

羚锐制药 (600285.SH)

贴膏剂主业良好，净利润快速增长

核心观点：

● 公司发布年报和一季报，扣非净利润增速均超过 30%

公司发布年报，2016 年实现营业收入 14.39 亿元，同比增长 32.68%，实现净利润 3.46 亿元，同比增长 162.13%，实现扣非后净利润 1.59 亿元，同比增长 31.87%。公司同时发布一季报，一季度实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 21.80%，实现净利润 6868 万元，同比增长 37.48%，实现扣非后净利润 6182 万元，同比增长 32.73%。年报净利润增速远高于扣非是因为三季度可供出售金融资产出售产生的 2.50 亿投资收益。

● 核心贴膏剂持续高增长，二线剂型稳定增长

①公司业务分板块来看，贴膏剂全年收入 10.12 亿元，同比增长 37%，毛利率同比增长 5.14pct。核心产品通络祛痛膏销量同比增长 55.45%，预计处方端市场保持翻倍左右的增长；壮骨麝香止痛膏和伤湿止痛膏销量分别同比增长 15.54% 和 9.92%。②其它二线剂型片剂全年收入 1.08 亿元，同比增长 23.20%，毛利率为 54.16%，同比提高 3pct；胶囊剂全年收入 2.26 亿元，同比增长 27.88%，毛利率为 49.60%，略微下降 0.2pct。

● 毛利率明显提升，公司经营稳健

贴膏剂的快速增长带来毛利率的明显提升，2016 年全年毛利率为 67.43%，同比提高 4.41pct。公司贴膏剂处方药市场的大力推广导致期间费用率有所提高，销售费用率和管理费用率为 42.78%、10.97%，分别提高 5.59pct 和下降 1.12pct。现金流方面，经营活动产生的现金流有所下降，主要是一二季度，子公司支付原固定资产、土地投资拆借资金，影响现金 6000 万元，以及应收票据增加的原因。

● 预计 17-19 年业绩分别为 0.36 元/股、0.49 元/股、0.65 元/股

公司为国内贴膏剂的龙头企业，内生外延双轮驱动未来业绩增长，我们预计公司 16/17/18 年 EPS 至 0.36/0.49/0.65 元（2016 年 EPS 为 0.58 元），目前股价对应 PE32/23/18 倍，公司现金流充足，若扣除后对应的 PE 28/21/16。维持“买入”评级。

● 风险提示

营销改革可持续性风险；外延扩张低于预期；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,070.77	1,439.31	1,864.54	2,396.31	3,074.70
增长率(%)	29.59%	34.42%	29.54%	28.52%	28.31%
EBITDA(百万元)	170.47	221.12	261.35	331.73	438.09
净利润(百万元)	132.48	345.77	214.05	289.03	387.30
增长率(%)	73.92%	161.00%	-38.10%	35.03%	34.00%
EPS(元/股)	0.247	0.584	0.361	0.488	0.654
市盈率(P/E)	53.56	21.86	31.71	23.49	17.53
市净率(P/B)	6.32	4.08	3.28	2.88	2.47
EV/EBITDA	41.66	33.49	22.11	16.52	11.57

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

11.24 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-28

相对市场表现



分析师：吴文华 S0260516090001



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师：罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

羚锐制药 (600285.SH)：2016-10-28

业绩维持高增长，减持亚邦
现金充沛

羚锐制药 (600285.SH)：2016-08-11

贴膏剂快速扩张，业绩高增
长持续

羚锐制药 (600285.SH)：2016-07-12

儿童药和老年病专科药企，
产品升级加速提升盈利能力

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	943	1563	1818	2327	2995
货币资金	412	378	1030	1328	1741
应收及预付	204	361	345	443	568
存货	293	484	416	530	661
其他流动资产	33	340	26	26	26
非流动资产	1766	1419	1294	1275	1241
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	486	536	526	486	439
在建工程	13	134	154	174	194
无形资产	190	216	211	212	206
其他长期资产	1077	533	402	402	402
资产总计	2709	2982	3111	3602	4236
流动负债	785	757	708	907	1151
短期借款	380	205	0	0	0
应付及预收	405	552	708	907	1151
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	199	113	75	75	75
长期借款	40	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	159	93	55	55	55
负债合计	985	869	783	982	1226
股本	535	592	592	592	592
资本公积	137	565	565	565	565
留存收益	450	695	909	1198	1586
归属母公司股东权	1122	1853	2067	2356	2743
少数股东权益	18	25	27	30	33
负债和股东权益	2709	2982	3111	3602	4236

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1071	1439	1865	2396	3075
营业成本	396	469	647	823	1027
营业税金及附加	13	21	23	30	38
销售费用	398	616	774	999	1291
管理费用	128	156	196	249	317
财务费用	8	8	0	0	0
资产减值损失	3	20	0	0	0
公允价值变动收益	-7	4	0	0	0
投资净收益	33	251	20	38	46
营业利润	150	403	245	333	448
营业外收入	6	40	6	6	6
营业外支出	1	35	1	1	1
利润总额	155	409	250	338	453
所得税	21	61	34	46	62
净利润	134	348	216	292	391
少数股东损益	1	2	2	3	4
归属母公司净利润	132	346	214	289	387
EBITDA	170	221	261	332	438
EPS (元)	0.25	0.58	0.36	0.49	0.65

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	157	63	792	273	365
净利润	134	348	216	292	391
折旧摊销	36	44	36	37	37
营运资金变动	8	-97	553	-13	-12
其它	-21	-231	-14	-43	-51
投资活动现金流	-26	-240	61	25	48
资本支出	-84	-217	41	-13	2
投资变动	38	285	20	38	46
其他	20	-308	0	0	0
筹资活动现金流	-89	139	-200	0	0
银行借款	460	245	-205	0	0
债券融资	-504	-472	4	0	0
股权融资	0	467	0	0	0
其他	-45	-100	0	0	0
现金净增加额	42	-37	652	298	413
期初现金余额	371	412	378	1030	1328
期末现金余额	412	375	1030	1328	1741

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	29.6	34.4	29.5	28.5	28.3
营业利润增长	86.3	169.5	-39.2	35.7	34.5
归属母公司净利润增长	73.9	161.0	-38.1	35.0	34.0
获利能力(%)					
毛利率	63.0	67.4	65.3	65.6	66.6
净利率	12.5	24.2	11.6	12.2	12.7
ROE	11.8	18.7	10.4	12.3	14.1
ROIC	49.8	10.9	27.6	36.5	51.3
偿债能力					
资产负债率(%)	46.3	31.6	27.2	29.2	30.6
净负债比率	-	-0.1	-0.5	-0.6	-0.6
流动比率	1.20	2.07	2.57	2.57	2.60
速动比率	0.81	1.40	1.94	1.94	1.99
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.51	0.61	0.71	0.78
应收账款周转率	74.32	57.62	74.49	74.49	74.49
存货周转率	1.53	1.21	1.55	1.55	1.55
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.58	0.36	0.49	0.65
每股经营现金流	0.29	0.11	1.34	0.46	0.62
每股净资产	2.10	3.13	3.49	3.98	4.63
估值比率					
P/E	53.6	21.9	31.7	23.5	17.5
P/B	6.3	4.1	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	41.7	33.5	22.1	16.5	11.6

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。