

丽珠集团

000513

审慎增持 (维持)

研发逐步推进, 费用控制和财务收益增厚业绩

2018年08月18日

市场数据

市场数据日期	2018-08-18
收盘价(元)	38.82
总股本(百万股)	719.05
流通股本(百万股)	703.72
总市值(百万元)	27913.53
流通市值(百万元)	17822.86
净资产(百万元)	10377.01
总资产(百万元)	15464.42
每股净资产	14.43

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8531	9406	10538	11705
同比增长(%)	11.5%	10.3%	12.0%	11.1%
净利润(百万元)	4429	1117	1322	1538
同比增长(%)	464.6%	-74.8%	18.3%	16.4%
毛利率(%)	63.9%	63.4%	63.9%	65.3%
净利润率(%)	51.9%	11.9%	12.5%	13.1%
净资产收益率(%)	41.1%	10.3%	11.0%	11.4%
每股收益(元)	6.16	1.55	1.84	2.14
每股经营现金流(元)	1.83	0.63	1.05	1.92

相关报告

《丽珠集团(000513)一季报点评: 业绩符合预期, 股权激励暂缓不影响公司长期发展》
2018-04-24

《丽珠集团(000513)年报点评: 业绩稳健增长, 期待产品线扩充和国际化进程》
2018-03-26

《丽珠集团(000513)三季报点评: 土地转让收益大幅增厚业绩, 品种研发稳步推进》
2017-10-25

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

赵垒

zhaoleiyjs@xyzq.com.cn

S0190516070007

投资要点

- 近日, 丽珠集团公布了 2018 年中报, 报告期内公司实现营业收入 45.65 亿元, 同比增长 6.78%, 归属上市公司股东净利润 6.33 亿元, 同比增长 25.66%, 扣非后归母净利润 5.71 亿元, 同比增长 25.45%。同时考虑到去年三季度维星实业股权转让带来的 32.84 亿元非经常性损益的影响, 公司预计今年前三季度归母净利润同比下降 79.34%-77.62%, 扣非后前三季度归母净利润同比增长 17.06%-26.95%。
- **盈利预测:** 我们认为公司在现有的生殖专科优势领域的基础上, 逐步建立抗肿瘤、精神、消化等专科的产品线, 产品梯队完善, 新产品艾普拉唑、亮丙瑞林等都属于高端专科药, 艾普拉唑进入全国医保目录后有望较快放量, 在单抗领域也已深入布局。作为产品线梯队良好的专科药企, 公司在激励机制理顺以及招标开启后潜力新产品进入放量周期的情况下, 公司业绩增速有望保持平稳较快增长。同时公司与海外开展技术合作, 布局精准医疗, 建立公司在“药物治疗+基因测序诊断”的协同竞争优势, 未来外延发展仍然值得期待。土地转让收益也为公司未来在资本市场运作提供资金储备, 股权激励利好公司充分释放业绩。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.55、1.84、2.14 元, 对应 2018 年 8 月 17 日收盘价其动态 PE 分别为 25X、21X 和 18 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 参芪扶正注射液控费降价影响超预期, 单抗研发不达预期。

团队成员:

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

事件

- 近日,丽珠集团公布了 2018 年中报,报告期内公司实现营业收入 45.65 亿元,同比增长 6.78%,归属上市公司股东净利润 6.33 亿元,同比增长 25.66%,扣非后归母净利润 5.71 亿元,同比增长 25.45%。同时考虑到去年三季度维星实业股权转让带来的 32.84 亿元非经常性损益的影响,公司预计今年前三季度归母净利润同比下降 79.34%-77.62%,扣非后前三季度归母净利润同比增长 17.06%-26.95%。

点评

- **品种增速有所分化,二线品种和原料药业务较快增长。**分业务来看,公司西药制剂收入同比增长 14.18%,原料药和中间体产品收入同比增长 19.49%。其中,醋酸亮丙瑞林微球和尿促卵泡素同比增长分别为 27.43%和 3.93%,消化道领域的重点品种艾普拉唑肠溶片和雷贝拉唑同比分别增长 34.49%和 50.07%,得乐系列同比增长 4.66%;鼠神经生长因子同比下降 18.13%。中药领域参芪扶正收入同比下降 34.66%。其它领域原料药和中间体收入同比增长 19.49%,诊断试剂和设备收入同比增长 16.90%。整体来看,公司制剂板块业务通过促低产、抓基层驱动二线品种逐步放量,但医保控费压力之下品种逐步分化,我们预计后续参芪扶正、鼠神经生长因子等品种销售仍然承压,亮丙瑞林、艾普拉唑及部分其它品种仍有望保持较快增长,原料药和中间体考虑到开工率提高和阿卡波糖等高毛利品种的放量带来的毛利率的提升,我们预计原料药利润增速高于收入增速。全年来看,公司完成股权激励考核指标是大概率事件。
- **品种研发不断推进,丽珠单抗国际化进程有望加快。**上半年公司研发投入约 3.27 亿,同比增加约 17.51%。报告期内,参芪扶正注射液在美国已经进入 I 期临床阶段,注射用高纯度尿促性素已进入临床研究阶段;注射用丹曲林钠已进入临床研究阶段。生物药方面,注射用重组人源化抗 TNF- α 单抗 II 期临床进展顺利,注射用重组人绒促性素(rhCG) I 期临床完成,III 期临床进展顺利。重组人鼠嵌合抗 CD20 单抗正在进行 I 期临床,重组人源化抗 HER2 单抗 I 期临床完成,人源化抗 PD-1 单抗美国 I 期临床试验研究基本完成,国内 I 期临床研究进展顺利。重组全人抗 RANKL 单抗 I 期临床研究开展中。检测试剂领域研发进度顺利推进。整体来看,公司发挥“单抗+微球”的研发特色,研发布局不断完善。此外上半年公司完成了丽珠单抗的 A 轮融资,也为其业务国际化、人才激励及融资等方面的工作创造了有利条件。
- **费用控制增厚公司业绩,股权激励计划后续有望获得通过。**报告期内公司销售费用和管理费用同比分别变化-0.29%和 9.69%,费用率较去年同期分别下降 2.61 和 3.87 个百分点,费用率降低显著增厚公司业绩。上半年公司实现财

务收益同比增加约 1.14 亿元,我们预计下半年公司财务收益仍有望持续增长。上半年公司实现经营性净现金流-0.18 亿元,同比大幅下降,主要是由于汇缴处置维星实业股权产生的 7.90 亿元的所得税所致。我们预计公司新的激励方案有望 9 月份股东大会中再次投票获得通过,利好进一步激发公司管理层、核心员工和技术骨干的积极性,利好公司长期发展。

- **盈利预测:** 我们认为公司在现有的生殖专科优势领域的基础上,逐步建立抗肿瘤、精神、消化等专科的产品线,产品梯队完善,新产品艾普拉唑、亮丙瑞林等都属于高端专科药,艾普拉唑进入全国医保目录后有望较快放量,在单抗领域也已深入布局。作为产品线梯队良好的专科药企,公司在激励机制理顺以及招标开启后潜力新产品进入放量周期的情况下,公司业绩增速有望保持平稳较快增长。同时公司与海外开展技术合作,布局精准医疗,建立公司在“药物治疗+基因测序诊断”的协同竞争优势,未来外延发展仍然值得期待。土地转让收益也为公司未来在资本市场运作提供资金储备,股权激励利好公司充分释放业绩。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别 1.55、1.84、2.14 元,对应 2018 年 8 月 17 日收盘价其动态 PE 分别为 25X、21X 和 18 倍,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 参芪扶正注射液控费降价影响超预期,单抗研发不达预期。

表、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	17-2Q	17-3Q	17-4Q	18-1Q	QOQ	2016	2017	YOY
营业收入	2149	2247	2009	2369	0.2	7652	8531	11.5%
营业成本	772	769	811	844	0.0	2748	3083	12.2%
毛利	1376	1478	1198	1525	0.3	4904	5448	11.1%
销售费用	830	914	667	904	0.4	3070	3265	6.3%
管理费用	214	230	304	227	-0.3	725	934	28.9%
财务费用	0	-10	-29	-20	-0.3	5	-39	-820.8%
资产减值	27	34	49	13	-	107	118	10.0%
公允价值	-1	1	1	3	2.2	-1	3	-402.3%
投资收益	2	4282	10	0	-1.0	1	4297	320443.5%
营业利润	267	4556	498	383	-0.2	881	5658	542.0%
利润总额	307	4837	224	440	1.0	1005	5725	469.6%
净利润	229	3742	182	347	0.9	784	4429	464.6%
EPS	0.538	6.764	0.330	0.628	0.904	1.842	8.005	334.5%
销售费用率	38.6%	40.7%	33.2%	38.2%	5.0%	40.1%	38.3%	-1.9%
管理费用率	10.0%	10.2%	15.1%	9.6%	-5.5%	9.5%	10.9%	1.5%
财务费用率	0.0%	-0.4%	-1.5%	-0.8%	0.6%	0.1%	-0.5%	-0.5%
所得税率	18.0%	22.4%	18.7%	16.6%	-2.1%	17.4%	21.6%	4.2%
毛利率	64.1%	65.8%	59.6%	64.4%	4.7%	64.1%	63.9%	-0.2%
净利润率	10.7%	166.5%	9.1%	14.7%	5.6%	10.3%	51.9%	41.7%

资料来源:天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11350	12153	13207	14928
货币资金	7416	7536	8124	9309
交易性金融资产	9	10	10	10
应收账款	1357	1770	1983	2202
其他应收款	58	84	94	105
存货	1103	1213	1274	1401
非流动资产	4548	4091	3940	3789
可供出售金融资产	194	175	175	175
长期股权投资	93	40	40	40
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3321	3206	3072	2924
在建工程	70	95	88	84
油气资产	0	0	0	0
无形资产	264	264	264	264
资产总计	15898	16243	17147	18717
流动负债	4411	4140	3588	3665
短期借款	0	0	0	0
应付票据	662	738	666	691
应付账款	502	946	742	773
其他	3248	2456	2181	2202
非流动负债	253	427	599	603
长期借款	1	1	1	1
其他	252	427	598	602
负债合计	4664	4567	4188	4269
股本	553	719	719	719
资本公积	1715	1549	1549	1549
未分配利润	8028	7939	9083	10412
少数股东权益	461	526	599	682
股东权益合计	11234	11376	12659	14149
负债及权益合计	15898	15943	16847	18417

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4429	1117	1322	1538
折旧和摊销	375	291	302	312
资产减值准备	-17	26	16	19
无形资产摊销	41	0	0	0
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	-39	-120	-99	-87
投资损失	-4297	-10	-10	-10
少数股东损益	59	65	73	84
营运资金的变动	-912	986	1032	477
经营活动产生现金流量	1470	450	752	1382
投资活动产生现金流量	4375	-113	-151	-151
融资活动产生现金流量	87	-216	-13	-46
现金净变动	5933	120	588	1185
现金的期初余额	2062	7416	7536	8124
现金的期末余额	7995	7536	8124	9309

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8531	9406	10538	11705
营业成本	3083	3440	3804	4066
营业税金及附加	129	141	158	176
销售费用	3265	3474	3805	4237
管理费用	934	1035	1170	1332
财务费用	-39	-120	-99	-87
资产减值损失	118	90	90	90
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	4297	10	10	10
营业利润	5658	1357	1620	1901
营业外收入	92	120	120	120
营业外支出	25	15	15	15
利润总额	5725	1462	1725	2006
所得税	1237	280	330	384
净利润	4488	1182	1395	1622
少数股东损益	59	65	73	84
归属母公司净利润	4429	1117	1322	1538
EPS(元)	6.16	1.55	1.84	2.14

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.5%	10.3%	12.0%	11.1%
营业利润增长率	542.0%	-76.0%	19.4%	17.4%
净利润增长率	464.6%	-74.8%	18.3%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	63.9%	63.4%	63.9%	65.3%
净利率	51.9%	11.9%	12.5%	13.1%
ROE	41.1%	10.3%	11.0%	11.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	29.3%	28.6%	24.9%	23.2%
流动比率	2.57	2.94	3.68	4.07
速动比率	2.32	2.63	3.32	3.68
营运能力(次)				
资产周转率	0.65	0.59	0.63	0.65
应收帐款周转率	5.69	5.66	5.28	5.26
每股资料(元)				
每股收益	6.16	1.55	1.84	2.14
每股经营现金	1.83	0.63	1.05	1.92
每股净资产	14.98	15.09	16.77	18.73
估值比率(倍)				
PE	6.30	24.98	21.11	18.14
PB	2.59	2.57	2.31	2.07

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn