

## 羚锐制药(600285)

### 骨科中药贴膏剂龙头，盈利能力稳步提升

#### 投资要点：

##### ➤ 骨科中药贴膏剂龙头企业

公司拥有百余种产品，聚焦骨科、心脑血管等中医药治疗优势领域，核心产品为通络祛痛膏、两只老虎系列等骨科中药贴膏剂，2022 年公司贴膏剂国内市占率 15%，排名第二，呈现逐年提升趋势。公司业绩稳健增长，2018-2022 年收入 CAGR 10%，归母净利润 CAGR 18%。自 2018 年公司开启第二轮营销改革后，营销资源进行整合，净利率从 2018 年 12% 提升至 2023H1 19%，未来随着公司实施智能化等举措，盈利能力有望持续提升。

##### ➤ 多因素驱动骨科贴膏剂行业增长

2021 年国内骨科中成药贴膏剂市场约 144 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 7.1%。我国骨科患者基数大，其中骨关节炎患者人数约 1.8 亿人，颈椎病患者约 1.5 亿人，发病率随着年龄增长而提升，未来老龄化加剧，骨科患者人数或将持续扩容。随着患者人数以及骨科医疗机构和医疗人员增加，骨科诊疗人次有所增长，2016-2021 年 CAGR 达 6.4%。叠加政策支持下，中药渗透率呈现逐年提升趋势，未来中成药贴膏剂行业有望持续增长。

##### ➤ 骨科贴膏稳定增长，二线品种快速放量

公司骨科贴膏剂通络祛痛膏 2022 年销售额达 10 亿元量级，2017-2021 年销量 CAGR 13%，稳定增长；两只老虎销量超 10 亿贴，其中袋装具备提价空间，有望实现量价提升。在老龄化背景下，预计公司骨科贴膏剂保持稳定增长。其余二线产品，独家品种培元通脑胶囊随着临床证据完善，有望恢复增长；参芪降糖胶囊、皮肤科软膏剂、小羚羊儿科产品、芬太尼透皮贴剂预计销售收入达 20% 以上增长，有望成为公司第二成长曲线。

##### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 34.22/39.09/44.99 亿元，同比增速分别为 13.98%/14.25%/15.09%，归母净利润分别为 5.50/6.51/7.70 亿元，同比增速分别为 18.27%/18.34%/18.23%，EPS 分别为 0.97/1.15/1.36 元/股，3 年 CAGR 为 18.28%。绝对估值法测得公司每股价值为 20.52 元，可比公司 2023 年平均 PE 22 倍，鉴于公司为骨科中药贴膏剂龙头，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 19.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**毛利率下滑或波动的风险、产品质量问题风险、研发不及预期的风险、销售不及预期的风险

| 财务数据和估值     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 2694   | 3002   | 3422   | 3909   | 4499   |
| 增长率（%）      | 15.52% | 11.45% | 13.98% | 14.25% | 15.09% |
| EBITDA（百万元） | 480    | 570    | 771    | 886    | 1016   |
| 归母净利润（百万元）  | 362    | 465    | 550    | 651    | 770    |
| 增长率（%）      | 11.08% | 28.71% | 18.27% | 18.34% | 18.23% |
| EPS（元/股）    | 0.64   | 0.82   | 0.97   | 1.15   | 1.36   |
| 市盈率（P/E）    | 26.3   | 20.4   | 17.3   | 14.6   | 12.3   |
| 市净率（P/B）    | 4.2    | 3.7    | 3.5    | 3.3    | 3.1    |
| EV/EBITDA   | 16.8   | 10.9   | 10.7   | 9.1    | 7.7    |

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 09 月 12 日收盘价

|       |            |
|-------|------------|
| 行 业：  | 医药生物/中药 II |
| 投资评级： | 买入（首次）     |
| 当前价格： | 16.76 元    |
| 目标价格： | 19.41 元    |

#### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 567.14/563.19 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 9,439.02      |
| 每股净资产（元）      | 4.48          |
| 资产负债率（%）      | 41.32         |
| 一年内最高/最低（元）   | 17.88/10.80   |

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：郑薇  
 执业证书编号：S0590521070002  
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

老龄化驱动骨科患者人数扩容，骨科医疗机构和医疗人员数量供给增加，中药渗透率呈现提升趋势，骨科中药贴膏剂行业有望持续增长。公司为行业龙头，市占率逐年提升，产品具备提价空间，量价提升之下，公司骨科贴膏剂有望维持稳定增长。其他二线产品如参芪降糖胶囊、软膏剂、小羚羊儿科产品，芬太尼透皮贴剂预计收入达 20% 以上增长，有望成为公司第二成长曲线。自 2018 年公司开启第二轮营销改革以来，净利率持续改善，随着公司实施智能化等举措，盈利能力有望持续提升。

### 不同于市场的观点

我们认为，公司骨科贴膏剂虽然基数较大(2022 年通络祛痛膏销售额达 10 亿元量级，两只老虎销量超 10 亿贴)，但未来增长仍有多种驱动力。随着老龄化加剧、骨科医疗服务供给增加，中药渗透率提升，我们认为行业有望持续增长；公司为行业龙头，具备品牌美誉度，持续优化院内院外营销资源，市占率有望持续提升。公司两只老虎与竞品相比具备价格优势，未来有提价空间，在量价提升下，我们预计公司骨科贴膏剂有望维持稳定增长。

### 核心假设

**贴剂：**随着老龄化趋势加剧，通络祛痛膏有望维持稳定增长；两只老虎系列贴膏剂自提价之后销量处于修复期，2024 年有望恢复增长，产品仍有提价空间；儿科贴剂受益于小羚羊品牌力的提升以及今年上半年流感的高发，快速增长；芬太尼贴剂近年市占率逐步提升，有望保持快速增长趋势。预计 2023-2025 年收入分别为 21.71/24.65/28.31/亿元，同比增长分别为 13.40%/13.57%/14.83%，毛利率分别为 76%/76%/76%。

**胶囊剂：**核心产品培元通脑胶囊为公司独家产品，参芪降糖胶囊入选国家基药目录，随着产品循证医学证据逐步完善，胶囊剂产品有望维持稳定增长。随着公司实施战略采购以控制原材料成本，智能化、自动化、信息化的改造使得公司生产、管理、销售效率有所改进，预计毛利率稳中有升。预计 2023-2025 年收入分别为 6.71/7.32/8.03/亿元，同比增长分别为 8.75%/9.18%/9.63%，毛利率分别为 76%/77%/78%。

**片剂：**公司在骨科贴剂的品牌和渠道优势有望加持丹鹿通督片的销售，随着公司改善院端的销售模式，院端产品增长动力逐步释放，有望保持快速增长趋势。随着原材料成本管控，信息化等改造提升经营效率，叠加规模效应显现，预计毛利率有所提升。预计 2023-2025 年收入分别为 2.58/3.30/4.12/亿元，同比增长分别为 32%/28%/25%，毛利率分别为 60%/62%/64%。

**软膏剂：**2018 年公司收购子公司羚锐生物药业少数股权，将其软膏等产品纳入公司营销体系，软膏剂产品实现了较快增长。随着营销资源的整合，预计未来三年维持 20% 增长。随着原材料成本管控，信息化等改造提升经营效率，叠加规模效应显现，预计毛利率有所提升。预计 2023-2025 年收入分别为 1.79/2.15/2.58/亿元，同比增长分别为 20%/20%/20%，毛利率分别为 78%/80%/82%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 34.22/39.09/44.99 亿元，同比增速分别为 13.98%/14.25%/15.09%，归母净利润分别为 5.50/6.51/7.70 亿元，同比增速分别为 18.27%/18.34%/18.23%，EPS 分别为 0.97/1.15/1.36 元/股，3 年 CAGR 为 18.28%。绝对估值法测得公司每股价值为 20.52 元，可比公司 2023 年平均 PE 22 倍，鉴于公司为骨科中药贴膏剂龙头，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 19.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 正文目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 骨科中药贴膏剂龙头企业.....          | 5  |
| 1.1 股权相对集中，管理层从业经验丰富 .....   | 5  |
| 1.2 收入稳定增长，净利率逐步提升 .....     | 7  |
| 1.3 股权激励彰显公司发展信心 .....       | 9  |
| 2. 多因素驱动中药贴膏剂行业增长.....       | 10 |
| 2.1 老龄化驱动骨科患者人数扩容 .....      | 10 |
| 2.2 骨科医疗服务供给增加 .....         | 11 |
| 2.3 政策支持中药渗透率提升 .....        | 12 |
| 3. 产品矩阵丰富多元，营销改革提升盈利能力 ..... | 14 |
| 3.1 骨科贴膏有望维持稳定增长 .....       | 15 |
| 3.2 二线产品快速放量 .....           | 21 |
| 3.3 两次营销改革绩效显著 .....         | 28 |
| 4. 盈利预测、估值与投资建议.....         | 32 |
| 4.1 盈利预测 .....               | 32 |
| 4.2 估值与投资建议 .....            | 35 |
| 5. 风险提示 .....                | 36 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 公司发展历程.....                                    | 5  |
| 图表 2: 公司股权结构（截至 2023 年半年报） .....                     | 5  |
| 图表 3: 并表的子公司.....                                    | 6  |
| 图表 4: 公司管理层介绍.....                                   | 7  |
| 图表 5: 2018-2023H1 公司营收及增速.....                       | 8  |
| 图表 6: 2018-2023H1 公司归母净利润及增速.....                    | 8  |
| 图表 7: 2018-2022 年公司业务构成（分治疗领域） .....                 | 8  |
| 图表 8: 2018-2022 年公司业务构成（分剂型） .....                   | 8  |
| 图表 9: 2018-2023H1 公司毛利率及净利率.....                     | 9  |
| 图表 10: 2018-2023H1 公司费用率（百万元） .....                  | 9  |
| 图表 11: 公司股权激励计划概况 .....                              | 9  |
| 图表 12: 公司股权激励计划业绩考核目标 .....                          | 9  |
| 图表 13: 2016-2022 年骨骼肌肉系统疾病用药中药贴膏剂市场销售额（亿元） .....     | 10 |
| 图表 14: 肌肉骨骼疾病.....                                   | 10 |
| 图表 15: 骨科疾病患者人数.....                                 | 11 |
| 图表 16: 我国肌肉骨骼关节疼痛患者渗透率 .....                         | 11 |
| 图表 17: 2012-2022 年我国 65 岁及以上人口数量.....                | 11 |
| 图表 18: 2012-2021 年国内骨科医院数量.....                      | 12 |
| 图表 19: 2012-2021 年国内骨科医院医疗人员数量.....                  | 12 |
| 图表 20: 2012-2021 年国内骨科医院诊疗人次（万人次） .....              | 12 |
| 图表 21: 2016 年至今中医药重要政策汇总.....                        | 13 |
| 图表 22: 中医药服务特色优势领域.....                              | 13 |
| 图表 23: 2017-2021 年中医类诊疗量占总诊疗量比例（不含村卫生室） .....        | 14 |
| 图表 24: 公司核心产品.....                                   | 14 |
| 图表 25: 2018-2022 年公司骨科收入（亿元） .....                   | 16 |
| 图表 26: 2018-2022 年公司骨科毛利率.....                       | 16 |
| 图表 27: 2018-2022 年骨科中成药贴膏剂中国城市实体药店销售额 TOP20 产品 ..... | 16 |
| 图表 28: 通络祛痛膏主要竞品情况 .....                             | 17 |

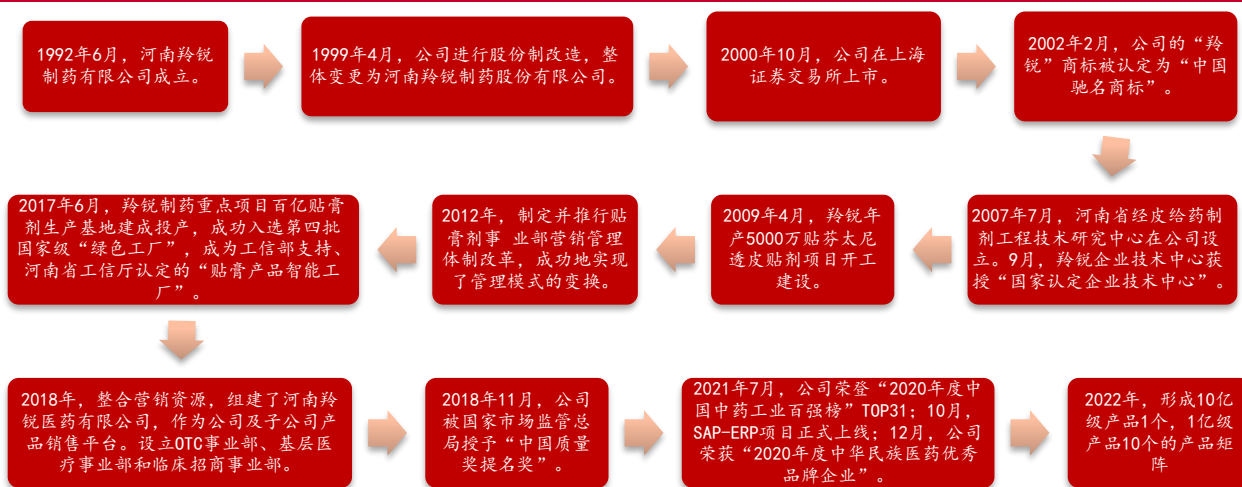
|        |   |    |
|--------|---|----|
| 图表 29: | 2017-2021 年通络祛痛膏销量.....                 | 18 |
| 图表 30: | 2017-2021 年通络祛痛膏各机构销量占比.....            | 18 |
| 图表 31: | 2018-2022 年中国城市实体药店活血消痛酊销售额（万元） .....   | 18 |
| 图表 32: | 两只老虎系列产品的竞品情况 .....                     | 19 |
| 图表 33: | 2018-2022 年中国城市实体药店两只老虎系列产品销售额（亿元） ..   | 20 |
| 图表 34: | 2018-2022 年公司片剂收入（亿元） .....             | 20 |
| 图表 35: | 2018-2022 年公司片剂毛利率.....                 | 20 |
| 图表 36: | 心脑血管疾病用中药市场规模（亿元） .....                 | 21 |
| 图表 37: | 2020 年心脑血管疾病用中药亚类市场销售占比.....            | 21 |
| 图表 38: | 培元通脑胶囊循证医学证据 .....                      | 22 |
| 图表 39: | 2018-2022 年公司心脑血管类产品收入.....             | 22 |
| 图表 40: | 2018-2022 年公司心脑血管类产品毛利率.....            | 22 |
| 图表 41: | 2016-2030E 中国糖尿病患者人数.....               | 23 |
| 图表 42: | 2016-2030E 中国糖尿病药物市场规模.....             | 23 |
| 图表 43: | 2022E 中国城市实体药店终端糖尿病用药中成药 TOP10 品牌 ..... | 23 |
| 图表 44: | 参芪降糖胶囊纳入的诊疗指南 .....                     | 23 |
| 图表 45: | 2018-2022 年内分泌类产品收入.....                | 24 |
| 图表 46: | 2018-2022 年内分泌类产品毛利率.....               | 24 |
| 图表 47: | 2018-2022 年抗菌抗感染类产品收入.....              | 25 |
| 图表 48: | 2018-2022 年抗菌抗感染类产品毛利率.....             | 25 |
| 图表 49: | 2015-2020 年小羚羊小儿退热贴销量（万贴） .....         | 25 |
| 图表 50: | 2021 年中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP10 品牌    | 26 |
| 图表 51: | 2017-2022 年中国城市实体药店舒腹贴膏销售额（万元） .....    | 26 |
| 图表 52: | 麻醉药分类.....                              | 27 |
| 图表 53: | 国内麻醉药市场规模（亿元） .....                     | 27 |
| 图表 54: | 2012-2023Q1 芬太尼分剂型占比.....               | 28 |
| 图表 55: | 2018-2022 年芬太尼透皮贴剂竞争格局.....             | 28 |
| 图表 56: | 公司芬太尼透皮贴剂样本医院销售额（百万元） .....             | 28 |
| 图表 57: | 公司各大产品事业部 .....                         | 29 |
| 图表 58: | 公司销售模式.....                             | 30 |
| 图表 59: | 2021-2022 年公司自营和经分销收入占比.....            | 30 |
| 图表 60: | 2021-2022 年公司自营和经分销毛利率.....             | 30 |
| 图表 61: | 公司智能化、信息化、自动化等举措 .....                  | 30 |
| 图表 62: | 2010-2023H1 公司业绩情况和盈利能力 .....           | 32 |
| 图表 63: | 公司营收测算汇总（亿元） .....                      | 34 |
| 图表 64: | FCFF 估值核心假设 .....                       | 35 |
| 图表 65: | FCFF 估值结果（百万元） .....                    | 35 |
| 图表 66: | FCFF 估值敏感性测试结果.....                     | 35 |
| 图表 67: | 可比公司估值.....                             | 36 |



## 1. 骨科中药贴膏剂龙头企业

羚锐制药为骨科中药贴膏剂龙头企业。公司拥有百余种产品，聚焦骨科疾病、心脑血管疾病等中医药治疗优势领域，核心产品为通络祛痛膏、两只老虎系列等骨科中药贴膏剂，培元通脑胶囊等针对慢性病的品种。1992 年公司成立；2000 年在上交所挂牌上市；2002 年公司的“羚锐”商标被认定为“中国驰名商标”；2012 年开启第一轮营销改革，收入加速增长，2018 年开启第二轮营销改革，盈利能力逐步提升；目前公司已形成销售额 10 亿级产品 1 个，1 亿级产品 10 个的产品矩阵。

图表1：公司发展历程

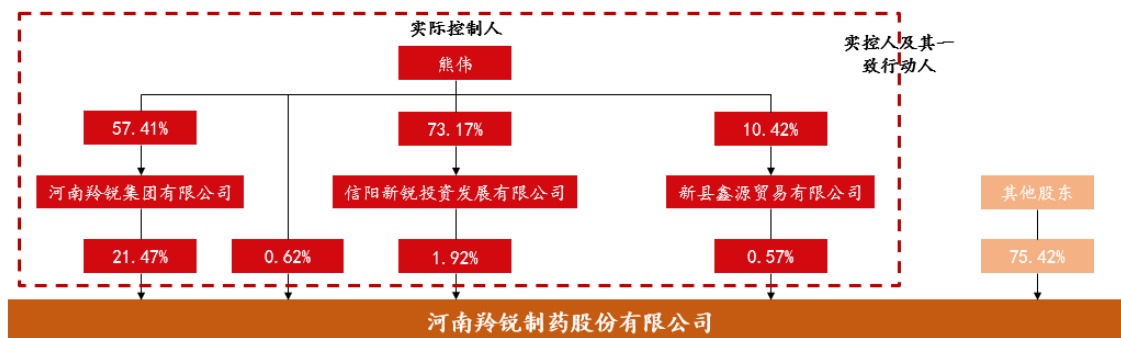


资料来源：公司官网，国联证券研究所

### 1.1 股权相对集中，管理层从业经验丰富

股权结构相对集中。截至 2023H1，实控人熊伟先生直接和间接控制公司股份 24.58%。其中，熊伟先生直接持有公司股份 0.62%；分别控制羚锐集团、新锐投资、鑫源贸易 57.41%、73.17%、10.42%股权，并通过上述主体间接控制公司股份合计 23.96%。

图表2：公司股权结构（截至 2023 年半年报）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司下设 13 个子/分公司，其中河南羚锐医药有限公司作为公司产品的统一销

售平台，划分 OTC、基层医疗和临床三大销售团队，实现对零售药店、等级医院等不同终端的覆盖；河南羚锐生物药业有限公司主要从事软膏剂的生产。

图表3：并表的子公司

| 子公司名称                | 主要经营地 | 注册地  | 业务性质       | 持股比例(%) |       | 取得方式       |
|----------------------|-------|------|------------|---------|-------|------------|
|                      |       |      |            | 直接      | 间接    |            |
| 河南羚锐投资发展有限公司         | 河南郑州  | 河南郑州 | 实业投资、房地产投资 | 100     |       | 投资设立       |
| 河南羚锐生物药业有限公司         | 河南新县  | 河南新县 | 医药制造       | 90.5    | 9.5   | 投资设立       |
| 河南羚锐制药股份有限公司美国药物研发中心 | 美国    | 美国   | 技术研发       | 100     |       | 投资设立       |
| 信阳羚锐生态农业有限公司         | 河南新县  | 河南新县 | 生态农业       |         | 100   | 投资设立       |
| 北京羚锐伟业科技有限公司         | 北京    | 北京   | 高新技术       | 90      | 5     | 非同一控制下企业合并 |
| 新县宾馆有限责任公司           | 河南新县  | 河南新县 | 服务业        | 65.28   | 34.72 | 非同一控制下企业合并 |
| 河南羚锐保健品股份有限公司        | 河南新县  | 河南新县 | 医药制造       | 84.77   |       | 非同一控制下企业合并 |
| 河南省中药研究所有限公司         | 河南郑州  | 河南郑州 | 技术研发       |         | 100   | 非同一控制下企业合并 |
| 新县香山湖发展有限公司          | 河南信阳  | 河南信阳 | 服务业        | 100     |       | 同一控制下企业合并  |
| 河南羚锐正山堂养生茶股份有限公司     | 河南信阳  | 河南信阳 | 制造业        | 98.68   |       | 同一控制下企业合并  |
| 信阳羚锐好味道股份有限公司        | 河南信阳  | 河南信阳 | 制造业        |         | 98.68 | 非同一控制下企业合并 |
| 河南羚锐医药有限公司           | 河南新县  | 河南新县 | 医药销售       | 100     |       | 投资设立       |
| 河南羚锐大药房连锁有限公司        | 河南新县  | 河南新县 | 医药销售       |         | 100   | 投资设立       |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**实控人年轻有为，管理层从业经验丰富。**现任董事长熊伟先生出生于 1984 年，英国谢菲尔德哈兰姆大学国际市场营销专业硕士毕业，曾任上海复星医药产业发展有限公司市场营销部总经理助理，随后进入羚锐制药历任市场部总监，贴膏剂销售部副总经理、羚锐制药副总经理等职务，2019 年 4 月接任羚锐集团董事长和法定代表人（原为其父亲熊维政先生），亲历前线工作直到管理层工作，对公司及行业有着深刻的认识。此外，公司大多数管理层在公司或子公司工作多年，均有着丰富从业经验，管理层对公司业务熟悉是公司能够长期稳定发展的基础。

图表4：公司管理层介绍

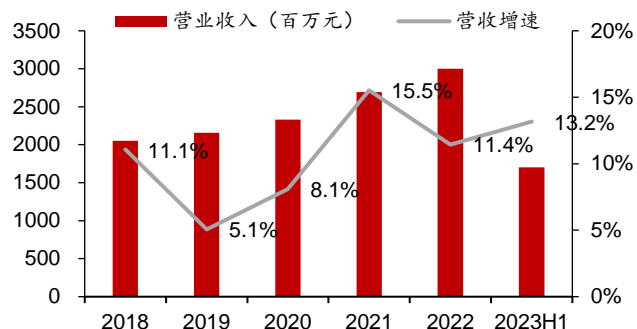
|   |   |
|---|---|
| <b>熊伟</b><br><b>董事长，总经理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>英国谢菲尔德商哈勒姆大学工商管理专业，硕士研究生学历</li> <li>曾任上海复星医药产业发展有限公司市场营销部总经理助理，河南羚锐制药股份有限公司市场部总监、贴膏剂销售部副总经理、副总经理等职</li> <li>现任河南羚锐集团有限公司董事长，河南羚锐制药股份有限公司董事长、总经理</li> </ul> | <b>叶强</b><br><b>副总经理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>本科学历，中级会计师</li> <li>曾任羚锐制药证券事务代表、董事长办公室主任、投资部总监、董事会秘书等职</li> <li>现任羚锐制药副总经理</li> </ul>                    |
| <b>吴希振</b><br><b>党委书记，董事，副总经理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>研究生学历，教授级高级政工师</li> <li>曾任河南羚锐制药股份有限公司党委副书记、工会主席、副总经理、董事会秘书等职</li> <li>现任河南羚锐制药股份有限公司党委书记、董事、副总经理</li> </ul>   | <b>李磊</b><br><b>副总经理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>研究生学历</li> <li>曾任羚锐制药生产部副经理、工程技术中心主任、贴膏剂事业部副总经理等职</li> <li>现任羚锐制药信阳分公司总经理，羚锐制药副总经理。</li> </ul>            |
| <b>武惠斌</b><br><b>副总经理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>研究生学历</li> <li>曾任北京羚锐伟业科技有限公司总经理、羚锐北京药物研究院副院长、羚锐制药总经理助理等职</li> <li>现任羚锐制药副总经理，河南羚锐医药有限公司总经理</li> </ul>   | <b>陈燕</b><br><b>董事，副总经理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>本科学历</li> <li>曾任河南羚锐制药股份有限公司证券事务代表、总经理助理等</li> <li>现任河南羚锐制药股份有限公司董事、副总经理</li> </ul>                    |
| <b>余鹏</b><br><b>财务总监</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>大专学历</li> <li>曾任羚锐制药主管会计、财务部经理、审计总监、副总经理等职</li> <li>现任羚锐制药财务总监。</li> </ul>  | <b>冯国鑫</b><br><b>董事、董事会秘书</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>研究生学历，高级经济师</li> <li>曾任河南绿达山茶油股份有限公司董事长等</li> <li>现任河南羚锐制药股份有限公司董事、董事会秘书，河南羚锐投资发展有限公司总经理。</li> </ul> |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.2 收入稳定增长，净利率逐步提升

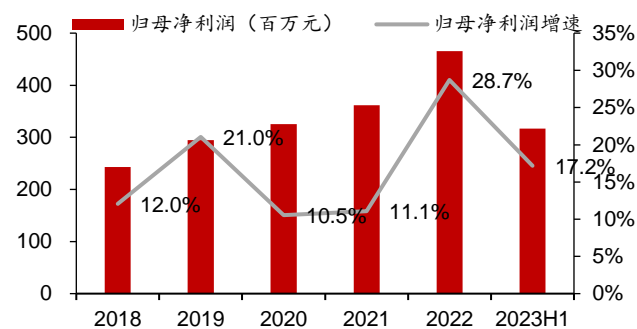
**公司业绩稳定增长。**2022 年公司营收 30.02 亿元，同比增长 11.4%，2018-2022 年 CAGR 达 10%。2022 年公司归母净利润 4.65 亿元，同比增长 28.7%，增速较收入增速快，主要由于非经常损益高于 2021 年，2018-2022 年 CAGR 达 18%。整体来看，除 2019-2020 年外，公司过去五年收入增速稳定在 10%-15% 区间，2019 年收入增速减缓预计是由于公司当年刚开始启动营销改革，整合营销团队资源所致，同时费用率下降使得公司利润增速高于收入增速。

图表5：2018–2023H1 公司营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

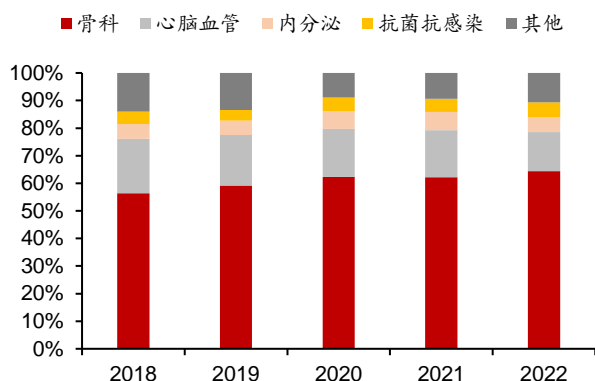
图表6：2018–2023H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

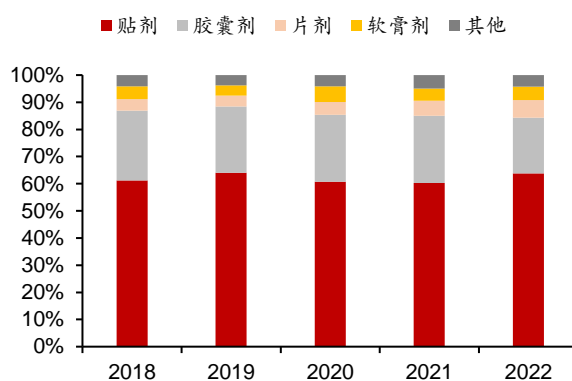
公司主要收入来源于骨科产品。分治疗领域来看，公司骨科产品占比最高，2022 年达 64%，并且逐年提升；其次是心脑血管和内分泌科等慢性病治疗领域。分剂型来看，主要的收入来源于贴剂和胶囊剂，片剂占比逐年提升。

图表7：2018–2022 年公司业务构成（分治疗领域）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表8：2018–2022 年公司业务构成（分剂型）

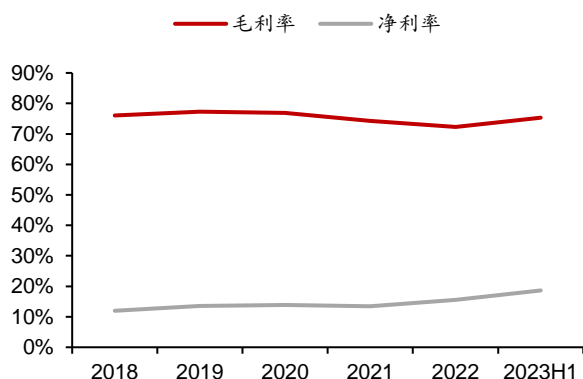


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司毛利率稳定在 75% 上下。公司于 2018 年整合营销资源，将各大事业部的销售团队整合到子公司河南羚锐医药有限公司，作为公司产品的统一销售平台。叠加公司致力于智能化、信息化、自动化等改造，提高了公司的生产、管理、销售效率，公司费用率有所下降，净利率逐年提升。

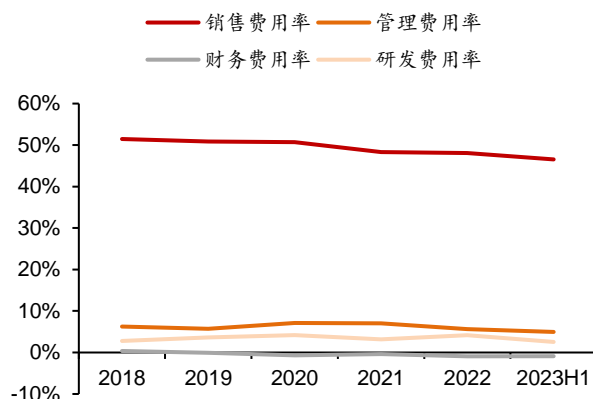


图表9：2018–2023H1 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表10：2018–2023H1 公司费用率（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 股权激励彰显公司发展信心

公司于 2021 年推出了股权激励计划，拟向 185 名激励对象授予限制性股票共 1381 万股，约占公司总股本的 2.43%。激励对象包括公司董事及高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务骨干），通过股权激励提高骨干员工的积极性，从而推动公司进一步发展。

图表11：公司股权激励计划概况

| 激励对象        | 人数  | 授予价格（元/股） | 股份数量（万股） | 总金额（万元） | 占总股本比例 |
|-------------|-----|-----------|----------|---------|--------|
| 公司董事、高级管理人员 | 9   | 4.78      | 330      | 1577.4  | 0.57%  |
| 中层管理人员      | 176 | 4.78      | 1015.44  | 119.5   | 1.85%  |
| 核心技术（业务）骨干  |     |           |          |         |        |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

预计 2023 年业绩目标完成情况良好。2021 年公司完成净利润考核目标的 93.1%，2022 年完成 99.6%，2023 年上半年已完成全年目标的 59%。

图表12：公司股权激励计划业绩考核目标

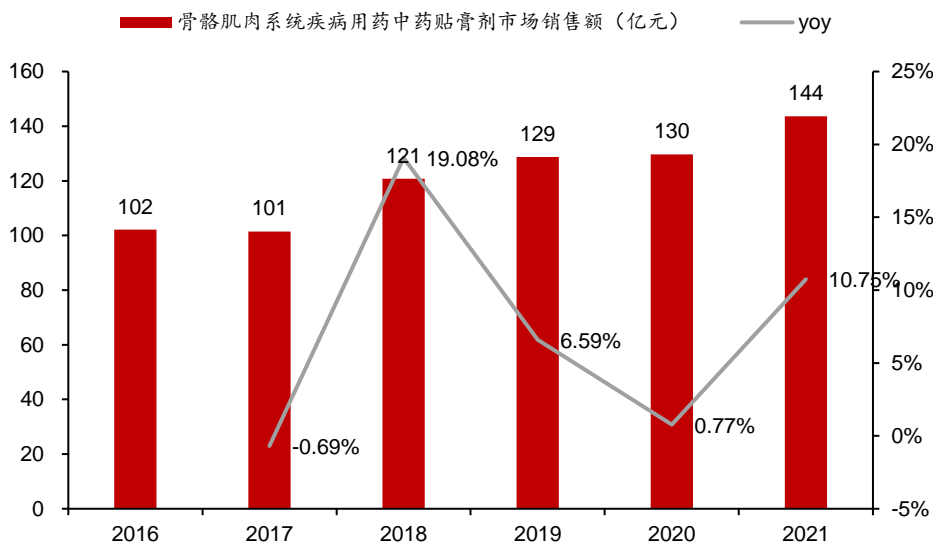
| 归属期    | 考核年度 | 净利润目标<br>(亿元) | yoy | 实际净利润<br>(亿元)  | yoy | 业绩考核指标 (A)                           |
|--------|------|---------------|-----|----------------|-----|--------------------------------------|
| 第一个归属期 | 2021 | 3.89          | 20% | 3.62           | 12% | 以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%   |
| 第二个归属期 | 2022 | 4.67          | 20% | 4.65           | 28% | 以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 44%   |
| 第三个归属期 | 2023 | 5.37          | 15% | 上半年 3.17<br>亿元 | 17% | 以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 65.6% |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 2. 多因素驱动中药贴膏剂行业增长

2021 年中国骨骼肌肉系统疾病中药市场规模为 336 亿元，参考 2021 年中国城市实体药店骨科中成药剂型中，贴膏剂占比为 38.22%，测算得出 2021 年中国骨骼肌肉系统疾病中药贴膏剂市场规模约为 144 亿元，同比增长 10.75%，2016-2021 年 CAGR 为 7.06%。

图表13：2016-2022 年骨骼肌肉系统疾病用药中药贴膏剂市场销售额（亿元）



资料来源：米内网、盘龙药业定增说明书，国联证券研究所

### 2.1 老龄化驱动骨科患者人数扩容

根据 WHO，肌肉骨骼疾病包括 150 多种影响个人运动系统的疾患，其涵盖范围从突然出现的短暂问题（如骨折、扭伤和拉伤），到功能持续受限和残疾等终身疾患。肌肉骨骼疾病的典型特征是疼痛（通常是持续疼痛）以及行动能力、灵巧性和总体功能受限，工作能力降低。

图表14：肌肉骨骼疾病

肌肉骨骼疾病包括以下疾病：

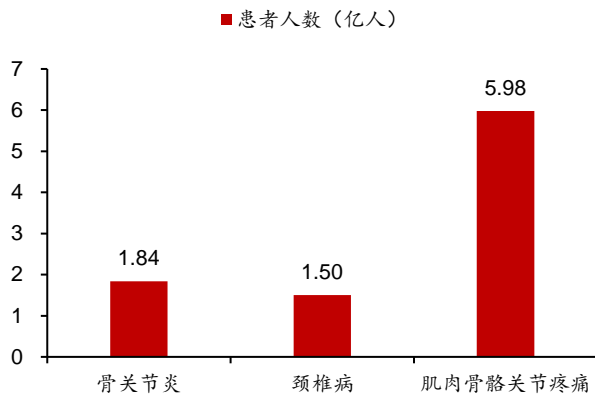
- 1 关节问题，如骨关节炎、类风湿性关节炎、银屑病性关节炎、痛风、强直性脊柱炎；
- 2 骨骼问题，如骨质疏松症、骨质减少症、脆性骨折、创伤性骨折；
- 3 肌肉问题，如肌肉减少症；
- 4 脊椎问题，如背部和颈部疼痛；
- 5 身体多个部位或系统的问题，如肌肉骨骼局部和广泛的疼痛和炎性疾病（结缔组织疾病和血管炎等，例如全身红斑狼疮）。

资料来源：WHO，国联证券研究所

我国骨科疾病患者基数大，发病率随着年龄的增长而提升。根据 2022 年绍兴市越城区人民政府官网报道，我国骨关节炎患病率约 13%，患者人数约 1.84 亿人， 65

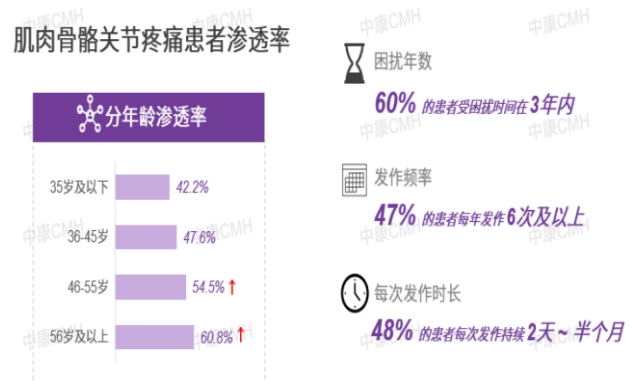
岁以上人群患病率达 50%；根据 2019 年人民网报道，颈椎病患者达 1.5 亿人；根据 2022 年中康科技公布，肌肉骨骼关节疼痛患者更是高达 5.98 亿人，其中 56 岁及以上人群患病率高达 60.8%，肌肉骨骼关节疼痛发作频率较高、持续时间长，近五成患者每年发作 6 次及以上，且每次发作持续近半个月，极大程度影响生活和工作。

图表15：骨科疾病患者人数



资料来源：绍兴市越城区人民政府官网，人民网，中康科技，国家统计局，国联证券研究所

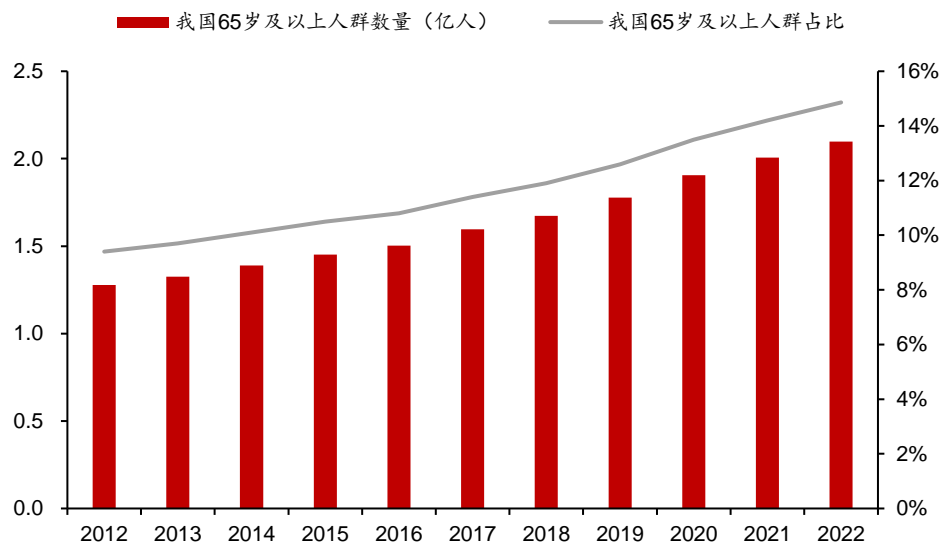
图表16：我国肌肉骨骼关节疼痛患者渗透率



资料来源：中康科技，国联证券研究所

国家统计局数据显示，我国 65 岁及以上人口数量逐年提升，2022 年达 2.1 亿人次，占比从 2012 年 10% 提升到 2022 年 15%，我国老龄化加速，骨科患者人数将持续扩容。

图表17：2012-2022 年我国 65 岁及以上人口数量



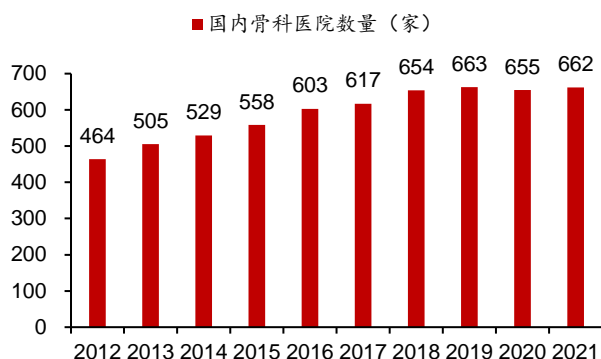
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

## 2.2 骨科医疗服务供给增加

2021 年中国骨科医院的数量为 662 家，相比 2012 年增加了 198 家；2021 年中国骨病医院的卫生人员数 7.29 万人，同比增长了 3.58%，相比 2012 年增加了 3.71

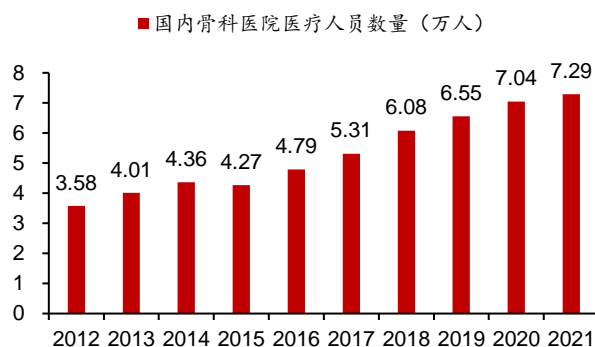
万人。在供给端，骨科医疗机构和卫生人员有所增长。

图表18：2012-2021 年国内骨科医院数量



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

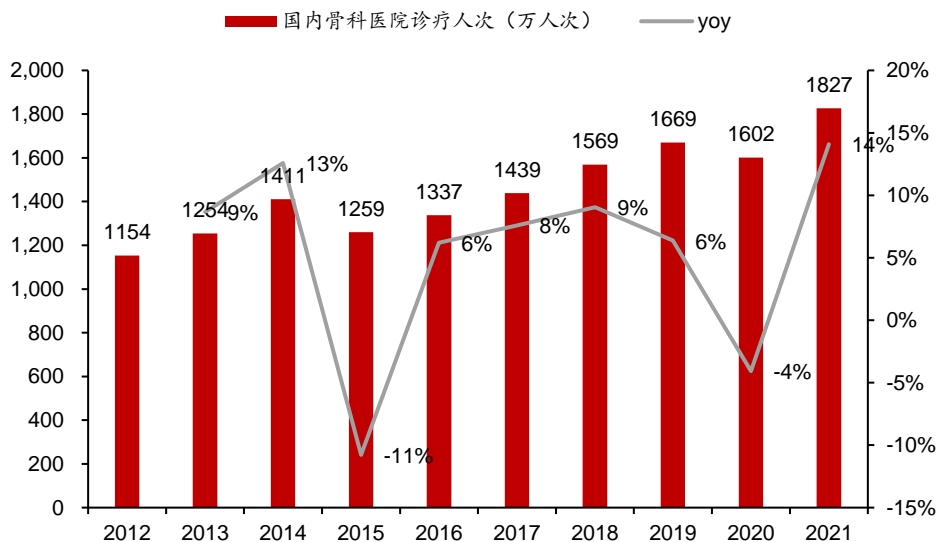
图表19：2012-2021 年国内骨科医院医疗人员数量



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

随着老龄化加速以及骨科医疗服务供给增加，骨科医院诊疗人数有所增长。2021 年中国骨科医院治疗人次数为 0.18 亿人次，同比增长 14.08%，比 2012 年的增加了 674 万人次。

图表20：2012-2021 年国内骨科医院诊疗人次 (万人次)



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

## 2.3 政策支持中药渗透率提升

顶层战略持续利好，并指引中医药发展方向。2016 年至今，中医药政策不断出台，坚持继承和创新并重，推进中医药现代化，助力产业升级，在审评审批端、医保支付端上给予更多的利好，并明确中医药的发展定位：在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用。

图表21：2016 年至今中医药重要政策汇总

| 时间         | 机构        | 政策                       | 主要内容   |
|------------|-----------|--------------------------|--|
| 2016/2/26  | 国务院       | 《中医药发展战略规划纲要(2016-2030)》 | 到 2030 年，中医药治理体系与现代化水平显著提升，在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用  |
| 2016/12/27 | 国务院       | 《十三五“卫生与健康规划”            | 推动中医药传承创新发展，加强中医药传承创新，推进中西医协调发展  |
| 2018/5/29  | 国家药品监督管理局 | 《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》 | 符合条件的经典名方制剂申请上市，免报药效学研究及临床试验资料   |
| 2019/10/26 | 国务院       | 《关于促进中医药传承创新发展的意见》       | 加快中医药循证医学中心建设，筛选 50 个中医治疗优势病种和 100 项适宜技术、100 个疗效独特的中药品种  |
| 2020/12/21 | 国家药品监督管理局 | 《关于促进中药传承创新发展的实施意见》      | 促进中药守正创新，强化中药质量安全监管，推进中药监管体系和监管能力现代化   |
| 2021/3/13  | 国务院       | 《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 推动中医药传承创新，坚持中西医并重与互补，发展中医药事业   |
| 2021/9/23  | 国务院       | 《十四五全民医疗保障规划》            | 将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围  |
| 2021/12/30 | 国家医疗保障局   | 《医保支持中医药传承创新发展》          | 符合条件中医医药机构纳入医保定点、适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围  |
| 2022/3/29  | 国务院       | 《“十四五”中医药发展规划》           | 到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效  |
| 2022/3/30  | 国家中医药管理局  | 《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》 | 到 2025 年，基层中医药实现五个“全覆盖”  |
| 2022/10/29 | 国家中医药管理局  | 《“十四五”中医药人才发展规划》         | 建立满足中医药传承创新发展的中医药人才队伍等   |
| 2023/2/10  | 国家药监局     | 《中药注册专门管理规定》             | 明确中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方新药与同名同方药的注册要求，并规定中成药说明书内容等。  |
| 2023/2/28  | 国务院       | 《中医药振兴发展重大工程实施方案》        | 到 2025 年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药防病治病水平明显提升，中西医结合服务能力显著增强，中医药科技创新能力显著提高，高素质中医药人才队伍逐步壮大，中药质量不断提升，中医药文化大力弘扬，中医药国际影响力进一步提升，符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。 |

资料来源：工业和信息化部，国务院，全国人大常委会，国家药品监督管理局，国家医疗保障局，国家中医药管理局，国联证券研究所

《“十四五”中医药发展规划》中提出持续提升中医药健康服务能力，并明确中医药在预防、治疗与康复中的特色优势领域，其多对应现代高发疾病，其中包括骨科、心脑血管、糖尿病等领域。

图表22：中医药服务特色优势领域

|      |  |
|------|--|
| 疾病预防 | 青少年近视、脊柱侧弯、肥胖等；中西医结合防治癌症；中西医结合防治糖尿病、高血压等     |
| 疾病治疗 | 骨伤、肛肠、儿科、皮肤科、妇科、针灸、推拿及脾胃病、心脑血管病、肾病、肿瘤、周围血管病等 |
| 特色康复 | 心脑血管病、糖尿病、尘肺病等慢性病和伤残等                        |

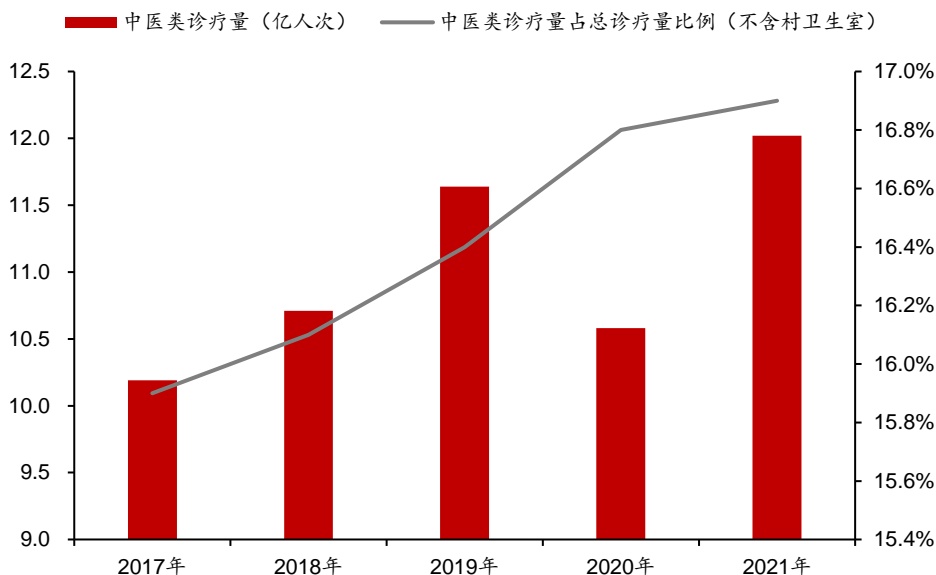
资料来源：《“十四五”中医药发展规划》，国联证券研究所

临床终端中医诊疗人次逐年增加，从 2017 年 10.19 亿人次增加到 2021 年 12.02



亿人次，国内中医类诊疗率从 2017 年 15.9% 提升到 16.9%，中医药渗透率逐年稳步提升。

图表23：2017-2021 年中医类诊疗量占总诊疗量比例（不含村卫生室）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

### 3. 产品矩阵丰富多元，营销改革提升盈利能力

**产品矩阵丰富。**公司拥有百余种产品，分为贴剂、胶囊剂、片剂、软膏剂等多种剂型，涵盖骨科、心脑血管科、内分泌科、皮肤科、儿科、麻醉科等领域。其中骨科主要产品为通络祛痛膏、两只老虎、活血消痛酊、丹鹿通督片；心脑血管科主要为培元通脑胶囊；内分泌科主要为参芪降糖胶囊；皮肤科主要为糠酸莫米松乳膏；儿科主要为医用退热贴和舒腹贴膏；麻醉科主要为芬太尼透皮贴剂。

图表24：公司核心产品

| 治疗领域 | 剂型  | 产品名称   | 产品功能或用途                               | 独家品种 | 处方药/OTC | 基药目录 | 国家医保 | 省级医保 | 获批年份 |
|------|-----|--------|---------------------------------------|------|---------|------|------|------|------|
| 骨科   | 贴膏剂 | 通络祛痛膏  | 用于腰部、膝部骨性关节炎、颈椎病（神经根型）等。              | ✓    | 双跨      | ✓    | ✓    | ✓    | 2000 |
|      |     | 活血消痛酊  | 用于寒湿瘀阻引起的腰膝疼痛，沉困，活动不利的辅助治疗。           | ✓    | OTC     |      |      |      | 1995 |
|      |     | 两只老虎   | 壮骨麝香止痛膏                               |      | OTC     |      | ✓    | ✓    | 1996 |
|      |     |        | 伤湿止痛膏                                 |      | OTC     |      |      | ✓    | 2002 |
|      |     |        | 关节止痛膏                                 |      | OTC     |      | ✓    | ✓    | 1996 |
|      |     |        | 麝香壮骨膏                                 |      | OTC     |      |      | ✓    | 2006 |
|      |     | 咪咪美辛贴片 | 用于缓解局部疼痛，也可用于类风湿性关节炎、风湿性关节炎、肩周炎的对症治疗。 |      | OTC     |      |      |      | 1996 |
|      | 片剂  | 丹鹿通督片  | 用于腰椎管狭窄症。                             | ✓    | 处方药     |      | ✓    | ✓    | 2005 |

|      |     |             |  |   |      |   |   |   |      |
|------|-----|-------------|--|---|------|---|---|---|------|
| 心脑血管 | 胶囊剂 | 培元通脑胶囊      | 用于缺血性中风中经络恢复期。                         | ✓ | 处方药  |   | ✓ | ✓ | 2000 |
| 内分泌科 |     | 参芪降糖胶囊      | 用于II型糖尿病。                              |   | 处方药  | ✓ | ✓ | ✓ | 1997 |
| 皮肤科  | 软膏剂 | 糠酸莫米松乳膏     | 用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。                |   | OTC  | ✓ | ✓ | ✓ | 2011 |
|      |     | 三黄珍珠膏       | 用于中、小面积II度烧伤、烫伤、残留疮面等。                 | ✓ | 处方药  |   |   |   | 2005 |
| 儿科   | 贴膏剂 | 医用退热贴       | 用于物理退热、冷敷理疗                            |   | 医疗器械 |   |   |   | /    |
|      |     | 舒腹贴膏        | 用于胃脘痛、腹痛腹胀、恶心、呕吐、食欲不振、肠鸣腹泻、小儿泄泻        |   | OTC  |   |   |   | 2005 |
|      | 其他  | 小儿氨酚黄那敏颗粒   | 缓解儿童感冒及流行性的感冒                          |   | OTC  |   |   | ✓ | 1996 |
|      |     | 小儿咳喘灵颗粒     | 用于上呼吸道感染引起的咳嗽                          |   | OTC  |   | ✓ | ✓ | 1996 |
| 麻醉科  | 贴膏剂 | 锐枢安®芬太尼透皮贴剂 | 用于治疗中度到重度慢性疼痛以及那些只能依靠阿片样镇痛药治疗的难以消除的疼痛。 |   | 处方药  |   | ✓ | ✓ | 2012 |
| 呼吸科  | 其他  | 青石颗粒        | 用于表寒里饮化热所致的咳嗽。或用于上呼吸道感染，慢性支气管炎         |   | OTC  |   |   |   | 1996 |
|      | 胶囊剂 | 咳宁胶囊        | 用于风热、痰热咳嗽，咯痰，痰色黄白或粘稠不畅                 |   | OTC  |   |   |   | 1999 |
|      | 片剂  | 小柴胡片        | 用于外感病，邪犯少阳证                            |   | OTC  |   | ✓ |   | 1996 |

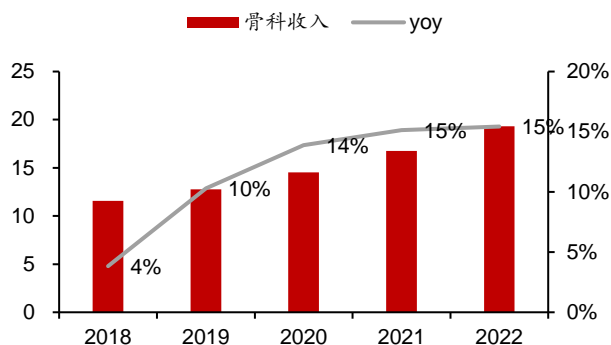
资料来源：公司公告，米内网，国联证券研究所

### 3.1 骨科贴膏有望维持稳定增长

公司骨科类代表产品主要包括通络祛痛膏，活血消痛酊，两只老虎的壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏，丹鹿通督片等。2022 年公司骨科收入达 19.32 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 14%，并且增速逐年加快。2018-2022 年公司毛利率在 75% 左右，2021 年和 2022 年有所下滑预计主要受疫情以及原材料价格上涨的影响。

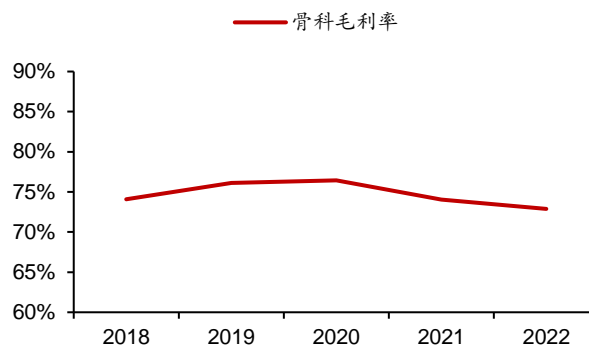
骨科是公司的基石且优势领域，随着通络祛痛膏的稳定增长，两只老虎或有提价可能性以提振销售收入，丹鹿通督片在院端渠道改善下快速增长，我们预计公司骨科类产品未来维持 15% 左右增长。

图表25：2018-2022 年公司骨科收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表26：2018-2022 年公司骨科毛利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### ➤ “通络+活血”组合推广提振销售，两只老虎有提价空间

公司骨科中成药贴膏剂市占率逐年提升，2022 年排名第二。根据米内网中国城市实体药店销售额数据，2022 年骨科中成药贴膏剂前十市场份额占比 55.4%，竞争格局相对集中。其中，公司通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、麝香壮骨膏、伤湿止痛膏分别排名第 3、5、6、14，占市场份额分别为 7.3%、3.6%、2.8%、1.6%，四款产品合计市场份额从 2018 年 11.3% 逐年提升至 2022 年 15.3%，仅次于奇正藏药。

图表27：2018-2022 年骨科中成药贴膏剂中国城市实体药店销售额 TOP20 产品

| 排名 | 产品名称    | 企业简称     | 销售额（百万元） |        |        |        |        | 市场份额   |        |        |        |        |
|----|---------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|    |         |          | 2018 年   | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
| 1  | 消痛贴膏    | 西藏奇正藏药   | 582      | 638    | 631    | 664    | 733    | 14.9%  | 16.1%  | 16.0%  | 15.9%  | 17.6%  |
| 2  | 云南白药膏   | 云南白药无锡药业 | 549      | 475    | 408    | 438    | 453    | 14.0%  | 12.0%  | 10.3%  | 10.5%  | 10.9%  |
| 3  | 通络祛痛膏   | 河南羚锐制药   | 156      | 194    | 227    | 238    | 305    | 4.0%   | 4.9%   | 5.7%   | 5.7%   | 7.3%   |
| 4  | 活血止痛膏   | 安科余良卿药业  | 240      | 259    | 197    | 219    | 168    | 6.1%   | 6.5%   | 5.0%   | 5.3%   | 4.0%   |
| 5  | 壮骨麝香止痛膏 | 河南羚锐制药   | 152      | 147    | 149    | 137    | 150    | 3.9%   | 3.7%   | 3.8%   | 3.3%   | 3.6%   |
| 6  | 麝香壮骨膏   | 河南羚锐制药   | 58       | 54     | 72     | 101    | 117    | 1.5%   | 1.4%   | 1.8%   | 2.4%   | 2.8%   |
| 7  | 红药贴膏    | 沈阳红药集团   | 39       | 50     | 61     | 89     | 105    | 1.0%   | 1.3%   | 1.6%   | 2.1%   | 2.5%   |
| 8  | 麝香追风膏   | 湛江吉民药业   | 54       | 45     | 51     | 71     | 104    | 1.4%   | 1.1%   | 1.3%   | 1.7%   | 2.5%   |
| 9  | 骨通贴膏    | 桂林华润天和药业 | 137      | 141    | 145    | 127    | 89     | 3.5%   | 3.6%   | 3.7%   | 3.1%   | 2.1%   |
| 10 | 神农镇痛膏   | 黄石燕舞药业   | 90       | 105    | 115    | 150    | 88     | 2.3%   | 2.6%   | 2.9%   | 3.6%   | 2.1%   |
| 11 | 铁棒锤止痛膏  | 甘肃奇正藏药   | 29       | 33     | 49     | 73     | 81     | 0.7%   | 0.8%   | 1.2%   | 1.8%   | 1.9%   |
| 12 | 消炎镇痛膏   | 白云山何济公制药 | 66       | 72     | 81     | 76     | 77     | 1.7%   | 1.8%   | 2.0%   | 1.8%   | 1.9%   |

|    |         |            |     |     |     |    |    |      |      |      |      |      |
|----|---------|------------|-----|-----|-----|----|----|------|------|------|------|------|
| 13 | 麝香壮骨膏   | 桂林华润天和药业   | 119 | 137 | 124 | 97 | 74 | 3.0% | 3.5% | 3.1% | 2.3% | 1.8% |
| 14 | 伤湿止痛膏   | 河南羚锐制药     | 74  | 69  | 67  | 71 | 66 | 1.9% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.6% |
| 15 | 麝香追风膏   | 江苏百益制药     | 25  | 20  | 44  | 57 | 65 | 0.7% | 0.5% | 1.1% | 1.4% | 1.6% |
| 16 | 天和追风膏   | 桂林华润天和药业   | 55  | 57  | 57  | 58 | 60 | 1.4% | 1.4% | 1.5% | 1.4% | 1.4% |
| 17 | 复方南星止痛膏 | 江苏康缘阳光药业   | 78  | 91  | 66  | 56 | 59 | 2.0% | 2.3% | 1.7% | 1.4% | 1.4% |
| 18 | 麝香壮骨膏   | 修正药业集团     | 54  | 53  | 60  | 53 | 53 | 1.4% | 1.4% | 1.5% | 1.3% | 1.3% |
| 19 | 万通筋骨康贴  | 通化万通药业     | 9   | 26  | 30  | 46 | 52 | 0.2% | 0.7% | 0.8% | 1.1% | 1.3% |
| 20 | 腰肾膏     | 国药德众(佛山)药业 | 46  | 72  | 67  | 76 | 52 | 1.2% | 1.8% | 1.7% | 1.8% | 1.2% |

资料来源：米内网，国联证券研究所

公司的通络祛痛膏为独家产品，主要功效为活血通络，散寒除湿、消肿止痛，主要竞品为市场份额分别排名第一、二的消痛贴膏、云南白药膏，三者均纳入国家医保目录和国家基药目录。相比之下，消痛贴膏和通络祛痛膏的循证医学证据更为充分，且通络祛痛膏具备价格优势。

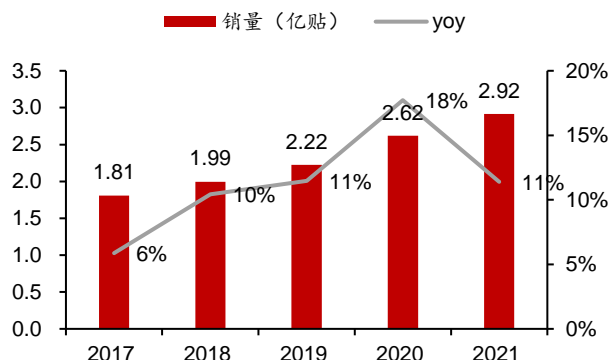
图表28：通络祛痛膏主要竞品情况

| 产品名称  | 企业简称         | 国家医保  | 基药目录 | 处方药/OTC | 中药保护品种                        | 临床诊疗指南与专家共识数量 | 价格(规格)                               |
|-------|--------------|-------|------|---------|-------------------------------|---------------|--------------------------------------|
| 消痛贴膏  | 西藏奇正藏药       | 是(乙类) | 是    | 双跨      | 于2011年保护过<br>期                | 7             | 8.5-16元/贴<br>(药芯袋每贴装1g, 润湿剂每袋装2.0毫升) |
| 云南白药膏 | 云南白药<br>无锡药业 | 是(甲类) | 是    | OTC     | 于2009年保护过<br>期                | 0             | 4.76-5元/贴<br>(6.5cm×10cm)            |
| 通络祛痛膏 | 河南羚锐制药       | 是(乙类) | 是    | 双跨      | 于2023年1月保<br>护过期, 申请续<br>保已受理 | 2             | 3.96-5.4元/贴<br>(7cm×10cm)            |

资料来源：药智网，国联证券研究所

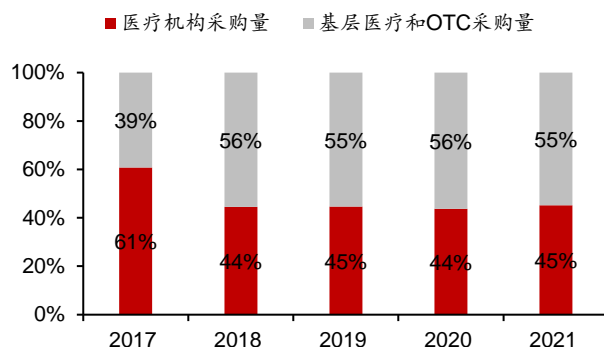
2017-2021年公司通络祛痛膏销量CAGR为12.72%，呈现稳定增长的态势。其中医疗机构采购量占比稳定在45%。根据公司公告，预计2022年通络祛痛膏销售额已达10亿量级。

图表29：2017-2021 年通络祛痛膏销量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

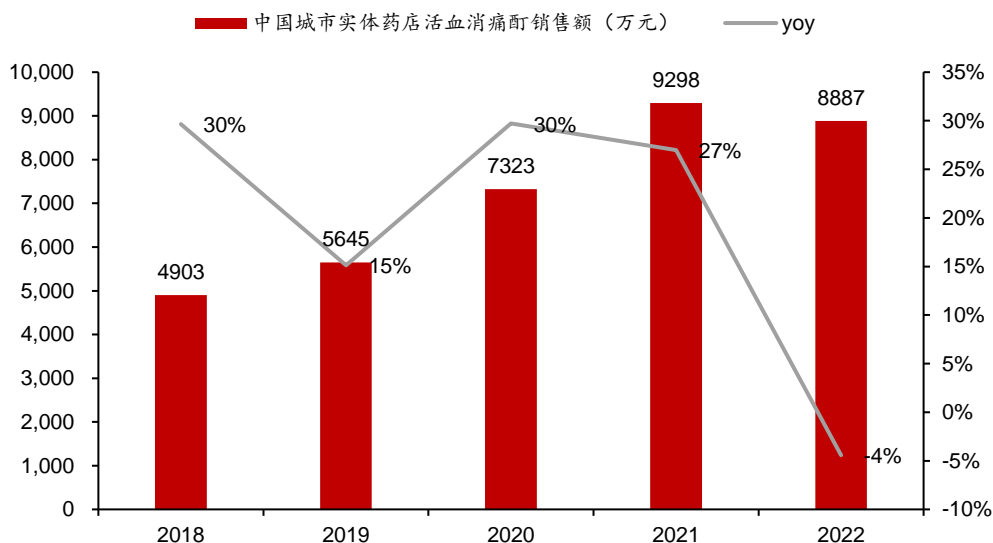
图表30：2017-2021 年通络祛痛膏各机构销量占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

活血消痛酊主要功效为活血化瘀，散寒通络，祛风除湿，舒筋止痛，成分与通络祛痛膏一致。公司打造“通络+活血”产品组合，推广先搽后贴的联合用药，从而带动活血消痛酊的销量增长。2022 年公司的活血消痛酊销售额达亿元。根据中康数据，2018-2022 年活血消痛酊中国城市实体药店销售额 CAGR 达 16%，呈现快速增长趋势。

图表31：2018-2022 年中国城市实体药店活血消痛酊销售额（万元）



资料来源：米内网，国联证券研究所

公司**两只老虎系列**贴膏包括壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、麝香壮骨膏等，适用症主要为风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节疼痛。产品包装分为袋装和精装（盒装），精装的透气性更好，能有效防过敏；采用四向弹力布，贴敷更舒适，撕贴更方便，更适合贴在关节等活动部位，不影响日常活动也不易脱落，整体提感更好。

据中康数据，2021 年子品牌“两只老虎系列”四个产品在同类产品中的市场占有率均为单产品第一，壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、麝香壮骨膏的市场占有率分别为 91.17%、43.78%、43.40%、27.37%，2022 年市场占有率分别为 92.59%、



48.36%、39.28%、30.68%，稳居龙头的位置之余，市占率有所提升。

2021 年 9 月公司对袋装产品进行了提价，其中壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏分别提价 0.1、0.05、0.1 元/贴。以市占率排名较前的竞品来看，公司袋装产品仍有价格优势，未来仍有提价空间。

