

羚锐制药 (600285.SH) 毛利率恢复叠加销售费用率下降, 主营利润高速增长

2023年08月10日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/8/9
当前股价(元)	15.13
一年最高最低(元)	17.88/10.80
总市值(亿元)	85.83
流通市值(亿元)	85.21
总股本(亿股)	5.67
流通股本(亿股)	5.63
近3个月换手率(%)	85.77

蔡明子 (分析师)	古意涵 (分析师)
caimingzi@kysec.cn	guyihan@kysec.cn
证书编号: S0790520070001	证书编号: S0790523020001

● 2023Q2 收入稳健增长, 主营利润实现高速增长, 维持“买入”评级

8月9日, 公司发布2023年半年报: 2023H1 收入 17.01 亿元 (+13.18%), 归母净利润 3.17 亿元 (+17.18%), 扣非净利润 3.01 亿元 (+26.08%), 对应 2023Q2 收入 9.12 亿元 (+11.15%), 归母净利润 1.73 亿元 (+23.61%), 扣非净利润 1.63 亿元 (+21.68%)。考虑到 2022Q2 投资净收益为 4825 万元 (2023Q2 为 250 万元), 主要为联营企业确认的投资净收益, 非主营业务, 且 2022 年和 2023 年股权激励费用相差较大 (根据股权激励草案, 2022、2023 年摊销总费用分别为 0.32、0.12 亿元), 我们假设当年费用按季度均分, 剔除投资净收益和股权激励费用影响后的 2023Q2 扣非净利润预计同比增长 75% 左右, 利润高增速主要源于公司毛利率快速恢复叠加销售费用率明显下降, 我们维持 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.40/6.43/7.66 亿元, EPS 分别为 0.95/1.13/1.35 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.9/13.3/11.2 倍, 维持“买入”评级。

● 2023Q2 毛利率快速恢复, 销售费用率达到近年单季度最低水平

2023Q2 公司整体毛利率为 74.27%, 同比增加 3.61pct, 预计原因为: (1) 2022Q2 由于疫情和口服剂原材料成本上涨, 毛利率同比下降 2.61pct 至 70.66%, 导致基数较低; (2) 公司通过持续升级中药智能制造工厂提升生产效率。自公司 2019 年开启营销改革, 销售费用率自 2018 年来逐年持续下降, 按季度来看, 2023Q2 销售费用率首次下降至 47% 以下, 达到 45.5%, 我们预计与公司精准有效推广各类市场终端、开展销售管理人员竞聘上岗, 促进销售人员均效率持续提升有关。

● 产品线持续丰富, 子品牌进一步拓展

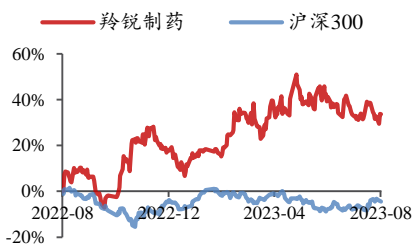
产品线持续丰富: 公司于 6 月底、7 月初公告获得他达拉非片 (用于治疗男性勃起功能障碍)、蒙脱石散 (用于成人及儿童急、慢性腹泻) 的药品注册证书。子品牌进一步拓展: 继公司打造针对骨科健康的“两只老虎系列”, 公司已上线“小羚羊”APP, 与优质经销商和连锁终端深度合作, 打造儿童健康品牌。

● 风险提示: 产品销售不及预期; 市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,694	3,002	3,449	3,965	4,556
YOY(%)	15.5	11.4	14.9	15.0	14.9
归母净利润(百万元)	362	465	540	643	766
YOY(%)	11.1	28.7	16.1	19.0	19.1
毛利率(%)	74.3	72.3	73.3	73.3	73.3
净利率(%)	13.4	15.5	15.7	16.2	16.8
ROE(%)	15.9	18.2	17.4	18.0	18.4
EPS(摊薄/元)	0.64	0.82	0.95	1.13	1.35

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2022 年疫情影响下整体稳健, 2023Q1 恢复较快增长—公司信息更新报告》-2023.4.26

《2022Q3 收入稳健增长, 利润继续超激励考核目标—公司信息更新报告》-2022.10.29

《信息化建设持续推进精益化生产, 利润增长超股权激励目标预期—公司信息更新报告》-2022.8.11

P/E(倍)	23.7	18.4	15.9	13.3	11.2
P/B(倍)	3.8	3.4	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2131	2508	3259	3943	4902
现金	801	1179	1942	2433	3366
应收票据及应收账款	401	447	451	554	571
其他应收款	9	21	14	27	20
预付账款	25	27	38	35	48
存货	428	486	497	602	624
其他流动资产	466	347	317	293	274
非流动资产	1662	1836	1886	1936	1992
长期投资	117	72	115	159	208
固定资产	698	697	738	780	819
无形资产	286	242	217	192	164
其他非流动资产	560	826	816	804	801
资产总计	3793	4344	5145	5879	6895
流动负债	1438	1712	1972	2233	2653
短期借款	126	94	94	94	94
应付票据及应付账款	78	68	99	102	141
其他流动负债	1233	1550	1779	2037	2418
非流动负债	69	74	74	74	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	69	74	74	74	74
负债合计	1507	1786	2046	2307	2727
少数股东权益	8	8	8	8	8
股本	568	567	567	567	567
资本公积	272	310	310	310	310
留存收益	1481	1665	1926	2248	2670
归属母公司股东权益	2279	2551	3091	3564	4160
负债和股东权益	3793	4344	5145	5879	6895

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	846	835	786	694	1146
净利润	362	465	540	643	766
折旧摊销	75	77	64	71	79
财务费用	-10	-27	-18	-20	-23
投资损失	-31	-59	-43	-44	-49
营运资金变动	391	343	243	44	374
其他经营现金流	58	35	0	0	0
投资活动现金流	-546	-84	-40	-53	-67
资本支出	77	27	75	82	81
长期投资	-30	0	-43	-44	-49
其他投资现金流	-439	-57	78	73	63
筹资活动现金流	-231	-373	17	-150	-147
短期借款	106	-33	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-48	38	0	0	0
其他筹资现金流	-290	-378	17	-150	-147
现金净增加额	69	378	763	491	933

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2694	3002	3449	3965	4556
营业成本	693	832	921	1060	1219
营业税金及附加	38	41	43	45	47
营业费用	1301	1444	1638	1863	2113
管理费用	189	169	168	180	200
研发费用	86	125	143	164	187
财务费用	-10	-27	-18	-20	-23
资产减值损失	-9	-0	0	0	0
其他收益	18	39	24	27	30
公允价值变动收益	0	6	0	0	0
投资净收益	31	59	43	44	49
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	435	517	621	744	891
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	24	1	0	0	0
利润总额	413	517	621	744	891
所得税	51	52	81	100	125
净利润	362	465	540	643	766
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	362	465	540	643	766
EBITDA	472	564	650	761	894
EPS(元)	0.64	0.82	0.95	1.13	1.35

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	15.5	11.4	14.9	15.0	14.9
营业利润(%)	18.5	18.9	20.1	19.7	19.8
归属于母公司净利润(%)	11.1	28.7	16.1	19.0	19.1
获利能力					
毛利率(%)	74.3	72.3	73.3	73.3	73.3
净利率(%)	13.4	15.5	15.7	16.2	16.8
ROE(%)	15.9	18.2	17.4	18.0	18.4
ROIC(%)	14.2	16.3	15.8	16.1	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	39.7	41.1	39.8	39.2	39.6
净负债比率(%)	-27.6	-40.9	-58.4	-64.4	-77.6
流动比率	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	16.9	16.3	17.0	17.3	17.6
应付账款周转率	8.8	11.4	11.0	10.5	10.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.82	0.95	1.13	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	1.47	1.39	1.22	2.02
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.50	5.45	6.28	7.33
估值比率					
P/E	23.7	18.4	15.9	13.3	11.2
P/B	3.8	3.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.3	13.1	10.3	8.1	5.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn