

2019年11月24日

证券研究报告·公司深度报告

羚锐制药 (600285) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 10.50 元

目标价: 17.68 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

贴膏剂领军企业，战略打造骨科消费龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司新董事长熊伟上任后，企业文化重构、精细化招商及销售体制改革激活员工积极性；贴膏剂为老龄化疾病谱前周期产品，且整体收入基本不受医保控费影响；公司营销聚焦高毛利率产品，综合毛利率显著提升；消费升级背景下，公司其他贴膏被显著低估，精装对简装的替代助力贴膏剂价值回归。
- **全球市场看，日本为贴剂产销大国、美国为贴剂消费大国、亚洲（尤其中国）是贴剂高速增长地区。**2015 年全球贴剂市场测算，从使用量看，全球前二的分别为美国、日本，而亚洲被预测为未来贴剂全球增速最快的地区。美国 Markets and Markets 预测，2023 年全球外用贴剂等经皮吸收药物市场将从 2018 年的 57 亿美元增加至 71 亿美元，但亚洲（尤其中国）增速会更快。
- **骨科消费品中药贴剂为老龄化疾病谱前周期产品，行业增速将加速。**1962 年前每年出生婴儿约 1300-1500 万人，但 1962 年-1972 年近十年每年出生婴儿约 2500 万人，其中 1962 年出生的婴儿已经 57 岁，55 岁后骨密度显著下降，导致骨质疏松、骨折等系列骨科疾病。2017 年零售药店外用贴膏剂销售额 48.6 亿元，同比增速 14.3%，骨科为老龄化前周期，其行业增速必将加快。日本久光制药为全球贴剂龙头，以镇痛消炎贴剂为主营和核心竞争力，其年收入近 90 亿人民币，羚锐制药贴膏收入仅约 14 亿，中国全面进入老龄化，其空间巨大。
- **骨科为老龄化前周期、切入运动医学及医保目录调整，聚焦通络祛痛膏高毛利率产品；消费升级下，壮骨膏、伤湿膏、关节痛膏及活血消痛酊等将实现价值回归。**独家产品通络祛痛膏，“医保+基药”双跨，19 年医保报销由住院变更为门诊及药房；打造“通络祛痛膏+活血消痛酊”运动型产品组合，预测 19 年销售额 7 亿，峰值可能突破 20 亿。18 年膏药销售约 16 亿贴，平均每贴约 0.8 元，友商每贴 8 元，消费升级空间巨大。从京东终端检索发现：壮骨、伤湿、关节痛膏从简装升级为精装，价格分别为 5 元、25 元；8 元、35 元；6 元、25 元；但精装仍比友商便宜；按照简装计算，三个合计占公司贴膏收入比例约 40%。
- **盈利预测与评级。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.54/0.68/0.86 元（不考虑提价的影响），公司业绩增速加快、骨科消费属性、成长空间大，参考可比公司，给予公司 2020 年 26 倍 PE，对应目标价 17.68 元，维持“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	2237.59	2503.51	2893.51
增长率	11.07%	8.99%	11.88%	15.58%
归属母公司净利润 (百万元)	243.26	305.27	385.70	490.50
增长率	12.05%	25.49%	26.35%	27.17%
每股收益 EPS (元)	0.43	0.54	0.68	0.86
净资产收益率 ROE	11.73%	13.75%	15.02%	16.40%
PE	25	20	15	12
PB	2.85	2.62	2.30	1.99

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: zhuguo@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)	7.07-10.9
总市值(亿元)	59.62
总资产(亿元)	34.51
每股净资产(元)	3.78

相关研究

1. 羚锐制药 (600285): Q3 稳健增长, 骨科+运动医学同步拓展 (2019-11-01)

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

假设 1: 考虑到膏剂类为老龄化疾病谱前周期产品, 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 5%、8%、12%, 考虑到公司贴膏剂聚焦大品种的收入结构调整, 毛利率 2019-2021 逐年上涨 1pp;

假设 2: 考虑到培元通脑胶囊临床渗透率不断提升、参芪降糖胶囊 2019 年自动由医保乙类升级为甲类, 预计胶囊 2019-2021 年销量增长率分别为 15%、18%、22%, 目前毛利率已成增长态势, 预计毛利率 2019-2021 逐年上涨 1pp;

假设 3: 考虑到软膏剂短期内不是公司业绩发力点, 预计 2019-2021 年销量增长率分别为 20%、20%、20%, 产品单价维持稳定, 毛利率与 2018 年相同;

假设 4: 考虑到片剂包装及价格均未改变, 预计片剂 2019-2021 年销量增长率分别为 7%、8%、9%, 产品单价维持稳定, 毛利率与 2018 年相同。

我们区别于市场的观点

1) 市场并未看到公司业绩改善的边际信号, 而我们认为, 公司业绩拐点在 19Q3 已经出现。公司目前已进入收入和利润的稳定增长期, 19Q3 扣非净利润同比增速 21%, 为今年单季最高, 是边际改善信号; 随着经营思路调整+营销模式转变+收入结构优化, 未来可期;

2) 市场并未看到贴膏剂市场的未来机会, 而我们认为, 公司的核心骨科消费类中药贴膏剂, 作为老龄化疾病谱前周期产品, 可在人口老龄化和居民医疗支付能力提升的催化下, 有较高景气度;

3) 市场并未清晰认识到公司营销改革的有效性, 而我们认为, 随着公司营销改革推进, 收入结构有望持续优化。营销改革实行以来, 公司采用精细化招商、渠道控货改善库存管理, 战略上, 聚焦高毛利率产品, 开展组合式营销、体验式营销, 并切入运动医学拓展消费群体和发挥消费属性, 拉动高毛利率的通络祛痛膏、活血消痛酊销售额提升, 同时对低端贴膏剂进行了包装升级, 助力贴膏产品的价值回归。

股价上涨的催化因素

业绩验证; 聚焦高毛利率品种, 调整产品销售结构; 营销改革相应活动推进。

估值和目标价格

参考可比公司, 给予公司 2020 年 26 倍 PE, 对应目标价 17.68 元, 维持“买入”评级。

投资风险

业务整合或不及预期, 产品销量或不及预期, 系统性风险。

目 录

1 贴膏剂标杆企业，经营状况边际改善明显	1
1.1 以贴膏剂起家，构建多元化产品结构	1
1.2 现步入稳定发展阶段，现金流状况优质	2
1.3 管理层换新帅，战略聚焦大品种，打造骨科消费龙头	3
2 中药板块内部分化，但非医保的骨科外用药品更有潜力	4
2.1 鼓励中药不断发展的政策频繁落地	4
2.2 中药板块内部分化明显	5
2.3 骨科消费品外用中药贴剂，景气度高、行业集中度提升受益龙头	7
3 聚焦高毛利率骨科大产品，低估的骨科消费品将价值回归	10
3.1 通络祛痛膏：基药医保双跨品种，临床+OCT 同步增长	11
3.2 活血消痛酊：组合营销切入运动医学，拓展年轻消费群体	12
3.3 低毛利率骨科贴膏产品线丰富，精装有利于其价值回归	14
3.4 其他产品管线丰富，重点产品有序发展	15
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司分为六大事业部.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司 2010 年以来营业收入及增速.....	3
图 4: 公司 2010 年以来扣非净利润及现金流情况.....	3
图 5: 公司 2010 年以来费用率情况.....	3
图 6: 公司 2010 年以来毛利率及净利率.....	3
图 7: 公司未来发展战略一览.....	4
图 8: 不同中药企业 PE 显示出分化.....	7
图 9: 不同中药企业股价显示出分化.....	7
图 10: 我国零售药店贴膏剂规模持续增长.....	7
图 11: 久光制药产品线.....	8
图 12: 久光制药全球销售网络.....	8
图 13: 中国人口普查情况 (单位: 人).....	9
图 14: 40 岁以上人群原发性骨关节患病率.....	9
图 15: 居民可支配收入不断上升.....	9
图 16: 医疗保健支出不断上升.....	9
图 17: 公司 2019H1 收入结构情况.....	10
图 18: 公司 2019H1 毛利结构情况.....	10
图 19: 通络祛痛膏为公司明星产品.....	11
图 20: 通络祛痛膏产品优势.....	11
图 21: 活血消痛酊产品图示.....	13
图 22: 活血消痛酊应用场景广泛.....	13
图 23: 公司在运动人群中主打“通络+活血”组合.....	13
图 24: 公司通过赞助各运动赛事加强品牌宣传.....	13
图 25: 伤湿止痛膏升级.....	14
图 26: 关节止痛膏升级.....	14
图 27: 培元通脑胶囊产品示意图.....	15
图 28: 丹鹿通督片产品示意图.....	15
图 29: 公司生物药业事业部重点产品梳理.....	16
图 30: 芬太尼透皮贴剂产品示意图.....	16
图 31: 不同类型芬太尼透皮贴剂的直观对比.....	16