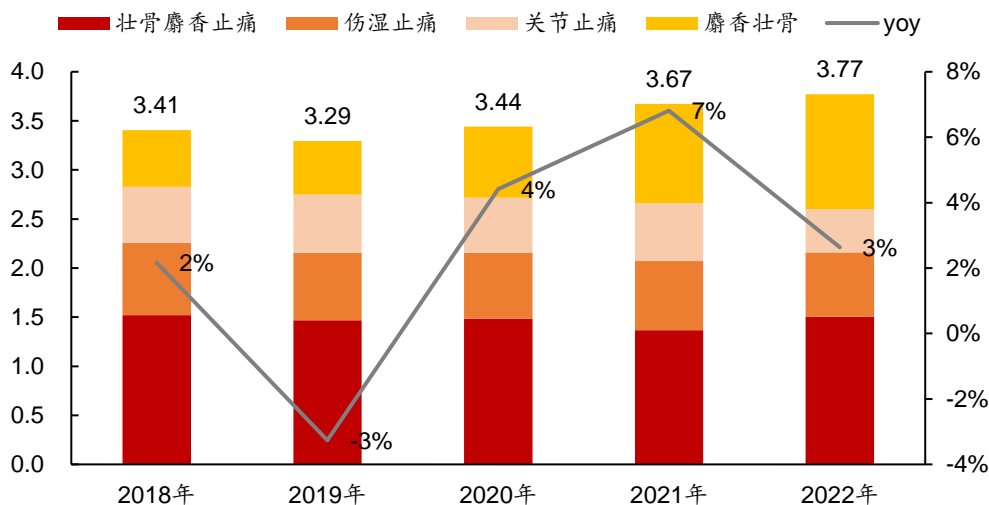
图表32：两只老虎系列产品的竞品情况

| 产品名称    | 排名 | 企业名称        | 2021 年零售端市占率 | 价格（元/贴） | 规格           |
|---------|----|-------------|--------------|---------|--------------|
| 壮骨麝香止痛膏 | 1  | 河南羚锐制药      | 91.17%       | 2.85    | 7cm×10cm（精装） |
|         |    |             |              | 0.70    | 7cm×10cm（袋装） |
|         | 2  | 重庆陪都药业      | 4.43%        | 2.92    | 11cm×15cm    |
|         | 3  | 重庆希尔安药业     | 2.54%        | 0.75    | 7cm×10cm     |
|         | 4  | 九寨沟天然药业     | 1.86%        | 2.00    | 7cm×10cm     |
| 伤湿止痛膏   | 1  | 河南羚锐制药      | 43.78%       | 2.70    | 7cm×10cm（精装） |
|         |    |             |              | 0.45    | 7cm×10cm（袋装） |
|         | 2  | 桂林华润天和药业    | 14.74%       | 0.31    | 5cm×7cm      |
|         |    |             |              | 1.50    | 8cm×13cm     |
|         | 3  | 黄石卫生材料药业    | 10.43%       | 0.85    | 7cm×10cm     |
|         | 4  | 云南白药集团      | 9.74%        | 5.25    | 7cm×10cm     |
|         | 5  | 万通郑州万通复升药业  | 6.39%        | 1.80    | 7cm×10cm     |
| 关节止痛膏   | 1  | 河南羚锐制药      | 43.40%       | 2.70    | 7cm×10cm（精装） |
|         |    |             |              | 0.45    | 7cm×10cm（袋装） |
|         | 2  | 云南白药集团      | 11.40%       | 4.63    | 7cm×10cm     |
|         | 3  | 江苏百益制药有限公司  | 11.30%       | 1.25    | 7cm×10cm     |
|         | 4  | 万通郑州万通复升药业  | 6.50%        | 2.40    | 7cm×10cm     |
| 麝香壮骨膏   | 1  | 河南羚锐制药      | 27.37%       | 2.95    | 7cm×10cm     |
|         | 2  | 桂林华润天和药业    | 18.68%       | 1.00    | 7cm×10cm     |
|         | 3  | 修正药业集团股份分公司 | 15.72%       | 3.59    | 7cm×10cm     |
|         | 4  | 安徽金马药业      | 4.55%        | 1.43    | 7cm×10cm     |
|         | 5  | 黄石卫生材料药业    | 4.53%        | 1.60    | 8cm×13cm     |

资料来源：中康数据，京东旗舰店，国联证券研究所

2018-2022 年公司两只老虎系列在中国城市实体药店的销售额呈现稳定的增长态势。其中壮骨麝香止痛膏占比最大，2022 年销售额占比达 40%，麝香壮骨膏增速最快，2018-2022 年 CAGR 达 19%。

图表33：2018-2022 年中国城市实体药店两只老虎系列产品销售额（亿元）

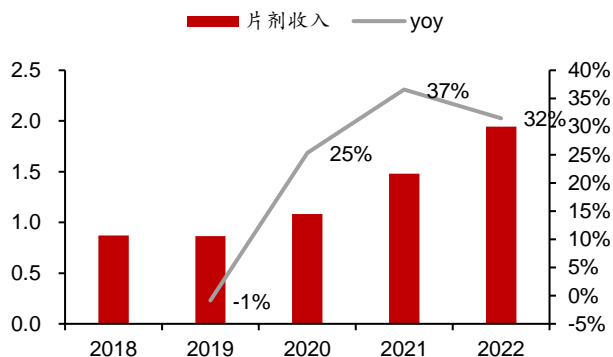


资料来源：米内网，国联证券研究所

公司的骨科产品还有片剂的**丹鹿通督片**，适应症为活血通督，益肾通络。用于腰椎间盘突出症，属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行，腰腿疼痛，活动受限，下肢酸胀疼痛，舌质暗或有瘀斑。丹鹿通督片为处方药，已纳入国家医保和省级医保，为2023年《腰椎间盘突出症中西医结合诊疗专家共识》的推荐用药。

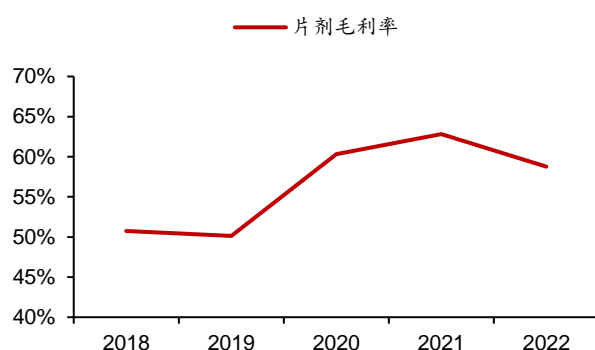
公司在骨科贴剂的品牌和渠道优势有望加持丹鹿通督片的销售，随着公司改善院端的销售模式，院端产品增长动力逐步释放，2022年公司片剂产品收入达1.95亿元，同比增长32%，2018-2022年CAGR达22%，呈现快速增长的趋势。毛利率也有所提升，从2018年的50.75%提升至58.77%。

图表34：2018-2022 年公司片剂收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：2018-2022 年公司片剂毛利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2 二线产品快速放量

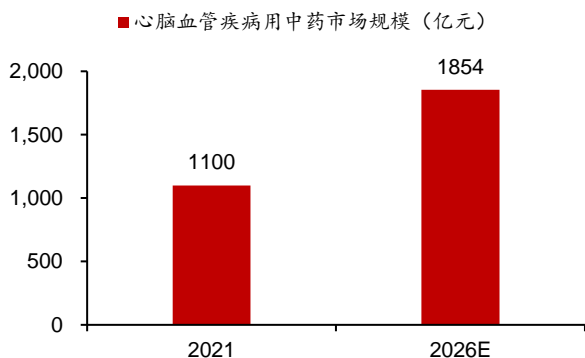
#### ➤ 心脑血管类：临床证据完善有望推动增长

据《全国第六次卫生服务统计调查专题报告》显示，常见的慢性病主要有心脑血管疾病（高血压、脑卒中和冠心病）、癌症、糖尿病、慢性呼吸系统疾病，55 岁至 64 岁人群慢性病患者率达 48.4%，65 岁及以上老年人慢性病发病率达 62.3%。受老年人口比例的增加及工作、生活方式等外部因素的影响，我国慢性病患者数量和对慢性病相关药品的需求呈上升趋势。而中医药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾的独特优势。

公司心脑血管类中药代表产品为培元通脑胶囊，为独家产品，入选《国家医保目录》。培元通脑胶囊适应症为益肾填精，熄风通络，用于缺血性中风中经络恢复期元气亏虚，瘀血阻络证。脑卒中是一种急性脑血管疾病，是由于脑部血管突然破裂或因血管阻塞导致血液不能流入大脑而引起脑组织损伤的一组疾病，包括缺血性和出血性卒中，缺血性卒中占脑卒中总病例数的 60%~70%。2019 年我国缺血性卒中患者 2418 万例，患病率为 1700/10 万，1990-2019 年缺血性卒中的年龄标化患病率增加了 33.5%。

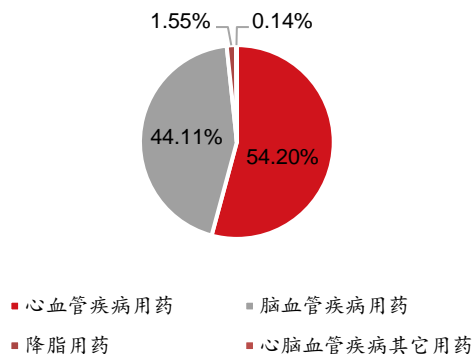
2021 年心脑血管疾病用中药市场规模达 1100 亿元，预计增长至 2026 年 1854 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 11.01%。其中，2020 年脑血管疾病用中药占比 44.11%。

图表36：心脑血管疾病用中药市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表37：2020 年心脑血管疾病用中药亚类市场销售占比



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

培元通脑胶囊作为缺血性中风中经络恢复期治疗用药，2017 年以来被纳入诊疗指南和专家共识，目前公司正开展 3300 人样本量的 IV 期临床研究，循证医学证据逐步完善。

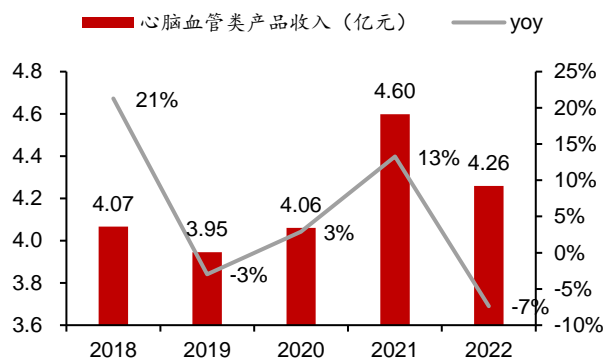
图表38：培元通脑胶囊循证医学证据

| 诊疗指南   |                                       |                            |   |              |
|--------|---------------------------------------|----------------------------|---|--------------|
| 发布时间   | 题目                                    | 来源                         | 指南制定机构  |              |
| 2022   | 基层冠心病与缺血性脑卒中共患管理专家共识 2022             | 心脑血管病防治. 2022. 22(4):1-19. | 北京高血压防治协会(BHA);中国脑卒中学会高血压预防与管理分会;中国老年保健协会;中华预防医学会健康生活方式与社区卫生专业委员会 |              |
| 2018   | 慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识                      | 中国中西医结合杂志. 2018. 9.        |   |              |
| 2017   | 中国缺血性中风中成药合理使用指导规范                    | 国家卫生计生委脑卒中防治工程委员会          | 国家卫生计生委脑卒中防治工程委员会   |              |
| 临床试验   |                                       |                            |   |              |
| 产品     | 临床试验                                  | 试验进度                       | 样本量   | 研究者单位        |
| 培元通脑胶囊 | 培元通脑胶囊治疗缺血性中风中经络恢复期优势人群和疗效特点的产品临床登记研究 | IV 期进行中                    | 3300 人  | 北京中医药大学东直门医院 |

资料来源：药智网，米内网，国联证券研究所

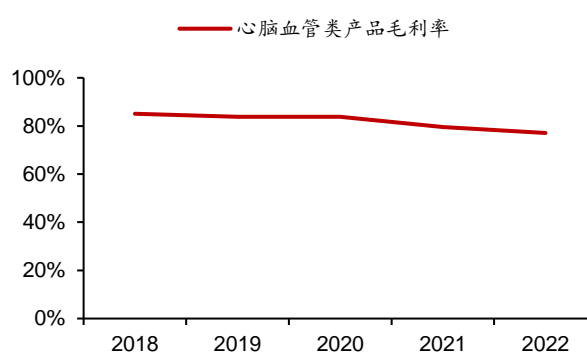
2022 年公司心脑血管疾病领域收入 4.26 亿元，同比下滑 7%。随着公司持续推进优质代理商的遴选及各级医院的覆盖工作，加快全国市场开拓进度，公司心脑血管疾病领域收入有望恢复增长。

图表39：2018-2022 年公司心脑血管类产品收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表40：2018-2022 年公司心脑血管类产品毛利率



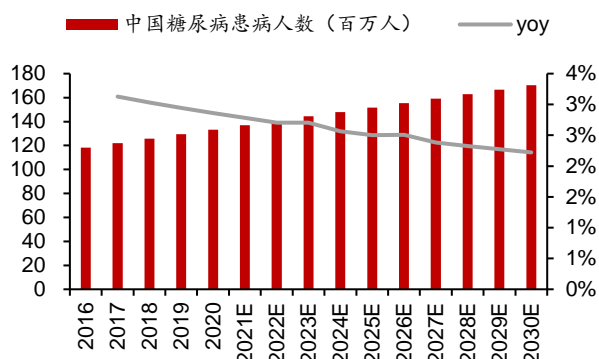
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### ➤ 内分泌科类：代表产品参芪降糖胶囊快速增长

公司内分泌科代表产品主要为参芪降糖胶囊，入选《国家基药目录》《国家医保目录》，适应症为益气养阴，滋脾补肾，主治消渴症，用于II型糖尿病。我国是全球糖尿病第一大国，2020 年我国糖尿病患者数量 1.3 亿人（2016-2020 年 CAGR 为 3.0%），糖尿病药物市场规模达 632 亿元，2016-2020 年 CAGR 达 7.7%，预计 2020-2030 年 CAGR 达 10.2%，稳定增长。根据米内网数据，糖尿病药物中药的占比为 3.89%（2020 年中国城市实体药店终端数据），根据我们测算，2020 年我国糖尿病中药市场规模约

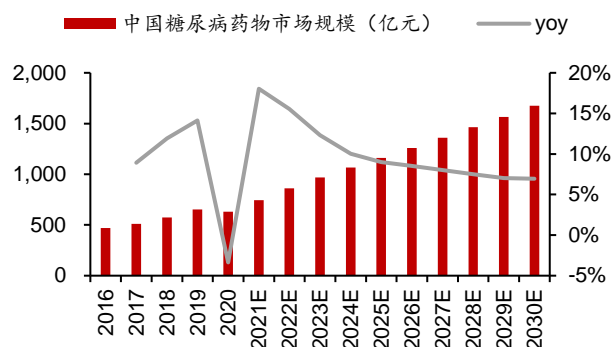
为 25 亿元。

图表41：2016-2030E 中国糖尿病患病人数



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表42：2016-2030E 中国糖尿病药物市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

根据中国城市实体药店终端药品销售额统计口径，公司的参芪降糖胶囊在糖尿病用药中成药品牌中排名第 4。

图表43：2022E 中国城市实体药店终端糖尿病用药中成药 TOP10 品牌

| TOP | 产品       | 企业       |
|-----|----------|----------|
| 1   | 消渴丸      | 白云山中一药业  |
| 2   | 参花消渴茶    | 辽宁德善药业   |
| 3   | 津力达颗粒    | 石家庄以岭药业  |
| 4   | 参芪降糖胶囊   | 河南羚锐制药   |
| 5   | 玉蓝降糖胶囊   | 贵州健兴药业   |
| 6   | 木丹颗粒     | 辽宁奥达制药   |
| 7   | 参芪降糖颗粒   | 鲁南厚普制药   |
| 8   | 三十六味消渴胶囊 | 广西百琪药业   |
| 9   | 糖脉康颗粒    | 成都倍特得诺药业 |
| 10  | 天麦消渴片    | 河北富格药业   |

资料来源：米内网，国联证券研究所

公司参芪降糖胶囊分别于 2020 年和 2021 年在糖尿病诊疗指南中作为推荐用药，稳步推进二次开发工作。

图表44：参芪降糖胶囊纳入的诊疗指南

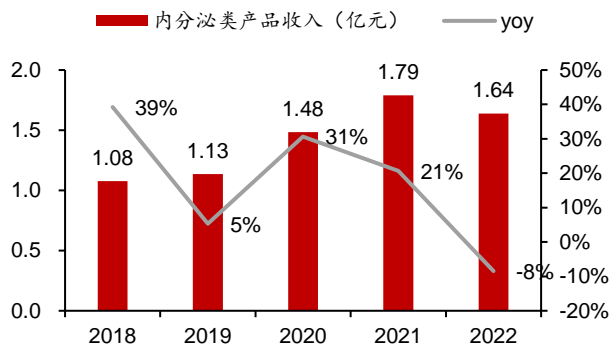
| 发布时间 | 题目                        | 来源                          | 指南制定机构   |
|------|---------------------------|-----------------------------|--|
| 2021 | 糖尿病前期病证结合诊疗指南(2021-03-02) | 世界中医药 2021 年 2 月第 16 卷第 4 期 | 中国医师协会中西医结合医师分会内分泌与代谢病学专业委员会   |
| 2020 | 2 型糖尿病病证结合诊疗指南            | 中医杂志. 2020. 12.             | 中国医师协会中西医结合医师分会 (DSIM/CMDA, Doctor Society of integrative Medicine, Chinese Medical Doctor Association); 内分泌代谢病专业委员会 |



资料来源：药智网，国联证券研究所

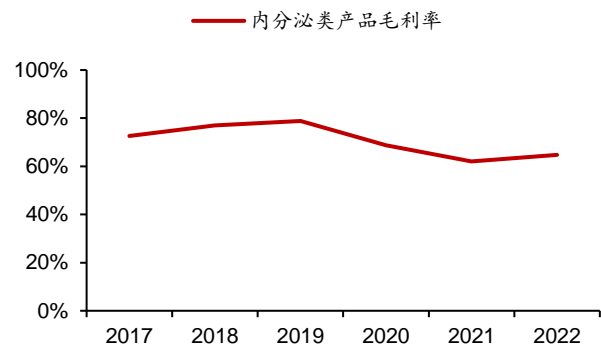
2022 年内分泌类产品收入达 1.64 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 16%。我们认为，2020-2021 年毛利率有所下滑预计主要由于原材料价格上涨。

图表45：2018-2022 年内分泌类产品收入



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表46：2018-2022 年内分泌类产品毛利率



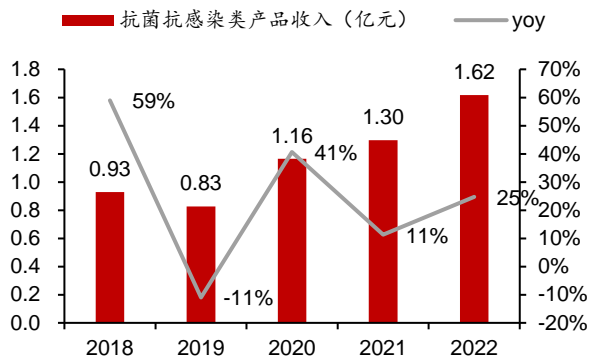
资料来源：ifind，国联证券研究所

#### ➤ 皮肤科类：资源整合后快速增长

公司皮肤科抗菌抗感染类药物包括糠酸莫米松乳膏、三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏等，其中代表产品为糠酸莫米松乳膏，用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。根据中成药治疗湿疹临床应用指南（2020 年），湿疹是由多种内外因素引起的炎症性皮肤病，发病率高，我国一般人群患病率约为 7.5%，儿童患病率可达 18.71%。中成药在湿疹治疗中应用广泛，在缓解病情、减少疾病复发、维持病情稳定和提高生活质量等方面有良好效果，且具有不良反应少的优势。

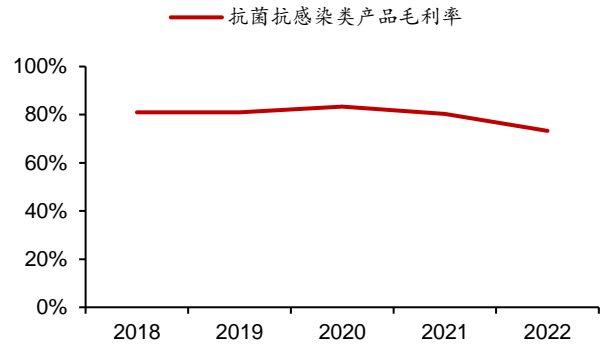
2018 年公司收购子公司羚锐生物药业少数股权，将其软膏等产品纳入公司营销体系，软膏剂产品实现了较快增长。2022 年公司抗菌抗感染类产品收入 1.62 亿元，同比增长 25%，2017-2022 年 CAGR 达 23%，快速增长。毛利率在 80%左右。

图表47：2018-2022 年抗菌抗感染类产品收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：2018-2022 年抗菌抗感染类产品毛利率



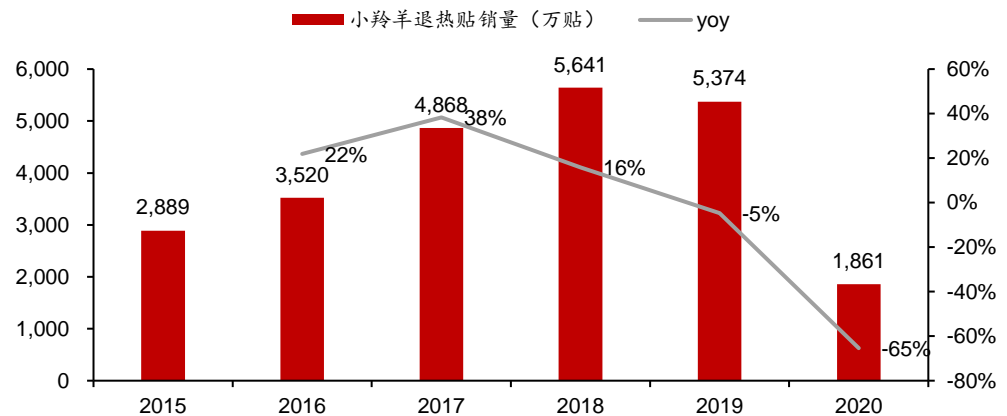
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### ➤ 儿科类：子品牌“小羚羊”恢复性增长

公司儿科贴剂产品主要为子品牌“小羚羊”的小儿退热贴以及舒腹贴膏。

小儿退热贴属于一类医疗器械，主要用于物理退热、冷敷理疗。2021 年以来，由于新冠疫情的影响，“四类药物”即退烧、止咳、抗病毒、抗生素类药品受到限售，随着限制的放开，以及新冠二阳和流感的出现，并且今年流感的发病率高于 2020-2022 年同期，我们预计今年上半年退热贴恢复快速增长。

图表49：2015-2020 年小羚羊小儿退热贴销量（万贴）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

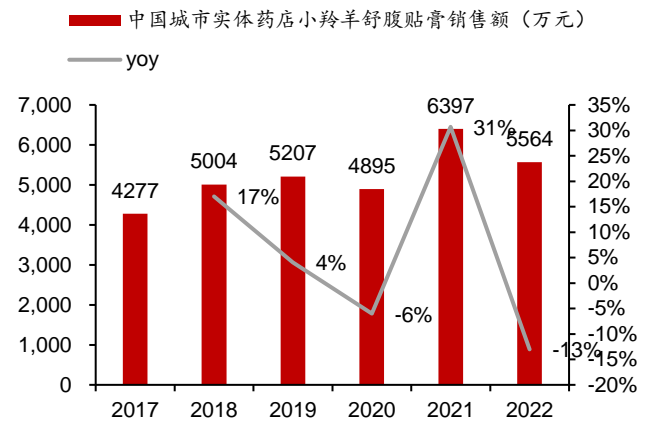
2021 年中国城市实体药店终端中成药胃药市场规模约 27 亿元，同比增长 7.24%。公司的小羚羊舒腹贴膏主要用于胃脘痛、腹痛腹胀、恶心、呕吐、食欲不振、肠鸣腹泻、小儿泄泻。在 2021 年中国城市实体药店终端中成药胃药 TOP10 品牌中，公司的小羚羊舒腹贴膏排名第九。在舒腹贴膏产品中，公司市占率高达 92.69%。2022 年公司在 中国城市实体药店销售额为 5564 万元，2017-2022 年 CAGR 为 5.4%。未来随着公司品牌力的提升，有望稳定增长。

图表50：2021 年中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP10 品牌

| 排名 | 产品       | 企业        | 销售额<br>(亿元) |
|----|----------|-----------|-------------|
| 1  | 三九胃泰颗粒   | 华润三九医药    | 3+          |
| 2  | 康复新液     | 四川好医生攀西药业 | 2+          |
| 3  | 胃康灵胶囊    | 黑龙江葵花药业   | 1+          |
| 4  | 胃苏颗粒     | 扬子江江苏制药   | 1+          |
| 5  | 革铃胃痛颗粒   | 扬子江江苏制药   | *           |
| 6  | 和胃整肠丸    | 李万山药厂     | *           |
| 7  | 摩罗丹（浓缩丸） | 邯郸制药      | *           |
| 8  | 养胃舒颗粒    | 合肥华润神鹿药业  | *           |
| 9  | 舒腹贴膏     | 河南羚锐制药    | 0.64        |
| 10 | 摩罗丹      | 邯郸制药      | *           |

资料来源：米内网，国联证券研究所

图表51：2017-2022 年中国城市实体药店舒腹贴膏销售额（万元）



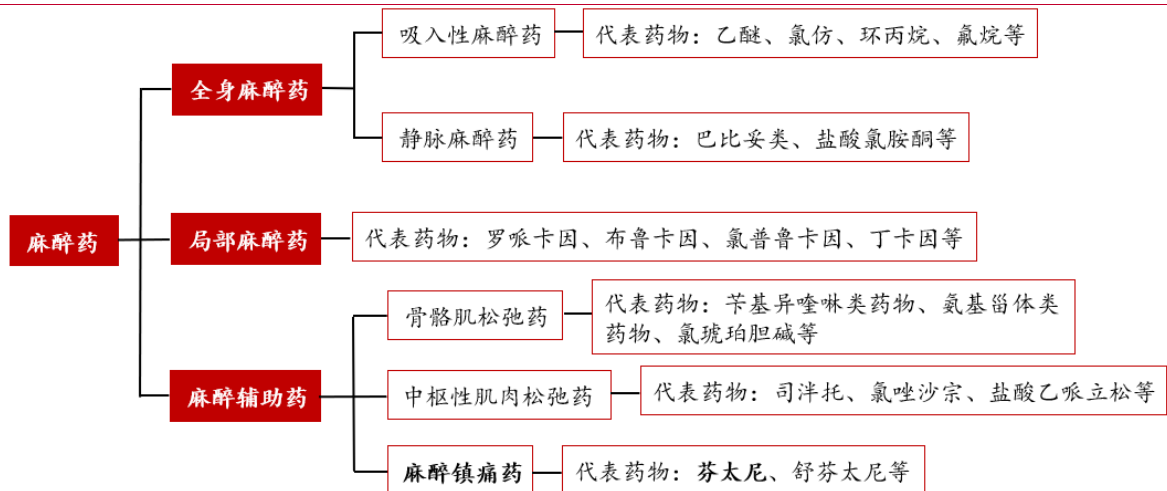
资料来源：米内网，国联证券研究所

### ➤ 麻醉科类：芬太尼透皮贴剂市占率逐步提升

麻醉药指能使整个机体或局部机体暂时可逆性地失去知觉及痛觉的药物。麻醉药兼具麻醉、镇痛、镇静的作用，在临床上常用于手术治疗。根据作用机理不同，麻醉药可分为全身麻醉药、局部麻醉药、麻醉辅助药三类。全身麻醉药作用于中枢神经，使其受到可逆性抑制，从而丧失意识，感觉和发射功能。麻醉辅助药包括肌肉松弛药和麻醉镇痛药，肌肉松弛药包括骨骼肌松弛药和中枢性肌肉松弛药，主要用于松弛骨骼肌，无麻醉、镇静、镇痛作用；麻醉镇痛药通过刺激中枢神经系统特点部位的阿片受体，达到镇痛效果。

公司布局的芬太尼属于麻醉镇痛药，用于治疗中度到重度慢性疼痛以及那些只能依靠阿片样镇痛药治疗的难以消除的疼痛。

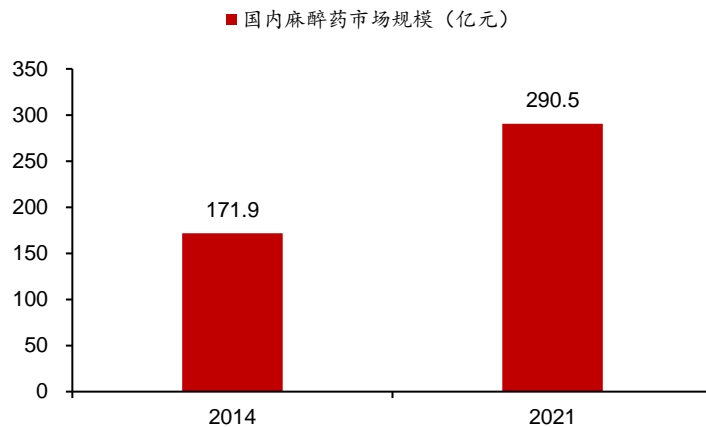
图表52：麻醉药分类



资料来源：头豹研究院，国联证券研究所

2014-2021 年期间，全国麻醉药市场规模由 171.9 亿元增长至 290.5 亿元，CAGR 达 7.78%。在人口老龄化背景下，随着我国经济不断发展，医改政策的持续推进，麻醉药在癌痛止痛等技术领域的应用逐渐推广，麻醉药市将持续释放增长动力，有望迎来快速发展。

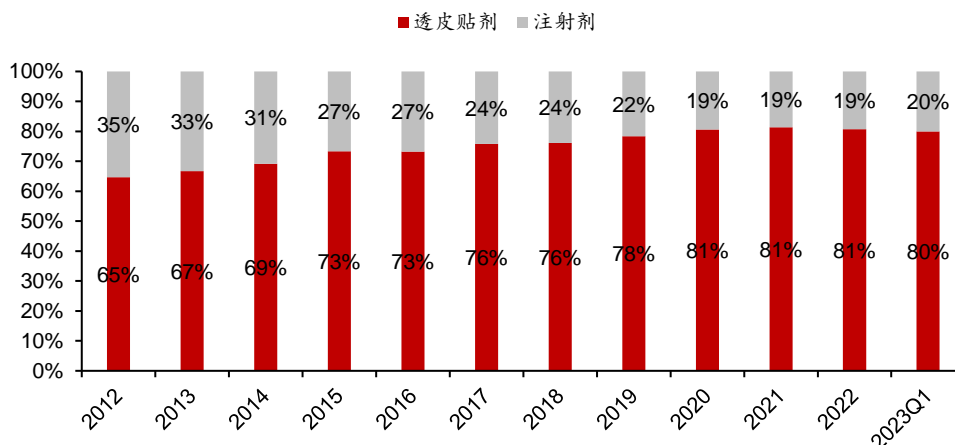
图表53：国内麻醉药市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

芬太尼分为注射剂和透皮贴剂两种剂型，透皮贴剂相比注射剂，使用方法简便，不良反应较低，止痛效果好，广泛用于癌性疼痛和非癌性疼痛的治疗，2012 年以来透皮贴剂的占比逐步提升，目前占比为 80%左右。

图表54：2012-2023Q1 芬太尼分剂型占比

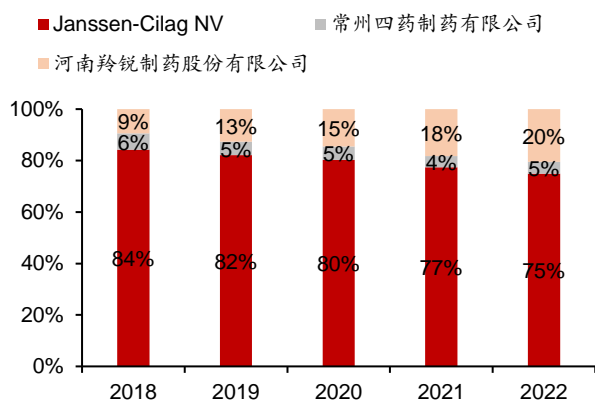


资料来源：PDB，国联证券研究所

芬太尼透皮贴剂分为骨架型和储库型芬太尼透皮贴剂。骨架型芬太尼透皮贴剂可以剪开使用，能够持续且稳定的释放芬太尼，更薄，弹性和黏附性更好。全国有三个厂家获批上市，其中杨森制药（Janssen-Cilag NV）和羚锐制药为骨架型，四药制药为储库型，羚锐制药的市占率从2018年9%提升至2022年20%。麻醉镇痛药是国家重点监管对象，对于单方制剂的麻醉药品，生产企业数量规定在1-3个，预计未来竞争格局较为稳定。

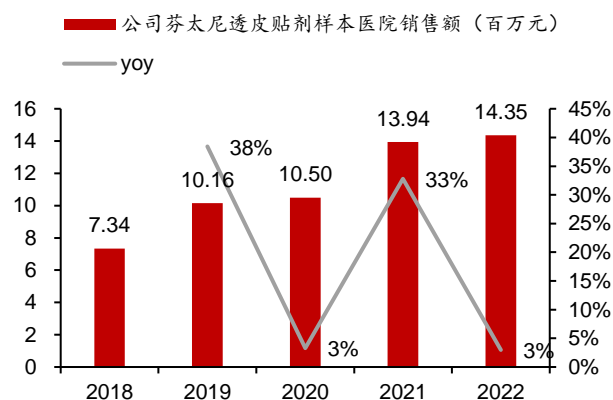
根据PDB数据库，羚锐制药芬太尼透皮贴剂样本医院销售额2018-2022年CAGR达18.26%，其中2020和2022年增速减缓预计与当时疫情反复相关，随着诊疗量逐步恢复，预计公司销售额有望恢复快速增长。

图表55：2018-2022年芬太尼透皮贴剂竞争格局



资料来源：PDB，国联证券研究所

图表56：公司芬太尼透皮贴剂样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB，国联证券研究所

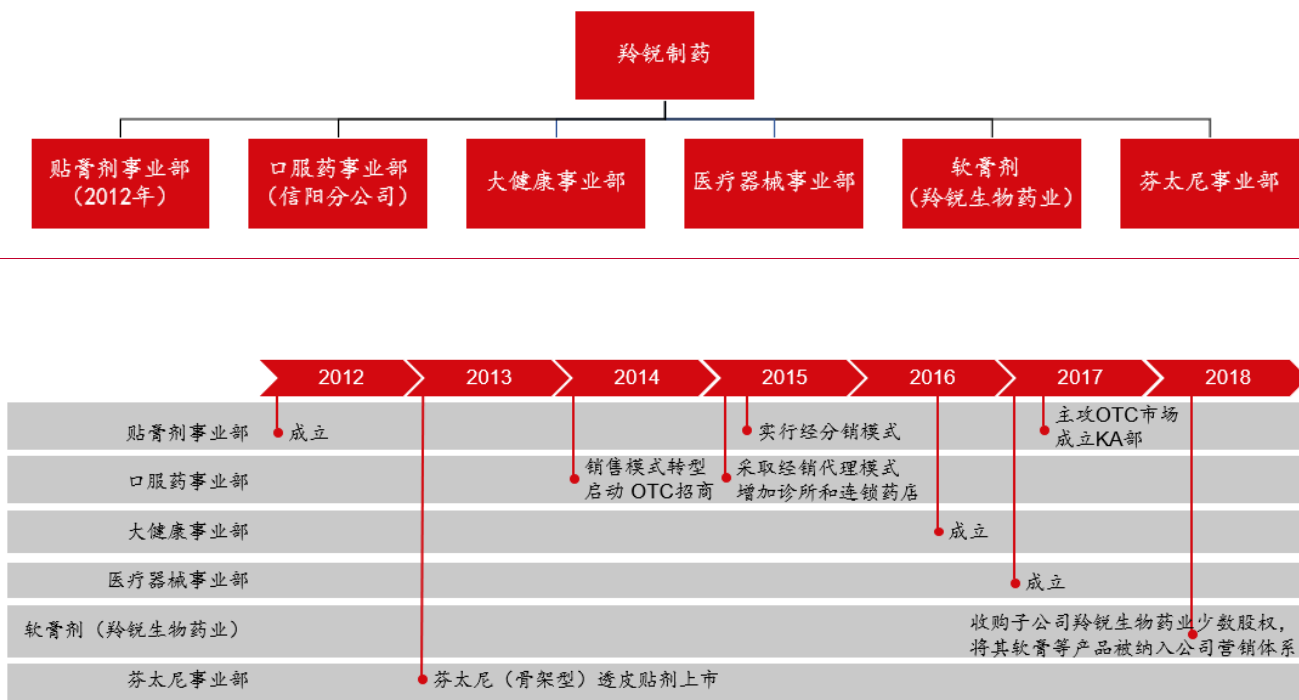
### 3.3 两次营销改革绩效显著



### ➤ 成立各大事业部释放销售动力

**第一次营销改革：2012-2018 年期间，公司成立各大事业部，逐步拓展产品管线的布局和销售渠道的覆盖，探索合适的营销模式，加大销售费用的投入。形成了自建销售队伍、招商代理推广模式，开展产品推广活动，以实现对医疗机构终端、零售终端的覆盖。组建了专业的营销团队，以大区经理、地区经理和终端代表三级销售队伍管理模式。**

图表57：公司各大产品事业部



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### ➤ 整合营销资源提升盈利能力

**第二次营销改革：2018 年，公司整合营销资源，组建了河南羚锐医药有限公司，作为公司及子公司产品统一销售平台。划分 OTC、基层医疗和临床三大业务板块进行专业化的销售工作，实现对零售药店、等级医院等不同终端的覆盖。目前公司自营的 OTC 活动推广队伍已覆盖全国 31 个省、市、自治区。**

公司产品销售模式分为**自营和经分销模式**。自营模式下，销售团队直接面向非处方药药品的终端对接和推广工作，销售人员配合客户对产品进行推广、展示，并定期对药店销售人员进行产品培训，以提高其专业水平。经分销模式为羚锐医药通过遴选优质的经分销商并通过签署区域经分销协议将产品销售给经分销商。**OTC 和基层医疗**的销售模式为**直销**，**临床条线**为**经分销**。

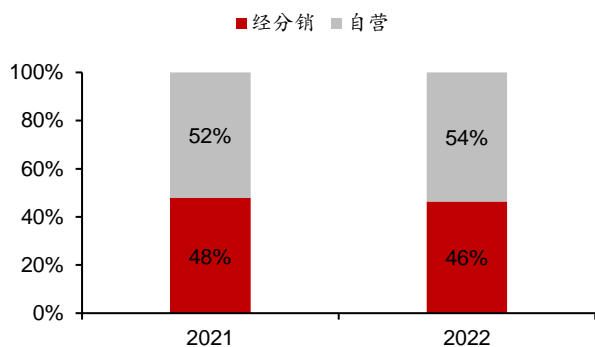
图表58：公司销售模式

|        | OTC  | 基层医疗  | 临床  |
|--------|--|---|---|
| 职责     | OTC 条线与全国大型连锁药店开展合作，销售团队对商业连锁进行全方位的销售支持和渠道维护。展品牌推广为主的终端营销工作，包括公司产品的陈列、宣传和公司统一组织规划的品牌活动 | 基层医疗事业部通过构建特色学术平台并持续加强团队建设考核，在分级诊疗、基层药物目录放开、提高慢病药医保报销比例等政策背景下加速扩大基层医疗市场份额 | 临床终端销售团队采取精细化招商模式提升队伍实力，加大市场推广力度，强化渠道管理，从营销价值链各个环节通过“精细化学术推广”建立市场竞争优势 |
| 负责产品   | 通络祛痛膏、两只老虎等  | 参芪降糖胶囊、二甲双胍格列本脲胶囊等  | 通络祛痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片、芬太尼透皮贴剂等   |
| 销售模式   | 直营   | 直营  | 经分销   |
| 销售人员数量 | 600-700 人  | 200-300 人   | 10+人  |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

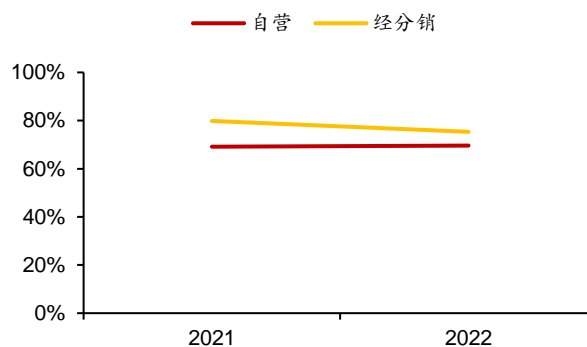
2022 年自营和经分销收入占比分别位 54%、46%，自营的增速较快；经分销的产品大多是处方药，公司处方药的价格更高，毛利率更高。

图表59：2021-2022 年公司自营和经分销收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表60：2021-2022 年公司自营和经分销毛利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

近年来，公司以智能产线、智能车间、智能工厂为建设主体，不断加强信息化建设与数字化管理，持续创新生产方式，持续降低生产过程的人力成本投入和人工干预程度，实现了从中药原料提取、精制到制剂的全过程自动化、信息化、智能化，促进传统制药技术的转型升级。

图表61：公司智能化、信息化、自动化等举措

| 年份     | 智能制造方面   | 信息化建设方面  |
|--------|--|--|
| 2021 年 | 贴膏剂事业部持续对生产关键设备进行自动化改造；口服药事业部在中药智能化提取车间技术改造项目建设中改进并应用多项智能化装备，实现了中药材提取全流程数据的自动采集、分析、管控、存储、传输和全过程可追溯；芬太尼事业部在报告期内完成凝胶贴膏车间及辅助设施建设。 | 公司通过 SAP-ERP 项目搭建后台系统，SAP-ERP 通过一个账号、一套数据、一套标准，实现与财务系统、OA（办公自动化）系统、WMS（仓库管理系统）等系统的集成，解决了以往分、子公司及事业部之间 ERP（企业资源计划）系统数据实时性不强等问题，主数据在各个层面及系统中全面集成与共享，实现纵向管控模式落地和横向业务协同。 |

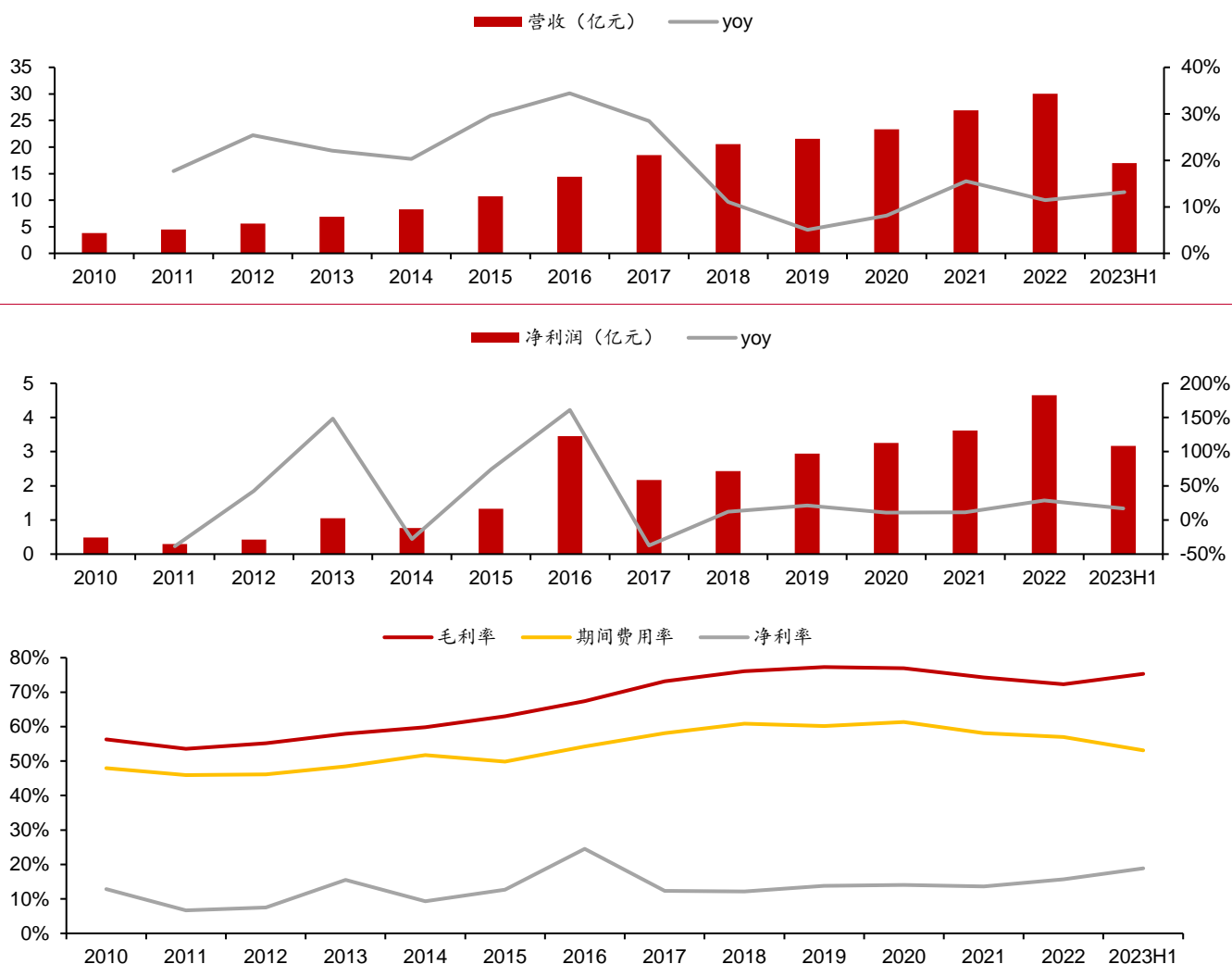
2022 年 公司完成了造粒机冷却水系统、灌装机上料、激光器关联停机、燃气自动截止阀、提取制水设备等多项技改工作。贴膏剂新增四条自动包装线、一套自动装盒线和一条电子监管码赋码线，并持续对生产线整体联动性能进行提升；生物药业完成了 10 克软膏自动包装线的安装调试，并对灌装间的净化系统进行改造；培元通脑胶囊生产线采用胶囊外观检测设备、瓶装线照相检测设备、在线称重剔除设备，提升质量控制能力。

持续推进营销网络的信息化建设，加快实现 SAP 系统和销售业务的融合，在市场数据管理、数据信息分析应用、费用考核等方面进行了进一步优化升级。依据数据平台提供的销售业务信息，公司能够对历史销售业绩、销售结构进行准确的分析，从而制定更科学的生产排程，实现产销的良性互动；客户管理方面，通过设定客户级别和信用度等方式，制定更符合客户需求的营销方案；管理层通过数据平台，能够及时监控各业务环节的执行情况，对经营决策进行动态跟踪。各级销售人员的行为管理和费用管理更为精细化，销售效率、人均效能、费效比得到进一步优化。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**2012-2018 年收入加速增长（第一次营销改革），2018 年后净利率逐步提升（第二次营销改革）。**2012 年开始，公司陆续成立各大事业部，加大销售费用的投入，充分调动了市场一线人员的主观能动性，带动营收加速增长。2018 年后公司整合营销资源，将河南羚锐医药作为公司及子公司产品统一销售平台期间，叠加由于规模效应显现，公司战略采购以控制原材料成本，智能化、自动化、信息化的改造，公司净利率逐步提升。

图表62：2010-2023H1 公司业绩情况和盈利能力



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

**贴剂：**随着老龄化趋势加剧，通络祛痛膏有望维持稳定增长；两只老虎系列贴膏剂自提价之后销量处于修复期，2024 年有望恢复增长，产品仍有提价空间；儿科贴剂受益于小羚羊品牌力的提升以及今年上半年流感的高发，快速增长；芬太尼贴剂近年市占率逐步提升，有望保持快速增长趋势。预计 2023-2025 年收入分别为 21.71/24.65/28.31/亿元，同比增长分别为 13.40%/13.57%/14.83%，毛利率分别为 76%/76%/76%。

**胶囊剂：**核心产品培元通脑胶囊为公司独家产品，随着产品循证医学证据逐步完善，有望维持稳定增长。参芪降糖胶囊入选国家基药目录，随着公司基层医疗团队的

优化, 预计快速增长。随着公司实施战略采购以控制原材料成本, 智能化、自动化、信息化的改造使得公司生产、管理、销售效率有所改进, 叠加规模效应显现, 预计毛利率稳中有升。预计 2023-2025 年收入分别为 6.71/7.32/8.03/亿元, 同比增长分别为 8.75%/9.18%/9.63%, 毛利率分别为 76%/77%/78%。

**片剂:** 公司在骨科贴剂的品牌和渠道优势有望加持丹鹿通督片的销售, 随着公司改善院端的销售模式, 院端产品增长动力逐步释放, 有望保持快速增长趋势。随着原材料成本管控, 信息化等改造提升经营效率, 叠加规模效应显现, 预计毛利率有所提升。预计 2023-2025 年收入分别为 2.58/3.30/4.12/亿元, 同比增长分别为 32%/28%/25%, 毛利率分别为 60%/62%/64%。

**软膏剂:** 2018 年公司收购子公司羚锐生物药业少数股权, 将其软膏等产品纳入公司营销体系, 软膏剂产品实现了较快增长。随着营销资源的整合, 预计未来三年维持 20%增长。随着原材料成本管控, 信息化等改造提升经营效率, 叠加规模效应显现, 预计毛利率有所提升。预计 2023-2025 年收入分别为 1.79/2.15/2.58/亿元, 同比增长分别为 20%/20%/20%, 毛利率分别为 78%/80%/82%。

综上所述, 我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 34.22/39.09/44.99 亿元, 同比增速分别 13.98%/14.25%/15.09%, 营收三年 CAGR 为 14.44%, 归母净利润分别为 5.50/6.51/7.70 亿元, 同比增速分别为 18.27%/18.34%/18.23%, 归母净利润三年 CAGR 为 18.28%。

