

2025年08月22日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

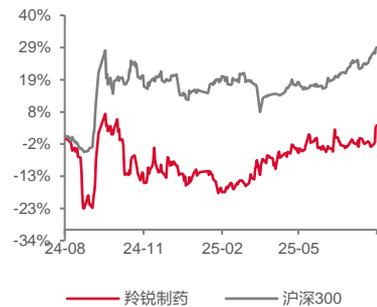
dyh@longone.com.cn

证券分析师

赖菲虹 S0630525050001

lfhong@longone.com.cn

数据日期	2025/08/22
收盘价	24.12
总股本(万股)	56,712
流通A股/B股(万股)	56,587/0
资产负债率(%)	44.36%
市净率(倍)	4.41
净资产收益率(加权)	14.65
12个月内最高/最低价	27.26/18.49

**相关研究**

《羚锐制药（600285）：核心产品增长稳健，利润端表现优秀——公司简评报告》2025.05.13

《羚锐制药（600285）：品牌渠道持续深耕，经营效率稳步提升——公司简评报告》2024.08.15

《羚锐制药（600285）：多品类快速放量，盈利能力持续提升——公司简评报告》2024.04.30

羚锐制药（600285）：盈利能力持续提升，银谷并表带来增长新动能

——公司简评报告

投资要点

- 业绩稳健增长，利润端表现良好。**公司2025年上半年实现营业收入20.99亿元（同比+10.14%），归属于上市公司股东的净利润4.74亿元（同比+14.85%），扣非净利润4.42亿元（同比+12.28%）。2025年Q2单季度实现营业收入10.78亿元（同比+8.17%，环比+5.56%），归母净利润2.58亿元（同比+15.68%，环比+18.79%），扣非净利润2.39亿元（同比+12.20%，环比+17.00%）。拆分银谷制药并表收入后，公司2025年H1实现营收20.00亿元（同比+4.95%），归母净利润4.61亿元（同比+11.65%）。公司业绩在内生发展和外延拓展双轮驱动下表现稳健。
- 贴剂增长良好，产品不断丰富。**报告期内，核心产品络祛痛膏延续高速增长趋势，“两只老虎”系列产品等市场地位稳固，袋装产品预计完成新老价格切换后销量目标压力将减轻，盒装产品力争实现2025年全年两位数以上销量增长目标。锐枢安®（芬太尼透皮贴剂）通过细化患者病情阶段、疼痛程度等维度精准定位目标群体，2025年H1实现收入双位数增长。公司不断加快孟鲁司特钠咀嚼片、盐酸二甲双胍缓释片、莫匹罗星软膏等仿制药的商业化进程，加强在儿童哮喘、糖尿病、皮肤感染等领域的市场覆盖，产品管线不断丰富。
- 盈利能力稳步提升。**2025年H1公司实现毛利率81.33%（同比+5.29pct），净利率22.67%（同比+1.00pct），盈利能力持续增强。费用率方面，2025年上半年公司销售/管理/研发费用率分别为47.37%、5.08%、3.00%，同比分别变动+2.52pct、+0.69pct、+0.52pct。销售费用的提升部分源于公司加大市场推广和终端销售的投入力度，未来公司将通过精细化管理、信息化建设等措施优化费效比，保持公司销售费用在合理范围。研发投入的持续增加则为公司长远发展奠定基础。管理费用同比有所提升，主要由于收购银谷制药的尽职调查、评估、审计等中介服务费支出所致。
- 外延并购构建第二增长曲线，银谷制药贡献新增量。**2025年H1报告期内，公司完成以自有资金7.04亿元收购银谷制药90%股权，银谷制药并表后，2025年H1实现营业收入0.99亿元，净利润0.13亿元，为公司业绩增长增添了新动能。此次收购极大丰富了公司的产品矩阵，补充了鼻喷雾剂、吸入剂等高技术门槛剂型。银谷制药核心产品必立汀®（苯环喹啉铵鼻喷雾剂）作为国内1类新药，报告期内新增感冒适应症获批，进一步提升了产品竞争力，我们预期必立汀®将成为10亿元级别的大单品。金尔力®（鲑降钙素鼻喷雾剂）作为客单价较高的骨科品种，与络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏等骨科产品形成组合销售，OTC协同效应显著。公司将发挥在品牌、渠道等方面的优势，与银谷的院内自营团队实现互补与相互赋能，构建公司第二增长曲线。
- 投资建议：**公司是中药贴膏龙头企业，2025年H1业绩表现符合预期，外延并购带来新的增长点。我们维持公司2025/2026/2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为8.26/9.51/10.80亿元，EPS分别为1.46/1.68/1.90元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品降价风险，产品销售不及预期风险，中药材价格上涨风险等。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,500.83	4,073.47	4,646.12	5,183.01
增长率（%）	5.72%	16.36%	14.06%	11.56%
归母净利润（百万元）	722.55	826.30	951.24	1,079.82
增长率（%）	27.19%	14.36%	15.12%	13.52%
EPS（元/股）	1.27	1.46	1.68	1.90
市盈率（P/E）	18.93	16.55	14.38	12.67
市净率（P/B）	4.45	4.12	3.80	3.49

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年08月22日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	20256E	2027E
营业总收入	3,501	4,073	4,646	5,183
%同比增速	6%	16%	14%	12%
营业成本	847	996	1,138	1,265
毛利	2,654	3,077	3,509	3,918
%营业收入	76%	76%	76%	76%
税金及附加	45	57	65	73
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1,597	1,853	2,105	2,338
%营业收入	46%	46%	45%	45%
管理费用	167	187	209	228
%营业收入	5%	5%	5%	4%
研发费用	132	155	179	202
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	-19	-17	-19	-25
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	44	61	70	78
投资收益	40	49	56	62
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	810	950	1,093	1,241
%营业收入	23%	23%	24%	24%
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	828	950	1,093	1,241
%营业收入	24%	23%	24%	24%
所得税费用	105	123	142	161
净利润	723	826	951	1,080
%同比增速	27%	14%	15%	14%
归属于母公司的净利润	723	826	951	1,080
%营业收入	21%	20%	20%	21%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.27	1.46	1.68	1.90

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.27	1.46	1.68	1.90
BVPS	5.42	5.86	6.35	6.91
PE	18.93	16.55	14.38	12.67
PEG	0.70	1.15	0.95	0.94
PB	4.45	4.12	3.80	3.49
EV/EBITDA	13.75	12.29	10.36	8.84
ROE	24%	25%	26%	28%
ROIC	21%	24%	25%	26%

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	20256E	2027E
货币资金	1,228	1,338	1,780	2,259
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	472	588	632	662
存货	435	498	553	597
预付账款	12	16	17	18
其他流动资产	310	581	586	591
流动资产合计	2,458	3,021	3,569	4,127
长期股权投资	73	73	73	73
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	588	558	527	490
无形资产	204	204	203	202
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	200	222	222	222
其他非流动资产	1,494	1,443	1,445	1,440
资产总计	5,017	5,521	6,039	6,554
短期借款	33	43	53	63
应付票据及应付账款	85	89	95	98
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	154	181	207	230
应交税费	78	122	139	155
其他流动负债	1,524	1,676	1,856	2,001
流动负债合计	1,874	2,112	2,351	2,549
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	22	43	43	43
其他非流动负债	40	38	38	38
负债合计	1,937	2,192	2,431	2,629
归属于母公司的所有者权益	3,073	3,321	3,601	3,918
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益	3,080	3,329	3,608	3,925
负债及股东权益	5,017	5,521	6,039	6,554

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	876	883	1,103	1,214
投资	26	0	0	0
资本性支出	-115	-65	-53	-43
其他	-576	-140	56	62
投资活动现金流净额	-666	-205	3	19
债权融资	-62	11	10	10
股权融资	35	0	0	0
支付股利及利息	-451	-585	-673	-764
其他	7	4	0	0
筹资活动现金流净额	-472	-569	-663	-754
现金净流量	-262	109	443	479

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 08 月 22 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089