表 目 录

表 1: 近两年医保目录中, 中药与西药数量上地位相当	5
表 2: 2018 年以来出台的中药相关政策	5
表 3: 2019 前三季度医药生物子行业表现情况 (营业收入)	6
表 4: 2019 前三季度医药生物子行业表现情况 (扣非净利润)	6
表 5: 不同中药企业的业绩梳理	6
表 6: A 股主营贴膏剂的企业收入情况	10
表 7: 公司 2018 年重点产品产销情况梳理	11
表 8: 通络祛痛膏临床疗效结果比较	12
表 9: 通络祛痛膏治疗前后中医证候评分比较	12
表 10: 2019 年下半年以来公司参办多场运动赛事	13
表 11: 公司贴膏剂大家族重点产品梳理	14
表 12: 营销改革后部分产品包装及价格变更 (京东终端查询)	14
表 13: 不同类型芬太尼透皮贴剂的定量对比	16
表 14: 分业务收入及毛利率	18
表 15: 可比公司估值	18
附表: 财务预测与估值	19

1 贴膏剂标杆企业，经营状况边际改善明显

1.1 以贴膏剂起家，构建多元化产品结构

羚锐制药始创于 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。

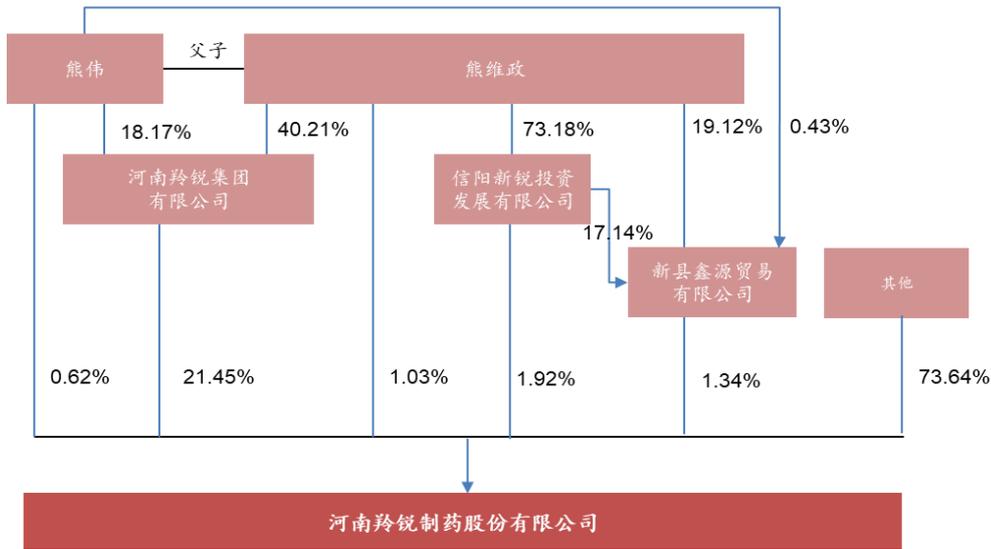
公司下设贴膏剂事业部、口服药事业部、大健康事业部、医疗器械事业部、芬太尼事业部和生物药业六大板块，其中贴膏剂为公司的主要收入来源，2019H1 膏剂类的产品营收占据 63.5% 的份额，在毛利中占据 63.4% 的份额。目前公司知名产品有通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、丹鹿通督片、锐枢安芬太尼透皮贴剂等。其中，通络祛痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片均为独家产品且被列入医保乙类。

图 1：公司分为六大事业部



数据来源：Wind，西南证券整理。注：标红产品为公司的重点产品。

熊维政、熊伟父子为公司的控股股东和一致行动人。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 1.03%，熊伟直接持有公司股份 0.62%，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 21.45%，同时通过其他公司对羚锐制药间接持股 4.89%，二人合计间接持股 26.34%。

图 2：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

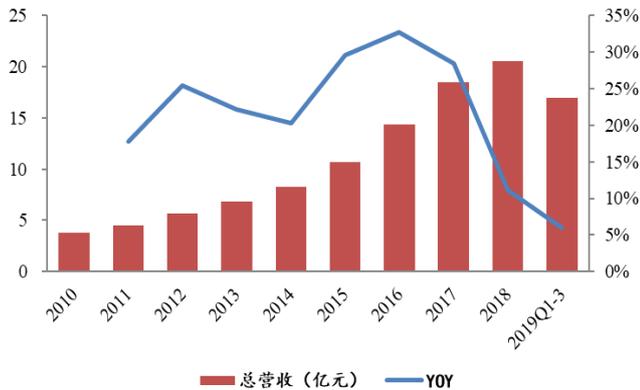
1.2 现步入稳定发展阶段，现金流状况优质

公司业绩分为以下三个阶段，由于受到外界两票制和公司自身营销改革等影响，我们认为 2017 年后公司的扣非净利润是反应公司业绩的核心指标。

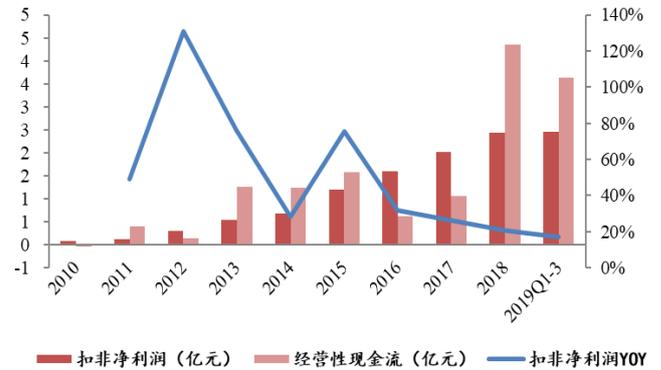
阶段一：2011-2016 年，收入利润双双快速增长。期间收入年复合增长率为 24.8%、归母净利润年复合增长率为 38.5%，这主要是公司民营企业改制所带来的业绩改善，同时由于公司大幅开展业务，销售费用率快速增长，由 2011 年的 30.1% 增长为 2016 年的 42.8%，并且规模效应初现，管理费用率持续下降；

阶段二：2017-2018 年，收入维持增长，但利润波动较大。这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经营策略调整，同时业务扩张销售费用大幅增长所致，2018 年公司销售费用率达到历史高峰 51.5%，同时 2017 年以来虽然毛利率持续上升，净利率下滑明显，由 2016 年的 24.2% 下滑至 2018 年的 12.0%；

阶段三：2019 年拐点出现，步入稳步增长期，优质现金流可支撑未来外延并购。公司 2018 年底开始营销改革，2019 年各项费用率稳中有降，今年前三季度总营收 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 亿元(同比+17.0%)，经营性现金流 3.6 亿元。从业绩改善边际来看，2019 年收入增速不算亮眼，但如前所述，扣非净利润更能反应公司真实经营成效，2019Q1、Q2、Q3 扣非净利润同比增速分别为 15.6%、15.3%、20.7%，Q3 扣非净利润加速改善，同时现金流充裕，自 2018 年以来经营性现金流就高于扣非净利润，优质的现金流提供未来公司外延并购的强大资本支撑。

图 3: 公司 2010 年以来营业收入及增速


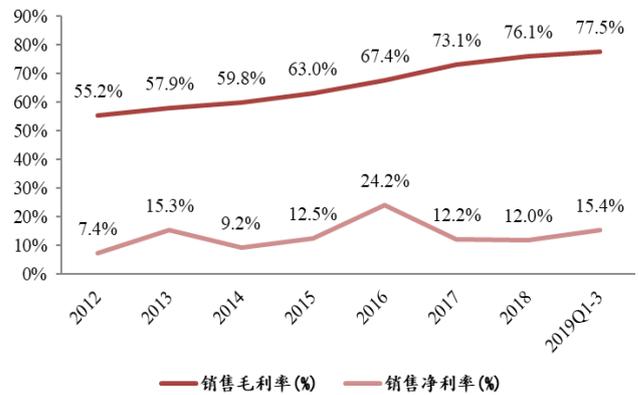
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2010 年以来扣非净利润及现金流情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2010 年以来费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 为避免 2018 年会计准则改变影响比较, 此处管理费用皆加回研发费用。

图 6: 公司 2010 年以来毛利率及净利率


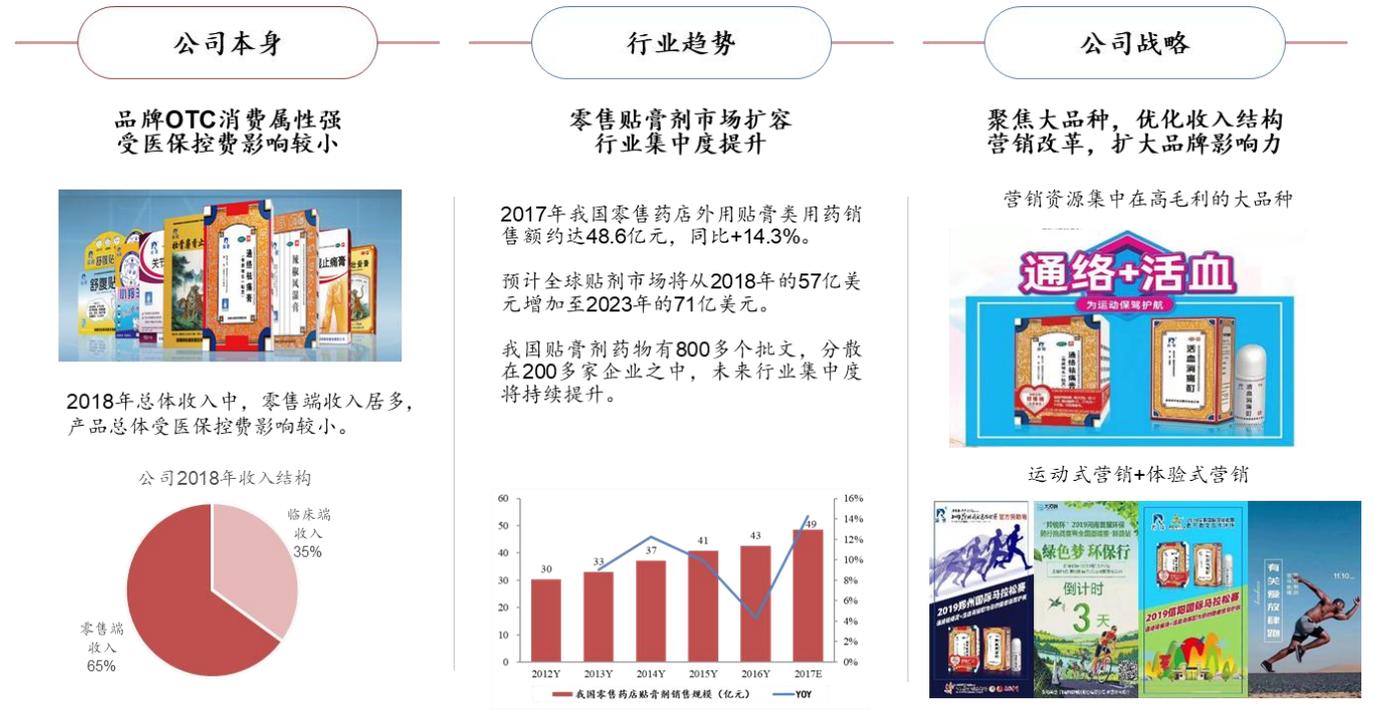
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 管理层换新帅, 战略聚焦大品种, 打造骨科消费龙头

二代接班, 有望促进企业发展。2019 年 4 月, 羚锐集团董事长和法定代表人由熊维政变更为其子熊伟, 羚锐实际控制人变更为熊维政和熊伟, 控股股东仍为羚锐集团。熊伟有丰富的市场营销理论及实操经验, 自从英国深造硕士归来后, 曾在复星医药担任市场营销部总经理助理, 回归羚锐后, 先后担任市场部总监, 贴膏剂销售部副总经理, 羚锐制药总经理助理、副总经理, 2014 年开始成为公司董事、总经理, 2019 年 4 月公告后, 熊伟成为羚锐制药董事长、总经理。时年 35 岁的熊伟, 年富力强, 有望为公司经营带来新的管理模式与活力。

聚焦高毛利率大品种, 打造骨科消费龙头。公司本身属于品牌 OTC 中药, 虽然多个产品进入医保, 但消费属性强, 总体受医保控费影响较小; 随着环保趋严, 未来随着贴膏剂行业集中度不断提高下, 公司作为龙头率先受益; 未来战略上, 公司将聚焦高毛利率品种, 优化收入结构, 同时开展运动式营销和体验式营销, 扩大品牌影响力和渗透率。

图 7: 公司未来发展战略一览



数据来源：西南证券整理

营销改革初见成效，骨科消费龙头未来可期。公司自 2018 年底开始进行营销改革，营销改革具体包括：1) 精细化招商：目前公司已由 12 个大区细分为 36 个大区，管理更加精细化。利于终端渗透率提升；2) 管理年轻化，目前销售管理岗较多的换为年轻员工；3) 改善库存管理：公司每年年底开始控货，大幅改善库存积压情况，目前库存周期为半年，存货周转天数已由 2017 年的 308 天缩至 2019 年三季报的 203 天。目前营销改革已初见成效，在聚焦大品种的战略指导下，公司总体毛利率有望持续提升，有望成为未来的骨科消费龙头企业。

2 中药板块内部分化，但非医保的骨科外用药品更有潜力

2.1 鼓励中药不断发展的政策频繁落地

对于中药，市场误解情绪是“疗效不够明确”、“易被化药替代”、“进医保放量难、进医保后被压价利润低”等，中药是否还有未来？对此需要指出的是，不管从医保目录里中药具有与化药相当的数量，还是从政策上仍在不断推进中药的传承发展以及规范来看，中药在治疗中的地位，并没有市场普遍预期的那么低。

医保目录体现中药西药并重。从今年 8 月 20 日发布的 2019 年版医保目录来看，药品结构变化较大，原先西药数量较中药领先较多，今年新版目录中，总体西药数目有所下降，中药数目增加较多，同时甲类药品中，同样也看到了西药数目缩减、为中药腾挪空间的情况。

表 1: 近两年医保目录中, 中药与西药数量上地位相当

	2017 年版目录	2019 年版目录
共计	2588	2643
其中西药	1345	1322
其中中药	1243	1321
甲类共计	594	640
其中西药	402	398
其中中药	192	242

数据来源: 国家医疗保障局, 西南证券整理。注: 2017 年版目录包含常规目录和谈判目录, 2019 年目录暂只包含常规目录。

政策层面对中医药重视度高, 寓意中药长期发展的重要地位。以习近平主席为核心的党中央把中医药工作摆在更突出的位置。今年发布的《关于促进中医药传承创新发展的意见》指出, 要加强中医优势专科, 做优做强骨伤、皮科、心脑血管病等专科专病。习主席今年 10 月对中医药工作做出重要指示, 主席认为中医药是中华文明的瑰宝, 要传承精华, 守正创新, 加快推进中医药现代化、产业化, 坚持中西医并重, 充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用。

表 2: 2018 年以来出台的中药相关政策

时间	事件	简述
2018.02	国家中医药管理局印发《关于深化中医医师承教育的指导意见》	目的为发挥中医医师承教育, 加强中医药人才队伍建设, 提高中医药学术水平和服务能力, 传承发展中医药事业。
2018.06	国家药监局发布《关于古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	明确来源于古代经典名方中药复方制剂的申请上市, 不需提供药效学研究及临床试验资料, 仅需提供药学及非临床安全性研究资料。文件简化了经典名方的审批, 加速了经典名方制剂获批速度。
2018.08	国家中医药管理局、科技部印发《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	文件要求深化中医药健康服务相关理论研究, 推动治未病科技创新, 强化中医药防治疾病临床研究, 加强中医药康复技术方法研究。
2018.11	国家药监局发布《证候类中药新药临床研究技术指导原则》	文件旨在为证候类中药新药临床试验的开展和有效性、安全性评价提供基础性指导。
2019.07	中医药管理局、卫健委关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知	推进中医医院牵头组建多种形式的医联体, 加强中医专科联盟建设和远程医疗能力建设。
2019.10	国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》	切实把中医药这一祖先留给我们的宝贵财富继承好、发展好、利用好。
2019.10	习近平对中医药工作做出重要指示	加快推进中医药现代化、产业化, 坚持中西医并重, 推动中医药和西医药相互补充、协调发展

数据来源: 西南证券整理

2.2 中药板块内部分化明显

在政策重视医药发展的前提下, 中药自身业绩表现仍处于生物医药子板块的底部。从 2019 年前三季度各子行业在营收和扣非净利润的表现来看, 中药的营收和扣非净利润增速均低于生物制品和化学制剂, 且增速较去年趋缓。

表 3: 2019 前三季度医药生物子行业表现情况 (营业收入)

2019Q1-3 营收增速子板块排名	行业简称	2019Q1-3 营收 (亿元)	2019Q1-3 营收增速	2018Q1-3 营收增速
3	生物制品	393	27%	41%
5	化学制剂	2151	15%	22%
9	中药	2471	6%	25%

数据来源: 西南证券整理。注: 共包括创新药产业链、药店、生物制品、医药商业、化学制剂、医疗器械、化学原料药、医疗服务、中药 9 个子行业

表 4: 2019 前三季度医药生物子行业表现情况 (扣非净利润)

2019Q1-3 扣净增速子板块排名	行业简称	2019Q1-3 扣净 (亿元)	2019Q1-3 扣净增速	2018Q1-3 扣净增速
3	生物制品	88	27%	36%
7	化学制剂	179	8%	15%
9	中药	221	-17%	11%

数据来源: 西南证券整理。注: 共包括创新药产业链、药店、生物制品、医药商业、化学制剂、医疗器械、化学原料药、医疗服务、中药 9 个子行业

中药整体表现不够理想, 还需对中药内部区别看待。在今年 7 月卫健委发布的《第一批国家重点监控合理用药药品目录》中指出, 对医保目录中的药品, 西医需经过不少于 1 年系统学习中医药专业知识并考核合格后放可处方中成药, 有具备相应资质的医师处方的中成药才可给予医保基金报销, 这一定程度上限制了中药处方。同时, 2019 版医保目录对多个中药注射剂进行了支付范围的限定。因此, 进入医保的中药, 一定程度上受到了医保控费的影响, 而中药注射剂未来的生存空间不容乐观。

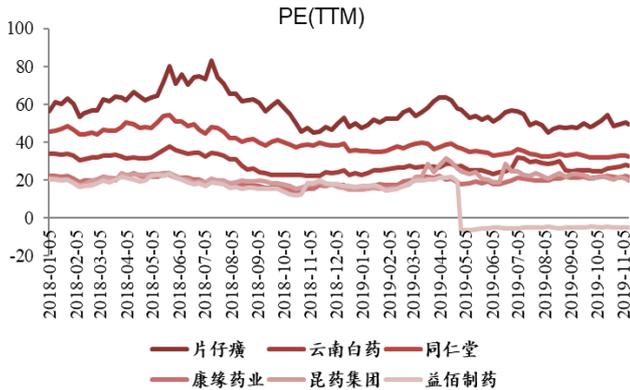
中药内部板块分化, 但看好口服和外用的消费类中药。从剂型上看, 口服中药、外用中药可以在零售端销售, 因而受医保压力影响较小, 中药消费品因具有消费属性, 在品牌效应下, OTC 端仍可以有较好业绩。

我们选取了三个主营中药注射剂的企业和三个品牌中药企业, 对其近年的业绩和 A 股表现情况进行了梳理。从业绩表现看, 具有品牌效应和零售端消费属性的中药, 在收入体量、业绩增速的表现上, 总体要比以中药注射剂类企业好; 从 A 股的估值和股价上, 两类企业也显示出明显的分化。

表 5: 不同中药企业的业绩梳理

企业名称	企业类型	总营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2017Q1-3	2019Q1-3	CAGR	2017Q1-3	2019Q1-3	CAGR
片仔癀	品牌中药、中药消费	27.4	43.4	26%	6.7	11.1	28%
云南白药	品牌中药、中药消费	180.1	216.5	10%	26.1	35.4	17%
同仁堂	品牌中药、中药消费	97.8	99.6	1%	8.2	8.5	2%
康缘药业	中药注射剂	24.1	33.7	18%	3.0	3.7	11%
昆药集团	中药注射剂	41.1	57.7	18%	2.8	3.6	13%
益佰制药	中药注射剂	28.7	25.1	-7%	3.2	1.6	-30%

数据来源: WIND, 西南证券整理

图 8：不同中药企业 PE 显示出分化


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：不同中药企业股价显示出分化


数据来源：Wind，西南证券整理

我们认为，在疗效上有现代循证医学证据、在营销上有品牌力和渠道力、在放量上不完全依赖医保的口服和外用中药，未来仍有上升机会，现阶段更值得挖掘的，是仍处于估值底部，但基本面扎实、边际向好的中药企业。

2.3 骨科消费品外用中药贴剂，景气度高、行业集中度提升受益龙头

贴膏剂是中药的优势领域，国内市场增速较快。贴膏剂作为外用中药，是可在 OTC 端销售的消费类中药，受医保压力小，属于中药具有发展前景的细分领域。据米内网数据显示，2017 年零售药店外用贴膏类用药销售额约达 48.6 亿元规模，同比增长 14.3%。

图 10：我国零售药店贴膏剂规模持续增长


数据来源：米内网，西南证券整理

全球贴剂市场将持续扩容。美国 Markets and Markets 预测，2023 年全球外用贴剂等经皮吸收药物市场将从 2018 年的 57 亿美元增加至 71 亿美元。可以预测，我国贴膏剂市场也将紧跟国际趋势持续扩容。贴膏剂市场的增长，有赖于三点：1) 慢性疾病的发病率增高，2) 贴膏剂在激素紊乱、疼痛管理、神经系统及心脑血管疾病方面的有效治疗效果，3) 贴膏剂无侵入性、患者依从性高。

全球市场看,日本为贴剂的产销大国,美国为贴剂消费大国,亚洲是贴剂高速增长地区。

从产量来看,目前全球贴剂企业集中在美国、日本、德国等国家,以2015年全球贴剂市场来算,日本的产量位居第一,占据全球约50%的份额,美国的产量位居第二,约占全球29%的产量;从使用量来看,2015年贴剂市场份额在全球前二的分别为美国、日本,而亚洲被预测为未来贴剂全球增速最快的地区。

日本久光制药为全球贴剂龙头。久光制药于1847年进入药品行业,以镇痛消炎贴剂为主营和核心竞争力,其打造出撒隆巴斯品牌(SALONPAS)已成为公司的代表产品。2019财年(财年从2018.3.1至2019.2.28)久光制药总营收86.5亿人民币,同比下滑3.0%,毛利率为61.8%。久光制药目前产品分为医用产品、海外产品、OTC产品三大板块。

久光制药的发展策略:打造明星品牌撒隆巴斯,着眼世界OTC市场。2017年8月,欧睿国际将撒隆巴斯认证为全球OTC药品中镇痛消炎贴剂的市场份额第一。如今,撒隆巴斯无疑成为久光制药国内、国际业务拓展的主要支撑:在2019财年年报中,公司披露“国内处方药市场在收入上已出现下滑,这是因为主打产品MOHRUS TAPE受政府医保控费影响所致,而OTC端的收入出现增长,这主要是靠产品SALONPAS和其他新产品拉动。”从2019年收入结构来看,海外收入占比总营收30.1%,其中单就美国市场就在总营收中占18.8%。可见,在打造出明星产品后,通过OTC放量且布局世界市场,是公司发展的重要策略。

撒隆巴斯是一个成功的贴剂案例。从产品线发展来看,撒隆巴斯品牌下产品已延伸至止痛贴、大片、隐形贴、喷雾、止痛霜等多个新品种;产品发展策略上,公司加大了产品在OTC端的销售、并进军国际市场,目前撒隆巴斯已被销售至世界30多个国家。

