

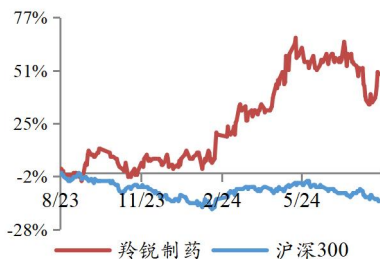
上半年业绩亮眼，核心竞争力持续凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-13

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 23.04 |
| 近12个月最高/最低（元） | 26.89/15.37 |
| 总股本（百万股） | 567 |
| 流通股本（百万股） | 567 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿元） | 131 |
| 流通市值（亿元） | 131 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：

公司2024年上半年实现营业收入19.06亿元，同比增长12.07%；实现净利润4.13亿元，同比增长30.3%；基本每股收益0.732元。

● 分析点评

二季度持续增长，净利率达三年最高值

公司2024Q2收入为9.97亿元，同比+9.31%；归母净利润为2.23亿元，同比+28.90%；扣非归母净利润为2.13亿元，同比+30.20%。值得一提的是，单二季度公司净利率为22.35%，较一季度提升1.4个百分点，为近三年季度净利率最高值。

毛利率提升+费用控制带来净利率持续提升，财务质量提升明显

24年上半年公司整体毛利率为76.04%，同比+0.72个百分点；期间费用率51.06%，同比-2.09个百分点；其中销售费用率44.85%，同比-1.69个百分点；管理费用率（含研发费用）6.86%，同比-0.64个百分点；财务费用率-0.65%，同比+0.24个百分点。得益于销售规模的扩大、产品结构的优化、费用控制的有效实施以及生产效率的提高，公司财务质量持续优化提升。

双轮驱动厚积薄发，核心竞争力进一步凸显

公司拥有一系列独家产品，如通络祛痛膏和壮骨麝香止痛膏，这些产品在市场上具有较高的知名度和用户忠诚度。通过持续的研发投入和品牌建设，公司不断优化产品结构，推出高附加值的新产品，巩固了在骨科和慢性病管理领域的优势地位。

公司在智能制造和数字化转型方面持续发力，有效提升了生产效率和成本管理。通过引入先进的自动化生产技术和信息化管理系统，公司优化了生产流程，降低了生产成本，提升了毛利率和净利率。同时，通过供应链的精细化管理，公司在原材料采购和库存管理方面取得了显著成效，进一步增强了企业的运营效率和竞争力。

