

# 羚锐股份（600285） 中药

传统业务平稳增长，透皮叫好卖座需谨慎

投资评级 中性 公司评级 A 收盘价 9.54 元

## 投资要点：

- 1、公司既有业务分为膏贴事业部和口服药事业部，膏贴行业竞争激烈，公司与奇正、天和形成了三足鼎立局面，06-07 年公司膏贴逐步提价 20-30%，毛利率逐步提高，08 年仅有部分终端提价未到位，提价对利润的贡献逐步减小；
- 2、信阳分公司口服剂事部门成为新增长点，培元通脑胶囊、丹鹿通督片、结石康公司比较看好，我们的观点是：尽管公司开始加大营销资源投入，但考虑到同类产品较多，信阳分公司的高增长仅是规模较小时的正常回归，未来 2-3 年可能形成 1-2 亿的销售；
- 3、我们认为传统业务盈利能力并不强，未来将保持 15%左右的平稳增长，诸如如热压法替代溶剂法节省成本，09 年所得税率的降低将增厚业绩；
- 4、芬太尼贴片项目代表公司产业升级方的向。竞争对手包括西安杨森和常四药，由于储库型贴片存在安全问题，杨森公司也发展了骨架型芬太尼贴片，因此未来公司主要在价格和销售方面与杨森竞争，目前产品还在走审批程序，1-2 年内对业绩贡献我们也只谨慎乐观；
- 5、不考虑贴片项目，就现有经营性业务预计 09、10、11 年每股收益为 0.21 元，0.26 元，0.31 元，芬太尼项目具有较高的不确定性，我们暂时给予公司中性的投资评级，待项目市场前景明确后再相机调高评级。

2009 年 7 月 27 日

## 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 8.59/4.02        |
| 上证指数/深圳成指     | 3088.37/12258.79 |
| 50 日均成交额(百万元) | 57.43            |
| 市净率(倍)        | 2.95             |
| 股息率           |                  |

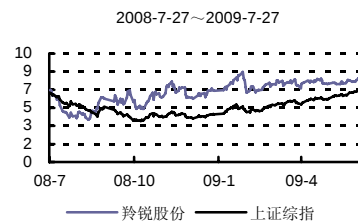
## 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 流通股(百万股)  | 200.72  |
| 总股本(百万股)  | 200.72  |
| 流通市值(百万元) | 1565.62 |
| 总市值(百万元)  | 1565.62 |
| 每股净资产(元)  | 2.64    |
| 净资产负债率    | 78.99%  |

## 股东信息

|       |            |
|-------|------------|
| 大股东名称 | 信阳羚锐发展有限公司 |
| 持股比例  | 9.44%      |

## 52 周行情图



## 相关研究报告

## 联系方式

|      |                                  |
|------|----------------------------------|
| 研究员： | 刘斌                               |
| 电 话： | 021-51097188-1859                |
| 电 邮： |                                  |
| 联系人： | 朱厚中                              |
| 电 话： | (86-21) 51097188-1853            |
| 电 邮： | zhuhouzhong@gyzq.com.cn          |
| 地 址： | 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120) |

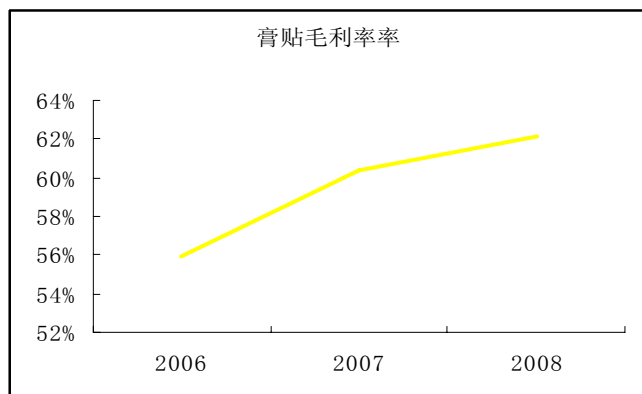
公司分为两个事业部，分别是膏贴剂事业部与内服药事业部，膏贴剂集中在新县本埠，是目前的主要收入和利润来源，内服药则集中在信阳分公司，目前规模还比较小，另外一块就是保健品子公司及其控股的零售业务，基本保持盈亏平衡。

