

盈利能力明显提升， 外延并购注入新动能

核心观点

25H1 业绩符合市场预期。公司现有核心产品通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏聚焦老年人等重点群体需求，品牌力较强，伴随老龄化持续推进，产品销售额有望保持稳健增长趋势。此外，公司通过自研+收购等多方式持续丰富产品矩阵，同步聚焦骨科、呼吸系统、皮肤等大病种领域持续加强学术相关研究，核心竞争力持续提升。25Q1，公司成功并表银谷制药，开始贡献业绩增量，有望注入增长新动能。我们看好公司业绩潜力稳健释放。

事件

公司发布 2025 年半年度业绩报告，业绩符合市场预期

8月19日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入20.99亿元，同比增加10.14%；归母净利润4.74亿元，同比增加14.85%；扣非归母净利润4.42亿元，同比增加12.28%；业绩符合市场预期。

简评

盈利能力明显提升，外延并购注入新动能

2025年上半年，公司营业收入同比增长10.14%，主要由于：1) 通络祛痛膏、两只老虎盒装等核心产品维持稳健增长；2) 25Q1完成银谷制药并表。归母净利润同比增长14.85%，扣非后归母净利润同比增长12.28%，快于收入端，推测主要由于：1) 高毛利率品种销售占比提升，带动上半年毛利率同比提升5.3个百分点；

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,311	3,501	4,072	4,521	5,026
YOY(%)	10.31	5.72	16.31	11.03	11.17
净利润(百万元)	568	723	833	950	1,077
YOY(%)	22.09	27.19	15.29	14.07	13.32
毛利率(%)	73.29	75.82	79.47	79.86	80.28
净利率(%)	17.16	20.64	20.46	21.02	21.42
ROE(%)	20.35	23.52	25.34	26.91	28.27
EPS(摊薄/元)	1.00	1.27	1.47	1.68	1.90
P/E(倍)	23.13	18.19	15.77	13.83	12.20
P/B(倍)	4.71	4.28	4.00	3.72	3.45

资料来源：iFinD，中信建投证券

羚锐制药(600285.SH)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025年09月05日

当前股价：23.17元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
1.49/-3.97	-2.32/-13.00	-0.60/-30.05
12月最高/最低价(元)		26.30/18.77
总股本(万股)		56,711.55
流通A股(万股)		56,586.55
总市值(亿元)		131.40
流通市值(亿元)		131.11
近3月日均成交量(万)		704.80
主要股东		
河南羚锐集团有限公司		21.48%

股价表现



2) 银谷制药并表贡献。

25Q2, 公司实现营业收入 10.78 亿元, 同比增加 8.17%; 归母净利润 2.58 亿元, 同比增加 15.68%; 扣非归母净利润 2.39 亿元, 同比增加 12.20%, 利润端增速快于收入端主要由于: 1) 品类结构调整及成本控制; 2) 银谷制药并表贡献。

核心品种品牌知名度较高, 长期受益老龄化。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, 其中贴膏品类 2024 年收入占比超 61%, 多款贴膏剂产品在国内市场占有率位居前列, 共同助力公司成就中国中药贴膏龙头企业。从治疗领域来看, 公司现阶段布局骨科、心脑血管科、内分泌等多领域, 其中:

1) 骨科: 骨科领域产品是公司主要收入来源, 其中通络祛痛膏年销售收入超 10 亿元, “两只老虎”系列产品年销量超 10 亿贴, 25H1 销售额维持稳健增长趋势。我们认为, 随着人口老龄化加剧, 系列骨骼肌肉疾病高发, 叠加患病群体日渐年轻化, 骨科用药需求或将逐步释放, 公司核心产品知名度较高, 价格相对较低, 有望长期受益老龄化, 且提价空间较大, 长期稳健增长趋势确定性较强。

2) 心脑血管: 心脑血管是公司第二大治疗领域, 核心单品培元通脑胶囊为公司独家产品, 入选《国家医保目录》, 且公司积极推进培元通脑胶囊等产品的二次开发, 在循证医学证据、适应症范围扩大等方面进行深入研究。我们认为, 现阶段我国心脑血管病患病率仍处于上升阶段, 中医药对心脑血管疾病治疗优势较强, 公司产品临床证据逐步完善, 后续有望加速放量。

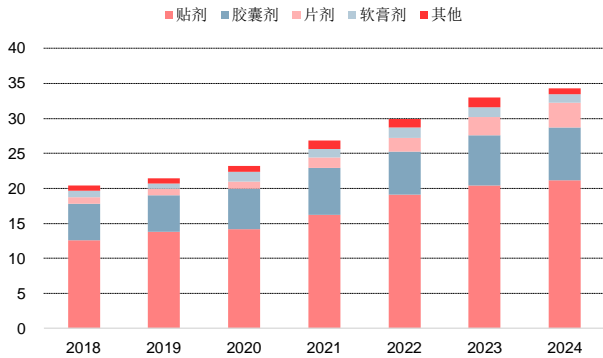
3) 内分泌: 公司核心产品参芪降糖胶囊是国家基药目录内品种, 主治消渴症, 用于 II 型糖尿病治疗, 24 年底, 该产品中选全国中成药采购联盟集中带量采购, 价格存在一定程度降幅, 但我们认为, 随着中成药集采逐步推进, 公司产品销量及市占率有望稳步提升, 长期潜力有望稳步释放。

表 1: 公司主要产品情况

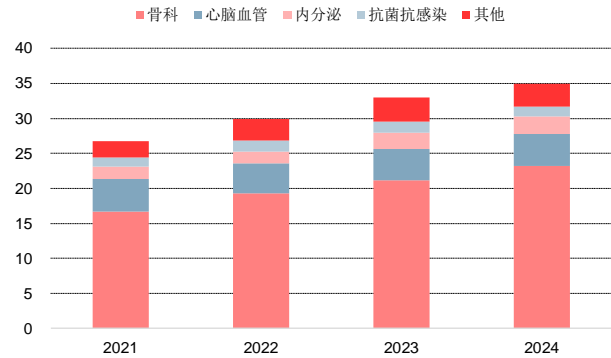
主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	处方药	中药保护品种	国家基药	国家医保	省级医保
骨科类	通络祛痛膏	活血通络, 散寒除湿, 消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎瘀血停滞、寒湿阻络证, 症见关节刺痛或钝痛, 关节僵硬, 屈伸不利, 畏寒肢冷。用于颈椎病(神经根型)瘀血停滞、寒湿阻络证, 症见颈项疼痛、肩臂疼痛、颈项活动不利、肢体麻木、畏寒肢冷、肢体困重等。	双跨	是	是	是	是
骨科类	壮骨麝香止痛膏	祛风湿, 活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛、扭伤。	否	否	否	是	是
骨科类	伤湿止痛膏	祛风湿, 活血止痛。用于风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节肿	否	否	否	否	否
骨科类	丹鹿通督片	活血通督, 益肾通络。用于腰椎管狭窄症(如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出)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, 舌质暗或有瘀斑等。	是	否	否	是	是
心脑血管类	培元通脑胶囊	益肾填精, 息风通络。用于肾元亏虚, 瘀血阻络证, 症见半身不遂、口眼歪斜、言语蹇涩、半身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细; 缺血性中风中经络恢复期见上述证候者。	是	否	否	是	是
内分泌类	参芪降糖胶囊	益气养阴、滋脾补肾。主治消渴症, 用于 II 型糖尿病。	是	否	是	是	是
麻醉类	芬太尼透皮贴剂	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。	是	否	否	是	是

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 1: 公司收入拆分, 按剂型 (亿元)


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2: 公司收入拆分, 按治疗领域 (亿元)


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

持续建设新品牌, 推进全渠道营销体系落地。近年来, 公司在“羚锐”主品牌的赋能下, 聚焦“两只老虎”“小羚羊”等子品牌建设, 其中“两只老虎”聚焦骨健康赛道; “小羚羊”聚焦儿童健康赛道, 其核心单品医用退热贴知名度及渗透率持续提升。此外, 公司持续加快品牌营销全域场景的构建, 加强线上线下的有效融合, 以主流媒体广告作为引流窗口, 以重点传播场景广告为核心, 充分发挥品牌、品类优势, 持续开展终端动销的服务工作, 实现产品和品牌的双轮驱动。

自研+并购打造产品梯队, 持续贡献新增量。2024年, 公司持续围绕骨科、呼吸、皮肤、消化系统等领域, 聚焦大病种、大品种开展布局, 取得孟鲁司特钠咀嚼片、盐酸二甲双胍缓释片、莫匹罗星软膏药品注册证书, 25H1, 公司稳步推进原有产品二次开发, 同步完成对银谷制药 90% 股权的收购工作, 优化外用制剂产品矩阵, 补充具有较高技术门槛的鼻喷剂、吸入剂剂型。我们认为, 银谷制药近年来收入、利润均实现快速增长, 25H1 实现营业收入 9877.7 万元, 净利润 1322.6 万元, 且其 1 类新药苯环唑溴铵鼻喷雾剂于 2020 年初获批上市, 2021 年进入国家医保目录, 后续放量空间较为广阔, 有望成为公司后续潜力大单品, 持续贡献新增量。

业绩稳健增长, 盈利能力持续提升

展望 2025 年下半年, 我们认为, 公司通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏及培元通脑胶囊等核心产品有望受益于老龄化稳健放量, 叠加公司积极推进二次开发等工作落地, 产品竞争力持续提升。盈利能力方面, 公司产品现阶段价格相对较低, 提价空间相对较大, 上半年已对部分大单品提价, 毛利率已呈现明显提升。考虑到银谷制药并表后持续贡献增量, 我们看好公司下半年业绩稳健增长。

毛利率明显提升, 费用端受并购影响有所提升

2025 年上半年, 公司综合毛利率 81.33%, 同比增加 5.29 个百分点, 主要由于成本控制及品类结构调整。销售费用率 47.37%, 同比增加 2.52 个百分点, 主要由于并购影响; 研发费用率 3.00%, 同比增加 0.53 个百分点, 主要由于公司持续加大研发投入; 管理费用率 5.08%, 同比增加 0.69 个百分点, 主要由于并购影响; 财务费用率 -0.20%, 同比增加 0.46 个百分点, 主要由于本期银行存款利息减少。经营活动产生的现金流量净额同比增长 22.36% 为 3.56 亿元, 表现较好。存货周转天数为 194.45 天, 同比增加 15.79 天, 主要由于合并银谷制药存货影响; 应收账款周转天数为 34.83 天, 同比增加 7.95 天, 主要由于医药流通业务收入增长及合并银谷制药应收账款

款所致；应付账款周转天数为 46.63 天，同比增长 17.35 天，主要由于规模扩大。其余指标保持相对稳定。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 40.72 亿元、45.21 亿元和 50.26 亿元，分别同比增长 16.31%、11.03% 和 11.17%，归母净利润分别为 8.33 亿元、9.5 亿元和 10.77 亿元，分别同比增长 15.29%、14.07% 和 13.32%，折合 EPS 分别为 1.47 元/股、1.68 元/股和 1.90 元/股，对应 PE 为 15.77X、13.83X、12.20X，首次覆盖，给予买入评级。

风险分析

1、产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2、药品降价风险：公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4、应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；5、政策风险：医药行业属于高监管行业，倘若出现较为严苛的政策，可能对公司经营造成不利影响；6、倘若公司核心贴剂产品 25 年收入增速从我们预估的 5% 放缓为 3%/1%，公司 25 年收入端增速会从 16.3% 分别下降至 15%/14%，25 年利润端增速会从 15.3% 分别下降至 14.0%/12.7%，整体相对可控。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖药店、医药流通板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk