



羚锐制药 (600285.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

改革成效明显, 中药贴膏龙头阔步向前

投资逻辑

主业稳健: 公司是中药贴膏龙头, 通络祛痛膏、“两只老虎”系列均为中药贴膏知名品牌。以贴膏为主的骨科收入占公司营收六成以上, 老龄化趋势下, 骨科收入稳健增长, 2018–2023 年骨科类收入 CAGR 约为 13%, 助力公司业绩持续提升。2024 年前三季度, 公司实现营收 27.6 亿元, 同比+10%; 归母净利润 5.7 亿元, 同比+23%。

管理进取: 公司先后于 2012 年、2018 年两次进行销售改革。第二次改革后, 降本增效效果显著, 销售费用率由 2018 年的 51.5% 降至 2024 三季度末的 44.4%, 减少约 7pct。净利率由 2018 年的 12.0% 提升至 2024 年三季度末的 20.8%。我们仍看好未来公司继续降本增效, 释放利润空间。

分红提高: 第二次改革后, 公司股利支付率持续提升, 2021–2023 年连续 3 年股利支付率保持在 70% 以上, 2023 年股息率为 4.68%, 位居中药上市公司前列。公司现金流改善, 负债率低 (截至 2024 年 Q3, 有息负债率为 1.1%), 财务状况良好, 未来仍有望保持优秀分红。

潜在突破: 2024 年 12 月 4 日, 公司发布公告, 拟使用自有资金收购银谷制药 100% 的股权, 对银谷制药综合估值暂定为不超过人民币 78,212 万元。银谷制药 23 年实现营收约 2.15 亿元 (同比+21%), 归母净利润约 1396 万元, 扭亏为盈。本次收购尚处筹划阶段, 如无监管机构提出异议导致本次交易终止, 各方在 2025 年 1 月 15 日或之前完成正式交易文件的谈判和签署。我们认为, 若交易达成, 银谷制药的 1 类新药苯环喹溴铵鼻喷雾剂有望弥补公司鼻喷雾剂型产品的空白, 同时增强公司院内销售推广能力; 公司院外销售渠道亦有望为银谷制药产品放量赋能。

盈利预测、估值和评级

公司作为中药贴膏龙头, 以骨科为主的业务有望受益于老龄化, 进而实现稳健增长。公司财务状况良好, 有望保持优秀的分红表现。若对银谷制药收购完成, 亦有望为公司发展赋能。在不考虑对银谷制药收购的情况下, 我们预计公司 24–26 年归母净利润分别为 6.65 亿元、7.74 亿元、8.93 亿元, 分别同比增长 17%、16%、15%, 对应 EPS 分别为 1.17 元、1.37 元、1.57 元。我们给予公司 25 年 19xPE, 对应市值 147.1 亿元, 对应目标价 25.94 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、政策风险、成本上升风险、收购不及预期风险等

医药组

分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 22.51 元

目标价 (人民币): 25.94 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,002	3,311	3,641	4,045	4,497
营业收入增长率	11.45%	10.31%	9.95%	11.10%	11.19%
归母净利润(百万元)	465	568	665	774	893
归母净利润增长率	28.71%	22.09%	17.01%	16.46%	15.38%
摊薄每股收益(元)	0.820	1.002	1.172	1.365	1.575
每股经营性现金流净额	1.47	1.43	1.27	1.66	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.24%	20.35%	22.57%	24.56%	26.32%
P/E	15.90	17.08	19.20	16.49	14.29
P/B	2.90	3.48	4.33	4.05	3.76

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、主业稳健：中药贴膏龙头，老龄化趋势下有望保持稳健发展.....	4
1.1 多领域布局，核心骨科业务稳健增长.....	4
1.2 老龄化时代，贴膏市场稳步扩容.....	6
1.3 骨科：通络祛痛膏+“两只老虎”系列，契合老龄化需求的贴膏梯队.....	7
1.3.1 通络祛痛膏：公司最大单品，院内院外有望双渠道增长.....	7
1.3.2 “两只老虎”系列：布局 OTC 领域，高性价比，年销量超 10 亿贴的中药贴膏.....	8
1.3.3 丹鹿通督片：有望与贴膏形成协同.....	8
1.4 多领域布局，亦有望为公司增长赋能.....	9
1.4.1 心脑血管：独家产品培元通脑胶囊，布局心脑血管大市场.....	9
1.4.2 内分泌：基层自建队伍，参芪降糖胶囊销量增势良好.....	9
1.4.3 麻醉类：芬太尼透皮贴剂市场格局较好.....	10
二、管理进取：两次改革降本增效，营运能力向好、分红提高.....	10
2.1 两次改革赋能销售，降本增效效果显著.....	10
2.2 现金流表现向好，分红逐渐提高.....	11
三、潜在突破：拟收购银谷制药，有望实现双向赋能.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 投资建议及估值.....	14
五、风险提示.....	15

图表目录

图表 1：公司产品布局骨科、心脑血管等系列，有望受益于老龄化发展.....	4
图表 2：公司收入持续增长.....	5
图表 3：公司归母净利润总体增速快于收入.....	5
图表 4：骨科、心脑血管类产品合计占公司收入 77%左右.....	5
图表 5：各业务收入增速来看，公司核心骨科业务收入增速相对平稳.....	5
图表 6：骨科、心脑血管类产品毛利率较高.....	6
图表 7：2018 年以来，公司净利率提升明显.....	6
图表 8：2023 年我国 60 岁以上人口占比已升至约 21%.....	6
图表 9：公司通络祛痛膏、“两只老虎”系列品牌在院内/院外市场均有较高排名.....	7
图表 10：通络祛痛膏销量稳健增长.....	8
图表 11：公司贴膏产品覆盖不同价格带.....	8
图表 12：2021 年丹鹿通督片销量恢复增长.....	9



图表 13: 培元通脑胶囊销量 2020 年后恢复增长.....	9
图表 14: 公司心脑血管类收入近几年相对平稳.....	9
图表 15: 参芪降糖胶囊销量持续提升.....	10
图表 16: 公司内分泌类收入近几年总体增势明显.....	10
图表 17: 国内仅有 3 家公司获批芬太尼透皮贴剂.....	10
图表 18: 2018 年以后公司销售&管理费用率呈下降趋势.....	11
图表 19: 2018 年后公司部分营运指标趋势向好.....	11
图表 20: 公司应收账款周转天数较 2018 年已有明显缩短.....	11
图表 21: 公司经营活动现金流净额 (百万元) 表现改善.....	11
图表 22: 公司有息负债率较低.....	12
图表 23: 公司近三年股利支付率均保持在 70% 以上.....	12
图表 24: 公司股息率在上市中药公司中位居前列.....	12
图表 25: 银谷制药苯环喹溴铵鼻喷雾剂为 1 类新药, 且已纳入国家医保目录.....	13
图表 26: 2023 年银谷制药营业收入同比增长 21%.....	13
图表 27: 2023 年银谷制药归母净利润 (百万元) 转正.....	13
图表 28: 公司收入拆分及预测.....	14
图表 29: 公司费用率预测.....	14
图表 30: 相对估值表.....	14



一、主业稳健：中药贴膏龙头，老龄化趋势下有望保持稳健发展

1.1 多领域布局，核心骨科业务稳健增长

河南羚锐制药股份有限公司是一家以药品、医疗器械生产经营为主业的国家高新技术企业，其前身河南羚锐制药有限公司成立于1992年6月。公司2000年10月在上海证券交易所上市，目前已建成制造工艺和技术国内领先的外用贴膏剂生产基地和口服药生产基地，全资子公司羚锐医药搭建了覆盖全国的销售渠道和服务网络。

公司拥有贴剂、片剂、胶囊剂、软膏剂、颗粒剂等十余种剂型百余种产品，涉及骨科、心脑血管病科、呼吸科、消化科、麻醉科、儿科等领域。其中“两只老虎”系列经典膏药年销超10亿贴；通络祛痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片、三黄珍珠膏等十余个产品为独家药品；芬太尼透皮贴剂为引进国际先进技术和设备生产的强效镇痛药物。

