗粒营收占比来看, 河北和云南的医院为公司的基本盘。营收占比为 90.4%, 销售额同比下滑 1%。其他省份医院营收占比为 0.9%, 销售额同比下滑 55%。全国基层医疗机构销售占比 8.7%, 销售额同比下滑 69%。在 2023 年 10 月, 中药配方颗粒首轮集采之后, 1H24 公司在集采的十五个省份进度低于我们的预期。根据公司公告, 2H24 销售团队将继续发力, 重点拓展北京、天津、山东、安徽市场。

重申买入评级, 下调目标价至 18.00 港币 (WACC: 12.1%): 对应 2025 年的 P/E 为 11 倍, 基本等同于 10 倍的港股可比公司平均水平。我们认为神威药业的估值倍数理应至少等同于可比公司, 由于公司的稳健增长前景和潜在的价值重估。

风险提示: 1) 产品风险; 2) 行业竞争加剧; 3) 招标及价格控制; 4) 中药原材料价格波动; 5) 政策不确定性。

研究团队

徐浩瀚, 分析师

证书编号: S1680520080002

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huaxingsec.com

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	3,951	4,517	4,758	5,393	6,209
毛利润 (RMBmn)	2,938	3,394	3,556	4,013	4,598
归母净利润 (RMBmn)	723	970	1,031	1,102	1,276
每股收益 (RMB)	0.96	1.28	1.36	1.46	1.69
市盈率 (x)	5.8	5.5	5.8	5.5	4.7

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告、华兴证券预测

财务分析

图表 1：神威药业- 1H24 核心财务数据分析

百万元	1H23	1H24	同比%
营收	2,399	2,087	-13%
销售费用	1,025	817	-20%
管理费用	138	145	5%
研发费用	48	45	-7%
毛利	1,804	1,572	-13%
归母净利润	491	626	27%
EPS (元)	0.65	0.83	28%
其他收入	22	169	662%
投资收入	57	121	114%
扣非后归母净利润 (计算值)	432	409	-5%
毛利率	75.2%	75.3%	0.1pppts
销售费用率	42.7%	39.2%	-3.6pppts
管理费用率	-5.8%	-7.0%	-1.2pppts
研发费用率	-2.0%	-2.1%	-0.1pppts
净利率	20.5%	30.0%	9.5pppts

资料来源：公司公告

图表 2：神威药业- 分产品营收、毛利率

剂型类别	销售额 (百万元)			毛利率 (%)		
	1H23	1H24	同比	1H23	1H24	同比
注射液	957	779	-19%	77.2%	76.0%	-1.2pppts
软胶囊	352	289	-18%	75.9%	77.8%	1.9pppts
颗粒剂	331	345	4%	77.8%	78.6%	0.8pppts
中药配方颗粒	629	555	-12%	73.8%	72.9%	-0.9pppts
其他剂型	130	119	-8%	N/A	N/A	N/A
总销售额	2,399	2,087	-13%	75.2%	75.3%	0.1pppts

资料来源：公司公告

预测调整

1H24，神威药业的中药注射液营收增速（同比-19%）低于我们此前的全年预测（同比+2%），同时中药配方颗粒拓展也低于我们的预期。因此我们下调了这两块业务的 2024-26 年营收预测。由于上述假设调整，我们将 2024-26 年营收下调了 5%/8%/8%；将毛利下调了 5%/8%/9%。同时，我们将归母净利润/ EPS 预测下调了 5%/8%/8%。

图表 3：神威药业- 预测假设调整

中药注射液 营收 (百万元)	2024E	2025E	2026E
最新	1,671	1,731	1,776
之前	1,819	1,976	2,039
变化%	-8%	-12%	-13%

中药配方颗粒 营收 (百万元)	2024E	2025E	2026E
最新	1,262	1,451	1,741
之前	1,382	1,658	2,073
变化%	-9%	-13%	-16%

资料来源：华兴证券预测

图表 4：神威药业- 2024-26 年核心财务预测

营收 (百万元)	2024E	2025E	2026E
最新	4,758	5,393	6,209
之前	5,027	5,846	6,804
变化%	-5%	-8%	-9%

毛利 (百万元)	2024E	2025E	2026E
最新	3,556	4,013	4,598
之前	3,758	4,353	5,043
变化%	-5%	-8%	-9%

归母净利润 (百万元)	2024E	2025E	2026E
最新	1,031	1,102	1,276
之前	1,085	1,193	1,392
变化%	-5%	-8%	-8%

EPS (元)	2024E	2025E	2026E
最新	1.36	1.46	1.69
之前	1.44	1.58	1.84
变化%	-5%	-8%	-8%

资料来源：华兴证券预测

估值

重申"买入"评级；下调 DCF 目标价至 18.00 港币

我们使用两阶段的 DCF 模型对神威药业进行估值，与我们覆盖的大多数公司相同 DCF 反映了公司经营周期中产生的自由现金流现值：第一阶段从 2025 年至 2030 年，第二阶段是以 2031 年为起始的永续期。我们采用 12.1% 的 WACC 和 0.5% 的永续增长率，保持不变。

