

分析师：李琳琳
登记编码：S0730511010010
lill@ccnew.com 021-50586983

利润增长超预期，业绩稳步增长可期

——羚锐制药(600285)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

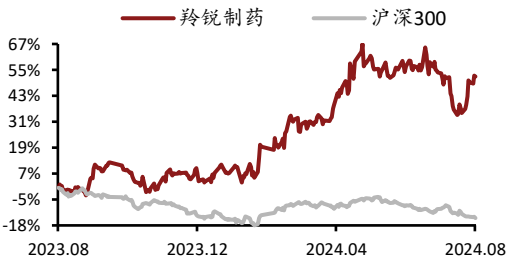
市场数据(2024-08-14)

收盘价(元)	23.53
一年内最高/最低(元)	26.75/15.44
沪深 300 指数	3,309.24
市净率(倍)	4.94
流通市值(亿元)	133.44

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	4.77
每股经营现金流(元)	0.51
毛利率(%)	76.04
净资产收益率_摊薄(%)	15.28
资产负债率(%)	42.49
总股本/流通股(万股)	56,714.02/56,711.55
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

《羚锐制药(600285)公司点评报告：业绩稳步增长可期》 2023-09-22

《羚锐制药(600285)季报点评：三季度经营向好，看好公司长期发展》 2022-11-04

《羚锐制药(600285)调研分析报告：骨科外用中成药贴膏剂龙头企业》 2022-11-03

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

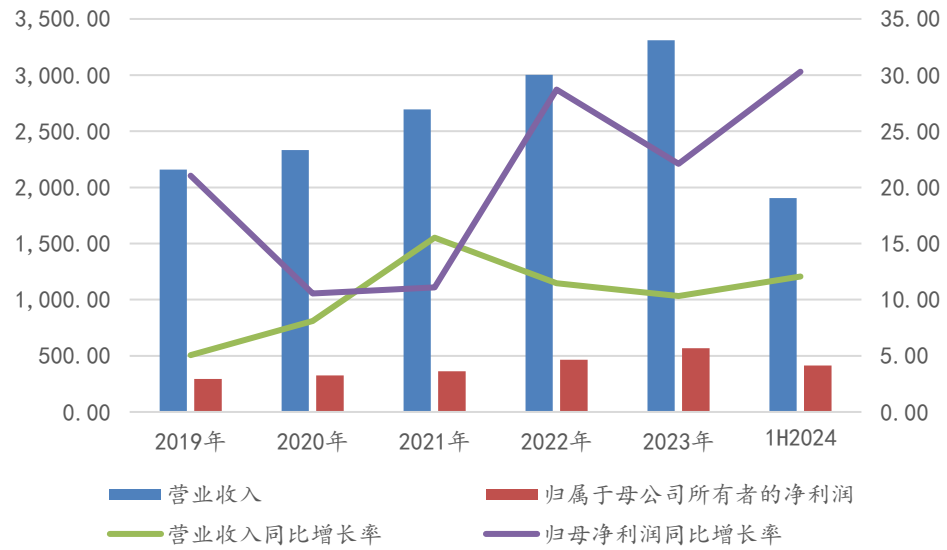
- 公司前身为河南省信阳羚羊山制药厂，始创于 1988 年 8 月；1992 年 6 月，羚羊山制药厂和香港锐星企业公司合资组建了河南羚锐制药有限公司；1999 年 6 月，引入上海复星医药产业发展有限公司等新股东，完成股份制改造，整体变更为河南羚锐制药股份有限公司；2000 年 10 月，在上交所上市，股票代码为 600285。河南羚锐集团是公司的第一大股东，截至 2024 年中报，持股比例为 21.48%。
- 公司产品集中在骨科，麻醉科，心脑血管以及皮肤科等领域，其中，骨科外用贴膏剂是公司主要的收入和毛利润来源。2024 上半年公司实现营业收入 19.06 亿元，同比增长 12.07%；归母净利润 4.13 亿元，同比增长 30.30%；扣非归母净利润 3.94 亿元，同比增长 30.82%。基本每股收益 0.73 元。
- 从毛利率走势看，公司的毛利率为 76.04%，较上年同期提升了 0.72 个百分点，主要原因是：1) 公司自动化和智能化改造带来整体能耗水平持续降低；2) 公司进一步加强了原材料成本控制；3) 高毛利率口服制剂产品销售规模提升，也带动了公司毛利率的提升。预计后期公司高毛利水平仍将维持。上半年公司的平均净资产收益率为 15.28%，较上年同期提升了 2.81 个百分点。从期间费用率看，2023 年上半年公司的销售费用率为 44.85%，较上年同期继续下降了 1.69 个百分点，主要来自于终端营销的精细化管理能力的加强；管理费用率为 4.39%，较上年同期继续下降了 0.57 个百分点，主要原因是报告期内公司股权激励摊销费用较上年同期有所下降；研发费用率为 2.48%，较上年同期下降了 0.07 个百分点。财务费用率为 -0.65%，现金流较为充沛。
- 分板块看，骨科贴膏剂领域，用于（神经根型）颈椎病瘀血停滞、寒湿阻络的通络祛痛膏为公司独家产品，入选《国家基药目录》《国家医保目录》，2023 年年收入规模超过 10 亿元，2024 年上半年，进入《中国慢性腰背痛诊疗指南（2024 版）》，预计院内市场有望快速增长。“两只老虎”系列是公司重大打造的骨科健康专业品牌，2023 年销量超过了 10 亿贴，2024 年，通过央视和地方卫视的广告投放树立品牌高度；线下发起的“两只老虎闹新春”“带着两只老虎去旅行”等活动加速品牌沉淀；通过列车、公交广告，扩大核心市场的品牌曝光度。“两只老虎”系列产品仍具备提价空间。
- 高附加值的芬太尼透皮贴剂市场开拓力度有望加强。公司是国内唯一从事骨架型芬太尼透皮贴剂生产的企业，透皮贴剂相比注射剂，使用方法简便，不良反应较低，止痛效果好，可广泛用于癌性疼痛和非癌性疼痛的长期适用于无法口服给药、进食困难和无法耐受吗啡类药物不良反应的中晚期癌痛患者，后续公司将持续加强芬太尼的市场推广力度。

