

2017年04月28日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据： 2017年04月28日

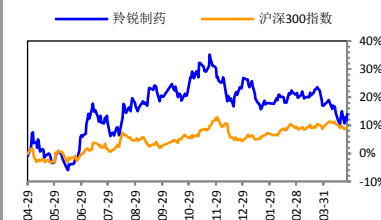
收盘价(元)	11.41
一年内最高/最低(元)	13.66/9.44
市净率	3.1
息率(分红/股价)	1.31
流通A股市值(百万元)	6109
上证指数/深证成指	3154.66/ 10234.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	3.65
资产负债率%	31.63
总股本/流通A股(百万)	592/535
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《羚锐制药(600285)点评：2016年业绩预计增长155%-175%，2017年增长动力强劲》 2017/01/20

《羚锐制药(600285)点评：扣非净利润增长35%，核心品类维持快速增长》 2016/10/31

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

孙辰阳 A0230115080002
suncy@swsresearch.com

联系人

孙辰阳
(8621)23297818×7432
suncy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

羚锐制药 (600285)

——连续扣非30%以上增长，龙头贴膏企业价值低估

投资要点：

- **一季度收入增长 21.80%，扣非净利润增长 32.73%**。一季度实现收入 4.14 亿，增长 21.80%，归母净利润 6868 万，增长 37.48%，扣非净利润 6182 万，增长 32.73%，EPS0.12 元，符合预期。2016 年实现收入 14.39 亿，增长 32.68%，归母净利润 3.46 亿，增长 162.13%，扣非净利润 1.59 亿，增长 31.87%，EPS0.58 元，符合预期。非经常损益主要来自出售亚邦股份等股权的投资收益，另有部分厂房搬迁导致的计提设备减值损失，实际内生增长速度仍然非常快。
- **核心品种树立品牌，二线品种将快速放量**。通络祛痛膏 2016 年销售快速增长，北京、上海等地的医院渠道保持高速增长，带动贴膏板块快速增长 37%，区域覆盖率有望继续提升；二线儿童贴膏产品有望借助快速扩张的销售队伍在 2017 年实现突破式增长；胶囊类产品已经受益于渠道改革从 2015 年的 6.5%增速提高到 2016 年的 27.9%增长，片剂增长速度也提升到 23.2%，预期未来二线品种占比逐步提升，长期增长可持续。
- **一季度经营现金流提升 432.23%，毛利率提升 4.45 个百分点**。一季度公司毛利率 71.46%，提升 4.45 个百分点，主要来自高毛利通络祛痛膏等产品的结构占比持续提升。期间费用率 51.18%，提升 2.38 个百分点，其中销售费用率 43.22%，提升 3.61 个百分点，管理费用率 7.55%，下降 1.25 个百分点，财务费用率 0.40%，提升 0.02 个百分点，每股经营性现金流 0.07 元，提升 432.23%。去年以来整个渠道营销建设力度加大，今年仍然是营销改革扩张的大年，二线品种有望借助渠道扩张快速放量。
- **积极寻求外延整合机会，后续外延超预期概率高**。公司账面资金充足，出售亚邦股份股权将带来更充裕的流动性，公司在积极寻找渠道协同性高的外延标的和产品，预计后续外延概率较高，考虑到 2016 年非经常损益的影响，我们调整 2017-2018 年预测 EPS0.36 元、0.48 元（原预测 0.40 元、0.53 元），首次给予 2019 年预测 EPS0.63 元，同比增长-33%、34%、30%，对应预测市盈率 32 倍、24 倍、18 倍，考虑公司准现金资源充足，报表质量较高，未来有持续超预期空间，维持买入评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,439	414	1,848	2,347	2,988
同比增长率(%)	32.68	21.80	28.39	27.00	27.31
净利润(百万元)	346	69	233	312	407
同比增长率(%)	162.13	37.48	-32.61	33.91	30.45
每股收益(元/股)	0.58	0.12	0.36	0.48	0.63
毛利率(%)	67.4	71.5	67.7	68.1	68.4
ROE(%)	16.6	3.2	7.7	9.5	11.3
市盈率	20		32	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1: 单季度财务数据

合并报表		单季数据	单位	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入	金额	百万元		203	211	223	190	278	244	289	260	340	324	383	393	414
	同比	%		17.81%	23.06%	24.88%	15.00%	36.75%	16.01%	29.89%	36.65%	22.44%	31.58%	30.87%	46.25%	21.80%
营业成本	金额	百万元		82	83	87	80	106	94	104	93	112	105	121	130	118
	同比	%		8.81%	21.05%	15.96%	14.29%	29.73%	13.26%	18.43%	15.55%	5.45%	11.47%	17.68%	32.63%	5.35%
营业毛利	金额	百万元		121	128	135	110	172	151	186	167	228	218	262	263	296
	同比	%		24.74%	24.39%	31.42%	15.52%	41.46%	17.80%	37.28%	52.13%	32.63%	44.14%	38.02%	54.09%	29.96%
销售费用	金额	百万元		66	82	79	59	91	93	117	96	135	136	169	176	179
	同比	%		31.34%	28.28%	41.86%	34.52%	38.62%	13.34%	49.34%	63.55%	47.84%	45.79%	44.53%	81.16%	32.35%
管理费用	金额	百万元		25	37	33	37	29	31	28	41	30	40	37	50	31
	同比	%		6.22%	51.51%	23.19%	2.47%	13.03%	-17.28%	-13.93%	10.82%	4.31%	21.84%	21.98%	20.31%	2.73%
财务费用	金额	百万元		2	3	2	2	3	2	1	1	1	2	3	1	2
	同比	%		-15.28%	-24.66%	48.31%	577.35%	33.24%	-26.35%	-46.67%	-44.97%	-57.91%	-57.87%	173.49%	-55.59%	28.43%
资产减值损失	金额	百万元		2	2	4	-1	1	1	1	1	1	0	0	18	3
	公允价值变动损益	百万元		0	0	0	-1	0	-4	-8	4	2	-1	1	3	1
投资收益	金额	百万元		1	17	10	1	6	25	2	1	0	16	234	0	2
	营业利润	百万元		25	18	26	11	50	43	28	29	58	52	282	11	77
营业外收入	金额	百万元		1	1	2	6	1	2	1	2	5	3	2	30	6
	营业外支出	百万元		0	1	1	2	0	0	0	0	1	0	2	31	0
利润总额	金额	百万元		26	19	26	15	51	44	29	30	62	54	283	10	83
	同比	%		-67.22%	41.66%	51.41%	16.52%	97.36%	130.46%	12.08%	107.27%	21.91%	35.81%	815.32%	-70.05%	36.22%
所得税费用	金额	百万元		5	0	3	1	9	3	4	5	10	6	43	2	13
	有效税率	%		19.89%	1.27%	13.13%	4.97%	18.32%	7.19%	12.80%	15.82%	16.42%	11.61%	15.21%	18.62%	16.01%
净利润	金额	百万元		21	19	23	14	42	41	26	25	52	48	240	8	69
	同比	%		-68.95%	51.22%	67.83%	12.23%	101.23%	116.65%	12.51%	83.61%	25.11%	30.38%	783.02%	-71.32%	37.38%
少数股东损益	金额	百万元		0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1
	归母净利润	百万元		21	19	23	14	42	40	25	25	51	47	239	8	69
扣非归母净利润	金额	百万元		19	17	22	11	36	35	30	20	47	47	43	23	62
	每股经营现金流	元/股		0.03	0.03	0.04	0.02	0.07	0.07	0.04	0.04	0.09	0.08	0.40	0.01	0.12
经营活动现金流	金额	百万元		-2	26	16	84	45	10	62	40	-13	-9	76	10	43
	每股经营现金流	元/股		0.00	0.04	0.03	0.14	0.08	0.02	0.10	0.07	-0.02	-0.02	0.13	0.02	0.07

