

羚锐制药 (600285.SH)

盈利能力稳健，顺利并表银谷制药

2024年公司实现营业收入35.01亿元，同比增长5.72%；归母净利润7.23亿元，同比增长27.19%；扣非归母净利润6.42亿元，同比增长20.20%。2025年一季度公司实现营业收入10.21亿元，同比增长12.29%；归母净利润2.17亿元，同比增长13.89%；扣非归母净利润2.04亿元，同比增长12.38%。

□ **核心产品销售稳定，多品类毛利率提升。**分业务看，2024年公司贴剂业务营收21.15亿元，同比增长3.35%，毛利率提升3.27pct至78.95%，核心产品通络祛痛膏稳定超10亿元销售额，“两只老虎”系列销量超10亿贴，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款产品在国内市场占有率位居前列，巩固公司市场地位。2024年以丹鹿通督片为核心片剂业务增长显著，营收3.55亿元，同比增长35.6%，毛利率提高4.32pct至69.94%；胶囊剂业务营收7.52亿元，增长5.66%，毛利率微增1.13pct达75.79%；软膏剂业务收入1.28亿元，同比下降7.09%，毛利率提升0.22pct至75.17%。

□ **盈利能力持续优化，维持高分红回馈股东。**2024年公司实现毛利率75.82%，同比提升2.53pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为45.62%/4.76%/3.76%，同比+0.21/-0.50/+0.45pct，实现净利率20.64%，提升3.48pct，盈利能力持续优化。同时公司公告全年拟派发现金红利5.10亿元，分红率达归母净利润的70.64%，延续高分红政策。

□ **深化中药研发与品牌建设，营销网络下沉基层。**2024年公司持续推进中药创新药研发及已上市品种的二次开发，通过优化生产工艺和提升质量标准强化产品竞争力，重点培育“两只老虎”“小羚羊”“虎哥”等子品牌矩阵。营销体系深化变革，加强资源聚焦与渠道精细化管理，推动营销网络向基层市场纵深拓展，同步强化合规管理以提升品牌影响力

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**我们看好公司自身贴膏剂业务的增长潜力，同时随着银谷制药并表，在公司品牌和渠道优势赋能下，银谷制药将为公司带来业绩弹性。预计2025-2027年公司将实现归母净利润8.10/9.40/10.73亿元，同比增长12.1%/16.1%/14.1%，对应PE为16/14/12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、研发失败及并购整合效果不及预期风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3311	3501	4135	4613	5142
同比增长	10%	6%	18%	12%	11%
营业利润(百万元)	656	810	929	1078	1230
同比增长	27%	23%	15%	16%	14%
归母净利润(百万元)	568	723	810	940	1073
同比增长	22%	27%	12%	16%	14%
每股收益(元)	1.00	1.27	1.43	1.66	1.89
PE	22.9	18.0	16.0	13.8	12.1
PB	4.7	4.2	3.9	3.5	3.1

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

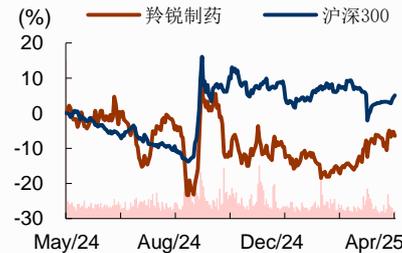
当前股价：22.92元

基础数据

总股本(百万股)	567
已上市流通股(百万股)	566
总市值(十亿元)	13.0
流通市值(十亿元)	13.0
每股净资产(MRQ)	5.8
ROE(TTM)	22.6
资产负债率	38.2%
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	7	1	-11
相对表现	1	8	-18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《羚锐制药(600285)一发布股权激励方案，指引公司成长》2024-12-02
- 《羚锐制药(600285)一核心产品依然稳健，盈利能力同比保持提升》2024-11-12
- 《羚锐制药(600285)一盈利能力进一步提升，中药贴膏剂龙头价值凸显》2024-08-13

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2599	2458	2790	3148	3517
现金	1499	1228	1400	1600	1800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	213	152	227	254	283
应收款项	258	319	351	392	437
其它应收款	12	6	12	14	15
存货	467	435	494	548	603
其他	149	317	305	340	379
非流动资产	2173	2559	2706	2977	3253
长期股权投资	71	73	73	73	73
固定资产	636	588	545	506	470
无形资产商誉	230	209	188	169	152
其他	1236	1688	1900	2229	2558
资产总计	4772	5017	5496	6125	6771
流动负债	1900	1874	2051	2302	2523
短期借款	141	33	164	267	341
应付账款	57	85	77	86	95
预收账款	115	114	131	145	160
其他	1587	1642	1679	1803	1927
长期负债	73	62	65	70	80
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	62	65	70	80
负债合计	1973	1937	2116	2372	2603
股本	567	567	567	567	567
资本公积金	279	327	327	327	327
留存收益	1945	2179	2478	2851	3266
少数股东权益	8	8	8	8	8
归属于母公司所有者权益	2791	3073	3372	3745	4160
负债及权益合计	4772	5017	5496	6125	6771

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	813	876	681	873	977
净利润	568	723	810	940	1073
折旧摊销	81	74	78	72	66
财务费用	1	1	(7)	(24)	(25)
投资收益	(20)	(40)	(80)	(100)	(115)
营运资金变动	206	119	(113)	(11)	(22)
其它	(23)	(0)	(8)	(5)	0
投资活动现金流	(230)	(666)	(135)	(233)	(218)
资本支出	(21)	(115)	(13)	(13)	(13)
其他投资	(209)	(551)	(123)	(220)	(205)
筹资活动现金流	(273)	(472)	(374)	(440)	(559)
借款变动	(6)	(78)	129	103	74
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	37	48	0	0	0
股利分配	(340)	(454)	(510)	(567)	(658)
其他	37	12	7	24	25
现金净增加额	311	(262)	172	200	200

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3311	3501	4135	4613	5142
营业成本	884	847	968	1075	1183
营业税金及附加	46	45	54	60	67
营业费用	1504	1597	1886	2104	2340
管理费用	174	167	211	221	237
研发费用	110	132	170	194	221
财务费用	(35)	(19)	(7)	(24)	(25)
资产减值损失	(9)	(6)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	17	44	40	50	60
投资收益	20	40	40	50	55
营业利润	656	810	929	1078	1230
营业外收入	0	23	2	3	4
营业外支出	4	6	3	4	5
利润总额	653	828	928	1077	1229
所得税	85	105	118	137	157
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	568	723	810	940	1073

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	10%	6%	18%	12%	11%
营业利润	27%	23%	15%	16%	14%
归母净利润	22%	27%	12%	16%	14%
获利能力					
毛利率	73.3%	75.8%	76.6%	76.7%	77.0%
净利率	17.2%	20.6%	19.6%	20.4%	20.9%
ROE	21.3%	24.6%	25.1%	26.4%	27.1%
ROIC	19.2%	22.7%	24.0%	24.2%	24.5%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	38.6%	38.5%	38.7%	38.4%
净负债比率	3.0%	0.7%	3.0%	4.4%	5.0%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	7.2	7.4	7.9	7.5	7.5
应付账款周转率	14.1	11.9	11.9	13.2	13.1
每股资料(元)					
EPS	1.00	1.27	1.43	1.66	1.89
每股经营净现金	1.43	1.54	1.20	1.54	1.72
每股净资产	4.92	5.42	5.95	6.60	7.34
每股股利	0.80	0.90	1.00	1.16	1.32
估值比率					
PE	22.9	18.0	16.0	13.8	12.1
PB	4.7	4.2	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	20.0	16.1	13.7	12.2	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。