

羚锐制药（600285.SH）

25Q1 收入利润双升，银谷并表注入发展新动能

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,311	3,501	4,157	4,620	5,111
增长率 yoy（%）	10.3	5.7	18.7	11.1	10.6
归母净利润（百万元）	568	723	839	973	1,099
增长率 yoy（%）	22.1	27.2	16.2	15.9	13.0
ROE（%）	20.3	23.5	24.7	25.0	24.4
EPS 最新摊薄（元）	1.00	1.27	1.48	1.72	1.94
P/E（倍）	21.9	17.2	14.8	12.8	11.3
P/B（倍）	4.5	4.0	3.7	3.2	2.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 35.01 亿元（yoy+5.72%），实现归母净利润 7.23 亿元（yoy+27.19%），实现扣非归母净利润 6.42 亿元（yoy+20.20%）；其中 2024Q4 公司实现营收 7.42 亿元（yoy-7.83%），实现归母净利润 1.49 亿元（yoy+45.87%），实现扣非归母净利润 1.01 亿元（yoy+9.01%）；2025Q1 公司实现营收 10.21 亿元（yoy+12.29%），实现归母净利润 2.17 亿元（yoy+13.89%），实现扣非归母净利润 2.04 亿元（yoy+12.38%）。

2024 年核心产品增长稳健，毛利率和净利率提升明显。2024 年公司实现营收 35.01 亿元（yoy+5.72%），实现归母净利润 7.23 亿元（yoy+27.19%），实现扣非归母净利润 6.42 亿元（yoy+20.20%）。分剂型来看，2024 年贴剂/胶囊剂/片剂/软膏剂/其他剂型分别实现营收 21.15/7.52/3.55/1.28/1.48 亿元，分别同比+3.35%/+5.66%/+35.60%/-7.09%/-1.20%，其中核心产品通络祛痛膏全年收入超 12 亿元，预计大个数增幅；两只老虎系列全年收入和销量均实现双位数增长。公司立足贴膏主业发展，坚持“1+N”品牌策略，持续深化全渠道营销体系，2024 年公司一方面持续推动与终端连锁的深度合作，一方面新开发各级医院和基层医疗机构近 5000 家；此外公司坚持研发和并购双驱动，不断丰富产品矩阵，收购银谷制药补充了鼻喷剂、吸入剂等外用制剂剂型。

2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 75.82%/20.64%，分别同比增长 2.53/3.48pct。毛利率增长预计系产品结构变化和生产效率优化；费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.62%/4.76%/3.76%/-0.54%，分别同比+0.20/-0.50/+0.45/+0.52pct，销售费用率没有延续下降趋势主要系 Q4 加大投入应对市场压力，2024Q4 单季度销售费用率同比提升了 5.95pct 至 50.06%，2025Q1 已恢复至正常水平。根据 2024 年度利润分配方案，2024 年公司拟每股派发现金红利 0.90 元（含税），分红总额占当年归母净利润的 70.64%，延续高分红比例。

2025Q1 增长符合预期，银谷制药并表贡献占比较小。2025Q1 公司实现营收 10.21 亿元（yoy+12.29%），实现归母净利润 2.17 亿元（yoy+13.89%），实现扣非归母净利润 2.04 亿元（yoy+12.38%），增长稳健符合预期。2025Q1 核心产品通络祛痛膏收入恢复双位数增长，两只老虎盒装短期承压，袋装受提价影响收入小幅下滑。银谷制药于 2025 年 3 月并表，并表贡献预计占比较小。2025 年公司将重点推进与银谷制药的管理融合，赋能优势 OTC 渠道。

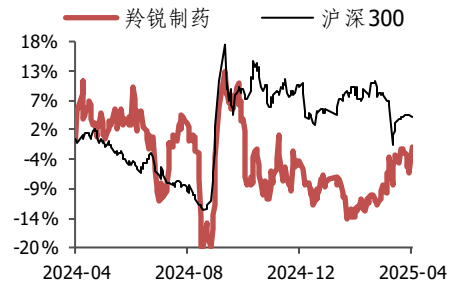
投资建议：羚锐制药是国内中药贴膏剂龙头，品牌价值沉淀，具备多层次、宽领域产品线。未来将持续受益国内老龄化深入带来的骨科用药市场扩容，

增持（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 4 月 28 日收盘价（元）	23.03
总市值（百万元）	13,060.67
流通市值（百万元）	13,031.88
总股本（百万股）	567.12
流通股本（百万股）	565.87
近 3 月日均成交额（百万元）	155.84

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002
邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号：S1070524090004
邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《战略卡位高壁垒赛道，1+1 > 2 协同效应可期》2025-02-10
- 《在手资金充裕，有意并购切入新领域》2024-12-06
- 《发布股权激励和员工持股计划，彰显长期发展信心》2024-12-02

公司营销整合发力，聚焦核心品种，看好产品结构提升和费用优化下利润弹性释放。公司业绩持续性和确定性较强，叠加外延并购因素，预计公司2025-2027 年实现营收 41.57/46.2/51.11 亿元，分别同比增长 19%/11%/11%；实现归母净利润 8.39/9.73/10.99 亿元，分别同比增长 16%/16%/13%；对应 PE 估值分别为 14.8/12.8/11.3X，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；政策风险；行业竞争加剧；成本波动风险；产品推广不及预期；研发风险；收购不及预期风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2599	2458	2860	3060	3598
现金	1499	1228	1455	1617	1789
应收票据及应收账款	472	472	566	576	680
其他应收款	12	6	14	8	16
预付账款	15	12	17	15	21
存货	467	435	627	651	887
其他流动资产	134	304	180	193	205
非流动资产	2173	2559	3028	3562	4268
长期股权投资	71	73	53	33	13
固定资产	636	588	656	676	693
无形资产	230	209	181	147	119
其他非流动资产	1236	1688	2138	2706	3443
资产总计	4772	5017	5888	6622	7866
流动负债	1900	1874	2415	2656	3295
短期借款	141	33	176	72	178
应付票据及应付账款	57	85	62	93	70
其他流动负债	1702	1756	2177	2491	3047
非流动负债	73	62	62	62	61
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	62	62	62	61
负债合计	1973	1937	2477	2718	3356
少数股东权益	8	8	9	11	14
股本	567	567	567	567	567
资本公积	326	341	341	341	341
留存收益	1894	2181	2427	2714	3037
归属母公司股东权益	2791	3073	3401	3893	4496
负债和股东权益	4772	5017	5888	6622	7866

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	813	876	1033	1231	1202
净利润	568	723	841	975	1102
折旧摊销	81	74	71	80	88
财务费用	-35	-19	-14	-19	-23
投资损失	-20	-40	-29	-34	-32
营运资金变动	181	102	232	314	176
其他经营现金流	39	36	-67	-86	-110
投资活动现金流	-230	-666	-450	-502	-662
资本支出	21	115	103	59	70
长期投资	-22	26	20	20	20
其他投资现金流	-187	-576	-367	-464	-612
筹资活动现金流	-273	-472	-498	-463	-473
短期借款	47	-108	142	-103	106
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	14	0	0	0
其他筹资现金流	-336	-378	-641	-359	-579
现金净增加额	311	-262	84	266	66

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3311	3501	4157	4620	5111
营业成本	884	847	986	1099	1219
营业税金及附加	46	45	54	60	66
销售费用	1504	1597	1912	2102	2300
管理费用	174	167	187	185	194
研发费用	110	132	125	139	153
财务费用	-35	-19	-14	-19	-23
资产和信用减值损失	-3	-1	-2	-1	-2
其他收益	17	44	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	40	29	34	32
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	656	810	965	1118	1263
营业外收入	0	23	0	0	0
营业外支出	4	6	0	0	0
利润总额	653	828	965	1118	1263
所得税	85	105	124	143	162
净利润	568	723	841	975	1102
少数股东损益	0	0	2	2	2
归属母公司净利润	568	723	839	973	1099
EBITDA	697	867	1008	1162	1311
EPS (元/股)	1.00	1.27	1.48	1.72	1.94

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	10.3	5.7	18.7	11.1	10.6
营业利润 (%)	26.9	23.5	19.1	15.8	13.0
归属母公司净利润 (%)	22.1	27.2	16.2	15.9	13.0
获利能力					
毛利率 (%)	73.3	75.8	76.3	76.2	76.1
净利率 (%)	17.2	20.6	20.2	21.1	21.6
ROE (%)	20.3	23.5	24.7	25.0	24.4
ROIC (%)	18.0	22.0	22.6	23.6	22.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.4	38.6	42.1	41.0	42.7
净负债比率 (%)	-47.1	-37.7	-36.5	-38.7	-35.0
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	14.6	12.1	13.1	13.2	13.3
应付账款周转率	14.1	11.9	13.4	14.2	15.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.00	1.27	1.48	1.72	1.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.43	1.54	1.82	2.17	2.12
每股净资产 (最新摊薄)	4.92	5.42	6.00	6.86	7.93
估值比率					
P/E	21.9	17.2	14.8	12.8	11.3
P/B	4.5	4.0	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	15.9	13.0	11.1	9.4	8.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686