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2: 年度财务数据

合并报表	累计数据	单位	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入	金额	百万元	203	414	636	826	278	522	811	1,071	340	664	1,047	1,439	414
	同比	%	17.81%	20.42%	21.95%	20.28%	36.75%	26.19%	27.48%	29.59%	22.44%	26.73%	28.21%	32.68%	21.80%
营业成本	金额	百万元	82	164	252	332	106	200	303	396	112	218	339	469	118
	同比	%	8.81%	14.65%	15.10%	14.91%	29.73%	21.43%	20.39%	19.22%	5.45%	8.28%	11.47%	16.63%	5.35%
营业毛利	金额	百万元	121	249	385	494	172	322	508	675	228	446	708	971	296
	同比	%	24.74%	24.56%	26.89%	24.18%	41.46%	29.33%	32.13%	36.56%	32.98%	38.21%	38.14%	42.12%	29.90%
	毛利率	%	59.83%	60.26%	60.43%	59.80%	61.89%	61.76%	62.63%	63.02%	67.01%	67.22%	67.64%	67.43%	71.46%
	销售费用	金额	百万元	66	148	227	286	91	184	302	398	135	271	440	616
	同比	%	31.34%	29.62%	33.62%	33.81%	38.62%	24.57%	33.16%	39.43%	47.84%	46.80%	45.92%	54.50%	32.35%
	销售费用率	%	32.38%	35.78%	35.62%	34.56%	32.82%	35.32%	37.20%	37.19%	39.61%	40.78%	42.03%	42.78%	43.22%
管理费用	金额	百万元	25	62	95	132	29	59	88	128	30	70	107	156	31
	同比	%	6.22%	29.20%	27.05%	19.10%	13.03%	-5.01%	-8.10%	-2.84%	4.31%	13.67%	16.41%	17.62%	2.73%
	管理费用率	%	12.43%	15.06%	14.98%	15.99%	10.27%	11.34%	10.80%	11.99%	8.80%	10.54%	10.20%	10.87%	7.55%
	财务费用	金额	百万元	2	5	8	10	3	5	6	8	1	4	7	8
	同比	%	-15.28%	-20.76%	-7.14%	13.19%	33.24%	0.17%	-14.58%	-20.91%	-57.91%	-57.88%	-28.53%	-34.79%	28.43%
	财务费用率	%	1.14%	1.25%	1.19%	1.16%	1.11%	0.99%	0.80%	0.71%	0.38%	0.55%	0.68%	0.58%	0.40%
资产减值损失	金额	百万元	2	3	7	6	1	2	3	3	1	1	2	20	3
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	-1	0	-4	-11	-7	2	1	2	4	1
投资收益	金额	百万元	1	18	28	29	6	31	32	33	0	17	250	251	2
营业利润	金额	百万元	25	43	69	80	50	93	121	150	58	110	392	403	77
	同比	%	-68.33%	-53.23%	-37.09%	-34.63%	101.46%	113.84%	75.35%	86.25%	17.16%	24.79%	233.01%	170.71%	33.94%
	营业利润率	%	12.34%	10.51%	10.85%	9.72%	18.17%	17.82%	14.92%	13.97%	17.16%	16.57%	37.48%	28.02%	18.50%
	营业外收入	金额	百万元	1	2	4	10	1	3	4	6	5	8	10	40
营业外支出	金额	百万元	0	1	2	4	0	0	0	1	1	2	3	35	0
利润总额	金额	百万元	26	45	71	86	51	95	125	155	62	116	399	409	83
	同比	%	-67.22%	-51.40%	-35.28%	-30.00%	97.36%	111.38%	74.96%	80.44%	21.91%	28.04%	228.41%	165.14%	36.22%
	税前利润率	%	12.81%	10.91%	11.19%	10.38%	18.49%	18.27%	15.36%	14.46%	18.16%	17.49%	38.15%	28.42%	19.95%
	所得税费用	金额	百万元	5	5	9	10	9	13	16	21	10	16	60	61
	有效税率	%	19.89%	12.01%	12.42%	11.15%	18.32%	13.18%	13.09%	13.62%	16.42%	14.17%	14.91%	15.00%	16.01%
	净利润	百万元	21	40	62	76	42	83	108	134	52	100	340	348	69
	同比	%	-68.95%	-50.10%	-32.96%	-27.68%	101.23%	108.56%	73.62%	75.43%	25.11%	27.59%	222.76%	161.32%	37.38%
	净利润率	%	10.26%	9.60%	9.80%	9.22%	15.10%	15.86%	13.35%	12.49%	15.18%	15.01%	32.46%	24.16%	16.75%
少数股东损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2	1
归母净利润	金额	百万元	21	39	62	76	42	82	107	132	51	98	338	346	69
	同比	%	-69.21%	-50.35%	-33.18%	-27.71%	102.71%	107.76%	72.47%	73.92%	24.31%	26.00%	222.11%	162.13%	37.48%
摊薄EPS	元/股		0.03	0.07	0.10	0.13	0.07	0.14	0.18	0.22	0.09	0.17	0.57	0.58	0.12
扣非归母净利润	金额	百万元	19	36	58	69	36	71	101	121	47	93	136	159	62
经营活动现金流	金额	百万元	-2	24	40	124	45	54	116	157	-13	-22	54	63	43
每股经营活动现金流	元/股		0.00	0.04	0.07	0.21	0.08	0.09	0.20	0.26	-0.02	-0.04	0.09	0.11	0.07
应收票据	金额	百万元	169	195	204	142	201	187	192	162	223	264	274	302	327
应收账款	金额	百万元	12	10	15	9	20	17	41	20	29	36	36	30	64
	周转天数	天	5	4	6	4	7	6	14	7	8	10	9	7	14
其他应收款	金额	百万元	25	13	10	9	12	8	9	6	5	8	9	7	8
存货	金额	百万元	164	164	186	223	217	247	276	293	278	291	283	484	481
	周转天数	天	181	180	199	242	185	223	246	266	223	241	225	372	366

