

羚锐制药（600285.SH）

内生外延双轮驱动，Q3 增长动能持续

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,311	3,501	3,867	4,302	4,702
增长率 yoy（%）	10.3	5.7	10.5	11.2	9.3
归母净利润（百万元）	568	723	820	927	1,035
增长率 yoy（%）	22.1	27.2	13.5	13.0	11.6
ROE（%）	20.3	23.5	24.2	24.2	23.7
EPS 最新摊薄（元）	1.00	1.27	1.45	1.63	1.82
P/E（倍）	22.6	17.8	15.7	13.9	12.4
P/B（倍）	4.6	4.2	3.8	3.4	2.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年前三季度公司实现营收 30.41 亿元（yoy+10.23%），实现归母净利润 6.51 亿元（yoy+13.43%），实现扣非归母净利润 6.05 亿元（yoy+11.77%）；其中 2025Q3 公司实现营收 9.42 亿元（yoy+10.44%），实现归母净利润 1.77 亿元（yoy+9.77%），实现扣非归母净利润 1.63 亿元（yoy+10.41%）。

业绩总体稳健，通络、芬太尼延续高增。2025 年前三季度公司实现营收 30.41 亿元（yoy+10.23%），实现归母净利润 6.51 亿元（yoy+13.43%）；其中银谷制药收入贡献近 2 亿元，净利润贡献超 2000 万元。2025Q3 公司实现营收 9.42 亿元（yoy+10.44%），实现归母净利润 1.77 亿元（yoy+9.77%）；其中银谷制药收入贡献超 8000 万元，净利润贡献超 1000 万元。前三季度通络、芬太尼增长 20%左右，两只老虎袋装受年初提价以及市场环境影 响，仍在调整中，盒装销量已恢复个位数增长。

毛利率提升显著，销售费用率上行。前三季度毛利率/归母净利率分别为 81.02%/21.40%，分别同比增长 6.02/0.60pct。毛利率高增主要系银谷制药合并及收入结构变动。费用率方面，前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.26%/5.82%/3.44%/-0.17%，分别同比增长 2.84/1.45/0.74/0.31pct。销售费用率增长主要系银谷制药合并，市场和学术推广投入加大以及金尔力 OTC 端建设。

坚持渠道深耕和矩阵扩张，成长路径清晰。内生方面，以核心产品通络、两只老虎为核心的骨科产品线基本盘稳固，在老龄化趋势下需求确定性强；同时公司不断丰富产品矩阵，9 月莫匹罗星乳膏新品上市，市场表现良好。**外延方面**，银谷制药的整合顺利推进，其呼吸领域产品线与公司现有营销网络产生的协同效应正逐步释放，有望成为新的增长点。

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，我们看好公司在骨科镇痛领域的领先地位及管理层的外延整合能力，预计公司 2025-2027 年实现营收 38.67/43.02/47.02 亿元，分别同比增长 10.5%/11.2%/9.3%；实现归母净利润 8.2/9.27/10.35 亿元，分别同比增长 13.5%/13.0%/11.6%；对应 PE 估值分别为 15.7/13.9/12.4X，维持“增持”评级。

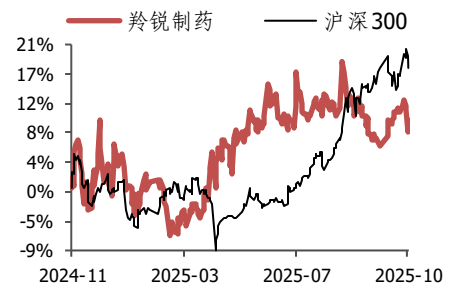
风险提示：宏观经济波动风险；政策风险；行业竞争加剧；成本波动风险；产品推广不及预期；研发风险；并购整合不及预期风险。

增持（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 10 月 31 日收盘价（元）	22.68
总市值（百万元）	12,862.18
流通市值（百万元）	12,833.83
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）	192.62

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgs.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号：S1070524090004

邮箱：yuanzixin@cgs.com

相关研究

- 《2025H1 业绩增长稳健，看好并购后整合和提质增效》2025-08-20
- 《连续 5 年营收利润双增，如何看待羚锐增长的持续性？》2025-07-09
- 《25Q1 收入利润双升，银谷并表注入发展新动能》2025-04-30

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	2605	2962	3253
现金	1499	1228	1353	1538	1646
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	475	633	688
其他流动资产	134	304	179	191	203
非流动资产	2173	2559	2961	3494	4187
长期股权投资	71	73	53	33	13
固定资产	636	588	606	625	632
无形资产	230	209	181	147	119
其他非流动资产	1236	1688	2121	2689	3423
资产总计	4772	5017	5566	6456	7440
流动负债	1900	1874	2112	2556	3000
短期借款	141	33	352	33	505
应付票据及应付账款	57	85	41	93	46
其他流动负债	1702	1756	1720	2429	2449
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	2174	2617	3061
少数股东权益	8	8	9	11	13
股本	567	567	567	567	567
资本公积	326	341	341	341	341
留存收益	1894	2181	2422	2694	2999
归属母公司股东权益	2791	3073	3382	3827	4365
负债和股东权益	4772	5017	5566	6456	7440

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	692	1468	762
净利润	568	723	822	929	1037
折旧摊销	81	74	68	75	83
财务费用	-35	-19	-8	-14	-13
投资损失	-20	-40	-29	-34	-32
营运资金变动	181	102	-94	597	-203
其他经营现金流	39	36	-67	-85	-109
投资活动现金流	-230	-666	-381	-497	-642
资本支出	21	115	48	53	53
长期投资	-22	26	20	20	20
其他投资现金流	-187	-576	-353	-463	-609
筹资活动现金流	-273	-472	-504	-468	-484
短期借款	47	-108	318	-318	472
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	-823	-150	-955
现金净增加额	311	-262	-193	503	-364

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3311	3501	3867	4302	4702
营业成本	884	847	786	887	963
营业税金及附加	46	45	50	56	61
销售费用	1504	1597	1818	2000	2163
管理费用	174	167	189	206	221
研发费用	110	132	147	163	179
财务费用	-35	-19	-8	-14	-13
资产和信用减值损失	-3	-1	-1	-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	943	1065	1189
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	943	1065	1189
所得税	85	105	121	136	152
净利润	568	723	822	929	1037
少数股东损益	0	0	2	2	2
归属母公司净利润	568	723	820	927	1035
EBITDA	697	867	991	1110	1242
EPS (元/股)	1.00	1.27	1.45	1.63	1.82

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	10.5	11.2	9.3
营业利润 (%)	26.9	23.5	16.4	12.9	11.7
归属母公司净利润 (%)	22.1	27.2	13.5	13.0	11.6
获利能力					
毛利率 (%)	73.3	75.8	79.7	79.4	79.5
净利率 (%)	17.2	20.6	21.3	21.6	22.0
ROE (%)	20.3	23.5	24.2	24.2	23.7
ROIC (%)	18.0	22.0	21.3	23.2	20.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.4	38.6	39.1	40.5	41.1
净负债比率 (%)	-47.1	-37.7	-28.6	-38.3	-25.3
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	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	14.6	12.1	12.2	12.3	12.2
应付账款周转率	14.1	11.9	12.5	13.2	13.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.00	1.27	1.45	1.63	1.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.43	1.54	1.22	2.59	1.34
每股净资产 (最新摊薄)	4.92	5.42	5.96	6.75	7.70
估值比率					
P/E	22.6	17.8	15.7	13.9	12.4
P/B	4.6	4.2	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	16.6	13.5	12.0	10.3	9.5

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.cqws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686