

Q3 稳健增长，骨科+运动医学同步拓展

投资要点

- **事件:** 公司 2019 年前三季度总营收 16.9 亿元(同比+6.0%)，归母净利润 2.6 亿元(同比+23.0%)，扣非后归母净利润 2.5 亿(同比+17.0%)，经营性现金流 3.6 亿元。2019Q3 单季，公司总营收 5.2 亿元(同比+6.4%)，归母净利润 0.8 亿元(同比+18.5%)，扣非后归母净利润 0.8 亿(同比+20.7%)，经营性现金流 0.9 亿元。
- **Q3 收入质量持续提高，现金流充裕。** 公司今年收入、利润增速双升，Q3 扣非后归母净利润同比增速超 20%，增速为今年单季最高。Q3 单季度销售费用率、管理费用率、研发费用率分别较上年同期下降 0.3pp、1.3pp、0.5pp，19 年 Q3 毛利率比 Q2 提升 2.07pp，成本控制能力加强、高毛利率产品在营收中占比提高，为公司收入质量提高的主要原因。公司现金流表现优异，2019 年前三季度经营性现金流金额 3.6 亿，远超净利润 2.6 亿；19 年前三季度账面货币资金 7.3 亿，资产可盘活度较高，充裕的现金流为外延式业务扩张提供十足资本支撑。
- **公司贴膏剂为老龄化疾病谱前周期产品，产品多为非医保，受医保控费影响小。** 公司主营贴膏剂，是老龄化人口率先受益的骨科前周期产品。我国 62 年-72 年婴儿潮出生婴儿约 2500 万，为前期 1300 万的两倍，55 岁后骨科疾病高发时期，目前 62 年生人已经 57 岁。关节僵硬、屈伸不利等骨科疾病在老年病中发病周期靠前，公司通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏等多个活血化淤类贴膏剂可用于治疗此类疾病，刚需较强、受医保影响较小，有望率先享受老年化医疗市场红利。
- **切入运动医学发挥消费属性，芬太尼镇痛空间较大。** 公司今年下半年加大在运动人群中的宣传，结合已有产品通络祛痛膏、活血消痛酊在缓解肌肉关节酸痛的疗效优势，通过赞助马拉松、越野、自行车赛事深化品牌形象，拓展产品在运动损伤高发人群中的应用，营销改革之下，拓展产品消费属性。公司另一大产品芬太尼透皮贴，为外用镇痛产品，最早由美国强生开发，1991 年上市，用于肿瘤病人中度到重度慢性疼痛的治疗，镇痛效力为吗啡的 80 倍。芬太尼贴剂在美国销售额超过 10 亿美金，公司今年销售额估计 3000-5000 万，空间巨大。
- **盈利预测与评级。** 公司估值尚低，结合公司产品在骨科中的消费属性，成长空间大，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.53/0.66/0.83 元，参考可比公司，给予公司 2020 年 21 倍估值，对应目标价 13.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 业务整合或不及预期，产品销量或不及预期，系统性风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2053.11	2289.78	2654.53	3185.30
增长率	11.07%	11.53%	15.93%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	243.26	301.34	374.55	469.84
增长率	12.05%	23.87%	24.29%	25.44%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.53	0.66	0.83
净资产收益率 ROE	11.73%	13.60%	14.67%	15.88%
PE	21	17	14	11
PB	2.42	2.24	1.97	1.71

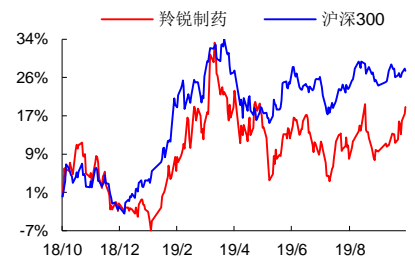
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
执业证号: S1250517100002
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.68
流通 A 股(亿股)	5.68
52 周内股价区间(元)	7.07-10.16
总市值(亿元)	53.66
总资产(亿元)	34.51
每股净资产(元)	3.78