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,085	1,439	1,848	2,347	2,988
膏剂	739	1,012	1,346	1,750	2,275
胶囊	177	226	271	325	390
片剂	88	108	130	156	187
软膏剂	40	41	50	64	84
营业总成本	962	1,291	1,538	1,926	2,437
营业成本	402	469	598	750	943
膏剂	234	268	357	464	603
胶囊	89	114	138	166	199
片剂	43	50	60	72	86
软膏剂	13	12	17	23	29
营业税金及附加	14	21	28	35	45
销售费用	398	616	702	880	1,120
管理费用	133	156	203	261	332
财务费用	13	8	6	0	(3)
资产减值损失	1	20	0	0	0
公允价值变动损益	(7)	4	0	0	0
投资收益	33	251	40	52	68
营业利润	149	403	351	474	619
营业外收支	5	6	6	6	6
利润总额	154	409	357	479	625
所得税	21	61	123	165	216
净利润	133	348	234	314	409
少数股东损益	1	2	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	132	346	233	312	407

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	133	348	234	314	409
加: 折旧摊销减值	40	64	51	56	60
财务费用	18	12	6	0	(3)
非经营损失	(37)	(265)	(40)	(52)	(68)
营运资本变动	60	(103)	(55)	(65)	(83)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	225	63	196	253	315
资本开支	97	217	60	50	45
其它投资现金流	38	304	36	53	69
投资活动现金流	(37)	(240)	(24)	3	24
吸收投资	0	467	475	0	0
负债净变化	(94)	(227)	(20)	(20)	(20)
支付股利、利息	50	101	110	70	90
其它融资现金流	(0)	(0)	0	0	0
融资活动现金流	(144)	139	345	(90)	(110)
净现金流	44	(37)	517	165	229

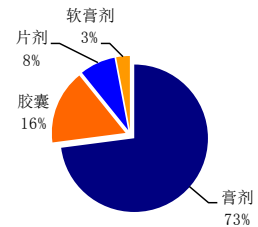
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	67%	68%	68%	68%
销售费用率	43%	38%	38%	38%
管理费用率	11%	11%	11%	11%
财务费用	8	6	0	(3)
有效税率	39%	39%	39%	39%

