

丽珠集团 (000513)

证券研究报告

2018年08月20日

业绩快速增长，研发布局持续推进

上半年收入增长 6.78%，净利润增长 25.66%

公司公告 2018 年半年报：收入 45.65 亿元，同比增长 6.78%；归母净利润 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%，符合此前的业绩预告。公司营收增长主要来自于西药制剂、原料药和中间体以及诊断试剂和设备的稳健增长，此外资金管理优化带来的利息收益也是公司净利润增长的重要原因。

西药制剂延续快速增长，参芪扶正占比进一步降低

具体看：**1、公司西药制剂同比增长 14.18%**，促性激素领域重点品种亮丙瑞林微球和尿促卵泡素分别收入 3.59、2.73 亿元，同比增长 27.43%和 3.93%；消化道中思安品种艾普拉唑肠溶片收入 2.81 亿元，同比增长 34.49%，雷贝拉唑收入 1.26 亿元，同比增长 50.07%；鼠神经生长因子受医保控费大环境影响收入 2.29 亿元，同比下降 18.13%；抗病毒颗粒收入 2.10 亿元，同比增长 29.85%。公司将不断深化营销改革，全力推进产品渠道下沉，加快销售专科领域建设，推行精细化管理，继续细化医院销售管理，抓低产空白市场，扩大基层销售面，完善基层品种结构，基层、院外、民营医院齐头并进，未来制剂业务有望保持稳健的增长。**2、原料药及中间体板块收入 11.99 亿元，同比增长 19.49%**。其中代表性的阿卡波糖收入 1.10 亿元，同比增长 5.27%；米尔贝肟收入 0.78 亿元，同比增长 109.61%；林可霉素实、盐酸万古霉素等也实现了增长。公司通过资源整合、调整产品结构，进一步提升原料药整体盈利水平，同时加大国际认证等措施，在全球树立“丽珠品牌”。**3、中药制剂收入 8.62 亿元，同比下降 20.52%**，其中主要品种参芪扶正注射液受医保控费、招标降价等不利影响，收入 5.46 亿元，同比下滑 34.66%，我们预计未来仍将承压，但其收入占比已进一步降至 11.95%，同时更高毛利率的软袋装已上市，有望提振参芪扶正整体的销售。**4、诊断试剂及设备收入 3.38 亿元，同比增长 16.90%**，其中，试剂的自产呼吸道金标产品较去年同期增长加速，并进一步加强诊断试剂领域的研发能力。

报告期内，公司销售实施精细化管理，提升费用效率，销售费用 16.80 亿元，与去年同期基本持平；管理费用 2.51 亿元，小幅增长 9.69%，但研发费用达到 2.44 亿元，同比增长 42.21%；由于充沛的现金及管理，公司财务费用为-1.14 亿元。

持续研发投入，向全球一流研发企业迈进

公司研发支出达到 3.27 亿元，同比增长 17.51%，占总收入比例达到 7.17%。包括化药及中药制剂、原料药、精准医疗在内研项目合计达到 49 项。化学及中药制剂领域：参芪扶正注射液已进入美国 I 期临床；注射用高纯度尿促性素、注射用丹曲林钠已进入临床研究阶段；醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）项目获得临床批件；醋酸亮丙瑞林微球（3 个月缓释）准备注册申报临床；生物药领域：注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体 II 期临床进展顺利。注射用重组人绒促性素（rhCG）III 期临床进展顺利。重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体正在进行 I 期临床试验研究。重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液准备 II 期临床研究。重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体美国 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 单克隆抗体 I 期临床研究开展中。重组抗 IL-6R 人源化单克隆抗体项目 CDE 审评中，美国 FDA 申报准备期。另外，公司建立 CAR-T 平台并验证单靶点 CAR-T 体外功能，开展工艺研究，为体外研究和初期临床研究做准备，而生物药研发平台丽珠单抗完成 A 轮融资，估值达到 5.48 亿美元，后续研发效率有望提升，公司加速向世界一流研发企业迈进。

看好创新长期发展，维持“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.62、1.98、2.38 元，对应 PE 为 24、20、16 倍，看好公司创新药布局，维持“增持”评级。

风险提示：老品种增速下滑，辅助类品种承压程度超预期，新品种销售低于预期，研发进展低于预期

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	38.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	473.00
流通 A 股股本(百万股)	457.67
A 股总市值(百万元)	18,361.89
流通 A 股市值(百万元)	17,766.68
每股净资产(元)	14.43
资产负债率(%)	29.72
一年内最高/最低(元)	82.80/38.15

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《丽珠集团-公司点评:期权激励如期重推并新增单抗平台激励，业绩可期看好长期发展》 2018-07-18
- 2 《丽珠集团-公司点评:半年度业绩快速增长，单抗研发进展有望加速》 2018-07-13
- 3 《丽珠集团-公司点评:丽珠单抗完成 A 轮融资，有助于研发加快推进》 2018-06-25

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,651.78	8,530.97	9,787.98	11,222.16	12,853.11
增长率(%)	15.58	11.49	14.73	14.65	14.53
EBITDA(百万元)	1,243.99	5,660.95	1,498.13	1,815.39	2,225.97
净利润(百万元)	784.35	4,428.68	1,167.27	1,427.20	1,712.43
增长率(%)	25.97	464.63	(73.64)	22.27	19.99
EPS(元/股)	1.09	6.16	1.62	1.98	2.38
市盈率(P/E)	35.59	6.30	23.91	19.56	16.30
市净率(P/B)	4.29	2.59	2.35	2.16	1.97
市销率(P/S)	3.65	3.27	2.85	2.49	2.17
EV/EBITDA	18.77	5.15	12.85	10.33	7.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,061.92	7,415.78	8,898.14	9,251.01	10,730.15
应收账款	1,513.17	1,414.47	1,848.19	1,767.84	2,873.56
预付账款	87.73	126.47	112.20	176.76	142.70
存货	1,099.20	1,102.62	1,383.50	1,448.26	1,895.38
其他	1,208.75	1,290.52	488.29	1,722.49	698.08
流动资产合计	5,970.79	11,349.87	12,730.33	14,366.36	16,339.87
长期股权投资	91.11	92.60	106.60	151.60	167.60
固定资产	3,340.98	3,321.22	3,291.08	3,347.54	3,243.15
在建工程	201.73	70.28	36.17	13.30	13.98
无形资产	313.73	289.13	286.22	282.16	275.03
其他	610.93	774.63	666.21	671.76	667.00
非流动资产合计	4,558.48	4,547.86	4,386.28	4,466.36	4,366.76
资产总计	10,529.26	15,897.73	17,116.60	18,832.72	20,706.62
短期借款	0.00	0.00	200.00	100.00	80.00
应付账款	2,145.83	2,254.89	3,049.95	3,021.36	3,765.81
其他	1,164.81	2,156.14	1,331.95	2,015.68	1,783.23
流动负债合计	3,310.64	4,411.03	4,581.90	5,137.03	5,629.03
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	112.28	252.38	158.89	174.52	195.26
非流动负债合计	112.98	253.08	159.59	175.22	195.96
负债合计	3,423.62	4,664.11	4,741.49	5,312.25	5,824.99
少数股东权益	599.65	460.88	484.71	583.92	687.43
股本	425.73	553.23	719.05	719.05	719.05
资本公积	1,820.31	1,715.27	1,715.27	1,715.27	1,715.27
留存收益	6,219.98	10,330.84	11,171.36	12,217.49	13,475.15
其他	(1,960.03)	(1,826.60)	(1,715.27)	(1,715.27)	(1,715.27)
股东权益合计	7,105.64	11,233.62	12,375.11	13,520.47	14,881.63
负债和股东权益总	10,529.26	15,897.73	17,116.60	18,832.72	20,706.62

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	829.92	4,487.70	1,167.27	1,427.20	1,712.43
折旧摊销	374.00	374.51	201.17	215.46	221.84
财务费用	6.87	22.00	(114.23)	(119.35)	(146.44)
投资损失	(1.34)	(4,297.10)	(2.10)	(5.00)	(6.00)
营运资金变动	(267.89)	1,846.86	51.24	(592.63)	(12.26)
其它	337.65	(1,118.10)	21.98	99.43	103.98
经营活动现金流	1,279.22	1,315.87	1,325.33	1,025.11	1,873.55
资本支出	296.64	44.76	227.49	229.37	90.26
长期投资	22.20	1.49	14.00	45.00	16.00
其他	(1,262.08)	4,626.47	(370.15)	(514.72)	(212.10)
投资活动现金流	(943.24)	4,672.72	(128.66)	(240.35)	(105.85)
债权融资	1.10	1.10	334.43	145.54	140.36
股权融资	1,570.81	260.79	450.05	196.73	248.77
其他	(633.15)	(845.03)	(498.79)	(774.16)	(677.69)
筹资活动现金流	938.76	(583.13)	285.70	(431.89)	(288.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,274.74	5,405.45	1,482.36	352.87	1,479.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,651.78	8,530.97	9,787.98	11,222.16	12,853.11
营业成本	2,747.79	3,083.08	3,580.02	4,077.75	4,629.66
营业税金及附加	120.35	129.03	123.33	141.40	161.95
营业费用	3,070.37	3,265.17	3,523.67	3,894.09	4,280.09
管理费用	724.60	933.97	1,154.98	1,402.77	1,670.90
财务费用	5.41	(39.01)	(114.23)	(119.35)	(146.44)
资产减值损失	107.18	117.86	109.28	111.44	112.86
公允价值变动收益	(0.93)	2.81	(1.84)	0.21	0.47
投资净收益	1.34	4,297.10	2.10	5.00	6.00
其他	(0.82)	(8,916.85)	(0.51)	(10.42)	(12.95)
营业利润	876.48	5,657.81	1,411.19	1,719.28	2,150.58
营业外收入	136.03	91.91	135.00	150.00	150.00
营业外支出	7.45	24.80	25.00	19.08	22.96
利润总额	1,005.06	5,724.92	1,521.19	1,850.20	2,277.62
所得税	175.15	1,237.22	330.10	323.78	461.68
净利润	829.92	4,487.70	1,191.09	1,526.41	1,815.93
少数股东损益	45.56	59.02	23.82	99.22	103.51
归属于母公司净利润	784.35	4,428.68	1,167.27	1,427.20	1,712.43
每股收益(元)	1.09	6.16	1.62	1.98	2.38

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.58%	11.49%	14.73%	14.65%	14.53%
营业利润	26.51%	545.51%	-75.06%	21.83%	25.09%
归属于母公司净利润	25.97%	464.63%	-73.64%	22.27%	19.99%
获利能力					
毛利率	64.09%	63.86%	63.42%	63.66%	63.98%
净利率	10.25%	51.91%	11.93%	12.72%	13.32%
ROE	12.06%	41.11%	9.82%	11.03%	12.06%
ROIC	17.05%	97.21%	32.36%	40.90%	42.27%
偿债能力					
资产负债率	32.52%	29.34%	27.70%	28.21%	28.13%
净负债率	25.59%	12.11%	-22.24%	-33.22%	-27.45%
流动比率	1.80	2.57	2.78	2.80	2.90
速动比率	1.47	2.32	2.48	2.51	2.57
营运能力					
应收账款周转率	5.39	5.83	6.00	6.21	5.54
存货周转率	7.35	7.75	7.87	7.93	7.69
总资产周转率	0.82	0.65	0.59	0.62	0.65
每股指标(元)					
每股收益	1.09	6.16	1.62	1.98	2.38
每股经营现金流	1.78	1.83	1.84	1.43	2.61
每股净资产	9.05	14.98	16.54	17.99	19.74
估值比率					
市盈率	35.59	6.30	23.91	19.56	16.30
市净率	4.29	2.59	2.35	2.16	1.97
EV/EBITDA	18.77	5.15	12.85	10.33	7.80
EV/EBIT	26.48	5.49	14.84	11.72	8.66

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com