

# 羚锐制药 (600285)

证券研究报告

2021年12月26日

## 产品焕新，渠道拓展，贴膏剂龙头再启航

### 三十三年跨越式发展，打造中国贴膏龙头品牌

羚锐制药前身为1988年成立的河南省信阳羚羊山制药厂，历经33年发展，逐步成长为全国贴膏剂龙头。公司已经构建起涵盖骨科、儿科、心脑血管、皮肤科、麻醉科等多科室、多层次的产品管线，产品围绕通络祛痛膏、活血消痛酊、丹鹿通督片等独家品种构建起了层次清晰、结构丰富、覆盖临床和OTC终端的产品矩阵。随着公司品牌力提升、渠道优化及产能提升，2021年前三季度营业收入20.53亿元，同比增长17.36%，归母净利润3.27亿元，同比增长21.20%。

### 人口老龄化及病患年轻化促进疼痛需求增长，贴膏类产品大有可为

慢性疼痛患者基数大，在中国至少有一亿以上的慢性疼痛患者，接受治疗的却不到三成，用药市场空间广阔。文献报道中国40岁以上人群原发性骨关节炎总体患病率为46.3%，呈现随年龄增长而增高的趋势。随着人口老龄化进程明显加快，颈椎病等发病人群日渐趋向于年轻化，疼痛治疗需求持续增加。贴膏剂具有透皮吸收率高、临床效果好等优点广受医患认可使用。米内网数据显示2020E重点城市实体药店中成药贴膏剂品牌TOP20中羚锐制药共有5款产品上榜，为产品上榜最多的企业，市场份额持续提升。

### 老品牌焕发新活力，结构优化叠加场景拓展助力二次腾飞

贴膏剂和胶囊剂是公司收入主力，2020年收入占比分别达到60.8%和24.7%。独家品种通络祛痛膏是OTC及处方药双跨品种，在重点城市实体药店的市占率提升最为显著，2018-2020年的市占率分别为3.50%、4.80%和5.26%。壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏拥有普通款（普药）和精装款（精品）两种规格，精品的舒适度、便捷性提升，价格高于普药，产品升级推动销售规模持续放量。2021年9月公司开启部分贴膏剂产品提价，有望显著增厚公司业绩。销售方面，公司2019年进行销售渠道改革，完成了OTC、基层医疗和临床三大事业部的组建。公司2021年限制性股票激励计划于2021年7月12日完成授予，有望持续激发员工积极性。

### 盈利预测与投资评级

公司通过在贴膏剂、片剂、胶囊剂等领域全面布局，产品结构进一步优化，我们预计公司2021-2023年营业收入分别为27.80、32.99、38.64亿元，同比增长19%、19%、17%；归母净利润分别为3.95、4.78、5.70亿元（未考虑股权激励及员工持股费用），同比增长21%、21%、19%。公司是贴膏剂龙头，品牌力具备优势，股权激励激发员工积极性，具有良好的增长潜力。按可比公司PE估值法，公司当前估值水平低于同类中医药公司，给予2022年目标估值25XPE，对应目标价21.51元，给予“买入”评级。

**风险提示：**1.产品销售不及预期 2.提价效果或精品推广不及预期 3.中药价格波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,157.05	2,331.58	2,780.41	3,299.02	3,864.03
增长率(%)	5.06	8.09	19.25	18.65	17.13
EBITDA(百万元)	474.25	557.90	464.22	545.29	645.02
净利润(百万元)	294.44	325.49	395.45	477.82	569.83
增长率(%)	21.04	10.55	21.49	20.83	19.26
EPS(元/股)	0.52	0.57	0.70	0.84	1.00
市盈率(P/E)	19.09	14.78	21.00	17.38	14.58
市净率(P/B)	3.76	3.59	3.24	2.73	2.30
市销率(P/S)	3.85	3.56	2.99	2.52	2.15
EV/EBITDA	9.64	6.49	15.08	11.94	9.51

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.63元
目标价格	21.51元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	567.76
流通A股股本(百万股)	554.09
A股总市值(百万元)	8,306.31
流通A股市值(百万元)	8,106.31
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	39.43
一年内最高/最低(元)	15.18/7.66

### 作者

**杨松** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

**张雪** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020004  
zhangxue@tfzq.com

**李慧瑶** 联系人  
lihuiyao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 三十三年跨越式发展，打造中国贴膏龙头品牌	4
2. 人口老龄化及病患年轻化促进疼痛需求增长，贴膏类产品大有可为	9
2.1. 慢性疼痛患者基数大，人口老龄化及病患年轻化推动用药需求增加	9
2.2. 外用镇痛药规模超 180 亿，贴膏剂市场份额占比超 40%	11
3. 老品牌焕发新活力，结构优化叠加场景拓展助力二次腾飞	13
3.1. 精品升级，终端提价，产品结构持续优化	13
3.1.1. 通络祛痛膏持续放量，普药提价有望增加业绩弹性	13
3.1.2. 胶囊剂收入稳中有升，培元通脑胶囊为独家品种	19
3.1.3. 软膏剂业绩提速，片剂收入相对稳定	20
3.2. 销售渠道整合成效显著，场景营销拓展精细触达	21
3.3. 管理效能提升，股权激励奠定发展信心	23
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	25

## 图表目录

图 1: 羚锐制药发展历程	4
图 2: 公司营业收入持续提升（亿元）	6
图 3: 公司分产品收入规模（百万元）	7
图 4: 2020 年公司分产品收入构成	7
图 5: 公司毛利率及净利率相对稳定	7
图 6: 公司费用控制日益优化	7
图 7: 羚锐制药股权结构（截至 2021 年 Q3）	8
图 8: 2019 年美国成年人中慢性疼痛患病率 20.4%	9
图 9: 2020 年外用镇痛药剂型竞争格局	11
图 10: 羚锐制药五大产品近年重点城市实体药店中通络祛痛膏市场份额	13
图 11: 公司贴膏剂收入规模稳步提升	15
图 12: 公司贴膏剂毛利率持续提高	15
图 13: 通络祛痛膏销量快速提升	15
图 14: 通络祛痛膏 OTC 销量占比高	15
图 15: 通络祛痛膏官方旗舰店价格	16
图 16: 通络祛痛膏+活血消痛酊官方旗舰店价格	16
图 17: 壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏销量	16
图 18: 精品性能优于普药	17
图 19: 精品定价高于普药	17
图 20: 京东壮骨麝香止痛膏 10 贴售价（截止 2021 年 12 月 23 日）	18
图 21: 骨架型芬太尼透皮贴剂和储库型芬太尼透皮贴剂的区别	18

图 22: 公司胶囊剂收入规模稳步提升 .....	19
图 23: 公司胶囊剂毛利率持续提高 .....	19
图 24: 公司培元通脑胶囊产品图 .....	19
图 25: 公司培元通脑胶囊销量 .....	19
图 26: 公司参芪降糖胶囊产品图 .....	20
图 27: 公司参芪降糖胶囊销量 .....	20
图 28: 公司软膏剂收入规模稳步提升 .....	20
图 29: 公司软膏剂毛利率相对稳定 .....	20
图 30: 公司片剂收入规模稳步提升 .....	21
图 31: 公司片剂毛利率波动较大 .....	21
图 32: 公司丹鹿通督片产品图 .....	21
图 33: 公司丹鹿通督片销量 .....	21
图 34: 公司销售人员数量 .....	22
图 35: “羚锐杯” 鼎立中原线上马拉松赛 .....	22
图 36: 羚锐制药为郑开马拉松赛官方指定医药合作伙伴 .....	22
图 37: 羚锐制药与唐宫夜宴 IP 联动 .....	23
图 38: 羚锐制药为郑开马拉松赛官方指定医药合作伙伴 .....	23
图 39: 羚锐制药 SAP-ERP 项目正式上线 .....	23
表 1: 公司主要产品 .....	5
表 2: 公司管理层任职情况 .....	8
表 3: 不同年龄段及地区的原发性骨关节炎患病率 .....	9
表 4: 中国人口老龄化明显加快 .....	10
表 5: 2020E 重点城市实体药店中成药贴膏剂产品 TOP20 .....	11
表 6: 2020E 重点城市实体药店中成药贴膏剂品牌 TOP20 .....	12
表 7: 壮骨麝香止痛膏获批情况 .....	13
表 8: 公司部分贴膏剂产品批文 .....	14
表 9: 股权激励业绩目标 .....	24
表 10: 羚锐制药盈利预测 .....	24
表 11: 可比公司估值情况 .....	25

## 1. 三十三年跨越式发展，打造中国贴膏龙头品牌

历经 33 年发展，羚锐制药逐步成长为全国贴膏剂龙头。公司的发展历程可分为三个阶段，1) 1988-1999 年为**初创奠基**，公司前身为 1988 年成立的河南省信阳羚羊山制药厂，1992 年通过和香港锐星企业公司合资组建羚锐集团的核心企业羚锐制药，1999 年羚锐制药再次增资扩股吸纳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。2) 2000-2018 年**公司持续深耕发展**，2000 年 10 月，羚锐制药在上交所成功上市，成为鄂豫皖革命老区和全国贴膏剂药业中首家上市企业，2013 年 1 月扩建口服药生产基地，2017 年百亿贴膏项目建成投产，经营规模持续扩大。3) 2019 年**至今公司继往开来**，2019 年四月熊伟先生任公司董事长，公司分为 OTC、基层医疗和临床三大事业部进行专业化销售工作，围绕生产、质量、销售三条主线，持续进行转型升级。

图 1：羚锐制药发展历程



资料来源：公司公告，公司社会责任报告，公司天风证券研究所

公司聚焦骨科疾病、心脑血管疾病等领域，主要产品为贴膏剂、胶囊剂、片剂、软膏剂等。目前主要生产、销售的药品有通络祛痛膏、活血消痛酊、壮骨麝香止痛膏、舒腹贴膏、锐枢安芬太尼透皮贴剂等外用制剂，以及培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、丹玉通脉颗粒、丹鹿通督片等口服制剂。

表 1: 公司主要产品

主 细 分 行 业 领 域	治 疗 领 域	产 品 名 称	注 册 分 类	适 应 症 或 功 能 主 治	处 方 药	中 药 保 护 品 种	发 明 专 利 起 止 期 限	国 家 基 药 目 录	国 家 医 保 目 录	省 级 医 保 目 录	产 品 样 图
中 药 制 剂	骨 科 类	通 络 祛 痛 膏	中 药 6 类	活血通络，散寒除湿，消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎病瘀血停滞、寒湿阻络证，症见关节刺痛或钝痛，关节僵硬，屈伸不利，畏寒肢冷	-	是	2006.11.24-2026.11.23	是	是	是	
中 药 制 剂	骨 科 类	壮 骨 麝 香 止 痛 膏	中 药 9 类	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛、扭伤。	否	否	-	否	是	是	
中 药 制 剂	骨 科 类	伤 湿 止 痛 膏	中 药 9 类	祛风湿，活血止痛。用于风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节肿痛。	否	否	-	否	否	是	
医 疗 器 械	儿 科 类	小 儿 退 热 贴	一 类 医 疗 器 械	适用于各种原因引起发烧的辅助治疗及应急物理降温，缓解发烧。	否	否	-	否	否	否	-
中 药 制 剂	骨 科 类	丹 鹿 通 督 片	中 药 6 类	活血通督，益肾通络。用于腰椎管狭窄症（如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出）属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行。	是	否	2006.11.24-2026.11.23	否	是	是	
中 药 制 剂	心 脑 血 管 类	培 元 通 脑 胶 囊	中 药 6 类	益肾填精，息风通络。用于肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口眼歪斜、言语謇涩、半身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细；缺血性中风中经络恢复期见上述证候者。	是	否	-	否	是	是	
中 药 制 剂	内 分 泌 类	参 芪 降 糖 胶 囊	中 药 8 类	益气养阴、滋脾补肾。主治消渴症，用于II型糖尿病。	是	否	-	是	是	是	

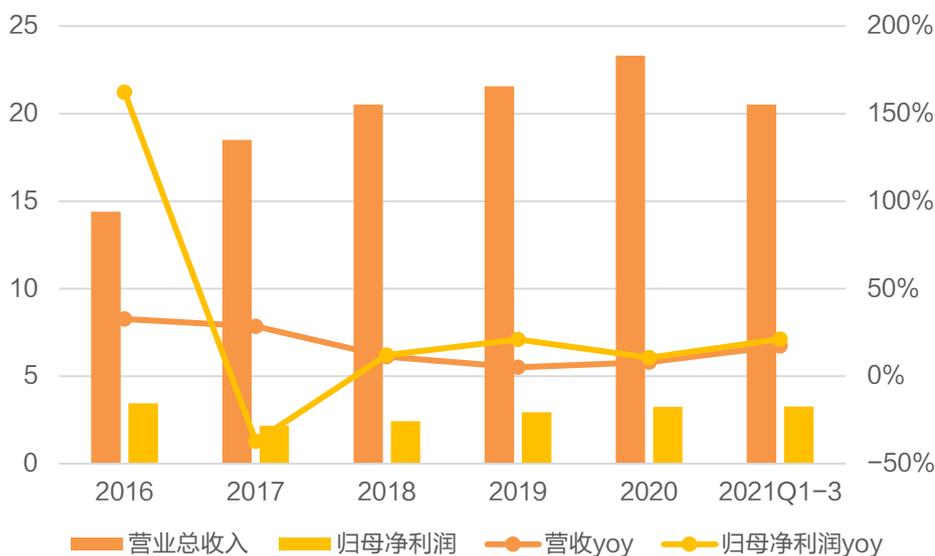
化学药品	麻醉类	芬太尼透皮贴剂	化药 6 类	用于治疗中度到重度慢性疼痛以及那些只能依靠阿片样镇痛药治疗的难消除的疼痛。	是	否	-	否	是	是
------	-----	---------	--------	---------------------------------------	---	---	---	---	---	---



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**收入规模持续增长，2021 年前三季度业绩提速。**公司近年营业收入稳健增长，2020 年营业收入 23.32 亿元，同比增长 8.09%，归母净利润 3.25 亿元，同比增长 10.55%；随着公司产品力提升、渠道优化及产能提升，2021 年前三季度营业收入 20.53 亿元，同比增长 17.36%，归母净利润 3.27 亿元，同比增长 21.20%。

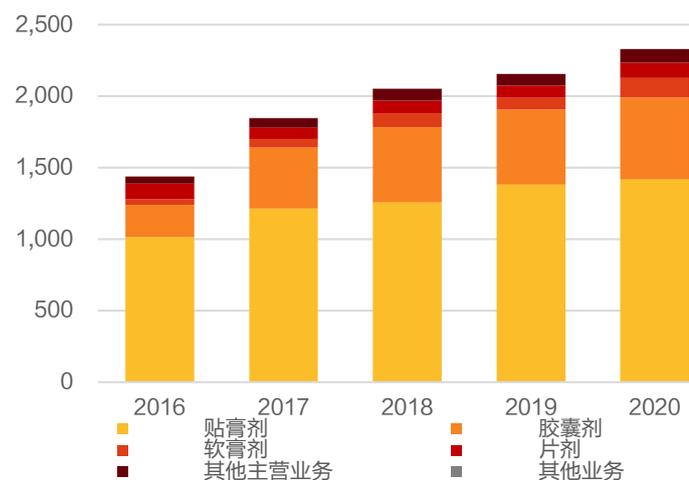
图 2：公司营业收入持续提升（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

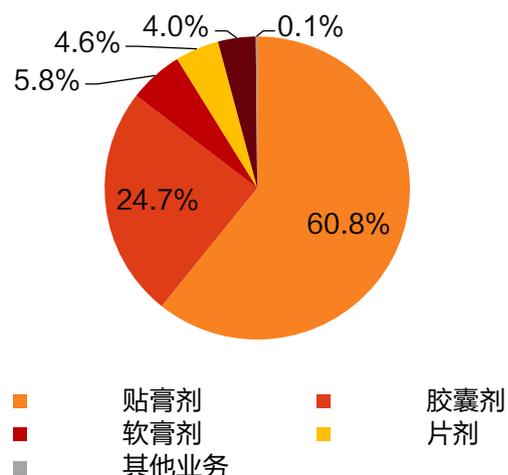
**公司贴膏剂及胶囊剂贡献主要收入来源，软膏剂占比持续提升。**从收入构成看，贴膏剂和胶囊剂是公司收入主力，2020 年收入占比分别达到 60.8%和 24.7%。贴膏剂近五年收入占比持续下降，从 2016 年的 70.3%下降至 2020 年的 60.8%；软膏剂收入占比从 2016 年的 2.9%提升至 2020 年的 5.8%。

图 3：公司分产品收入规模（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

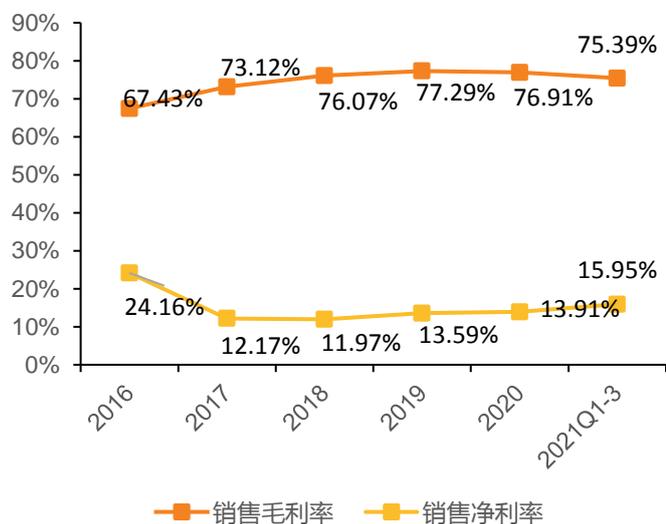
图 4：2020 年公司分产品收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

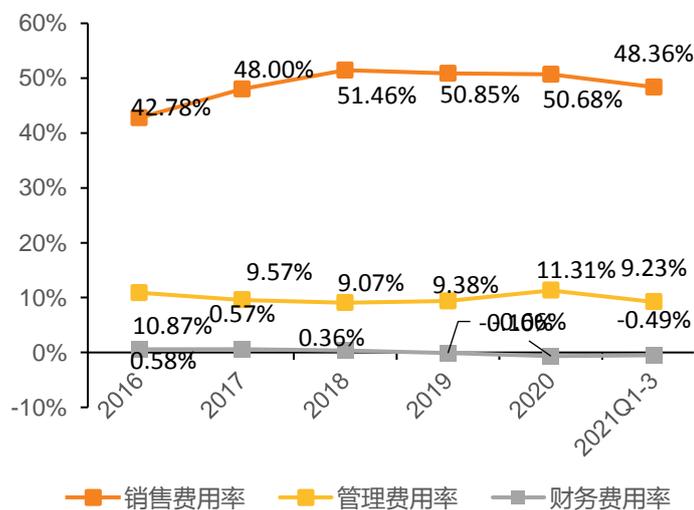
**盈利能力保持稳定,费用控制逐渐优化。**2019 年-2021 年 Q1-3 公司毛利率稳定在 75-77%，随着精品推广及产品结构优化,公司净利率从 2019 年的 13.59%逐步提升到 2021 年 Q1-3 的 15.95%。公司营销改革成效显现,销售费用率稳步下降,从 2019 年的 50.85%下降到 2021 年 Q1-3 的 48.36%。

图 5：公司毛利率及净利率相对稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

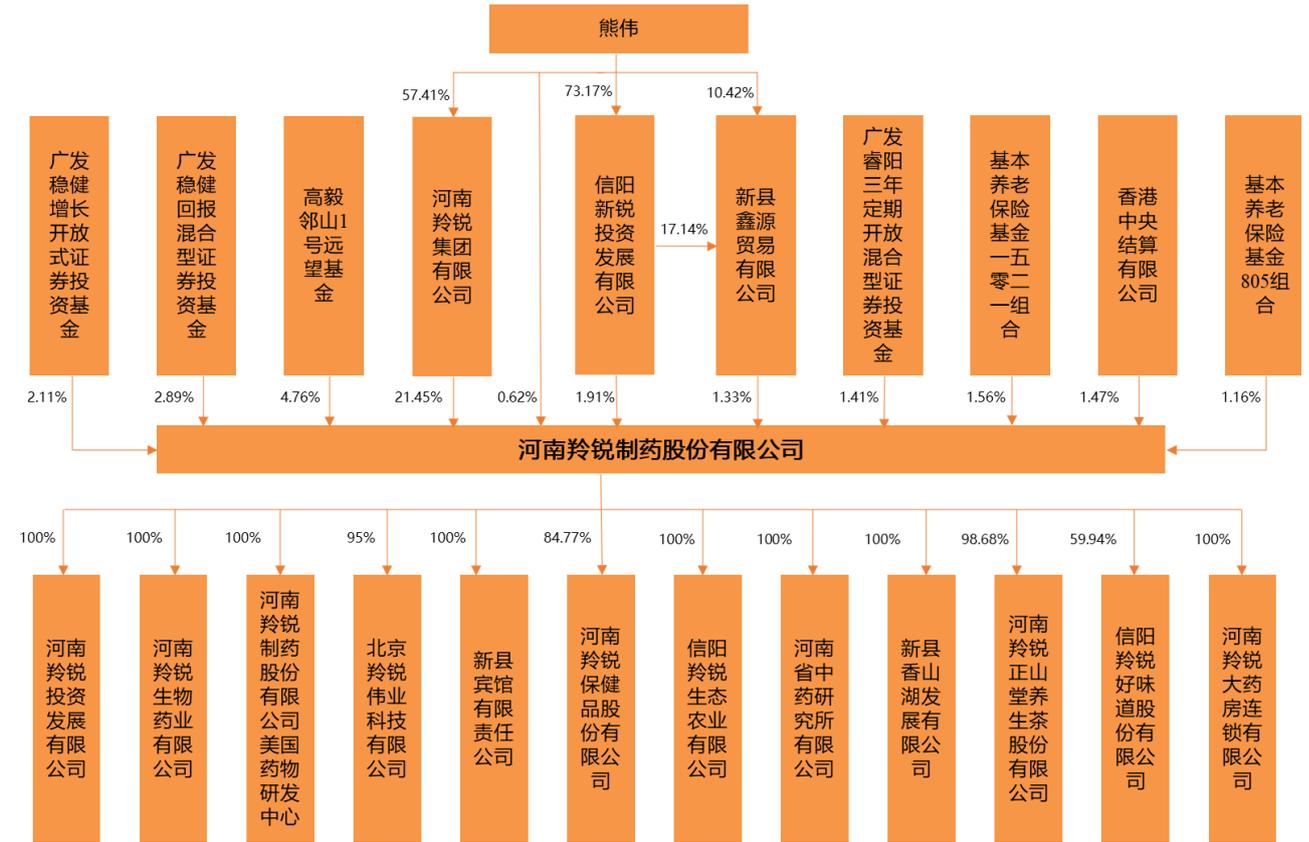
图 6：公司费用控制日益优化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**股权顺利交棒,公司开启发展新篇章。**2021 年 4 月,熊维政先生与熊伟先生签署《河南羚锐集团有限公司股权转让协议》,公司实际控制人将由熊维政先生与熊伟先生变更为熊伟先生。公司实控人变更有利于企业更好地传承,能够促进企业未来快速发展。截至 2021Q3,公司控股股东羚锐集团持有公司股份 1.22 亿股,占公司总股本的 21.45%。

图 7：羚锐制药股权结构（截至 2021 年 Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**新一届高管团队正值当打之年，管理经验丰富。**2020 年 6 月 6 日，公司召开第八届董事会第一次会议，选举了董事长并聘任了高级管理人员。公司董事长熊伟先生曾任羚锐制药市场部总监,贴膏剂销售部副总经理,羚锐制药总经理助理,副总经理等职。副总经理吴希振先生为教授级高级政工师，曾任羚锐制药办公室副主任,董事长办公室主任。董秘冯国鑫先生曾任羚锐制药证券部总监,羚锐制药副总经理等职。

表 2：公司管理层任职情况

姓名	职务	任职日期	学历	履历
熊伟	董事长	2019/4/29	研究生	曾任羚锐制药市场部总监,贴膏剂销售部副总经理,羚锐制药总经理助理,副总经理等职。现任羚锐集团董事长,羚锐制药董事长,总经理。
吴希振	董事	2010/1/20	硕士	教授级高级政工师。曾任羚锐制药办公室副主任,董事长办公室主任,党委副书记,工会主席,副总经理,董事会秘书等职。现任羚锐集团监事会主席,副总经理,河南羚锐正山堂养生茶股份有限公司董事长,中证焦桐基金管理有限公司监事会主席。
冯国鑫	董事	2017/6/6	硕士	中级经济师。曾任羚锐制药证券部总监,羚锐制药副总经理等职。现任羚锐集团董事,河南羚锐投资发展有限公司总经理,羚锐制药董事,董事会秘书。
陈燕	董事	2020/6/5	本科	曾任羚锐制药证券事务代表,总经理助理等职。现任北京羚锐卫生材料有限公司董事长,羚锐制药董事,副总经理。
潘滋润	董事	2020/6/5	本科	中级会计师。曾任羚锐制药透皮贴剂事业部财务总监,羚锐制药财务部经理,职工监事,财务总监等职。现任羚锐制药董事。

赵志军	董事	2020/6/5	硕士	EMBA,注册会计师.曾任亚太会计集团高级经理,河南银鸽实业投资股份有限公司总审计师,羚锐制药副总经理,总经理等职.现任羚锐集团监事,河南羚锐投资发展有限公司董事长,羚锐制药董事.
-----	----	----------	----	--

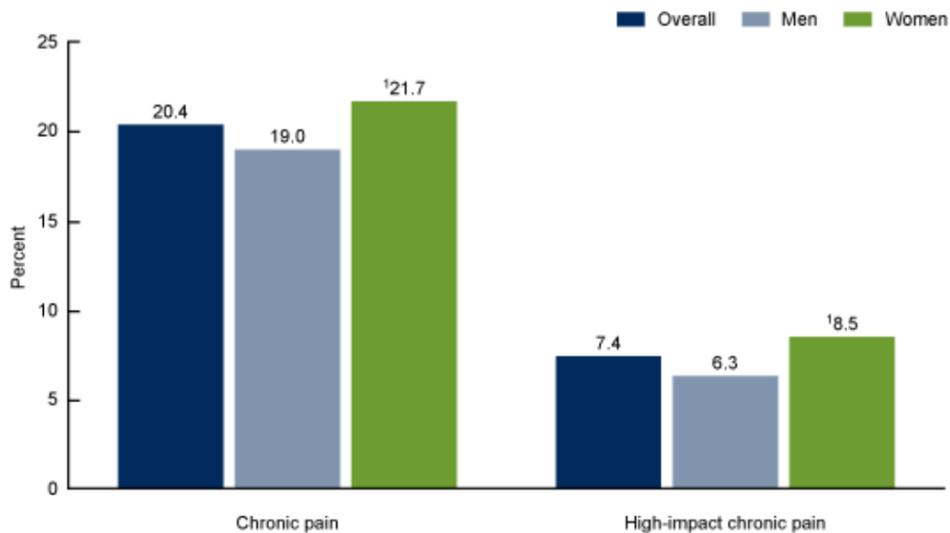
资料来源:公司公告,天风证券研究所

## 2. 人口老龄化及病患年轻化促进疼痛需求增长,贴膏类产品大有可为

### 2.1. 慢性疼痛患者基数大,人口老龄化及病患年轻化推动用药需求增加

慢性疼痛患者基数大,用药市场空间广阔。疼痛是一种机制复杂且需要治疗的疾病,已成为当今最为普遍的健康问题之一。美国 CDC 数据显示,2019 年 20.4%的成年人患有慢性疼痛,7.4%的成年人患有限制生活或工作活动的慢性疼痛(称为高影响慢性疼痛)。在中国至少有一亿以上的慢性疼痛患者,接受治疗的却不到三成。

图 8: 2019 年美国成年人中慢性疼痛患病率 20.4%



资料来源: CDC/National Center for Health Statistics, 天风证券研究所

骨关节炎是较为常见的慢性疼痛疾病,中国 40 岁以上人群原发性骨关节炎总体患病率为 46.3%,呈现随年龄增长而增高的趋势。流行病学数据显示不同年龄段原发性骨关节炎患病率分别为:40-49 岁患病率 30.1% ( 646/2145 ),50-59 岁患病率 48.7% ( 1086/2230 ),60-69 岁患病率 62.2% ( 754/1213 ),70 岁以上患病率 62.1% ( 391/630)。

表 3: 不同年龄段及地区的原发性骨关节炎患病率

不同年龄段的原发性骨关节炎患病率				
年龄组	样本人数	男性 (2916 人)	女性 (3302 人)	合计
40~49 岁	2145	26.9% ( 279 )	33.2% ( 367 )	30.1% ( 646 )
50~59 岁	2230	43.2% ( 432 )	53.2% ( 654 )	48.7% ( 1086 )
60~69 岁	1213	57.9% ( 320 )	65.8% ( 434 )	62.2% ( 754 )
70 岁以上	630	55.9% ( 181 )	68.6% ( 210 )	62.0% ( 391 )
合计	6218	41.6% ( 1212 )	50.4% ( 1665 )	46.3% ( 2877 )

不同地区的原发性骨关节炎患病率				
-----------------	--	--	--	--

地区	样本人数	男性 (2916 人)	女性 (3302 人)	合计
城市	3225	39.5% (602)	51.1% (870)	45.6% (1472)
农村	2993	43.8% (610)	46.9% (795)	46.9% (1405)
合计	6218			

资料来源：薛庆云,王坤正等.中国 40 岁以上人群原发性骨关节炎患病状况调查[J].中华骨科杂志. 2015,35(12), CNKI, 天风证券研究所

**中国人口结构老龄化明显加快，疼痛治疗需求持续增加。**七普数据显示，中国 60 岁及以上人口有 2.6 亿人，其中，65 岁及以上人口 1.9 亿人，60 岁及以上人口的比重达到 18.7%，其中 65 岁及以上人口比重达到 13.5%。2010 年-2020 年，60 岁及以上人口比重上升了 5.44 个百分点，65 岁及以上人口上升了 4.63 个百分点。与上个十年相比，上升幅度分别提高了 2.51 和 2.72 个百分点。老年人口增加及老龄化程度加剧导致对疼痛治疗的需求进一步提升。

表 4：中国人口老龄化明显加快

全国人口普查	普查标准时间	发布时间	文件名称	60 岁及以上人口		65 岁及以上人口	
				绝对数 (万人)	人口占比	绝对数 (万人)	人口占比
第一次	1953 年 6 月 30 日	2001 年 11 月 2 日	《第一次全国人口普查数据》	/	/	2563	4.40%
第二次	1964 年 6 月 30 日	2001 年 11 月 2 日	《第二次全国人口普查数据》	3817	5.50%	2500	3.60%
第三次	1982 年 7 月 1 日	2001 年 11 月 2 日	《第三次全国人口普查数据》	/	/	4940	4.90%
第四次	1990 年 7 月 1 日	2001 年 11 月 2 日	《第四次全国人口普查公报 (第 1 号)》	/	/	6461	5.60%
第五次	2000 年 11 月 1 日	2001 年 5 月 15 日	《第五次全国人口普查公报 (第 1 号)》	/	/	8811	7.00%
第六次	2010 年 11 月 1 日	2011 年 4 月 28 日	《2010 年第六次全国人口普查主要数据公报 (第 1 号)》	17765	13.30%	11883	8.90%
第七次	2020 年 11 月 1 日	2021 年 5 月 11 日	《第七次全国人口普查公报 (第五号)》	26402	18.70%	19064	13.50%

资料来源：中国国家统计局，天风证券研究所

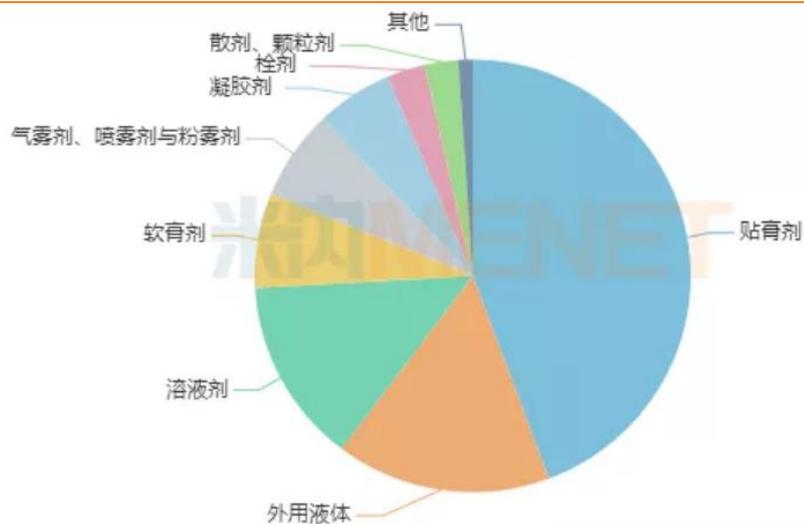
**颈椎病是临床医学最常见的关节疼痛病症之一，随着电子设备或生活压力增加，近年发病日渐趋向于年轻化。**颈椎病是指椎间盘变性、椎间关节及颈椎骨质增生,刺激或压迫了周围的神经根、椎动脉等引起的临床病症。国内著名颈椎病专家任赖,曾在学术会议上介绍,在他接诊的颈椎病人当中,40 岁以下患者人数过半。中国青少年的发病率已达 10%甚至更高,甚至有部分少年儿童也开始出现颈椎病的症状,对疼痛治疗的潜在患者群持续增加。

## 2.2. 外用镇痛药规模超 180 亿，贴膏剂市场份额占比超 40%

外用镇痛药市场规模超 180 亿，市场规模有望持续增长。目前国内镇痛药主要用药途径包括口服、注射及外用。外用镇痛药采用透皮给药的高新技术，直接作用于病灶，可避免胃肠道反应，具有疗效确切可靠、使用携带方便、副作用小安全性好等优势，适合中老年人、久坐的白领、运动人群使用。米内网数据显示，2020 年中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心以及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）及中国城市实体药店终端外用镇痛药（化学药+中成药）市场规模超过 180 亿元，同比增长约 5%，预计 2021 年将进一步扩容。

**贴膏剂的性能更优，占比超 40%。**根据米内网数据，从细分剂型看，外用镇痛药主要剂型包括贴膏剂、外用液体剂、溶液剂、气雾剂（含喷雾剂、粉雾剂）、软膏剂、凝胶剂等，其中贴膏剂最为常用，占比超过 40%，外用液体及溶液剂其次。与其他剂型相比，贴膏剂具有透皮吸收率高、临床效果好、透气性好等优点，容易受到医生及患者的接受和认可。

图 9：2020 年外用镇痛药剂型竞争格局



资料来源：米内网公众号，天风证券研究所

从产品类别看，TOP20 中成药贴膏剂主要治疗类别以骨科止痛和跌打损伤为主，独家产品占比 55%。米内网 2020E 重点城市实体药店中成药贴膏剂产品 TOP20 数据显示，消痛贴膏、云南白药膏、活血止痛膏的市场份额位居前三。TOP20 产品中，独家产品有 11 个，国家基药目录的品种有 4 个，纳入国家医保的品种有 13 个。

表 5：2020E 重点城市实体药店中成药贴膏剂产品 TOP20

排名	产品名称	国家医保	国家基药	OTC	治疗类别
1	消痛贴膏*	乙	是	是	骨科止痛用药
2	云南白药骨*	甲	是	是	跌打损伤用药
3	活血止痛膏	乙		是	跌打损伤用药
4	麝香壮骨膏			是	风湿性疾病用药
5	消炎镇痛膏			是	骨科止痛用药
6	通络祛痛膏*	乙	是	是	骨科止痛用药
7	云南白药创可贴*			是	止血药
8	壮骨麝香止痛膏	乙		是	骨科止痛用药
9	神农镇痛膏	乙		是	跌打损伤用药
10	丁桂儿脐贴*			是	儿科止泻药
11	伤湿止痛膏			是	骨科止痛用药
12	骨通贴膏*	乙		是	骨科止痛用药

13	关节止痛膏	乙		是	骨科止痛用药
14	麝香追风膏	乙		是	风湿性疾病用药
15	红药贴膏*	乙		是	跌打损伤用药
16	腰肾膏*	乙		是	骨科止痛用药
17	代温灸膏*	乙		是	骨科止痛用药
18	复方南星止痛膏*	甲	是	是	骨科止痛用药
19	麝香镇痛膏			是	跌打损伤用药
20	跌打镇痛膏*			是	跌打损伤用药

资料来源：米内网公众号，天风证券研究所，注：\*为独家产品

从生产企业看，中成药贴膏剂在重点城市实体药店终端竞争格局相对集中，羚锐制药多款产品份额居前。米内网数据显示 2020E 重点城市实体药店中成药贴膏剂品牌 TOP20 的市场份额占比合计超 80%，市场集中度高，有 9 个产品销售额均超过亿元，骨科止痛用药数量最多，高达 10 个，其次是跌打损伤用药有 6 个。其中，消痛贴膏市场份额超过 15%，羚锐制药产品上榜最多，旗下共有 5 款产品上榜。

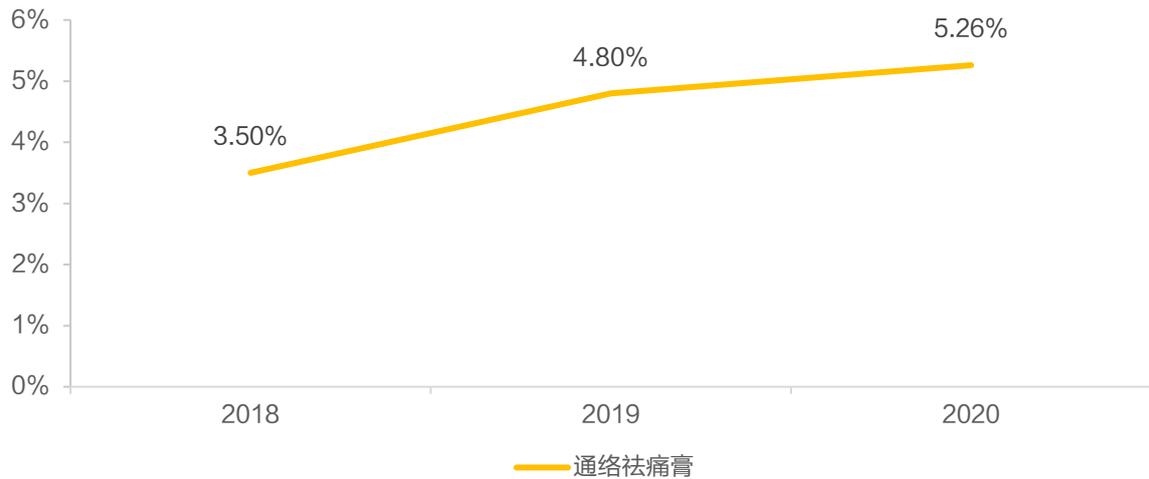
表 6：2020E 重点城市实体药店中成药贴膏剂品牌 TOP20

排名	产品名称	生产企业
1	消痛贴膏	西藏奇正藏药
2	云南白药膏	云南白药无锡药业
3	活血止痛膏	安科余良卿药业
4	通络祛痛膏	河南羚锐制药
5	云南白药创可贴	云南白药无锡药业
6	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药
7	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团
8	神农镇痛膏	黄石燕舞药业
9	骨通贴膏	桂林华润天和药业
10	麝香壮骨膏	桂林华润天和药业
11	神农镇痛膏	湛江吉民药业
12	活血止痛膏	湖北舒尔迈康药业
13	消炎镇痛膏	安徽金马药业
14	关节止痛膏	河南羚锐制药
15	麝香壮骨膏	河南羚锐制药
16	消炎镇痛膏	白云山何济公制药
17	红药贴膏	沈阳红药集团
18	腰肾膏	国药德众(佛山)药业
19	伤湿止痛膏	河南羚锐制药
20	代温灸膏	湖南富兴飞鸽药业

资料来源：米内网公众号，天风证券研究所

羚锐制药通络祛痛膏市场份额持续提升。通络祛痛膏为羚锐制药独家产品，在重点城市实体药店的市场份额提升最为显著，2018-2020 年的市场份额分别为 3.50%、4.80%和 5.26%。公司其他几款贴膏剂的市占率也稳步提升。

图 10：羚锐制药五大产品近年重点城市实体药店中通络祛痛膏市场份额



资料来源：天地云图大数据公众号，天风证券研究所

壮骨麝香止痛膏仅有羚锐制药、九寨沟天然药业、陪都药业、希尔安药业四家生产厂商的五个产品获批，整体竞争格局相对集中。羚锐制药旗下壮骨麝香止痛膏获品牌影响力优势凸显，跻身重点城市实体药店中成药贴膏剂品牌 TOP20。

表 7：壮骨麝香止痛膏获批情况

序号	批准文号	产品名称	生产单位	药品本位码	批准日期
1	国药准字 Z41020300	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药股份有限公司	86903050000245	2018/10/16
2	国药准字 Z51021160	壮骨麝香止痛膏	九寨沟天然药业股份有限公司	86902099000834	2020/11/10
3	国药准字 Z50020478	壮骨麝香止痛膏	重庆陪都药业股份有限公司	86901022000187	2020/10/19
4	国药准字 Z41020301	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药股份有限公司	86903050000252	2018/10/16
5	国药准字 Z50020461	壮骨麝香止痛膏	重庆希尔安药业有限公司	8690106100108	2020/7/20

资料来源：NMPA，天风证券研究所，注：数据截至 2021/12/25

### 3. 老品牌焕发新活力，结构优化叠加场景拓展助力二次腾飞

#### 3.1. 精品升级，终端提价，产品结构持续优化

**产品端：**2021 年三季度启动部分贴膏类产品提价，精品贴膏剂推出有助于公司进一步优化产品结构。

##### 3.1.1. 通络祛痛膏持续放量，普药提价有望增加业绩弹性

公司贴膏剂下产品种类众多，核心品种有通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、舒腹贴膏、芬太尼透皮贴剂等，构成丰富的中成药及化药产品矩阵。

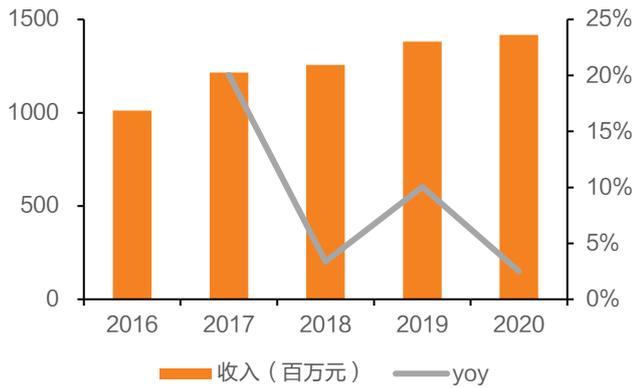
表 8：公司部分贴膏剂产品批文

序号	批准文号	产品名称	生产单位	药品本位码
1	国药准字 Z20000065	通络祛痛膏	羚锐制药	86903050000580
2	国药准字 Z20174027	精制狗皮膏	羚锐制药	86903050001082
3	国药准字 Z20174024	麝香壮骨膏	羚锐制药	86903050001051
4	国药准字 Z41020304	麝香止痛贴膏	羚锐制药	86903050000269
5	国药准字 H20123327	芬太尼透皮贴剂	羚锐制药	86903050000924
6	国药准字 H20174072	吲哚美辛贴片	羚锐制药	86903050001099
7	国药准字 Z20174029	伤痛宁膏	羚锐制药	86903050001006
8	国药准字 B20020054	祛痛健身膏	羚锐制药	86903029000030
9	国药准字 Z41020303	关节止痛膏	羚锐制药	86903050000696
10	国药准字 H20174127	曲安奈德新霉素贴膏	羚锐制药	86903050001112
11	国药准字 Z41020300	壮骨麝香止痛膏	羚锐制药	86903050000245
12	国药准字 Z20174025	消炎镇痛膏	羚锐制药	86903050001037
13	国药准字 Z41020299	伤湿止痛膏	羚锐制药	86903050000535
14	国药准字 Z41020302	关节止痛膏	羚锐制药	86903050000689
15	国药准字 Z19994011	辣椒风湿膏	羚锐制药	86903050000634
16	国药准字 Z20043778	骨增生镇痛膏	羚锐制药	86903050000443
17	国药准字 Z20003005	神农镇痛膏	羚锐制药	86903029000054
18	国药准字 Z20063780	伤湿祛痛膏	羚锐制药	86903050000849
19	国药准字 H20174126	水杨酸苯酚贴膏	羚锐制药	86903050001105

资料来源：NMPA，天风证券研究所，注：数据截至 2021/12/25

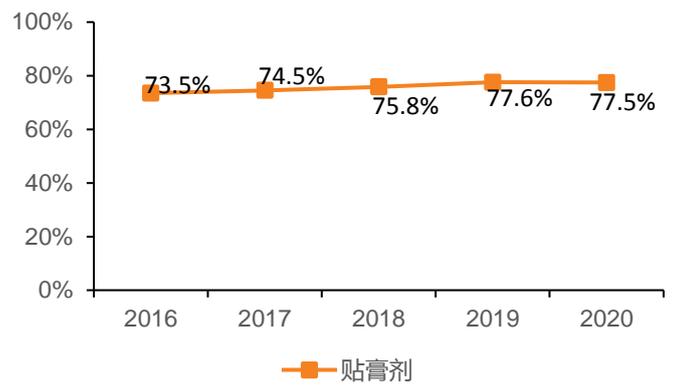
贴膏剂收入规模持续提升，2016-2020 年贴膏剂收入分别达 10.12、12.15、12.56、13.82、14.17 亿元，五年 CAGR 8.77%。目前 100 亿贴膏剂项目已投产，公司通过应用智能提取成套设备等多种核心智能制造装备，突破含膏量在线检测等多项关键技术，生产效率不断提高。贴膏剂毛利率由 2016 年的 73.5%持续提升到 2020 年的 77.5%。

图 11：公司贴膏剂收入规模稳步提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

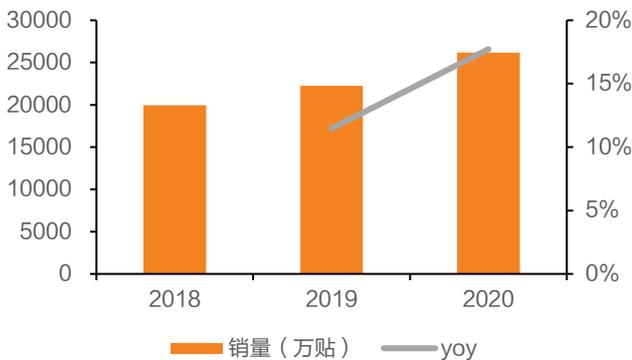
图 12：公司贴膏剂毛利率持续提高



资料来源：WIND，天风证券研究所

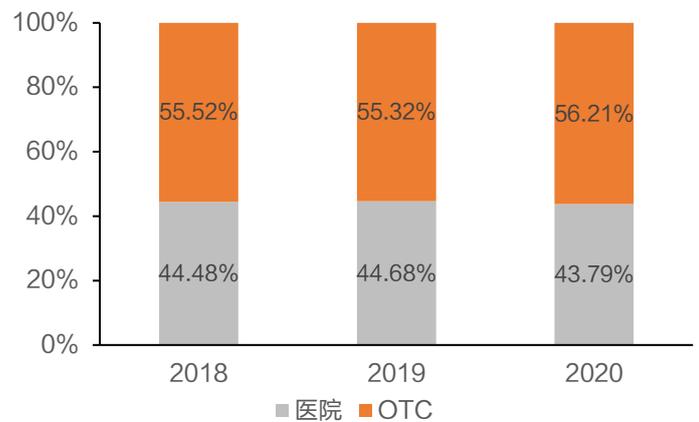
**通络祛痛膏（骨质增生一贴灵）**是公司的独家品种，主治活血通络，散寒除湿，消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎瘀血停滞、寒湿阻络证、神经根型颈椎病等。通络祛痛膏是 OTC 及处方药双跨品种，销量持续放量，2020 年共销售 2.62 亿贴，其中医院销量占比 43.8%，OTC 销量占比 56.2%。通络祛痛膏入选《国家基药目录》和《国家医保目录》，品牌力不断增强，曾连续多次入选中国 OTC 品牌宣传月宣传品牌，先后被评为“最受欢迎风湿骨科用药”、“骨伤科类中成药十强品牌”。

图 13：通络祛痛膏销量快速提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：通络祛痛膏 OTC 销量占比高



资料来源：WIND，天风证券研究所

**通络祛痛膏在零售端单价高于医院端。**医院渠道 7cm\*10cm\*10 贴规格的价格为 38.90 元/盒-33.18 元/盒，平均每贴 3.3-3.9 元；零售渠道（以京东羚锐官方旗舰店为价格参照，下同）6 贴 27.9-34.8 元，平均每贴 4.7-5.8 元。此外，公司大力推广通络祛痛膏+活血消痛酊进行搭配使用，先擦后贴，可减少患处过敏，活血通络和治疗关节炎效果更佳，通络祛痛膏 6 贴+活血消痛酊 60ml 对应官方旗舰店单价也相应较高，达 103 元。

图 15：通络祛痛膏官方旗舰店价格



资料来源：京东羚锐官方旗舰店，天风证券研究所

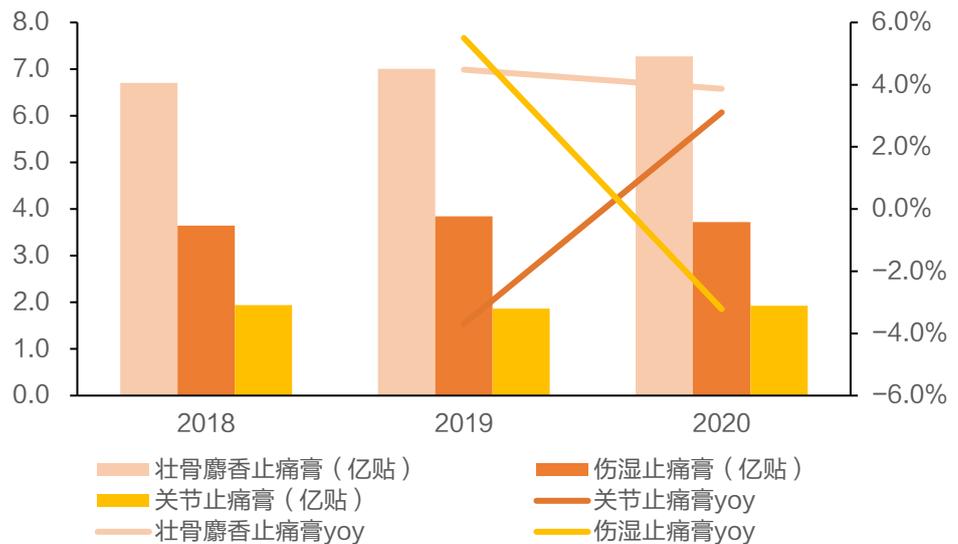
图 16：通络祛痛膏+活血消痛酊官方旗舰店价格



资料来源：京东羚锐官方旗舰店，天风证券研究所

贴膏剂中壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏是销量较大的重要品种，销量相对稳定。2020 年壮骨麝香止痛膏销量 7.27 亿贴，同比增长 4.17%、伤湿止痛膏销量 3.72 亿贴，同比增长 1.05%，关节止痛膏销量 1.92 亿贴，同比下降 0.35%。

图 17：壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

普药升级精品，舒适度及便捷性提升。壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏拥有普通款（普药）和精装款（精品）两种。精品采用激光超微切孔技术，四向弹力材质，弹性好，较普药更服帖舒适，此外撕贴也更为便捷。

图 18：精品性能优于普药



资料来源：天猫，天风证券研究所

精品定价高于普药，精品推动销售规模持续放量。壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏的普药在京东羚锐官方旗舰店定价为 10 贴 6-8 元，平均每贴 0.6-0.8 元；精品定价为 10 贴 30-32 元，平均每贴 3.0-3.2 元。随着精品占比不断提升，公司产品结构有望进一步优化。

图 19：精品定价高于普药

	普药	精品
壮骨麝香止痛膏	 <p>羚锐 壮骨麝香止痛膏10贴 风湿关节痛跌打损伤肌肉酸痛腰痛扭伤活血化淤止痛贴膏</p> <p>【品牌京东自营旗舰店】 【品牌自营】 【品牌自营】 【品牌自营】</p> <p><b>礼遇季 心愿好礼·传递心意</b></p> <p>京东价 <b>¥ 6.00</b> 降价通知</p> <p>优惠券 <b>满300减40</b> <b>满109减20</b> <b>满69减10</b> 更多&gt;&gt;</p> <p>配送至 北京市朝阳区八里庄街道 有货 支持 99元免基础运费</p> <p>京东物流 部分收货 送货上门</p> <p>由 京东大药房 发货，并提供售后服务。</p> <p>重量 0.03kg</p>	 <p>羚锐 壮骨麝香止痛膏10贴精装 风湿关节痛跌打损伤肌肉酸痛腰痛扭伤活血化淤止痛贴膏</p> <p>【品牌京东自营旗舰店】 【品牌自营】 【品牌自营】 【品牌自营】</p> <p><b>礼遇季 心愿好礼·传递心意</b></p> <p>京东价 <b>¥ 32.00</b> 降价通知</p> <p>优惠券 <b>满300减40</b> <b>满109减20</b> <b>满69减10</b> 更多&gt;&gt;</p> <p>配送至 北京市朝阳区八里庄街道 有货 支持 99元免基础运费</p> <p>京东物流 部分收货 送货上门</p> <p>由 京东大药房 发货，并提供售后服务。</p>
伤湿止痛膏	 <p>羚锐 伤湿止痛膏10贴 风湿关节痛肌肉酸痛腰痛扭伤伤虎骨药活血化淤止痛贴膏</p> <p>【品牌京东自营旗舰店】 【品牌自营】 【品牌自营】 【品牌自营】</p> <p><b>礼遇季 心愿好礼·传递心意</b></p> <p>京东价 <b>¥ 8.00</b> 降价通知</p> <p>优惠券 <b>满300减40</b> <b>满119减20</b> <b>满79减10</b> 更多&gt;&gt;</p> <p>配送至 北京市朝阳区八里庄街道 有货 支持 99元免基础运费</p> <p>京东物流 部分收货 送货上门</p> <p>由 京东大药房 发货，并提供售后服务。</p> <p>重量 0.031kg</p>	 <p>羚锐 伤湿止痛膏10贴精装 风湿关节痛肌肉酸痛腰痛扭伤伤虎骨药活血化淤止痛贴膏</p> <p>【品牌京东自营旗舰店】 【品牌自营】 【品牌自营】 【品牌自营】</p> <p><b>礼遇季 心愿好礼·传递心意</b></p> <p>京东价 <b>¥ 32.00</b> 降价通知</p> <p>优惠券 <b>满300减40</b> <b>满109减20</b> <b>满69减10</b> 更多&gt;&gt;</p> <p>配送至 北京市朝阳区八里庄街道 有货 支持 99元免基础运费</p> <p>京东物流 部分收货 送货上门</p> <p>由 京东大药房 发货，并提供售后服务。</p>
关节止痛膏	 <p>羚锐 关节止痛膏10贴 风湿关节痛关节扭伤跌打损伤活血化淤消炎止痛贴膏</p> <p>【品牌京东自营旗舰店】 【品牌自营】 【品牌自营】 【品牌自营】</p> <p><b>礼遇季 心愿好礼·传递心意</b></p> <p>京东价 <b>¥ 6.00</b> 降价通知</p> <p>优惠券 <b>满300减40</b> <b>满109减20</b> <b>满69减10</b> 更多&gt;&gt;</p> <p>配送至 北京市朝阳区八里庄街道 有货 支持 99元免基础运费</p> <p>京东物流 部分收货 送货上门</p> <p>由 京东大药房 发货，并提供售后服务。</p> <p>重量 0.03kg</p>	 <p>羚锐 关节止痛膏10贴精装 风湿关节痛关节扭伤跌打损伤活血化淤消炎止痛贴膏</p> <p>【品牌京东自营旗舰店】 【品牌自营】 【品牌自营】 【品牌自营】</p> <p><b>礼遇季 心愿好礼·传递心意</b></p> <p>京东价 <b>¥ 30.00</b> 降价通知</p> <p>优惠券 <b>满300减40</b> <b>满109减20</b> <b>满69减10</b> 更多&gt;&gt;</p> <p>配送至 北京市朝阳区八里庄街道 有货 支持 99元免基础运费</p> <p>京东物流 部分收货 送货上门</p> <p>由 京东大药房 发货，并提供售后服务。</p>

资料来源：京东羚锐官方旗舰店，天风证券研究所，注：价格截至 2021 年 12 月

普药提价有望显著增厚公司业绩。根据历史价格查询数据，2021 年 9 月公司开启部分贴膏剂产品普药提价，以壮骨麝香止痛膏普药 10 贴规格为例，2021 年 7-8 月为 2.9-5.0 元，平均价格 0.29-0.50 元/贴。2021 年 9 月价格提升至 5-6 元，平均价格 0.50-0.60 元/贴，

涨幅超 20%。由于上述贴膏剂销量基数较大，预计提价有望进一步提升公司业绩放量。

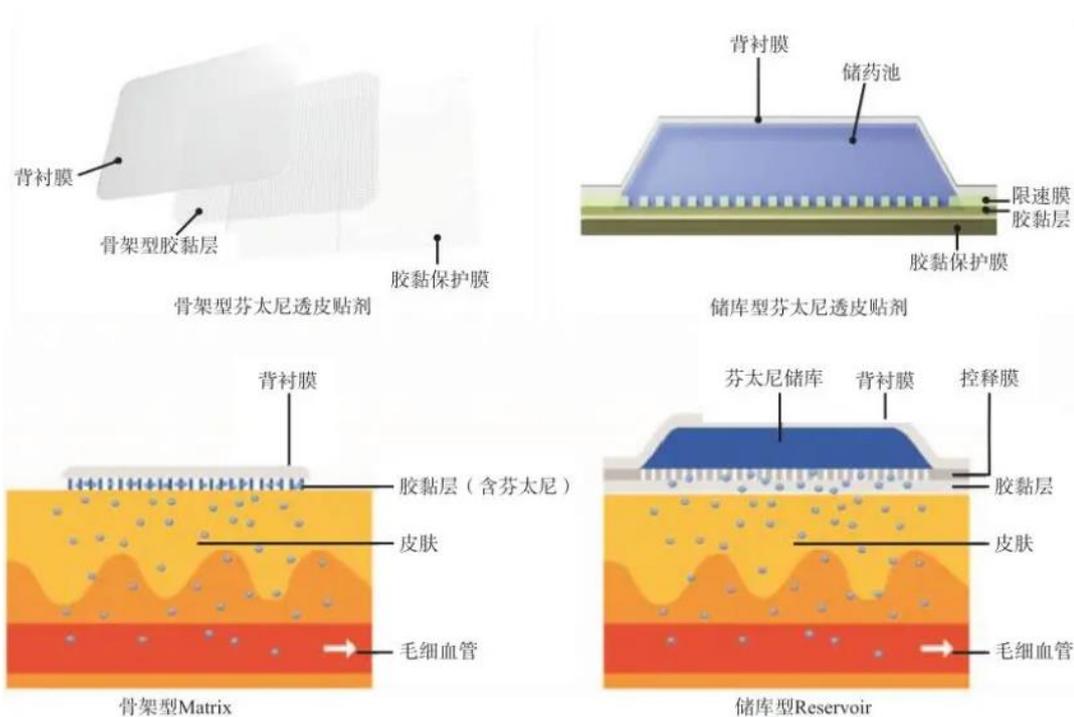
图 20: 京东壮骨麝香止痛膏 10 贴售价 (截止 2021 年 12 月 23 日)



资料来源: 历史价格查询网, 天风证券研究所

锐枢安®芬太尼透皮贴剂为骨架型芬太尼透皮贴剂，用于治疗中度到重度慢性疼痛以及只能依靠阿片样镇痛药治疗的疼痛，已入选《国家医保目录》。根据国家癌症中心数据显示每年有接近 400 万新发癌症患者，现有患者接近 800-1000 万，这些患者中有接近 1/3 患有疼痛。芬太尼透皮贴剂由于具有释药速率稳定，作用时间长达 72h，使用方便等特点，可有效避免吞咽困难等影响，顺应性、安全性和舒适度更好，存在较大的增长增长空间。

图 21: 骨架型芬太尼透皮贴剂和储库型芬太尼透皮贴剂的区别

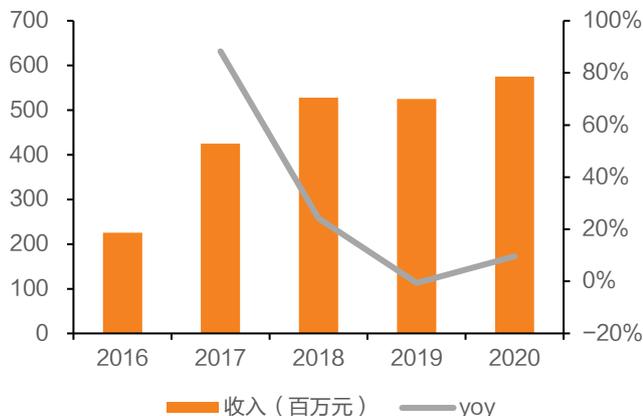


资料来源: 公司公众号, 天风证券研究所

### 3.1.2. 胶囊剂收入稳中有升，培元通脑胶囊为独家品种

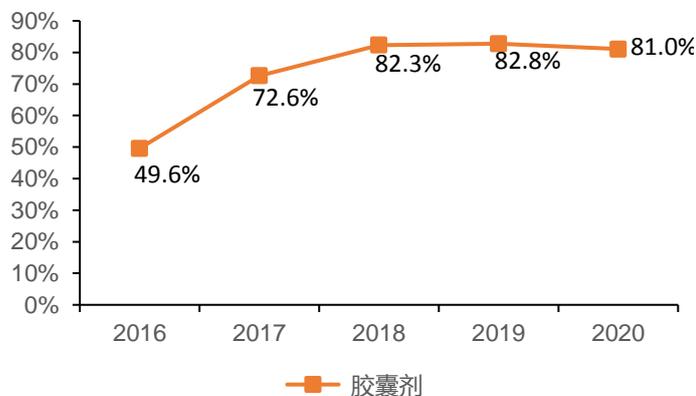
公司胶囊剂的核心品种有培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊等。胶囊剂收入规模稳步提升，2016-2020 年胶囊剂收入分别达 2.26、4.25、5.28、5.25、5.75 亿元，五年 CAGR 26.32%

图 22：公司胶囊剂收入规模稳步提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 23：公司胶囊剂毛利率持续提高



资料来源：WIND，天风证券研究所

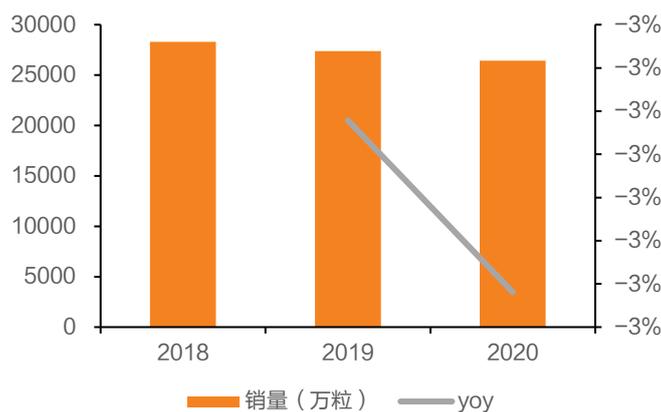
培元通脑胶囊是公司心脑血管独家品种，在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾的独特优势，用于缺血性中风中经络恢复期肾亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜等，已被纳入国家医保目录。培元通脑胶囊是处方药，销量相对较为稳定，2020 年共销售 2.64 亿粒，同比下降 3%。医院渠道 27 粒规格的价格为 54.17 元/瓶-50 元/瓶。

图 24：公司培元通脑胶囊产品图



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 25：公司培元通脑胶囊销量



资料来源：WIND，天风证券研究所

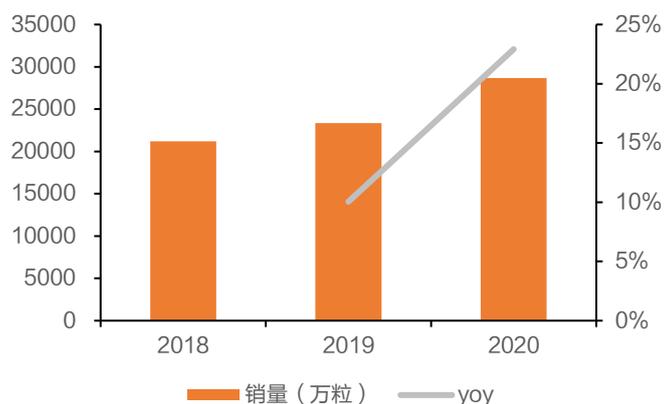
参芪降糖胶囊是处方药，功效为益气养阴，滋脾补肾，主治消渴症，用于 II 型糖尿病，已纳入国家医保目录。随着中国糖尿病患者持续增加，参芪降糖胶囊快速放量，2020 年共销售 2.87 亿粒，同比增长 23%。

图 26：公司参芪降糖胶囊产品图



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 27：公司参芪降糖胶囊销量

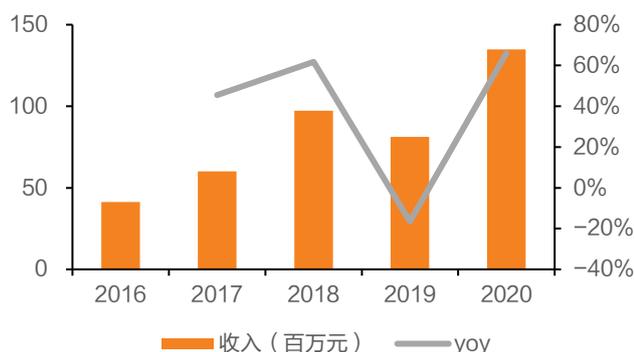


资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3.1.3. 软膏剂业绩提速，片剂收入相对稳定

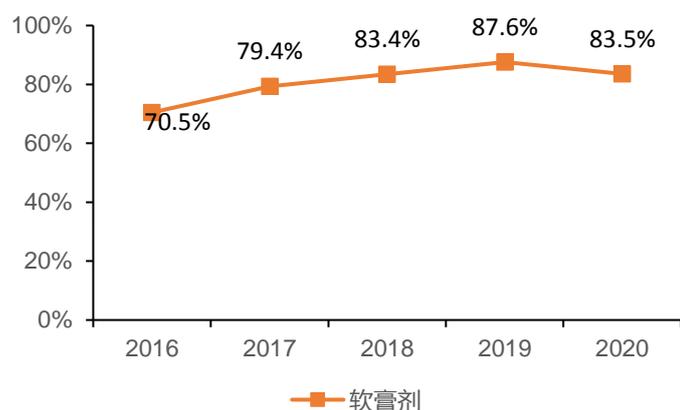
公司软膏剂主要由子公司羚锐生物药业生产，主要品种有三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏、糠酸莫米松乳膏、联苯乙酸凝胶等。2018 年公司收购羚锐生物药业少数股权，将其软膏等产品纳入公司营销体系，将软膏剂与贴膏剂销售团队合并，加大软膏剂产品销售推广力度，促使软膏剂销售增加，产品实现了较快增长。2019 年，生物药业年产 2 亿支软膏项目顺利建成并通过 GMP 认证。2020 年软膏剂收入规模快速提升，收入达 1.35 亿元，同比增长 66%。

图 28：公司软膏剂收入规模稳步提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

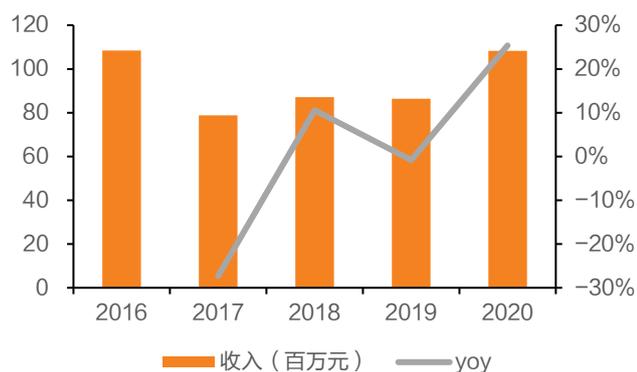
图 29：公司软膏剂毛利率相对稳定



资料来源：WIND，天风证券研究所

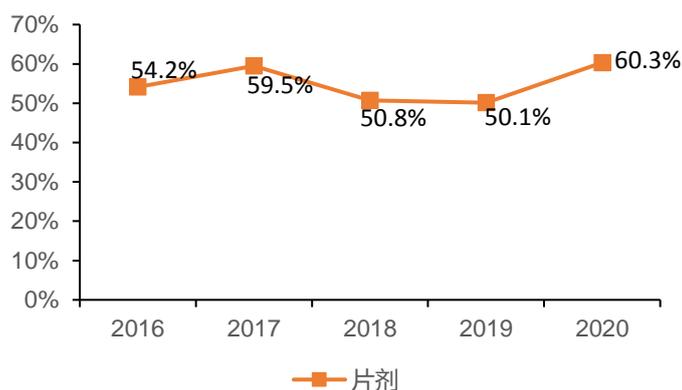
公司片剂 2016-2020 年片剂收入分别达 1.08、0.79、0.87、0.86 和 1.08 亿元。由于片剂的主要品种为丹鹿通督片，其他片剂品种收入规模较小，毛利率在 50-60%波动。

图 30：公司片剂收入规模稳步提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 31：公司片剂毛利率波动较大



资料来源：WIND，天风证券研究所

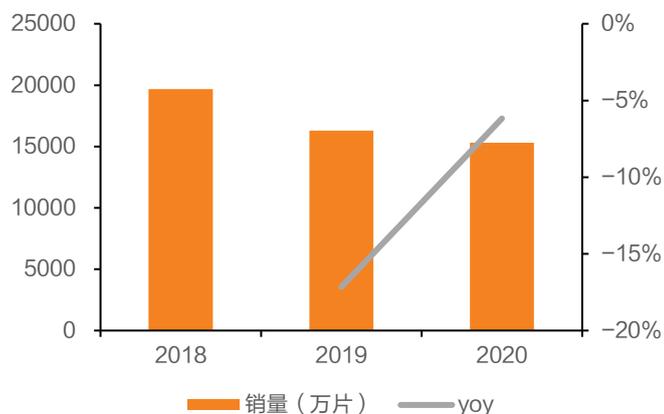
丹鹿通督片是公司独家品种的处方药，功效为活血通督，益肾通络，用于腰椎管狭窄症（如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出）属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行。2020年共销售 1.53 亿片。

图 32：公司丹鹿通督片产品图



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 33：公司丹鹿通督片销量



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3.2. 销售渠道整合成效显著，场景营销拓展精细触达

公司 2019 年进行销售渠道改革。全资子公司羚锐医药全面整合公司橡胶膏、软膏、口服药销售团队，完成了 OTC、基层医疗和临床三大事业部的组建，由各事业部具体负责组织实施产品推广销售等，销售人员由 2018 年的 536 人增长到 2020 年的 999 人。针对零售市场、OTC 事业部开展品牌推广为主的终端动销工作，包括公司产品陈列、宣传和品牌活动；基层医疗和临床事业部以专业化、精细化的学术服务推广模式加强对终端市场的渗透渠道。

图 34：公司销售人员数量



资料来源：WIND，天风证券研究所

**开拓运动场景，进一步拓宽公司用户边界。**公司积极参与马拉松等运动赛事，通过赞助 2020 年河南省全民线上健身大会趣味挑战赛、郑开“鼎立中原”线上马拉松等多项体育赛事，将公司产品精准投放到年轻的消费群体，为羚锐品牌年轻化发展赋能；另一方面，羚锐还将通过户外广告、定制广场舞等多种形式的品牌传播，为羚锐自有电商和合作的终端药店引流增效。

图 35：“羚锐杯”鼎立中原线上马拉松赛



资料来源：人民网，天风证券研究所

图 36：羚锐制药为郑开马拉松赛官方指定医药合作伙伴



资料来源：信阳新闻网，天风证券研究所

**营销模式更加年轻化多元化。**公司 OTC 产品及大健康产品在 B2C、O2O 业务平台精准布局，通过网络直播等营销模式拓展线上线下业务边界，如公司与郑州歌舞剧院授权的“唐宫夜宴”IP 原班人马合作，为通络祛痛膏打造“想通歌”。开展抖音挑战赛。2021 赛柏蓝峰会—第三十九届中国医药产业发展高峰论坛”上，羚锐制药通络祛痛膏「联合当红国风 IP，实现品牌破圈传播」案例入选 2021 中国医药十大营销案例。21 年 9 月 1 日 #想通咯就好 挑战赛在抖音正式上线，全网媒介曝光量达 9.17 亿，投稿量近 30 万，强化了消费者对羚锐膏药品牌的认知和认同。

图 37：羚锐制药与唐宫夜宴 IP 联动



资料来源：羚锐制药通络医药馆公众号，天风证券研究所

图 38：羚锐制药为郑开马拉松赛官方指定医药合作伙伴



资料来源：羚锐制药通络医药馆公众号，天风证券研究所

### 3.3. 管理效能提升，股权激励奠定发展信心

**SAP-ERP 项目上线，助推公司高质量快速发展。**SAP-ERP 项目于 2021 年 3 月初启动，10 月 3 日完成首月月结，实现了“一套数据、一个标准、一个帐号”的主要目标，对集团内生产、销售、财务等信息进行整合，可实时反映公司业务运营和资信数据状态，将为公司管理及未来发展提供重要的决策参考依据。

图 39：羚锐制药 SAP-ERP 项目正式上线



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

**股权激励激发增长动能。**公司 2021 年限制性股票激励计划于 2021 年 7 月 12 日完成授予，拟向对象授予 1376.44 万股，授予价格为 4.78 元/股，激励目标 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率不低于 20%/44%/65.6%，有望持续激发核心员工积极性，释放持久增长动能。

表 9：股权激励业绩目标

	业绩考核目标	净利润（亿元）
第一期解锁	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%	3.59
第二期解锁	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 44%	4.31
第三期解锁	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 65.6%	4.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：以上“净利润”指标均以经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后并剔除当年股权激励、员工持股计划成本影响的净利润作为计算依据

## 4. 盈利预测

### 基本假设：

- 1、贴膏剂：通络祛痛膏品牌力持续提升，销量有望快速增加；壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏及关节止痛膏的精品占比提升，普药提价将进一步释放业绩弹性，预计 2021-2023 年贴膏剂收入增长可达 20%/20%/18%。
- 2、胶囊剂：随着公司临床事业部进一步拓展，培元通脑胶囊和参芪降糖胶囊等销量有望保持稳健增长，预计 2021-2023 年胶囊剂收入增长有望达到 17%/15%/14%。
- 3、片剂：主要品种丹鹿通督片延续高速增长态势，预计 2021-2023 年片剂收入增长有望达到 20%/19%/18%。
- 4、软膏剂：随着软膏剂营销渠道改革，通过聚焦三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏、糠酸莫米松乳膏等大品种，预计 2021-2023 年软膏收入增长有望达到 25%/23%/20%。

表 10：羚锐制药盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>合计(百万元)</b>	2050.98	2153.60	2328.14	2780.41	3299.02	3864.03
YoY	11%	5%	8%	19%	19%	17%
<b>贴膏剂</b>						
收入(百万元)	1256.08	1382.23	1416.78	1700.56	2034.09	2405.60
yoy	3%	10%	2%	20%	20%	18%
<b>胶囊药</b>						
收入(百万元)	528.00	524.70	574.91	669.79	771.87	877.11
yoy	24%	-1%	10%	17%	15%	14%
<b>片剂</b>						
收入(百万元)	87.15	86.41	108.32	129.55	153.65	180.64
yoy	11%	-1%	25%	20%	19%	18%
<b>软膏剂</b>						
收入(百万元)	97.24	81.16	134.80	168.50	207.26	248.71
yoy	62%	-17%	66%	25%	23%	20%
<b>其他</b>						
收入(百万元)	82.51	79.10	93.33	112.00	132.16	151.98
yoy	23%	-4%	18%	20%	18%	15%

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 盈利预测：

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 27.80、32.99、38.64 亿元，同比增长分别为 19%、19%、17%；归属于上市公司股东的净利润分别为 3.95、4.78、5.70 亿元（未考虑股权激励及员工持股费用），同比增长分别为 21%、21%、19%；EPS 分别为 0.70、0.84 和 1.00 元。

### 估值与投资评级

公司通过在贴膏剂、片剂、胶囊剂等领域全面布局，核心产品放量，产品结构进一步优化，预计 2021-2023 年公司净利润水平分别为 3.95、4.78、5.70 亿元（不考虑股权激励及员工持股费用）。公司是贴膏剂龙头，品牌力具备优势，股权激励激发员工积极性，具有良好的增长潜力。按可比公司 PE 估值法，公司当前 PE 低于同类中药公司的估值水平，给予公司 2022 年目标估值 25 倍 PE，对应目标价 21.51 元，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
同仁堂	43.67	598.92	0.75	0.90	1.06	1.24	31.78	48.52	41.37	35.33
奇正藏药	28.66	152.04	0.77	1.31	0.93	1.05	33.90	21.94	30.90	27.25
健民集团	74.70	114.59	0.96	2.08	2.75	3.50	26.35	35.93	27.13	21.33
平均			0.83	1.43	1.58	1.93	30.68	35.46	33.13	27.97
羚锐制药	14.63	83.06	0.57	0.70	0.84	1.00	14.78	21.00	17.38	14.58

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：同仁堂、奇正藏药和健民集团的预测 EPS 及 PS 为万得一致预期，收盘价及总市值为 2021 年 12 月 24 日收盘数据

## 5. 风险提示

### 1、产品销售不及预期

近期各地疫情反复，若影响产品发货及物流配送可能对公司产品销售造成一定压力。

### 2、提价效果或精品推广不及预期

公司贴膏剂普药价格相对较低，全国终端推进速度有先有后，精品的销量占比目前尚小，若提价节奏推广较慢，精品放量情况不及预期，可能对公司业绩造成一定影响。

### 3、中药价格波动风险

中药材产量和价格波动具有一定的周期性，若药材成本上涨较多，公司面临成本增加风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	741.21	732.32	830.87	1,325.84	1,705.19
应收票据及应收账款	619.50	641.02	841.87	899.28	1,118.60
预付账款	21.49	26.71	29.24	34.64	40.19
存货	286.68	331.41	393.17	452.14	520.66
其他	85.49	185.08	200.74	191.06	207.25
<b>流动资产合计</b>	<b>1,754.36</b>	<b>1,916.54</b>	<b>2,295.88</b>	<b>2,902.96</b>	<b>3,591.90</b>
长期股权投资	65.35	98.58	98.58	98.58	98.58
固定资产	757.01	727.26	690.20	652.86	615.32
在建工程	9.03	2.78	1.94	1.36	0.95
无形资产	302.76	282.85	253.67	330.51	423.48
其他	427.27	429.75	424.77	419.78	414.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,561.42</b>	<b>1,541.22</b>	<b>1,469.15</b>	<b>1,503.09</b>	<b>1,553.13</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,315.78</b>	<b>3,457.76</b>	<b>3,765.03</b>	<b>4,406.05</b>	<b>5,145.03</b>
短期借款	135.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	67.66	78.81	97.05	102.96	129.31
其他	811.13	967.45	1,023.74	1,182.08	1,328.94
<b>流动负债合计</b>	<b>1,013.79</b>	<b>1,066.26</b>	<b>1,120.79</b>	<b>1,285.04</b>	<b>1,458.25</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	81.54	69.34	74.58	75.16	73.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>81.54</b>	<b>69.34</b>	<b>74.58</b>	<b>75.16</b>	<b>73.03</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,095.33</b>	<b>1,135.60</b>	<b>1,195.37</b>	<b>1,360.20</b>	<b>1,531.27</b>
少数股东权益	10.56	9.43	8.09	6.46	4.52
股本	567.81	567.81	567.76	567.76	567.76
资本公积	339.52	319.63	257.95	257.95	257.95
留存收益	1,524.79	1,660.05	1,993.82	2,471.64	3,041.47
其他	(222.23)	(234.77)	(257.95)	(257.95)	(257.95)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,220.45</b>	<b>2,322.15</b>	<b>2,569.66</b>	<b>3,045.86</b>	<b>3,613.75</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,315.78</b>	<b>3,457.76</b>	<b>3,765.03</b>	<b>4,406.05</b>	<b>5,145.03</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	293.15	324.38	395.45	477.82	569.83
折旧摊销	69.90	73.32	47.17	51.07	54.98
财务费用	9.96	6.51	(35.94)	(53.14)	(62.71)
投资损失	1.75	(41.21)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(175.07)	137.20	(196.03)	57.69	(133.51)
其它	250.46	(49.67)	(1.34)	(1.62)	(1.94)
<b>经营活动现金流</b>	<b>450.15</b>	<b>450.53</b>	<b>209.31</b>	<b>531.82</b>	<b>426.65</b>
资本支出	31.88	57.47	(25.15)	89.43	112.13
长期投资	(5.73)	33.23	0.00	0.00	0.00
其他	(238.39)	(78.83)	45.06	(179.43)	(222.13)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(212.24)</b>	<b>11.87</b>	<b>19.91</b>	<b>(90.00)</b>	<b>(110.00)</b>
债权融资	135.00	20.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(77.59)	(37.02)	(110.66)	53.14	62.71
其他	(335.06)	(289.18)	(20.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(277.65)</b>	<b>(306.20)</b>	<b>(130.66)</b>	<b>53.14</b>	<b>62.71</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(39.74)</b>	<b>156.20</b>	<b>98.56</b>	<b>494.96</b>	<b>379.36</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,157.05</b>	<b>2,331.58</b>	<b>2,780.41</b>	<b>3,299.02</b>	<b>3,864.03</b>
营业成本	489.93	538.40	631.16	736.32	847.38
营业税金及附加	34.34	29.36	36.15	42.89	50.23
营业费用	1,096.87	1,181.58	1,390.20	1,633.01	1,893.38
管理费用	123.67	165.99	194.63	260.62	309.12
研发费用	78.67	97.76	111.22	131.96	173.88
财务费用	(2.10)	(15.29)	(35.94)	(53.14)	(62.71)
资产减值损失	(4.43)	(32.03)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(8.25)	(0.05)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.75)	41.21	0.00	0.00	0.00
其他	8.66	(42.44)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>341.45</b>	<b>367.09</b>	<b>452.99</b>	<b>547.35</b>	<b>652.75</b>
营业外收入	3.10	3.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.26	6.77	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>341.28</b>	<b>364.20</b>	<b>452.99</b>	<b>547.35</b>	<b>652.75</b>
所得税	48.14	39.82	58.89	71.16	84.86
<b>净利润</b>	<b>293.15</b>	<b>324.38</b>	<b>394.10</b>	<b>476.20</b>	<b>567.89</b>
少数股东损益	(1.29)	(1.11)	(1.34)	(1.62)	(1.94)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>294.44</b>	<b>325.49</b>	<b>395.45</b>	<b>477.82</b>	<b>569.83</b>
每股收益(元)	0.52	0.57	0.70	0.84	1.00

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.06%	8.09%	19.25%	18.65%	17.13%
营业利润	15.95%	7.51%	23.40%	20.83%	19.26%
归属于母公司净利润	21.04%	10.55%	21.49%	20.83%	19.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	77.29%	76.91%	77.30%	77.68%	78.07%
净利率	13.65%	13.96%	14.22%	14.48%	14.75%
ROE	13.32%	14.07%	15.44%	15.72%	15.79%
ROIC	22.55%	27.02%	32.31%	34.21%	41.30%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.03%	32.84%	31.75%	30.87%	29.76%
净负债率	-27.30%	-30.67%	-32.33%	-43.53%	-47.19%
流动比率	1.73	1.80	2.05	2.26	2.46
速动比率	1.45	1.49	1.70	1.91	2.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.66	3.70	3.75	3.79	3.83
存货周转率	7.07	7.54	7.67	7.81	7.94
总资产周转率	0.67	0.69	0.77	0.81	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.52	0.57	0.70	0.84	1.00
每股经营现金流	0.79	0.79	0.37	0.94	0.75
每股净资产	3.89	4.07	4.51	5.35	6.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	28.21	25.52	21.00	17.38	14.58
市净率	3.76	3.59	3.24	2.73	2.30
EV/EBITDA	9.64	6.49	15.08	11.94	9.51
EV/EBIT	11.24	7.40	16.79	13.17	10.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com