

羚锐制药 (600285.SH)

核心产品依然稳健，盈利能力同比保持提升

2024 年前三季度，公司实现营业收入 27.59 亿元，同比增长 10.07%；归母净利润 5.74 亿元，同比增长 23.10%；扣非归母净利润 5.41 亿元，同比增长 22.54%；其中 2024 年 Q3 营收 8.53 亿元，同比增长 5.83%；归母净利润 1.61 亿元，同比增长 7.80%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比增长 4.81%。

□ 产品结构变化造成毛利率有所波动，净利率率仍然维持较高水平。受销售产品结构比例变化影响，2024Q3 公司整体毛利率为 72.68%，同比略有下降 0.49pct；公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 43.46%/4.34%/3.20%，同比-0.88pct/-0.92pct/+0.33pct，提质增效成果显著，销售费用率和管理费用率仍然维持了下降趋势；三季度公司实现净利率率 18.85%，同比增长 0.35pct，仍然维持了较高的盈利水平。

□ 贴膏剂产品表现突出，处方药实现稳健增长。公司核心产品外用贴膏剂系列仍然实现了稳健增长，其中独家产品通络祛痛膏借助医保和基药身份在院内外均展现了销售潜力；“两只老虎”系列袋装销量表现较好，其中“壮骨麝香止痛膏”等产品在同品名产品中销量处于领先地位。处方药领域，培元通脑胶囊和丹鹿通督片为公司独家产品，在等级医院和基层医疗机构均表现突出，骨架型芬太尼透皮贴剂具有更安全、更便于使用特点，实现稳健增长。

□ 加强研发投入，新产品逐渐获批上市。2024 年前三季度公司研发投入金额为 0.74 亿元，同比增长 12.1%，研发费用率为 2.70%，同比提升 0.05pct。一方面公司推动了青石颗粒、野苏颗粒、丹玉通脉颗粒、消炎镇痛膏、小柴胡片等多个重要产品的复产工作，另一方面围绕公司优势品类和领域，加快仿制药产品的上市，前三季度取得了莫匹罗星软膏等药品注册证书。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为中药骨科贴膏剂市场随着人口老龄化将持续受益，公司作为行业龙头有先发和品牌优势，构建起了丰富的骨科产品矩阵。预计 2024-2026 年公司将实现归母净利润 6.9/8.2/9.7 亿元，同比增长 20.6%/19.2%/18.4%，对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：政策风险、市场推广不及预期、原材料波动和研发失败风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3002	3311	3760	4226	4702
同比增长	11%	10%	14%	12%	11%
营业利润(百万元)	517	656	789	939	1112
同比增长	19%	27%	20%	19%	18%
归母净利润(百万元)	465	568	685	817	968
同比增长	29%	22%	21%	19%	18%
每股收益(元)	0.82	1.00	1.21	1.44	1.71
PE	28.0	23.0	19.0	16.0	13.5
PB	5.1	4.7	4.3	3.6	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值：NA

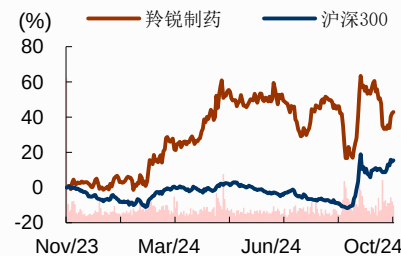
当前股价：23.0 元

基础数据

总股本(百万股)	567
已上市流通股(百万股)	567
总市值(十亿元)	13.0
流通市值(十亿元)	13.0
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	23.4
资产负债率	40.6%
主要股东	河南羚锐集团有限公司
主要股东持股比例	21.48%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-12	49
相对表现	-4	-25	35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《羚锐制药 (600285) —盈利能力进一步提升，中药贴膏剂龙头价值凸显》2024-08-13
- 2、《羚锐制药 (600285) —业绩表现亮眼，分红率进一步提升》2024-04-29
- 3、《羚锐制药 (600285) —中药骨科贴剂龙头，改革求变显韧性》2023-12-26

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2508	2599	3232	3896	4889
现金	1179	1499	1700	2149	2927
交易性投资	150	0	200	250	300
应收票据	251	213	263	296	329
应收款项	196	258	282	317	353
其它应收款	21	12	19	21	24
存货	486	467	550	618	685
其他	224	149	218	245	272
非流动资产	1836	2173	2150	2119	2086
长期股权投资	72	71	70	70	70
固定资产	697	636	583	534	490
无形资产商誉	242	230	207	186	168
其他	826	1236	1290	1329	1358
资产总计	4344	4772	5382	6015	6975
流动负债	1712	1900	2271	2287	2519
短期借款	94	141	316	110	120
应付账款	68	57	80	90	100
预收账款	154	115	130	146	162
其他	1396	1587	1744	1941	2138
长期负债	74	73	82	87	92
长期借款	0	0	0	0	0
其他	74	73	82	87	92
负债合计	1786	1973	2352	2374	2611
股本	567	567	567	567	567
资本公积金	242	279	279	279	279
留存收益	1741	1945	2177	2788	3510
少数股东权益	8	8	8	8	8
归属于母公司所有者权益	2551	2791	3023	3634	4356
负债及权益合计	4344	4772	5382	6015	6975

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	835	813	652	835	951
净利润	465	568	685	817	968
折旧摊销	77	81	85	77	70
财务费用	4	1	(27)	(36)	(57)
投资收益	(59)	(20)	(50)	(65)	(80)
营运资金变动	381	206	(43)	54	52
其它	(34)	(23)	1	(12)	(2)
投资活动现金流	(84)	(230)	(198)	(10)	5
资本支出	(27)	(21)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(57)	(209)	(192)	(5)	10
筹资活动现金流	(373)	(273)	(253)	(376)	(178)
借款变动	(178)	(6)	174	(206)	10
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	68	37	0	0	0
股利分配	(284)	(340)	(454)	(206)	(245)
其他	21	37	27	36	57
现金净增加额	378	311	201	449	778

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3002	3311	3760	4226	4702
营业成本	832	884	1000	1123	1245
营业税金及附加	41	46	53	59	66
营业费用	1444	1504	1677	1851	2022
管理费用	169	174	180	194	212
研发费用	125	110	128	148	169
财务费用	(27)	(35)	(27)	(36)	(57)
资产减值损失	(4)	(9)	(10)	(12)	(14)
公允价值变动收益	6	0	0	0	0
其他收益	39	17	20	25	30
投资收益	59	20	30	40	50
营业利润	517	656	789	939	1112
营业外收入	1	0	1	2	3
营业外支出	1	4	3	4	5
利润总额	517	653	787	937	1110
所得税	52	85	102	120	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	465	568	685	817	968

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	11%	10%	14%	12%	11%
营业利润	19%	27%	20%	19%	18%
归母净利润	29%	22%	21%	19%	18%
获利能力					
毛利率	72.3%	73.3%	73.4%	73.4%	73.5%
净利率	15.5%	17.2%	18.2%	19.3%	20.6%
ROE	19.3%	21.3%	23.6%	24.5%	24.2%
ROIC	17.2%	19.2%	21.0%	22.0%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	41.1%	41.4%	43.7%	39.5%	37.4%
净负债比率	2.2%	3.0%	5.9%	1.8%	1.7%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.7	1.9
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9
应收账款周转率	7.1	7.2	7.4	7.3	7.3
应付账款周转率	11.4	14.1	14.6	13.2	13.1
每股资料(元)					
EPS	0.82	1.00	1.21	1.44	1.71
每股经营净现金	1.47	1.43	1.15	1.47	1.68
每股净资产	4.50	4.92	5.33	6.41	7.68
每股股利	0.60	0.80	0.36	0.43	0.51
估值比率					
PE	28.0	23.0	19.0	16.0	13.5
PB	5.1	4.7	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	24.7	19.9	16.2	14.0	12.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。