- 此外，公司还拥有在研化药贴片产品储备，有利于丰富骨性疼痛领域产品矩阵，为未来业绩增长贡献新增量。
- 口服药板块看，按照销售额从高到低排序，过亿品种分别为培元通脑胶囊，丹鹿通督片以及参芪降糖胶囊。其中，培元通脑胶囊是公司的独家产品，入选《国家医保目录》，主要用于缺血性中风中经络恢复期。主要的功效和作用为扩血管和改善脑部血液供应，改善脑组织缺血缺氧的症状和体征。米内网数据显示，通络祛痛膏 2023 年公立医疗机构与药店端销售额合计为 10.69 亿元，2024 年 Q1 在实体药店端的销售额为 1.19 亿元；丹鹿通督片含有丹参和鹿角胶等，用于腰椎管狭窄症瘀阻督脉型所致的间歇性跛行腰腿疼痛活动受限下肢酸胀疼痛等。2023 年 4 月，《世界中医药杂志》刊发的《腰椎管狭窄症中西医结合诊疗专家共识》指出，属于腰椎管狭窄症中气虚血瘀证型的患者，可口服丹鹿通督片进行治疗。该产品与贴膏剂形成较好的协同效应。2024 年中报显示，该产品已入选《非阿片类镇痛药治疗慢性疼痛病中国指南》，预计后续仍将保持较快的增长速度。米内网数据显示，丹鹿通督片 2023 年在公立医疗机构与药店端销售额约为 4.05 亿元。参芪降糖胶囊主治消渴症，用于 II 型糖尿病。米内网数据显示，参芪降糖胶囊 2023 年在公立医疗机构与药店端销售额约为 1.03 亿元。目前公司针对以上三个产品都在进行二次开发工作和循证医学研究，以可靠的临床证据协助患者实现慢病治疗，同时不断向慢病管理的预防和康复方向延伸，实现慢病治疗的全过程管理服务。与此同时，公司将继续扩大口服药产品品类，2023 年 6 月公司获得他达拉非片的《药品注册证书》，未来会有更多品种纳入到管线中去。预计未来该板块将保持稳定增长态势。
- 儿科板块，公司在持续打造“小羚羊”儿童健康子品牌。2024 年上半年，公司积极进行生产创新，丰富产品矩阵，打造 OTC 儿科产品标杆，“小羚羊”品牌知名度持续提升。
- 软膏板块产品主要为皮肤外用，包括治疗湿疹，皮炎的糠酸莫米松和治疗烧烫伤的三黄珍珠膏等，预计未来将保持稳步增长态势。
- 调整公司 2024 年、2025 年、2026 年每股收益分别为 1.25 元，1.46 元和 1.68 元，对应 8 月 14 日收盘价 23.53 元，动态市盈率分别为 18.82 倍，16.12 倍和 14.01 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：1) 医疗政策风险：医药商品价格管控政策，行业准入政策，药品审评审批政策，医保政策均可能对公司生产经营带来影响；2) 产品销售不及预期风险，公司产品在院内和院外渠道均存在推广不及预期风险；3) 成本上升风险。如中药材价格持续上涨，公司成本管控不利，或将对公司生产经营带来影响；4) 在研产品风险。在研产品的上市存在一定的不确定性。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,002	3,311	3,808	4,379	5,036
增长比率(%)	11.45	10.31	14.98	15.00	15.00
净利润(百万元)	465	568	706	831	955
增长比率(%)	28.70	22.09	24.34	17.62	14.96
每股收益(元)	32	30	1.25	1.46	1.68
市盈率(倍)	28.70	23.53	18.82	16.12	14.01

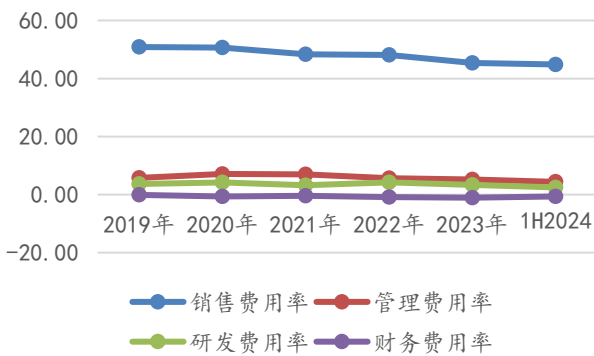
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入，归母净利润及同比增速（百万元，%）



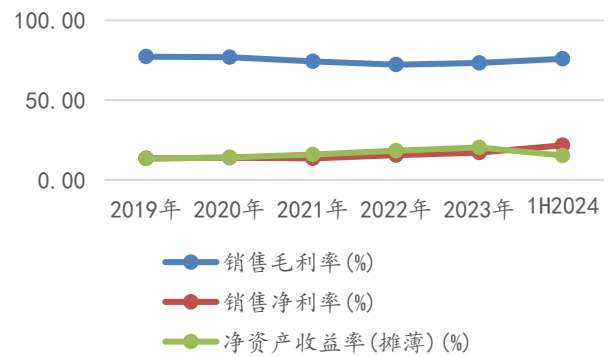
资料来源：wind，中原证券研究所

图 2：公司期间费用率一览 (%)



资料来源：wind，中原证券研究所

图 3：公司销售毛利率，净利率及净资产收益率 (%)



资料来源：wind，中原证券研究所

表 1：羚锐制药主营业务收入拆分

	2021 年	2022 年	2023 年 E*	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	2694	3002	3311	3807.65	4378.80	5035.62
yoy	15.50%	11.40%	10.30%	15%	15%	15%
贴剂收入/百万元	1624	1914	2162.82	2487.24	2860.33	3289.38
yoy	14.60%	17.90%	13%	15%	15%	15%
胶囊剂收入/百万元	666	617	709.55	815.98	938.38	1079.14
yoy	15.90%	-7.40%	15%	15%	15%	15%
其他/百万元	404	471	439	504.43	580.09	667.10

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：2023 年拆分数据为预测值

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,508	2,599	2,360	2,805	3,321
现金	1,179	1,499	1,000	1,272	1,580
应收票据及应收账款	447	472	604	694	798
其他应收款	21	12	30	35	40
预付账款	27	15	29	33	38
存货	486	467	462	541	629
其他流动资产	347	134	236	230	237
非流动资产	1,836	2,173	2,647	2,655	2,659
长期投资	72	71	73	73	73
固定资产	697	636	642	649	652
无形资产	204	203	205	207	209
其他非流动资产	864	1,263	1,727	1,726	1,725
资产总计	4,345	4,772	5,007	5,459	5,980
流动负债	1,712	1,900	2,051	2,333	2,656
短期借款	94	141	141	141	141
应付票据及应付账款	68	57	66	76	87
其他流动负债	1,550	1,702	1,844	2,115	2,428
非流动负债	74	73	64	64	64
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	73	64	64	64
负债合计	1,786	1,973	2,115	2,397	2,721
少数股东权益	8	8	8	8	8
股本	567	567	567	567	567
资本公积	310	326	330	330	330
留存收益	1,664	1,894	2,040	2,211	2,407
归属母公司股东权益	2,551	2,791	2,884	3,055	3,251
负债和股东权益	4,345	4,772	5,007	5,459	5,980

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	835	813	723	1,019	1,152
净利润	465	568	707	831	955
折旧摊销	79	83	72	77	81
财务费用	4	1	0	0	0
投资损失	-59	-20	-30	0	0
营运资金变动	381	195	7	110	115
其他经营现金流	-36	-14	-32	1	1
投资活动现金流	-84	-230	-606	-86	-86
资本支出	-15	-11	-68	-87	-87
长期投资	0	-22	14	0	0
其他投资现金流	-69	-197	-551	1	1
筹资活动现金流	-373	-273	-617	-660	-759
短期借款	-33	47	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	38	16	4	0	0
其他筹资现金流	-378	-336	-621	-660	-759
现金净增加额	378	311	-499	273	308

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,002	3,311	3,808	4,379	5,036
营业成本	832	884	952	1,095	1,259
营业税金及附加	41	46	53	60	69
营业费用	1,444	1,504	1,717	1,949	2,241
管理费用	169	174	190	197	227
研发费用	125	110	120	138	159
财务费用	-27	-35	0	0	0
资产减值损失	0	-3	3	-1	-1
其他收益	39	17	19	26	30
公允价值变动收益	6	0	0	0	0
投资净收益	59	20	30	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	517	656	829	966	1,111
营业外收入	1	0	3	0	0
营业外支出	1	4	1	0	0
利润总额	517	653	831	966	1,111
所得税	52	85	125	135	156
净利润	465	568	707	831	955
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	465	568	706	831	955
EBITDA	505	685	904	1,043	1,192
EPS (元)	0.82	1.00	1.25	1.46	1.68

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	11.45	10.31	14.98	15.00	15.00
营业利润 (%)	18.88	26.92	26.29	16.58	14.96
归属母公司净利润 (%)	28.70	22.09	24.34	17.62	14.96
获利能力					
毛利率 (%)	72.28	73.29	75.00	75.00	75.00
净利率 (%)	15.50	17.16	18.55	18.97	18.97
ROE (%)	18.24	20.35	24.50	27.20	29.38
ROIC (%)	14.41	17.79	23.24	25.87	28.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.11	41.35	42.25	43.90	45.49
净负债比率 (%)	69.82	70.50	73.16	78.26	83.47
流动比率	1.47	1.37	1.15	1.20	1.25
速动比率	1.09	1.06	0.85	0.90	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.73	0.78	0.84	0.88
应收账款周转率	16.28	14.58	12.10	10.98	10.99
应付账款周转率	11.40	14.11	15.42	15.40	15.40
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	1.00	1.25	1.46	1.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	1.43	1.27	1.80	2.03
每股净资产 (最新摊薄)	4.50	4.92	5.08	5.39	5.73
估值比率					
P/E	28.68	23.49	18.89	16.06	13.97
P/B	5.23	4.78	4.63	4.37	4.10
EV/EBITDA	12.52	12.19	13.83	11.71	10.00

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。