

强烈推荐-A (维持)

丽珠集团 000513.SZ

目标估值: N/A

当前股价: 68.98 元

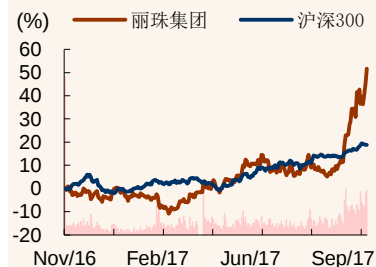
2017 年 11 月 02 日

基础数据

上证综指	3383
总股本(万股)	55323
已上市流通股(万股)	34800
总市值(亿元)	382
流通市值(亿元)	240
每股净资产(MRQ)	19.1
ROE(TTM)	41.7
资产负债率	28.9%
主要股东	健康元药业集团股份
主要股东持股比例	23.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	44	49
相对表现	26	28	30



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《丽珠集团(000513)一艾普拉唑肠溶片加速放量 期待粉针年内获批》2017-10-26
- 2、《丽珠集团(000513)一获得药品生产许可证 开始准备单抗生产各项条件》2017-09-24
- 3、《丽珠集团(000513)一原料药表现亮眼 关注单抗、微球平台价值》2017-08-23

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
liyj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

研究助理

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn

PD-1单抗国内获批临床 单抗研发管线进一步丰富

子公司丽珠单抗近期获得注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体的国内临床批件, 目前拥有国内单抗批件 5 个(包含 PD-1 单抗和重组人绒促性素), 单抗研发管线进一步丰富, 维持强推。

- **事件:** 公司获得注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体国内临床批件, 规格为 50mg/瓶。17 年 7 月公司 PD-1 单抗已经获得美国 FDA 的临床试验批件。截止到公告日, 丽珠单抗已为该药物累计投入研发费用 5657 万元。
- **PD-1 单抗是第一个上市的免疫检查点单抗, 国内外市场规模巨大。**免疫检查点抑制剂是当前肿瘤治疗的一大方向, 疗效显著, 新靶点大量涌现。PD-1/PD-L1 作为研究最为成熟的免疫检查点受体/配体之一, 其单抗也是最早上市的, 经实践证明治疗效果优秀。PD-1 单抗适应症非常广泛, 目前适应症最广的 PD-1 单抗可以用于 8 种肿瘤的治疗, 具有成为“超级重磅”药物的潜力。目前全球 PD-1 单抗上市产品有 2 个, 分别是 BMS 的 Opdivo 和 Merck 的 Keytruda, 对应 17H1 销售额分别为 23.22 亿美元(同比+50%)和 14.65 亿美元(同比+258.61%)。
- **国内竞争激烈, 看好丽珠单抗研发积淀。**目前国内还没有 PD-1 单抗上市, 但是 BMS 的 Opdivo 已经在国内递交了上市申请并获得受理(JXSS1700015), 且目前国内获批临床的以“PD-1”为靶点的单抗药物的厂家共计 9 家(包括丽珠单抗), 竞争十分激烈。我们判断未来国内单抗市场将迎来激烈的竞争, 具有成本优势的公司将会胜出, 看好丽珠单抗等研发扎实, 技术/工艺沉淀深厚的企业。

- **单抗研发管线丰富, 最前单抗产品已经处于临床 II 期。**根据公司披露的信息, 丽珠单抗公司目前在研项目 12 个, 其中注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体已启动 II 期临床试验, 开始病例筛选; 注射用重组人绒促性素启动 III 期临床试验, 开始病例筛选; 重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体已完成部分临床试验中心的筛选和确定, 处在临床试验的启动阶段; 重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目启动 I 期临床试验研究。近期 PD-1 单抗分别获得了美国 FDA 和国内的临床试验批件。RANKL 单抗也已经申报临川并获

财务数据与估值

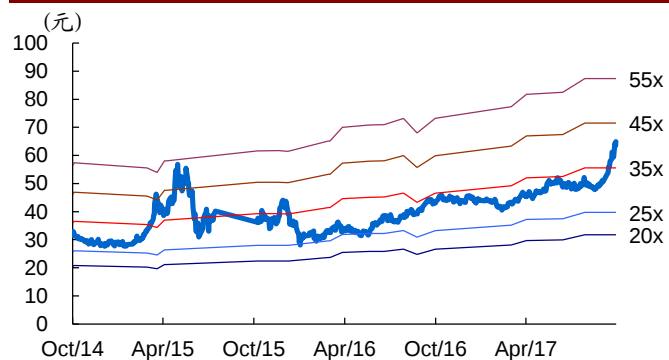
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6621	7652	8712	9902	11205
同比增长	19%	16%	14%	14%	13%
营业利润(百万元)	693	876	1138	1383	1637
同比增长	19%	27%	30%	22%	18%
净利润(百万元)	623	784	968	1159	1357
同比增长	21%	26%	23%	20%	17%
每股收益(元)	1.20	1.84	1.75	2.10	2.45
PE	57.7	37.4	39.4	32.9	28.1
PB	8.3	4.5	5.3	4.7	4.2

资料来源: 公司数据、招商证券

得受理。另外还有 IL-6R、PD-L1、OX40、IL-17AF 等单抗处在临床前阶段。

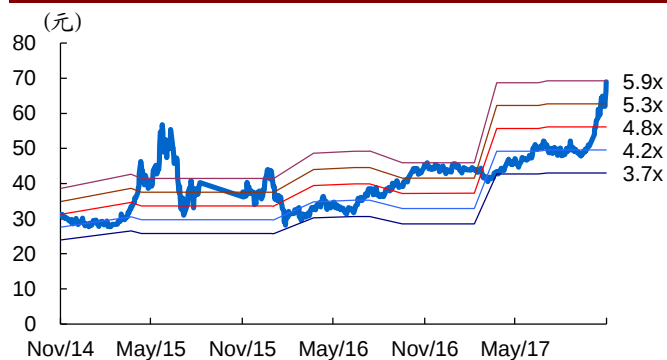
- **维持“强烈推荐-A”评级。** 不计土地转让收益和理财产生的收益，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 23%/20%/17%，对应 EPS 分别为 1.75/2.10/2.45 元。我们看好公司单抗平台研发实力，期待单抗产品未来上市助推公司业绩增长，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：** 产品销售不达预期，研发进度不达预期。

图 1：丽珠集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：丽珠集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3578	5971	7186	8562	10090
现金	798	2062	2802	3586	4463
交易性投资	7	6	6	6	6
应收票据	343	513	584	664	751
应收款项	1256	1464	1645	1870	2116
其它应收款	68	49	56	63	71
存货	984	1099	1211	1370	1548
其他	122	777	883	1003	1135
非流动资产	4500	4558	4301	4072	3867
长期股权投资	69	91	91	91	91
固定资产	3324	3341	3132	2945	2776
无形资产	259	299	269	242	218
其他	848	827	809	794	782
资产总计	8078	10529	11487	12634	13957
流动负债	3155	3311	3458	3654	3873
短期借款	250	0	0	0	0
应付账款	637	588	652	738	834
预收账款	65	79	87	99	112
其他	2203	2644	2718	2817	2928
长期负债	113	113	113	113	113
长期借款	1	1	1	1	1
其他	112	112	112	112	112
负债合计	3268	3424	3571	3767	3986
股本	397	426	553	553	553
资本公积金	136	1681	1553	1553	1553
留存收益	3814	4400	5155	6037	7062
少数股东权益	464	600	656	723	802
归属于母公司所有者权益	4346	6506	7261	8143	9168
负债及权益合计	8078	10529	11487	12633	13957

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	928	1279	1080	1187	1335
净利润	623	784	968	1159	1357
折旧摊销	321	374	385	357	333
财务费用	14	7	0	0	0
投资收益	(7)	(1)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(15)	114	(331)	(399)	(437)
其它	(7)	2	58	71	83
投资活动现金流	(558)	(943)	(127)	(127)	(127)
资本支出	(477)	(368)	(127)	(127)	(127)
其他投资	(81)	(575)	0	0	0
筹资活动现金流	(315)	939	(213)	(276)	(332)
借款变动	286	(313)	(0)	0	0
普通股增加	101	29	128	0	0
资本公积增加	(44)	1545	(128)	0	0
股利分配	(260)	(312)	(213)	(277)	(332)
其他	(398)	(10)	0	0	0
现金净增加额	54	1275	740	784	877

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6621	7652	8712	9902	11205
营业成本	2575	2748	3049	3451	3899
营业税金及附加	81	120	137	156	176
营业费用	2542	3070	3476	3902	4370
管理费用	606	725	842	941	1053
财务费用	27	5	0	0	0
资产减值损失	103	107	70	70	70
公允价值变动收益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
投资收益	7	1	1	1	1
营业利润	693	876	1138	1383	1637
营业外收入	131	136	110	110	110
营业外支出	16	7	7	7	7
利润总额	808	1005	1240	1485	1739
所得税	148	175	216	259	303
净利润	660	830	1024	1226	1436
少数股东损益	37	46	56	67	79
归属于母公司净利润	623	784	968	1159	1357
EPS (元)	1.20	1.84	1.75	2.10	2.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	19%	16%	14%	14%	13%
营业利润	19%	27%	30%	22%	18%
净利润	21%	26%	23%	20%	17%
获利能力					
毛利率	61.1%	64.1%	65.0%	65.1%	65.2%
净利率	9.4%	10.3%	11.1%	11.7%	12.1%
ROE	14.3%	12.1%	13.3%	14.2%	14.8%
ROIC	10.7%	10.2%	11.9%	12.9%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	32.5%	31.1%	29.8%	28.6%
净负债比率	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.8	2.1	2.3	2.6
速动比率	0.8	1.5	1.7	2.0	2.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7
应收帐款周转率	5.7	5.6	5.6	5.6	5.6
应付帐款周转率	4.2	4.5	4.9	5.0	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	1.20	1.84	1.75	2.10	2.45
每股经营现金	1.78	3.00	1.95	2.15	2.41
每股净资产	8.35	15.28	13.12	14.72	16.57
每股股利	0.60	0.50	0.50	0.60	0.70
估值比率					
PE	57.7	37.4	39.4	32.9	28.1
PB	8.3	4.5	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA	22.8	18.9	15.1	13.2	11.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8 年证券从业经验，2017 年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1 年海外一级市场投资经验，3 年证券从业经验，2017 年 4 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

团队荣誉：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名，2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。