

## 羚锐制药 (600285.SH) 营销改革及终端提价助力公司迎来第二增长曲线

2021年12月10日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2021/12/10
当前股价(元)	12.92
一年最高最低(元)	13.57/7.66
总市值(亿元)	73.35
流通市值(亿元)	71.59
总股本(亿股)	5.68
流通股本(亿股)	5.54
近3个月换手率(%)	120.94

### ● 营销改革后公司发展迈入新阶段, 维持“买入”评级

羚锐制药是国内贴膏剂龙头企业, 第一次营销改革完善布局, 为第二次改革奠定快速增长基石, 随着营销整合成效显现、核心产品通络祛痛膏稳健增长、壮骨麝香止痛膏升级换代、3大普药成功提价、基层医疗品种快速放量, 公司发展将迈入新阶段, 我们上调2021-2023年盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润分别为3.86(原为3.77)/4.55(原为4.53)/5.72(原为5.54)亿元, EPS分别为0.68/0.80/1.01元, 当前股价对应PE分别为19.0/16.1/12.8倍, 维持“买入”评级。

### ● 2019年第二次营销改革简化布局、提质增效

公司于2021年实施股票激励计划和员工持股计划, 设立2021-2023年扣非净利润(剔除股权激励费用影响)年化增速分别为20%/20%/15%的业绩考核标准, 公司2012年第一次营销改革加大投入、完善布局, 成效明显, 但由于加大营销投入, 销售费用率基本和毛利率保持同步增长, 由此开启第二次营销改革, 简化布局、提质增效, 我们预计公司营销效率不断提升, 销售费用率有望平稳下降。

### ● 通络祛痛膏稳健增长, 壮骨麝香祛痛膏升级换代, 普药提价有望快速体现

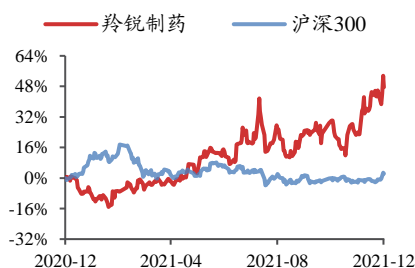
通络祛痛膏OTC端渠道快速拓宽, 且搭配销售活血消痛酊等助力上量, 同价格下改变OTC端贴数增强盈利能力, 预计未来保持稳健增长。壮骨麝香止痛膏采用精品替代, 售价从0.3-0.5元/贴提高至约2-3元/贴, 精品销售占比稳步增加, 有望实现快速增长。老产品壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏3个贴膏剂产品单贴价格皆提升, 且基本未带来渠道库存积压, 预计提价带来的业绩增厚将较快在报表端中体现。

### ● 基层医疗端加大营销推广, 增加品种供给, 有望快速放量

营销改革后公司加大基层医疗的营销推广, 旗下较多口服药产品适宜在基层推广, 且公司逐步恢复生产及再注册部分品种, 加大品种供给, 我们认为, 受益此次营销整合, 基层医疗的产品销量有望迎来快速增长。

### ● 风险提示: 产品销售不及预期; 市场竞争加剧。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-行稳致远中成药贴膏剂龙头》-2021.7.30

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,157	2,332	2,755	3,199	3,655
YOY(%)	5.1	8.1	18.2	16.1	14.3
归母净利润(百万元)	294	325	386	455	572
YOY(%)	21.0	10.5	18.7	17.8	25.7
毛利率(%)	77.3	76.9	77.1	77.4	77.8
净利率(%)	0.0	14.0	14.0	14.2	15.7
ROE(%)	13.2	14.0	15.5	16.3	17.8
EPS(摊薄/元)	0.52	0.57	0.68	0.80	1.01
P/E(倍)	24.9	22.5	19.0	16.1	12.8
P/B(倍)	3.3	3.2	3.0	2.6	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 股权激励设置较高业绩目标，体现未来业绩增长信心.....	3
2、 第一次营销改革加大投入、完善布局，为第二次改革奠定快速增长基石.....	3
3、 核心产品通络祛痛膏有望保持较快增长.....	8
3.1、 长期发展受益于人口扩容、老龄化以及国家鼓励运动政策.....	8
3.2、 通络祛痛膏：拓宽 OTC 渠道、搭配销售、赛事推广助力上量.....	8
3.3、 通络祛痛膏：同价格下改变 OTC 端贴数增强盈利能力.....	10
4、 壮骨麝香止痛膏精品替代，3 大普药提价增强整体盈利能力.....	11
4.1、 壮骨麝香止痛膏精品替代，3 大普药皆提价.....	11
4.2、 SAP-ERP 项目启动，促进提价成效快速显现.....	13
5、 加大基层医疗推广力度，增加产品布局，有望快速放量.....	13
6、 盈利预测与投资建议.....	14
7、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1： 2012 年改革后收入保持稳健增长.....	4
图 2： 2012 年改革后利润快速增长.....	4
图 3： 公司 2012 年改革后毛利率和销售费用率基本保持同步增长，2019 年起两者差距逐步扩大.....	4
图 4： 2019 年公司整合营销渠道，各条线受益营销覆盖面扩大有望获得快速增长.....	7
图 5： 软膏剂经过营销改革后在 2020 年恢复收入快速增长.....	8
图 6： 2015-2020 年通络祛痛膏销售额在中国城市实体药店终端 CAGR 20%.....	9
图 7： 通络祛痛膏销售额增速在 2020 年领跑中国城市实体药店终端 TOP 20 中成药贴膏剂产品.....	9
图 8： 公司采用“通络祛痛膏+活血消痛酊”搭配销售加速两产品销量增长.....	10
图 9： 通络祛痛膏通过改变 OTC 端贴数增强盈利能力.....	11
图 10： 壮骨麝香止痛膏进行精品替代提升单价.....	12
图 11： 2020 年壮骨麝香止痛膏销量约 7 亿贴.....	12
图 12： 壮骨麝香止痛膏在羚锐官方旗舰店实现单贴价格提升 0.1 元.....	12
图 13： 关节止痛膏、伤湿止痛膏在羚锐官方旗舰店皆提价.....	13
表 1： 公司股权激励和员工持股计划制订了较高的业绩目标.....	3
表 2： 公司根据市场情况持续优化营销策略，2019 年改革下简化营销条线，提质增效.....	5
表 3： 活血消痛酊首次上榜中国非处方药企业及产品榜-骨伤科类 TOP 20.....	10
表 4： 公司较多口服药产品适宜在基层推广，且逐步恢复生产及再注册部分品种，加大基层医疗品种供给.....	14
表 5： 羚锐制药盈利预测.....	15