我们得出 DCF 目标价为 18.00 港币（前值为 19.30 港币），相较 8 月 30 日的收盘价有 106% 的上行潜力。我们的目标价格对应 2025 年的 P/E 为 11 倍，基本等同于 10 倍的行业平均水平。

图表 5：神威药业—DCF 估值

百万元，除每股数据外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	395	720	917	1,240	1,305	1,395	1,615	1,668	1,748	1,909	1,379
财务费用	-17	-1	-1	-3	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	378	719	916	1,238	1,304	1,394	1,614	1,667	1,747	1,908	1,378
EBIT*(1-t)	278	555	722	967	1,030	1,101	1,275	1,316	1,380	1,507	1,088
固定资产折旧	163	89	152	97	170	181	191	205	223	247	276
无形资产摊销	43	15	19	15	15	16	18	19	22	25	28
营运资本变动	47	18	257	2	-56	-96	-124	-77	-113	-186	-293
资本开支	-95	-233	-136	-144	-250	-250	-250	-400	-500	-600	-800
自由现金流	436	445	1,015	935	908	952	1,109	1,063	1,013	993	300
贴现因子						-	1	2	3	4	5
自由现金流现值						952	990	846	719	629	169

估值简介	2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	4,305
永续现金流现值	1,467
企业价值	5,772
(-) 净负债	-6,599
(-) 少数股东权益	-
股权价值	12,371
总股本 (百万)	755
目标价 (元)	RMB16.38
目标价 (港币)	HK\$18.00
最新收盘价	HK\$8.75
上行/(下行)空间 %	106%

WACC 计算	
无风险利率	2.3%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.40
权益成本	12.1%
债务成本	5.0%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.8%
债务/总资本比例	0.0%
WACC	12.1%
永续增长率	0.5%

目标价 (港币) 敏感性分析对应永续增长率和 WACC					
	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
0.00%	18.29	18.09	17.90	17.72	17.56
0.25%	18.35	18.14	17.95	17.76	17.60
0.50%	18.41	18.20	18.00	17.81	17.64
0.75%	18.48	18.25	18.05	17.86	17.68
1.00%	18.55	18.32	18.10	17.91	17.72

2025E EPS	1.46
2025年对应 P/E	11

注：2024 年 8 月 30 日收盘价。

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 6：神威药业-可比公司估值表

公司	代码	收盘价	市值	EPS (元)				P/E (倍)				
				2024/8/30	(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
华润三九*	000999	CH	RMB44.93	57,705	2.11	2.68	2.92	3.22	21	17	15	14
同仁堂*	600085	CH	RMB35.17	48,235	1.22	1.54	1.81	2.08	29	23	19	17
片仔癀*	600436	CH	RMB208.59	125,846	4.64	5.23	6.25	7.28	45	40	33	29
云南白药*	000538	CH	RMB54.06	96,457	2.29	2.53	2.70	2.99	24	21	20	18
东阿阿胶	000423	CH	RMB49.87	32,115	1.69	2.20	2.63	2.20	30	23	19	23
以岭药业	002603	CH	RMB15.45	25,812	1.23	0.93	1.09	1.28	13	17	14	12
A股可比公司平均值								27	23	20	19	
中国中药	570	HK	HK\$4.24	18,129	0.26	0.26	0.28	N.A.	15	15	14	N.A.
同仁堂科技	1666	HK	HK\$4.94	6,353	0.46	0.48	0.57	0.67	10	9	8	7
同仁堂国药	3613	HK	HK\$8.45	7,400	0.65	0.70	0.88	0.97	12	11	9	8
港股可比公司平均值								12	12	10	7	
神威药业*	2877	HK	HK\$8.75	6,475	1.28	1.36	1.46	1.69	7	6	6	5

