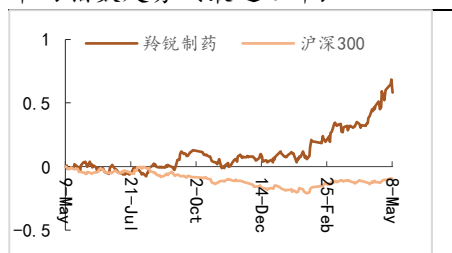


评级： 买入

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

#### 公司基本数据

最新收盘价 (元)	25.09
一年内最高/最低价 (元)	26.89/14.30
市盈率 (当前)	23.17
市净率 (当前)	4.85
总股本 (亿股)	5.67
总市值 (亿元)	142.30

资料来源: 聚源数据

#### 相关研究

- 羚锐制药(600285.SH): 盈利能力提升, 贴膏剂龙头行稳致远
- 羚锐制药(600285.SH): 核心产品稳健增长, 经营质量处于较高水平
- 羚锐制药(600285.SH)2022年3季报点评: 3季度业绩边际改善, 核心产品平稳增长

#### 核心观点

- **事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入为 33.11 亿元 (+10.31%), 归母净利润为 5.68 亿元 (+22.09%), 扣非归母净利润为 5.34 亿元 (+30.61%)。2024 年 1 季度, 公司实现营业收入 9.09 亿元 (+15.27%), 归母净利润为 1.90 亿元 (+31.98%), 扣非归母净利润为 1.81 亿元 (+31.55%)。
- **品牌影响力持续提升, 贴膏剂稳健增长; 口服制剂、新品种持续放量。** 2023 年贴剂实现收入 20.47 亿元 (+6.91%), 其中核心产品通络祛痛膏年销售收入超 10 亿元, “两只老虎”系列产品年销量超 10 亿贴; 我们预计通络祛痛膏继续保持较快增长, “两只老虎”系列产品在结构优化的基础上销量总体保持稳定。公司通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、麝香壮骨膏、舒腹贴膏、伤湿止痛膏 5 款产品入选 2023 年上半年中国城市实体药店终端中成药贴膏剂 TOP20 品牌, 产品矩阵丰富且具有较强的品牌影响力。受益于老龄化加速趋势下骨科疾病患者增加, 凭借强大的品牌影响力, 我们认为公司贴膏剂产品中长期仍有较大增长潜力。其他产品方面, 2023 年片剂收入为 2.62 亿元 (+34.66%), 预计主要是由于丹鹿通督片放量带动。其他类产品收入 1.50 亿元 (+20.98%), 预计主要是由于青石颗粒、小柴胡片、他达拉非片等新品种放量带动。
- **费用率持续优化, 经营质量处于较高水平。** 2023 年公司销售费用率为 45.41%, 较上年同期下降 2.68 个百分点; 2024 年 1 季度销售费用率为 45.55%, 与 2023 年同期相比仍有一定幅度下降, 体现出公司营销效率持续优化。经营活动产生的现金流量净额为 8.13 亿元 (-2.57%), 绝对金额仍处于较高水平, 公司经营质量仍处于较好态势。
- **盈利预测和估值。** 我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 37.96 亿元、42.97 亿元和 48.56 亿元, 同比增速分别为 14.6%、13.2%和 13.0%; 归母净利润分别为 6.82 亿元、7.87 亿元和 9.07 亿元, 同比增速分别为 20.0%、15.3%和 15.3%, 以 5 月 8 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 20.9 倍、18.1 倍和 15.7 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** “贴膏剂市场竞争加剧, 收入增速低于预期; 院内产品受集采影响, 降价幅度超预期。”

#### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	33.11	37.96	42.97	48.56
营收增速 (%)	10.3%	14.6%	13.2%	13.0%
归母净利润 (亿元)	5.68	6.82	7.87	9.07
归母净利润增速 (%)	22.1%	20.0%	15.3%	15.3%
EPS(元/股)	1.00	1.20	1.39	1.60
PE	25.0	20.9	18.1	15.7

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,599	3,055	3,064	4,049	经营活动现金流	813	776	811	770
现金	1,499	1,905	1,785	2,539	净利润	568	682	787	907
应收账款	258	299	338	382	折旧摊销	81	85	78	72
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	1	-40	-41	-42
预付账款	15	34	34	37	投资损失	-20	-22	-22	-22
存货	467	405	402	511	营运资金变动	199	30	-87	-157
其他	147	146	180	223	其它	-16	41	-1	12
非流动资产	2,173	2,117	3,131	2,984	投资活动现金流	-230	-64	-659	260
长期投资	71	71	71	71	资本支出	-28	-62	-62	-61
固定资产	636	593	555	520	长期投资	0	0	0	0
无形资产	203	182	164	148	其他	-96	-202	-2	-597
其他	1,260	1,228	2,258	2,122	筹资活动现金流	-273	-306	-272	-276
资产总计	4,772	5,172	6,195	7,033	短期借款	47	0	0	0
流动负债	1,900	2,297	2,556	2,819	长期借款	0	0	0	0
短期借款	141	141	141	141	其他	24	204	365	390
应付账款	57	154	168	182	现金净增加额	311	406	-120	754
其他	1,278	1,444	1,618	1,796	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
非流动负债	73	90	111	133	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	10.3%	14.6%	13.2%	13.0%
其他	73	90	111	133	营业利润	26.9%	20.7%	29.3%	2.6%
负债合计	1,973	2,387	2,667	2,952	归属母公司净利润	22.1%	20.0%	15.3%	15.3%
少数股东权益	8	8	105	105	获利能力				
归属母公司股东权益	2,791	2,777	3,423	3,976	毛利率	73.3%	73.0%	73.0%	73.2%
负债和股东权益	4,772	5,172	6,195	7,033	净利率	17.2%	18.0%	20.6%	18.7%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	20.3%	24.5%	22.3%	22.2%
营业收入	3,311	3,796	4,297	4,856	ROIC	20.1%	21.9%	29.2%	23.7%
营业成本	884	1,025	1,161	1,302	偿债能力				
营业税金及附加	46	42	47	60	资产负债率	41.4%	46.2%	43.1%	42.0%
营业费用	1,504	1,697	1,800	2,137	净负债比率	7.7%	8.4%	7.2%	6.7%
研发费用	110	114	120	136	流动比率	1.4	1.3	1.2	1.4
管理费用	174	197	215	243	速动比率	1.1	1.2	1.0	1.3
财务费用	-35	-40	-41	-42	营运能力				
资产减值损失	-3	-3	-3	-3	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
公允价值变动收益	0	2	2	2	应收账款周转率	14.6	13.6	13.5	13.5
投资净收益	20	20	20	20	应付账款周转率	14.1	9.7	7.2	7.4
营业利润	656	792	1,024	1,051	每股指标(元)				
营业外收入	1	1	1	0	每股收益	1.0	1.2	1.4	1.6
营业外支出	4	9	9	9	每股经营现金	1.5	1.4	1.4	1.4
利润总额	653	784	1,016	1,042	每股净资产	4.9	4.9	6.0	7.0
所得税	85	102	132	135	估值比率				
净利润	568	682	884	907	P/E	25.05	20.86	18.09	15.69
少数股东损益	0	0	97	0	P/B	5.10	5.12	4.16	3.58
归属母公司净利润	568	682	787	907					
EBITDA	699	829	1,053	1,073					
EPS (元)	1.00	1.20	1.39	1.60					

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现