

2017年04月30日

羚锐制药 (600285.SH)

公司快报

证券研究报告

中成药

营销改革带动下贴膏剂快速放量，看好公司全年延续高增长

■公司发布2016年年报与17年一季报:1)2016年公司实现营收14.39亿元，同比增长32.68%；归母净利润（包含减持亚邦股份约1.94亿元的投资收益）3.46亿元，同比增长162.13%；扣非净利润1.59亿元，同比增长31.87%；EPS 0.6元，扣非EPS 0.28元。其中，四季度实现收入3.92亿元，收入端环比上升但由于销售与研发费用投入较多以及计提了部分减值准备，导致了四季度净利润仅798万。2)2017年一季度，公司实现收入4.14亿元，同比增长21.8%；归母净利润6868万元，同比增长37.48%；扣非净利润6182万元，同比增长32.73%。

■贴膏剂延续高增长，毛利率进一步提升。贴膏剂2016年实现10.12亿元(+37%)，毛利率提升5.14pp至73.49%。自2012年公司在建立贴膏剂事业部营销管理机制的基础之上进行营销改革，产品营销从渠道驱动变更为终端驱动，实行机制更为灵活且激励较大的营销模式“区域责任制”来强化销售执行力，近年来贴膏剂保持快速增长。其中，主要销售区域北京、上海、重庆四川等地增速较快，分别较去年大幅增长69.55%、49.64%、32.64%，占总销售额33%左右。

我们测算贴膏剂主要产品通络祛痛膏实现销售1.7亿贴、收入约5亿元，同比增长55%左右；壮骨麝香止痛膏实现销售7.6亿贴、收入2亿元左右。

■改变营销策略后，口服制剂增速提升。主营口服制剂的信阳分公司自2015年底启动了销售模式转型，在传统处方药销售基础上不断拓宽销售渠道，启动了基层诊所销售市场，梳理出以诊所开发为主，连锁药店服务营销为辅的新模式。在营销策略转变后，口服制剂增速明显提升。其中，去年片剂实现销售1.08亿元(+23.2%)，胶囊剂实现销售2.26亿元(+27.88%)，增速分别较去年同期增加2%、22%。

我们预计2017年公司将延续加强对培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、丹鹿通督片等口服制剂的基层诊所推广力度，终端覆盖广度将进一步提升，今年口服制剂有望保持20%以上的增速。

■芬太尼透皮贴医保适应症拓宽，后续推广有望加快。此前由于芬太尼透皮贴产品属于麻醉药品，管制较严，起初公司以OTC营销思路开拓市场，效果并不理想。芬太尼事业部转变思路开始重点深耕医院市

投资评级 **买入-A**

首次评级

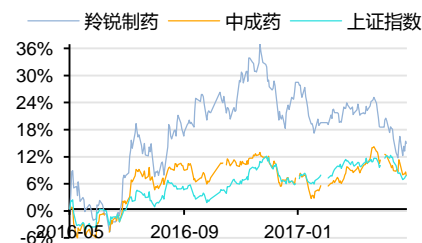
6个月目标价: **14元**

股价(2017-04-30) **11.41元**

交易数据

总市值(百万元)	6,758.38
流通市值(百万元)	6,109.31
总股本(百万股)	592.32
流通股本(百万股)	535.43
12个月价格区间	9.58/13.60元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.03	-3.73	5.76
绝对收益	-4.76	-3.88	13.12

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

场，2016 年积极补充销售队伍、大力开展学术营销活动，扩大芬太尼透皮贴剂的影响力。目前已在全国 20 余省市签订了锐枢安区域代理推广协议，设置了专职人员梳理、强化渠道跟踪管理，开拓维护公司在麻醉药品销售新市场，16 年已进入全国三级甲等医院 114 家，二级及其他医院 354 家，共计 468 余家医院，产品已辐射全国各地。

此外，今年新颁布的医保目录中，芬太尼透皮贴的报销适应症由“限癌症疼痛病人口服和注射镇痛失败者”变更为“限癌症疼痛患者或其他方法难以控制的重度疼痛”，适应症拓展有利于公司加速产品的推广。2016 年芬太尼透皮贴实现销售量为 26.1 万贴、销售额约 1138 万元，我们预计产品随着学术推广的进一步加强以及医保报销范围的扩大，后续将成为公司重要的利润增长点。

■**公司账面现金流充足，外延预期强烈。**去年非公开发行募集资金到位再加上去年三季度减持亚邦股份所获得约 1.94 亿元的投资收益，目前公司账面现金流充沛，公司有望在未来适时开展并购来丰富公司的产品梯度。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 2.30 亿元、3.09 亿元、3.99 亿元，EPS 分别为 0.39 元、0.52 元、0.67 元，对应当前股价的 PE 分别为 29X/22X/17X。公司为国内贴膏剂类龙头，营销改革后针对贴膏剂和口服制剂等不同产品线实行差异化营销策略并相互交叉促进，近年来业绩提速明显，与此同时公司账面现金流充沛，外延预期强烈。6 个月目标价 14 元，首次给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示：**产品基层拓展不达预期、销售执行力不足

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,070.8	1,439.3	1,810.7	2,236.2	2,733.3
净利润	132.5	345.8	229.5	308.9	399.0
每股收益(元)	0.22	0.58	0.39	0.52	0.67
每股净资产(元)	2.88	3.52	3.90	4.27	4.69

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	51.0	19.5	29.4	21.9	16.9
市净率(倍)	4.0	3.2	2.9	2.7	2.4
净利润率	12.4%	24.0%	12.7%	13.8%	14.6%
净资产收益率	7.8%	16.6%	9.9%	12.2%	14.4%
股息收益率	0.0%	1.3%	0.8%	0.7%	1.3%
ROIC	21.5%	55.2%	16.4%	32.3%	30.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,070.8	1,439.3	1,810.7	2,236.2	2,733.3	成长性					
减:营业成本	396.0	468.8	589.2	724.3	882.6	营业收入增长率	29.6%	34.4%	25.8%	23.5%	22.2%
营业税费	13.4	21.4	22.9	29.8	37.2	营业利润增长率	86.3%	169.5%	-34.1%	35.5%	29.5%
销售费用	398.2	615.7	721.0	892.8	1,063.8	净利润增长率	73.9%	161.0%	-33.6%	34.6%	29.2%
管理费用	128.4	156.5	234.5	253.1	309.7	EBITDA 增长率	61.1%	135.8%	-32.5%	29.2%	26.4%
财务费用	7.6	8.4	-0.4	-5.1	-6.5	EBIT 增长率	74.9%	161.9%	-35.5%	33.8%	29.5%
资产减值损失	3.4	20.3	9.9	11.2	11.0	NOPLAT 增长率	70.0%	157.7%	-35.5%	33.8%	29.5%
加:公允价值变动收益	-7.2	4.4	4.3	-0.7	-1.0	投资资本增长率	0.5%	117.5%	-32.2%	36.4%	-8.4%
投资和汇兑收益	33.0	250.6	28.0	31.0	32.0	净资产增长率	10.5%	22.5%	10.7%	9.5%	9.7%
营业利润	149.6	403.2	265.9	360.3	466.5	利润率					
加:营业外净收支	5.2	5.9	5.5	5.5	5.6	毛利率	63.0%	67.4%	67.5%	67.6%	67.7%
利润总额	154.8	409.1	271.4	365.8	472.2	营业利润率	14.0%	28.0%	14.7%	16.1%	17.1%
减:所得税	21.1	61.4	40.7	54.9	70.8	净利润率	12.4%	24.0%	12.7%	13.8%	14.6%
净利润	132.5	345.8	229.5	308.9	399.0	EBITDA/营业收入	18.0%	31.6%	16.9%	17.7%	18.3%
						EBIT/营业收入	14.7%	28.6%	14.7%	15.9%	16.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	154	128	103	78	59
货币资金	412.5	377.9	617.4	519.1	933.9	流动营业资本周转天数	41	91	87	72	79
交易性金融资产	19.5	12.9	17.2	16.5	15.6	流动资产周转天数	296	313	298	269	278
应收账款	25.8	36.2	41.8	52.5	64.4	应收账款周转天数	7	8	8	8	8
应收票据	161.9	302.3	280.2	411.4	457.4	存货周转天数	87	97	80	84	87
预付账款	16.5	22.8	32.6	30.4	47.5	总资产周转天数	871	712	597	519	472
存货	293.1	484.0	325.1	721.3	595.4	投资资本周转天数	213	252	230	178	161
其他流动资产	13.4	326.6	124.0	154.7	201.8	投资回报率					
可供出售金融资产	811.1	367.2	647.8	608.7	541.3	ROE	7.8%	16.6%	9.9%	12.2%	14.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	11.7%	7.6%	9.1%	10.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	21.5%	55.2%	16.4%	32.3%	30.7%
投资性房地产	187.6	-	-	-	-	费用率					
固定资产	485.6	536.1	501.2	466.2	431.3	销售费用率	37.2%	42.8%	39.8%	39.9%	38.9%
在建工程	13.2	134.0	134.0	134.0	134.0	管理费用率	12.0%	10.9%	13.0%	11.3%	11.3%
无形资产	181.5	182.5	176.2	169.9	163.7	财务费用率	0.7%	0.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	87.1	198.9	128.4	142.4	151.8	三费/营业收入	49.9%	54.2%	52.8%	51.0%	50.0%
资产总额	2,708.6	2,981.5	3,025.9	3,427.1	3,737.8	偿债能力					
短期债务	380.0	204.5	-	-	-	资产负债率	36.3%	29.2%	22.8%	25.3%	24.9%
应付账款	234.8	298.5	291.7	469.6	468.9	负债权益比	57.1%	41.2%	29.5%	33.9%	33.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.20	2.07	2.60	2.58	2.85
其他流动负债	170.3	253.7	261.4	269.1	342.5	速动比率	0.83	1.43	2.01	1.60	2.12
长期借款	40.0	20.0	-	-	-	利息保障倍数	20.81	49.04	-724.69	-69.39	-70.29
其他非流动负债	159.4	92.6	135.6	129.2	119.2	分红指标					
负债总额	984.6	869.3	688.7	868.0	930.5	DPS(元)	-	0.15	0.09	0.08	0.14
少数股东权益	17.9	25.1	26.2	28.3	30.5	分红比率	0.0%	25.7%	22.6%	16.1%	21.5%
股本	535.5	592.3	592.3	592.3	592.3	股息收益率	0.0%	1.3%	0.8%	0.7%	1.3%
留存收益	586.5	1,260.4	1,718.6	1,938.6	2,184.4						
股东权益	1,724.1	2,112.2	2,337.1	2,559.2	2,807.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	133.7	347.7	229.5	308.9	399.0	EPS(元)	0.22	0.58	0.39	0.52	0.67
加:折旧和摊销	35.7	44.2	41.2	41.2	41.2	BVPS(元)	2.88	3.52	3.90	4.27	4.69
资产减值准备	3.4	20.3	-	-	-	PE(X)	51.0	19.5	29.4	21.9	16.9
公允价值变动损失	7.2	-4.4	4.3	-0.7	-1.0	PB(X)	4.0	3.2	2.9	2.7	2.4
财务费用	11.9	11.7	-0.4	-5.1	-6.5	P/FCF	79.0	-11.3	14.7	-181.4	13.3
投资损失	-33.0	-250.6	-28.0	-31.0	-32.0	P/S	6.3	4.7	3.7	3.0	2.5
少数股东损益	1.2	2.0	1.2	2.1	2.3	EV/EBITDA	31.2	15.1	17.5	13.9	10.3
营运资金的变动	18.7	-505.9	474.4	-395.8	56.1	CAGR(%)	32.5%	4.9%	44.6%	32.5%	4.9%
经营活动产生现金流量	156.8	63.3	722.2	-80.5	459.1	PEG	1.6	4.0	0.7	0.7	3.5
投资活动产生现金流量	-26.3	-239.8	-261.2	71.5	101.4	ROIC/WACC	2.0	5.3	1.6	3.1	2.9
融资活动产生现金流量	-89.0	139.1	-221.5	-89.3	-145.7	REP	4.6	0.9	3.7	1.4	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	北京联系人	原晨	010-83321361
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
王秋实		010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034