

持续高增长的贴膏剂龙头

——羚锐制药（600285）年报及一季报点评

2017年05月02日

推荐/维持

羚锐制药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件：

公司于4月27日晚发布2016年年报，全年实现营业收入4.8亿元（+30.47%）；归母净利3.46亿元（+162.13%）；扣非后归母净利润1.59亿元（+31.87%）。EPS0.6元。同日公布2017年一季报，Q1实现营业收入4.14亿元（+21.80%）；归母净利6867.96万元（+37.48%）；扣非后归母净利润6182.05万元（+32.73%）。EPS0.116元。

观点：

1、业绩增速符合预期，膏剂类增长强劲，拉动整体营收和净利增长

1) 业绩表现亮眼，符合市场预期。分产品来看，膏剂类产品（通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏）依然延续了去年高速增长势头，全年实现营收10.12亿元，同比+37.0%，增长原因为公司贴膏剂事业部加大宣传促销力度，同时通过营销改革强化营销团队的执行力；胶囊（独家品种培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、结石康胶囊）因其良好的疗效稳步增长，全年实现收入2.26亿元，同比+27.88%，增速较15年（6.46%）有明显提升；片剂（丹鹿通督片）营收1.08亿元，同比+23.20%。分地域来看，四川/重庆（+24.25%）、北京（+69.55%）和上海（+49.64%）成为增速最快的几个区域（主要原因是通络在上述几个城市基药执行情况较好，同时公司在上述城市加大了推广力度得以迅速上量）。

2) 主要产品毛利率均有提升，工业整体毛利率提升4.28个百分点。膏剂类毛利率提高5.14个百分点到73.49%，片剂提高3个百分点、软膏剂提高3.14个百分点，主要产品由于上量之后带来的规模经济及提价因素的影响，毛利率进一步提升带动工业板块毛利率上行4.28个百分点。

3) 加大对重点品种的宣传推广力度，期间费用率略有上升。公司自12年开启营销改革后持续加大对核心产品通络祛痛膏、独家潜力品种培元通脑胶囊、丹鹿通督片渠道开拓及宣传推广力度，销售费用率整体呈上升趋势，2016年销售费用率较同期上升5.59个百分点，管理费用率下降1.12个百分点，财务费用率下降0.13个百分点，期间整体费用率略有上升。2016年应收账款/销售收入比例为2.06%，较2015年同期略有上升（+0.16个百分点），应收账款占比处于很低的水平，公司的现金流良好，增长质量较高。

4) 一季报营收增速受季节性因素影响略有下滑，归母净利增速略超预期。根据公司产品的特性，公司销售具有较明显季节性，其中四季度为销售旺季，二季度全年最低，主要原因是春节一般在第一季度，部分经销商在第四季度完成节前备货及铺货，所以公司会在第四季度出现销售的小高峰，而在第一季度出现销售较低的情况，2017Q1归母净利增速+37.48%（略超出之前我们之前预期+35%），Q1应收账款有明显增加，主要是

公司放宽部分大客户信用政策所致。一季度销售费用率较2016年上升0.44个百分点(销售人员工资增加及加大销售推广投入所致),管理费用率和财务费用率略有下降。

2、产品梯队完整,渠道拓展加速业绩释放

1) 基药+OTC 双重驱动,核心产品通络去痛膏高速增长仍可持续。通络去痛膏是公司收入的主要来源,在OTC和医院端均有销售,临床端(医院和基层诊所)销售占比60%,OTC端占比40%。预计2016年实现营收约5亿元,增速超过50%,主要是北京地区招商代理增加、以及上海地区的基层诊所的量的增加所致;OTC端渠道强推,不断提高基层营销人员素质;基药端公司加强终端决策权,合理进行利益分配。**我们认为未来在基药招标和OTC营销改革的双重推动下,通络有望持续高增长。**

2) 终端渠道下沉+基层诊所战略,新品市场推广效果显著,二线品种或将放量。公司深化营销模式改革,下沉终端营销渠道,增加大量基层营销人员以加强对基层药店的宣传力度。目前,在OTC渠道公司有终端推广人员约2000人,2017年预计增加600人,增加近30%、未来3年将逐渐增加到3000人(每人覆盖40-50家左右连锁药店,目标是覆盖12万-15万家药店)。基层营销效果逐渐凸显,小羚羊退热贴以及舒腹贴膏等新品16年增速超20%,市场推广效果显著。同时,公司建立了针对基层诊所等第三方终端的自营团队,目前已有约500人的团队覆盖近5000家诊所。目前全国基层诊所数量约在60万家,挖掘的空间非常大,2017年公司将进一步加大基层诊所的推广力度,主要推广培元和丹鹿等口服药,在基层诊所战略的推动下,公司口服药产品有望保持20%的稳定增速。与此同时,公司不断整合各类产品营销资源,实现贴膏剂OTC市场优势和口服药诊所开发优势互补,多条业务线协同推广趋势明显,有望为公司贡献更多的营收增量。

3) 芬太尼透皮贴医院推广取得成效,前景可期。公司生产的骨架型芬太尼专科制剂技术水平领先,固态产品具有很高的安全性,加之国内市场竞争格局较好(目前竞争对手只有西安杨森一家,常州四药芬太尼为储库型),未来有望达到10亿的体量,或将成为新的拳头产品驱动业绩高速增长。推广方面,公司转变销售思路①大力开展学术营销,目前已在全国20余省市签订了锐枢安区域代理推广协议,并设置专职人员梳理、强化渠道跟踪管理。②积极开拓医院市场,锐枢安现已进入全国三甲医院114家,二级及其他医院354家,产品辐射全国各地,2016年全年销售量达到26.10万贴,进入快速成长期。无论是品种未来市场空间、成长性、竞争格局还是公司推广力度,芬太尼前景都将可期。此外,公司为丰富医疗器械类产品线,公司充分利用透皮贴剂产品研发平台,进行鼻爽贴、晕车贴等健康产品开发,完成了运动机能贴产品的研发工作,为公司储备了大量新品种。

3、现金流充沛,外延预期强烈

公司账面资金充足,出售亚邦股份股权获得收益1.94亿元,流动性更加充裕。此外2016年二季度完成了非公开发行,大股东和员工100%认购,获得现金4.7亿。公司一直积极寻找渠道协同性高的中成药独家品种,预计未来在保障内生增速的同时,通过外延来丰富产品线以获得持续增长动力将是大概率事件。

结论:

我们预计2017-2019年归母净利润分别为2.32亿元、3.17亿元、4.23亿元,18-19年增速分别为36.30%、33.20%,EPS分别为0.39、0.54、0.71元,对应PE分别为29X、21X、16X。公司作为国内贴膏剂类

龙头，核心产品通络祛痛膏目前渗透率仍较低，市场空间广阔，受益于营销改革，未来将在基药端、OTC端齐发力，持续高增长有保障；小羚羊退热贴等二线产品或将放量，芬太尼透皮贴随着在医院端学术推广不断深入，医生用药习惯培育完成，有望成为新的拳头产品驱动公司高速增长；此外公司定增（大股东和骨干员工100%认购）后现金充裕，外延动力及能力均得以提升，外延并购或值得期待。维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策风险、产品销售、推广不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,070.77	1,439.31	1,874.34	2,348.98	2,889.39
增长率(%)	29.59%	34.42%	30.22%	25.32%	23.01%
归母净利润(百万元)	132.48	345.77	232.80	317.31	422.65
增长率(%)	73.92%	161.00%	-32.67%	36.30%	33.20%
净资产收益率(%)	7.76%	16.57%	10.11%	12.86%	15.78%
每股收益(元, 摊薄)	0.22	0.58	0.39	0.54	0.71
PE	51.24	19.63	29.16	21.39	16.06
PB	3.60	3.25	2.95	2.75	2.53

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	943	1563	1921	2155	2306	营业收入	1071	1439	1874	2349	2889
货币资金	412	378	821	806	682	营业成本	396	469	582	705	838
应收账款	20	30	39	48	60	营业税金及附加	13	21	28	35	43
其他应收款	6	7	9	11	13	营业费用	398	616	806	998	1214
预付款项	16	23	31	40	52	管理费用	128	156	202	254	312
存货	293	484	601	728	866	财务费用	8	8	9	10	11
其他流动资产	13	327	28	28	28	资产减值损失	3.37	20.29	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1766	1419	1048	1086	1117	公允价值变动收益	-7.24	4.39	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	32.98	250.61	30.00	30.00	30.00
固定资产	486	536	546	577	612	营业利润	150	403	277	377	501
无形资产	110	133	119	106	93	营业外收入	6.00	40.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	35	113	113	113	113	营业外支出	0.84	34.54	0.00	0.00	0.00
资产总计	2709	2982	2970	3240	3424	利润总额	155	409	277	377	501
流动负债合计	785	757	595	812	922	所得税	21	61	42	57	75
短期借款	380	205	4	175	230	净利润	134	348	235	320	426
应付账款	53	62	75	91	109	少数股东损益	1	2	2	3	4
预收款项	83	102	126	157	195	归属母公司净利润	132	346	233	317	423
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	298	581	339	450	581
非流动负债合计	199	113	113	113	113	BPS (元)	0.22	0.58	0.39	0.54	0.71
长期借款	40	20	20	20	20	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	985	869	707	925	1035	成长能力					
少数股东权益	18	25	27	30	34	营业收入增长	29.59%	34.42%	30.22%	25.32%	23.01%
实收资本(或股本)	535	592	592	592	592	营业利润增长	86.25%	169.48	-31.38	36.18%	33.07%
资本公积	137	565	552	552	552	归属于母公司净利润	-32.67	36.30%	-32.67	36.30%	33.20%
未分配利润	376	584	619	667	730	获利能力					
归属母公司股东权	1706	2087	2304	2467	2678	毛利率(%)	63.02%	67.43%	68.93%	69.98%	70.99%
负债和所有者权益	2709	2982	3038	3423	3747	净利率(%)	12.49%	24.16%	12.55%	13.64%	14.75%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	7.76%	16.57%	10.11%	12.86%	15.78%	
经营活动现金流	157	63	377	162	255	偿债能力					
净利润	134	348	235	320	426	资产负债率(%)	36%	29%	23%	27%	28%
折旧摊销	140	169	0	63	68	流动比率	1.20	2.07	3.23	2.65	2.50
财务费用	8	8	9	10	11	速动比率	0.83	1.43	2.22	1.76	1.56
应收账款减少	0	0	-9	-10	-11	营运能力					
预收帐款增加	0	0	25	31	38	总资产周转率	0.41	0.51	0.62	0.73	0.81
投资活动现金流	-26	-240	360	-70	-70	应收账款周转率	74	58	55	54	54
公允价值变动收益	-7	4	0	0	0	应付账款周转率	19.89	25.09	27.38	28.19	28.92
长期股权投资减少	0	0	367	0	0	每股指标(元)					
投资收益	33	251	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.58	0.39	0.54	0.71
筹资活动现金流	-89	139	-294	-106	-309	每股净现金流(最新)	0.08	-0.06	0.75	-0.02	-0.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.19	3.52	3.89	4.17	4.52
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	57	0	0	0	P/E	51.24	19.63	29.16	21.39	16.06
资本公积增加	12	429	-13	0	0	P/B	3.60	3.25	2.95	2.75	2.53
现金净增加额	41	-37	443	-14	-124	EV/EBITDA	20.65	11.42	17.68	13.74	10.95

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第一名。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药理学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。