相关研究

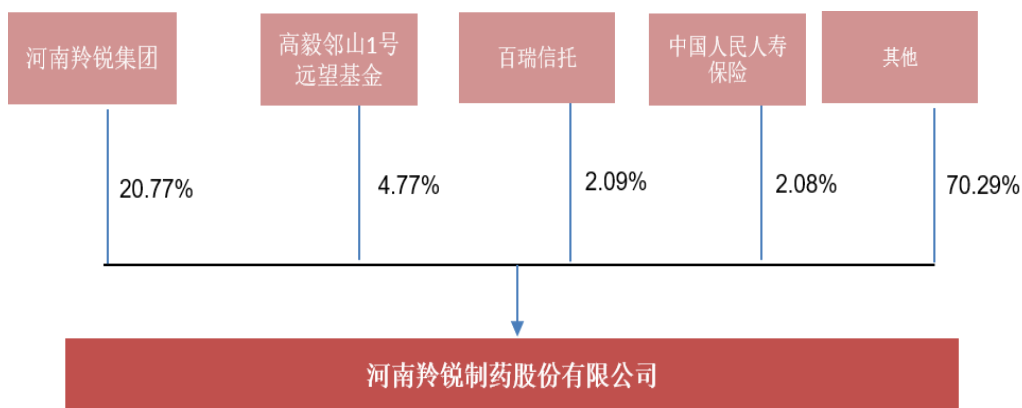
1 公司为贴膏剂领军企业

公司始创于 1992 年，成立之初主导产品为骨质增生一贴灵（现名为通络祛痛膏），2000 年成功上市后，不断拓宽产品线，尤其自 2011 年完成民营企业改制后，经营效率提高，实现快速稳定增长。目前“羚锐”商标已被认定为中国驰名商标，公司也成长为国内贴膏剂的领军企业，业务涵盖中成药、化学药品、医疗器械等领域。

目前，公司设立了贴膏剂事业部、口服药事业部、大健康事业部、医疗器械事业部、芬太尼事业部和生物药业六大板块，其中贴膏剂为公司的主要收入来源。目前公司知名产品有通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、丹鹿通督片、锐枢安芬太尼透皮贴剂等。其中，通络祛痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片均为独家产品且被列入医保乙类。

公司控股股东为河南羚锐集团有限公司，实际控制人为熊维政、熊伟，熊维政直接持有公司股份 0.99%，熊伟直接持有公司股份 0.60%，熊维政和熊伟共同持有河南羚锐集团股份 58.38%，通过河南羚锐集团有限公司间接持有公司股份 20.77%，同时通过其他公司对羚锐制药间接持股 4.73%，二人合计间接持股 25.50%

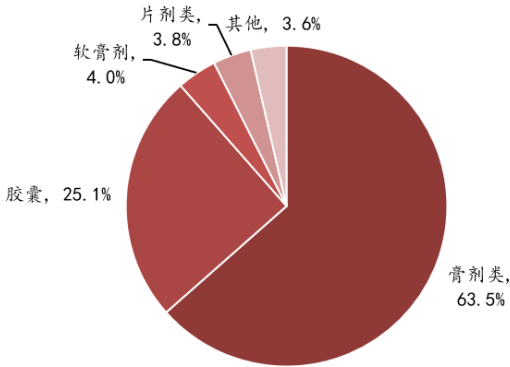
图 1：公司股权结构



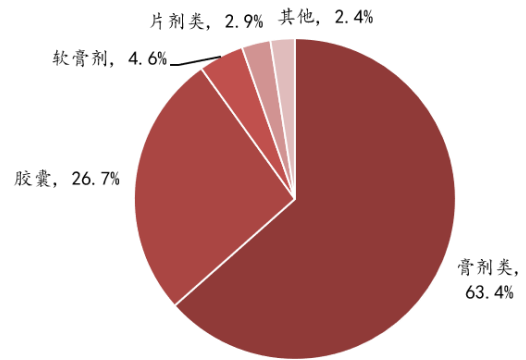
数据来源：Wind，西南证券整理

2 贴膏剂为核心业务，骨科+运动医学提供未来增量

公司主营业务结构：2019H1 公司收入主要来自膏剂和胶囊，其中膏剂占比 63.5%，胶囊占比 25.1%；公司毛利主要来源于膏剂和胶囊，2019H1 膏剂在毛利占比 63.4%，胶囊占比 26.1%。