● 投资建议

羚锐制药依托在中成药和贴膏剂领域的深厚积累，继续深化品牌建设和市场开拓。根据公司上半年整体业绩，我们下调了收入预计，并新增了26年预测，预计公司2024-2026年收入分别为37.88/42.79/48.05亿元（2024-2025年前预测值为39.56/44.98亿元），分别同比增长14.4%/13.0%/12.3%；利润端，考虑到公司有效推进降本增效和费用率持续优化，因此我们维持此前利润预测，2024-2026年归母净利润分别为6.66/7.90/9.34亿元，分别同比增长17.3%/18.6%/18.2%，对应估值为20X/17X/14X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业政策变动风险；药品研发风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3311 | 3788 | 4279 | 4805 |
| 收入同比 (%) | 10.3% | 14.4% | 13.0% | 12.3% |
| 归属母公司净利润 | 568 | 666 | 790 | 934 |
| 净利润同比 (%) | 22.1% | 17.3% | 18.6% | 18.2% |
| 毛利率 (%) | 73.3% | 74.6% | 74.9% | 74.8% |
| ROE (%) | 20.4% | 19.3% | 18.6% | 18.0% |
| 每股收益 (元) | 1.01 | 1.17 | 1.39 | 1.65 |
| P/E | 16.91 | 19.61 | 16.54 | 13.99 |
| P/B | 3.48 | 3.78 | 3.08 | 2.52 |
| EV/EBITDA | 12.19 | 13.14 | 10.30 | 7.85 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 2599 | 3499 | 4582 | 5858 | 营业收入 | 3311 | 3788 | 4279 | 4805 |
| 现金 | 1499 | 2283 | 3230 | 4350 | 营业成本 | 884 | 961 | 1074 | 1210 |
| 应收账款 | 258 | 296 | 334 | 375 | 营业税金及附加 | 46 | 53 | 60 | 67 |
| 其他应收款 | 12 | 14 | 15 | 17 | 销售费用 | 1504 | 1750 | 1955 | 2162 |
| 预付账款 | 15 | 16 | 18 | 20 | 管理费用 | 174 | 189 | 214 | 240 |
| 存货 | 467 | 508 | 567 | 639 | 财务费用 | -35 | -8 | -14 | -21 |
| 其他流动资产 | 348 | 382 | 418 | 456 | 资产减值损失 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| 非流动资产 | 2173 | 2095 | 2021 | 1944 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 71 | 48 | 37 | 19 | 投资净收益 | 20 | 23 | 26 | 29 |
| 固定资产 | 636 | 602 | 552 | 508 | 营业利润 | 656 | 766 | 908 | 1074 |
| 无形资产 | 203 | 185 | 176 | 163 | 营业外收入 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 1263 | 1259 | 1257 | 1254 | 营业外支出 | 4 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 4772 | 5593 | 6603 | 7802 | 利润总额 | 653 | 766 | 908 | 1074 |
| 流动负债 | 1900 | 2055 | 2275 | 2539 | 所得税 | 85 | 100 | 118 | 140 |
| 短期借款 | 141 | 141 | 141 | 141 | 净利润 | 568 | 666 | 790 | 934 |
| 应付账款 | 57 | 62 | 70 | 79 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1702 | 1852 | 2064 | 2319 | 归属母公司净利润 | 568 | 666 | 790 | 934 |
| 非流动负债 | 73 | 73 | 73 | 73 | EBITDA | 685 | 832 | 969 | 1129 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.01 | 1.17 | 1.39 | 1.65 |
| 其他非流动负债 | 73 | 73 | 73 | 73 | | | | | |
| 负债合计 | 1973 | 2128 | 2348 | 2612 | | | | | |
| 少数股东权益 | 8 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 股本 | 567 | 567 | 567 | 567 | | | | | |
| 资本公积 | 326 | 326 | 326 | 326 | | | | | |
| 留存收益 | 1898 | 2564 | 3354 | 4288 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2791 | 3457 | 4248 | 5182 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4772 | 5593 | 6603 | 7802 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 813 | 761 | 926 | 1094 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 568 | 666 | 790 | 934 | 营业收入 | 10.3% | 14.4% | 13.0% | 12.3% |
| 折旧摊销 | 83 | 74 | 75 | 76 | 营业利润 | 26.9% | 16.7% | 18.6% | 18.2% |
| 财务费用 | 1 | 3 | 3 | 3 | 归属于母公司净利 | 22.1% | 17.3% | 18.6% | 18.2% |
| 投资损失 | -20 | -23 | -26 | -29 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 195 | 40 | 83 | 109 | 毛利率 (%) | 73.3% | 74.6% | 74.9% | 74.8% |
| 其他经营现金流 | 359 | 627 | 709 | 826 | 净利率 (%) | 17.2% | 17.6% | 18.5% | 19.4% |
| 投资活动现金流 | -230 | 26 | 23 | 30 | ROE (%) | 20.4% | 19.3% | 18.6% | 18.0% |
| 资本支出 | -11 | -20 | -15 | -17 | ROIC (%) | 17.8% | 18.2% | 17.7% | 17.2% |
| 长期投资 | -22 | 23 | 12 | 17 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | -197 | 23 | 26 | 29 | 资产负债率 (%) | 41.4% | 38.0% | 35.6% | 33.5% |
| 筹资活动现金流 | -273 | -3 | -3 | -3 | 净负债比率 (%) | 70.5% | 61.4% | 55.2% | 50.3% |
| 短期借款 | 47 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.37 | 1.70 | 2.01 | 2.31 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.08 | 1.42 | 1.73 | 2.02 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 16 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.69 | 0.68 | 0.65 | 0.62 |
| 其他筹资现金流 | -336 | -3 | -3 | -3 | 应收账款周转率 | 12.82 | 12.82 | 12.82 | 12.82 |
| 现金净增加额 | 311 | 784 | 946 | 1120 | 应付账款周转率 | 15.41 | 15.41 | 15.41 | 15.41 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。