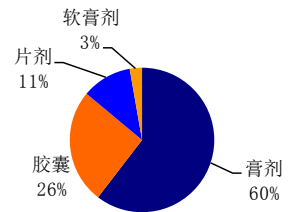
收入结构

2016年收入结构

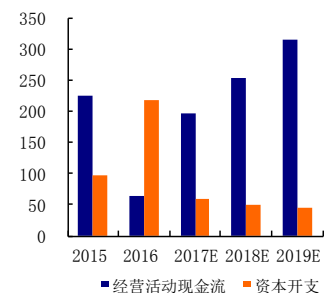


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	964	1,563	2,226	2,557	2,998
现金及等价物	435	391	912	1,076	1,304
应收款项	218	361	370	380	393
存货净额	298	484	617	774	974
其他流动资产	13	327	327	327	327
长期投资	811	367	367	367	367
固定资产	534	670	680	674	659
无形资产及其他资产	524	381	381	381	381
资产总计	2,833	2,982	3,654	3,980	4,405
流动负债	888	757	844	946	1,076
短期借款	412	205	205	205	205
应付款项	233	315	402	504	634
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	200	113	93	73	53
负债合计	1,088	869	936	1,018	1,128
股本	535	592	649	649	649
资本公积	168	565	983	983	983
盈余公积	74	111	135	169	212
未分配利润	364	584	689	898	1,168
少数股东权益	19	25	26	28	30
股东权益	1,745	2,112	3,067	3,311	3,627
负债和股东权益合计	2,833	2,982	3,654	3,980	4,405

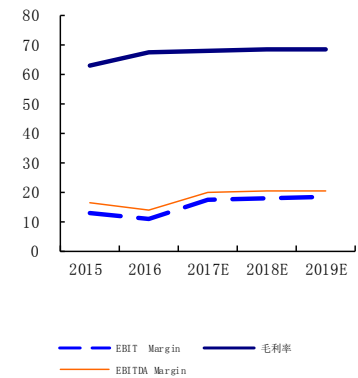
资料来源:申万宏源研究

重要财务指标

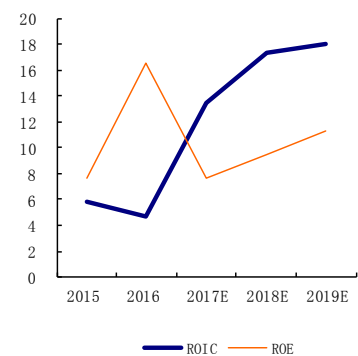
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.53	0.36	0.48	0.63
每股经营现金流	0.38	0.11	0.33	0.43	0.53
每股红利	0.04	0.09	0.18	0.12	0.16
每股净资产	2.91	3.52	5.13	5.54	6.07
关键运营指标(%)					
ROIC	5.8	4.7	13.5	17.3	18.1
ROE	7.6	16.6	7.7	9.5	11.3
毛利率	62.9	67.4	67.7	68.1	68.4
EBITDA Margin	16.1	14.0	19.9	20.3	20.4
EBIT Margin	12.5	10.9	17.2	18.0	18.3
收入同比增长	31.3	32.7	28.4	27.0	27.3
净利润同比增长	73.2	162.1	(32.7)	34.1	30.3
资产负债率	38.4	29.2	25.6	25.6	25.6
净资产周转率	0.63	0.69	0.61	0.71	0.83
总资产周转率	0.38	0.48	0.51	0.59	0.68
有效税率	17.5	38.7	38.7	38.7	38.7
股息率	0.3	0.8	1.5	1.0	1.4
估值指标(倍)					
P/E	56.2	21.4	31.8	23.7	18.2
P/B	3.9	3.2	2.2	2.1	1.9
EV/Sale	6.4	4.7	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	39.9	33.4	15.8	11.8	9.4

资料来源:申万宏源研究

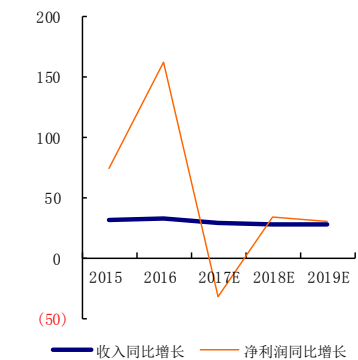
经营利润率(%)



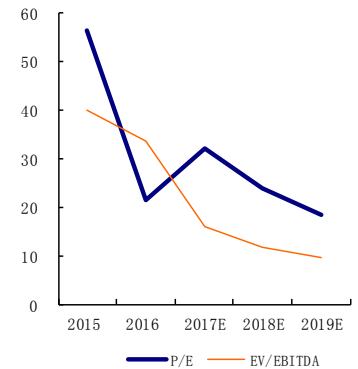
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewn@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。