注：*为华兴证券预测值，其他公司 EPS 采用 Wind 一致性预期。港币：人民币汇率为 0.91。2024 年 8 月 30 日收盘价。

资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

- **招标及价格控制：**政府主导的招标程序对于中医药企业的销售收入以及市场份额具有重要影响。神威药业面临两大相关风险：1) 某些高销量的 OTC 中医药产品可能会在将来纳入集采，从而导致降价并对公司收入逐步造成压力；2) 若神威药业未能在某个省级的招标程序中标，将对企业在当地的销售及市场份额造成不利影响，导致企业总体收益及盈利能力下降。
- **中药原材料价格波动：**供给短缺或需求过热可能会导致中药材价格上涨，影响下游中医药企业。神威药业可能无法将所有价格上涨转嫁给下游。与此同时，为应对原材料价格上涨，公司可能需要在特定时期增加库存，这对更强的存货管理能力提出了要求。低效率的存货管理可能会导致减值损失，从而降低利润。
- **产品风险：**中医药行业产品存在致使患者出现不良反应的可能性。若发生与神威药业产品相关的产品责任索赔或法律程序，将对企业声誉以及运营状况造成负面影响。
- **行业竞争加剧：**随着中医药产业快速发展，行业集中度进一步提升，头部企业竞争激烈，尤其是中药配方颗粒领域。部分竞争者可能拥有更雄厚的财务、营销或其他资源，对神威药业产生威胁。竞争形势加剧可能会导致神威药业的盈利能力下降与市场份额流失。
- **政策不确定性：**整体来看，中国政策制定者对中医药行业的发展表示支持。然而，中国正处于医疗体制改革关键时期，监督医疗保健及制药业的法律、法规或政策正在发展且经常变更，其中部分变更可能对于神威药业的业务以及运营产生负面影响。比如，任何影响公司中药注射液部门的监管要求趋严可能会导致生产成本提高以及与上市后安全性评估相关的额外费用。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
注射液	1,786	1,671	1,731	1,776
中药配方颗粒	1,202	1,262	1,451	1,741
颗粒剂&软胶囊	1,276	1,490	1,766	2,101
其他收入	253	336	445	591
营业收入	4,517	4,758	5,393	6,209
营业成本	(1,122)	(1,202)	(1,380)	(1,611)
毛利润	3,394	3,556	4,013	4,598
管理及销售费用	(2,419)	(2,531)	(2,869)	(3,328)
其中: 研发支出	(110)	(105)	(119)	(137)
其中: 市场营销支出	(1,982)	(2,094)	(2,384)	(2,769)
其中: 管理支出	(326)	(333)	(367)	(422)
息税前利润	1,238	1,304	1,394	1,614
息税折旧及摊销前利润	1,349	1,489	1,591	1,823
利息收入	106	109	57	121
利息支出	(3)	(1)	(1)	(1)
税前利润	1,240	1,305	1,395	1,615
所得税	(271)	(274)	(293)	(339)
净利润	970	1,031	1,102	1,276
基本每股收益 (RMB)	1.28	1.36	1.46	1.69

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,155	8,399	9,027	9,763
货币资金	5,889	6,331	6,599	6,865
应收账款	758	799	905	1,042
存货	898	1,021	1,241	1,530
其他流动资产	610	248	281	325
非流动资产	1,419	1,485	1,538	1,579
固定资产	1,205	1,236	1,255	1,263
无形资产	33	68	102	135
商誉	166	166	166	166
其他	0	0	0	0
资产	9,574	9,884	10,565	11,342
流动负债	2,434	2,167	2,252	2,361
短期借款	300	0	0	0
预收账款	76	76	76	76
应付账款	485	511	579	666
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	89	65	65	65
负债	2,539	2,248	2,333	2,443
股份	88	91	70	49
资本公积	422	422	422	422
未分配利润	6,273	6,767	7,274	7,835
归属于母公司所有者权益	7,035	7,636	8,232	8,900
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	9,574	9,884	10,565	11,342

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	970	1,031	1,102	1,276
折旧摊销	111	185	197	209
利息 (收入) / 支出	(98)	(104)	(51)	(116)
其他非现金科目	(119)	(128)	(76)	(141)
其他	95	103	50	115
营运资本变动	(371)	(43)	(568)	(699)
经营活动产生的现金流量	925	1,318	946	983
资本支出	(166)	(250)	(250)	(250)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	81	0	0	0
其他	101	109	57	121
投资活动产生的现金流量	16	(141)	(193)	(129)
股利支出	(317)	(433)	(485)	(587)
债务筹集 (偿还)	6	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	599	(301)	(1)	(1)
筹资活动产生的现金流量	288	(734)	(486)	(588)
现金及现金等价物净增加额	1,229	443	267	267
自由现金流	935	908	952	1,109

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率 (%)	75.1	74.7	74.4	74.1
销售费用率 (%)	43.9	44.0	44.2	44.6

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	14.3	5.4	13.3	15.1
毛利润	15.5	4.8	12.8	14.6
息税折旧及摊销前利润	22.4	10.4	6.9	14.6
净利润	34.2	6.3	6.9	15.8
稀释每股调整收益	34.2	6.3	6.9	15.8
盈利率 (%)				
毛利率	75.1	74.7	74.4	74.1
息税折旧摊销前利润率	29.9	31.3	29.5	29.4
息税前利润率	27.4	27.4	25.8	26.0
净利率	21.5	21.7	20.4	20.5
净资产收益率	13.8	13.5	13.4	14.3
总资产收益率	10.1	10.4	10.4	11.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.4	3.9	4.0	4.1
速动比率	3.0	3.4	3.5	3.5
估值比率 (x)				
市盈率	5.5	5.8	5.5	4.7
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7
市销率	1.3	1.3	1.1	1.0

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。