

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020 年 09 月 09 日

**市场数据**

目前股价	10.47
总市值（亿元）	59.45
流通市值（亿元）	59.45
总股本（万股）	56,781
流通股本（万股）	56,781
12 个月最高/最低	12.53/7.73

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：董影 S1070120050027

☎ 021-31829852

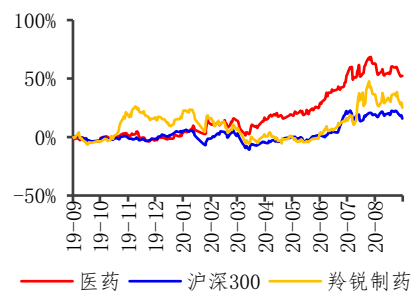
✉ dongyingyjs@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣泓

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 产品空间广阔，低估值优势凸显

## ——羚锐制药（600285）公司深度报告

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2053	2157	2424	2787	3259
(+/-%)	11.1%	5.1%	12.4%	15.0%	16.9%
净利润（百万元）	243	294	343	419	526
(+/-%)	12.0%	21.0%	16.6%	21.9%	25.5%
摊薄 EPS	0.43	0.52	0.60	0.74	0.93
PE	25	21	18	15	12

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

### ■ 国内领先的贴膏剂生产企业，产品、品牌优势明显。

羚锐制药系国内领先的贴膏剂生产企业，目前控股、参股十余家企业，拥有多个科研、生产基地，其中羚锐制药百亿贴膏剂生产基地、羚锐信阳健康产业园均为国内先进生产基地。

公司拥有百余种骨科、心病科、脑病科、麻醉科产品，核心产品通络祛痛膏为国家中药保护品种，46 个品种入选医保目录，构建了多层次、宽领域的产品管线。公司持续推进品牌创新驱动战略，“羚锐”商标被国家公司行政管理总局认定为“中国驰名商标”，品牌市场影响力、美誉度、知名度不断提升。

公司聚焦主业，深耕骨科疾病、心脑血管疾病等领域，2015-2019 年整体营业收入从 10.71 亿元增长至 21.57 亿元，CAGR 为 19%；扣非归母净利润从 1.21 亿元增长至 2.84 亿元，CAGR 为 24%，整体业绩稳健增长，现金流状况较好。

### ■ 从中药贴膏剂到化药透皮贴，公司持续丰富产品线，拓展市场空间

中药贴膏剂 2017 年零售市场规模约为 49 亿元，但是生产企业众多，市场较为担心市场空间将会成为压制羚锐制药业务发展的天花板，但我们认为公司依托持续研发投入来丰富产品线，从中药贴膏剂、到软/硬膏剂、再到化药透皮贴剂，成长空间不断被拓展。

中药贴膏剂在我国具有悠久的历史传承，是中医临床常用的外治手法之一，中药贴膏剂在我国具有悠久的历史传承，是中医临床常用的外治手法之一，羚锐制药作为国内贴膏剂龙头企业，传统骨科贴膏剂用于治疗风湿关节、肌肉痛、扭伤等骨骼肌肉系统疾病，受国内人口老龄化、肥胖患病率增加持续等因素的影响，国内肌肉骨骼疾病患病人数持续上升，市场规模持续增加。羚锐制药骨科贴膏剂有通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏等多个品种，处于行业领先地位。

公司持续加大研发投入，在骨科领域，推出消炎镇痛膏、活血消痛酊等，

与现有贴膏剂形成产品组合,进一步丰富骨科贴膏剂的产品线;还涉足膏剂市场,现已推出三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏、糠酸莫米松软膏等多个品种,并有序推进医疗器械和保健品的研发,完善产品梯队。公司利用贴膏剂技术,在儿科、消化内科、皮肤科等新领域进行品种拓展,上市小儿退热贴、热敷保健贴、晕车贴、暖洋洋热敷贴等多个品种。持续丰富产品线,形成产品群,拓展未来发展空间。

透皮给药是新发展起来的新型给药系统,目前已经成为继口服、注射后的第三大给药途径,整体市场规模在百亿美元左右,公司 2013 年上市芬太尼透皮贴剂,是国内唯一一个上市的骨架型芬太尼透皮贴剂,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消除的疼痛。2019 年样本医院销售超千万,公司还利用研发平台相继推出其他化药透皮贴产品,进一步拓展成长空间。

#### ■ 管理层年轻化,推进营销改革和品牌升级,持续带来边际利润改善

公司管理层已有多名 80 后,管理团队呈现出年轻化、专业化的趋势,一方面为公司注入更多新鲜血液和先进的管理理念,提升管理效率,另一方面品牌理念更为贴近当前年轻消费群体,有助于升级羚锐品牌。

公司推动完成营销平台整合,全资子公司羚锐医药全面整合公司橡胶膏、软膏、口服药销售团队,依托优势渠道资源,对全国市场进行深度覆盖,同时推行精细化考核管理新模式,组建高素质专业的销售队伍,有效激发员工积极性。

公司年轻的管理层更为敏锐的感知消费趋势变化,持续关注体育健康事业,积极推进羚锐品牌“运动化”、“时尚化”、“年轻化”,围绕体育产业进行布局,开展体验式营销策略,拓展至运动医学领域,提升运动人群对羚锐品牌的认知。

同时,公司还重新设计包装产品,整体以专业、安全、现代的品牌调性出发,目前口服药、软膏剂等领域的主要产品正在逐步更新设计,新包装更为迎合市场消费者,进而助力公司品牌升级。

在渠道改革和品牌升级的带动下,品牌溢价能力有望得到持续提升,公司推出部分贴膏剂产品的精品,为市场提供优质的差异化产品。

我们认为,渠道改革及品牌升级势必将会提高公司品牌溢价能力,公司通过提供优质的差异化产品,趋优消费的背景整体销售结构有望持续调整,将会为其带来长期持续的边际利润。

#### ■ 盈利预测及投资建议:

羚锐系国内领先的贴膏剂生产企业,在传统的中药贴膏剂领域形成产品、品牌、市场优势,公司持续加大研发投入,从中药贴膏剂到化药透皮贴,丰富产品线,拓展市场空间。

公司管理团队年轻化专业化,为公司注入更多新鲜血液和先进的管理理念,提升管理效率,同时品牌理念更贴近年轻消费群体,有助于升级羚锐品牌。在渠道改革和品牌升级的带动下,将会为其带来长期持续的边际利

润。

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 24.24 亿元、27.87 亿元和 32.59 亿元，分别同比增长 12.4%、15.0%和 16.9%；归母净利润分别为 3.43 亿元、4.19 亿元和 5.26 亿元，分别同比增长 16.6%、21.9%和 25.5%，EPS 分别为 0.60/0.74/0.93，对应 9 月 8 日收盘价，PE 分别为 18X/15X/12X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**研发进展不及预期，新产品推广不及预期，销售改革效果不及预期，原料成本波动风险，品牌升级失败风险等。

## 目录

1. 贴膏剂领先企业，财务状况持续向好 .....	6
1.1 历史沿革 .....	6
1.2 股权结构 .....	6
1.3 财务状况: .....	7
2. 贴膏剂到透皮贴，市场空间不断拓展 .....	10
2.1 贴膏是中医药传统剂型，未来市场空间广阔 .....	10
2.2 羚锐骨科领域产品线丰富，受医保控费影响不大 .....	12
2.3 龙头品牌优势不断彰显，行业集中度有望持续提升 .....	13
3. 打造产品群，拓展发展空间 .....	14
4. 涉足透皮贴领域，打开成长空间 .....	15
5. 管理层年轻化，推进营销改革和品牌升级，持续带来边际利润改善 .....	17
5.1 管理层年轻化，推动渠道改革和品牌升级 .....	17
5.2 产品结构调整，边际利润持续改善 .....	18
6. 盈利预测及投资建议 .....	20
6.1 盈利预测 .....	20
6.2 投资建议 .....	21
7. 风险提示 .....	22
附：盈利预测表 .....	22

## 图表目录

图 1: 羚锐制药发展历程 .....	6
图 2: 羚锐制药股权结构图 .....	7
图 3: 2015-2020H1 公司营业收入情况 (亿元) .....	8
图 4: 2015-2020H1 公司扣非后归母净利润情况 (亿元) .....	8
图 5: 2015-2020H1 公司费用率情况 (%) .....	8
图 6: 2015-2020H1 公司毛利率和净利率情况 .....	8
图 7: 2015-2019 年公司收入结构变化 .....	9
图 8: 2019 年公司收入结构 .....	9
图 9: 2012-2017 年国内零售药店贴膏类产品销售规模情况 (亿元) .....	10
图 10: 城市社区卫生中心中成药用药市场各类别占比 .....	11
图 11: 城市公立医院中成药用药市场各类别占比 .....	11
图 12: 产品展示 .....	12
图 13: 2015-2019 年通络祛痛膏销量情况 .....	13
图 14: 我国芬太尼 (贴剂) 销售总额 (万元) .....	15
图 15: 我国芬太尼 (贴剂) 销售总数量 (万贴) .....	15
图 16: 我国芬太尼 (贴剂) 生产厂家销售额市占比 .....	16
图 17: 我国芬太尼 (贴剂) 生产厂家数量占比 .....	16
图 18: 2014-2019 年羚锐制药芬太尼销售额情况 .....	16
图 19: 健康消费主力群体情况 .....	18
图 20: 产品升级 .....	19
表 1: 城市社区卫生中心 (站) 中成药用药市场骨骼肌肉系统疾病用药 TOP10 产品市场份额 .....	11
表 2: 城市公立医院中成药市场骨骼肌肉系统疾病用药 TOP10 产品市场份额 .....	12
表 3: 通络祛痛膏 (7cm*10cm*10 贴) 集中招标采购的中标情况 .....	13
表 4: 其他贴膏产品情况 .....	14
表 5: 可比公司 2019 年贴剂销售情况 .....	18
表 6: 分业务盈利预测情况 (百万元) .....	20

# 1. 贴膏剂领先企业，财务状况持续向好

## 1.1 历史沿革

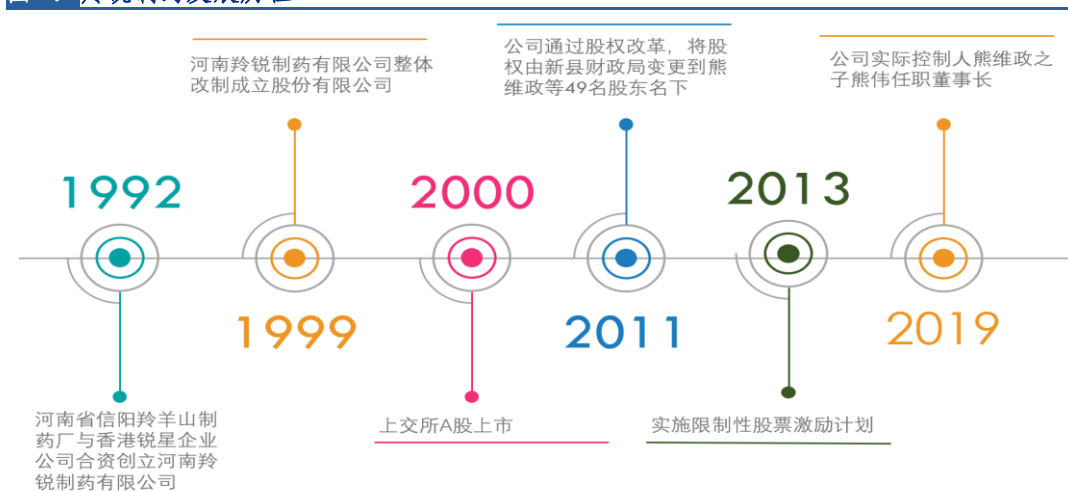
河南羚锐制药股份有限公司（简称：羚锐制药、羚锐、公司）成立于 1992 年 6 月，由河南省信阳羚羊山制药厂和香港锐星企业公司合资组建而成，1999 年 6 月整体改制成为股份公司，2000 年 10 月在上交所挂牌交易，系全国橡胶膏剂药业中首家上市公司。

上市之初公司核心产品为骨质增生一贴灵，1999 年销售占比超过 70%，之后公司不断丰富产品线，目前拥有百余种骨科、心病科、脑病科、麻醉科产品，包括通络祛痛膏（骨质增生一贴灵）、壮骨麝香止痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片、胃疼宁片、参芪降糖胶囊、芬太尼透皮贴剂等，其中通络祛痛膏为国家中药保护品种，通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、培元通脑胶囊、芬太尼透皮贴剂等 46 个品种入选《2017 版医保目录》，构建起多层次、宽领域的产品管线，涵盖骨科、儿科、心脑血管、皮肤科等多个用药领域。

公司持续推进品牌创新驱动战略，“羚锐”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，2019 年小羚羊退热贴荣获“健康中国品牌榜”锐榜品牌、通络祛痛膏荣获“2018 年度中国医药标杆案例奖”、“2018 中国医药品牌社会影响力产品”等荣誉，品牌市场影响力、美誉度、知名度不断提升。

公司目前已经发展成为以药品、医疗器械、健康食品生产经营为主业的高新技术企业，控股、参股十余家企业，拥有多个科研、生产基地，其中羚锐制药百亿贴膏剂生产基地、羚锐信阳健康产业园均为国内先进生产基地。

图 1：羚锐制药发展历程



资料来源：长城证券研究所

## 1.2 股权结构

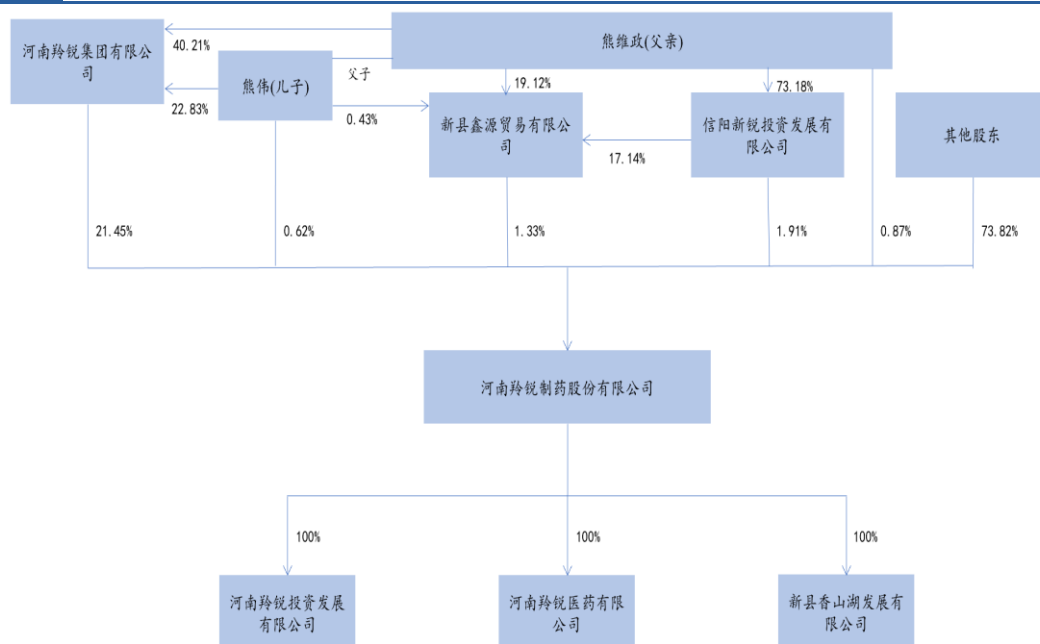
2011 年 6 月 22 日公司公告国有股东性质变更，第一大股东信阳羚锐发展有限公司（持股比例为 9.44%）的股东已由新县财政局变更为熊维政等 49 位原河南省信阳羚羊山制药厂和羚锐制药的员工。



2016年8月23日公司公告控股股东股权结构变动，熊维政先生和熊伟先生等9名自然人分别签署了《股权转让协议》，熊维政先生拟将其持有的羚锐集团18.17%的股权转让给熊伟先生（熊维政先生之子），将其所持羚锐集团7.08%股权转让给其他8名自然人。

目前，熊维政和熊伟分别直接持有上市公司股权0.87%和0.62%；熊维政和熊伟分别持有河南羚锐集团有限公司股份40.21%和22.83%，通过河南羚锐集团有限公司间接持有公司股权21.45%；熊维政持有信阳新锐投资发展有限公司股权73.18%，通过信阳新锐投资发展有限公司间接持有公司股权1.91%；熊维政和熊伟分别持有新县鑫源贸易有限公司19.12%和0.43%，通过新县鑫源贸易有限公司间接持有公司股权1.33%。熊维政和熊伟直接和间接持有公司股份26.18%。其股权关系如下图所示：

图 2：羚锐制药股权结构图

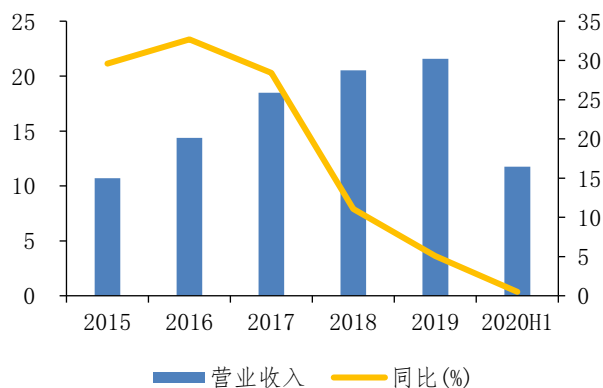


资料来源：Wind，长城证券研究所，截至2020年6月30日

### 1.3 财务状况：

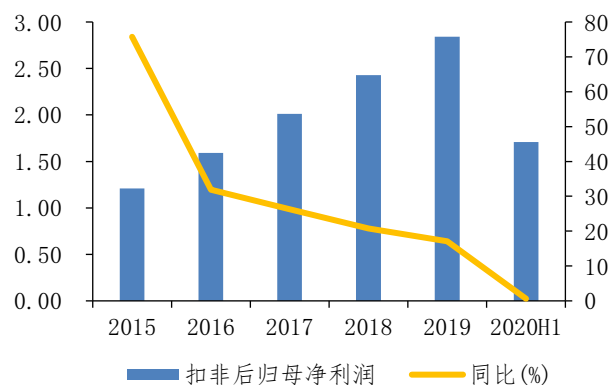
公司聚焦主业，深耕骨科疾病、心脑血管疾病等领域，推动业绩稳健增长，2015-2019年整体营业收入从10.71亿元增长至21.57亿元，CAGR为19%；扣非归母净利润从1.21亿元增长至2.84亿元，CAGR为24%。受今年国内疫情的影响，2020H1公司分别实现营业收入11.75亿元、扣非归母净利润1.71亿元，分别较去年同期增长0.50%和0.63%，我们预计伴随国内疫情防控进展顺利，公司整体营收及利润增速有望恢复正常。

图 3: 2015-2020H1 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

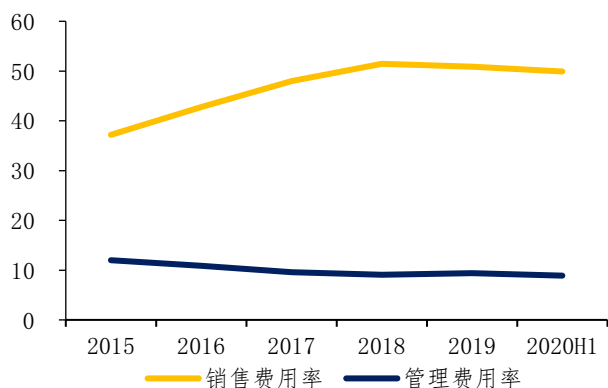
图 4: 2015-2020H1 公司扣非后归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

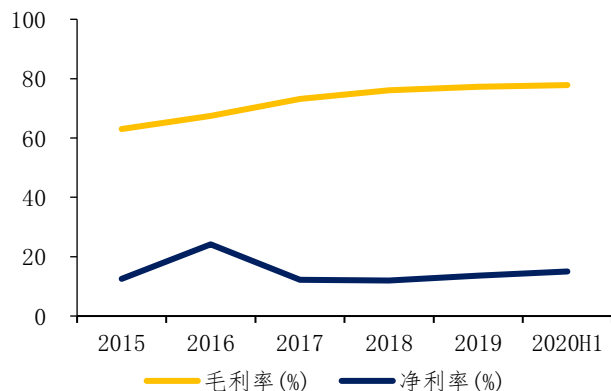
期间受外部两票制、内部营销改革等因素的影响，叠加膏剂类产品（收入占比高）毛利率不断提升，拉动公司综合毛利率持续提升，从 2015 年的 63% 提升至 2020H1 的 78%。由于公司销售团队不断扩大，销售费用率从 2015 年的 37% 上升至 2020H1 的 50%；公司内部管理效率提升及规模效应呈现，带动管理费用率从 2015 年的 12% 下降至 2020H1 的 9%；净利率方面，除 2016 年收到投资收益大幅增加的影响外，其余报告期内均较为平稳。

图 5: 2015-2020H1 公司费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所 注: 管理费用率包括研发费用率

图 6: 2015-2020H1 公司毛利率和净利率情况



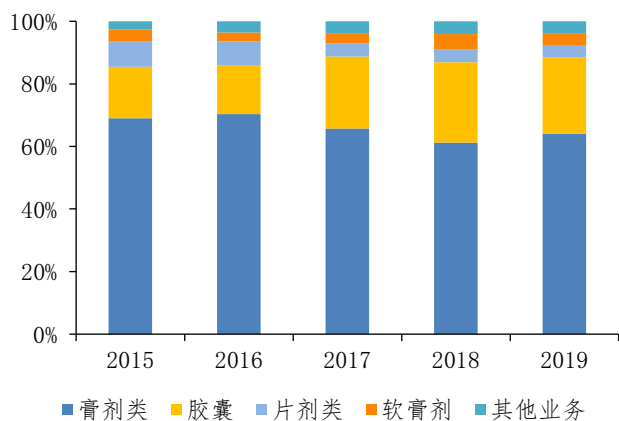
资料来源: Wind, 长城证券研究所

产品结构来看，公司核心产品为膏剂类产品，2019 年收入占比 64%，其他产品为胶囊（24%）、片剂类（4%）、软膏剂（4%），主要产品包括通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、小儿退热贴、芬太尼止痛贴、舒腹贴膏等以及培元通脑胶囊、丹鹿通督片等口服品种。

