

羚锐制药 (600285.SH)

长期确定性叠加品牌升级，估值低位彰显配置价值

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,332	2,694	3,106	3,530	3,946
增长率 yoy (%)	8.1	15.5	15.3	13.6	11.8
归母净利润(百万元)	325	362	458	540	644
增长率 yoy (%)	10.5	11.1	26.8	17.8	19.3
ROE (%)	14.0	15.9	18.6	19.7	20.7
EPS 最新摊薄(元)	0.57	0.64	0.81	0.95	1.14
P/E(倍)	27.0	24.3	19.2	16.3	13.7
P/B(倍)	3.8	3.9	3.6	3.2	2.8

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

事件: 1) 3月28日, 由中国中药协会主办的第三届中国中药品牌建设大会在北京召开, 羚锐制药荣登 2022 中成药企业 TOP100 榜单第 36 位。2) 羚锐两只老虎壮骨麝香止痛膏荣获止痛膏药类“2021-2022 年度中国药店店员推荐率最高品牌”奖; 两只老虎荣获“中国区县药品零售市场 OTC 非处方药畅销品牌”, 小羚羊医用退热贴荣获“中国区县药品零售市场医疗器械潜力品牌”; 羚锐通络祛痛膏、两只老虎牌壮骨麝香止痛膏、活血消痛酊、羚锐舒腹贴膏四款产品入选“药店经营必备 600 品牌榜单”。

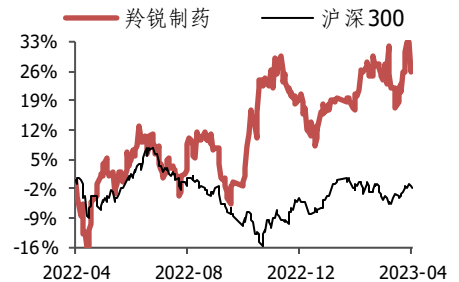
院内院外齐发力, 拳头产品持续放量。 通络祛痛膏为公司独家产品, 属于国家医保、基药目录。院内进行二次开发, 院外和活血消痛酊组合推广。2021 年实现营收 8.5 亿 (+13%)。据米内网数据, 通络祛痛膏在 2022 年上半年中国公立医疗机构中成药贴膏剂产品中排名第四, 销售额增长率为 8.97%。2月21日至22日, 适逢农历二月初二“龙抬头”, 公司开展 2023 年“龙抬头·颈轻松”暨通络祛痛膏全国大型公益体验活动。该活动在全国 1000 多家药店同时开展, 针对在生活中出现颈椎不适的中老年群体、上班族等进行免费按摩体验。随着疫情防控进一步优化, 公司积极开展营销活动, 产品有望保持高质量稳健增长。

加大两只老虎品牌建设, 培育小羚羊儿童系列品牌。 公司对两只老虎系列贴膏统一包装, 线上通过央视广告投放和关键词内容沉淀, 线下举办药店海报推头活动, 不断强化品牌形象。两只老虎荣获“中国区县药品零售市场 OTC 非处方药畅销品牌”, 下沉渠道通畅。受疫情影响, 小羚羊品牌力在退热贴的带动下得到快速提升, 小羚羊医用退热贴荣获“中国区县药品零售市场医疗器械潜力品牌”。

人口老龄化和患病年轻化背景下, 贴膏需求持续受益。 我国老龄化逐步加深, 应对人口老龄化已上升为国家战略。2021 年第七次全国人口普查结果显示, 我国 60 岁以上人口总量为 2.64 亿人, 占总人口的 18.70% (+5.44pct)。随着老龄化不断加剧, 以骨关节疾病为代表的慢性疼痛疾病患者增多。在我国老年患者中, 慢性疼痛的发病率约为 49.8%。发表在《中国骨科杂志》上的题为“中国 40 岁以上人群原发性骨关节炎患病状况调查”中的数据显示: 40~49 岁患病率 30.1%, 50~59 岁患病率 48.7%, 60~69 岁患病率 62.2%。

增持 (维持评级)	
股票信息	
行业	医药
2023 年 4 月 11 日收盘价(元)	15.69
总市值(百万元)	8,903.43
流通市值(百万元)	8,775.94
总股本(百万股)	567.46
流通股本(百万股)	559.33
近 3 月日均成交额(百万元)	123.02

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cqws.com

相关研究

- 《中报业绩稳健增长, 费用优化成效显著—羚锐制药动态点评》2022-08-15
- 《经营增速再上台阶, 费用率持续优化—羚锐制药动态点评》2022-04-29

70 岁以上患病率 62.1%，可见骨关节炎与年龄呈现显著的正相关关系。关节疾病的发病不仅与年龄密切相关，同时也受生活节奏和生活习惯等因素的影响，久坐等不良生活习惯使得骨关节疾病年轻化。《2021 骨关节健康洞察报告》显示，有较多程序员存在骨关节中高度不适症状。2021 年中国贴膏剂（化学药+中成药）市场规模超过 180 亿元，其中中成药贴膏剂市场规模接近 130 亿元，同比增长 11.23%，我们预计未来行业增速长期维持在 8%~10%。公司作为贴膏剂龙头，在行业集中度提升的趋势下，较大概率保持高于行业增速的增长势能。

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，公司营销整合发力，聚焦核心品种，看好产品结构提升和费用优化下利润弹性释放。公司业绩持续性和确定性较强，我们预计 22-24 年实现营收 31.06/35.3/39.46 亿元，分别同比增长 15%/14%/12%；实现归母净利润 4.58/5.4/6.44 亿元，分别同比增长 27%/18%/19%；对应 23 年 PE 估值 16X，目前估值处于低位，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；局部疫情反复；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。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1917	2131	2835	2655	3372
现金	732	801	950	1122	1199
应收票据及应收账款	641	401	975	552	1137
其他应收款	8	9	14	11	18
预付账款	27	25	36	34	43
存货	331	428	469	519	568
其他流动资产	177	466	392	417	409
非流动资产	1551	1662	1747	1809	1848
长期投资	99	117	186	234	273
固定资产	727	698	761	810	851
无形资产	283	286	266	247	227
其他非流动资产	443	560	535	518	498
资产总计	3468	3793	4583	4464	5221
流动负债	1068	1438	2053	1649	2031
短期借款	20	126	703	126	460
应付票据及应付账款	79	78	120	91	145
其他流动负债	969	1233	1230	1432	1427
非流动负债	78	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	69	69	69	69
负债合计	1146	1507	2122	1718	2100
少数股东权益	9	8	7	8	8
股本	568	568	568	568	568
资本公积	320	272	272	272	272
留存收益	1340	1481	1600	1728	1887
归属母公司股东权益	2313	2279	2454	2738	3113
负债和股东权益	3468	3793	4583	4464	5221

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	451	846	-100	1133	104
净利润	324	362	458	541	644
折旧摊销	73	75	74	84	94
财务费用	-15	-10	8	4	-6
投资损失	-41	-31	-60	-41	-31
营运资金变动	80	391	-590	550	-600
其他经营现金流	29	58	9	-5	2
投资活动现金流	12	-546	-35	-125	-97
资本支出	72	77	101	93	97
长期投资	-52	-30	-69	-49	-39
其他投资现金流	135	-439	134	16	39
筹资活动现金流	-306	-231	-293	-260	-264
短期借款	-115	106	577	-577	334
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	-20	-48	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-290	-870	317	-597
现金净增加额	156	69	-428	749	-257

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2332	2694	3106	3530	3946
营业成本	538	693	800	891	975
营业税金及附加	29	38	44	50	56
营业费用	1182	1301	1500	1680	1851
管理费用	166	189	217	244	268
研发费用	98	86	99	113	126
财务费用	-15	-10	8	4	-6
资产减值损失	-32	-9	-10	-11	-13
其他收益	16	18	17	17	17
公允价值变动收益	-0	0	-0	0	0
投资净收益	41	31	60	41	31
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	367	435	525	618	737
营业外收入	4	2	3	3	3
营业外支出	7	24	5	5	5
利润总额	364	413	523	616	735
所得税	40	51	64	76	90
净利润	324	362	458	541	644
少数股东损益	-1	1	-0	1	0
归属母公司净利润	325	362	458	540	644
EBITDA	417	472	598	697	814
EPS (元/股)	0.57	0.64	0.81	0.95	1.14

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	8.1	15.5	15.3	13.6	11.8
营业利润 (%)	7.5	18.5	20.6	17.8	19.2
归属母公司净利润 (%)	10.5	11.1	26.8	17.8	19.3
获利能力					
毛利率 (%)	76.9	74.3	74.3	74.8	75.3
净利率 (%)	13.9	13.5	14.8	15.3	16.3
ROE (%)	14.0	15.9	18.6	19.7	20.7
ROIC (%)	12.8	14.2	14.3	18.5	17.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.0	39.7	46.3	38.5	40.2
净负债比率 (%)	-28.5	-27.6	-8.3	-34.7	-22.3
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.6	1.7
速动比率	1.4	1.1	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	14.7	16.9	16.2	16.4	16.3
应付账款周转率	7.4	8.8	8.1	8.5	8.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.64	0.81	0.95	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	1.49	-0.18	2.00	0.18
每股净资产 (最新摊薄)	4.08	4.02	4.32	4.82	5.49
估值比率					
P/E	27.0	24.3	19.2	16.3	13.7
P/B	3.8	3.9	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.4	16.7	14.1	11.0	9.7

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

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		

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：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686