

证券研究报告**公司研究****公司点评报告**

羚锐制药(600285)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031**银谷制药并表带来新增量, 盈利能力持续提升, 25年股息率达5.31%**

2026年04月30日

事件: 公司发布2025年年报及2026年一季报。2025年公司实现营业收入38.53亿元(同比+10.07%), 归母净利润7.60亿元(同比+5.11%), 扣非归母净利润7.12亿元(同比+10.81%)。2026Q1公司实现营业收入11.26亿元(同比+10.32%), 实现归母净利润2.46亿元(同比+13.61%), 扣非归母净利润2.28亿元(同比+11.59%), 经营现金流净额2.68亿元(同比+128.24%)。

点评:

- **25年银谷制药并表带来新增量, 盈利能力持续提升: ①25年银谷制药并表带来收入增量。** 25年收入增速达10%, 主要得益于银谷制药的并表。从具体业务上看, 25年贴剂业务收入21.71亿元(同比+2.62%), 片剂收入3.71亿元(同比+4.36%), 胶囊剂收入7.18亿元(同比-4.55%), 软膏剂收入1.36亿元(同比+6.44%), 其他收入4.53亿元(同比+206.7%, 主要系银谷制药的并入带动收入快速增长)。在利润方面, 25年公司扣非归母净利率提升0.12个百分点(达18.47%), 主要得益于毛利率提升4.21个百分点(达80.03%)。毛利率提升的原因包括银谷制药并表(毛利率较高)、原材料成本下降以及收入结构变动。**②26Q1毛利率提升1.42个百分点。** 26Q1公司收入持续稳健增长, 同时由于公司毛利率提升1.42个百分点(达78.19%), 带动公司26Q1扣非归母净利率提升0.23个百分点(达20.21%)。
- **创新驱动提升产品价值, 25年股息率达5.31%: ①坚持创新驱动, 提升产品价值。** 公司构建了“短、中、长”梯次化研发布局, 25年公司聚焦外用制剂及儿科用药等核心治疗领域, 加速化药贴膏等仿制药品种的研发进程; 同时, 稳步推进通络祛痛膏、丹鹿通督片、三黄珍珠膏等已上市产品的全生命周期管理。25年公司的通络祛痛膏、丹鹿通督片入选《中国颈椎退行性病变诊疗指南(2025)》, 芬太尼透皮贴剂入选《中国成人癌痛诊疗指南(2025版)》。**②银谷制药整合顺利。** 25年公司完成对银谷制药90%股权的收购, 此次收购为公司在骨科、呼吸领域补充了鼻喷剂、吸入制剂等剂型。2025年银谷制药1类创新药苯环喹溴铵鼻喷雾剂作为核心品种被纳入国内首部《鼻用抗胆碱能药物治疗过敏性鼻炎的专家共识》, 并获批新增感冒相关适应症, 治疗场景进一步拓宽, 临床价值与市场竞争力持续提升。自2025年3月起纳入公司合并报表范围至2025年末, 银谷制药实现营业收入2.66亿元, 净利润0.43亿元, 经营活动现金流量净额0.63亿元, 对公司合并报表净利润影响金额为0.28亿元。**③持续稳定高分红, 25年股息率达5.31%。** 25年公司分红比例达82.14%, 近3年公司分红比例均在70%以上, 且25年公司股息率达5.31%。
- **盈利预测:** 我们预计公司2026-2028年营业收入分别为42.96亿元、47.57亿元、52.7亿元, 同比增速分别约为11.5%、10.7%、10.8%,

实现归母净利润分别为 8.65 亿元、9.83 亿元、11.17 亿元，同比分别增长约 14%、13.6%、13.6%，对应当前股价 PE 分别约为 15 倍、13 倍、11 倍。

- **风险因素：**中药材价格上涨超预期、产品销售不及预期、OTC 市场竞争加剧风险、产品研发进展不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,501	3,853	4,296	4,757	5,270
增长率 YoY %	5.7%	10.1%	11.5%	10.7%	10.8%
归属母公司净利润 (百万元)	723	760	865	983	1,117
增长率 YoY%	27.2%	5.1%	14.0%	13.6%	13.6%
毛利率%	75.8%	80.0%	80.4%	80.6%	80.8%
净资产收益率ROE%	23.5%	22.3%	24.3%	26.4%	28.4%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.34	1.53	1.73	1.97
市盈率 P/E(倍)	17.71	16.85	14.78	13.01	11.45
市净率 P/B(倍)	4.16	3.76	3.60	3.43	3.26

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	2,458	2,280	2,571	3,000	3,496	
货币资金	1,228	383	713	1,024	1,388	
应收票据	152	167	179	198	220	
应收账款	319	430	412	452	496	
预付账款	12	12	13	14	15	
存货	435	437	466	510	558	
其他	310	851	788	803	819	
非流动资产	2,559	3,356	3,317	3,214	3,110	
长期股权投资	73	73	73	73	73	
固定资产(合计)	588	659	594	528	461	
无形资产	204	330	299	267	235	
其他	1,694	2,294	2,352	2,347	2,342	
资产总计	5,017	5,636	5,888	6,214	6,606	
流动负债	1,874	2,116	2,206	2,354	2,543	
短期借款	33	392	392	392	392	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	85	97	105	90	98	
其他	1,756	1,627	1,709	1,873	2,053	
非流动负债	62	84	89	89	89	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	62	84	89	89	89	
负债合计	1,937	2,200	2,295	2,443	2,631	
少数股东权益	8	35	38	41	44	
归属母公司股东权益	3,073	3,401	3,555	3,731	3,930	
负债和股东权益	5,017	5,636	5,888	6,214	6,606	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,501	3,853	4,296	4,757	5,270	
同比(%)	5.7%	10.1%	11.5%	10.7%	10.8%	
归属母公司净利润	723	760	865	983	1,117	
同比(%)	27.2%	5.1%	14.0%	13.6%	13.6%	
毛利率(%)	75.8%	80.0%	80.4%	80.6%	80.8%	
ROE%	23.5%	22.3%	24.3%	26.4%	28.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.34	1.53	1.73	1.97	
P/E	17.71	16.85	14.78	13.01	11.45	
P/B	13.75	12.59	11.30	9.81	8.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,501	3,853	4,296	4,757	5,270	
营业成本	847	770	841	922	1,010	
营业税金及附加	45	52	58	64	71	
销售费用	1,597	1,829	2,041	2,245	2,472	
管理费用	167	216	223	238	253	
研发费用	132	169	189	209	232	
财务费用	-19	-5	-6	-6	-6	
减值损失合计	-6	-6	-7	-7	-7	
投资净收益	40	50	40	40	40	
其他	44	19	20	20	20	
营业利润	810	887	1,003	1,139	1,293	
营业外收支	17	-8	-5	-5	-5	
利润总额	828	879	998	1,134	1,288	
所得税	105	117	130	147	167	
净利润	723	762	868	986	1,120	
少数股东损益	0	3	3	3	3	
归属母公司净利润	723	760	865	983	1,117	
EBITDA	827	934	1,104	1,240	1,395	
EPS(当年)(元)	1.29	1.34	1.53	1.73	1.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	876	554	987	1,104	1,268	
净利润	723	762	868	986	1,120	
折旧摊销	76	101	112	113	114	
财务费用	1	4	9	9	12	
投资损失	-40	-50	-40	-40	-40	
营运资金变动	107	-292	46	23	51	
其它	10	28	-9	12	12	
投资活动现金流	-666	-1,186	58	25	25	
资本支出	-115	-49	-14	-15	-15	
长期投资	26	-663	0	0	0	
其他	-576	-474	72	40	40	
筹资活动现金流	-472	-213	-715	-817	-929	
吸收投资	35	0	0	0	0	
借款	-108	358	0	0	0	
支付利息或股息	-262	-846	330	311	364	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。