

羚锐制药(600285)

报告日期: 2023年04月26日

行稳致远, 2022年ROE创新高

——羚锐制药2022年报及2023年一季报点评

投资要点

业绩表现: 增长稳健, 2023Q1扣非归母净利润增速亮眼

2022年公司实现营业收入30.02亿元, 同比增长11.45%; 归母净利润4.65亿元, 同比增长28.71%; 扣非归母净利润4.09亿元, 同比增长15.28%; Q4单季度来看, 公司实现营业收入7.25亿元, 同比增长13.17%; 归母净利润0.60亿元, 同比增长72.32%; 扣非归母净利润0.41亿元, 同比下降5.48%。

2023Q1公司实现营业收入7.89亿元, 同比增长15.62%; 归母净利润1.44亿元, 同比增长10.30%; 扣非归母净利润1.39亿元, 同比增长31.71%。2023Q1公司归母净利润增速低于营业收入的原因是2022Q1公司政府补助和房地产收益等非经常性损益较高, 剔除后2023Q1公司扣非归母净利润增速靓丽。

成长性分析: 骨科贴膏增长稳健, 看好2023年口服品种恢复性增长

分产品来看, 2022年公司各业务收入拆分如下:

(1) 贴剂: 收入19.14亿元(+17.9%), 骨科贴膏增长稳健, 小儿退热贴疫情驱动贡献短期增量; (2) 口服品种: 片剂收入1.95亿元(+31.5%), 主要是丹鹿通督片增长驱动; 胶囊剂收入6.17亿(-7.4%), 主要是培元通脑胶囊院线销售不及预期、收入下滑导致; (3) 软膏剂: 收入1.49亿元(+23.6%), 主要是销售改善后, 糠酸莫米松乳膏增长驱动。

盈利能力分析: 持续控费, 看好毛利率回升趋势

2022年公司毛利率为72.28%(-2pct), 下降原因主要是原材料成本上涨, 随着公司口服品种销售规模上升、规模效应体现, 同时公司在生产端加大智能化建设, 我们认为毛利率有望稳步提升; 费用率方面, 公司降费提效显著, 2022年销售费用率48.09%(-0.21pct), 公司通过推进渠道管理降低销售费用率水平, 管理费用率5.64%(-1.37pct), 研发费用率4.17%(+0.97pct), 财务费用率-0.89%(-0.51pct)。2023Q1销售费用率-0.45pct, 管理费用率-1.66pct, 基于此, 我们看好2023年全年费用率进一步下降。

经营质量分析: 运营效率提升, 经营质量优异

2022年存货周转天数下降12.3天, 运营效率持续提升; 合同负债较期初增长94.4%, 保障公司未来业绩。现金流方面, 2022年经营性现金流净额8.35亿元, 远超净利润水平, 经营质量优异。

战略布局: 明确“1+N”品牌建设思路, 看好提效降费的持续性

从产品端来说, 公司品牌定位思路清晰, 在存量品种方面, 打造通络祛痛膏+“两只老虎”的品牌优势, 前者为公司独家战略品种, 后者虽非独家品种, 但公司在价格和渠道管理上具有较强的竞争力, 两者共同驱动公司骨科贴膏稳健放量; 在二线品牌增长方面, 公司加大投入芬太尼透皮贴剂、“小羚羊”品牌等的产品建设, 开拓麻醉和儿科领域市场, 同时在口服领域加强院内销售渠道管理, 二线品种有望为公司增长贡献较大弹性。

从销售改善角度, 自2018年以来, 公司以来对销售平台进行整合, 销售效率提升效果明显, 2018-2022年公司销售费用率逐年下降、存货周转率等经营数据逐年上升, 进而帮助公司形成ROE逐年提升的趋势, 我们看好公司在本轮管理改善下控费提效的持续性。

盈利预测及估值

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为34.81/39.70/45.09亿元, 同比分别增长15.97%/14.04%/13.58%, 归母净利润分别为5.56/6.56/7.76亿元, 同比分别增长19.57%/17.91%/18.26%, 对应当前PE分别为15.96x/13.53x/11.44x, 具有估值性价比, 维持“增持”评级。

风险提示

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

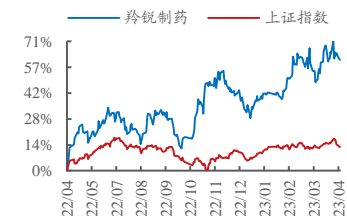
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥15.65
总市值(百万元)	8,878.24
总股本(百万股)	567.30

股票走势图



相关报告

1 《改革弹性体现, 骨科贴膏龙头》2023.02.21

销售不及预期; 渠道管理不及预期; 原材料价格大幅波动的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,002	3,481	3,970	4,509
(+/-) (%)	11.45%	15.97%	14.04%	13.58%
归母净利润	465	556	656	776
(+/-) (%)	28.71%	19.57%	17.91%	18.26%
每股收益(元)	0.82	0.98	1.16	1.37
P/E	19.08	15.96	13.53	11.44

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,508	3,108	3,845	4,785
现金	1,179	1,756	2,369	3,244
交易性金融资产	150	197	244	231
应收账款	447	501	538	609
其它应收款	21	16	20	25
预付账款	27	29	32	37
存货	486	484	525	567
其他	197	124	117	72
非流动资产	1,836	1,778	1,711	1,641
金额资产类	277	272	267	271
长期投资	72	74	65	48
固定资产	697	668	641	615
无形资产	204	191	176	156
在建工程	2	1	1	1
其他	585	573	561	550
资产总计	4,344	4,886	5,556	6,426
流动负债	1,712	1,894	2,105	2,398
短期借款	94	84	84	84
应付款项	68	103	119	139
预收账款	0	0	0	0
其他	1,550	1,708	1,903	2,176
非流动负债	74	77	80	82
长期借款	0	0	0	0
其他	74	77	80	82
负债合计	1,786	1,971	2,186	2,480
少数股东权益	8	8	8	8
归属母公司股东权益	2,551	2,907	3,363	3,939
负债和股东权益	4,344	4,886	5,556	6,426

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	835	820	827	1,015
净利润	465	556	656	776
折旧摊销	79	75	79	82
财务费用	4	5	4	4
投资损失	(59)	(56)	(62)	(77)
营运资金变动	381	222	137	221
其它	(36)	17	13	10
投资活动现金流	(84)	(31)	(14)	62
资本支出	(15)	(51)	(51)	(44)
长期投资	45	(2)	8	17
其他	(114)	22	29	89
筹资活动现金流	(373)	(212)	(201)	(203)
短期借款	(33)	(10)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(341)	(202)	(201)	(203)
现金净增加额	378	577	613	875

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,002	3,481	3,970	4,509
营业成本	832	906	1,009	1,150
营业税金及附加	41	47	55	61
营业费用	1,444	1,668	1,886	2,133
管理费用	169	191	240	258
研发费用	125	139	159	180
财务费用	(27)	(14)	(19)	(23)
资产减值损失	(0)	(9)	(3)	(4)
公允价值变动损益	6	0	0	0
投资净收益	59	56	62	77
其他经营收益	39	35	40	45
营业利润	517	626	739	868
营业外收支	0	-8	-10	-6
利润总额	517	618	729	862
所得税	52	62	73	86
净利润	465	556	656	776
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	465	556	656	776
EBITDA	505	606	700	808
EPS (最新摊薄)	0.82	0.98	1.16	1.37

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	11.45%	15.97%	14.04%	13.58%
营业利润	18.88%	21.13%	17.96%	17.49%
归属母公司净利润	28.71%	19.57%	17.91%	18.26%
获利能力				
毛利率	72.28%	73.99%	74.57%	74.51%
净利率	15.50%	15.98%	16.52%	17.21%
ROE	18.24%	19.14%	19.51%	19.70%
ROIC	14.41%	15.87%	16.12%	16.16%
偿债能力				
资产负债率	41.11%	40.35%	39.34%	38.59%
净负债比率	69.80%	67.64%	64.84%	62.84%
流动比率	1.47	1.64	1.83	2.00
速动比率	1.11	1.32	1.52	1.70
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.75	0.76	0.75
应收账款周转率	16.28	18.00	19.98	20.43
应付账款周转率	11.40	10.60	9.10	8.93
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.98	1.16	1.37
每股经营现金	1.47	1.44	1.46	1.79
每股净资产	4.50	5.12	5.93	6.94
估值比率				
P/E	19.08	15.96	13.53	11.44
P/B	3.48	3.05	2.64	2.25
EV/EBITDA	12.52	11.91	9.43	7.09

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>