

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

羚锐制药(600285)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

24H1 净利增长 30%,扎实的品牌及营销工作或将助力业绩创新高

Q1 扣非归母净利润增长亮眼,贴剂增长较快

中药贴膏龙头,产品营销助力业绩增长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

业绩持续稳健增长,银谷制药已完成并表且有望贡献第二增长动力

2025 年 04 月 29 日

事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年公司实现营业收入 35.01 亿元(同比+5.72%), 归母净利润 7.23 亿元(同比+27.19%), 扣非归母净利润 6.42 亿元(同比+20.2%)。2025Q1 年公司实现营业收入 10.21 亿元(同比+12.29%), 实现归母净利润 2.17 亿元(同比+13.89%), 扣非归母净利润 2.04 亿元(同比+12.38%)。

点评:

- **24 年营收稳健增长, 归母净利润增速达 27%: ①24 年公司收入 35.01 亿元(同比+5.72%)。**分产品上看, 贴剂收入 21.25 亿元(同比+3.35%), 片剂收入 3.55 亿元(同比+35.6%), 胶囊剂收入 7.52 亿元(同比+5.66%), 软膏剂收入 1.28 亿元(同比-7.09%)。其中, 片剂业务增长亮眼, 主要系丹鹿通督片销售收入增长所致。**②24 年利润增速亮眼, 主要系公司净利率提升 3.48 个百分点(24 年公司净利率为 20.64%)。**净利率提升一方面系公司毛利率提升 2.53 个百分点(毛利率达 75.82%), 其中贴剂毛利率提升 3.27 个百分点(78.95%), 片剂毛利率提升 4.32 个百分点(69.94%), 胶囊剂毛利率提升 1.13 个百分点(75.79%), 软膏剂毛利率提升 0.22 个百分点(75.17%)。另一方面公司的管理费用率下降 0.5 个百分点。**③24 年公司延续高分红比例(24 年分红比例达 70.64%), 且近 3 年股息率均维持高于 4%(22 年股息率为 4.6%, 23 年股息率为 4.68%, 24 年股息率为 4.06%)。**
- **25Q1 业绩持续稳健增长, 银谷制药已于 3 月完成变更登记: ①25Q1 公司收入端持续稳健增长, 归母净利润增速略快于收入增速。**从财务指标上看, 25Q1 公司毛利率提升 1.17 个百分点(25Q1 毛利率为 76.77%), 销售费用率提升 0.58 个百分点(25Q1 销售费用率为 46.13%), 管理费用率下降 0.17 个百分点(25Q1 管理费用率为 3.67%), 净利率提升 0.3 个百分点(25Q1 净利率为 21.23%)。**②2024 年 12 月, 公司与银谷控股集团有限公司等签订《收购意向书》, 拟收购银谷制药有限责任公司控股权。**2025 年 3 月, 银谷制药完成相关工商变更登记手续, 目前公司已完成银谷制药的股权交割, 银谷制药纳入公司合并范围。收购银谷制药补充了具有较高技术门槛的鼻喷剂、吸入剂等外用制剂剂型, 进一步丰富公司产品矩阵。**③我们认为随着银谷制药并购整合完成, 叠加公司 24 年股权激励方案的激励效果, 25 年公司仍有望持续实现业绩稳健增长。**
- **盈利预测:** 考虑银谷制药的并表, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.57 亿元、46.05 亿元、51.22 亿元, 同比增速分别约为 19%、11%、11%, 实现归母净利润分别为 8.32 亿元、9.54 亿元、10.98 亿元, 同比分别增长约 15%、15%、15%, 对应 2025/4/29 股价 PE 分别约为 16 倍、14 倍、12 倍。
- **风险因素:** 中药材价格上涨超预期、产品销售不及预期、OTC 市场竞争

争加剧风险、产品研发进展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,311	3,501	4,157	4,605	5,122
增长率 YoY %	10.3%	5.7%	18.8%	10.8%	11.2%
归属母公司净利润 (百万元)	568	723	832	954	1,098
增长率 YoY%	22.1%	27.2%	15.2%	14.6%	15.1%
毛利率%	73.3%	75.8%	75.9%	76.0%	76.1%
净资产收益率ROE%	20.4%	23.5%	25.0%	26.5%	28.0%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.27	1.47	1.68	1.94
市盈率 P/E(倍)	23.26	18.29	15.88	13.85	12.03
市净率 P/B(倍)	4.73	4.30	3.98	3.67	3.37

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,599	2,458	2,641	3,127	3,695
货币资金	1,499	1,228	1,379	1,770	2,226
应收票据	213	152	162	179	199
应收账款	258	319	341	372	409
预付账款	15	12	15	17	18
存货	467	435	416	458	507
其他	146	310	328	331	336
非流动资产	2,173	2,559	2,855	2,821	2,781
长期股权投资	71	73	73	73	73
固定资产(合计)	636	588	621	599	571
无形资产	203	204	288	282	275
其他	1,263	1,694	1,873	1,868	1,863
资产总计	4,772	5,017	5,496	5,948	6,476
流动负债	1,900	1,874	2,083	2,255	2,460
短期借款	141	33	83	53	23
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	57	85	83	92	102
其他	1,702	1,756	1,916	2,110	2,335
非流动负债	73	62	82	82	82
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	62	82	82	82
负债合计	1,973	1,937	2,165	2,337	2,543
少数股东权益	8	8	8	8	8
归属母公司股东权益	2,791	3,073	3,323	3,603	3,926
负债和股东权益	4,772	5,017	5,496	5,948	6,476

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,311	3,501	4,157	4,605	5,122
同比(%)	10.3%	5.7%	18.8%	10.8%	11.2%
归属母公司净利润	568	723	832	954	1,098
同比(%)	22.1%	27.2%	15.2%	14.6%	15.1%
毛利率(%)	73.3%	75.8%	75.9%	76.0%	76.1%
ROE%	20.4%	23.5%	25.0%	26.5%	28.0%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.27	1.47	1.68	1.94
P/E	23.26	18.29	15.88	13.85	12.03
P/B	12.19	13.75	11.65	9.85	8.26

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,311	3,501	4,157	4,605	5,122
营业成本	884	847	1,001	1,104	1,223
营业税金及附加	46	45	56	62	69
销售费用	1,504	1,597	1,871	2,049	2,254
管理费用	174	167	191	203	215
研发费用	110	132	141	152	164
财务费用	-35	-19	-20	-21	-25
减值损失合计	-3	-1	-1	-1	-1
投资净收益	20	40	30	30	30
其他	11	38	14	14	14
营业利润	656	810	960	1,100	1,265
营业外收支	-3	17	-5	-5	-5
利润总额	653	828	955	1,095	1,260
所得税	85	105	123	141	162
净利润	568	723	832	954	1,098
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	568	723	832	954	1,098
EBITDA	685	827	1,023	1,168	1,335
EPS(当年)(元)	1.01	1.29	1.47	1.68	1.94

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	813	876	1,023	1,130	1,295
净利润	568	723	832	954	1,098
折旧摊销	83	76	89	94	100
财务费用	1	1	-1	0	-1
投资损失	-20	-40	-30	-30	-30
营运资金变动	195	107	128	100	117
其它	-14	10	5	12	12
投资活动现金流	-230	-666	-344	-35	-35
资本支出	-11	-115	-250	-65	-65
长期投资	-22	26	4	0	0
其他	-197	-576	-98	30	30
筹资活动现金流	-273	-472	-529	-704	-805
吸收投资	0	35	0	0	0
借款	47	-108	50	-30	-30
支付利息或股息	311	-262	151	391	456

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。