

**羚锐制药 (600285.SH)**

2022年08月11日

**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**
**投资评级: 买入 (维持)**
**——公司信息更新报告**

日期	2022/8/10
当前股价(元)	11.89
一年最高最低(元)	17.97/9.57
总市值(亿元)	67.47
流通市值(亿元)	66.50
总股本(亿股)	5.67
流通股本(亿股)	5.59
近3个月换手率(%)	97.51

<b>蔡明子 (分析师)</b>	<b>古意涵 (联系人)</b>
caimingzi@kysec.cn	guyihan@kysec.cn
证书编号: S0790520070001	证书编号: S0790121020007

**● 利润增长超股权激励目标预期, 维持“买入”评级**

8月9日, 公司发布2022年半年报: 2022H1实现营收15.03亿(+10.86%); 归母净利润2.71亿元(+23.15%); 扣非净利润2.39亿(+15.31%); 经营现金流净额3.04亿(-42.38%)。公司利润端增长超过股权激励目标预期。分季度看, 2022Q1收入增长16%, 归母净利润由于2633.5万政府补助实现35%的较高增长; 2022Q2收入由于上海地区受疫情影响同比增长7%, 但从利润端看, 考虑到上半年新增股权激励费用, 鉴于股权激励草案中2022年摊销费用为0.3亿元, 我们假设上半年为0.16亿元, 对应2022H1扣非+股权激励费用的利润同比实现超过目标20%的增长, 我们维持2022-2024年盈利预测, 预计2022-2024年归母净利润分别为4.55/5.72/6.84亿元, EPS分别为0.80/1.01/1.21元, 当前股价对应PE分别为14.8/11.8/9.9倍, 维持“买入”评级。

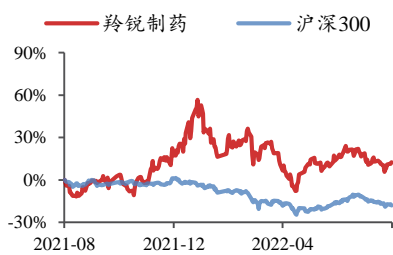
**● 贴膏剂增长稳健, 片剂延续高增长, 软膏剂经过战略调整开启快速增长**

分产品看, 2022H1公司贴膏剂收入实现11%的稳健增长, 我们预计通络祛痛膏以及两只老虎系列产品销售稳健; 片剂延续高增长, 2022H1在2021年增长36.6%的基础上实现43%高增长, 我们预计主要系公司推进优质代理商遴选促进丹鹿通督片销售快速增长所致。软膏剂在2022上半年也实现较高增长, 收入增速34%, 主要系糠酸莫米松乳膏收入增长较快。胶囊剂收入同比基本持平, 增长1%。分地区看, 公司收入占比最高的华东地区整体收入下降3%, 主要系上海受疫情影响同比下降34%, 华东其他地区实现17%的稳健增长。华中、西北、西南地区分别实现36%、34%、29%的较高增长, 表明公司在其他地区销售拓展卓有成效, 同时表明公司营销改革中, 通过剥离各事业部销售条线, 并将院外产品销售统一至销售经验丰富的OTC事业部对于全国推广成效明显。

**● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,332	2,694	3,044	3,478	3,934
YOY(%)	8.1	15.5	13.0	14.3	13.1
净利润(百万元)	325	362	455	572	684
YOY(%)	10.5	11.1	25.9	25.7	19.6
毛利率(%)	76.9	74.3	75.2	78.6	79.5
净利率(%)	13.9	13.5	15.0	16.4	17.4
ROE(%)	14.0	15.9	18.5	20.1	20.7
EPS(摊薄/元)	0.57	0.64	0.80	1.01	1.21
P/E(倍)	20.7	18.7	14.8	11.8	9.9
P/B(倍)	2.9	3.0	2.8	2.4	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《贴膏剂收入稳健增长, 渠道改革取得较好成效——公司信息更新报告》  
-2022.4.26

《营销改革及终端提价助力公司迎来第二增长曲线——公司深度报告》  
-2021.12.10

## 目 录

1、收入由于华东地区疫情影响暂缓，利润增长超股权激励目标预期.....	3
2、稳居中成药贴膏剂市场龙头，“两只老虎”系列产品销量处于市场领先地位.....	4
3、强化研发创新能力，信息化建设持续推进精益化生产，医药电商初具规模.....	4
4、盈利预测与投资建议.....	4
5、风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6
表 1：羚锐制药盈利预测.....	4

## 1、收入由于华东地区疫情影响暂缓，利润增长超股权激励目标预期

8月9日，公司发布2022年半年报：2022H1实现营收15.03亿(+10.86%)；实现归母净利润2.71亿元(+23.15%)；实现扣非净利润2.39亿(+15.31%)；经营现金流净额3.04亿(-42.38%)；基本EPS 0.49元/股(+0.10元/股)。公司利润端增长超过股权激励目标预期。

**2022年分季度看**，2022Q1收入增长16%，归母净利润由于2633.5万政府补助实现35%的较高增长。2022Q2收入由于上海地区受疫情影响，收入增长放缓，同比增长7%，但从利润端看，考虑到上半年新增股权激励费用，**鉴于股权激励草案中2022年摊销费用为0.3亿元，我们假设上半年为0.16亿元，对应2022H1扣非+股权激励费用的利润同比实现超过目标20%的增长。**

**分产品看**，2022H1公司贴膏剂收入实现11%的稳健增长，我们预计通络祛痛膏以及两只老虎系列产品销售稳健；片剂延续高增长，2022H1在2021年增长36.6%的基础上实现43%高增长，我们预计主要系公司推进优质代理商遴选促进丹鹿通督片销售快速增长所致。软膏剂在2022上半年也实现较高增长，收入增速34%，主要系糠酸莫米松乳膏收入增长较快。胶囊剂收入同比基本持平，增长1%。

**分地区看**，公司收入占比最高的华东地区整体收入下降3%，主要系上海受疫情影响同比下降34%，华东其他地区实现17%的稳健增长。**华中、西北、西南地区分别实现36%、34%、29%的较高增长，表明公司在其他地区销售拓展卓有成效，同时表明公司营销改革中，通过剥离各事业部销售条线，并将院外产品销售统一至销售经验丰富的OTC事业部对于全国推广成效明显。**华南地区收入增长15%，较为稳健。华北地区、东北地区收入增长5%左右，我们预计与疫情影响有关。

**从毛利率和净利率来看**，2022H1公司毛利率为72.62%（同比-2.53pct），预计主要与材料成本上升有关，归母净利率为18%（+1.8pct），主要系销售费用率下降0.82pct、投资净收益增加0.4亿。分产品来看，贴膏剂毛利率为76.21%，同比下降0.8pct；片剂、软膏剂毛利率皆有下降，预计与直接材料成本上涨有关。胶囊剂毛利率下降预计与相关成本上涨以及生产排班效率略有下降有关。

**从费用率来看**，2022H1公司销售费用率为48.07%（-0.82pct），表明营销改革提质增效成效较好；管理费用率为5.67%（+0.72pct）；财务费用率为-0.67%（-0.19pct），主要系存款利息收入增加所致；研发费用率为2.8%（-0.09pct）。

**从现金流来看**，2022H1经营现金流净额3.04亿元（-42.38%），主要系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；投资现金流净额1.12亿元（+170.33%），主要系短期理财收回的资金增加所致；筹资现金流净额-2.63亿元（-3.05%），变化不大。期末现金及现金等价物为9.54亿元（+13%），现金较为充足。

**营运能力方面**，应收账款周转天数25.2天，同比基本持平，存货周转天数从2021H1的178.4天略微上升至186.8天，我们预计与材料成本上涨下公司加大原材料储备、在产品/半成品同比增加有关。

## 2、稳居中成药贴膏剂市场龙头，“两只老虎”系列产品销量处于市场领先地位

据米内网统计，2021 年我国城市实体药店中成药贴膏剂产品 TOP20 市场份额合计超过 80%，公司产品通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、麝香壮骨膏等 6 个产品均名列销售额 TOP20，成为上榜产品数量最多的企业。

公司骨科核心产品通络祛痛膏为公司独家产品，入选《国家基药目录》、《国家医保目录》，多次被评为“最受欢迎风湿骨科用药”、“骨伤科类中成药十强品牌”，入选“2021 临床价值中成药品牌榜”。

据中康开思数据统计，2021 年公司“两只老虎”品牌的壮骨麝香止痛膏在中国零售药店同类产品中所占市场份额为 91.17%，处于市场领先地位。

## 3、强化研发创新能力，信息化建设持续推进精益化生产，医药电商初具规模

**强化研发创新能力：**公司牵头组建河南省中药现代化产业研究院，取得盐酸洛美沙星乳膏药品再注册批件，青石颗粒录入 2022 年度国家药品标准提高课题目录。

**信息化建设持续推进精益化生产：**公司在 SAP 系统的基础上，开发了可视化仓储系统，生产物料信息的绑定、跟踪和反馈能力得到加强。公司借助信息化系统，持续加强销售订单与均衡生产的智慧化管理，建立起库存物料动态会审机制，缩短了下达订单指令到交货的周期。

**医药电商初具规模：**公司医药电商成立于 2019 年 7 月，2021 年电商前台 GMV 突破亿元。公司电商部门持续优化服务，积极搭建私域流量平台，累计接待客户 13.1 万人次，复购客户平均客单价较 2021 年提升 124%。公司积极参与“年货节”、“38 女王节”、“618 年中大促”等平台活动，京东羚锐官方旗舰店在“618 年中大促”中取得贴膏剂产品销售第一名的成绩。

## 4、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、“两只老虎”系列产品品牌力提升、基层医疗品种快速放量，公司发展将迈入新阶段，我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.55/5.72/6.84 亿元，EPS 分别为 0.80/1.01/1.21 元，当前股价对应 PE 分别为 14.8/11.8/9.9 倍，维持“买入”评级。

表1：羚锐制药盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,332	2,694	3,044	3,478	3,934
YOY(%)	8.1	15.5	13.0	14.3	13.1

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润(百万元)	325	362	455	572	684
YOY(%)	10.5	11.1	25.9	25.7	19.6
毛利率(%)	76.9	74.3	75.2	78.6	79.5
净利率(%)	13.9	13.5	15.0	16.4	17.4
ROE(%)	14.0	15.9	18.5	20.1	20.7
EPS(摊薄/元)	0.57	0.64	0.80	1.01	1.21
P/E(倍)	20.7	18.7	14.8	11.8	9.9
P/B(倍)	2.9	3.0	2.8	2.4	2.0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1917	2131	2289	2623	3151
现金	732	801	905	1035	1170
应收票据及应收账款	641	401	472	632	990
其他应收款	8	9	10	12	13
预付账款	27	25	33	33	42
存货	331	428	401	444	469
其他流动资产	177	466	466	466	466
<b>非流动资产</b>	1551	1662	1620	1712	1786
长期投资	99	117	168	183	199
固定资产	727	698	774	864	947
无形资产	283	286	297	284	272
其他非流动资产	443	560	381	381	368
<b>资产总计</b>	3468	3793	3909	4334	4936
<b>流动负债</b>	1068	1438	1382	1427	1563
短期借款	20	126	154	153	170
应付票据及应付账款	79	78	108	67	128
其他流动负债	969	1233	1119	1207	1265
<b>非流动负债</b>	78	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	1146	1507	1451	1496	1632
少数股东权益	9	8	8	8	8
股本	568	568	568	568	568
资本公积	320	272	272	272	272
留存收益	1340	1481	1661	1851	2064
<b>归属母公司股东权益</b>	2313	2279	2450	2831	3297
<b>负债和股东权益</b>	3468	3793	3909	4334	4936

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	451	846	314	455	459
净利润	324	362	456	572	684
折旧摊销	73	75	61	69	79
财务费用	-15	-10	-8	-10	-12
投资损失	-41	-31	-60	-20	-20
营运资金变动	80	391	-136	-158	-273
其他经营现金流	29	58	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	12	-546	40	-143	-135
资本支出	72	77	140	138	141
长期投资	-52	-30	-51	-15	-15
其他投资现金流	135	-439	231	10	22
<b>筹资活动现金流</b>	-306	-231	-330	-155	-219
短期借款	-115	106	28	-1	17
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	-20	-48	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-290	-358	-154	-236
<b>现金净增加额</b>	156	69	23	157	105

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2332	2694	3044	3478	3934
营业成本	538	693	755	744	808
营业税金及附加	29	38	45	50	55
营业费用	1182	1301	1468	1676	1894
管理费用	166	189	210	237	264
研发费用	98	86	122	157	173
财务费用	-15	-10	-8	-10	-12
资产减值损失	-32	-9	0	0	0
其他收益	16	18	20	19	18
公允价值变动收益	-0	0	-1	-2	-2
投资净收益	41	31	60	20	20
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	367	435	531	662	789
营业外收入	4	2	3	3	3
营业外支出	7	24	12	11	13
<b>利润总额</b>	364	413	522	653	778
所得税	40	51	66	82	94
<b>净利润</b>	324	362	456	572	684
少数股东损益	-1	1	1	-1	-0
<b>归属母公司净利润</b>	325	362	455	572	684
EBITDA	417	472	567	705	836
EPS(元)	0.57	0.64	0.80	1.01	1.21

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.1	15.5	13.0	14.3	13.1
营业利润(%)	7.5	18.5	22.0	24.7	19.2
归属于母公司净利润(%)	10.5	11.1	25.9	25.7	19.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.9	74.3	75.2	78.6	79.5
净利率(%)	13.9	13.5	15.0	16.4	17.4
ROE(%)	14.0	15.9	18.5	20.1	20.7
ROIC(%)	21.1	31.5	38.5	40.2	38.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.0	39.7	37.1	34.5	33.1
净负债比率(%)	-28.5	-27.6	-28.8	-29.6	-29.0
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.4	1.1	1.2	1.4	1.6
<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	14.7	16.9	19.0	17.0	15.8
应付账款周转率	7.4	8.8	8.1	8.5	8.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.64	0.80	1.01	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.49	0.55	0.80	0.81
每股净资产(最新摊薄)	4.08	4.02	4.32	4.99	5.81
<b>估值比率</b>					
P/E	20.7	18.7	14.8	11.8	9.9
P/B	2.9	3.0	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	14.5	12.4	10.2	8.0	6.6

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（underperform）	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（underperform）	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