图 11: 久光制药产品线



数据来源: 久光制药官网, 久光制药年报, 西南证券整理

图 12: 久光制药全球销售网络



数据来源: 久光制药官网, 西南证券整理

我国贴膏剂市场也势必追随国际趋势不断扩容。在我国,贴膏剂主要应用于骨科外用镇痛。米内网显示,80%以上的贴膏剂多用在镇痛领域。我国临床医生表明,镇痛类贴膏剂在门诊中常用于治疗颈肩腰背痛、急、慢性扭伤拉伤,骨关节炎等对急性软组织的疼痛或者慢性的局部疼痛。据《2017年度中国医药市场发展蓝皮书》显示,国内风湿、类风湿性关节炎药物市场为480亿元,其中中成药占据24.60%。

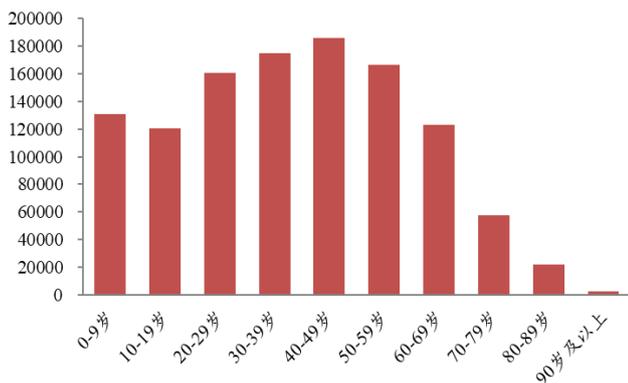
未来我国的骨科中药贴剂主要受两个因素推动发展:

1) 骨科为享受人口老龄化前周期, 1962年-1972年出生婴儿潮正在老去; 2) 居民在医疗的支付能力和支付意愿提升。因此, 用于骨科治疗的消费类中药市场, 未来将不断扩容。

人口老龄化持续加剧, 骨关节炎在老龄人口发病率高。1962年前每年出生婴儿约1300-1500万人, 但1962年-1972年近十年每年出生婴儿约2500万人, 其中1962年出生的婴儿已经57岁, 55岁后骨密度显著下降, 导致骨质疏松、骨折等系列骨科疾病。据《中华流行病学杂志》统计, 截至2015年底, 全国≥60岁老年人口2.22亿, 占总人口的16.1%, 其中≥65岁人口1.44亿, 占总人口的10.5%。**关节僵硬、屈伸不利等骨科疾病在老年病中发病周期靠前,**《中华骨科杂志》显示, 骨关节炎在40~49岁年龄段、50~59岁年龄段的人群中, 患病率分别为30.1%、48.7%, 患病率高且增加趋势明显。

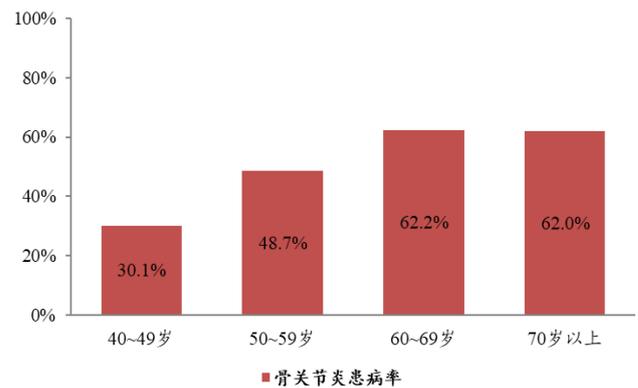
骨科疾病是老龄化疾病谱前周期产品。从中国人口普查情况来看, 目前人口最集中的年龄段分别为40-49岁、30-39岁、50-59岁, 可见未来10年老龄化人口将持续大幅攀高, 关节炎是40岁以上人群高发的慢性病, 且在老年疾病中发病时间靠前, 活血化瘀类贴膏剂可用于治疗此类疾病, 刚需较强, 为老龄化疾病谱中率先需要使用的产品, 有望率先享受老年化医疗市场红利。

图 13: 中国人口普查情况 (单位: 人)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 40岁以上人群原发性骨关节炎患病率



数据来源: 中华骨科杂志 2015, 西南证券整理

居民医疗保健支付能力提升。随着我国经济发展, 2018年国内城镇居民人均可支配收入约3.6万元, 同比增速7.6%; 2018年居民人均医疗保险消费支出约为4244元, 同比增速17.6%, 可见居民对医疗健康的支付能力提升明显。

图 15: 居民可支配收入不断上升



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 医疗保健支出不断上升



数据来源: Wind, 西南证券整理

目前贴膏剂市场较为分散,未来集中度之下龙头率先受益。据药监局 2018 年数据显示,我国贴膏剂药物有 800 多个批文,分散在 200 多家企业之中。A 股上市公司主营业务为贴膏的主要是羚锐制药和奇正藏药。未来随行业愈发规范,对生产企业的 GMP 认证和环保要求提高,加大中小企业生存压力;同时消费者对品牌 OTC 的青睐,行业集中度有望进一步提升,贴膏剂龙头公司将持续走强。

表 6: A 股主营贴膏剂的企业收入情况

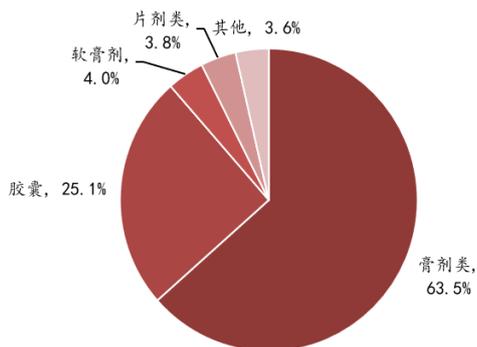
企业名称	产品名称	2018 年度贴膏销量(亿贴)	2018 年度贴膏收入(亿元)	在当年营收占比	2018 年贴膏剂毛利率
奇正藏药	医药贴膏剂	1.02	9.23	76.07%	87.76%
羚锐制药	通络祛痛膏	1.99	12.56	61.18%	75.84%
	壮骨麝香止痛膏	6.70			
	伤湿止痛膏	3.64			
	关节止痛膏	1.94			
	小儿退热贴	0.56			

数据来源: WIND, 公司年报, 西南证券整理

3 聚焦高毛利率骨科大产品, 低估的骨科消费品将价值回归

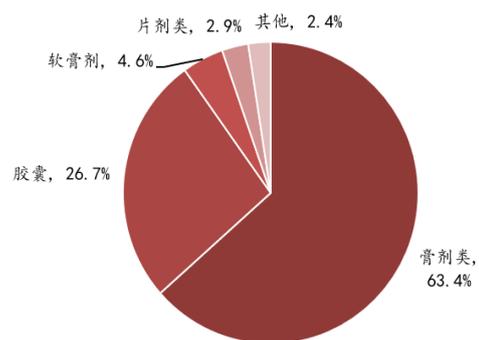
贴膏剂是公司收入和利润的主要来源。从 2019H1 收入结构来看, 公司营收主要来自膏剂和胶囊, 其中膏剂占比 63.5%, 胶囊占比 25.1%; 公司毛利主要来源于膏剂和胶囊, 2019H1 膏剂在毛利占比 63.4%, 胶囊占比 26.1%。凭借中药在骨科和心脑血管领域的治疗优势, 公司知名贴膏剂包括通络祛痛膏(独家产品)、壮骨麝香止痛膏等, 主要疗效为关节疼痛或僵硬, 屈伸不利, 祛风湿、活血止痛。

图 17: 公司 2019H1 收入结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 公司 2019H1 毛利结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

产品销售集中在 OTC, 业绩整体受医保控费影响较小。公司销售网络覆盖国内大部分地区的连锁药店、个体零售药店以及部分基层医疗机构、医院终端。公司虽有多个产品因疗效突出列入医保范围, 但包含医保产品在内的多个产品, 销售终端集中在 OTC, 2018 年公司总营收 20.5 亿元, 其中估计约 7 亿元为临床收入(主要为基药产品, 深耕基层医院及社区服务中心, 受益医保控费影响弱), 剩余约 65% 为 OTC 收入, 总体看公司业绩受医保控费影响小。

表 7: 公司 2018 年重点产品产销情况梳理

产品名称	2018 年生产量	2018 年销售量	2019 年版医保目录	是否基药
通络祛痛膏 (亿贴)	2.04	1.99	乙类	基药
壮骨麝香止痛膏 (亿贴)	5.72	6.70	乙类	否
伤湿止痛膏 (亿贴)	3.58	3.64	否	否
关节止痛膏 (亿贴)	2.29	1.94	乙类	否
小儿退热贴 (亿贴)	0.66	0.56	否	否
培元通脑胶囊 (亿粒)	2.56	2.83	乙类	否
丹鹿通督片 (亿片)	1.99	1.97	乙类	否
参芪降糖胶囊 (亿粒)	2.04	2.12	甲类	基药

数据来源: 公司年报, 药智网, 西南证券整理

3.1 通络祛痛膏: 基药医保双跨品种, 临床+OCT 同步增长

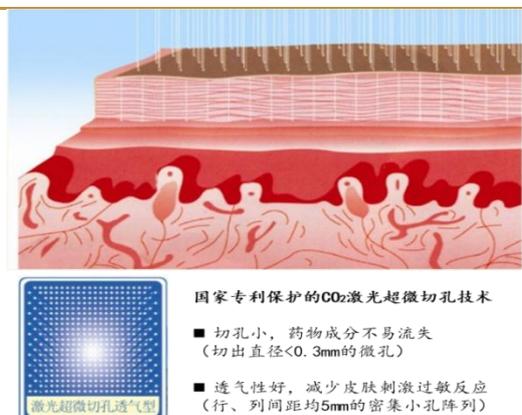
通络祛痛膏是基药+医保的双跨品种、独家品种, 临床和药店同步增长。通络祛痛膏为骨伤科用药, 属于“基药+医保乙类”双跨品种, 为公司的起家产品, 也是目前销售额第一的产品。通络祛痛膏原名骨质增生一贴灵, 对于关节刺痛僵硬, 屈伸不利, 畏寒肢冷等症, 起到活血通络、消肿止痛的作用。2019 年上半年销售额 3.4 亿元, 同比增长 17.3%。临床和药店端同步发力, 我们预计, 该产品今年在医院端和 OTC 端均实现较快增长。

骨质增生的病因有二: 1) 年龄增长引起关节退行性变、关节腔产生慢性磨损; 2) 外力致伤所致, 包括急性损伤, 慢性劳损及慢性积累性损伤, 引起关节内应力失衡。人体在受到刺激后, 会产生代偿、修复功能, 使关节末端受损的软骨增生而维持关节的应力平衡。生理限度内的增生无任何临床症状, 而当增生超越生理限度形成“骨刺”刺激局部神经血管产生关节疼痛、麻木及活动受限等临床症状, 即被称为“骨质增生”。

骨质增生无法治愈, 公司贴膏剂在证候类疾病中地位显著。骨质增生是机体正常退化的附生疾病, 目前没有完全治愈的疗法, 严重至影响正常生活时可采取手术, 但关节退化和骨质增生仍会持续发生, 目前治疗方向多为改善症状和延缓发展。对于证候类疾病, 中药有着化药无法替代的地位。通络祛痛膏可以通过活血通经络, 疏通发病周围的经络、血液和淋巴循环, 有效减轻骨组织退行性变化的程度、缓解骨质增生发展、修复关节损伤, 多年在临床实践证实了其确切疗效。

图 19: 通络祛痛膏为公司明星产品


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 20: 通络祛痛膏产品优势


数据来源: 西南证券整理

临床试验证实通络祛痛膏对骨性关节炎有较好疗效。一项临床试验纳入了 72 例膝关节骨性关节炎的患者，随机分为治疗组（羚锐通络祛痛膏）和对照组（诺华双氯芬酸二乙胺乳膏剂），疗效采用 Shahriree 标准评估患者情况给予优、良、差三个等级，并评估患者治疗前后中医证候评分。试验结果表明，治疗组优良率 86.1% 显著高于对照组 58.3%，同时相对于对照组，治疗组能够显著减轻患者证候情况。

表 8：通络祛痛膏临床疗效结果比较

组别	优	良	差	优良率/%
治疗组 (n=36)	12	19	5	86.1
对照组 (n=36)	7	14	15	58.3

数据来源：《通络祛痛膏治疗膝关节骨性关节炎风湿痹阻证临床观察》，西南证券整理。注：P<0.05

表 9：通络祛痛膏治疗前后中医证候评分比较

组别	治疗前	治疗后
治疗组 (n=36)	10.94±3.20	5.89±1.95
对照组 (n=36)	10.44±2.71	7.17±2.25

数据来源：《通络祛痛膏治疗膝关节骨性关节炎风湿痹阻证临床观察》，西南证券整理。注：P<0.05

我们认为，通络祛痛膏未来的增长点集中在以下两点：

1) **医保目录调整，助力临床处方增长。**2019 年医保目录对通络祛痛膏进行了调整，由“参保人员住院使用时由基本医疗保险统筹基金按规定支付，门诊使用时由职工基本医疗保险个人账户支付的药品”变更为“**仅限参保人员门诊使用和定点药店购药时医保基金方予支付**”，更改后购买场所更符合产品使用场景特性。

2) **OTC 端拓展消费属性，线下体验助力门店渗透率提高。**公司目前覆盖终端药店 20 万家，通络祛痛膏上半年 OTC 端实现 10% 的同比增长，下半年开始积极推广“运动式营销+体验式营销”，不断助力运动赛事切入运动医学、在运动赛事和药店门口设置产品体验点等营销方式，提高 OTC 端渗透率，预计 2019 年全年及未来零售端增长加速。

该产品上述因素的推动下，19 年销售额约 7 亿，其销售峰值很可能突破 20 亿元。

3.2 活血消痛酊：组合营销切入运动医学，拓展年轻消费群体

活血消痛酊为关节炎辅助治疗用药，应用场景多。活血消痛酊主治活血化瘀，散寒通络，祛风除湿，舒筋止痛，用于骨性关节炎引起的疼痛、活动不利等症的辅助治疗。产品规格为 60mL/瓶，毛利率较高，今年前三季度销售额约 0.4 亿元，同比增长 20.9%。活血消痛酊为非基药非医保产品，具有较强消费属性，在运动爱好者、白领工作者和老年人中均有广泛用途。

图 21: 活血消痛酊产品图示



数据来源: 公司公开宣传资料, 西南证券整理

图 22: 活血消痛酊应用场景广泛



数据来源: 公司公开宣传资料, 西南证券整理

通过模块营销带动销量, 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(先涂活血消痛酊, 再贴通络祛痛膏), 利用模块营销的方式, 宣传“先涂抹、后贴药”的使用方法, 提高活血消痛酊单品的市场认可度, 同时产品组合又可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认知度和渗透率, 推进了品牌的“时尚化”“年轻化”转变。**我们认为: 随着销售模式转变, 预计 2019 年销售额近 5000 万, 2021 年该产品销售很可能突破亿元。**

表 10: 2019 年下半年以来公司参办多场运动赛事

时间	运动赛事	简述
2019 年 6 月	医联·沙漠英雄会	羚锐为运动员提供“活血+通络”组合产品, 并在现场设置服务点, 开展按摩体检服务。
2019 年 10 月	2019 郑州国际马拉松赛	
2019 年 11 月	“羚锐杯”河南首届环保骑行挑战赛	
2019 年 11 月	2019 年全国群众登山健身大会(河南·新县站)	
2019 年 11 月	2019 信阳国际马拉松赛	

数据来源: 公司微信公众号, 西南证券整理

图 23: 公司在运动人群中主打“通络+活血”组合



数据来源: 公司公开宣传资料, 西南证券整理

图 24: 公司通过赞助各运动赛事加强品牌宣传

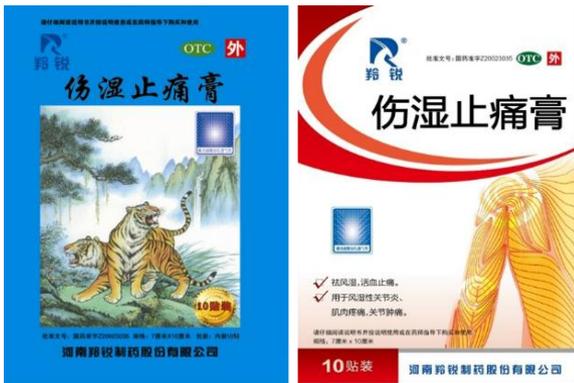


数据来源: 公司公开宣传资料, 西南证券整理

3.3 低毛利率骨科贴膏产品线丰富，精装有利于其价值回归

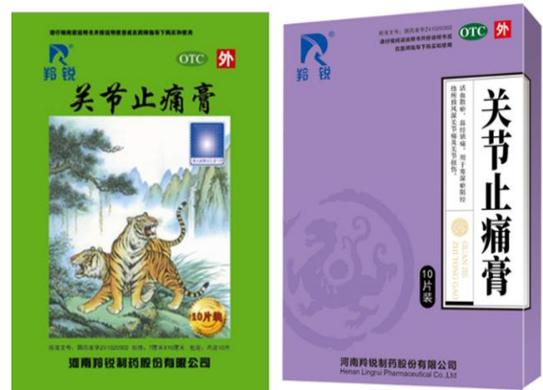
公司还有一系列骨科外用贴膏产品，集群化产品可满足不同骨科症状和需求。在营销改革的推动下，公司针对普通贴膏剂开始精品升级，不仅使用更时尚正规的包装，从原先的塑料袋包装升级为纸盒包装，同时还将贴膏剂由原先的无弹性寸布升级为弹性寸布，使用时更贴合皮肤。普药精品推出后，功能和价格都有所调整，未来公司有望依靠自建营销队伍的强大渠道能力享受品牌溢价，通过精品替代实现产品利润增长。

图 25：伤湿止痛膏升级



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：关节止痛膏升级



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 11：公司贴膏剂大家族重点产品梳理

产品名称	规格 (盒/瓶)	现零售价	功能主治
通络祛痛膏	7cm*10cm*6 贴	40 元	活血通络，散寒除湿，消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎属瘀血停滞、寒湿阻络证。
活血消痛酊	60mL	68 元	活血化瘀，散寒通络，祛风除湿，舒筋止痛。用于骨性关节炎引起的疼痛，沉困，活动不利等症的辅助治疗。
辣椒风湿膏	7cm*10cm*20 贴	60 元	祛风散寒，舒筋活络，消肿止痛。用于关节疼痛，腰背酸痛，扭伤瘀肿，慢性关节炎和未溃破的冻疮。
壮骨麝香止痛膏	7cm*10cm*10 贴	25 元	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛，运动扭伤、牵拉扭伤、负重扭伤（等所引起的疼痛）。
麝香壮骨膏	7cm*10cm*10 贴	29 元	镇痛，消炎。用于风湿痛，关节痛，腰痛，神经痛，肌肉酸痛，扭伤，挫伤。
关节止痛膏	7cm*10cm*10 贴	25 元	活血散瘀，温经镇痛。用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤。
伤湿止痛膏	7cm*10cm*10 贴	28 元	祛风湿，活血止痛。用于风湿性关节炎，肌肉疼痛，关节肿痛。

数据来源：京东，西南证券整理。注：京东平台为各个药房终端销售平台，同一商品各药房价格有浮动情况。

表 12：营销改革后部分产品包装及价格变更（京东终端查询）

产品名称	简装/旧价		精装/现价		价格提高倍数	2019Q1-3	
	规格 (每盒/瓶)	价格 (元)	规格 (每盒/瓶)	价格 (元)		销量	销售额
伤湿止痛膏	7cm*10cm*10 贴	8	7cm*10cm*10 贴	35	4	2.96 亿贴	0.92 亿元
关节止痛膏	7cm*10cm*10 贴	6	7cm*10cm*10 贴	25	4	1.45 亿贴	0.55 亿元
壮骨麝香止痛膏	7cm*10cm*10 贴	5	7cm*10cm*10 贴	25	5	5.36 亿贴	1.92 亿元

产品名称	简装/旧价		精装/现价		价格提高倍数	2019Q1-3	
	规格 (每盒/瓶)	价格 (元)	规格 (每盒/瓶)	价格 (元)	销售额	销量	销售额
活血消痛酊	60mL	25	60mL	68	2.7	0.02 亿瓶	0.35 亿元

数据来源：京东，西南证券整理。注：京东平台为各个药房终端销售平台，同一商品各药房价格有浮动情况。

我们认为：随着消费升级，公司被低估的产品价值有望回归。奇正藏药于 2018 年销售 1 亿余贴，贡献 9.2 亿元收入，每贴出厂价约 9 元；公司于 2018 年销售 16 亿贴，贡献 13 亿元收入，每贴出厂价约 0.81 元；公司通过调整包装及辅料等，伤湿止痛膏、壮骨麝香止痛膏、关节止痛膏、活血消痛酊等产品实现“精装”上市，其价格相对于简装出现明显调整，精装替代简装过程即是“量价齐升”过程。

3.4 其他产品管线丰富，重点产品有序发展

除去主营的贴膏剂，公司的口服药事业部和芬太尼事业部也是公司营收的有力支撑，完善公司长期发展逻辑。

口服药事业部：培元通脑胶囊：主益肾填精，息风通络，主要针对缺血性中风中经络恢复期出现半身不遂、口歪眼斜等症状的患者，为医保乙类产品，为公司独家品种；丹鹿通督片，是用于治疗眼椎管狭窄症的国家独创新药，公司与中华中医药学会骨伤分会终生名誉会长、著名骨伤科专家李同生教授共同研制，现已纳入医保乙类产品，为公司独家品种。

图 27：培元通脑胶囊产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 28：丹鹿通督片产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

生物药业事业部：公司的生物药业主要由旗下子公司羚锐生物药业有限公司经营（公司控股 90.5%），主要经营软膏类产品，具体分为化妆品、药品、消毒产品三条产品线，重点软膏剂有三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏、糠酸莫米松乳膏等。公司软膏类产品种类储备丰富，2018 年实现收入 1.0 亿元，同比增长 61.7%，未来有望随着精细化营销的进一步实施，借助公司本身在 OTC 端的优势，实现快速放量。

图 29：公司生物药业事业部重点产品梳理



数据来源：公司官网，西南证券整理

芬太尼事业部：芬太尼贴剂是比吗啡更安全的癌痛镇痛药。芬太尼透皮贴为外用镇痛产品，属于阿片类强效麻醉性镇痛药，镇痛效力为吗啡的 80 倍，芬太尼对阿片受体有很高的选择性，镇痛更高效、耐受性更好，且其透皮贴剂无首过效应、无“天花板”效应。芬太尼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。

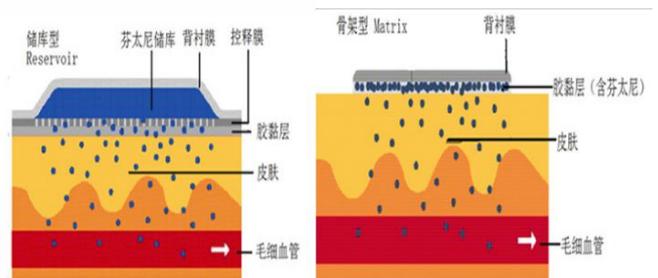
公司的芬太尼贴剂是更具优势的**骨架型贴剂**。公司生产的芬太尼贴剂是国内唯一的骨架型芬太尼贴剂，比其他的**储库型芬太尼贴剂**更优化。骨架型芬太尼，在体内达峰浓度的时间比储库型快 4~8 小时，疗效持续 72 小时，释放药物更持久、更稳定，同时弹性和粘附性更好。

图 30：芬太尼透皮贴剂产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 31：不同类型芬太尼透皮贴剂的直观对比



数据来源：百度文库，西南证券整理

表 13：不同类型芬太尼透皮贴剂的定量对比

	储库型		骨架型	
	释药速率 25ug/h	释药速率 50ug/h	释药速率 25ug/h	释药速率 50ug/h
芬太尼含量(mg/贴)	2.5	5	4.2	8.4
贴剂面积(平台厘米)	18.7	34	10.5	21
结构	复杂，多层结构		简单，单层结构	

	储库型		骨架型	
	释药速率 25ug/h	释药速率 50ug/h	释药速率 25ug/h	释药速率 50ug/h
药物处方组成	简单		复杂	
控释因素	控释膜		扩散	
皮肤适应性和黏附性	差		佳	
剂量突释可能性	大		小	

数据来源：百度文库，西南证券整理

中国阿片类（吗啡）镇痛药物仍处于较低水平，芬太尼贴剂未来想象空间大大。芬太尼因又被称为实验室毒品，在美国产生滥用危机，而在我国，芬太尼在进入我国之初就受到严格管理，因而并未在我国出现处方外滥用。2015 年国际麻醉品管制局发布的年报显示，阿片类（吗啡）在美国消耗量是 19.6 吨，而在中国仅为 1.6 吨，中国人均阿片类药物消耗量全球排名仅位列第 88 位。在我国，多数患者对芬太尼缺乏认知，因各种原因使 50%~80% 的疼痛没有得到有效控制，部分患者选择副作用大的吗啡治疗。今年的贸易战期间，“芬太尼”频上热搜，加速了患者对芬太尼的了解，也助力了公司芬太尼贴剂销量的突破性增长。在美国芬太尼贴剂销售额已超过 30 亿美金，预计公司今年销售额可达 4000 万，随着临床终端渗透率提升，想象空间较大。

我们认为：芬太尼相对于吗啡具有明显的镇痛优势，尤其是美国强化对芬太尼的管制事件使国人更好的了解芬太尼；近年肿瘤疾病高发，国内每年新发 429 万人，恒瑞医药、中国生物制药等肿瘤业务爆发式增长是对其最好的佐证，肿瘤晚期病人的疼痛是最大问题，芬太尼透皮贴需求量大；公司芬太尼透皮贴为外用、且可在家中使用，更加便捷，2017 年进入医保解决医保支付问题；国内仅有三家，分别为常州四药、强生、羚锐制药，尤其目前强化对芬太尼的管制、后续再批生产概率极小。常州四药为芬太尼透皮贴第一代产品，羚锐制药与强生第二代产品，第二代产品安全性更好；随着公司在营销上对该产品的重视，预计 19 年销售额可达 4000 万，未来两年很可能爆发式增长。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到膏剂类为老龄化疾病谱前周期产品，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 5%、8%、12%，考虑到公司贴膏剂聚焦大品种的收入结构调整，毛利率 2019-2021 逐年上涨 1pp；

假设 2：考虑到培元通脑胶囊临床渗透率不断提升、参芪降糖胶囊 2019 年自动由医保乙类升级为甲类，预计胶囊 2019-2021 年销量增长率分别为 15%、18%、22%，目前毛利率已成增长态势，预计毛利率 2019-2021 逐年上涨 1pp；

假设 3：考虑到软膏剂短期内不是公司业绩发力点，预计 2019-2021 年销量增长率分别为 20%、20%、20%，产品单价维持稳定，毛利率与 2018 年相同；

假设 4：考虑到片剂包装及价格均未改变，预计片剂 2019-2021 年销量增长率分别为 7%、8%、9%，产品单价维持稳定，毛利率与 2018 年相同。

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 14：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
膏剂类	收入	1,256.1	1,318.9	1,424.4	1,595.3
	增速	3%	5%	8%	12%
	毛利率	75.84%	76.84%	77.84%	78.84%
胶囊	收入	528.0	607.2	716.5	874.1
	增速	24%	15%	18%	22%
	毛利率	82.34%	83.34%	84.34%	85.34%
软膏剂	收入	97.2	116.7	140.0	168.0
	增速	62%	20%	20%	20%
	毛利率	83.43%	83.43%	83.43%	83.43%
片剂	收入	87.2	93.3	100.7	109.8
	增速	11%	7%	8%	9%
	毛利率	50.75%	50.75%	50.75%	50.75%
其他	收入	84.6	101.6	121.9	146.3
	增速	22%	20%	20%	20%
	毛利率	57.93%	57.93%	57.93%	57.93%
合计	收入	2,053.1	2,237.6	2,503.5	2,893.5
	增速	11.07%	8.99%	11.88%	15.58%
	毛利率	76.07%	77.00%	77.95%	78.95%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 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 28 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 26.3%。我们给予公司 2020 年 26 倍 PE，对应目标价 17.68 元，维持“买入”评级。

表 15：可比公司估值

证券代码	可比公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002287.SZ	奇正藏药	114.83	3.19	3.88	4.27	4.67	31.87	29.6	26.92	24.62
300326.SZ	凯利泰	103.44	4.63	3.08	3.99	5.08	13.22	33.6	25.93	20.37
平均值							22.55	31.60	26.43	22.50

数据来源：Wind，西南证券整理。注：数据截止日为 11.21 收盘时。

5 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	2237.59	2503.51	2893.51	净利润	245.77	312.46	389.70	492.50
营业成本	491.33	514.58	551.90	609.13	折旧与摊销	70.13	107.82	107.82	107.82
营业税金及附加	32.83	35.78	40.03	46.27	财务费用	7.47	0.69	0.77	8.68
销售费用	1056.53	1150.12	1281.80	1455.44	资产减值损失	-4.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	128.57	172.29	175.25	202.55	经营营运资本变动	334.49	-234.63	-43.71	-58.24
财务费用	7.47	0.69	0.77	8.68	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	192.78	455.00	550.89
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	364.13	453.76	571.46	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	358.71	447.38	565.39	股权融资	-97.41	0.00	0.00	0.00
所得税	37.59	46.25	57.68	72.89	支付股利	-88.85	-53.11	-66.65	-84.21
净利润	245.77	312.46	389.70	492.50	其他	-7.40	-82.75	-0.77	-8.68
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	-336.36	-67.42	-92.89
归属母公司股东净利润	243.26	305.27	385.70	490.50	现金流量净额	276.36	70.28	387.58	458.01
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	710.31	1097.88	1555.89	成长能力				
应收和预付款项	585.75	204.56	226.46	260.49	销售收入增长率	11.07%	8.99%	11.88%	15.58%
存货	323.80	383.52	411.42	454.69	营业利润增长率	10.48%	23.66%	24.62%	25.94%
其他流动资产	45.23	245.68	274.87	317.70	净利润增长率	9.26%	27.14%	24.72%	26.38%
长期股权投资	71.08	71.08	71.08	71.08	EBITDA 增长率	13.13%	27.03%	18.98%	22.33%
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%	77.00%	77.95%	78.95%
无形资产和开发支出	310.47	304.27	298.08	291.88	三费率	58.09%	59.13%	58.23%	57.60%
其他非流动资产	353.50	144.77	141.16	137.54	净利率	11.97%	13.96%	15.57%	17.02%
资产总计	3109.96	2746.29	3105.04	3575.35	ROE	11.73%	13.75%	15.02%	16.40%
短期借款	200.50	0.00	0.00	0.00	ROA	7.90%	11.38%	12.55%	13.77%
应付和预收款项	260.79	365.68	394.52	448.39	ROIC	16.09%	20.71%	24.93%	32.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.12%	21.12%	22.46%	23.78%
其他负债	554.20	108.84	115.70	123.84	营运能力				
负债合计	1015.48	474.53	510.22	572.23	总资产周转率	0.64	0.76	0.86	0.87
股本	586.45	567.81	567.81	567.81	固定资产周转率	2.67	3.09	4.00	5.49
资本公积	473.81	492.45	492.45	492.45	应收账款周转率	10.16	12.74	14.35	14.57
留存收益	977.81	1229.97	1549.03	1955.32	存货周转率	1.43	1.44	1.36	1.38
归属母公司股东权益	2082.13	2252.23	2571.28	2977.57	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	2271.77	2594.82	3003.11	资产负债率	32.65%	17.28%	16.43%	16.00%
负债和股东权益合计	3109.96	2746.29	3105.04	3575.35	带息债务/总负债	19.74%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.69	3.84	4.60	5.18
					速动比率	1.35	2.89	3.66	4.27
					股利支付率	36.52%	17.40%	17.28%	17.17%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.54	0.68	0.86
					每股净资产	3.69	4.00	4.57	5.29
					每股经营现金	0.77	0.34	0.80	0.97
					每股股利	0.16	0.09	0.12	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	372.07	472.64	562.36	687.96					
PE	24.51	19.53	15.46	12.15					
PB	2.85	2.62	2.30	1.99					
PS	2.90	2.66	2.38	2.06					
EV/EBITDA	14.49	10.87	8.45	6.24					
股息率	1.49%	0.89%	1.12%	1.41%					

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	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	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
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn