

羚锐制药 (600285.SH)

增持 (维持评级)

业绩稳健分红提升，银谷整合赋能增长

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,501	3,853	4,273	4,699	5,134
增长率 yoy (%)	5.7	10.1	10.9	10.0	9.2
归母净利润 (百万元)	723	760	873	993	1,109
增长率 yoy (%)	27.2	5.1	14.9	13.7	11.7
ROE (%)	23.5	22.2	23.8	24.2	24.0
EPS 最新摊薄 (元)	1.27	1.34	1.54	1.75	1.96
P/E (倍)	17.3	16.4	14.3	12.6	11.3
P/B (倍)	4.1	3.7	3.4	3.1	2.7

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年公司实现营收 38.53 亿元 (yoy+10.07%)，归母净利润 7.60 亿元 (yoy+5.11%)，扣非归母净利润 7.12 亿元 (yoy+10.81%)；2026Q1 实现营收 11.26 亿元 (yoy+10.32%)，归母净利润 2.46 亿元 (yoy+13.61%)，扣非归母净利润 2.28 亿元 (yoy+11.59%)。

2025 年业绩稳中有升，银谷整合贡献增量。2025 年公司实现营收 38.53 亿元 (yoy+10.07%)，分产品看，贴剂实现收入 21.71 亿元 (yoy+2.62%)，其中核心品种通络祛痛膏延续较好增长态势，“两只老虎”袋装产品受年初提价及市场环境调整影响，销量短暂承压，芬太尼收入首次破亿；胶囊剂收入 7.18 亿元 (yoy-4.55%)，我们估计主要受参芪降糖胶囊集采降价影响；片剂收入 3.71 亿元 (yoy+4.36%)，增速有所放缓，预计受丹鹿通督片核心区域销售拖累；软膏剂收入 1.36 亿元 (yoy+6.44%)；其他业务收入 4.53 亿元 (yoy+206.70%)，主要系银谷制药新增并表所致。银谷制药自 2025 年 3 月并表，至年末贡献收入 2.66 亿元，净利润 2848 万元。

毛利率提升显著，销售费用率阶段性上行。2025 年公司毛利率/归母净利率分别为 80.03%/19.71%，分别同比+4.21/-0.93pct，毛利率大幅提升主要受益于中药材成本下行及银谷制药并表结构影响。费用端，2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.46%/5.60%/4.39%/-0.13%，分别同比上涨 1.84/0.83/0.63/0.41pct，销售费用率提升主要系银谷制药并表后市场与学术推广投入加大，以及“金尔力”OTC 渠道建设所致。

“内生+外延”双轮驱动，成长路径清晰。1) 内生基本盘稳固：老龄化趋势下，骨科用药市场确定性扩容。公司以通络祛痛膏和“两只老虎”系列为核心的骨科产品线需求刚性，品牌力与渠道力构筑深厚护城河。公司持续丰富产品矩阵，2025 年 9 月莫匹罗星软膏等新品上市；2) 外延协同效应释放：公司完成对银谷制药的收购后，补充了呼吸科鼻喷剂等剂型，其核心品种苯环喹溴铵鼻喷雾剂已获批新增感冒适应症，市场空间进一步打开。依托公司强大的 OTC 渠道和营销网络，呼吸线产品有望成为新的增长极。

高分红回馈股东，彰显发展信心。2025 年利润分配预案为每股派现 1.10 元 (含税)，分红总额 6.24 亿元，分红比例高达 82.14%，持续高分红体现公司稳健现金

股票信息

行业	医药
2026 年 05 月 12 日收盘价(元)	21.78
总市值 (百万元)	12,351.78
流通市值 (百万元)	12,324.55
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)	168.64

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002
邮箱: liupeng@cgws.com



分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004
邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《内生外延双轮驱动，Q3 增长动能持续》2025-11-03
- 《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

流及股东回报重视。

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 2026-2028 年实现营收 42.73/46.99/51.34 亿元，分别同比增长 11%/10%/9%；实现归母净利润 8.73/9.93/11.09 亿元，分别同比增长 15%/14%/12%；对应 PE 估值分别为 14.3/12.6/11.3X，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。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2458	2280	2836	3150	3525
现金	1228	383	1282	1410	1540
应收票据及应收账款	472	598	579	715	708
其他应收款	6	7	8	9	9
预付账款	12	12	15	14	18
存货	435	437	627	663	898
其他流动资产	304	844	326	339	352
非流动资产	2559	3356	3808	4405	5186
长期股权投资	73	73	53	33	13
固定资产	588	659	671	678	679
无形资产	209	343	338	346	361
其他非流动资产	1688	2281	2746	3348	4134
资产总计	5017	5636	6644	7555	8711
流动负债	1874	2116	2872	3354	3993
短期借款	33	392	447	854	644
应付票据及应付账款	85	97	97	109	110
其他流动负债	1756	1627	2327	2391	3239
非流动负债	62	84	84	84	83
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	84	84	84	83
负债合计	1937	2200	2956	3438	4076
少数股东权益	8	35	39	43	47
股本	567	567	567	567	567
资本公积	341	367	367	367	367
留存收益	2181	2438	2595	2773	2972
归属母公司股东权益	3073	3401	3649	4075	4588
负债和股东权益	5017	5636	6644	7555	8711

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	876	554	1896	835	1650
净利润	723	762	876	996	1113
折旧摊销	74	98	85	93	98
财务费用	-19	-5	-7	-18	-19
投资损失	-40	-50	-44	-47	-46
营运资金变动	102	-319	1053	-104	611
其他经营现金流	36	67	-66	-84	-108
投资活动现金流	-666	-1186	-433	-565	-734
资本支出	115	57	85	102	113
长期投资	26	9	20	20	20
其他投资现金流	-576	-1139	-368	-483	-641
筹资活动现金流	-472	-213	-619	-549	-577
短期借款	-108	358	55	407	-209
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	14	27	0	0	0
其他筹资现金流	-378	-598	-675	-956	-368
现金净增加额	-262	-846	844	-279	340

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3501	3853	4273	4699	5134
营业成本	847	770	867	965	1063
营业税金及附加	45	52	57	63	69
销售费用	1597	1829	2008	2185	2362
管理费用	167	216	231	244	257
研发费用	132	169	175	183	190
财务费用	-19	-5	-7	-18	-19
资产和信用减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
其他收益	44	20	20	20	20
公允价值变动收益	0	-7	0	0	0
投资净收益	40	50	44	47	46
资产处置收益	0	7	0	0	0
营业利润	810	887	1013	1152	1287
营业外收入	23	2	2	2	2
营业外支出	6	10	8	9	8
利润总额	828	879	1007	1145	1281
所得税	105	117	131	149	168
净利润	723	762	876	996	1113
少数股东损益	0	3	3	4	4
归属母公司净利润	723	760	873	993	1109
EBITDA	878	981	1095	1231	1373
EPS (元/股)	1.27	1.34	1.54	1.75	1.96

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	5.7	10.1	10.9	10.0	9.2
营业利润 (%)	23.5	9.5	14.1	13.8	11.7
归属母公司净利润 (%)	27.2	5.1	14.9	13.7	11.7
获利能力					
毛利率 (%)	75.8	80.0	79.7	79.5	79.3
净利率 (%)	20.6	19.8	20.5	21.2	21.7
ROE (%)	23.5	22.2	23.8	24.2	24.0
ROIC (%)	22.3	20.0	21.3	20.0	21.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.6	39.0	44.5	45.5	46.8
净负债比率 (%)	-37.7	1.2	-21.8	-12.8	-18.7
流动比率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	12.1	10.3	10.4	10.4	10.3
应付账款周转率	11.9	8.4	8.9	9.3	9.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.27	1.34	1.54	1.75	1.96
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.54	0.98	3.34	1.47	2.91
每股净资产 (最新摊薄)	5.42	6.00	6.44	7.19	8.09
估值比率					
P/E	17.3	16.4	14.3	12.6	11.3
P/B	4.1	3.7	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.9	12.6	10.6	9.6	8.4

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

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.cgws.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