图表63：公司营收测算汇总（亿元）

| 亿元     | 2020   | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 23.32  | 26.94   | 30.02  | 34.22  | 39.09  | 44.99  |
| yoy    | 8.09%  | 15.52%  | 11.45% | 13.98% | 14.25% | 15.09% |
| 营业成本   | 5.38   | 6.93    | 8.32   | 9.00   | 10.13  | 11.48  |
| 毛利     | 17.93  | 20.01   | 21.70  | 25.21  | 28.96  | 33.51  |
| 毛利率    | 76.91% | 74.27%  | 72.28% | 73.69% | 74.07% | 74.47% |
| 归母净利润  | 3.25   | 3.62    | 4.65   | 5.50   | 6.51   | 7.70   |
| yoy    | 10.55% | 11.08%  | 28.71% | 18.27% | 18.34% | 18.23% |
| 净利率    | 13.91% | 13.46%  | 15.50% | 16.08% | 16.66% | 17.12% |
| 贴剂     |        |         |        |        |        |        |
| 收入     | 14.17  | 16.24   | 19.14  | 21.71  | 24.65  | 28.31  |
| yoy    | 2.50%  | 14.64%  | 17.86% | 13.40% | 13.57% | 14.83% |
| 成本     | 3.19   | 4.01    | 4.90   | 5.21   | 5.92   | 6.79   |
| 毛利     | 10.98  | 12.23   | 14.24  | 16.50  | 18.74  | 21.52  |
| 毛利率    | 77%    | 75%     | 74%    | 76%    | 76%    | 76%    |
| 业务收入比例 | 61%    | 60%     | 64%    | 63%    | 63%    | 63%    |
| 胶囊剂    |        |         |        |        |        |        |
| 收入     | 5.75   | 6.66    | 6.17   | 6.71   | 7.32   | 8.03   |
| yoy    | 9.56%  | 15.90%  | -7.44% | 8.75%  | 9.18%  | 9.63%  |
| 成本     | 1.09   | 1.40    | 1.58   | 1.61   | 1.68   | 1.77   |
| 毛利     | 4.66   | 5.26    | 4.58   | 5.10   | 5.64   | 6.26   |
| 毛利率    | 81%    | 79%     | 74%    | 76%    | 77%    | 78%    |
| 业务收入比例 | 25%    | 25%     | 21%    | 20%    | 19%    | 18%    |
| 片剂     |        |         |        |        |        |        |
| 收入     | 1.08   | 1.48    | 1.95   | 2.58   | 3.30   | 4.12   |
| yoy    | 25.36% | 36.59%  | 31.50% | 32.49% | 28.00% | 25.00% |
| 成本     | 0.43   | 0.55    | 0.80   | 1.03   | 1.25   | 1.48   |
| 毛利     | 0.65   | 0.93    | 1.14   | 1.55   | 2.05   | 2.64   |
| 毛利率    | 60%    | 63%     | 59%    | 60%    | 62%    | 64%    |
| 业务收入比例 | 5%     | 5%      | 6%     | 8%     | 8%     | 9%     |
| 软膏剂    |        |         |        |        |        |        |
| 收入     | 1.35   | 1.21    | 1.49   | 1.79   | 2.15   | 2.58   |
| yoy    | 66.09% | -10.34% | 23.56% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 成本     | 0.22   | 0.24    | 0.36   | 0.39   | 0.43   | 0.46   |
| 毛利     | 1.13   | 0.96    | 1.14   | 1.40   | 1.72   | 2.12   |
| 毛利率    | 84%    | 80%     | 76%    | 78%    | 80%    | 82%    |
| 业务收入比例 | 6%     | 4%      | 5%     | 5%     | 6%     | 6%     |
| 其他主营业务 |        |         |        |        |        |        |
| 收入     | 0.93   | 1.31    | 1.24   | 1.43   | 1.67   | 1.95   |
| yoy    | 17.99% | 40.04%  | -5.46% | 15.86% | 16.43% | 16.93% |
| 成本     | 0.44   | 0.71    | 0.67   | 0.76   | 0.85   | 0.97   |
| 毛利     | 0.50   | 0.59    | 0.57   | 0.67   | 0.82   | 0.97   |
| 毛利率    | 53%    | 45%     | 46%    | 47%    | 49%    | 50%    |
| 业务收入比例 | 4%     | 5%      | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     |

资料来源：公司公告，国联证券研究所



## 4.2 估值与投资建议

我们采用绝对估值法和相对估值法对公司进行估值：

### (1) 绝对估值法

假设无风险利率  $R_f$  为十年国债收益率，市场预期回报率  $R_m$  为 10 年沪深 300 指数平均收益，计算得出 WACC 为 9.03%。假设公司 2026-2031 年增长率为 5%，2031 年后进入稳定增长期，永续增长率为 1.5%，对永续现金流进行折现估计。测算结果得出公司合理市值为 116 亿元，对应目标价 20.52 元/股。

图表64：FCFF 估值核心假设

| 指标             | 数值    |
|----------------|-------|
| 无风险利率 $R_f$    | 2.57% |
| 市场预期回报率 $R_m$  | 7.12% |
| 第二阶段年数         | 6     |
| 第二阶段增长率        | 5%    |
| 永续增长率          | 1.5%  |
| 有效税率 $T_x$     | 15%   |
| 税后债务资本成本 $K_d$ | 4.41% |
| 债务资本比重 $W_d$   | 1.92% |
| 股权资本成本 $K_e$   | 9.12% |
| WACC           | 9.03% |

资料来源：ifind，国联证券研究所

图表65：FCFF 估值结果（百万元）

| FCFF 估值         | 现金流折现值           | 价值百分比   |
|-----------------|------------------|---------|
| 第一阶段            | 1,666.86         | 14.73%  |
| 第二阶段            | 3,174.06         | 28.04%  |
| 第三阶段（终值）        | 6,478.19         | 57.23%  |
| <b>企业价值 AEV</b> | <b>11,319.11</b> |         |
| 加：非核心资产         | 427.29           | 3.77%   |
| 减：带息债务（账面价值）    | 100.01           | 0.88%   |
| 减：少数股东权益        | 7.55             | 0.07%   |
| <b>股权价值</b>     | <b>11,638.84</b> | 102.82% |
| 除：总股本（股）        | 567,143,992      |         |
| <b>每股价值（元）</b>  | <b>20.52</b>     |         |

资料来源：ifind，国联证券研究所

图表66：FCFF 估值敏感性测试结果

| WACC   | 永续增长率 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 0.93% | 1.02% | 1.13% | 1.24% | 1.36% | 1.50% | 1.65% | 1.82% | 2.00% | 2.20% | 2.42% |
| 5.61%  | 34.21 | 34.72 | 35.30 | 35.97 | 36.75 | 37.66 | 38.74 | 40.02 | 41.57 | 43.46 | 45.82 |
| 6.17%  | 30.51 | 30.90 | 31.34 | 31.85 | 32.44 | 33.12 | 33.92 | 34.86 | 35.99 | 37.34 | 38.99 |
| 6.78%  | 27.27 | 27.57 | 27.90 | 28.29 | 28.73 | 29.25 | 29.84 | 30.54 | 31.36 | 32.34 | 33.52 |
| 7.46%  | 24.41 | 24.64 | 24.90 | 25.19 | 25.53 | 25.91 | 26.36 | 26.87 | 27.48 | 28.19 | 29.04 |
| 8.21%  | 21.89 | 22.07 | 22.26 | 22.49 | 22.74 | 23.03 | 23.36 | 23.75 | 24.19 | 24.71 | 25.33 |
| 9.03%  | 19.66 | 19.79 | 19.94 | 20.11 | 20.30 | 20.52 | 20.77 | 21.06 | 21.39 | 21.77 | 22.22 |
| 9.93%  | 17.68 | 17.78 | 17.90 | 18.02 | 18.17 | 18.33 | 18.52 | 18.73 | 18.98 | 19.26 | 19.59 |
| 10.92% | 15.92 | 16.00 | 16.09 | 16.18 | 16.29 | 16.41 | 16.55 | 16.71 | 16.89 | 17.10 | 17.34 |
| 12.02% | 14.36 | 14.42 | 14.48 | 14.55 | 14.64 | 14.73 | 14.83 | 14.95 | 15.08 | 15.24 | 15.41 |
| 13.22% | 12.96 | 13.01 | 13.06 | 13.11 | 13.17 | 13.24 | 13.32 | 13.41 | 13.51 | 13.62 | 13.75 |
| 14.54% | 11.72 | 11.75 | 11.79 | 11.83 | 11.88 | 11.93 | 11.98 | 12.05 | 12.12 | 12.20 | 12.30 |

资料来源：ifind，国联证券研究所

### (2) 相对估值法

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 5.50/6.51/7.70 亿元。参考 3 家贴膏剂可比公司 2023 年平均 PE 为 22x，我们给予公司 2023 年 PE 20x，对应市值 110 亿

元，对应目标价 19.41 元/股。

图表67：可比公司估值

| 证券代码      | 公司   | 市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE   |      |      | 3 年<br>CAGR | PEG  |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|------|------|------|-------------|------|
|           |      |            | 2023       | 2024  | 2025  | 2023 | 2024 | 2025 |             |      |
| 000538.SZ | 云南白药 | 960        | 42.35      | 47.48 | 53.06 | 23   | 20   | 18   | 21%         | 1.08 |
| 002287.SZ | 奇正藏药 | 128        | 5.47       | 6.57  | 7.54  | 23   | 20   | 17   | 17%         | 1.39 |
| 300705.SZ | 九典制药 | 76         | 3.60       | 4.76  | 6.22  | 21   | 16   | 12   | 32%         | 0.65 |
| 平均值       |      |            |            |       |       | 22   | 19   | 16   |             | 1.04 |
| 600285.SH | 羚锐制药 | 95         | 5.50       | 6.51  | 7.70  | 17   | 15   | 12   | 18%         | 0.94 |

资料来源：Wind，国联证券研究所 市值截至 2023 年 9 月 12 日

综上所述，绝对估值法测得公司每股价值为 20.52 元，可比公司 2023 年平均 PE 22 倍，鉴于公司为骨科中药贴膏剂龙头，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 19.41 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**(1) 毛利率下滑或波动的风险。**中药材原材料容易受季节、天气、自然灾害等影响出现价格波动，人工、能源价格上涨也会对公司的生产造成一定的影响。最终可能使公司生产成本上升，对应产品的毛利率下降。

**(2) 产品质量出现问题的风险。**公司对产品从原料采购到生产、存储等各个环节建有完整的质量控制体系，但由于药品生产涉及原材料供应、生产工艺、过程控制、设备情况、生产环境、运输条件、仓储条件、检验等环节众多，可能会有中间环节由于各种原因导致存在质量问题。

**(3) 研发不及预期的风险。**新药研发存在高投入、高风险、长周期等特点，易受到技术、审批、政策等多方面的影响。产品从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多，不确定性因素较多。

**(4) 销售不及预期的风险。**若公司产品市场开发效果不佳、市场推广时机选择不当或经销商经营管理不善等，导致销售不及预期，可能会对公司经营和盈利能力产生不利影响。

### 财务预测摘要

#### 资产负债表

| 单位:百万元           | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金             | 801         | 1179        | 1224        | 1434        | 1663        |
| 应收账款+票据          | 431         | 512         | 692         | 920         | 1182        |
| 预付账款             | 25          | 27          | 34          | 39          | 44          |
| 存货               | 428         | 486         | 546         | 614         | 696         |
| 其他               | 446         | 304         | 308         | 331         | 358         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2131</b> | <b>2508</b> | <b>2804</b> | <b>3337</b> | <b>3943</b> |
| 长期股权投资           | 117         | 72          | 72          | 72          | 72          |
| 固定资产             | 708         | 705         | 595         | 484         | 374         |
| 在建工程             | 25          | 2           | 2           | 1           | 1           |
| 无形资产             | 237         | 204         | 183         | 169         | 150         |
| 其他非流动资产          | 575         | 854         | 851         | 838         | 831         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1662</b> | <b>1836</b> | <b>1702</b> | <b>1564</b> | <b>1428</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>3793</b> | <b>4344</b> | <b>4506</b> | <b>4901</b> | <b>5371</b> |
| 短期借款             | 126         | 94          | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款+票据          | 78          | 68          | 102         | 115         | 130         |
| 其他               | 1233        | 1550        | 1624        | 1831        | 2078        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1438</b> | <b>1712</b> | <b>1726</b> | <b>1946</b> | <b>2208</b> |
| 长期带息负债           | 8           | 6           | 4           | 3           | 1           |
| 长期应付款            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他               | 61          | 68          | 68          | 68          | 68          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>69</b>   | <b>74</b>   | <b>72</b>   | <b>71</b>   | <b>69</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>1507</b> | <b>1786</b> | <b>1799</b> | <b>2017</b> | <b>2277</b> |
| 少数股东权益           | 8           | 8           | 7           | 7           | 7           |
| 股本               | 568         | 567         | 567         | 567         | 567         |
| 资本公积             | 272         | 310         | 310         | 310         | 310         |
| 留存收益             | 1439        | 1674        | 1823        | 2000        | 2209        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2287</b> | <b>2558</b> | <b>2708</b> | <b>2884</b> | <b>3093</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3793</b> | <b>4344</b> | <b>4506</b> | <b>4901</b> | <b>5371</b> |

#### 现金流量表

| 单位:百万元         | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润            | 362         | 465         | 550         | 651         | 770         |
| 折旧摊销           | 77          | 79          | 154         | 158         | 156         |
| 财务费用           | -10         | -27         | -2          | -4          | -5          |
| 存货减少(增加为“-”)   | -97         | -58         | -59         | -69         | -82         |
| 营运资金变动         | 391         | 343         | -143        | -104        | -115        |
| 其它             | 122         | 32          | 51          | 60          | 73          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>846</b>  | <b>835</b>  | <b>551</b>  | <b>693</b>  | <b>797</b>  |
| 资本支出           | -85         | -20         | -20         | -20         | -20         |
| 长期投资           | -30         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | -431        | -64         | 9           | 9           | 9           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-546</b> | <b>-84</b>  | <b>-11</b>  | <b>-11</b>  | <b>-11</b>  |
| 债权融资           | 114         | -34         | -96         | -2          | -2          |
| 股权融资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | -345        | -339        | -399        | -470        | -556        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-231</b> | <b>-373</b> | <b>-495</b> | <b>-472</b> | <b>-557</b> |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>69</b>   | <b>378</b>  | <b>45</b>   | <b>210</b>  | <b>229</b>  |

#### 利润表

| 单位:百万元           | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2694</b> | <b>3002</b> | <b>3422</b> | <b>3909</b> | <b>4499</b> |
| 营业成本             | 693         | 832         | 900         | 1013        | 1148        |
| 营业税金及附加          | 38          | 41          | 46          | 53          | 61          |
| 营业费用             | 1301        | 1444        | 1608        | 1826        | 2092        |
| 管理费用             | 275         | 294         | 274         | 313         | 360         |
| 财务费用             | -10         | -27         | -2          | -4          | -5          |
| 资产减值损失           | -9          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益         | 0           | 6           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益            | 31          | 59          | 12          | 12          | 12          |
| 其他               | 16          | 35          | 20          | 20          | 19          |
| <b>营业利润</b>      | <b>435</b>  | <b>517</b>  | <b>627</b>  | <b>740</b>  | <b>874</b>  |
| 营业外净收益           | -22         | 0           | -8          | -8          | -8          |
| <b>利润总额</b>      | <b>413</b>  | <b>517</b>  | <b>619</b>  | <b>732</b>  | <b>866</b>  |
| 所得税              | 51          | 52          | 69          | 81          | 96          |
| <b>净利润</b>       | <b>362</b>  | <b>465</b>  | <b>550</b>  | <b>651</b>  | <b>770</b>  |
| 少数股东损益           | 1           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>362</b>  | <b>465</b>  | <b>550</b>  | <b>651</b>  | <b>770</b>  |

#### 财务比率

|                | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | 15.52% | 11.45% | 13.98% | 14.25% | 15.09% |
| EBIT           | 15.51% | 21.69% | 25.78% | 17.98% | 18.23% |
| EBITDA         | 13.62% | 18.71% | 35.32% | 14.97% | 14.72% |
| 归属于母公司净利润      | 11.08% | 28.71% | 18.27% | 18.34% | 18.23% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 74.27% | 72.28% | 73.69% | 74.07% | 74.47% |
| 净利率            | 13.46% | 15.50% | 16.08% | 16.66% | 17.11% |
| ROE            | 15.86% | 18.24% | 20.38% | 22.64% | 24.95% |
| ROIC           | 24.44% | 32.04% | 41.17% | 46.71% | 54.57% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 39.72% | 41.11% | 39.91% | 41.15% | 42.40% |
| 流动比率           | 1.5    | 1.5    | 1.6    | 1.7    | 1.8    |
| 速动比率           | 1.1    | 1.1    | 1.2    | 1.3    | 1.4    |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 13.3   | 11.5   | 11.8   | 11.8   | 11.8   |
| 存货周转率          | 1.6    | 1.7    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| 总资产周转率         | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.6    | 0.8    | 1.0    | 1.1    | 1.4    |
| 每股经营现金流        | 1.5    | 1.5    | 1.0    | 1.2    | 1.4    |
| 每股净资产          | 4.0    | 4.5    | 4.8    | 5.1    | 5.4    |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 26.3   | 20.4   | 17.3   | 14.6   | 12.3   |
| 市净率            | 4.2    | 3.7    | 3.5    | 3.3    | 3.1    |
| EV/EBITDA      | 16.8   | 10.9   | 10.7   | 9.1    | 7.7    |
| EV/EBIT        | 20.0   | 12.6   | 13.3   | 11.1   | 9.2    |

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 09 月 12 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                           |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