公司现金流充裕，2015-2020H1 公司经营活动现金流净额持续为正。

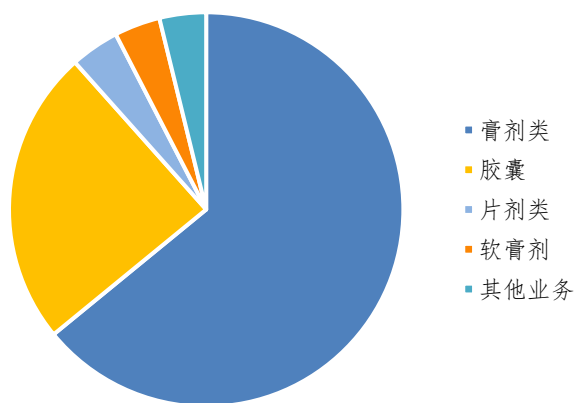


图 7: 2015-2019 年公司收入结构变化



资料来源: 年报, 长城证券研究所

图 8: 2019 年公司收入结构



资料来源: 年报, 长城证券研究所

## 2. 贴膏剂到透皮贴，市场空间不断拓展

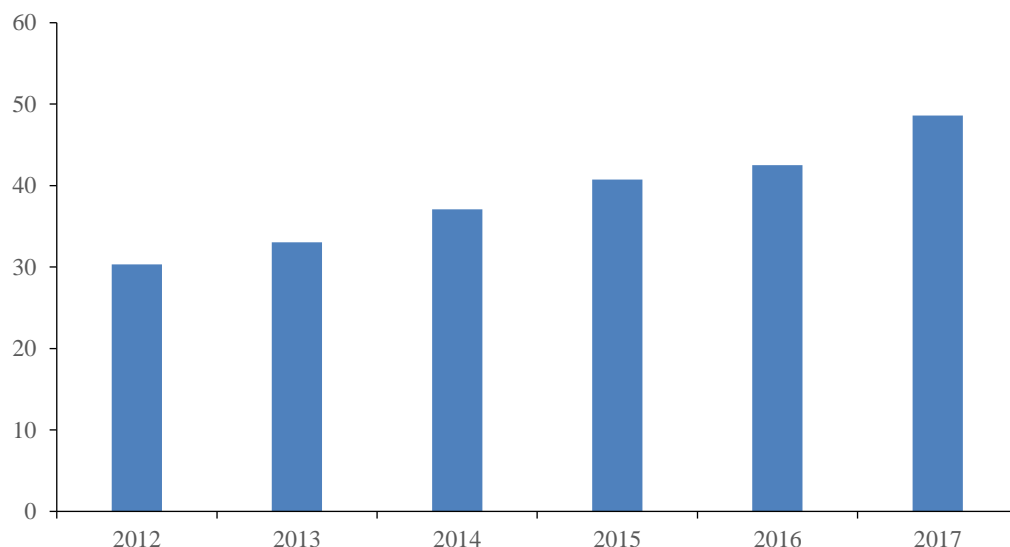
### 2.1 贴膏是中医药传统剂型，未来市场空间广阔

贴膏剂指将原料药与适宜的基质制成膏状物、涂布于背衬材料上供皮肤贴敷、可产生全身性或局部作用的一种薄片状制剂，包括凝胶贴膏（原巴布膏剂或凝胶膏剂）和橡胶贴膏（原橡胶膏剂）。

中药贴膏剂在我国具有悠久的历史传承，是中医临床常用的外治手法之一，明清时期中药贴膏不仅用于皮肤及局部疾病的，还可以通过皮肤用药达到内治的目的。

作为传统经典的外用给药方式，中药贴膏操作简单、使用方便，持续受到患者青睐，国内零售药店外用贴膏类用药销售规模保持稳定增长，米内网统计数据显示，市场规模从2012年的30亿元增长至2017年的49亿元，CAGR达10%。

图 9：2012-2017 年国内零售药店贴膏类产品销售规模情况（亿元）



资料来源：米内网，长城证券研究所

羚锐制药作为国内贴膏剂龙头企业，我们看好其未来增长潜力的原因有：

#### 1、传统骨科贴膏剂主要用于治疗骨骼肌肉系统疾病，市场维持稳健增长：

药监局网站统计数据显示，我国中药贴膏剂类药物已有 240 个生产批件，主要用于治疗风湿关节、肌肉痛、扭伤等骨骼肌肉系统疾病。

肌肉骨骼疾病包括 150 多种影响运动系统的确诊疾患，典型特征是疼痛（通常是持续疼痛）和行动能力、灵巧性和功能受限，最常见的致残性肌肉骨骼疾病是骨关节炎、背部和颈部疼痛、骨质疏松问题造成的骨折、损伤和系统性炎症（如类风湿性关节炎）等。严重影响人们工作和参与社会生活的能力，世界卫生组织统计数据显示，2017 年骨骼肌肉疾病是导致全球残疾的第二大因素，造成重大残疾负担。

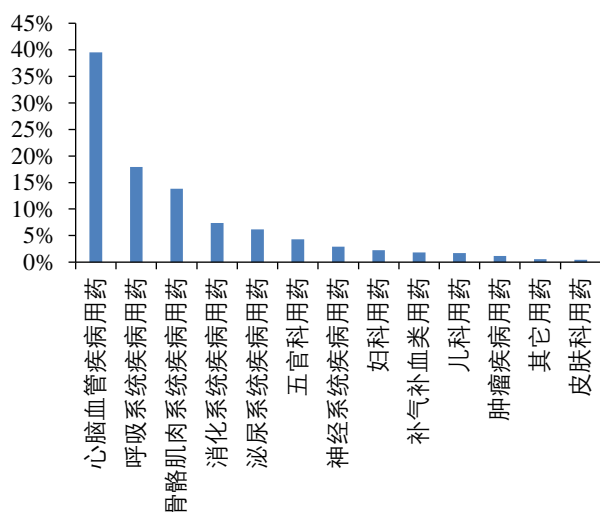
#### 2、人口老龄化、肥胖患病率增加持续推动肌肉骨骼疾病患病人数上升：

国内人口老龄化：根据国家统计局统计，中国 65 岁以上的人口比例从 2000 年的 7% 上升至 2019 年的 12%。骨关节炎是 60 岁以上人群中最常见的肌肉骨骼疾病。

肥胖患病率增加：根据《The Lancet Rheumatology》研究结果显示，相比 1975 年，2014 年中国男性肥胖人数约增加 61 倍，女性约增加 26 倍。

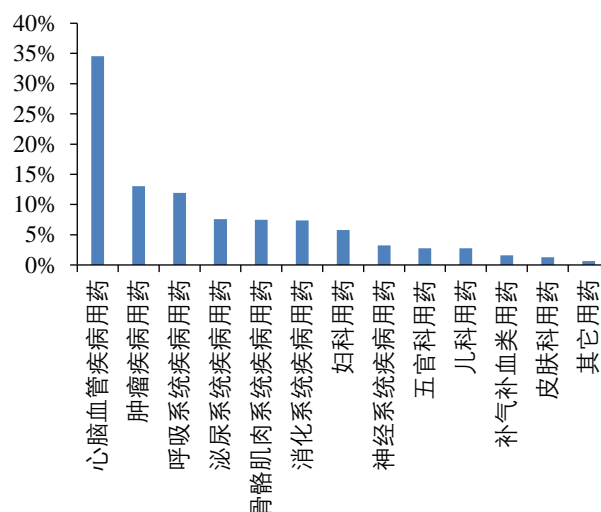
我国正处于老龄化加速阶段，且伴随居民生活方式改变，肥胖患病率增加明显，我国骨骼肌肉系统疾病患病人数不断增加，临床上，由于骨骼肌肉系统疾病涉及疾病种类较多，适用各种症状的药品种类众多，中成药和化学药在治疗过程中均拥有较多的适用患者，2019 年医药工业发展蓝皮书统计数据 displays，在城市社区卫生中心中成药用药市场、及城市公立医院中成药用药市场分别占比 13.84% 和 7.45% 的市场份额。

图 10：城市社区卫生中心中成药用药市场各类别占比



资料来源：蓝皮书，长城证券研究所

图 11：城市公立医院中成药用药市场各类别占比



资料来源：蓝皮书，长城证券研究所

中药贴膏剂直接作用病灶部位、副作用小，一直受市场青睐，以活血止痛膏、云南白药膏、消痛贴膏、通络祛痛膏等为代表的外用止痛药在骨骼肌肉系统疾病中成药用药市场中排名靠前，未来将受益国内老龄化持续、肥胖率提升带来需求增长，市场持续扩容。

表 1：城市社区卫生中心（站）中成药用药市场骨骼肌肉系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

排名	品名	份额
1	活血止痛膏	10.91%
2	云南白药膏	10.71%
3	消痛贴膏	5.70%
4	通络祛痛膏	5.68%
5	云南白药气雾剂	5.36%
6	骨通贴膏	5.07%
7	仙灵骨葆胶囊	3.88%
8	活血止痛胶囊	2.80%
9	藤黄健骨片	2.57%
10	金天格胶囊	2.15%
	TOP10 产品合计	54.84%

资料来源：蓝皮书，长城证券金融研究所

表 2: 城市公立医院中成药市场骨骼肌肉系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

排名	品名	份额
1	消痛贴膏	4.82%
2	金天格胶囊	3.91%
3	活血止痛膏	3.01%
4	白芍总苷胶囊	2.74%
5	痹祺胶囊	2.40%
6	藤黄健骨片	2.32%
7	仙灵骨葆胶囊	2.32%
8	藤黄健骨胶囊	2.17%
9	骨通贴膏	2.12%
10	云南白药膏	2.07%
	TOP10 产品合计	27.87%

资料来源: 蓝皮书, 长城证券金融研究所

## 2.2 羚锐骨科领域产品线丰富, 受医保控费影响不大

羚锐制药骨科贴膏剂有通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏等多个品种, 处于行业领先地位, 其中通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏三个品种入选“2019 年度中国非处方药产品综合统计排名(中成药)”骨伤科类十五强, 三个品种销量合计 13.07 亿贴。

公司骨科贴膏剂产品年生产量和销售量超过 15 亿贴, 该领域实现营业收入 12.76 亿元, 毛利率 76.11%, 2015-2019 年公司骨科领域销售收入从 7.35 亿元增长到 12.76 亿元, 复合增长率约为 15%, 同时受公司产品终端价格及销售结构调整, 毛利率也从 66.49% 提高到 76.11%。

图 12: 产品展示

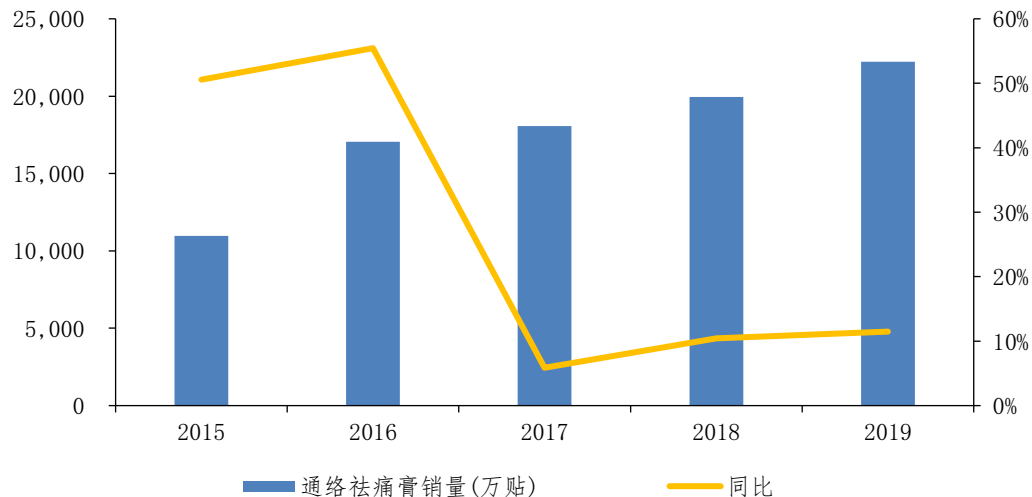


资料来源: 年报, 长城证券研究所

核心品种通络祛痛膏是公司独家明星产品、中药保护品种, 曾荣获“2018 年度中国医药标杆案例奖”、“2018 中国医药品牌社会影响力产品”等荣誉, 属于 OTC 及处方药双跨品种, 已被纳入基药和医保乙类目录。

公司年报披露显示，该品种受医保控费影响甚小，集采中标价格较为稳定，基本维持在不超过 38.90 元/盒，整体的销售呈现快速增长态势，从 2015 年的 10,976 万贴增长至 2019 年的 22,236 万贴，CAGR 为 19.30%，销售额不断攀升。

图 13: 2015-2019 年通络祛痛膏销量情况



资料来源：公司年报，长城证券研究所

表 3: 通络祛痛膏（7cm\*10cm\*10 贴）集中招标采购的中标情况

	2017 年	2018 年	2019 年
中标价格区间	不高于 38.90 元/盒	不高于 38.90 元/盒	33.18-38.90 元/盒
医疗机构实际采购量	8030192	8873194	9935400

资料来源：公司年报，长城证券金融研究所

## 2.3 龙头品牌优势不断彰显，行业集中度有望持续提升

传统贴膏剂行业存在市场门槛低，缺乏统一行业标准等问题，导致行业参与者众多，统计数据显示，目前我国贴膏剂厂家约有 300 多家，其中以云南白药、羚锐制药、奇正藏药、华润天和、康缘药业等为代表的上市公司普遍销售额亿元以上，除此之外，还有大量仅具有区域竞争优势的中小型企业，销售额在数十万到几百万或者千万不等。

一方面国内贴膏剂大多数都是 OTC 品种，具有一定消费品属性，城乡居民收入水平持续提升，带动消费行为更为向品牌聚焦；另一方面随着加强质量监管等政策不断推进，部分未能满足现代制药规范、技术要求的中小企业面临淘汰，因此我们判断贴膏剂市场未来集中度有望进一步提升，羚锐制药作为国内贴膏剂龙头企业，产品线丰富，有望受益行业发展和市场变革，持续稳健增长。

### 3. 打造产品群，拓展发展空间

羚锐制药持续加大研发投入，增强自主研发能力，2019 年研发投入 8075.22 万，在骨科领域，公司 2019 年完善消炎镇痛膏生产工艺研究和复产工作，并推向市场，进一步丰富骨科贴膏剂的产品线，并推出活血消痛酊，用于寒湿瘀阻引起的腰膝疼痛，沉困，活动不利的辅助治疗，与现有贴膏剂形成产品组合。

同时公司利用贴膏剂技术，在儿科、消化内科、皮肤科等新领域进行品种拓展，上市小儿退热贴、热敷保健贴、晕车贴、暖洋洋热敷贴等多个品种。

**表 4: 其他贴膏产品情况**

产品	功能	单贴零售价格（元/片）
关节止痛膏	活血散瘀，温经镇痛。用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤。	0.5（7cm*10cm）
伤湿止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节肿痛。	0.5（7cm*10cm）
壮骨麝香止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛、扭伤。	0.4（7cm*10cm）
辣椒风湿膏	祛风散寒，舒筋活络，消肿止痛。用于关节疼痛，腰背酸痛，扭伤瘀肿，及慢性关节炎和未溃破的冻疮。	1.6（7cm*10cm）
活血消痛酊	活血化瘀，散寒通络，祛风除湿，舒筋止痛。用于寒湿瘀阻引起的腰膝疼痛，沉困，活动不利的辅助治疗。	68 元/瓶
舒腹贴膏	温中散寒，行气止痛。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。	4（6.5cm*10cm）
冰樟桉氟轻松贴膏	用于治疗神经性皮炎、结节痒疹、银屑病、慢性湿疹等瘙痒性皮肤病。	0.5（4cm*6.5cm）

资料来源：公司年报，阿里健康大药房，药品通，长城证券金融研究所

此外，公司还涉足膏剂市场，现已推出三黄珍珠膏、复方酮康唑软膏、糠酸莫米松软膏等多个品种，并有序推进医疗器械和保健品的研发，完善产品梯队，拓展发展空间。



## 4. 涉足透皮贴领域，打开成长空间

透皮给药是新发展起来的新型给药系统，是指在皮肤表面给药，使药物以恒定速率(或接近恒定速率)通过皮肤，进入体循环产生全身或局部治疗作用的新剂型，其优点体现在：药物吸收不受消化道内 pH、食物、转运时间等因素影响；避免肝脏首过效应；克服因吸收过快产生血药浓度过高而引起的不良反应；可持续控制给药速度，灵活给药等，目前已经成为继口服、注射后的第三大给药途径。

1979 年首个透皮贴剂 Transderm-SCOP（东莨菪碱贴剂）获得美国 FDA 批准，此后相关技术不断进步，根据药事纵横统计，截止 2017 年底，FDA 已经批准了 95 个仿制药在透皮贴批文、日本有 155 个，按通用名进行区分，全球范围内上市的透皮贴品种有 31 个，其中销售额峰值超过 1 亿美元的大约有 10 个，整体市场规模在 100 亿美元左右。

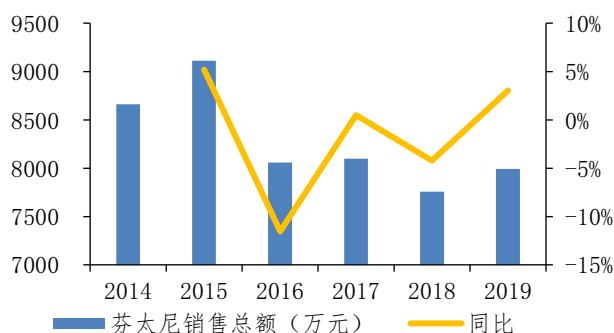
国内同样重视经皮给药制剂技术研发，2016 年国务院印发的《关于促进医药产业健康发展的指导意见》提到，要开发现代中药提取纯化技术，研发符合中药特点的粘膜给药等制剂技术；2018 年国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》中，透皮和粘膜给药制剂新剂型工艺技术基础研究被列入重点产品和服务。

我们认为，中药贴膏剂与西药透皮贴同属于经皮给药系统领域，一定程度上具有较强的技术相通性，公司 2013 年上市芬太尼透皮贴剂，是国内唯一一个上市的骨架型芬太尼透皮贴剂，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消除的疼痛。

芬太尼是一种人工合成的阿片类止痛药物，止痛效果是吗啡的 80-100 倍，临床主要用于医学临床对病人的镇痛和麻醉，国家卫健委已将其纳入《非药用类麻醉药品和精神药品管制品种增补目录》，受到严格管控，存在较高的准入门槛。

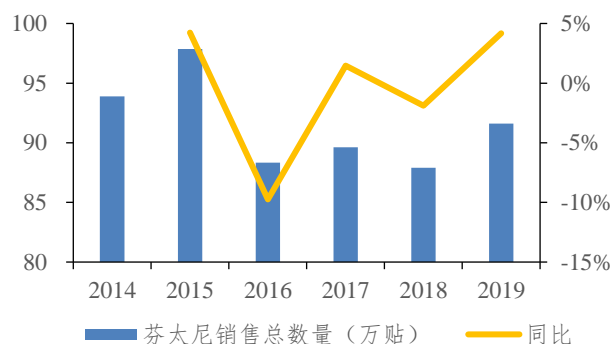
根据 PDB 统计，从样本医院销售数据上分析，中国芬太尼贴膏样本医院销售额维持在约 8000 万元规模（实际放大 3 倍左右，约 2.4 亿元），销售量在 90 万贴左右。

图 14：我国芬太尼（贴剂）销售总额（万元）



资料来源：PDB，长城证券研究所

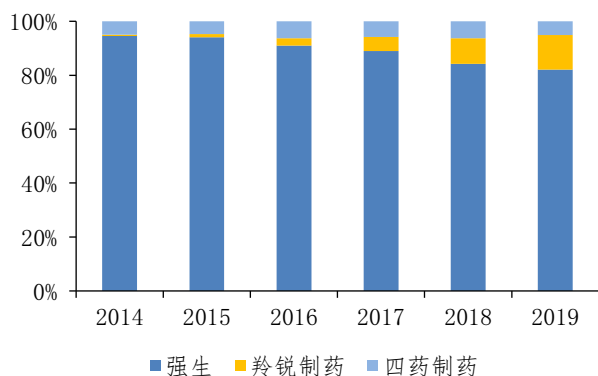
图 15：我国芬太尼（贴剂）销售总数量（万贴）



资料来源：PDB，长城证券研究所

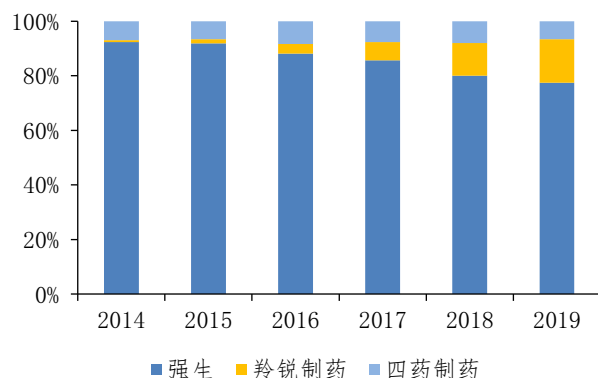
目前国内芬太尼透皮贴（贴剂）市场主要生产厂家仅有强生、羚锐制药和四药制药三家，竞争格局良好，2014 年，羚锐制药的芬太尼透皮贴上市以来销售额市占率和数量占比大幅提升，市占率从 2014 年的 1% 提升至 2019 年的 13%，数量占比从 2014 年的 1% 提升至 2019 年的 16%，销售额也由从 2014 年的 48 万元增长至 2019 年的 1016 万元。

图 16: 我国芬太尼（贴剂）生产厂家销售额市占比



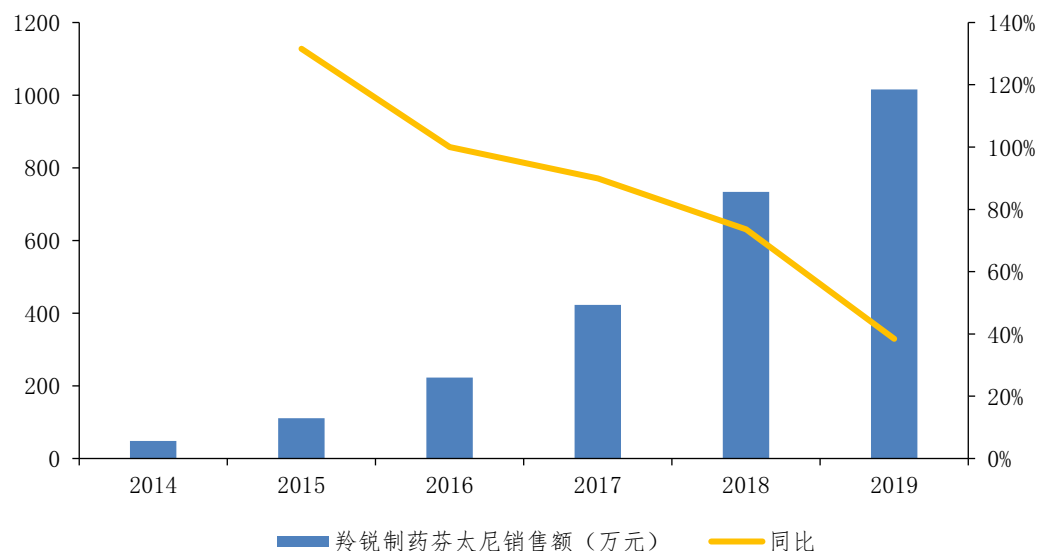
资料来源: PDB, 长城证券研究所

图 17: 我国芬太尼（贴剂）生产厂家数量占比



资料来源: PDB, 长城证券研究所

图 18: 2014-2019 年羚锐制药芬太尼销售额情况



资料来源: PDB, 长城证券研究所

芬太尼透皮贴上市后，公司不断进行技术改进和持续优化生产工艺，依靠国际领先的技术平台和优秀的研发团队，又相继推出咪唑美辛贴片，将产品线从传统中药贴膏剂延伸至化药透皮贴剂领域，持续拓展成长空间。

综上，公司立足中药贴膏剂市场，在镇痛领域形成丰富的产品线、品牌优势，核心产品受医保控费影响小；公司持续进行研发投入，将贴膏剂产品扩展到儿科、妇科、皮肤科等领域，并涉足膏剂市场形成产品群协同；公司还涉足化药透皮贴，推出芬太尼透皮贴、咪唑美辛贴片等品种，不断拓展市场空间。

## 5. 管理层年轻化，推进营销改革和品牌升级，持续带来边际利润改善

### 5.1 管理层年轻化，推动渠道改革和品牌升级

2019年4月25日，公司公告羚锐集团通知：羚锐集团董事长由熊维政先生变更为其子熊伟先生，由此，公司判定实际控制人变更为熊维政和熊伟。

2019年4月29日，公司召开第七届董事会第十三次会议，审议通过了《关于选举公司董事长议案》，熊伟先生开始任职羚锐制药董事长兼总经理。

熊伟出生于1984年，拥有北京大学光华管理学院EMBA学历，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，之后回归羚锐制药，担任过市场部总监、贴膏剂销售部副总经理，羚锐制药总经理助理、副总经理，2019年4月开始担任公司董事长、总经理。

最新资料披露显示，公司管理层中已出现熊伟（董事长、总经理）、冯国鑫（董事、董秘）、李磊（副总经理）三位80后，管理团队呈现出年轻化、专业化的趋势，一方面注入更多新鲜血液和先进的管理理念，提升公司管理效率，另一方面品牌理念更为贴近当前年轻消费群体，在新管理层的带领下，公司正在悄然变化：

首先是渠道改革创新：

公司完成营销平台整合，全资子公司羚锐医药全面整合公司橡胶膏、软膏、口服药销售团队，负责统筹公司销售业务，包括公司自有营销队伍的建设、销售政策的制定、经（分）销商的选择与管理、销售合同的签订等。公司根据统一的战略规划和在销产品特点，分为OTC、基层医疗和临床三大事业部进行专业化的销售工作，由各事业部具体负责组织实施产品推广、销售、回款及收集市场反馈信息等，并推行精细化考核管理新模式，组建高素质专业的销售队伍，有效激发员工积极性。

针对零售市场，OTC事业部开展品牌推广为主的终端动销工作，持续加强与大型连锁药店建立长期稳定的合作关系，开展了以通络祛痛膏+活血消痛叮为核心开展了一系列的终端动销工作，如二月二“龙抬头 颈轻松”、重阳节“舒适镇痛周”公益体验式活动。

基层医疗和临床事业部顺应分级诊疗、基药目录开放等政策发展，构建特色学术平台，以专业化、精细化的学术服务推广模式加强对终端市场的渗透。

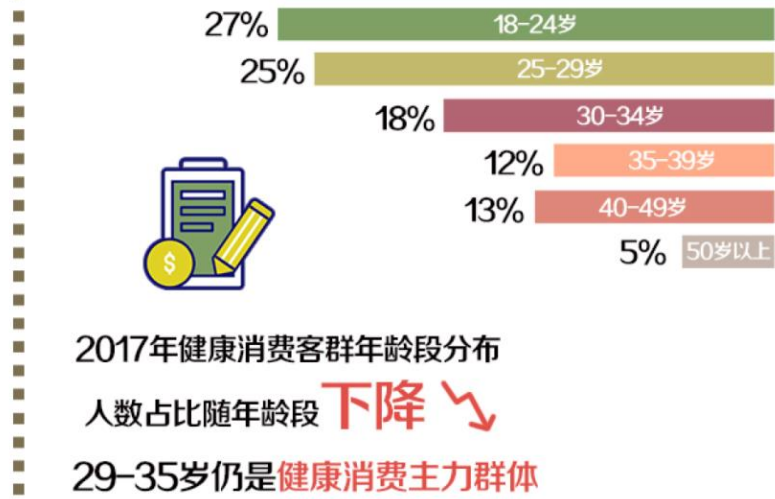
目前公司与终端建立起了长期稳定的合作关系，基本形成了覆盖全国的营销网络，在渠道改革的基础上，公司重新梳理产品线，充分利用OTC、基层医疗机构的渠道资源优势，将软膏剂纳入统一的营销体系后，实现了快速的恢复和增长，青石颗粒、三黄片等一些片剂、胶囊剂产品在基层医疗也保持较快增长。

此外，公司大力发展新零售业务，组建电商团队，拓展线上销售渠道，打造“传播+营销”的品牌生态圈，2020年上半年线上渠道收入贡献已达到1%以上，线上业务既补充传统渠道，迎合年轻消费群体的诉求，又可以降低期间费用损耗。

其次是品牌升级：

伴随社会经济发展，年轻消费群体逐渐成为消费主力，尼尔森 2019 年 11 月发布的《中国消费年轻人负债状况报告》显示，目前，中国的 90 后、00 后约占总人口的 24%，他们将主导未来 5-10 年的中国乃至全球消费格局，尤其是在数字经济时代，年轻消费群体的主导性将会越来越强。2018 年 1 月阿里健康联合时尚健康发布《2017 全民健康数据报告》，数据分析显示国内健康销售持续增长，年轻人成为消费的主力。

图 19：健康消费主力群体情况



资料来源：长城证券研究所

公司年轻的管理层更为敏锐地感知消费趋势变化，持续关注体育健康事业，积极推进羚锐品牌“运动化”、“时尚化”、“年轻化”，公司近几年赞助、参与郑州国际马拉松赛、国际登山健身步道联赛、沙漠英雄和戈壁滩挑战赛等多项赛事，去年赞助线下马拉松，今年参与了线上马拉松活动，为其提供“通络祛痛膏+活血消痛酊”的专业护理保障，积极拓展运动医学领域。公司围绕体育产业进行布局，开展体验式营销策略，针对运动人群进行宣传，有利于公司扩大终端消费群体，打开潜在的消费空间。

## 5.2 产品结构调整，边际利润持续改善

2019 年年报披露显示，公司贴膏剂（通络祛痛膏+壮骨麝香止痛膏+伤湿止痛膏+关节止痛膏+小儿退热贴）累计实现销售量 15.48 亿贴，当年贴膏剂营业收入约为 13.82 亿元，对比来看公司贴膏剂的销售均价远低于可比公司。

表 5：可比公司 2019 年贴剂销售情况

公司	贴剂销售收入（亿元）	贴剂销售数量（万贴）	贴剂销售均价（元/贴）
羚锐制药	13.82	154750.2	0.89
奇正藏药	10.50	11435.50	9.18
康缘药业	1.86	842.76（万盒）	4.41

资料来源：公司年报，长城证券金融研究所（备注：康缘南星止痛膏按 5 贴/盒推算）

进一步细分来看，阿里健康大药房数据显示，公司销售产品中仍存在部分每贴单价低于 1 元的产品，在渠道改革和品牌升级的带动下，公司品牌溢价能力有望持续提升。

在此基础上，公司升级现有产品，推出部分贴膏剂产品的精品，相对于传统贴膏，精品在使用上给消费者带来的舒适度会更好，相应的终端售价也有所提高。公司通过向市场提供优质的差异化产品，保留传统普药市场的优势地位，同时也给予消费者更多选择的



权利，随着消费者支付能力提升，越来越多的消费者更愿意为更好的产品支付溢价，消费结构的变化推动精品产销量的不断提高，由此将会为公司带来持续的边际利润改善。

图 20: 产品升级



资料来源：长城证券研究所

公司管理层年轻化、专业化，更为清晰地感知年轻消费群体的消费习惯、意愿、诉求；公司推动渠道改革创新，更好发挥渠道资源优势，提高对终端市场的渗透；并围绕体育产业布局，重新包装产品设计，积极推进羚锐品牌“运动化”、“时尚化”、“年轻化”，升级羚锐品牌；因此，我们认为，渠道改革及品牌升级势必将会提高公司品牌溢价能力，公司通过提供优质的差异化产品，趋优消费的背景下整体销售结构有望持续调整，将会为其带来长期持续的边际利润。

## 6. 盈利预测及投资建议

### 6.1 盈利预测

■ 对于公司整体业绩，我们基于以下几个假设对公司进行过盈利预测：

- 1) 现行行业政策无太大变化，公司整体经营环境延续。
- 2) 公司推动渠道改革，带动现有产品稳健增长，核心品种通络祛痛膏价格稳定，伴随公司品牌升级，产品结构调整带动毛利率提升；我们预测未来三年公司贴膏剂业务收入分别为 10%、12%、15%，毛利率分别为 78.59%、79.55%、80.43%；
- 3) 胶囊类/片剂类等品种受益公司渠道整合，未来三年保持较快增长，增速为 20%，毛利率维持不变。
- 4) 公司持续提升品牌形象，未来三年广告费用增速分别为 10%、20%、20%。
- 5) 公司持续加大研发投入，未来三年研发费用率分别为 4.71%、5.56%、6.59%；
- 6) 公司所得税率保持稳定；

表 6: 分业务盈利预测情况（百万元）

科目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,157.05	2,423.99	2,787.15	3,259.43
同比增速（%）	5.06%	12.38%	14.98%	16.94%
毛利率（%）	77.29%	77.85%	78.40%	78.91%
橡胶膏剂类				
营业收入	1,382.29	1520.52	1702.98	1958.43
同比增速（%）	10.05%	10.00%	12.00%	15.00%
胶囊类				
营业收入	524.74	603.45	724.14	868.97
同比增速（%）	-0.62%	15.00%	20.00%	20.00%
片剂类				
营业收入	86.41	103.69	124.43	149.32
同比增速（%）	-0.85%	20.00%	20.00%	20.00%
软膏剂类				
营业收入	81.16	97.39	116.87	140.24
同比增速（%）	-16.54%	20.00%	20.00%	20.00%
期间费用率				
销售费用率（%）	50.85%	49.89%	48.95%	47.51%
管理费用率（%）	5.73%	5.53%	5.25%	4.90%
研发费用率（%）	3.65%	4.71%	5.56%	6.59%
税率（%）	15%	15%	15%	15%

资料来源：长城证券金融研究所



## 6.2 投资建议

羚锐制药是国内领先的贴膏剂生产企业，拥有丰富产品线，且在骨科领域形成自身竞争优势，未来将持续受益国内老龄化深入及肥胖率增加带来的骨科用药市场的扩容；公司持续利用透皮给药技术延伸新产品，从中药贴膏剂到化药透皮贴，拓展增长空间。

公司管理团队呈现出年轻化、专业化的趋势，一方面为公司注入更多新鲜血液和先进的管理理念，提升管理效率，持续推进营销改革；另一方面年轻群体逐渐成为市场消费的主力，公司高管团队的品牌理念更为贴近市场，极推进羚锐品牌“运动化”、“时尚化”、“年轻化”，升级羚锐品牌。渠道改革及品牌升级势必将会提高公司品牌溢价能力，公司通过提供优质的差异化产品，趋优消费的背景下整体销售结构有望持续调整，将会为其带来长期持续的边际利润。

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 24.24 亿元、27.87 亿元和 32.59 亿元，分别同比增长 12.4%、15.0%和 16.9%；归母净利润分别为 3.43 亿元、4.19 亿元和 5.26 亿元，分别同比增长 16.6%、21.9%和 25.5%，EPS 分别为 0.60/0.74/0.93，对应 9 月 8 日收盘价，PE 分别为 18X/15X/12X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 7. 风险提示

研发进展不及预期，新产品推广不及预期，销售改革效果不及预期，原料成本波动风险，品牌升级失败风险等。

### 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2053	2157	2424	2787	3259	成长性					
营业成本	491	490	537	602	687	营业收入增长	11.1%	5.1%	12.4%	15.0%	16.9%
销售费用	1057	1097	1209	1364	1549	营业成本增长	-1.1%	-0.3%	9.6%	12.1%	14.2%
管理费用	129	124	134	146	160	营业利润增长	10.5%	16.0%	20.0%	21.0%	24.7%
研发费用	58	79	114	155	215	利润总额增长	7.4%	20.4%	18.7%	21.1%	25.4%
财务费用	7	-2	2	1	0	净利润增长	12.0%	21.0%	16.6%	21.9%	25.5%
其他收益	25	22	19	22	21	盈利能力					
投资净收益	-11	-2	-1	-2	-1	毛利率	76.1%	77.3%	77.9%	78.4%	78.9%
营业利润	294	341	410	496	618	销售净利率	12.0%	13.6%	14.4%	15.1%	16.2%
营业外收支	-11	0	-5	-5	-3	ROE	11.7%	13.2%	14.5%	15.6%	17.0%
利润总额	283	341	405	491	615	ROIC	17.9%	23.0%	24.2%	25.5%	29.0%
所得税	38	48	57	69	87	营运效率					
少数股东损益	3	-1	5	3	3	销售费用/营业收入	51.5%	50.9%	49.9%	49.0%	47.5%
净利润	243	294	343	419	526	管理费用/营业收入	6.3%	5.7%	5.5%	5.2%	4.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.8%	3.6%	4.7%	5.6%	6.6%
流动资产	1595	1754	1996	2250	2623	财务费用/营业收入	0.4%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
货币资金	640	741	843	918	1160	投资收益/营业利润	-3.6%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
应收票据及应收账款合计	561	619	723	823	907	所得税/利润总额	13.3%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
其他应收款	6	19	2	20	5	应收账款周转率	3.63	3.66	3.61	3.61	3.77
存货	324	287	345	407	452	存货周转率	1.43	1.61	1.70	1.60	1.60
非流动资产	1515	1561	1632	1731	1863	流动资产周转率	1.28	1.29	1.29	1.31	1.34
固定资产	772	757	816	902	1020	总资产周转率	0.64	0.67	0.70	0.73	0.77
资产总计	3110	3316	3628	3981	4486	偿债能力					
流动负债	943	1014	1149	1193	1293	资产负债率	32.7%	33.0%	33.9%	32.0%	30.6%
短期借款	201	135	207	181	174	流动比率	1.69	1.73	1.74	1.89	2.03
应付款项	62	68	81	90	108	速动比率	1.29	1.39	1.38	1.49	1.62
非流动负债	73	82	82	82	82	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.43	0.52	0.60	0.74	0.93
负债合计	1015	1095	1230	1275	1375	每股净资产	3.67	3.89	4.20	4.73	5.44
股东权益	2094	2220	2398	2706	3111	每股经营现金流	1.18	0.83	0.57	0.69	1.05
股本	586	568	568	568	568	每股经营现金/EPS	2.75	1.60	0.94	0.94	1.13
留存收益	978	1185	1377	1603	1868						
少数股东权益	12	11	15	18	21	估值					
负债和权益总计	3110	3316	3628	3981	4486	PE	25.26	20.87	17.90	14.67	11.69
现金流量表						PEG	1.12	-3.77	1.14	0.75	0.54
经营活动现金流	436	450	322	394	594	PB	2.95	2.78	2.58	2.29	1.99
其中营运资本减少	348	97	-93	-104	-22	EV/EBITDA	16.33	13.73	12.05	9.83	7.58
投资活动现金流	118	-212	-120	-178	-222	EV/SALES	2.81	2.58	2.30	1.96	1.60
其中资本支出	52	59	81	110	143	EV/IC	2.46	2.32	2.10	1.87	1.57
筹资活动现金流	-278	-278	-101	-141	-130	ROIC/WACC	1.80	2.32	2.43	2.54	2.86
净现金总变化	276	-40	102	75	242	REP	1.37	1.00	0.86	0.74	0.55

**研究员承诺**

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收到任何形式的报酬。

**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。

**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所，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。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——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 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：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

北京办公地址：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

上海办公地址：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.cqws.com>

