

导语：闷声发财。

作者：市值风云 App：白猫

膏药界“印钞机”羚锐制药：毛利率 79%，分红率 70%

在 A 股的投资江湖里，有一种公司最容易被忽视，但也最容易带来惊喜。

它们没有惊天动地的黑科技，也没有动辄翻倍的炒作题材。它们往往躲在聚光灯的阴影里，做着看似枯燥乏味的传统生意。

但当你翻开它们的财报，会发现它们的赚钱能力足以让很多高科技公司汗颜。

一、最新追踪：业绩稳健与战略突围

今天风云君要聊的羚锐制药 (600285.SH)，就是这样一个典型的“闷声发大财”的主儿。

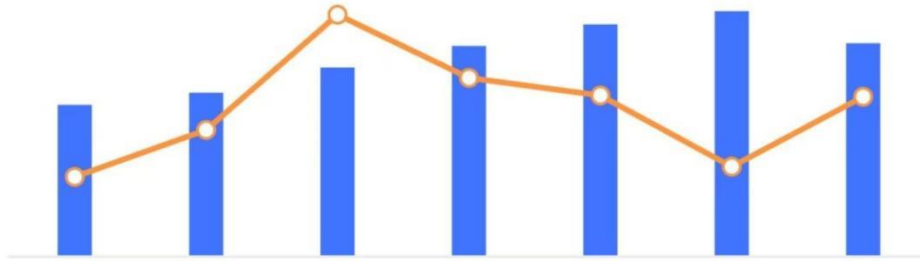
羚锐制药的商业模式简单而枯燥：把膏药卖给需要镇痛的老百姓。

作为业绩“优等生”，羚锐制药的增长势头持续强劲。2024 年，公司实现营业收入 35.0 亿元，同比增长 5.7%；净利润 7.2 亿元，同比增长 27.2%。

2025 年前三季度，这份亮眼表现得以延续，营业总收入 30.4 亿元，同比增长 10.2%。

羚锐制药 – 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY

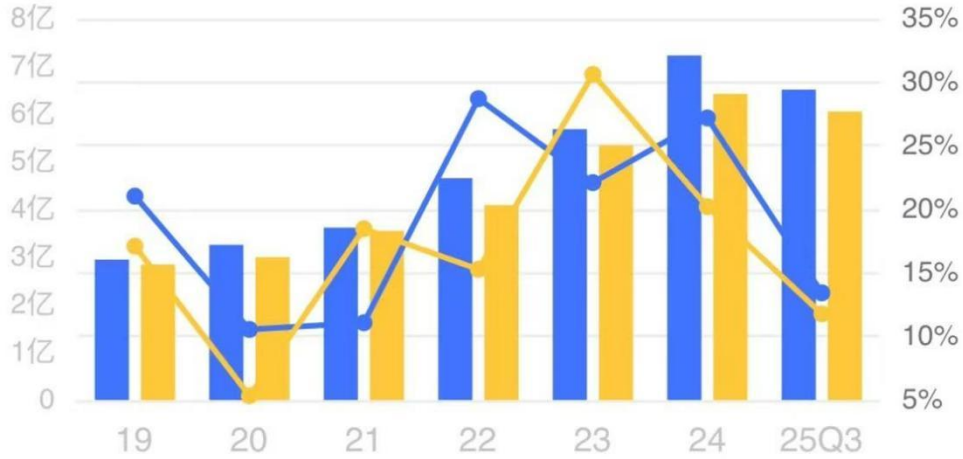


	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 营业收入 (元)	21.6亿	23.3亿	26.9亿	30.0亿	33.1亿	35.0亿	30.4亿
● 营收YOY	5.1%	8.1%	15.5%	11.4%	10.3%	5.7%	10.2%

归母净利润 6.5 亿元, 同比增长 13.4%, 双位数利润增长在复杂宏观环境下尤为难得。

羚锐制药 – 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
●	2.9亿	3.3亿	3.6亿	4.7亿	5.7亿	7.2亿	6.5亿
●	2.8亿	3.0亿	3.5亿	4.1亿	5.3亿	6.4亿	6.1亿
●	21.0%	10.5%	11.1%	28.7%	22.1%	27.2%	13.4%
●	17.1%	5.3%	18.5%	15.3%	30.6%	20.2%	11.8%

这说明公司的产品不仅是刚需，而且具备极强的品牌护城河，即便在逆周期中，老百姓对于止痛贴膏的需求依然坚挺。

其次，利润增速持续跑赢营收增速。这是衡量一家成熟期企业管理水平的金标准，意味着公司的增长不是靠单纯的烧钱换量堆出来的，而是通过内部管理提效、成本控制抠出来的。

如果说以前的羚锐主要依赖内生增长，那么 2025 年收购银谷制药则是其外延式扩张的一次试水。

此次并购的核心资产是银谷制药的王牌产品——必立汀（苯环喹溴铵鼻喷雾剂）。这是银谷制药自主研发的 1 类化学创新药，也是国内唯一获批适用于变应性鼻炎的鼻用抗胆碱能药物。

变应性鼻炎，又称过敏性鼻炎(简称 AR)，是特异性个体暴露于过敏原(变应原)后主要由免疫球蛋白 E(IgE)介导的鼻黏膜非感染性慢性炎症性疾病，典型症状为阵发性喷嚏、清水样涕、鼻塞和鼻痒等。过敏性鼻炎是我国主要的呼吸道慢性炎症性疾病之一，近年来，随着城市化进程的加速、环境变化、生活方式改变等因素的影响，过敏性鼻炎患者数量持续攀升。据国内相关流行病学调查结果，中国成人过敏性鼻炎患病率约 17.6%，患病群体已近 2.5 亿；但用药方面仍存在较大未被满足的临床需求。随着医疗知识的普及以及患者认知度的提升，过敏性鼻炎用药市场规模有望不断扩大。公司产品必立汀®苯环唑莫铵鼻喷雾剂作为不含激素的过敏性鼻炎用药，是国内唯一获批适用于变应性鼻炎的鼻用抗胆碱能药物，市场前景广阔。

(2025 半年报)

银谷制药的并入，确实丰富了公司的产品管线，实现了从骨科向呼吸科的跨界。但从财务数据看，标的上半年不足亿元的营收和千万元级别的利润，相对于交易对价形成的约 4.8 亿元商誉而言，短期内业绩贡献有限。

(五) 外延并购构建第二增长曲线

近年来，公司不断寻求产业整合的机会，实现内生增长和外延扩张双轮驱动发展。报告期内，公司完成对银谷制药 90%股权的收购，推进在外用制剂领域的全面布局，进一步提升公司整体竞争力。收购完成后，公司充分发挥人力资源、渠道拓展、研发创新等方面的协同效应，推动银谷制药业务深耕、管理优化、市场拓新、客户服务提质及技术迭代，助力其全面实现提质增效，携手全速迈向新的目标。银谷制药纳入公司合并报表范围后，实现营业收入 9,877.70 万元，净利润 1,322.60 万元，形成公司第二增长曲线，为公司未来稳健增长增添新动能。

(2025 半年报)

市场此前关注贴膏行业的天花板问题，这笔并购提供了一种破局思路。但高额商誉也像是一把双刃剑，它既代表了对新赛道的期许，也对公司后续的整合能力和标的业绩兑现提出了更高的要求。

二、暴利底色：不起眼却赚翻的骨科贴膏

看完最新的热闹，我们回归生意的本质。这家公司之所以能持续印钞，核心在于拥有一条既长又宽的雪道。

在骨科止痛领域，相比口服药，外用贴膏凭借携带方便、副作用小、直达病灶的特点，往往是患者的首选。而在国内市场，老百姓对中成药贴膏的接受度远高于化学药。

公司拥有一系列治疗骨科疾病的产品，通络祛痛膏、活血消痛酊为公司独家产品，“两只老虎”系列产品壮骨麝香止痛膏、关节止痛膏和伤湿止痛膏合计年销量超 10 亿贴，且在同品名产品中具有较高的市场占有率。

这种品牌垄断力直接折射在财务报表上，便是高毛利率。

根据公司 2024 年报数据，其贴膏剂产品的毛利率高达 79.0%。这意味着每卖出 100 块钱的膏药，就有将近 80 块钱是毛利。极高的毛利率，叠加品牌复购率，让骨科贴膏业务成为了源源不断的现金奶牛。

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增 减 (%)
贴剂	211,509	44,530	78.95	3.35	-10.53	增加 3.27个百分 点
片剂	35,527	10,681	69.94	35.6	18.57	增加 4.32个百分 点
胶囊剂	75,230	18,214	75.79	5.66	0.94	增加 1.13个百分 点
软膏剂	12,774	3,172	75.17	-7.09	-7.9	增加 0.22个百分 点
其他	14,770	7,995	45.87	-1.2	-0.95	减少 0.14个百分 点

(2024 年报)

这也为公司提供了巨大的安全垫。即便原材料价格上涨，或者因为营销需要加大投入，公司依然有足够的利润空间来消化压力。

羚锐制药 – 利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 毛利率	77.3%	76.9%	74.3%	72.3%	73.3%	75.8%	81.0%
● 经调整营业利润率	15.5%	13.7%	14.4%	13.0%	17.9%	20.4%	23.2%
● 净利率	13.6%	14.0%	13.4%	15.5%	17.2%	20.6%	21.4%

三、费率优化

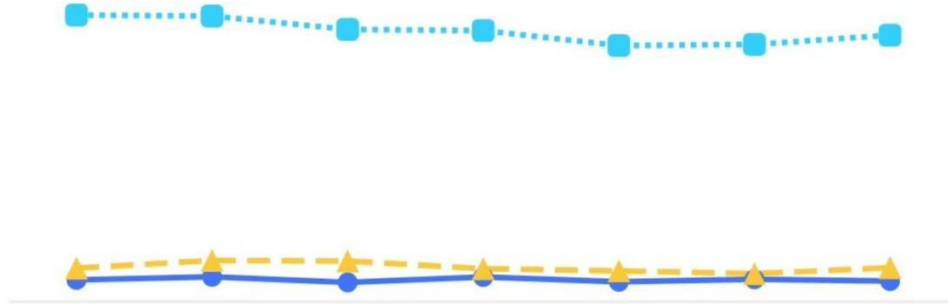
现在的羚锐，早已过了烧钱换市场的阶段，核心逻辑变成了提效。

过去市场对这家公司的印象是销售费用高企。但观察近几年的数据，随着品牌认知的稳固和直销渠道的成熟，规模效应开始显现——销售费用率虽然绝对值仍不低，但整体呈现优化趋势。

省下来的每一分钱，最终都转化为了实打实的净利润。

羚锐制药 – 费用率

● 研发费用率 ● 管理费用率 ● 销售费用率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
●	3.6%	4.2%	3.2%	4.2%	3.3%	3.8%	3.4%
●	5.7%	7.1%	7.0%	5.6%	5.3%	4.8%	5.8%
●	50.9%	50.7%	48.3%	48.1%	45.4%	45.6%	47.3%

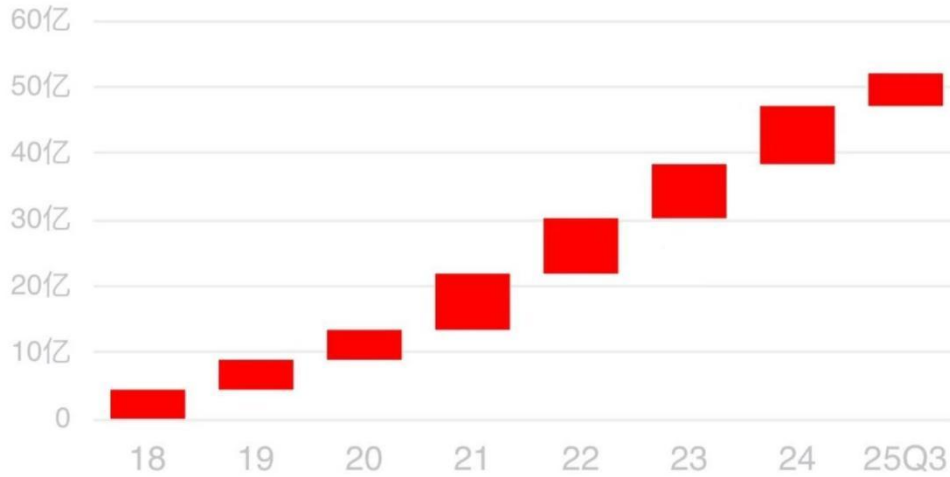
四、财务透视：穿越周期的稳健与慷慨

最后，不得不提的是其极具吸引力的股东回报。打开公司的现金流量表，你会看到一份比利润表更性感的数据。

现金流比利润更真实。2024年，公司经营活动产生的现金流量净额高达8.8亿元，远超当期的净利润。2025年前三季度，这一数字依然达到了4.9亿元。

羚锐制药 – 经营现金流

● 经营现金流 (元)



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 经营现金流 (元)	4.4亿	4.5亿	4.5亿	8.5亿	8.3亿	8.1亿	8.8亿	4.9亿

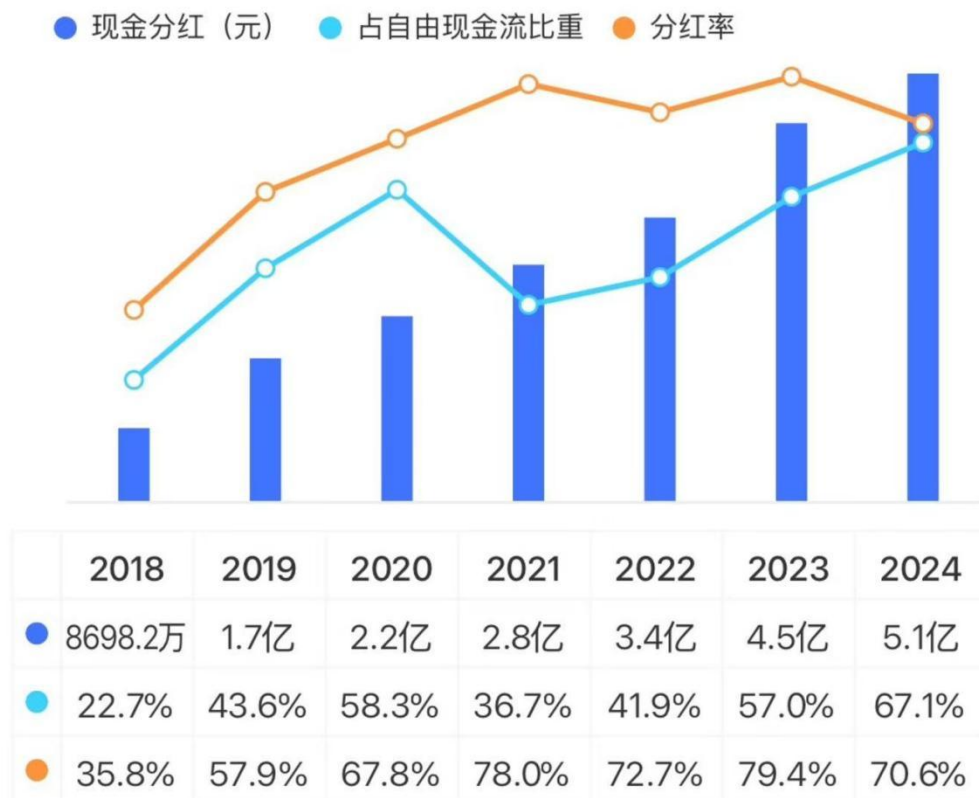
现成的产品，不需要过多研发，产能充足，也不需要过多资本开支，所以自由现金流也很充沛。

钱赚进来了，怎么花？公司选择了最豪横的方式——分红。

2023年，现金分红4.5亿元，股利支付率79.4%。2024年，现金分红5.1亿元，股利支付率依然维持在70.6%的高位。

对于投资者而言，持有羚锐制药，不仅能享受到业绩增长带来的收益，每年还能获得丰厚的股息回报。这就是所谓的“投资与投机俱佳”。

羚锐制药 – 现金分红



结语

在喧嚣的 A 股市场，羚锐制药像是一位性格沉稳的长跑选手。

论防守，它有“通络祛痛膏”和“两只老虎”这两块金字招牌，叠加 79.0% 的高毛利和近 50% 的直销渠道占比，构筑了深厚的护城河。

论回报，它有着近乎奢侈的现金流和持续多年的高分红传统，是典型的“现金奶牛”。

论进攻，2025 年并入的银谷制药，为公司打开了过敏性鼻炎和高端骨科用药的新市场，让市场看到了第二增长曲线的雏形。

当然，风险始终存在。

中药材价格的波动、医保政策的调整，都是悬在头顶的达摩克利斯之剑。且收购银谷制药后形成的商誉，也需要在未来通过实打实的业绩来消化。

但总体而言，如果你厌倦了市场的剧烈波动，想寻找一份“稳稳的幸福”，这家由少壮派掌舵的老牌中药企业，值得你多看一眼。

毕竟，在不确定的时代，确定的业绩和分红，才是最长情的告白。