

➤ **事件：**羚锐制药公布 2023 年半年度报告，2023H1 实现营业收入 17.01 亿元 (YOY+13.18%)，归母净利润 3.17 亿元 (YOY+17.18%)，扣非归母净利润 3.01 亿元 (YOY+26.08%)。

➤ **2023H1 业绩稳健增长，股权激励为公司进一步发展提供内生动力。**分季度来看，2023Q1 营业收入 7.89 亿元 (YOY+15.62%)，归母净利润 1.44 亿元 (YOY+10.3%)，扣非归母净利润 1.38 亿元 (YOY+31.71%)；2023Q2 营业收入 9.12 亿元 (YOY+11.15%)，归母净利润 1.73 亿元 (YOY+23.61%)，扣非归母净利润 1.63 亿元 (YOY+21.68%)；2023H1 公司销售费用率为 46.54%，比去年同期下降 1.53 个百分点。持续增长的业绩得益于公司核心产品销售收入稳步提升以及公司管理效率和成本控制水平进一步提高。

➤ **产品布局丰富，聚焦骨科、心脑血管等中医药治疗优势领域。**公司拥有橡胶膏剂、贴剂、片剂、胶囊剂、酊剂、软膏剂等十种剂型百余种产品。其中，骨科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》，“舒腹贴膏”“壮骨麝香止痛膏”等健康消费品在同品名产品中销量处于领先地位。中成药产品培元通脑胶囊为独家产品，入选《国家医保目录》，参芪降糖胶囊入选《国家基药目录》《国家医保目录》。同时，公司是国内唯一从事骨架型芬太尼透皮贴剂生产的公司，锐舒安芬太尼透皮贴剂具有使用方便、患者依从性好、副作用少等优点，具有较强的市场竞争优势。

➤ **“1+N”品牌策略与渠道赋能双管齐下，打造消炎镇痛领域双十亿发展格局。**公司采取“1+N”品牌策略，在羚锐主品牌的赋能下，聚焦“两只老虎”、“小羚羊”等子品牌建设工作，同时与全国优质知名的经销商和连锁终端广泛深入合作，在消炎镇痛领域的產品形成了双十亿的发展格局，通络祛痛膏年收入超 10 亿元，“两只老虎”系列年销量超 10 亿贴，且在同品名产品中具有较高的市占率；舒腹贴膏和糠酸莫米松乳膏等产品也实现了快速的增长。

➤ **投资建议：**公司不断优化产品线和产品结构，持续推动品牌建设和服务，持续强化核心品牌曝光度，提升品牌势能，预计通络祛痛膏和“两只老虎”系列等核心产品销量将进一步提升。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.37/6.41/7.46 亿元，PE 分别为 17/14/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国家监管政策风险；毛利率下滑风险；产品研发风险；产品销售不及预期的风险；药品注册进度的不确定性。

推荐
维持评级
当前价格：
15.63 元

分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@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) 2022 年三季报点评：Q3 营收恢复双位数稳增态势，看好产品持续放量-2022/10/28

2. 羚锐制药 (600285.SH) 2022 年半年度报告点评：营销改革成效显著，贴膏系列优化升级走上快车道-2022/08/10

3. 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

4. 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,002	3,455	3,963	4,518
增长率 (%)	11.4	15.1	14.7	14.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	465	537	641	746
增长率 (%)	28.7	15.4	19.5	16.3
每股收益 (元)	0.82	0.95	1.13	1.32
PE	19	17	14	12
PB	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 10 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,002	3,455	3,963	4,518
营业成本	832	917	1,040	1,175
营业税金及附加	41	47	53	61
销售费用	1,444	1,655	1,878	2,137
管理费用	169	207	238	271
研发费用	125	133	153	174
EBIT	426	527	635	739
财务费用	-27	-10	-9	-12
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	59	69	79	90
营业利润	517	606	724	842
营业外收支	-0	-3	-3	-3
利润总额	517	604	721	839
所得税	52	67	80	93
净利润	465	537	641	746
归属于母公司净利润	465	537	641	746
EBITDA	505	606	716	820

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,179	1,065	1,304	1,491
应收账款及票据	447	660	757	863
预付款项	27	36	41	46
存货	486	556	630	712
其他流动资产	368	342	290	304
流动资产合计	2,508	2,659	3,022	3,416
长期股权投资	72	141	220	310
固定资产	697	697	704	714
无形资产	204	203	205	208
非流动资产合计	1,836	1,982	2,069	2,171
资产合计	4,344	4,641	5,091	5,588
短期借款	94	94	94	94
应付账款及票据	68	104	118	133
其他流动负债	1,550	1,632	1,846	2,082
流动负债合计	1,712	1,830	2,058	2,309
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	74	79	79	79
非流动负债合计	74	79	79	79
负债合计	1,786	1,909	2,137	2,388
股本	567	567	567	567
少数股东权益	8	7	7	7
股东权益合计	2,558	2,732	2,954	3,199
负债和股东权益合计	4,344	4,641	5,091	5,588

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.45	15.10	14.69	14.00
EBIT 增长率	8.09	23.66	20.65	16.35
净利润增长率	28.71	15.38	19.48	16.34
盈利能力 (%)				
毛利率	72.28	73.46	73.76	73.99
净利润率	15.50	15.54	16.19	16.52
总资产收益率 ROA	10.71	11.57	12.60	13.36
净资产收益率 ROE	18.24	19.71	21.77	23.38
偿债能力				
流动比率	1.47	1.45	1.47	1.48
速动比率	1.09	1.07	1.12	1.13
现金比率	0.69	0.58	0.63	0.65
资产负债率 (%)	41.11	41.14	41.98	42.74
经营效率				
应收账款周转天数	23.83	23.36	23.36	23.36
存货周转天数	213.36	221.22	221.22	221.22
总资产周转率	0.74	0.77	0.81	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.95	1.13	1.32
每股净资产	4.50	4.80	5.19	5.63
每股经营现金流	1.47	0.59	1.21	1.39
每股股利	0.60	0.74	0.88	1.03
估值分析				
PE	19	17	14	12
PB	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	15.42	13.03	10.71	9.11
股息收益率 (%)	3.84	4.72	5.65	6.57
现金流量表 (百万元)				
净利润	465	537	641	746
折旧和摊销	79	80	80	81
营运资金变动	381	-176	39	44
经营活动现金流	835	335	688	787
资本开支	-15	-81	-89	-94
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-84	-84	-24	-94
股权募资	0	-1	0	0
债务募资	-80	-0	-1	0
筹资活动现金流	-373	-365	-425	-506
现金净流量	378	-114	239	187

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受到任何形式的补偿。

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