### 膏贴业务维持 15-20%增长

膏贴剂行业门槛比较低，行业竞争激烈，厂家在 200~300 家左右，目前形成依次为奇正、天和与羚锐的三足鼎立局面，三家市场份额超过 50%，公司的三个主力产品通络祛痛膏销售 1 亿，壮骨麝香止痛膏收入 1.2 亿，以及伤湿止痛膏接近 1 亿。奇正定位高端，走医院路线，而公司与天和则定位低端，主要走 OTC 路线，对渠道成熟的掌控是公司的优势。06 年-07 年公司膏贴产品逐步提价 20-30%，因此带动膏贴产品毛利率逐步上升，08 年部分终端提价未执行到位，但提价对利润贡献应逐步减小；

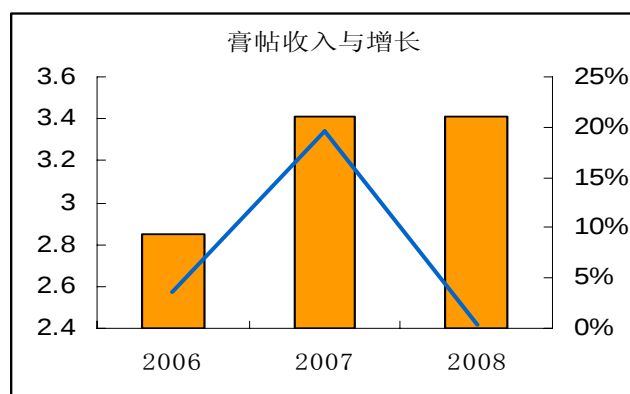
公司准备采用热压法新技术全面替换过去的溶剂法，由于节省了汽油溶剂，因此每条生产线节省成本 200 万，目前业内大厂还没有采用该技术，但小厂运用该技术较普遍，公司计划新上 5 条线替换老的生产线，上半年已经投产 1 条，3 条线已经准备投产，新投产的 1 条线还主要是试探性的用于生产次要膏贴产品，我们预计 1-2 年内，5 条线全面替换老的生产线后，全面投产将 2-3 年带来 1000 万的成本节约。

图 1:膏贴毛利率



资料来源：公司公告

图 2: 膏贴收入与增长



资料来源：公司公告

### 信阳分公司成为新增长点

信阳分公司是以生产胶囊、片剂为主的口服剂事业部，公司比较看好培元通脑胶囊、丹鹿通督片和结石康三个产品，三个产品获得批文较早，早期因没有投入更多的销售资源，业绩平平，近两年公司开始加大投入，积极寻找区域总经销，培元通脑胶囊在北京、上海、湖北地区销售较好，09 年上半年已经达到 1000 万，信阳分公司上半年收入达到 3000 万，已达到去年全年水平，贡献利润几百万，我们认为，虽然部分中药具有一定特色，但同类产品较多，快速的增长是正常的规模回归，未来 2-3 年可能形成 1-2 亿的销售规模，贡献利润 1000-2000 万。

表 1 部分典型中药产品

|        | 功能主治             | 批文时间       | 市场前景   |
|--------|------------------|------------|--------|
| 培元通脑胶囊 | 缺血性脑中风           | 2002 年 6 月 | 同类产品较多 |
| 丹鹿通督片  | 用于腰椎管狭窄症         | 2005 年 2 月 | 同类产品较多 |
| 结石康    | 适用于肾、输尿管或膀胱的小结石  | 2003 年 1 月 | 同类产品较多 |
| 参芪降糖胶囊 | 主治消渴症，用于 II 型糖尿病 | 2002 年 6 月 | 同类产品较多 |

资料来源：公司网站

### 我们对传统业务的总体判断

我们计算了公司扣除非经常收益后的净利润，06、07、08 三年分别约为 723 万，2500 万和 731 万，折合每股收益 0.04 分、0.13 和 0.04 分，总体盈利能力不强，09 年因为雪灾损失计提存货减值 800 万，09 年该事项不存在，所得税率降低将增厚业绩。

### 芬太尼贴片项目代表公司产业升级的“开山作品”

公司引进德国技术，计划投资 2 亿打造透皮技术(TDS)平台，5000 万帖芬太尼贴片是该技术平台的重要产品。TDS 这种给药系统以其持久、恒定和可控的血药浓度避免了肝脏的首过效应、提高了生物利用度、给药途径简单、患者依从性高等优点受到市场关注，目前，欧美国家都将透皮制剂作为药剂学研究的重点，发达国家一般是先采用透皮给药、再是口服、最后才是注射，中国则正相反，欧美国家已经形成了透皮、口服、注射给药各三分天下的局面，而国内透皮药规模比较小。目前，国内已经上市的透皮贴片包括芬太尼、可乐定、硝酸甘油、雌二醇等，治疗领域集中在神经、心血管、激素领域。

公司的战略思路很清楚，即依托 TDS 平台，发展化学药物贴片，并逐渐研究开发中药贴片技术。芬太尼是一种合成阿片类镇痛药，是国内强镇痛临床主流用药，目前以宜昌人福气的瑞芬太尼和舒芬太尼注射剂为主，贴片则包括西安杨森和常州四药，西安杨森芬太尼贴片为进口分装，销售达到 1 个多亿，由于受到多瑞吉的致死案例影响，也发展了骨架型贴片，其中骨架型贴片销售 6000 万，常四药的芬太尼贴片市场则尚未打开。

表 2 芬太尼贴片两种类型比较

|      | 储库型                   | 骨架型                        |
|------|-----------------------|----------------------------|
| 特点   | 药物被控释膜包裹,一次连续释放       | 药物溶解分散在聚合物骨架内,分散连续释放       |
| 安全问题 | 存在药物外泄,有致死案例          | 是储库型的升级产品,安全性高             |
| 代表产品 | 常四药芬太尼贴片,西安杨森的多瑞吉     | 西安杨森芬太尼贴片(骨架型),德国莱普泰克芬太尼贴片 |
| 价格   | 多瑞吉 4.2 毫克规格每贴 86.2 元 | 130 元/贴                    |

资料来源：国元证券研发中心

公司芬太尼贴片面积比西安杨森缩小 2.5 平方厘米，价格定位将稍低，目前还在走审批程序，由于麻醉药临床实验只需走生物等效性试验替代程序，因此只需要几个月时间，公司也在争取免临床试验，最快也要年底能拿到批文，如果走临床试验程序估计要到 10 年中期拿到批文，西安杨森正在开拓骨架型市场，因此，公司芬太尼贴片晚些上市未必不是好事。我们看好贴片项目前景，但该产品属于自费项目，因此市场的开拓可能比较艰辛。

### 持有股权将带来增值收益

公司持有武汉健民股权还有约 800 万股，另外投资 6155 万的江苏亚帮染料股份公司有望在 10 年以后 IPO，将带来不菲的股权增值收益，我们还了解到，子公司郑州羚锐有可能单独上市，按照上市要求，公司必须由目前的 49%控股转变为参股，09 年可能退出部分股权，因此也将带来出售股权收益。

### 投资评级：

我们不考虑贴片，就现有经营性业务预计 09、10、11 年每股收益为 0.21 元，0.26 元，0.31 贴片项目不确定性较高，但代表了公司产业升级的方向，我们假设 10 年下半年投产，按照每帖 40 元的出厂价，实现 50 万贴销售，净利率为 25%，则贡献 EPS 为 0.025 元，我们认为这仍旧是比较乐观的估计，因为这个假设相当于西安杨森目前的出货水平，而存在西安杨森这个强劲对手，似乎上市伊始就并驾齐驱的可能性较小。基于以上推论，我们暂时给予公司中性的投资评级，待明确了芬太尼的市场前景后，再相机调高评级。

## 国元证券投资评级体系:

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                           |   | 公司质地评级           |
|------|----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上   | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间   | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上    |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn