



Research and
Development Center

中药贴膏龙头，产品营销助力业绩增长

—羚锐制药(600285)公司首次覆盖报告

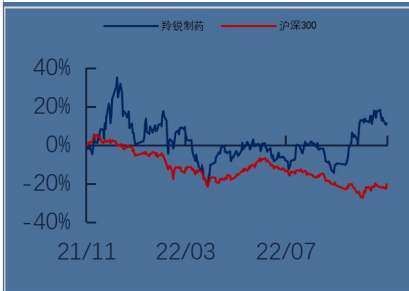
2022年12月04日

周平 医药行业首席分析师

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
羚锐制药(600285)
投资评级 **增持**
上次评级


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.92
52周内股价波动区间(元)	17.22-10.12
最近一月涨跌幅(%)	-3.87
总股本(亿股)	5.67
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	78.99

资料来源: wind, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

中药贴膏龙头，产品营销助力业绩增长

2022年12月04日

报告内容摘要:

- ◆ **中药贴膏剂产业龙头，22Q3 净利润增长亮眼。**羚锐制药是一家以药品生产经营为主业的国家火炬计划重点高新技术企业，也是全国橡胶膏剂药业中的首家上市企业。2022 年前三季度公司实现营业收入 22.77 亿元(+10.91%)，实现归母净利润 4.05 亿元(+24.06%)，业绩快速增长。
- ◆ **人口老龄化加剧，骨科产品具备增长潜力。**随着人口老龄化加剧以及城乡居民医疗水平的提高，我国骨科市场需求旺盛，诊疗人数逐年增加。中成药贴膏剂通过经皮给药的方式可有效的缓解骨痹、软组织损伤、附骨疽、关节炎、颈椎病等骨关节患病的疼痛、延缓疾病进程。中成药贴膏剂市场销售额 TOP20 产品中，公司产品通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、麝香壮骨膏等 6 个产品均榜上有名，成为上榜产品数量最多的企业。公司骨科口服药丹鹿通督片含有丹参和鹿角胶等，通过活血化瘀治疗腰椎间盘突出症、腰椎退行性疾病等肾虚血瘀所致的疾病，与贴膏剂形成了较好的协同效应。
- ◆ **芬太尼止痛效果好，市场潜力良好。**目前，国内芬太尼透皮贴剂生产厂家仅常州四药制药和羚锐制药，竞争格局较好。公司是国内唯一从事骨架型芬太尼透皮贴剂生产的企业，锐枢安®芬太尼透皮贴剂是公司首款麻醉镇痛类贴剂产品，相比注射剂，贴剂使用方法简便，不良反应较低，止痛效果好，广泛用于癌性疼痛和非癌性疼痛的治疗，具有良好的市场潜力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 30.10/34.64/ 39.91 亿元，归母净利润分别为 4.53/5.16/5.82 亿元，EPS 分别为 0.80/0.91/1.03 元，PE 分别为 18/15/14X。首次覆盖，我们给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**“两只老虎”系列销售较好，芬太尼透皮贴剂推广顺利。
- ◆ **风险因素：**毛利率下滑或波动的风险、质量控制风险、研发风险、政策风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,332	2,694	3,010	3,464	3,991
增长率 YoY %	8.1%	15.5%	11.7%	15.1%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	325	362	453	516	582
增长率 YoY%	10.5%	11.1%	25.4%	13.7%	12.8%
毛利率%	76.9%	74.3%	74.3%	74.4%	74.5%
净资产收益率 ROE%	14.1%	15.9%	16.5%	15.7%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.64	0.80	0.91	1.03
市盈率 P/E(倍)	14.77	24.80	17.42	15.32	13.58
市净率 P/B(倍)	2.08	3.93	2.87	2.40	2.03

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 12 月 02 日收盘价

目 录

一、 公司分析:	4
1、 公司概况	4
2、 财务分析	6
3、 公司的竞争优势分析	7
二、 行业分析	9
1、 人口老龄化背景下, 骨科产品具备增长潜力	9
2、 心脑血管患病率逐年上升, 培元通脑胶囊具备增长潜力	9
3、 芬太尼止痛效果好, 具有良好的市场竞争格局和潜力	10
三、 盈利预测、估值与投资评级	12
1、 盈利预测和假设	12
2、 盈利预测结果	12
3、 估值结论与投资评级	13
四、 风险因素	14
1、 毛利率下滑或波动的风险	14
2、 质量控制风险	14
3、 研发风险	14
4、 政策风险	14

表 目 录

表 1: 公司主要产品及其用途、适应症	4
表 2: 公司主要研发项目基本情况 (截止 2021 年底)	6
表 3: 2021 年羚锐制药股权激励计划	7
表 4: 本次激励对象获授的限制性股票分配情况	7
表 5: 羚锐制药盈利预测假设	12
表 6: 羚锐制药盈利预测结果	13
表 7: 羚锐制药可比公司估值结果	13

图 目 录

图 1: 2017-2022 前三季度公司营业总收入情况 (亿元)	6
图 2: 2017-2022 前三季度公司归母净利润情况 (亿元)	6
图 3: 2017-2021 公司通络祛痛膏销量情况	9
图 4: 2017-2021 公司壮骨麝香止痛膏销量情况	9
图 5: 2017-2021 公司培元通脑胶囊销量情况	10
图 6: 2017-2021 人福医药芬太尼系列产品销量情况	11

一、 公司分析:

1、 公司概况

河南羚锐制药股份有限公司（以下简称“羚锐制药”或“公司”）成立于1999年，是一家以药品生产经营为主业的国家火炬计划重点高新技术企业，也是全国橡胶膏剂药业中的首家上市企业，拥有橡胶膏剂、片剂、胶囊剂、注射剂等十余种剂型百余种产品。

公司主要从事医药的研发、生产和销售，据公司2022年中报，公司及子公司拥有国家医保目录品种45个、国家基本药物目录品种24个、独家品种13个，产品主要覆盖骨科、心脑血管、麻醉科、儿科、皮肤科等。其中骨科类产品主要包含通络祛痛膏、活血消痛酊、壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、联苯乙酸凝胶、吡罗美辛贴片、丹鹿通督片等；心脑血管慢性病产品主要包括培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、丹玉通脉颗粒等；此外还有麻醉科产品锐枢安®芬太尼透皮贴剂。

表 1：公司主要产品及其用途、适应症

产品名称/类别		产品功能或用途	产品样图
骨科 “通络+活血”	通络祛痛膏	活血通络，散寒除湿、消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎瘀血停滞，寒湿阻络证，症见：关节刺痛或钝痛，关节僵硬，屈伸不利，畏寒肢冷。用于颈椎病（神经根型）瘀血停滞、寒湿阻络证，症见颈项疼痛、肩臂疼痛，颈项活动不利，肢体麻木，畏寒肢冷，肢体困重等。	
	活血消痛酊	活血化瘀，散寒通络，祛风除湿，舒筋止痛。用于寒湿瘀阻引起的腰膝疼痛，沉困，活动不利的辅助治疗。	
骨科 “两只老虎”	壮骨麝香止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛、扭伤。	
	伤湿止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节肿痛。	
	关节止痛膏	活血散瘀、温经镇痛。用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤。	

	麝香壮骨膏	镇痛，消炎。用于风湿痛，关节痛，腰痛，神经痛，肌肉酸痛，扭伤，挫伤。	
麻醉科贴剂	锐枢安®芬太尼透皮贴剂	本品用于治疗中度到重度慢性疼痛以及那些只能依靠阿片样镇痛药治疗的难以消除的疼痛。	
慢性病口服药	培元通脑胶囊	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细。	
	参芪降糖胶囊	益气养阴，滋脾补肾。主治消渴症，用于II型糖尿病。	
皮肤科软膏剂	糠酸莫米松乳膏 (羚锐止痒平)	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。	

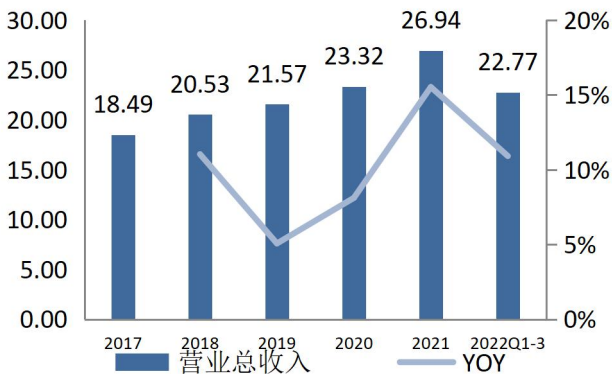
资料来源：2022 年公司半年报，信达证券研发中心

公司采用“以销定产”的生产模式，各生产部、质量部等对生产过程进行组织、控制和协调。根据产品销售渠道终端、市场推广主体等差异，公司产品销售模式主要分为直销模式和经分销模式。直销模式主要为羚锐医药直接参与药品推广和终端对接，目前主要以非处方药销售为重点。经分销模式为羚锐医药通过遴选优质的经分销商并通过签署区域经分销协议将产品销售给经分销商。

2、 财务分析

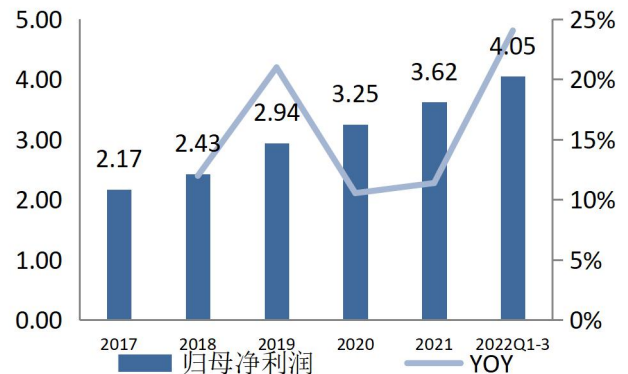
2021 年公司实现营业收入 26.94 亿元，同比增长 15.52%；实现利润总额 4.13 亿元，同比增长 13.50%；总资产 37.93 亿元，较上年期末增长 9.70%，实现了“十四五”良好开局。2022 年前三季度公司实现营业收入 22.77 亿元（+10.91%），实现归母净利润 4.05 亿元（+24.06%），业绩延续快速增长态势。

图 1：2017-2022 前三季度公司营业总收入情况（亿元）



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 2：2017-2022 前三季度公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind, 信达证券研发中心

2021 年公司研发投入合计 8780 万元，占营业收入比例 3.26%，主要研发项目如下表 2 所示。据 2021 年报，公司始终高度重视研发工作，研发投入比例在同行业可比上市公司中处于中等水平。公司将继续加大研发投入，重点关注化学贴片、骨科、心脑血管等领域，持续推进已上市产品的二次开发，同时有序推进医疗器械和保健品的研发，不断完善产品梯队，推动企业持续发展。

表 2：公司主要研发项目基本情况（截止 2021 年底）

研发项目(含一 致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护 品种(如涉及)	研发(注册)所处 阶段
YJYZYLR014 Y	YJYZYLR014	中药 1 类	一种用于肿瘤治疗的辅助用药	是	否	药学
YJYHYLR003	YJYHYLR003	化药 4 类	骨关节炎、肩周炎等的镇痛、消炎	是	否	药学
YJYHYLR015	YJYHYLR015	化药 4 类	以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛	是	否	药学
YJYZYLR010	通络祛痛膏	/	膝部骨关节炎、颈椎病	是	是	入组
YJYHYLR016	YJYHYLR016	化药 4 类	局部外用抗生素,适用于革兰阳性球菌引起的皮肤感染	否	否	药学
YJYHYLR008	YJYHYLR008	化药 4 类	治疗男性勃起功能障碍	是	否	技术评审
YJYHYLR002	YJYHYLR002	化药 3 类	用于缓解带状疱疹后遗神经痛,用于无破损皮肤	是	否	药学

注：通络祛痛膏为处方药、OTC 双跨品种。

资料来源：2021 年公司年度报告，信达证券研发中心

2021 年 7 月，公司发布股权激励计划，以 4.78 元/股的价格向公司董事、高管人员、核心技术(业务)骨干等 183 人授予限制性股票 1372.06 万股。本次股权激励的业绩考核目标为：以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 20%、44%、65.6%。本次股权激励进一步绑定核心员工利益，有利于提高员工工作积极性，增强业绩发展动力。

据公司 2022 年 6 月份公告，本次激励计划第一个解除限售期条件已成就，本次符合解除限

售条件的激励对象共 176 名，按照 2021 年度公司业绩考核、个人层面考核结果，可解除限售的限制性股票 524.5208 万股。

表 3：2021 年羚锐制药股权激励计划

公司层面业绩考核要求			
解除限售安排	业绩考核目标		
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%；		
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 44%		
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 65.6%。		
个人层面（除核心业务骨干外的其他激励对象）绩效考核要求			
个人上一年度绩效考核得分	80 分（含）以上	60（含）-80 分	60 分以下
个人层面解除限售系数	100%	80%	0%
个人层面（核心业务骨干人员）绩效考核要求			
个人上一年度业绩达成率	80%（含）以上	60%（含）-80%	60%以下
个人层面解除限售系数	100%	80%	0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4：2021 年激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前公司总股本的比例
吴希振	董事、副总经理	40.00	2.92%	0.07%
赵志军	董事	25.00	1.82%	0.04%
陈燕	董事、副总经理	40.00	2.92%	0.07%
潘滋润	董事	40.00	2.92%	0.07%
冯国鑫	董事、董事会秘书	40.00	2.92%	0.07%
武惠斌	副总经理	40.00	2.92%	0.07%
余鹏	财务总监	40.00	2.92%	0.07%
叶强	副总经理	40.00	2.92%	0.07%
李磊	副总经理	25.00	1.82%	0.04%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干 174 人		1042.06	75.95%	1.84%
合计		1372.06	100.00%	2.42%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、公司的竞争优势分析

据 2022 年公司中报，公司拥有的核心竞争力如下：

品牌优势。公司秉承“有关爱、没疼痛”的品牌理念，持续实施品牌创新驱动战略。报告期内，公司入选 2021 年度中国医药工业百强名单，壮骨麝香止痛膏荣获西湖论坛“最受药店欢迎的明星单品”奖，母品牌羚锐®、子品牌两只老虎®荣膺 2022 中国医药品牌榜上榜品牌、通络祛痛膏荣膺 2022 中国连锁药店最具合作价值单品。

产品优势。公司产品覆盖骨科、儿科、心脑血管、皮肤科、麻醉科等多个科室，品类丰富、优势突出。独家产品通络祛痛膏入选《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”，“通络+活血”组合进入“2022 年北京冬奥会崇礼赛区中医药文化展馆优质中成药品种入围名单”。“两只老虎”牌膏药系列产品 10 年累计销售量突破 100 亿贴，销量位居中国膏药产品畅销榜前列。米内网统计 2021 年中国城市实体药店终端中成药贴膏剂 TOP20 产品，公司有 6 个产品上榜，品牌知名度和

市场占有率逐年提升。心脑血管等疾病用药方面，培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊等中成药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾的独特优势，连续多年保持稳定增长。同时，公司是国内唯一从事骨架型芬太尼透皮贴剂生产的企业，采用从德国引进的专利生产技术和全自动生产线，技术、设备、原辅膜材等与欧盟产品完全一致，杂质控制高于欧盟产品。

信息化管理优势。公司持续推进矩阵型组织建设，以产销为基础、质量控制为核心，构建起了信息化、标准化的流程控制体系，形成了各部门协同合作的高效运作模式。公司引进 SAP 系统逐步打通各环节数据，持续完善采购、生产、仓储、销售、财务等信息化管理系统，实现了现代化的精益管理要求。

智能制造优势。“智能制造、智能流通、智能健康”是公司发展的方向。公司“百亿贴膏剂生产基地”被认定为“2021 年河南省智能工厂”。报告期内，口服药中药提取车间智能化改造项目通过 GMP 符合性检查。生产上实现了从中药原料提取到制剂的全过程自动化、信息化、智能化管理，智能制造为公司高质量发展提供有力保障。

二、 行业分析

1、 人口老龄化背景下，骨科产品具备增长潜力

据公司 2021 年报，随着人口老龄化加剧以及城乡居民医疗水平的提高，我国骨科市场需求旺盛，诊疗人数逐年增加。世界卫生组织相关数据显示，目前我国骨关节炎患者超过人口总数的 15%，随着老龄化发展，未来 10 年将迎来患者人数和诊疗人数的持续扩容。临床上目前对骨关节炎的治疗均以消炎镇痛为主，中成药贴膏剂通过经皮给药的方式可有效的缓解骨痹、软组织损伤、附骨疽、关节炎、颈椎病等骨关节患病的疼痛、延缓疾病进程。在患者扩容的背景下，骨科贴剂行业将迎来良好的发展机遇。据米内网统计，我国城市实体药店中成药贴膏剂市场销售额 2021 年同比增长 5.10%，中成药贴膏剂产品 TOP20 市场份额合计超过 80%，中成药贴膏剂市场销售额 TOP20 产品中，有 11 个产品的销售额超过 1 亿元，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。此外，公司骨科口服药丹鹿通督片含有丹参和鹿角胶等，通过活血化瘀治疗腰椎间盘突出症、腰椎退行性疾病等肾虚血瘀所致的疾病，与贴膏剂形成了较好的协同效应。

据公司 2022 年中报，今年公司已发起“两只老虎膏药闹新春”活动、“两只老虎牌膏药，十年百亿贴”活动和“虎爸不服老 筋骨正年轻”父亲节等主题活动，在多个高铁站、城市公交上进行高频率、广覆盖的广告投放；同时，公司通过门店陈列提升品牌曝光度，加强营销活动推广和服务培训，进一步提升产品美誉度。未来公司将围绕“保存量、扩增量、提质量”的高质量发展要求，加强媒介沉淀、专业推广和渠道扩张，通过极具性价比的“两只老虎”牌膏药系列产品推动公司品牌价值和收入质量的进一步提升。

图 3：2017-2021 公司通络祛痛膏销量情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 4：2017-2021 公司壮骨麝香止痛膏销量情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

2、 心脑血管患病率逐年上升，培元通脑胶囊具备增长潜力

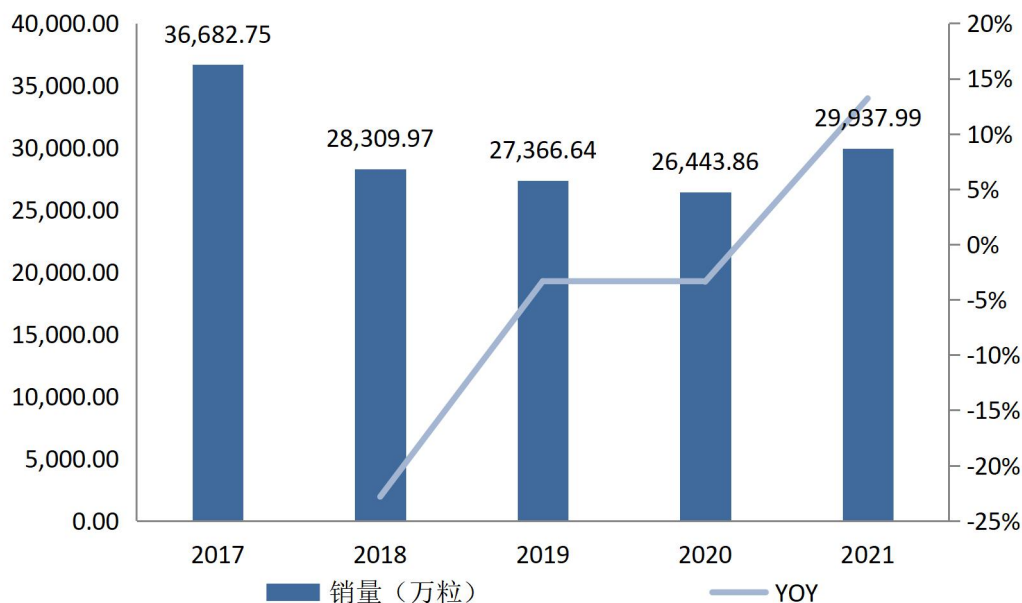
据公司 2021 年报，近年来随着老龄化加速，人们生活节奏加快，饮食习惯不健康，生活环境污染等，心脑血管疾病成为老年人常见疾病之一，患病率逐年上升。据 2020 年发布的《中国心血管健康与疾病报告》，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，并推算心血管病现患人数 3.3 亿人，其中脑卒中 1300 万人，冠心病 1139 万人，中国心脑血管病患病率处于持续上升阶段。

中医药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾的独特优势。公司培元通脑胶囊主要的功效和作用为扩血管和改善脑部血液供应，改善脑组织缺血缺氧的症状和体征；丹玉通脉颗粒

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

主要成分为丹参、川芎、红花、降香、人工麝香，具有活血祛瘀，理气止痛的功效。公司持续开展培元通脑胶囊的二次开发工作，通过丹玉通脉颗粒的量产和上市工作，进一步丰富了心脑血管疾病领域的产品体系。

图 5：2017-2021 公司培元通脑胶囊销量情况



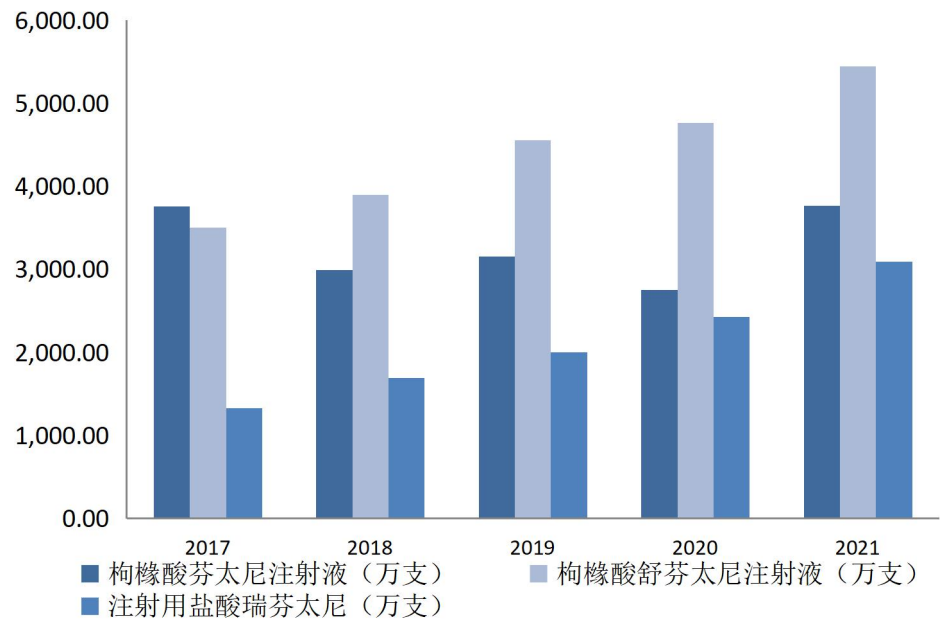
资料来源：wind，信达证券研发中心

3、芬太尼止痛效果好，具有良好的市场竞争格局和潜力

据公司 2021 年报，长期以来我国麻醉药品的生产和销售受到严格管制，药品从研发、生产、销售、流通有极强的专业性和较高的行业政策、技术壁垒。目前，国内芬太尼透皮贴剂生产厂家仅两家，为常州四药制药和羚锐制药，生产集中度较高，市场竞争格局较好。随着老龄化和癌症患者的增多，麻醉镇痛药物市场规模有望稳定增长。

作为我国麻醉药品生产行业领先企业之一，人福医药的芬太尼系列产品（枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼等）已上市销售。2017-2021 期间，人福医药的枸橼酸舒芬太尼注射液和注射用盐酸瑞芬太尼两种芬太尼产品销量增长迅速。此外，据人福医药 2021 年年报，其舒芬太尼透皮贴剂在研产品正在进行 I 期临床试验，反映该公司也看好透皮贴剂剂型的前景。

羚锐制药是国内唯一从事骨架型芬太尼透皮贴剂生产的公司，锐枢安®芬太尼透皮贴剂是公司首款麻醉镇痛类贴剂产品，相比注射剂，贴剂使用方法简便，不良反应较低，止痛效果好，广泛用于癌性疼痛和非癌性疼痛的治疗，具有良好的市场潜力。

图 6：2017-2021 人福医药芬太尼系列产品销量情况


资料来源：2017-2021 年人福医药年报，信达证券研发中心

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们假设：

(1) 贴膏剂类：我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 15.13%/15.08%/14.91%。

(2) 胶囊类：我们看好公司糖尿病慢性病产品的市场潜力，我们假设 2022-2024 年培元通脑胶囊营收分别同比增长 15.00%/15.00%/15.00%、参芪降糖胶囊营收分别同比增长 1.00%/15.00%/15.00%。

(3) 片剂类：我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 30.00%/30.00%/30.00%。

(4) 软膏剂类：我们看好糠酸莫米松乳膏的放量潜力，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 30.00%/30.00%/30.00%。

(5) 其他主营业务：考虑该业务历史增速，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 15.00%/15.00%/15.00%。

(6) 其他业务：我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 5.00%/5.00%/5.00%。

(7) 期间费用率：考虑历史情况和公司发展战略，我们预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 48.29%/48.29%/48.29%；预计 2022-2024 年管理费用率分别为 6.00%/6.00%/6.00%；预计 2022-2024 年研发费用率分别为 3.20%/3.20%/3.20%。

表 5：羚锐制药盈利预测假设

	指标	2021A	2022E	2023E	2024E
贴膏剂类	营业收入（亿元）	16.24	18.70	21.52	24.72
	YOY	14.63%	15.13%	15.08%	14.91%
胶囊类	营业收入（亿元）	6.66	6.69	7.58	8.59
	YOY	15.90%	0.44%	13.19%	13.32%
片剂类	营业收入（亿元）	1.48	1.92	2.50	3.25
	YOY	36.59%	30.00%	30.00%	30.00%
软膏剂类	营业收入（亿元）	1.21	1.24	1.28	1.32
	YOY	-10.34%	3.00%	3.00%	3.00%
其他主营业务	营业收入（亿元）	1.31	1.50	1.73	1.99
	YOY	40.04%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	营业收入（亿元）	0.03	0.04	0.04	0.04
	YOY	1.16%	5.00%	5.00%	5.00%
费用率	销售费用率	48.29%	48.29%	48.29%	48.29%
	管理费用率	7.01%	6.00%	6.00%	6.00%
	研发费用率	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%

资料来源：wind, 信达证券研发中心

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 30.10/34.64/39.91 亿元，归母净利润分别为 4.53/5.16/5.82 亿元，EPS 分别为 0.80/0.91/1.03 元，PE 分别为 18/15/14X。

表 6：羚锐制药盈利预测结果

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,332	2,694	3,010	3,464	3,991
同比 (%)	8.1%	15.5%	11.7%	15.1%	15.2%
归属母公司净利润 (百万元)	325	362	453	516	582
同比 (%)	10.5%	11.1%	25.4%	13.7%	12.8%
毛利率 (%)	76.9%	74.3%	74.3%	74.4%	74.5%
ROE%	14.1%	15.9%	16.5%	15.7%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.64	0.80	0.91	1.03
P/E	14.77	24.80	17.42	15.32	13.58

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 12 月 02 日收盘价

3、 估值结论与投资评级

羚锐制药可比公司为云南白药、九典制药、昆药集团，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 27.37 倍。我们认为公司骨科产品具备增长潜力，产品提价和营销推广助力业绩增长。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表 7：羚锐制药可比公司估值结果

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000538.SZ	云南白药	1021.16	28.04	35.94	45.06	36.42	28.41	22.66
300705.SZ	九典制药	80.43	2.04	2.63	3.79	39.38	30.61	21.24
600422.SH	昆药集团	122.61	5.08	5.31	6.30	24.15	23.09	19.46
行业均值						33.32	27.37	21.12
600285.SH	羚锐制药*	78.99	3.62	4.53	5.16	24.80	17.42	15.32

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 收盘价截至 2022 年 12 月 02 日, *为信达证券研发中心预测, 其余均为 Wind 一致性预测

四、 风险因素

1、 毛利率下滑或波动的风险

中药材原材料容易受季节、天气、自然灾害等影响出现价格波动，人工、能源价格上涨也会对公司的生产成本造成一定的影响。

2、 质量控制风险

公司对产品从原料采购到生产、存储等各个环节建有完整的质量控制体系，但由于药品生产涉及原材料供应、生产工艺、过程控制、设备情况、生产环境、运输条件、仓储条件、检验等众多环节，药品质量控制贯穿于产品的全生命周期。

3、 研发风险

新药研发存在高投入、高风险、长周期等特点，易受到技术、审批、政策等多方面的影响。产品从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多，不确定性因素较多，产品上市后是否有良好的市场前景和经济回报也具有不确定性。

4、 政策风险

医药行业受国家政策影响较大，近年来，随着医药卫生体制改革深入推进，带量采购、医保目录调整、医保支付方式改革等政策落地实施，医药市场格局持续变化，短期内将会对医药企业的发展带来一定影响。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,917	2,131	2,824	3,632	4,526
货币资金	732	801	1,347	1,880	2,475
应收票据	495	228	223	256	295
应收账款	146	173	191	221	254
预付账款	27	25	33	35	42
存货	331	428	403	462	530
其他	185	476	627	778	930
非流动资产	1,541	1,662	1,609	1,566	1,542
长期股权投资	99	117	117	117	117
固定资产(合计)	727	698	651	608	575
无形资产	235	237	217	209	200
其他	480	610	624	633	649
资产总计	3,458	3,793	4,433	5,199	6,068
流动负债	1,066	1,438	1,607	1,837	2,097
短期借款	20	126	130	130	130
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	79	78	100	107	128
其他	967	1,233	1,377	1,599	1,839
非流动负债	69	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0	0
其他	69	69	69	69	69
负债合计	1,136	1,507	1,676	1,905	2,166
少数股东权益	9	8	8	8	8
归属母公司股东权益	2,313	2,279	2,749	3,285	3,894
负债和股东权益	3,458	3,793	4,433	5,199	6,068

会计年度	单位:百万 元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,332	2,694	3,010	3,464	3,991
同比(%)	8.1%	15.5%	11.7%	15.1%	15.2%
归属母公司净利润	325	362	453	516	582
同比(%)	10.5%	11.1%	25.4%	13.7%	12.8%
毛利率(%)	76.9%	74.3%	74.3%	74.4%	74.5%
ROE%	14.1%	15.9%	16.5%	15.7%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.64	0.80	0.91	1.03
P/E	14.77	24.80	17.42	15.32	13.58
P/B	2.08	3.93	2.87	2.40	2.03
EV/EBITDA	10.46	17.93	11.31	9.43	7.52

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,332	2,694	3,010	3,464	3,991
营业成本	538	693	774	887	1,018
营业税金及附加	29	38	43	49	57
销售费用	1,182	1,301	1,454	1,673	1,927
管理费用	166	189	181	208	239
研发费用	98	86	96	111	128
财务费用	-15	-10	11	9	15
减值损失合计	-32	-9	-14	-14	-9
投资净收益	41	31	60	52	40
其他	24	16	20	23	26
营业利润	367	435	517	588	664
营业外收支	-3	-22	0	0	0
利润总额	364	413	517	588	664
所得税	40	51	64	72	82
净利润	324	362	454	516	582
少数股东损益	-1	1	0	0	0
归属母公司净利润	325	362	453	516	582
EBITDA	392	463	592	653	741
EPS(当年)(元)	0.57	0.64	0.80	0.91	1.03

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	451	846	612	604	687
净利润	324	362	454	516	582
折旧摊销	73	77	130	117	119
财务费用	7	3	6	6	6
投资损失	-41	-31	-60	-52	-40
营运资金变动	80	420	70	4	12
其它	8	14	14	14	9
投资活动现金流	12	-546	-64	-65	-87
资本支出	-72	-76	-71	-64	-74
长期投资	-52	-30	-50	-50	-50
其他	135	-439	57	49	37
筹资活动现金流	-306	-231	-2	-6	-6
吸收投资	0	76	0	0	0
借款	-115	106	4	0	0
支付利息或股息	-179	-224	-6	-6	-6
现金流净增加额	156	69	546	533	595

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	li ruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。