

2025年11月13日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

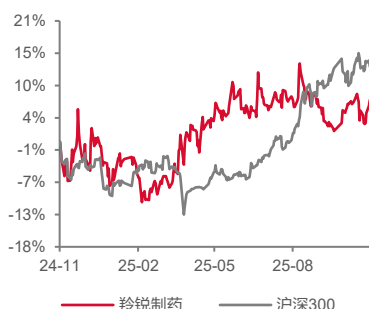
dyh@longone.com.cn

证券分析师

赖菲虹 S0630525050001

lfhong@longone.com.cn

数据日期	2025/11/13
收盘价	22.88
总股本(万股)	56,712
流通A股/B股(万股)	56,587/0
资产负债率(%)	42.96%
市净率(倍)	3.95
净资产收益率(加权)	20.40
12个月内最高/最低价	24.94/19.83



相关研究

《羚锐制药（600285）：盈利能力持续提升，银谷并表带来增长新动能——公司简评报告》2025.08.22

《羚锐制药（600285）：核心产品增长稳健，利润端表现优秀——公司简评报告》2025.05.13

《羚锐制药（600285）：品牌渠道持续深耕，经营效率稳步提升——公司简评报告》2024.08.15

羚锐制药（600285）：业绩稳健增长，产品线不断丰富

——公司简评报告

投资要点

- **业绩稳健增长，银谷并表贡献增量。**公司2025年前三季度实现营业收入30.41亿元（同比+10.23%），归母净利润6.51亿元（同比+13.43%），扣非净利润6.05亿元（同比+11.77%）；2025年Q3单季度实现营业收入9.42亿元（同比+10.44%，环比-12.64%），归母净利润1.77亿元（同比+9.77%，环比-31.46%），扣非归母净利润1.63亿元（同比+10.41%，环比-31.79%）。在行业增长放缓的背景下，公司业绩保持稳健，新并购的银谷制药为业绩带来显著增量。
- **核心产品平稳增长，产品线不断丰富。**2025年前三季度，预计公司贴剂实现营收同比增速个位数，胶囊剂收入同比下滑，片剂收入同比略增。核心产品中，通络祛痛膏预计将通过线上线下场景式营销、医疗机构/健康平台合作巩固市场地位。两只老虎系列袋装产品因市场环境等原因，预计2025Q3销量仍然有一定压力。芬太尼透皮贴剂受益于市场投入加大及竞争格局优化，全年收入有望超亿元。此外，软膏剂新品莫匹罗星软膏上市后市场需求旺盛，有望成为新的增长点。
- **盈利能力保持稳定，费用投放精准有效。**公司2025年前三季度毛利率为81.02%（同比+6.02pct），净利率为21.49%（同比+0.69pct），主要系高毛利的银谷制药并表及产品结构变化所致。费用率方面，前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为47.26%/5.82%/3.44%，同比+2.84pct/+1.45pct/+0.74pct，费用率增加主要因银谷制药并表及公司为积极应对OTC渠道竞争和挑战，在参芪降糖胶囊、芬太尼透皮贴剂和金尔力等产品上增加了市场推广和客户教育投入。从相关产品表现看，增量费用投入已达到预期效果，为后续增长奠定基础。
- **并购银谷制药整合顺利，协同效应逐步显现。**银谷制药自2025年3月起并表，整合进展符合预期，成为公司重要业绩增量。必立汀新增的感冒适应症已于2025年7月获批，为其市场拓展注入新活力。公司已开始利用自身OTC渠道优势赋能金尔力，在样板市场试点销售进展顺利，协同效应正逐步释放。
- **投资建议：**公司作为中药贴膏龙头企业，具有高度品牌价值，OTC渠道建设持续为新产品推广赋能。我们维持公司2025/2026/2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为8.26/9.51/10.79亿元，EPS分别为1.46/1.68/1.90元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期风险，产品降价风险，中药材价格上涨风险等。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,500.83	4,073.47	4,646.12	5,183.01
增长率（%）	5.72%	16.36%	14.06%	11.56%
归母净利润（百万元）	722.55	826.30	950.82	1,079.40
增长率（%）	27.19%	14.36%	15.07%	13.52%
EPS（元/股）	1.27	1.46	1.68	1.90
市盈率（P/E）	17.96	15.70	13.65	12.02
市净率（P/B）	4.22	3.91	3.61	3.31

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年11月13日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,501	4,073	4,646	5,183
%同比增速	6%	16%	14%	12%
营业成本	847	996	1,138	1,265
毛利	2,654	3,077	3,509	3,918
%营业收入	76%	76%	76%	76%
税金及附加	45	57	65	73
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1,597	1,853	2,105	2,338
%营业收入	46%	46%	45%	45%
管理费用	167	187	209	228
%营业收入	5%	5%	5%	4%
研发费用	132	155	179	202
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	-19	-17	-19	-25
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	44	61	70	78
投资收益	40	49	56	62
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	810	950	1,093	1,241
%营业收入	23%	23%	24%	24%
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	828	950	1,093	1,241
%营业收入	24%	23%	24%	24%
所得税费用	105	123	142	161
净利润	723	826	951	1,079
%同比增速	27%	14%	15%	14%
归属于母公司的净利润	723	826	951	1,079
%营业收入	21%	20%	20%	21%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.27	1.46	1.68	1.90

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.27	1.46	1.68	1.90
BVPS	5.42	5.85	6.35	6.91
PE	17.96	15.70	13.65	12.02
PEG	0.66	1.09	0.91	0.89
PB	4.22	3.91	3.61	3.31
EV/EBITDA	13.75	11.60	9.76	8.31
ROE	24%	25%	26%	28%
ROIC	21%	24%	25%	26%

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,228	1,327	1,770	2,248
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	472	588	632	662
存货	435	498	553	597
预付账款	12	16	17	18
其他流动资产	310	615	621	626
流动资产合计	2,458	3,045	3,593	4,151
长期股权投资	73	73	73	73
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	588	558	527	490
无形资产	204	204	203	202
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	200	219	219	219
其他非流动资产	1,494	1,420	1,422	1,416
资产总计	5,017	5,519	6,037	6,552
短期借款	33	43	53	63
应付票据及应付账款	85	89	95	98
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	154	181	207	230
应交税费	78	122	139	155
其他流动负债	1,524	1,676	1,855	2,001
流动负债合计	1,874	2,111	2,350	2,548
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	22	44	44	44
其他非流动负债	40	36	36	36
负债合计	1,937	2,191	2,430	2,628
归属于母公司的所有者权益	3,073	3,320	3,599	3,916
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益	3,080	3,328	3,607	3,924
负债及股东权益	5,017	5,519	6,037	6,552

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	876	888	1,103	1,214
投资	26	0	0	0
资本性支出	-115	-67	-53	-43
其他	-576	-149	56	62
投资活动现金流净额	-666	-216	3	19
债权融资	-62	11	10	10
股权融资	35	0	0	0
支付股利及利息	-451	-585	-673	-764
其他	7	1	0	0
筹资活动现金流净额	-472	-573	-663	-754
现金净流量	-262	99	443	479

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 11 月 13 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089