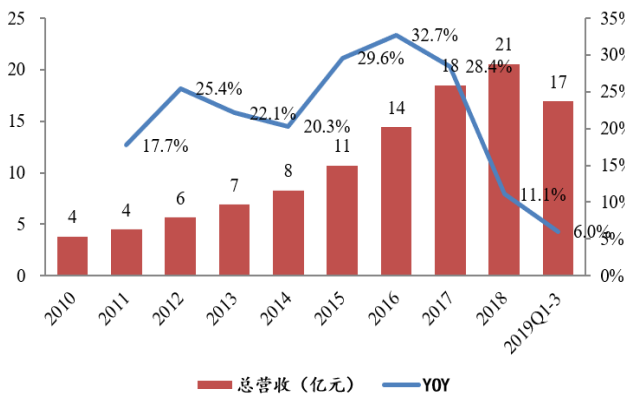
图 2：公司 2019H1 主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

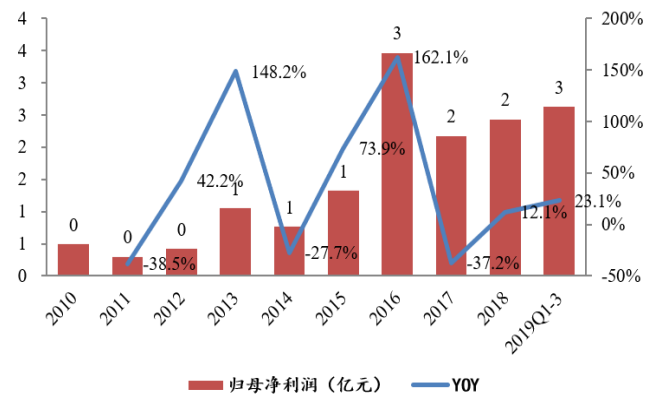
图 3：公司 2019H1 主营业务毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2011-2016 因民营企业改制，收入及利润得到较为快速的增长，期间收入年复合增长率为 24.8%、归母净利润年年复合增长率为 38.5%，2017 年之后虽然收入增长较为稳健，但利润端波动较大，主要是受两票制影响，公司培元通脑胶囊、通络祛痛膏等产品在医院端由低价转高开、而销售费用大幅增长所致，随着高开的结束，公司步入稳步增长阶段，2019 年前三季度总营收 16.9 亿元(同比+6.0%)，归母净利润 2.6 亿元(同比+23.0%)，扣非后归母净利润 2.5 亿(同比+17.0%)，经营性现金流 3.6 亿元。

图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2010 年以来归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

贴膏剂为公司的核心业务，是老龄化疾病谱前周期产品。公司知名贴膏剂产品包括通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏、麝香止痛贴膏等，产品多为非医保，受医保控费影响小。贴膏剂为老龄化疾病谱前周期产品，即为老龄化人口率先受益的骨科前周期产品。我国 62 年-72 年婴儿潮出生婴儿约 2500 万，为前期 1300 万的两倍，55 岁后骨科疾病高发时期，目前 62 年生人已经 57 岁。关节僵硬、屈伸不利等骨科疾病在老年病中发病周期靠前，公司通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏等多个活血化痰类贴膏剂可用于治疗此类疾病，刚需较强、受医保影响较小，有望率先享受老年化医疗市场红利。

切入运动医学发挥消费属性。公司今年下半年加大在运动人群中的宣传，通过赞助马拉松、越野、自行车赛事深化品牌形象，并打造“通络祛痛膏+活血消痛酊”的明星产品组合，既发挥产品在活血通经络、放松肌肉、预防关节炎以及消肿止痛的疗效优势，又通过不同剂

型方便户外运动者的随身携带及家中储备使用，提高了产品在运动损伤高发人群中的品牌渗透率，同时“通络+活血”的疗效和剂型组合拓展产品应用场景，营销改革之下，产品消费属性不断拓宽。

芬太尼镇痛空间较大。公司另一大产品芬太尼透皮贴，为外用镇痛产品。芬太尼最早由美国强生开发，属于阿片类强效麻醉性镇痛药，1991 年上市，用于肿瘤病人中度到重度慢性疼痛的治疗，镇痛效力为吗啡的 80 倍。芬太尼贴剂是相对于芬太尼注射剂之外更为安全、方便的剂型，在专业的医生、麻醉师的严格管控和检测下，芬太尼贴剂是较为安全的药物，在美国销售额已超过 10 亿美金，预计公司今年销售额可达 3000-5000 万，空间巨大。

图 6：公司贴膏剂为老龄化疾病谱前周期产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 7：公司切入运动医学发挥消费属性



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到膏剂类未来随着老龄化疾病高发且骨科为老龄化疾病谱前周期产品提前受益，及公司在运动医学的切入发挥产品消费属性，我们估计膏剂类 2019-2021 年销量增长率分别为 6%、12%、18%，产品单价维持稳定，毛利率与 2018 年相同；

假设 2：胶囊 2019-2021 年销量增长率分别为 18%、19%、20%，产品单价维持稳定，毛利率与 2018 年相同；

假设 3：软膏剂 2019-2021 年销量增长率分别为 40%、40%、40%，产品单价维持稳定，毛利率与 2018 年相同；

假设 4：片剂 2019-2021 年销量增长率分别为 11%、11%、11%，产品单价维持稳定，毛利率较 2018 年略有上浮，19-21 年皆为 53%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
膏剂类	收入	1256.1	1331.4	1491.2	1759.6
	增速	3%	6%	12%	18%
	毛利率	76%	76%	76%	76%
胶囊	收入	528.0	623.0	741.4	889.7
	增速	24%	18%	19%	20%
	毛利率	82%	82%	82%	82%
软膏剂	收入	97.2	136.1	190.6	266.8
	增速	62%	40%	40%	40%
	毛利率	83%	83%	83%	83%
片剂	收入	87.2	96.7	107.4	119.2
	增速	11%	11%	11%	11%
	毛利率	51%	53%	53%	53%
其他	收入	84.6	102.4	123.9	149.9
	增速	22%	21%	21%	21%
	毛利率	58%	58%	58%	58%
合计	收入	2053.1	2289.8	2654.5	3185.3
	增速	11%	12%	16%	20%
	毛利率	76%	76%	76%	77%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 估值

我们选取两家中药企业和一家骨科企业做对比，2020 年三家公司平均 PE 为 21 倍。公司未来进一步发挥贴膏剂的骨科医疗和消费属性扩大收入占比，未来三年公司归母净利润复合增长率为 24.5%。我们给予公司 2020 年 21 倍 PE，对应目标价 13.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000538.SZ	云南白药	87.08	3.18	2.97	3.34	3.77	23.29	28.31	25.18	22.28
600479.SH	千金药业	8.89	0.61	0.70	0.78	0.87	12.72	13.02	11.60	10.39
300326.SZ	凯利泰	14.70	0.64	0.43	0.55	0.70	13.22	35.15	27.12	21.31
平均值							16.41	25.49	21.30	17.99

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

业务整合或不及预期，产品销量或不及预期，系统性风险；

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2053.11	2289.78	2654.53	3185.30	净利润	245.77	308.53	378.55	471.84
营业成本	491.33	542.79	625.37	745.53	折旧与摊销	70.13	107.82	107.82	107.82
营业税金及附加	32.83	36.61	42.45	50.93	财务费用	7.47	0.71	0.82	9.56
销售费用	1056.53	1189.76	1359.12	1624.51	资产减值损失	-4.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	128.57	160.28	185.82	207.04	经营营运资本变动	334.49	-252.08	-73.26	-98.99
财务费用	7.47	0.71	0.82	9.56	其他	-217.28	6.43	0.41	0.13
资产减值损失	-4.33	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	436.25	171.41	414.34	490.36
投资收益	-10.68	0.00	0.00	0.00	资本支出	-120.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.14	0.00	0.00	0.00	其他	239.09	213.87	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	118.17	213.87	0.00	0.00
营业利润	294.47	359.62	440.96	547.73	短期借款	-84.50	-200.50	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.11	-5.42	-6.38	-6.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	283.36	354.20	434.58	541.67	股权融资	-97.41	0.00	0.00	0.00
所得税	37.59	45.67	56.03	69.84	支付股利	-88.85	-53.11	-65.79	-81.77
净利润	245.77	308.53	378.55	471.84	其他	-7.40	-82.77	-0.82	-9.56
少数股东损益	2.50	7.19	4.00	2.00	筹资活动现金流净额	-278.16	-336.38	-66.61	-91.33
归属母公司股东净利润	243.26	301.34	374.55	469.84	现金流量净额	276.36	48.90	347.73	399.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	640.03	688.93	1036.66	1435.69	成长能力				
应收和预付款项	585.75	210.13	242.01	290.33	销售收入增长率	11.07%	11.53%	15.93%	20.00%
存货	323.80	404.92	467.14	558.15	营业利润增长率	10.48%	22.12%	22.62%	24.21%
其他流动资产	45.23	251.41	291.46	349.73	净利润增长率	9.26%	25.54%	22.69%	24.64%
长期股权投资	71.08	71.08	71.08	71.08	EBITDA 增长率	13.13%	25.82%	17.40%	21.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	780.11	682.09	584.08	486.07	毛利率	76.07%	76.29%	76.44%	76.59%
无形资产和开发支出	310.47	304.27	298.08	291.88	三费率	58.09%	58.99%	58.23%	57.80%
其他非流动资产	353.50	144.77	141.16	137.54	净利率	11.97%	13.47%	14.26%	14.81%
资产总计	3109.96	2757.61	3131.66	3620.48	ROE	11.73%	13.60%	14.67%	15.88%
短期借款	200.50	0.00	0.00	0.00	ROA	7.90%	11.19%	12.09%	13.03%
应付和预收款项	260.79	378.95	429.66	514.56	ROIC	16.09%	20.31%	23.60%	29.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.12%	20.45%	20.70%	20.88%
其他负债	554.20	110.81	121.40	135.26	营运能力				
负债合计	1015.48	489.77	551.06	649.82	总资产周转率	0.64	0.78	0.90	0.94
股本	586.45	567.81	567.81	567.81	固定资产周转率	2.67	3.17	4.25	6.04
资本公积	473.81	492.45	492.45	492.45	应收账款周转率	10.16	12.89	14.59	14.82
留存收益	977.81	1226.05	1534.80	1922.87	存货周转率	1.43	1.48	1.41	1.43
归属母公司股东权益	2082.13	2248.30	2557.06	2945.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.29%	—	—	—
少数股东权益	12.35	19.54	23.54	25.54	资本结构				
股东权益合计	2094.48	2267.84	2580.60	2970.66	资产负债率	32.65%	17.76%	17.60%	17.95%
负债和股东权益合计	3109.96	2757.61	3131.66	3620.48	带息债务/总负债	19.74%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.69	3.73	4.26	4.57
					速动比率	1.35	2.76	3.28	3.60
					股利支付率	36.52%	17.62%	17.57%	17.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	372.07	468.15	549.60	665.11	每股收益	0.43	0.53	0.66	0.83
PE	20.87	16.85	13.55	10.80	每股净资产	3.69	3.99	4.54	5.23
PB	2.42	2.24	1.97	1.71	每股经营现金	0.77	0.30	0.73	0.86
PS	2.47	2.22	1.91	1.59	每股股利	0.16	0.09	0.12	0.14
EV/EBITDA	12.03	9.13	7.15	5.30					
股息率	1.75%	1.05%	1.30%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn