

营销改革成效显著，贴膏系列优化升级走上快车道

2022 年 08 月 10 日

► **事件：**羚锐制药公布 2022 年半年度报告，2022H1 实现营业收入 15.03 亿元 (YOY +10.86%)，归母净利润 2.71 亿元 (YOY +23.15%)，扣非归母净利润 2.39 亿元 (YOY +15.31%)。

► **Q2 业绩稳健增长，第二次营销改革成效显著。**2022H1 实现营业收入 15.03 亿元 (YOY +10.86%)，其中 Q2 实现营业收入 8.21 亿元 (YOY +7.11%)；归母净利润 2.71 亿元 (YOY +23.15%)，其中 Q2 归母净利润 1.40 亿元 (YOY +13.53%)；扣非归母净利润 2.39 亿元 (YOY +15.31%)，其中 Q2 扣非归母净利润 1.34 亿元 (YOY +14.78%)；经营活动现金流量净额 3.04 亿元 (YOY -42.38%)，是本期销售商品收到的现金减少及购买商品所支付的现金增加所致；销售费用率较上年同期降低 0.81%，是受益于公司第二次营销改革效果显现。

► **两只老虎贴膏提价实现业绩新增量，口服药物销量持续高增。**两只老虎系列中的三款贴膏剂产品优化升级，壮骨麝香止痛膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏的普药出厂价提升，2022H1 贴膏剂产品实现营收增速 11.31%，毛利率达 76.21%，2022 年上半年初步实现营收和归母净利润双提升。2022H1 口服药物片剂（丹鹿通督片等）营收同比增长 42.90%，增速较快，未来公司逐步加强口服药物的营销，其营收体量和利润有望实现持续增长。

► **投资建议：**公司是国内领先的贴膏剂中药企业，拥有“两只老虎”系列等多个优势贴膏品种，消费者认可度较高。伴随公司营销改革，产品销量逐步增长，为业绩的可持续增长带来确定性。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.80/0.98/1.12 元，对应当前股价 PE 为 15/12/11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品销售不及预期的风险；质量控制风险；研发风险

推荐

维持评级

当前价格：

11.76 元



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

- 1.羚锐制药 (600285.SH) 2021 年报及 2022 一季报点评：营销改革效果显现，公司连续多季度稳健增长-2022/04/26
- 2.羚锐制药(600285)深度报告：营销改革叠加产品升级，贴膏剂龙头走上成长快车道-2022/03/25
- 3.羚锐制药 (600285)：业绩符合预期，营销体系深化卓有成效-2017/08/30
- 4.羚锐制药(600285)：投资收益增厚净利润，分产品增速稳定-2016/10/28
- 5.羚锐制药(600285):业绩增长符合预期，营销改革成效明显-2016/08/12

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,694	3,146	3,608	3,973
增长率 (%)	15.5	16.8	14.7	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	362	454	557	634
增长率 (%)	11.1	25.6	22.6	13.8
每股收益 (元)	0.64	0.80	0.98	1.12
PE	18	15	12	11
PB	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,694	3,146	3,608	3,973
营业成本	693	792	863	934
营业税金及附加	38	45	51	56
销售费用	1,301	1,510	1,724	1,891
管理费用	189	217	253	278
研发费用	86	116	144	159
EBIT	394	466	572	654
财务费用	-10	0	0	0
资产减值损失	-9	-4	-4	-1
投资收益	31	31	36	40
营业利润	435	526	640	731
营业外收支	-22	-5	-5	-5
利润总额	413	521	635	726
所得税	51	65	76	89
净利润	362	456	560	637
归属于母公司净利润	362	454	557	634
EBITDA	471	537	642	725

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	801	1,023	1,349	1,745
应收账款及票据	401	465	539	593
预付款项	25	34	37	38
存货	428	480	529	572
其他流动资产	476	524	558	595
流动资产合计	2,131	2,525	3,013	3,542
长期股权投资	117	127	137	147
固定资产	698	649	586	525
无形资产	237	232	229	227
非流动资产合计	1,662	1,592	1,544	1,504
资产合计	3,793	4,118	4,557	5,047
短期借款	126	130	140	150
应付账款及票据	78	105	113	117
其他流动负债	1,233	1,376	1,543	1,686
流动负债合计	1,438	1,611	1,795	1,953
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	69	69	69	69
非流动负债合计	69	69	69	69
负债合计	1,507	1,680	1,864	2,022
股本	568	567	567	567
少数股东权益	8	10	13	16
股东权益合计	2,287	2,438	2,693	3,025
负债和股东权益合计	3,793	4,118	4,557	5,047

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.52	16.78	14.69	10.13
EBIT 增长率	16.28	18.35	22.63	14.44
净利润增长率	11.08	25.62	22.61	13.81
盈利能力 (%)				
毛利率	74.27	74.83	76.07	76.49
净利润率	13.46	14.51	15.51	16.03
总资产收益率 ROA	9.53	11.03	12.22	12.56
净资产收益率 ROE	15.86	18.70	20.78	21.06
偿债能力				
流动比率	1.48	1.57	1.68	1.81
速动比率	1.17	1.25	1.36	1.50
现金比率	0.56	0.63	0.75	0.89
资产负债率 (%)	39.72	40.79	40.91	40.07
经营效率				
应收账款周转天数	23.43	22.00	22.75	22.73
存货周转天数	225.63	221.30	223.87	223.60
总资产周转率	0.71	0.76	0.79	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.80	0.98	1.12
每股净资产	4.03	4.30	4.75	5.33
每股经营现金流	1.49	0.94	1.14	1.27
每股股利	0.50	0.53	0.53	0.53
估值分析				
PE	18	15	12	11
PB	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.76	10.78	8.52	7.02
股息收益率 (%)	4.25	4.50	4.50	4.50

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	362	456	560	637
折旧和摊销	77	71	70	71
营运资金变动	420	35	51	52
经营活动现金流	846	535	646	718
资本开支	-76	-34	-28	-35
投资	-30	-20	-20	-20
投资活动现金流	-546	-17	-30	-33
股权募资	76	0	0	0
债务募资	106	4	10	10
筹资活动现金流	-231	-296	-290	-290
现金净流量	69	222	326	395

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026