## 1、股权激励设置较高业绩目标，体现未来业绩增长信心

公司于 2021 年 7 月 12 日完成限制性股票激励计划权益授予，向 184 名激励对象授予限制性股票 1376.44 万股，授予价格为 4.78 元/股，授予对象包括公司管理层 9 人以及中层管理人员、核心技术（业务）骨干 175 人。同时公司也发布了员工持股计划，该计划拟筹集资金总额为不超过人民币 1032.19 万元，受让回购股份 215.94 万股，价格为 4.78 元/股。

限制性股票激励计划和员工持股计划均设有业绩考核标准，以扣除非经常性损益后并剔除当年股权激励、员工持股计划成本影响的净利润为考核依据。公司 2020 年扣除非经常性损益后净利润为 29951 万元，则 2021-2023 年业绩目标分别为 35941/43129/49599 万元，年化增速分别为 20%/20%/15%。此外本次限制性股票激励计划和员工持股计划对于参与人的个人业绩也设定了考核指标，核心业务骨干人员依据个人业绩达成率确定实际解除限售的比例，考核较为严格。

**表1：公司股权激励和员工持股计划制订了较高的业绩目标**

解除限售/解锁安排	业绩考核目标	业绩目标
第一个解除限售/解锁期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%	35941 万元
第二个解除限售/解锁期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 44%	43129 万元
第三个解除限售/解锁期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 65.6%	49599 万元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为本次激励覆盖面广，考核力度大，能够充分调动公司管理层、技术人员和销售人员的积极性，另一方面本次激励也制订了较高的业绩增速目标，体现出公司对于未来业绩增长的信心。

## 2、第一次营销改革加大投入、完善布局，为第二次改革奠定快速增长基石

**第一次营销改革加大投入、完善布局：**公司于 2012 年制定并推行贴膏剂事业部营销管理体制改革，充分调动市场一线人员的主观能动性，并通过建立长效激励机制，有效地避免了短期行为，使得贴膏剂销售队伍健康发展，终端建设显著加强；逐渐发展为以连锁药店为主，单店零售为辅的 OTC 销售模式；于 2014 年全面启动临床招商工作，对于产品覆盖较薄弱的地区，公司通过自建队伍或者寻找合作伙伴等方式进行产品推广；由此在 2012-2017 年，公司销售团队持续扩容，由渠道驱动逐渐转型为终端驱动，且覆盖地区逐步扩大、深入，2017 年公司产品基本覆盖了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。

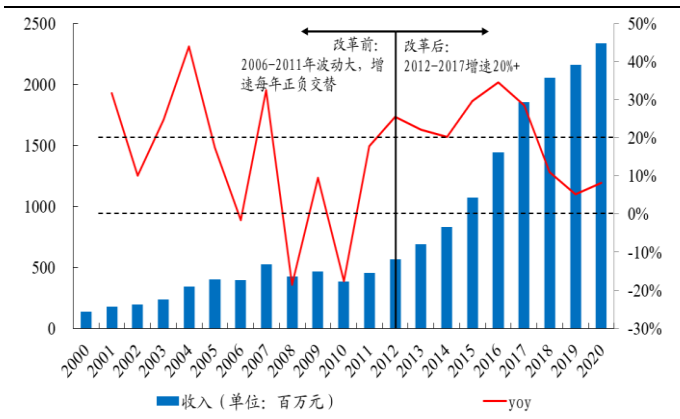
**第一次营销改革取得明显成效：**从业绩端来看，2012-2017 年整体收入增速保持在 20%以上，利润端则开启快速增长阶段，从改革前的千万级利润体量持续且快速地增长至 2017 年的 2.17 亿元。

**2012-2017 年由于加大营销投入，销售费用率基本和毛利率保持同步增长：**从毛利率和净利率来看，2012 年改革前公司毛利率波动较大，在 50%-60%徘徊，2012 年

改革后毛利率持续上升，2018 年达到 76.07%。但与此同时，由于公司大力开拓终端、扩大营销队伍，销售费用率基本与毛利率保持同步增长，由此扣非净利率呈现小幅上升趋势，从 2012 年的 5.41% 提升至 2017 年的 10.87%。

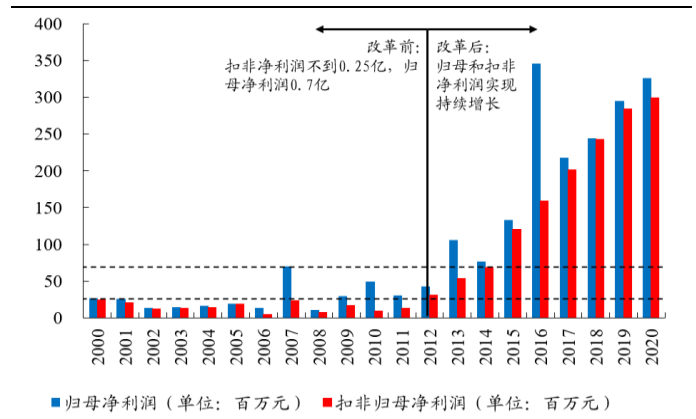
**2018 年设立羚锐医药为 2019 年的第二次营销改革做准备，简化布局，提质增效：**第一次营销改革后，公司营销布局已较为完善，但由于公司贴膏剂、口服药、软膏、片剂等产品由不同子公司负责其产销，导致各条线在职能上有所重合，营销效率有待提升，且部分产品由于规模较小，在地区覆盖度上不足导致销量增速较缓，由此，2018 年公司组建了羚锐医药，负责统筹公司销售业务，并聚焦重点品种的营销拓展，在 2019 年开启第二次营销改革。由于第二次营销改革中公司聚焦重点品种，去掉部分小品种，导致 2018-2019 年收入增速暂缓，但随着营销资源逐步整合、效率提升，2020 年收入增速开始回升，且有望在未来实现较高收入增速。从销售费用率来看，2018 年起，公司销售费用率呈现下降趋势，从 51.46% 下降至 2020 年的 50.68%，2021Q3 则下降至 47.35%，我们预计公司在营销整合下营销效率不断提升，助力销售费用率持续下降。

图1：2012 年改革后收入保持稳健增长



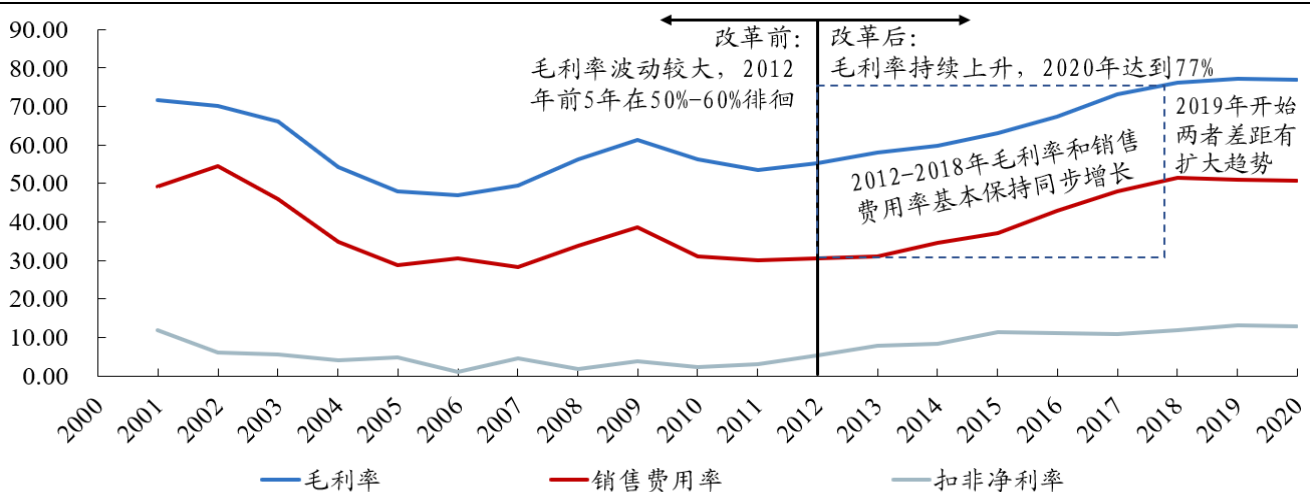
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2012 年改革后利润快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司 2012 年改革后毛利率和销售费用率基本保持同步增长，2019 年起两者差距逐步扩大



数据来源：公司公告、开源证券研究所



**表2: 公司根据市场情况持续优化营销策略, 2019年改革下简化营销条线, 提质增效**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营销模式	贴膏剂事业部、信阳分公司、生物医药、芬太尼事业部分别负责贴膏剂、口服剂、软膏剂、芬太尼产销			实行经分销模式, 组建大区经理、地区经理和终端代表三级销售队伍; 逐渐发展为以 OTC 市场及连锁药店为主, 终端零售为辅的销售模式			整合 OTC、基层医疗、临床营销资源, 组建河南羚锐医药有限公司, 形成统一营销平台。	羚锐医药负责统筹公司销售业务, 分为 OTC、基层医疗和临床三大事业部	
营销人员	对市场一线人员建立长效激励机制			不断扩充营销队伍, 招聘营销人员, 由渠道驱动逐渐转变为终端驱动					
产品结构							抓好重点品种销售, 公司单品销售过亿的有通络祛痛膏、培元通脑胶囊等 5 个产品。	不断调整产品销售结构、拓展线上销售渠道, 主抓重点产品的销售工作	
扩大终端覆盖				通过自建队伍或者寻找合作伙伴等方式不断往产品覆盖较薄弱的地区推广		针对公司自建队伍未覆盖的销售终端, 公司采取委托推广方式			
创新营销推广模式	央视广告投放		产品促销, 公益广告			大力推广“体验式营销”			开展主题场景营销活动, 拓宽年轻消费群体。通过社交媒体借势私域流量。
OTC			全面启动 OTC 招商工作	定期推出产品促销活动, 在较为成熟的市场上精耕细作		推进产销深度融合, 主攻 OTC 市场业务		针对零售市场, OTC 事业部开展品牌推广为主的终端动销工作	OTC 条线与全国大型连锁药店开展合作, 销售团队对商业连锁进行全

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
									方位的销售支持和渠道维护
临床及基层								基层医疗和临床事业部以专业化、精细化的学术服务推广模式加强对终端市场的渗透	
电商开拓				推出羚锐小羚羊微信公众号；利用先进的互联网销售与传统销售模式有效结合	积极探索网络销售模式。积极尝试电商营销模式，寻找优秀运营商				通过 B2B、B2C 模式加快电商销售渠道布局，目前主要布局的有天猫、京东、拼多多、康爱多、健客等平台。通过网络直播等营销模式拓展业务边界。
渠道合作			密切与大客户的战略合作				成立 KA 部，专职负责对全国大连锁战略合作与指导，并在中小连锁方面引导合作		
渠道下沉		加强社区医疗机构销售			营销渠道逐渐延伸到基层。与县域连锁的深度合作在全国市场已深入开展				
渠道整合					实现贴膏剂 OTC 市场优势和口服药诊所开发优势互补，各代理商优势资源跨界融合		收购子公司羚锐生物药业少数股权，将其软膏等 10 个产品纳入公司营销体系		
成效						产品基本覆盖了国内大部分地区的连锁药店、个体零售	目前，公司产品已覆盖全国各地。公司在渠道、品牌、		公司销售网络遍布全国，终端覆盖了全国各个省市，产

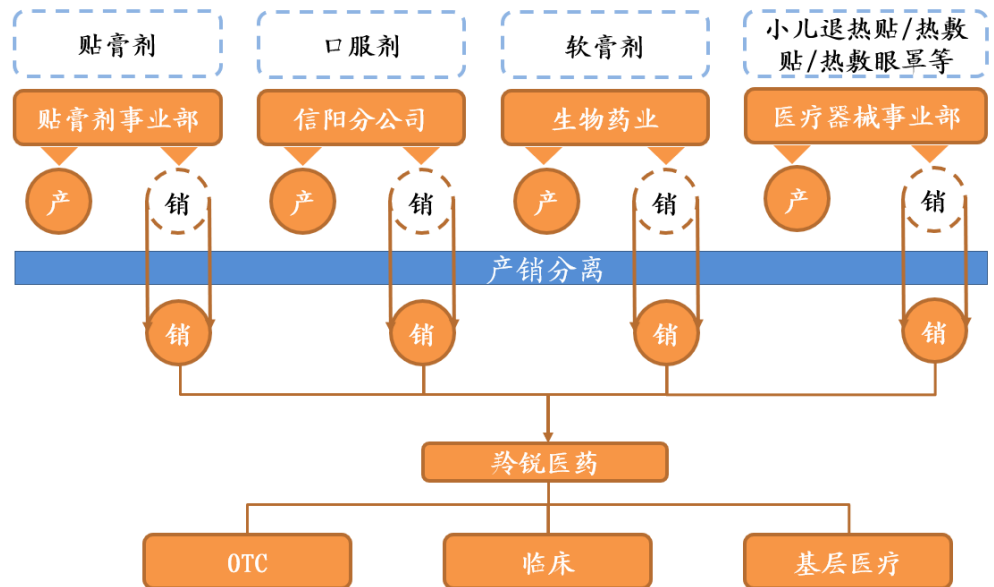
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
					药店以及部分基层医疗机构、医院终端。	服务等方面都积累了较强的优势。		品在河南、四川、北京、上海等省市具有较强的市场竞争力。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

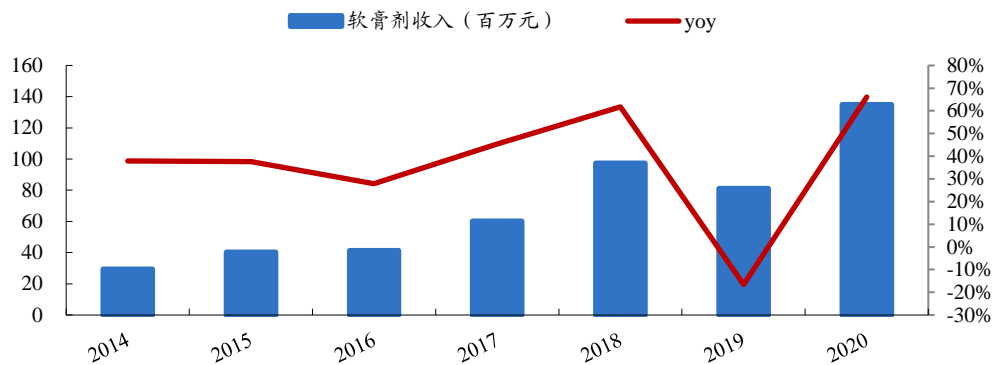
2019年第二次营销改革下产销分离，其他产品条线受益贴膏剂销售布局广而深，有望获得较快增长。2019年营销改革前，公司设置贴膏剂事业部、信阳分公司、生物药业、医疗器械事业部、芬太尼事业部分别负责贴膏剂、口服剂、软膏剂、小儿退烧贴/蒸汽热敷眼罩/暖洋洋热敷贴等、锐枢安芬太尼透皮贴剂的生产及销售，该营销组织结构下，部分条线由于产品销售规模较小导致地区覆盖率不大，且在人员配置方面产生重合，由此公司在营销改革中将各条线的销售职能剥离，设立羚锐医药统筹公司销售业务，鉴于贴膏剂产品在全国布局广而深，其他条线受益于营销团队整合有望获得较快增长。

以软膏剂为例，2018年公司将软膏剂与贴膏剂销售团队合并，加大软膏剂产品销售推广力度，实现了收入同比61.8%的增长，后2019年公司年产2亿支软膏项目顺利建成并通过GMP认证，聚焦主导品种三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏、糠酸莫米松乳膏，虽收入增速短期受到小品种减少的影响，但在2020年快速回升至66.09%的高水平。