图表1：公司产品布局骨科、心脑血管等系列，有望受益于老龄化发展

产品名称	治疗领域	功能或用途	国家医保	国家基药	处方药
通络祛痛膏	骨科	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。	乙类	是	双跨
壮骨麝香止痛膏	骨科	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛、扭伤。	乙类	否	否
伤湿止痛膏	骨科	祛风湿，活血止痛。用于风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节肿痛。	否	否	否
关节止痛膏	骨科	具有活血散瘀，温经镇痛的功效，主要用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤。	乙类	否	双跨
麝香壮骨膏	骨科	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。	否	否	否
舒腹贴膏	儿科	具有温中散寒、行气止痛的功效，主要用于胃脘痛、腹痛、恶心、呕吐、食欲不振、肠鸣腹泻、小儿泄泻等。	否	否	否
小儿退热贴	儿科	用于物理退热、冷敷理疗。	否	否	-
丹鹿通督片	骨科	活血通督，益肾通络。用于腰椎管狭窄症，属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行，腰腿疼痛，活动受限，下肢酸胀疼痛，舌质暗或有瘀斑。	乙类	否	是
培元通脑胶囊	心脑血管	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。	乙类	否	是
参芪降糖胶囊	内分泌	益气养阴，滋脾补肾。主治消渴症，用于II型糖尿病。	甲类	是	是
糠酸莫米松乳膏	皮肤科	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。	乙类	否	否
三黄珍珠膏	皮肤科	解毒消肿，去腐生肌，止痛。用于中、小面积II度烧伤、烫伤、残留疮面等。	否	否	是
活血消痛酊	骨科	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。	否	否	双跨

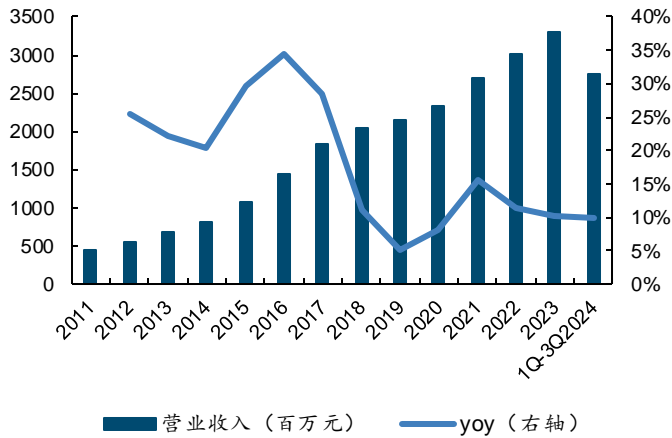
来源：公司公告，医药魔方，国家药监局，国金证券研究所

公司业绩持续提升。2011-2023年，公司营业收入从约4.5亿元提升至约33.1亿元，期间CAGR约为18%；归母净利润从约0.3亿元提升至约5.7亿元，期间CAGR约为28%。2024年前三季度，公司实现营业收入约27.6亿元，同比增长约10%；实现归母净利润约5.74亿元，同比增长约23%。

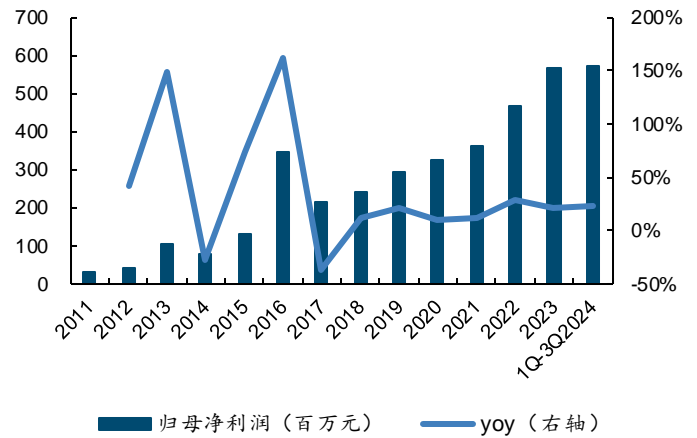
公司各细分业务中，骨科、心脑血管为收入占比前两位的业务领域，近年来能贡献77%左右的收入。核心的骨科业务占公司总收入六成左右，且近几年增速相对平稳，2018-2023年骨科类收入CAGR约为13%。



图表2: 公司收入持续增长



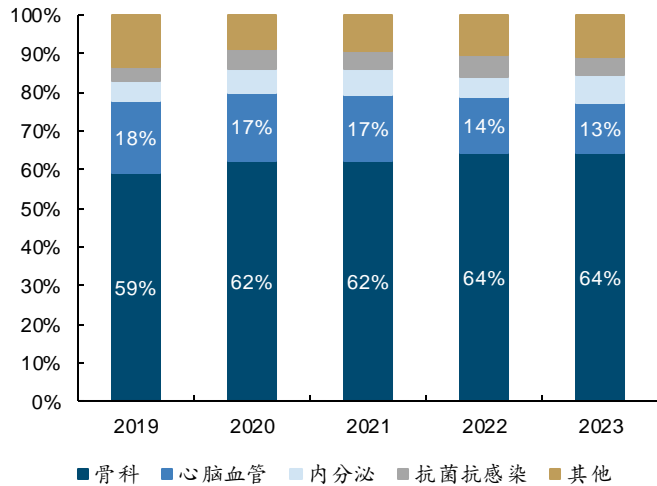
图表3: 公司归母净利润总体增速快于收入



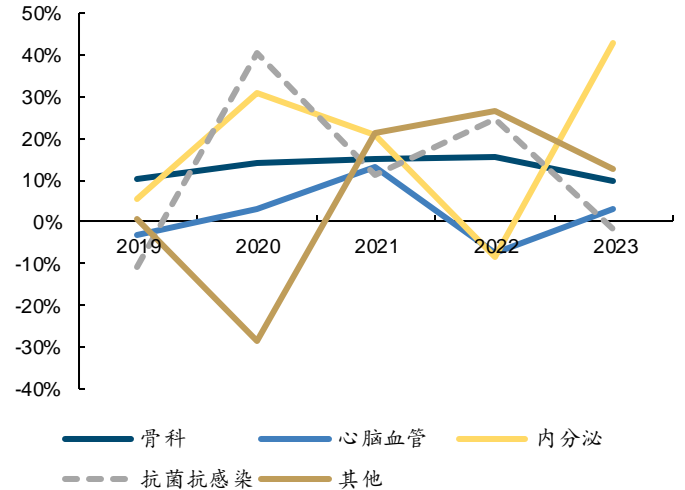
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表4: 骨科、心脑血管类产品合计占公司收入 77%左右



图表5: 各业务收入增速来看, 公司核心骨科业务收入增速相对平稳



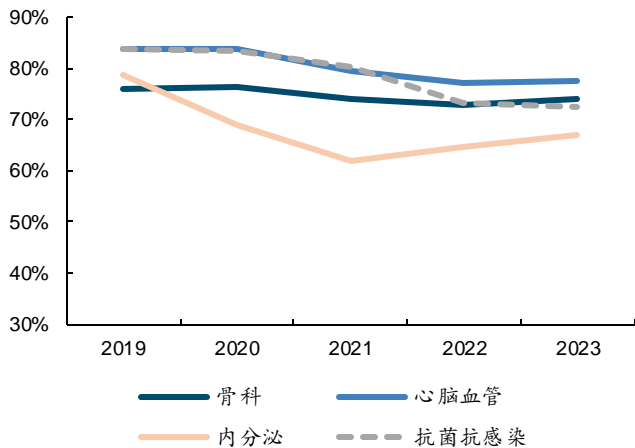
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

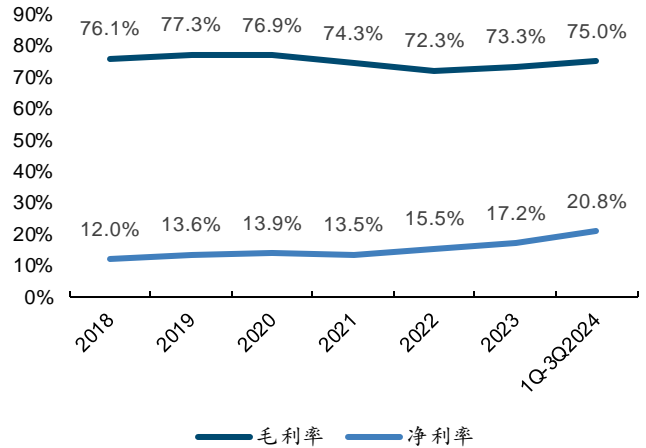
部分年间由于中药材价格上涨等因素影响, 公司毛利率略有波动, 但总体保持在 70% 以上, 2024 年前三季度回升至 75.0%。降本增效下, 2024 年前三季度, 公司净利率提升至 20.8%。



图表6: 骨科、心脑血管类产品毛利率较高



图表7: 2018年以来, 公司净利率提升明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

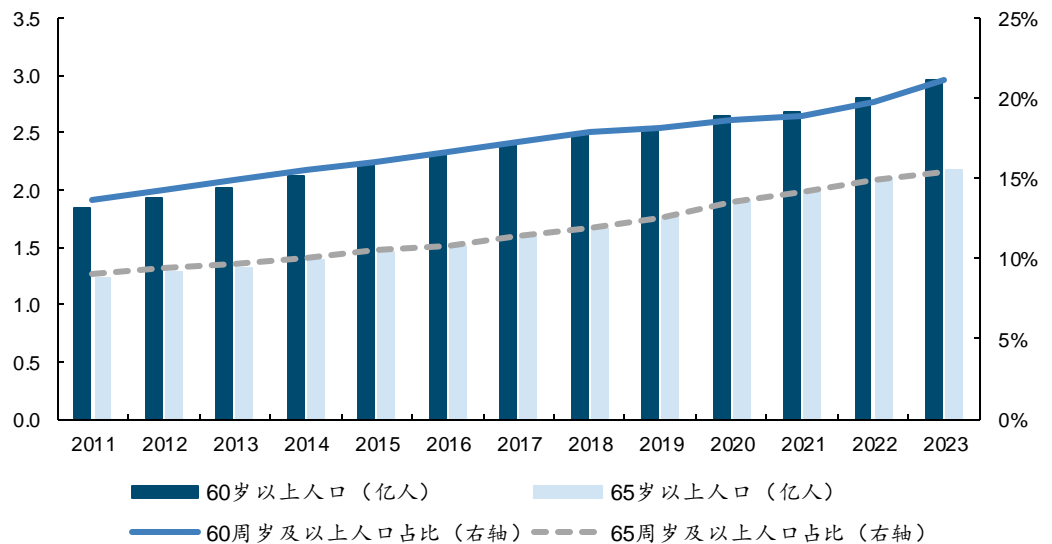
1.2 老龄化时代, 贴膏市场稳步扩容

需求端: 老龄化趋势下, 骨科医疗需求将逐步释放

根据《中国老年骨质疏松症诊疗指南(2023)》, 国家卫生健康委员会 2018 年 10 月公布首个中国骨质疏松症流行病学调查结果显示: 骨质疏松症已成为我国中老年人群的重要健康问题, 50 岁以上人群骨质疏松症患病率为 19.2%。老年骨质疏松症患者多合并下肢关节骨关节炎。根据《中国骨关节炎诊疗指南(2021 年版)》, 我国 40 岁以上人群原发性 OA (osteoarthritis, 骨关节炎) 的总体患病率已高达 46.3%, 且随着我国人口老龄化程度的不断加剧, OA 的患病率有逐渐上升的趋势。

国家统计局数据显示, 2023 年年末全国 60 周岁以上人口约 3 亿人, 在总人口中的占比提升至约 21%。随着人口老龄化加剧, 类风湿性关节炎、骨质疏松、骨关节炎等骨骼肌肉疾病高发, 加之骨关节疾病患病群体日渐年轻化, 骨科患者人数将持续扩容。庞大的骨科患者基数将催生出更多的骨科医疗需求, 我国骨骼肌肉系统疾病市场预计将进一步增长。

图表8: 2023 年我国 60 岁以上人口占比已升至约 21%



来源: ifind, 国金证券研究所

供给端: 贴膏市场稳步扩容, 公司产品行业领先

根据米内网数据, 2023 年中国三大终端六大市场中成药贴膏剂销售额超过 130 亿元, 同比增长 6.5%, 市场规模创近年来新高。2024 年 H1, 中成药贴膏剂同比增长超过 5%, 其中院内市场是主力销售渠道, 院外市场亦持续增长。

中成药贴膏品牌众多, 公司产品位居前列。根据米内网数据, 中成药贴膏剂在销产品超过



160 个，品牌超过 400 个，其中骨骼肌肉系统疾病用药市场份额占比超过 90%。虽然品牌众多，但公司品牌在院内外均排名靠前。

- 院内：根据米内网数据，2024 年上半年中国公立医疗机构终端中成药贴膏剂品牌 TOP20 中，公司独家品种通络祛痛膏位居第三。
- 院外：根据米内网数据，2024 年上半年中国零售药店终端中成药贴膏剂产品 TOP20 中，公司通络祛痛膏销售额超 2 亿元，位居第二。通络祛痛膏、“两只老虎”系列的壮骨麝香止痛膏/麝香壮骨膏/伤湿止痛膏、舒腹贴膏等 5 个产品位列 2024 年上半年中国零售药店终端中成药贴膏剂品牌 TOP20。

图表9：公司通络祛痛膏、“两只老虎”系列品牌在院内/院外市场均有较高排名

2024年上半年中国公立医疗机构终端中成药贴膏剂品牌TOP20			2024年上半年中国零售药店终端中成药贴膏剂品牌TOP20		
排名	产品名称	企业简称	排名	产品名称	企业简称
1	消痛贴膏	西藏奇正藏药	1	消痛贴膏	西藏奇正藏药
2	云南白药膏	云南白药无锡药业	2	通络祛痛膏	河南羚锐制药
3	通络祛痛膏	河南羚锐制药	3	云南白药膏	云南白药无锡药业
4	活血止痛膏	安科余良卿药业	4	云南白药创可贴	云南白药无锡药业
5	麝香追风止痛膏	重庆希尔安药业	5	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团
6	骨通贴膏	桂林华润天和药业	6	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药
7	复方南星止痛膏	江苏康缘阳光药业	7	活血止痛膏	安科余良卿药业
8	活血止痛膏	湖北舒尔迈康药业	8	麝香壮骨膏	河南羚锐制药
9	祖师麻膏药	甘肃泰康制药	9	骨通贴膏	桂林华润天和药业
10	麝香海马追风膏	重庆希尔安药业	10	麝香追风膏	湛江吉民药业
11	罗浮山风湿膏药	广东罗浮山国药	11	养血调经膏	哈药世一堂制药
12	神农镇痛膏	湛江吉民药业	12	麝香壮骨膏	桂林华润天和药业
13	消炎止痛膏	杭州仁德药业	13	舒腹贴膏	河南羚锐制药
14	麝香活血化瘀膏	贵州联盛药业	14	消炎镇痛膏	白云山何济公制药
15	神农镇痛膏	黄石燕舞药业	15	神农镇痛膏	黄石燕舞药业
16	代温灸膏	湖南富兴飞鸽药业	16	红药贴膏	沈阳红药集团
17	活血风湿膏	得生制药	17	伤湿止痛膏	河南羚锐制药
18	祛风骨痛巴布膏	哈药世一堂制药	18	消炎镇痛膏	安徽金马药业
19	关节止痛膏	常州盛辉药业	19	天和追风膏	桂林华润天和药业
20	狗皮膏（改进型）	锦州紫金药业	20	万通筋骨康贴	通化万通药业

来源：米内网，国金证券研究所

1.3 骨科：通络祛痛膏+“两只老虎”系列，契合老龄化需求的贴膏梯队

公司骨科领域的主要产品包括通络祛痛膏、“两只老虎”系列中药贴膏、丹鹿通督片等。

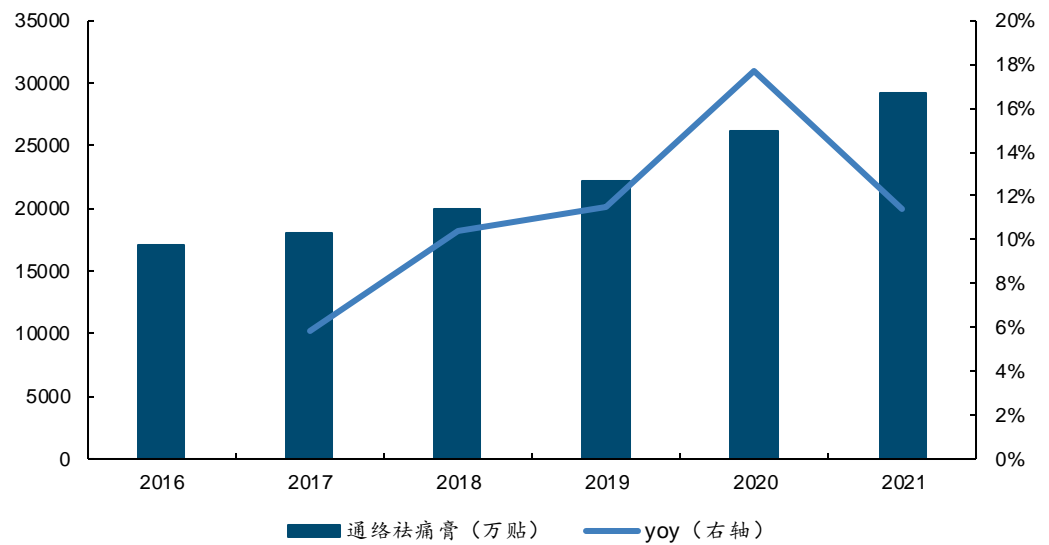
1.3.1 通络祛痛膏：公司最大单品，院内院外有望双渠道增长

通络祛痛膏是公司年收入突破 10 亿元体量的大单品，亦是公司独家产品，入选《国家基药目录》、《国家医保目录》等，具有活血通络、散寒除湿、消肿止痛的功效，用于腰部、膝部骨性关节炎瘀血停滞，寒湿阻络证或颈椎病（神经根型）瘀血停滞、寒湿阻络证等的治疗。2021 年，通络祛痛膏销量约 2.9 亿贴，2016-2021 年其销量 CAGR 约 11%，保持稳健增长。

通络祛痛膏作为双跨品种，公司推动其学术研究，有利于院内渠道的进一步放量，并借助院内影响力促进院外市场的发展。公司持续推进通络祛痛膏、培元通脑胶囊等产品的二次开发工作和循证医学研究，以可靠的临床证据协助患者实现慢病治疗，同时不断向慢性病管理的预防和康复方向延伸，实现慢病治疗的全过程管理服务。通络祛痛膏、丹鹿通督片入选《非阿片类镇痛药治疗慢性疼痛病中国指南》、进入《中国慢性腰背痛诊疗指南（2024 版）》。



图表10: 通络祛痛膏销量稳健增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3.2 “两只老虎”系列: 布局 OTC 领域, 高性价比, 年销量超 10 亿贴的中药贴膏

“两只老虎”系列包括“壮骨麝香止痛膏”、“伤湿止痛膏”、“麝香壮骨膏”和“关节止痛膏”等产品, 用于风湿关节、肌肉痛、扭伤等疾病的治疗。

“两只老虎”系列为 OTC 类产品, 品牌知名度高, 院外渠道覆盖广泛, 在同类产品中均处于领先地位。2022 年, 据中康数据显示: “两只老虎”系列四个产品在同类产品中的市场占有率均为单产品第一, 壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、麝香壮骨膏的市场占有率分别为 92.59%、48.36%、39.28%、30.68%。2023 年, “两只老虎”系列年销量超 10 亿贴。

袋装普药+盒装精品, “两只老虎”系列为消费者提供高性价比选择。“两只老虎”袋装、盒装以及通络祛痛膏覆盖了 1 元/贴以下、2-3 元/贴以及 3 元/贴以上不同价格带, 我们认为, 公司已经成功打造通络祛痛膏核心单品以及“两只老虎”系列品牌知名度, 且产品价格带有所区分, 能满足不同消费偏好群体多层次的需求。在老龄化趋势下, 公司贴膏系列产品有望实现稳健增长。

图表11: 公司贴膏产品覆盖不同价格带

公司	产品	功能或用途	国家医保	国家基药	处方药	独家品种	价格
羚锐制药	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。	乙类	是	双跨	是	7cm x 10cm:3.32元/贴
	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。	乙类	否	否	否	袋装7cm x 10cm*10贴: 0.58元/贴 盒装: ~2-3元/贴
	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。	否	否	否	否	袋装7cm x 10cm*10贴: 0.80元/贴
奇正藏药	消痛贴膏	活血化瘀, 消肿止痛。用于急性慢性扭挫伤、跌打瘀痛、骨质增生、风湿及类风湿疼痛、落枕、肩周炎、腰肌劳损和陈旧性伤痛。	乙类	是	双跨	是	药芯袋每贴1.0g, 润湿剂每袋2.0ml: 10.58元/贴
云南白药	云南白药膏	活血散瘀, 消肿止痛, 祛风除湿。用于跌打损伤, 瘀血肿痛, 风湿疼痛。	甲类	是	OTC	是	6.5cm x 10cm:4.21元/贴

来源: 各公司公告, 国家药监局, 医药魔方, 国金证券研究所, 注: 价格仅供参考, 壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏为京东商城查询, 查询日期为 2024 年 12 月 29 日; 其余产品价格均为医药魔方查询的院内中标价

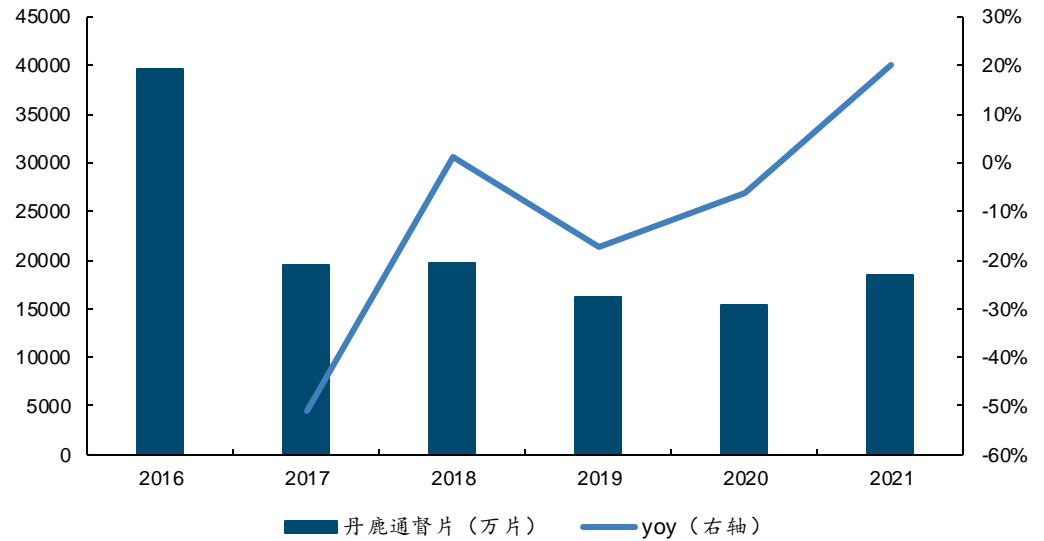
1.3.3 丹鹿通督片: 有望与贴膏形成协同

丹鹿通督片是公司在骨科布局的重要片剂产品, 亦是公司独家产品, 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。2017 年开



始，公司转变丹鹿通督片营销渠道，其销量有所减少，2021 年已恢复增长。在公司对院内渠道精细化管理之下，叠加公司近年来学术工作的投入，丹鹿通督片销量有望保持稳健增长。

图表12: 2021 年丹鹿通督片销量恢复增长



来源：公司公告，国金证券研究所

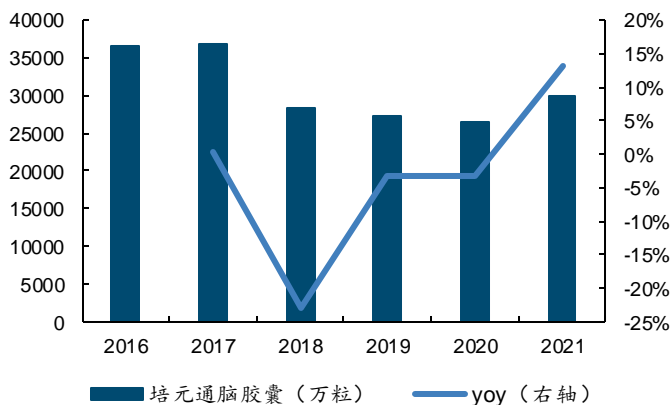
1.4 多领域布局，亦有望为公司增长赋能

1.4.1 心脑血管：独家产品培元通脑胶囊，布局心脑血管大市场

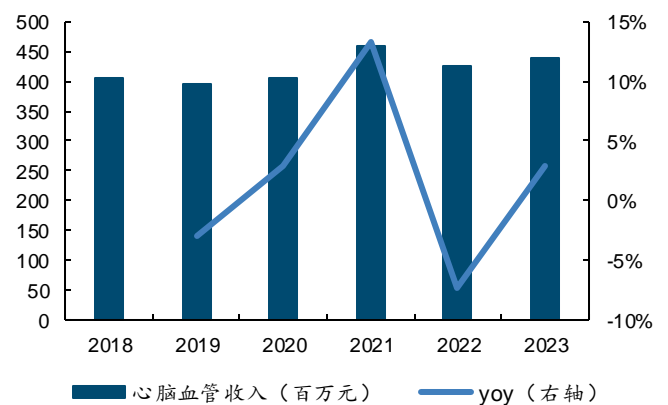
培元通脑胶囊是公司独家产品，用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细，是公司治疗心脑血管疾病的主要产品。

根据公司 2023 年年报，在心脑血管疾病方面，据统计我国心脑血管病患病率仍处于上升阶段，心血管病推算现患人数达 3.3 亿。基于中医药在治疗慢性病方面辨证施治、标本兼顾的独特优势，心脑血管中成药是中成药市场最大的治疗大类。公司培元通脑胶囊有望在临床渠道进一步发力的情况下，实现平稳增长。

图表13: 培元通脑胶囊销量 2020 年后恢复增长



图表14: 公司心脑血管类收入近几年相对平稳



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.4.2 内分泌：基层自建队伍，参芪降糖胶囊销量增势良好

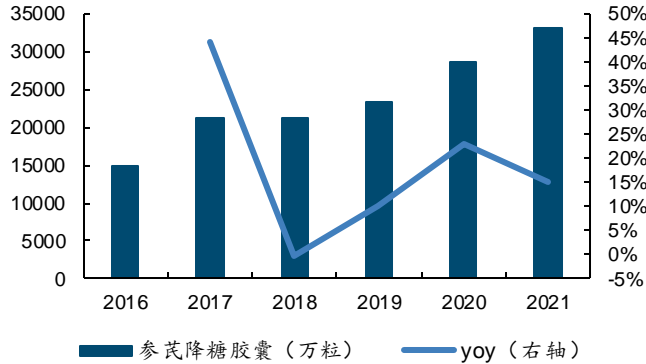
参芪降糖胶囊国内目前上市仅 2 家，是国家基药目录内品种，主治消渴症，用于 II 型糖尿病，是公司治疗糖尿病的主要产品。

2018 年以来，公司基层医疗团队进一步加大营销团队建设，加速推进口服药销售向基层医疗机构转型，自建销售队伍。参芪降糖胶囊是公司面向基层销售口服药的重要产品，近

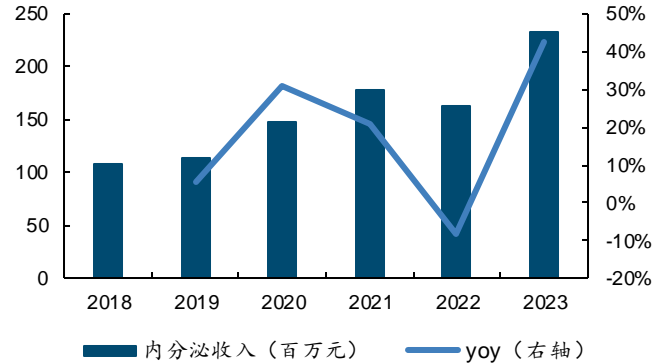


几年其销量持续提升，2021 年达到 3.3 亿粒，当年其销售收入突破 1 亿元。在参芪降糖胶囊销量提升下，公司内分泌类收入增势明显，从 2018 年的约 1.08 亿元增长至 2023 年的约 2.34 亿元。

图表15: 参芪降糖胶囊销量持续提升



图表16: 公司内分泌类收入近几年总体增势明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.4.3 麻醉类: 芬太尼透皮贴剂市场格局较好

锐枢安®芬太尼透皮贴剂是公司首款麻醉镇痛类贴剂产品, 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消除的疼痛。透皮贴剂相比注射剂, 使用方法简便, 不良反应较少, 止痛效果可持续, 可广泛用于癌性疼痛和非癌性疼痛的干预, 提高患者生活质量。

根据医药魔方, 目前国内仅有三家公司芬太尼透皮贴剂获批上市。在较好的竞争格局下, 公司芬太尼透皮贴剂有良好的发展潜力。

图表17: 国内仅有3家公司获批芬太尼透皮贴剂

公司	国内研发阶段	上市时间	国家医保	处方药
羚锐制药	已上市	2012/11/22	乙类	是
Janssen-Cilag N.V.	已上市	2006/9/12	乙类	是
常州四药	已上市	2005/7/22	乙类	是
人福医药	I期临床	2024/4/25 (I期临床时间)	乙类	是

来源: 医药魔方, 国金证券研究所

二、管理进阶: 两次改革降本增效, 营运能力向好、分红提高

2.1 两次改革赋能销售, 降本增效效果显著

- 2012 年开始的第一轮改革: 2012 年, 公司经过大量的市场调研, 并借鉴同行业成功企业经验, 制定并推行贴膏剂事业部营销管理体制变革, 成功地实现了管理模式的变换。通过本次营销管理改革, 充分调动了市场一线人员的主观能动性; 通过长效激励机制的建立, 有效地避免了短期行为, 使得贴膏剂销售队伍健康发展, 终端建设显著加强; 同时, 加强了营销风险防范, 转型期间遇到的各种问题也得到了较好的解决, 管理模式不断完善, 各项制度逐步健全。
- 2018 年开始的第二轮改革: 2018 年, 公司整合 OTC、基层医疗、临床营销资源, 组建河南羚锐医药有限公司, 形成统一营销平台。医药公司设立 OTC 事业部、基层医疗事业部和临床招商事业部, 严格按照“定渠道, 定产品, 定价格”的方针, 加强市场开发和营销队伍建设, 进一步完善市场布局和营销体系建设。
 - OTC 营销团队: 坚持重点产品营销策略, 强化队伍建设, 加大培训力度; 进一步深化与连锁客户的战略合作; 从品类到品种多方面加大对队伍的绩效考核, 不断提升终端效能。
 - 基层医疗团队: 进一步加大营销团队建设, 加速推进口服药销售向基层医疗机构转型, 对原有省区管理模式进行变革, 由委托代理转变为自建销售队伍, 实



行省总经理负责制，加强对地区经理的管理和激励。

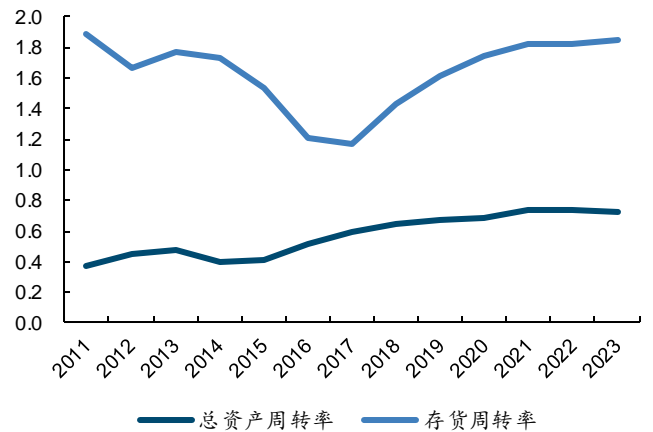
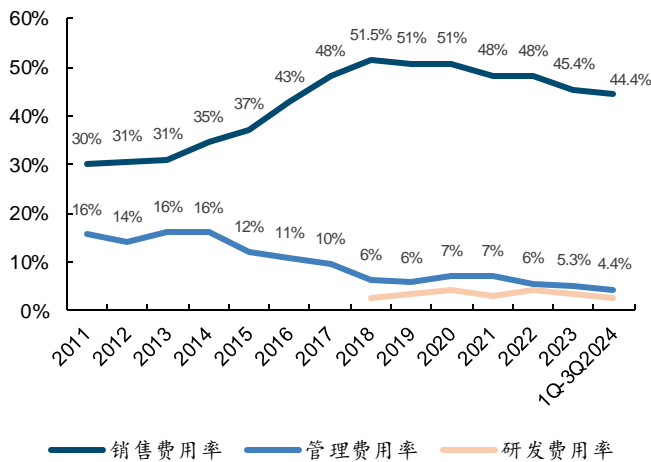
- 医院终端销售团队：积极扩充营销队伍，持续加大市场推广，采取自建队伍和精细化招商模式，强化渠道跟踪管理，扩大对医院终端的覆盖。

第二轮销售改革，降本增效效果明显：

- 降本：销售费用率、管理费用率自 2018 年来总体呈下降趋势，尤其是销售费用率，2023 年较 2018 年下降约 6.1pct。2024 年前三季度销售费用率为 44.4%，同比下降约 1.4pct；管理费用率为 4.37%，同比下降约 0.69pct。
- 增效：总资产周转率、存货周转率提升。尤其是存货周转率，2017 年降至低谷，2018 年后加快趋势明显。

图表18：2018 年以后公司销售&管理费用率呈下降趋势

图表19：2018 年后公司部分营运指标趋势向好



来源：ifind，国金证券研究所

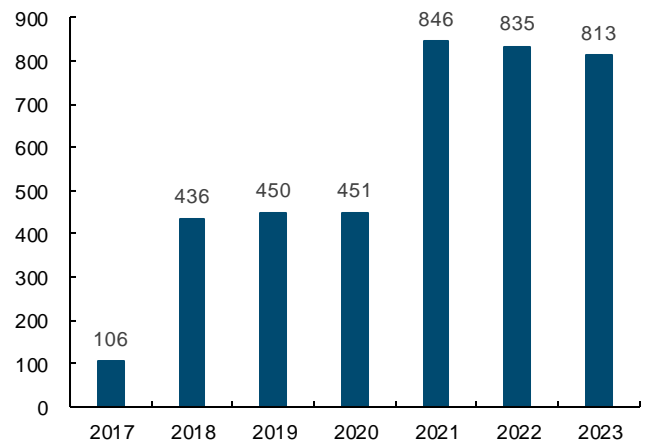
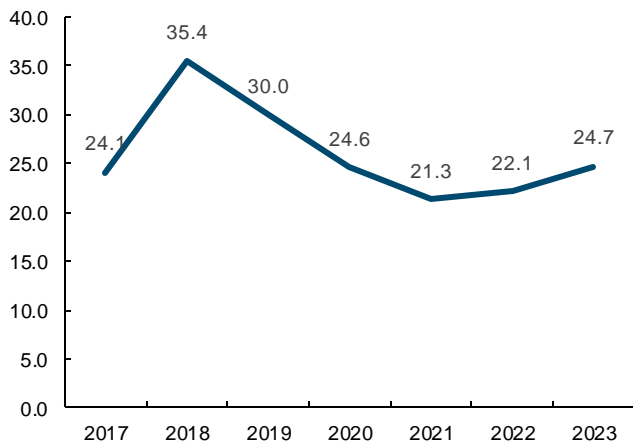
来源：ifind，国金证券研究所

2.2 现金流表现向好，分红逐渐提高

- 应收账款周转天数缩短：2018 年以来应收账款周转天数总体呈下降趋势，2023 年为 24.7 天。
- 现金流表现向好，有息负债率较低：2021-2023 年，连续 3 年公司经营活动现金流净额超过 8 亿元。且公司负债较少，截至 2024 年三季度末，公司资产负债率为 40.6%，有息负债率为 1.1%。
- 分红逐渐提高：2018 年以来，公司股利支付率持续提升，2021-2023 年，公司股利支付率连续 3 年保持在 70% 以上。2023 年公司股息率提升至 4.68%。

图表20：公司应收账款周转天数较 2018 年已有明显缩短

图表21：公司经营活动现金流净额（百万元）表现改善

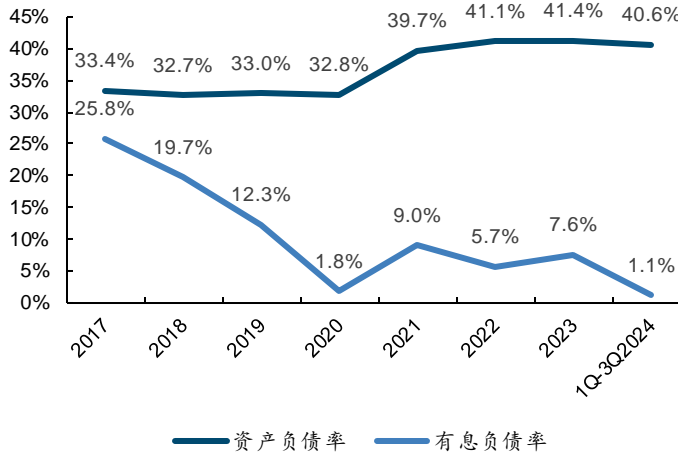


来源：ifind，国金证券研究所

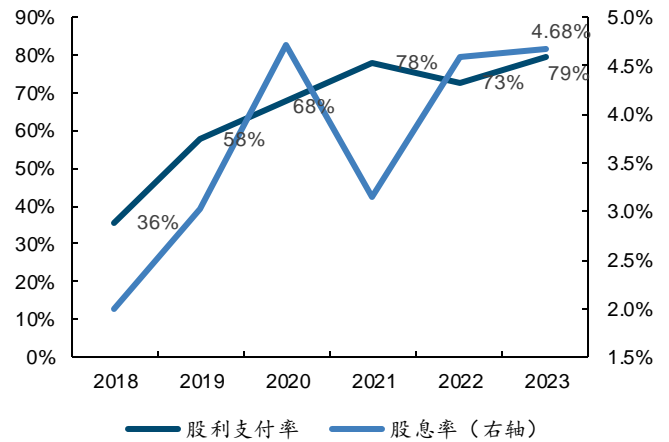
来源：ifind，国金证券研究所



图表22：公司有息负债率较低



图表23：公司近三年股利支付率均保持在70%以上



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所，注：用于计算股息率的股价，取的是当年年末最后一个交易日的收盘价，下同

图表24：公司股息率在上市中药公司中位居前列

排名	公司	2023年股息率	排名	公司	2022年股息率	排名	公司	2021年股息率
1	江中药业	6.2%	1	江中药业	8.0%	1	振东制药	34.2%
2	葵花药业	5.8%	2	桂林三金	6.1%	2	江中药业	6.0%
3	羚锐制药	4.7%	3	汉森制药	4.9%	3	桂林三金	5.3%
4	云南白药	4.2%	4	羚锐制药	4.6%	4	千金药业	4.8%
5	zl药业	4.2%	5	步长制药	4.6%	5	大唐药业	4.4%
6	桂林三金	4.1%	6	九芝堂	4.5%	6	葵花药业	4.3%
7	济川药业	4.1%	7	方盛制药	4.4%	7	特一药业	3.8%
8	沃华医药	4.1%	8	葵花药业	4.3%	8	九芝堂	3.7%
9	吉林敖东	4.0%	9	恩威医药	4.0%	9	沃华医药	3.5%
10	康恩贝	4.0%	10	达仁堂	3.8%	10	康恩贝	3.2%
11	九芝堂	4.0%	11	千金药业	3.6%	11	羚锐制药	3.2%

来源：ifind，国金证券研究所，注：纳入比较的中药公司为A股申万医药生物行业中药子版块上市公司

三、潜在突破：拟收购银谷制药，有望实现双向赋能

2024年12月4日，公司发布公告，拟使用自有资金收购银谷制药100%的股权，对银谷制药综合估值暂定为不超过人民币78,212万元。本次收购尚处筹划阶段，如无监管机构提出异议导致本次交易终止，各方在2025年1月15日或之前完成正式交易文件的谈判和签署。

银谷制药成立于2007年，是一家以化学药品（包括创新药和仿制药）研发为核心、以临床需求为导向，集创新药物研究、原料合成、制剂生产和药品销售为一体的创新型制药企业。银谷制药主要包括4款产品：

- 自主完成我国首个高选择性抗胆碱能受体拮抗剂1类新药研发上市，即苯环喹溴铵鼻喷雾剂（商品名：必立汀），2020年初获批上市，2021年进入国家医保目录。
- 国内首仿药品鲑降钙素注射液（商品名：固泰宁）、鲑降钙素鼻喷雾剂（商品名：金尔力）；
- 吸入用盐酸氨溴索溶液（商品名：力希畅），2022年初获批上市，2023年进入国家医保目录。



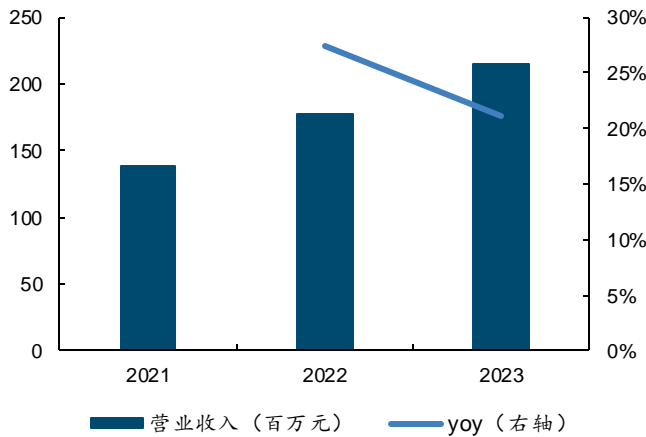
图表25: 银谷制药苯环喹溴铵鼻喷雾剂为1类新药, 且已纳入国家医保目录

通用名	商品名	适应症	国家医保	处方药	仿制药/创新药
苯环喹溴铵鼻喷雾剂	必立汀	本品适用于改善变应性鼻炎引起的流涕、鼻塞、鼻痒和喷嚏症状。	乙类	是	1类创新药
鲑降钙素鼻喷雾剂	金尔力	骨质疏松症、伴有骨质溶解和/或骨质减少的骨痛、Paget氏骨病等	乙类	是	仿制药
鲑降钙素注射液	固泰宁	用于预防突然固定引起的急性骨丢失、Paget氏骨病、部分继发性高钙血症和高钙血症危象、神经营养障碍-Sudeck病	乙类	是	仿制药
吸入用盐酸氨溴索溶液	力希畅	用于急慢性呼吸道疾病, 如慢性支气管炎、肺炎等引起的痰液粘稠、排痰困难。	乙类	是	仿制药

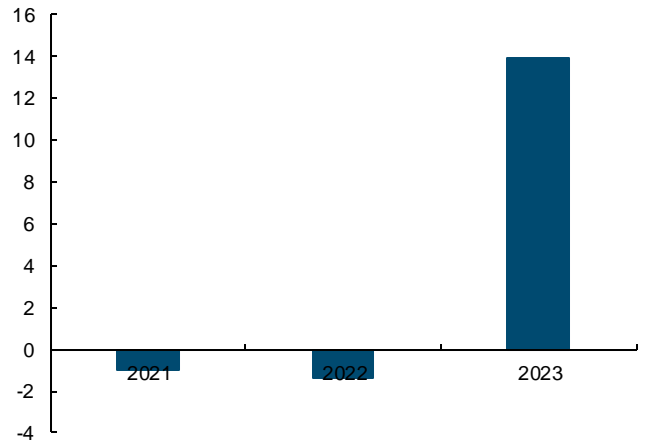
来源: 医药魔方, 中国医药信息查询平台, 国金证券研究所

2023年, 银谷制药实现营业收入约2.15亿元, 同比增长约21%, 实现归母净利润约1396万元, 扭亏为盈。考虑到苯环喹溴铵鼻喷雾剂作为新药仍在推广期, 吸入用盐酸氨溴索溶液进入医保目录不久, 银谷制药未来业绩仍有继续改善空间。我们认为, 本次交易若顺利完成, 苯环喹溴铵鼻喷雾剂有望弥补公司鼻喷雾剂型产品的空白, 同时增强公司院内销售推广能力; 公司院外销售渠道亦有望为银谷制药产品放量赋能。

图表26: 2023年银谷制药营业收入同比增长21%



图表27: 2023年银谷制药归母净利润(百万元)转正



来源: 相关公司公告, 国金证券研究所

来源: 相关公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

贴剂: 公司品牌知名度高, 且院内外均有布局, 产品价格亦能覆盖不同层级消费群体, 有望受益于老龄化时代贴膏市场的持续扩容, 预计贴剂收入保持稳健增长。预计24-26年公司贴剂收入分别为22.04亿元、24.20亿元、26.70亿元, 分别同比增长8%、10%、10%。假设原材料价格无明显波动, 公司精细化管理+规模持续扩大, 公司贴剂毛利率有望稳中有升, 预计24-26年贴剂毛利率分别为75.8%、75.9%、76.0%。

胶囊类: 公司对院内渠道精细化管理, 培元通脑胶囊有望保持稳健增长。得益于口服药自营团队基层推广, 参芪降糖胶囊在低基数下有望实现相对较快增长。预计24-26年公司胶囊类产品收入分别为8.03亿元、8.96亿元、9.99亿元, 分别同比增长13%、11%、12%。预计24-26年胶囊类产品毛利率为75.1%、75.2%、75.3%。

片剂类: 主要产品为丹鹿通督片, 渠道调整后主要经代理商院内推广, 公司对院内渠道管理重视+学术工作推进, 丹鹿通督片有望在低基数下实现较快增长。预计公司片剂类产品24-26年收入分别为3.38亿元、4.05亿元、4.64亿元, 分别同比增长29%、20%、15%。规模效应下, 预计24-26年片剂类毛利率分别为68.0%、68.5%、69.0%。

软膏剂类: 预计24-26年收入分别为1.31亿元、1.44亿元、1.65亿元, 分别同比增长-5%、10%、15%, 毛利率保持平稳。



图表28: 公司收入拆分及预测

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3002	3311	3641	4045	4497
yoy	11%	10%	10%	11%	11%
毛利率	72.3%	73.3%	73.5%	73.6%	73.7%
贴剂	1914	2047	2204	2420	2670
yoy	18%	7%	8%	10%	10%
毛利率	74.4%	75.7%	75.8%	75.9%	76.0%
胶囊类	617	712	803	896	999
yoy	-7%	15%	13%	11%	12%
毛利率	74.3%	74.7%	75.1%	75.2%	75.3%
片剂类	195	262	338	405	464
yoy	32%	35%	29%	20%	15%
毛利率	58.8%	65.6%	68.0%	68.5%	69.0%
软膏剂类	149	137	131	144	165
yoy	24%	-8%	-5%	10%	15%
毛利率	76.2%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
其他类	124	150	164	181	199
yoy	-5%	21%	10%	10%	10%
毛利率	45.8%	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%
其他业务	3	4	0	0	0
毛利率	84.0%	75.0%	-	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

费用率: 第二次改革后, 公司持续降本增效, 预计销售费用率、管理费用率仍有优化空间。

- 销售费用率: 24 年前三季度公司销售费用率为 44.4%, 同比下降 1.4pct, 预计 24-26 年公司销售费用率分别为 44.2%、43.7%、43.2%。
- 管理费用率: 预计 24-26 年公司管理费用率分别为 5.0%、4.9%、4.8%。
- 研发费用率: 预计保持平稳。

图表29: 公司费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	48.1%	45.4%	44.2%	43.7%	43.2%
管理费用率	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用率	4.2%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%

来源: ifind, 国金证券研究所

综上所述, 我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 36.41 亿元、40.45 亿元、44.97 亿元, 分别同比增长 10%、11%、11%; 毛利率分别为 73.5%、73.6%、73.7%; 归母净利润分别为 6.65 亿元、7.74 亿元、8.93 亿元, 分别同比增长 17%、16%、15%, 对应 EPS 分别为 1.17 元、1.37 元、1.57 元。

4.2 投资建议及估值

我们选择同样拥有贴膏业务的九典制药、云南白药以及在镇痛领域有布局的恩华药业作为可比公司。公司作为中药贴膏龙头, 以骨科为主的业务有望受益于老龄化, 进而实现稳健增长。公司财务状况良好, 有望保持优秀的分红表现。若对银谷制药收购完成, 亦有望为公司发展赋能。参考可比公司, 给予公司 25 年 19xPE, 对应市值 147.1 亿元, 对应目标价 25.94 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表30: 相对估值表

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
300705.S	九典制药	22.63	0.79	1.07	1.06	1.36	1.68	31	31	21	17	13



Z													
000538.S	云南白药	59.87	1.67	2.28	2.54	2.80	3.07	33	22	24	21	20	
Z													
002262.S	恩华药业	24.76	0.89	1.03	1.19	1.41	1.69	27	26	21	18	15	
Z													
平均数								30	26	22	19	16	
600285.S	羚锐制药	22.51	0.82	1.00	1.17	1.37	1.57	16	17	19	16	14	
H													

来源: ifind, 国金证券研究所, 注: 收盘价为 2024 年 12 月 27 日收盘数据, 云南白药、恩华药业预测数据为 2024 年 12 月 27 日收盘后 ifind 前瞻预测 90 天一致预期, 九典制药为国金证券研究所预测数据

五、风险提示

市场竞争加剧风险: 中药贴膏市场品牌众多, 且近年来化药贴膏市场亦持续发展。若未来包括化药贴膏在内的竞品不断增多, 公司可能面临市场竞争压力、降价风险等。

政策风险: 医药行业属于政策强监管行业, 今年以来价格治理等政策进一步规范药品的院内外价格。若后续政策监管强度加大, 可能影响不同渠道的产品放量节奏。

成本上升风险: 近年来中药材价格波动影响公司毛利率, 后续仍存在原料价格波动的风险。

收购不及预期风险: 公司对银谷制药的收购尚处筹划阶段, 仍存在最终未达成风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,694	3,002	3,311	3,641	4,045	4,497	货币资金	801	1,179	1,499	881	1,134	1,391	
增长率		11.4%	10.3%	9.9%	11.1%	11.2%	应收款项	441	533	511	666	660	652	
主营业务成本	-693	-832	-884	-964	-1,067	-1,182	存货	428	486	467	502	541	583	
%销售收入	25.7%	27.7%	26.7%	26.5%	26.4%	26.3%	其他流动资产	461	309	122	214	130	80	
毛利	2,001	2,170	2,427	2,677	2,978	3,315	流动资产	2,131	2,508	2,599	2,263	2,465	2,705	
%销售收入	74.3%	72.3%	73.3%	73.5%	73.6%	73.7%	%总资产	56.2%	57.7%	54.5%	45.3%	46.2%	47.5%	
营业税金及附加	-38	-41	-46	-47	-53	-58	长期投资	365	349	337	337	337	337	
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	723	699	639	652	675	688	
销售费用	-1,301	-1,444	-1,504	-1,609	-1,768	-1,943	%总资产	19.1%	16.1%	13.4%	13.0%	12.6%	12.1%	
%销售收入	48.3%	48.1%	45.4%	44.2%	43.7%	43.2%	无形资产	302	255	239	239	242	245	
管理费用	-189	-169	-174	-182	-198	-216	非流动资产	1,662	1,836	2,173	2,734	2,875	2,991	
%销售收入	7.0%	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%	%总资产	43.8%	42.3%	45.5%	54.7%	53.8%	52.5%	
研发费用	-86	-125	-110	-109	-121	-135	资产总计	3,793	4,344	4,772	4,997	5,340	5,696	
%销售收入	3.2%	4.2%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	128	95	142	35	31	0	
息税前利润 (EBIT)	387	391	593	729	838	963	应付款项	993	1,182	1,336	1,506	1,593	1,683	
%销售收入	14.4%	13.0%	17.9%	20.0%	20.7%	21.4%	其他流动负债	317	435	422	437	489	546	
财务费用	10	27	35	22	20	25	流动负债	1,438	1,712	1,900	1,978	2,113	2,229	
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-1.1%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-10	-4	-9	-12	0	0	其他长期负债	69	74	73	67	66	66	
公允价值变动收益	0	6	0	0	0	0	负债	1,507	1,786	1,973	2,044	2,180	2,295	
投资收益	31	59	20	20	20	20	普通股股东权益	2,279	2,551	2,791	2,945	3,152	3,393	
%税前利润	7.4%	11.3%	3.1%	2.6%	2.2%	1.9%	其中：股本	568	567	567	567	567	567	
营业利润	435	517	656	764	890	1,027	未分配利润	1,219	1,381	1,610	1,765	1,972	2,213	
营业利润率	16.2%	17.2%	19.8%	21.0%	22.0%	22.8%	少数股东权益	8	8	8	8	8	8	
营业外收支	-22	0	-3	0	0	0	负债股东权益合计	3,793	4,344	4,772	4,997	5,340	5,696	
税前利润	413	517	653	764	890	1,027	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	15.3%	17.2%	19.7%	21.0%	22.0%	22.8%	每股指标							
所得税	-51	-52	-85	-99	-116	-133	每股收益	0.637	0.820	1.002	1.172	1.365	1.575	
所得税率	12.3%	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	4.014	4.495	4.921	5.194	5.559	5.983	
净利润	362	465	568	665	774	893	每股经营现金净流	1.490	1.471	1.434	1.266	1.664	1.905	
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股股利	0.500	0.600	0.800	0.900	1.000	1.150	
归属于母公司的净利润	362	465	568	665	774	893	回报率							
净利率	13.4%	15.5%	17.2%	18.3%	19.1%	19.9%	净资产收益率	15.86%	18.24%	20.35%	22.57%	24.56%	26.32%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.53%	10.71%	11.91%	13.30%	14.50%	15.68%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	13.93%	13.11%	17.39%	21.06%	22.66%	24.46%	
净利润	362	465	568	665	774	893	增长率							
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	15.52%	11.45%	10.31%	9.95%	11.10%	11.19%	
非现金支出	87	83	91	87	83	93	EBIT增长率	21.37%	1.12%	51.73%	22.97%	14.88%	14.99%	
非经营收益	-24	-94	-41	-45	-19	-19	净利润增长率	11.08%	28.71%	22.09%	17.01%	16.46%	15.38%	
营运资金变动	420	381	195	11	105	113	总资产增长率	9.70%	14.53%	9.84%	4.73%	6.85%	6.67%	
经营活动现金净流	846	835	813	718	944	1,080	资产管理能力							
资本开支	-76	-15	-11	-730	-139	-159	应收账款周转天数	21.6	22.4	25.0	30.0	27.0	25.0	
投资	-30	0	-22	0	0	0	存货周转天数	200.1	200.6	196.8	190.0	185.0	180.0	
其他	-439	-69	-197	20	20	20	应付账款周转天数	41.3	32.0	25.9	28.0	27.0	26.0	
投资活动现金净流	-546	-84	-230	-710	-119	-139	固定资产周转天数	94.6	84.7	70.1	65.0	60.6	55.6	
股权募资	76	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	106	-80	83	-112	-3	-31	净负债/股东权益	-41.70%	-48.26%	-48.48%	-28.67%	-34.89%	-40.89%	
其他	-413	-293	-356	-513	-568	-653	EBIT利息保障倍数	-37.4	-14.7	-16.9	-33.5	-42.9	-38.1	
筹资活动现金净流	-231	-373	-273	-626	-572	-685	资产负债率	39.72%	41.11%	41.35%	40.91%	40.82%	40.29%	
现金净流量	69	378	311	-618	253	257								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	9	12	25
增持	0	3	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.44	1.40	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究