图4：2019年公司整合营销渠道，各条线受益营销覆盖面扩大有望获得快速增长



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图5：软膏剂经过营销改革后在 2020 年恢复收入快速增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、核心产品通络祛痛膏有望保持较快增长

#### 3.1、长期发展受益于人口扩容、老龄化以及国家鼓励运动政策

2020 年第七次全国人口普查数据显示,我国 65 岁及以上人口比重达到 13.50%。2010 年-2020 年我国 65 岁及以上人口上升了 4.63pct, 与上个 10 年相比 (2000 年-2010 年), 上升幅度提高了 2.72 个百分点, 表明我国老龄化程度有所加剧。随着 60 后“婴儿潮”一代进入 60 岁以上年龄段, 预计未来我国老龄化趋势仍将延续。

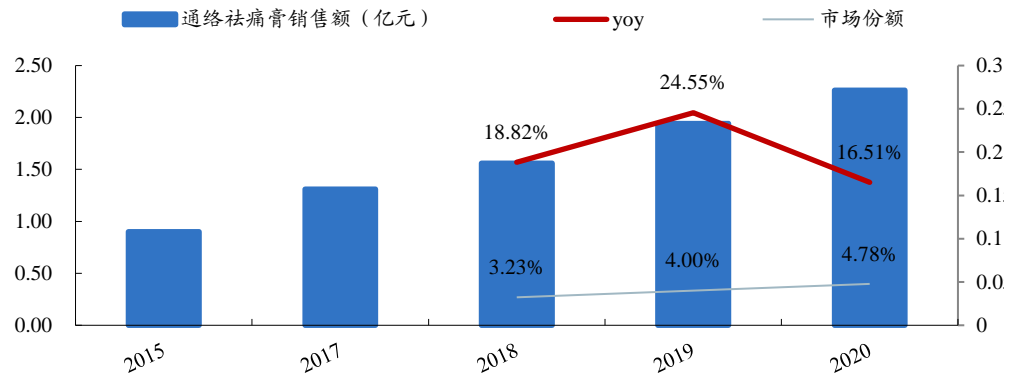
2015 年 12 月发表于《中华骨科杂志》题为“中国 40 岁以上人群原发性骨关节炎患病情况调查”中的数据显示,40 岁以上人群总体患病率为 46.3%,其中 40-49 岁、50-59 岁、60-69 岁、70 岁以上人群的患病率分别为 30.1%、48.7%、62.2%、62.1%, 发病率与年龄呈正相关关系。2021 年发布的《骨关节炎临床药物治疗专家共识》中的数据显示: 骨关节炎易发生于中老年人群, 发病率高, 65 岁以上膝痛人群有超过 50% 为骨关节炎患者, 75 岁以上膝痛人群骨关节炎患病率超过 80%。骨关节炎、关节疼痛、骨质增生等疾病在老年人群中的发病率要高于年轻人群, 随着我国老龄化趋势加剧, 预计相关用药需求将持续增长。

2021 年 7 月 18 日, 国务院印发《全民健身计划(2021-2025 年)》, 提出“经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5% (目前为 37.2%), 县(市、区)、乡镇(街道)、行政村(社区)三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖”的发展目标, 随着运动人群扩容、运动频率及时长增加, 我们预计全国运动损伤/护理用药需求将有所增加。

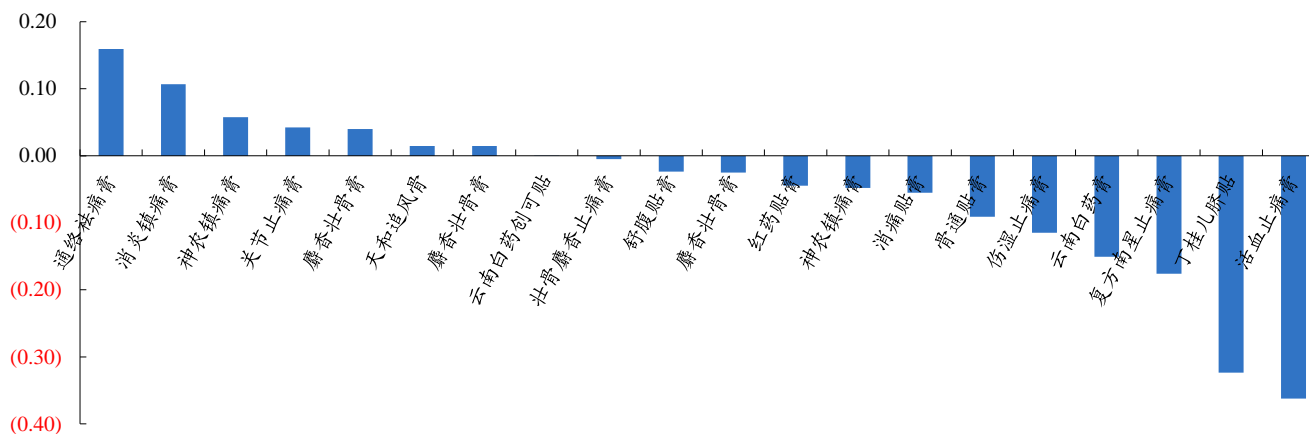
#### 3.2、通络祛痛膏：拓宽 OTC 渠道、搭配销售、赛事推广助力上量

**营销改革下, 通络祛痛膏 OTC 端渠道快速拓宽。**根据米内网, 通络祛痛膏销售额在中国城市实体药店终端从 2015 年不到 1 亿元增长至 2020 年的 2.26 亿元, 据此推算 2015-2020 年 CAGR 为 20%, 且通络祛痛膏销售额增速在 2020 年领跑中国城市实体药店终端 TOP 20 中成药贴膏剂产品, 实现持续快速增长。



**图6: 2015-2020年通络祛痛膏销售额在中国城市实体药店终端 CAGR 20%**


数据来源: 米内网、开源证券研究所

**图7: 通络祛痛膏销售额增速在2020年领跑中国城市实体药店终端TOP 20中成贴膏剂产品**


数据来源: 米内网、开源证券研究所

**通过搭配销售、赛事推广，核心产品销量快速增长。**公司于2019年开始推广“通络祛痛膏+活血消痛酊”的搭配产品，活血消痛酊和通络祛痛膏2款产品处方基本一致，仅载体不同，前者膏药、后者药水，两者搭配下，先擦后贴，能够实现长达12个小时的持续给药，可以更好达到祛风除湿、舒筋止痛的效果。**在营销方式方面**，公司通过赞助各类赛事，为参赛选手提供“通络祛痛膏+活血消痛酊”的护理保障包加大搭配产品的推广，仅2019年便赞助、参与了郑州国际马拉松赛、国家登山健身步道联赛、医联赛·沙漠英雄会和戈壁挑战赛、北京善行者公益徒步活动、信阳国际马拉松赛。目前，推广已有成效，活血消痛酊首次进入2021年度中国非处方药产品综合统计排名（中成药）中骨伤科内TOP 20，实现快速增长。

图8: 公司采用“通络祛痛膏+活血消痛酊”搭配销售加速两产品销量增长



资料来源: 天猫平台羚锐官方旗舰店、开源证券研究所

表3: 活血消痛酊首次上榜中国非处方药企业及产品榜-骨伤科类 TOP 20

排名	商品名(商标名)	药品通用名
1	云南白药	云南白药气雾剂/膏/创可贴/酊
2	奇正	止痛贴膏
3	羚锐	通络祛痛膏
4	本草纲目	麝香祛痛搽剂
5	山庄	颈复康颗粒
6	天和	骨通贴膏
7	希尔安、伍舒芳	麝香追风止痛膏
8	羚锐	壮骨麝香止痛膏
9	康缘	复方南星止痛膏
10	花红	消肿止痛酊
11	希尔安、伍舒芳	麝香海马追风膏
12	陈李济	舒筋健腰丸
13	羚锐	伤湿止痛膏
14	马应龙	麝香祛痛搽剂
15	同仁堂	国公酒
16	天和	天和追风膏
17	羚锐	麝香壮骨膏
18	羚锐	关节止痛膏
19	羚锐	活血消痛酊
20	仁和	蚝贝钙片

资料来源: 中国非处方药物协会官网、开源证券研究所

### 3.3、通络祛痛膏: 同价格下改变 OTC 端贴数增强盈利能力

根据公司 2020 年年报, 通络祛痛膏在临床端的中标价格为 33.18-38.90 元/盒,

规格为 10 贴/盒，单贴价格为 3.3-3.9 元；OTC 端单盒的价格也在临床端的价格区间内，天猫平台羚锐官方旗舰店的价格为 35 元，但规格不同，为 6 贴/盒，对应单贴价格为 5.83 元，由此 OTC 端的单价提升。公司在 OTC 端亦存在 5 贴/盒的规格，但单贴价格和 6 贴/盒的规格基本一致。鉴于通络祛痛膏为双跨产品，在医保控费下，预计通络祛痛膏在临床端以及 OTC 端的整体价格稳定，随着 OTC 端加大开拓，高单价品种销售占比提升，预计通络祛痛膏盈利能力逐步增强。

图9：通络祛痛膏通过改变 OTC 端贴数增强盈利能力

 <p>¥35 券后 ¥28.5</p> <p>库存 981 件</p> <p>配送至:福田区,已选:"【1盒6贴】关节炎、肩周炎、颈椎病体验装"</p>	 <p>¥29 券后 ¥25.1</p> <p>库存 14410 件</p> <p>配送至:福田区,已选:"【1盒5贴】关节炎、肩周炎、颈椎病体验装"</p>
<p>配送区域 (配送地可能会影响库存,请正确选择)</p> <p>📍 深圳市 福田区 福田街道</p> <p>20:00 前付款, 预计明天送达</p>	<p>配送区域 (配送地可能会影响库存,请正确选择)</p> <p>📍 深圳市 福田区 福田街道</p> <p>20:00 前付款, 预计明天送达</p>
<p>套餐类型</p> <p>【1盒6贴】关节炎、肩周炎、颈椎病体验装</p>	<p>套餐类型</p> <p>【1盒5贴】关节炎、肩周炎、颈椎病体验装</p>

资料来源：天猫平台羚锐官方旗舰店

## 4、壮骨麝香止痛膏精品替代、3 大普药提价增强整体盈利能力

### 4.1、壮骨麝香止痛膏精品替代，3 大普药皆提价

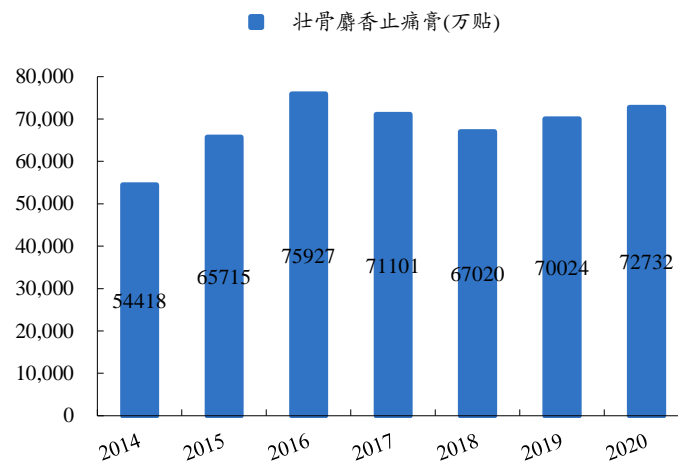
贴膏剂产品线另一大品种为壮骨麝香止痛膏，近年来销量在 7 亿贴/年左右，较为平稳，但由于定价不高，毛利率不高，渠道推广动力也较为有限。公司对原产品进行了升级，将衬布升级为延展性、透气性更好的材质，终端售价也从原来的 0.3-0.5 元/贴提高至约 2-3 元/贴，毛利率和单帖毛利额也有所提升，升级后的产品销量占比稳步增加。我们认为壮骨麝香止痛膏市场基础好，受众广泛，2014-2020 年销量复合增速为 4.95%，预计未来总体销量仍有增长空间，通过产品升级换代，预计其收入和毛利增速将超过销量增速。

图10: 壮骨麝香止痛膏进行精品替代提升单价



资料来源: 天猫平台羚锐官方旗舰店

图11: 2020年壮骨麝香止痛膏销量约7亿贴



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我们从天猫平台羚锐官方旗舰店发现, 近月来壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏 3 个贴膏剂产品单贴价格皆提升。

图12: 壮骨麝香止痛膏在羚锐官方旗舰店实现单贴价格提升 0.1 元



资料来源: 天猫平台羚锐官方旗舰店



**图13: 关节止痛膏、伤湿止痛膏在羚锐官方旗舰店皆提价**


资料来源: 天猫平台羚锐官方旗舰店

## 4.2、SAP-ERP 项目启动，促进提价成效快速显现

公司启动 SAP-ERP 项目，期间短暂停止发货，因此终端提价并没有带来明显的库存积压，预计提价在流通、终端环节能够快速、等额体现，助力增厚利润端：公司在 2021 年 3 月 11 日召开 SAP-ERP 项目启动会，选用国际一流的 SAP S4/HANA ERP 软件，并携手全球企业管理软件领导者思爱普（SAP）公司、德勤管理咨询公司，对羚锐制药业务流程进行重新梳理、提质增效。该项目于 9 月 1 日正式上线，10 月 3 日完成首月月结，将预算、财务、生产、销售等业务纳入统一、共享的数字化核心平台，为企业集团化管控、板块化经营、专业化管理蓄势，实现了“一套数据、一个标准、一个帐号”的主要目标，可实时反映公司业务运营和资信数据状态，推动公司从“制造”向“智造”的全面升级。公司整体库存预计合理，提价成效预计较快显现，且由于公司目前已基本完成营销渠道整合，预计提价能够在流通、终端环节等额体现，快速增厚公司业绩。

## 5、加大基层医疗推广力度，增加产品布局，有望快速放量

公司营销改革后开始加大基层医疗的营销推广，设立基层医疗事业部，以专业化、精细化的学术服务推广模式不断提高公司产品市场覆盖率和占有率。公司自 2018 年加速推进口服药销售向基层医疗机构转型，从目前口服药产品来看，大部分产品进入了医保目录，部分进入了基药目录，且超过一半产品竞争充分，适宜在基层医疗机构推广。我们认为，公司贴膏剂事业部原本的销售人员覆盖面广、营销经验丰富，经过营销整合后，随着贴膏剂事业部的销售人员对各条线产品熟悉度逐渐增加，且带动其他事业部销售人员提升营销技能，基层医疗的产品销量有望迎来快速增长。

公司逐步恢复生产部分品种，增加基层医疗品种供给。2019 年口服药事业部集中开展了三黄片、咳宁胶囊、青石颗粒等多个品种的恢复生产申报工作。2020 年北京药物研究院联合口服药事业部开展 5 个仿制药科研立项和自研外用制剂的研究，生物药业完成阿昔洛韦乳膏、酮康唑乳膏、林可霉素利多卡因凝胶、联克利甘乳膏 4 个药品再注册工作。在产能方面，公司于 2015 年开始实施年产 100 亿贴膏剂产品建设项目，2017 年公司获得河南省食品药品监督管理局颁发的《药品 GMP 证书》，年



产 100 亿贴膏剂产品建设项目中酞剂车间、橡胶贴膏车间均通过 GMP 认证，已正式投入使用；信阳分公司经过多年的发展，2019 年已形成年产胶囊 10 亿粒和片剂 8.5 亿片的产能规模。由此，公司产能充足，恢复生产品种有望较快投入生产、投放市场，实现增量。

**表4: 公司较多口服药产品适宜在基层推广，且逐步恢复生产及再注册部分品种，加大基层医疗品种供给**

药品名称	同品种厂家数	医保类型	是否进入基药目录
盐酸克林霉素胶囊	95	甲类医保（全国）	全国 2018 版基药
培元通脑胶囊	1	乙类医保（全国）	-
二甲双胍格列本脲胶囊	16	乙类医保（地区）	-
小儿氨酚黄那敏颗粒	256	乙类医保（地区）	-
银杏叶片	63	乙类医保（全国）	全国 2018 版基药
结石康胶囊	1	乙类医保（全国）	-
参芪降糖胶囊	2	乙类医保（全国）	全国 2018 版基药
老年咳喘片	13	-	-
胃疼宁片	1	-	-
丹鹿通督片	1	乙类医保（全国）	全国 2018 版基药
解毒散结胶囊	1	-	-
奥美拉唑肠溶胶囊	92	乙类医保（全国）	全国 2018 版基药
罗红霉素片	34	乙类医保（全国）	-
<b>公司恢复生产及再注册品种举例</b>			
三黄片	185	甲类医保（全国）	-
咳宁胶囊	1	-	-
青石颗粒	3	-	-
阿昔洛韦乳膏	33	甲类医保（全国）	全国 2018 版基药
酮康唑乳膏	35	乙类医保（全国）	-
林可霉素利多卡因凝胶	30	乙类医保（上海）	-
联克利甘乳膏	0	-	-

资料来源：药智网、公司公告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

羚锐制药是国内贴膏剂龙头企业，第一次营销改革加大投入、完善布局，为第二次改革奠定快速增长基石，随着营销整合成效显著、核心产品通络祛痛膏稳健增长、壮骨麝香止痛膏升级换代、3 大普药成功提价、基层医疗品种快速放量，公司发展将迈入新阶段，我们上调 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.86(原为 3.77)/4.55(原为 4.53)/5.72(原为 5.54)亿元，EPS 分别为 0.68/0.80/1.01 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/16.1/12.8 倍，维持“买入”评级。

表5: 羚锐制药盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,157	2,332	2,755	3,199	3,655
YOY(%)	5.1	8.1	18.2	16.1	14.3
归母净利润(百万元)	294	325	386	455	572
YOY(%)	21.0	10.5	18.7	17.8	25.7
毛利率(%)	77.3	76.9	77.1	77.4	77.8
净利率(%)	0.0	14.0	14.0	14.2	15.7
ROE(%)	13.2	14.0	15.5	16.3	17.8
EPS(摊薄/元)	0.52	0.57	0.68	0.80	1.01
P/E(倍)	24.9	22.5	19.0	16.1	12.8
P/B(倍)	3.3	3.2	3.0	2.6	2.3

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 7、风险提示

产品销售不及预期; 市场竞争加剧。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1754	1917	2157	2346	2875
现金	741	732	1068	980	1495
应收票据及应收账款	619	641	864	878	1110
其他应收款	19	8	16	13	21
预付账款	21	27	32	35	41
存货	287	331	0	263	31
其他流动资产	67	177	177	177	177
<b>非流动资产</b>	1561	1541	1695	1834	1936
长期投资	65	99	122	141	156
固定资产	757	727	835	939	1034
无形资产	303	283	293	306	297
其他非流动资产	436	433	446	448	449
<b>资产总计</b>	3316	3458	3853	4180	4811
<b>流动负债</b>	1014	1066	1303	1319	1536
短期借款	135	20	20	20	20
应付票据及应付账款	68	79	93	104	116
其他流动负债	811	967	1190	1195	1400
<b>非流动负债</b>	82	69	70	70	70
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	82	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	1095	1136	1373	1388	1606
少数股东权益	11	9	8	6	4
股本	568	568	568	568	568
资本公积	340	320	320	320	320
留存收益	1185	1340	1528	1738	1977
<b>归属母公司股东权益</b>	2210	2313	2472	2785	3201
负债和股东权益	3316	3458	3853	4180	4811

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	450	451	734	222	812
净利润	293	324	385	454	570
折旧摊销	70	73	63	74	84
财务费用	-2	-15	-19	-22	-27
投资损失	2	-41	-26	-24	-20
营运资金变动	65	80	331	-261	203
其他经营现金流	22	29	1	2	3
<b>投资活动现金流</b>	-212	12	-192	-190	-168
资本支出	59	72	131	120	87
长期投资	-16	-52	-24	-19	-15
其他投资现金流	-169	32	-84	-90	-97
<b>筹资活动现金流</b>	-278	-306	-207	-120	-129
短期借款	-66	-115	0	0	0
长期借款	0	0	0	-0	-0
普通股增加	-19	0	0	0	0
资本公积增加	-134	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-59	-171	-208	-120	-129
<b>现金净增加额</b>	-40	156	335	-88	515

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2157	2332	2755	3199	3655
营业成本	490	538	631	724	810
营业税金及附加	34	29	41	47	53
营业费用	1097	1182	1369	1565	1761
管理费用	124	166	210	254	261
研发费用	79	98	124	150	183
财务费用	-2	-15	-19	-22	-27
资产减值损失	-4	-32	0	0	0
其他收益	22	16	21	20	19
公允价值变动收益	-8	-0	-1	-2	-3
投资净收益	-2	41	26	24	20
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	341	367	446	522	652
营业外收入	3	4	3	3	3
营业外支出	3	7	8	6	7
<b>利润总额</b>	341	364	441	519	649
所得税	48	40	56	65	78
<b>净利润</b>	293	324	385	454	570
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-2
<b>归母净利润</b>	294	325	386	455	572
EBITDA	397	417	478	563	697
EPS(元)	0.52	0.57	0.68	0.80	1.01

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.1	8.1	18.2	16.1	14.3
营业利润(%)	16.0	7.5	21.5	17.0	25.0
归属于母公司净利润(%)	21.0	10.5	18.7	17.8	25.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	77.3	76.9	77.1	77.4	77.8
净利率(%)	13.6	14.0	14.0	14.2	15.7
ROE(%)	13.2	14.0	15.5	16.3	17.8
ROIC(%)	11.7	12.8	14.3	15.0	16.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.0	32.8	35.6	33.2	33.4
净负债比率(%)	-24.8	-28.6	-40.3	-32.6	-44.5
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	7.6	7.4	7.4	7.4	7.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.57	0.68	0.80	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.79	1.29	0.39	1.43
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.07	4.35	4.91	5.64
<b>估值比率</b>					
P/E	24.9	22.5	19.0	16.1	12.8
P/B	3.3	3.2	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	17.0	15.9	13.2	11.3	8.4

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，属于机密材料，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

### 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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
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