

丽珠集团(000513)/

研发顺利推进, 产品结构优化

评级: 买入(维持)

市场价格: 38.82

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

电话: 021-20315150

Email: chics@r.qlzq.com.cn

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

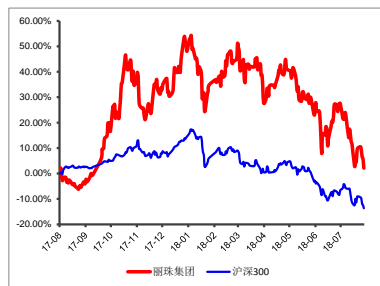
电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	719
流通股本(百万股)	459
市价(元)	38.82
市值(百万元)	27914
流通市值(百万元)	17823

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 丽珠集团(000513 SZ)-公司点评: 公司股权激励重启, 单抗平台激励推出-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)-20180718
- 2 丽珠集团(000513 SZ)-公司点评: 业绩预告超预期, 创新升级加快推进-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)-20180713
- 3 丽珠集团(000513 SZ)-公司点评: 业绩符合预期, 二三线产品梯队持续丰富-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)-20180424

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7651.78	8530.97	9476.64	10780.42	12297.40
增长率 yoy%	15.58%	11.49%	11.09%	13.76%	14.07%
净利润	784.35	4428.68	1073.73	1295.32	1559.17
增长率 yoy%	25.97%	464.63%	-75.76%	20.64%	20.37%
每股收益(元)	1.09	6.16	1.49	1.80	2.17
每股现金流量	1.78	1.83	0.89	1.81	2.02
净资产收益率	12.06%	41.11%	9.93%	11.15%	12.19%
P/E	35.60	6.30	26.00	21.55	17.91
PEG	1.37	0.01	-0.34	1.04	0.88
P/B	4.29	2.59	2.58	2.40	2.18

备注:

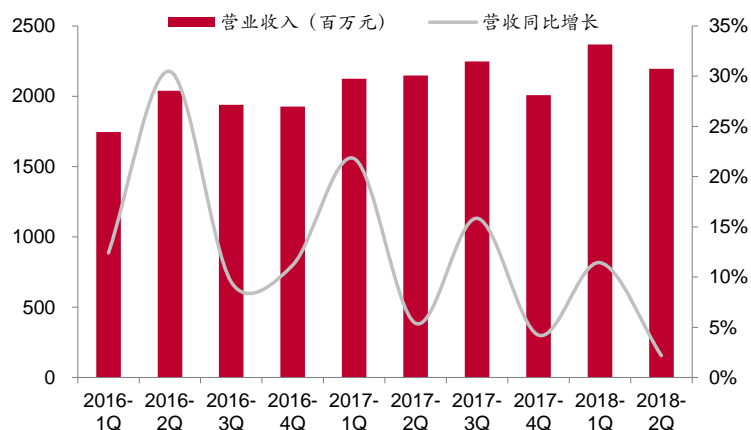
投资要点

- **事件:** 丽珠集团发布 2018 年半年报, 2018 年上半年, 实现营业收入 45.65 亿元, 同比增长 6.78%; 实现归母净利润 6.33 亿元, 同比增长 25.66%; 扣非净利润为 5.71 亿元, 同比增长 25.45%。同时发布三季度业绩预告, 第三季度预计实现扣非净利润 2.24 亿元-2.91 亿元, 同比增长 0%-30%; 前三季度预计实现扣非净利润 7.95 亿元-8.62 亿元, 同比增长 17.06%-26.95%。
- **业绩符合预期, 产品结构优化。** 参芪扶正注射液和鼠神经生长因子受到政策影响, 上半年收入分别下滑 34.66%和 18.13%。在此情况下业绩依旧取得了较快增长, 主要是由于二、三线产品梯队持续丰富, 受益于产品推广和营销改革, 二三线产品快速放量。参芪扶正和鼠神经生长因子两者的收入占比从 2017 年的 24%下降到了 2018 年上半年的 17%; 公司产品结构不断优化, 辅助用药政策对公司的影响将持续减弱。
- **分板块看,** 西药制剂产品实现营收 21.45 亿元, 同比增长 14.18%; 原料药和中间体产品实现营业收入 11.99 亿元, 同比增长 19.49%; 中药制剂产品实现 8.62 亿元, 同比下滑 20.52%; 诊断试剂及设备实现收入 3.38 亿元, 同比增长 16.90%。
- **分产品看,** 参芪扶正注射液实现销售收入 5.46 亿元, 同比下滑 34.66%。促性激素领域中的重点品种注射用醋酸亮丙瑞林微球和尿促卵泡素分别实现销售收入 3.59 亿元和 2.73 亿元, 同比分别增长 27.43%和 3.93%; 消化道领域的重点品种艾普拉唑肠溶片实现销售收入 2.81 亿元, 同比增长 34.49%; 雷贝拉唑实现销售收入 1.26 亿元, 同比增长 50.07%; 得乐系列实现销售收入 0.84 亿元, 同比增长 4.66%; 鼠神经生长因子实现销售收入 2.29 亿元, 同比下降 18.13%; 抗病毒颗粒实现销售收入 2.10 亿元, 同比增长 29.85%; 注射用伏立康唑实现销售收入 1.38 亿元, 同比增长 44.48%; 精神领域的氟伏沙明及哌罗匹隆分别实现销售收入 0.53 亿元和 0.18 亿元, 同比增长分别为 23.85%和 42.31%。原料药及中间体重点产品: 阿卡波糖实现销售收入 1.10 亿元, 同比增长 5.27%; 米尔贝肟实现销售收入 0.78 亿元, 同比增长 109.61%; 林可霉素实现销售收入 0.71 亿元, 同比增长 4.03%; 盐酸万古霉素实现销售收入 0.62 亿元, 同比增长 15.98%。
- **从费用率看,** 上半年销售费用率 36.8%, 同比下降 2.61pp。财务费用率-2.49%, 同比大幅下降, 主要由于银行存款增加, 利息收益增加; 同时由于美元升值, 外币资产汇兑收益增加。管理费用率 5.5%, 本期会计政策变更研发费用单列, 管理费用率大幅下降, 同口径下管理费用率保持稳定。研发费用支出 2.44 亿

元，同比增长 42.21%。经营活动产生的现金流量净额-1817 万元，主要是本期汇缴了上年处置珠海维星实业有限公司股权产生的企业所得税人民币 78,983.50 万元，剔除此事项影响，本期经营活动产生的现金流量净额同比增长 72.49%。

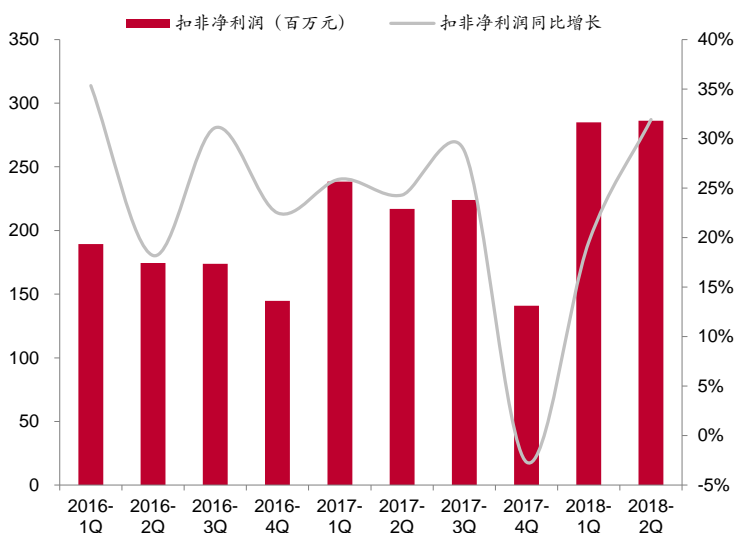
- **生物药、微球平台两大创新平台。**目前已有 6 个生物药进入临床阶段，2019 年开始将陆续有产品获批上市。生物药研发中目前进展较快的是 III 期临床试验的重组人绒促性素，我们预计有望于 2018 年报生产；抗 PD-1 单抗美国 I 期临床试验基本完成，同时国内 I 期临床也进展顺利；抗 TNF- α 单抗 II 期临床正在进行中，抗 HER2 单抗 I 期完成，准备进入 II 期；抗 CD20 单抗 I 期临床正在进行中；微球平台的壁垒在于工业化，公司在现有亮丙瑞林微球成功商业化的基础上，继续开发曲普瑞林微球、长效亮丙瑞林微球（3 月缓释）等新品种，带来中长期高成长性。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 94.77、107.80、122.97 亿元，同比增长 11.09%、13.76%、14.07%，归属母公司净利润分别为 10.80、13.08、15.72 亿元，同比增长-75.61%、21.12%、20.18%。目前公司股价对应 2018 年 PE 为 26 倍，丽珠集团是产品梯队、创新布局和营销能力兼备的稀缺标的，现有产品梯队及销售能力的提升，可以维持公司业绩在高研发投入下继续较快增长，而在创新药、精准医疗全产业链的布局为公司未来提供空间！维持“买入”评级！
- **风险提示：**药品研发失败风险，国家限制辅助用药的风险，招标降价风险。

图表 1: 丽珠集团分季度营业收入情况



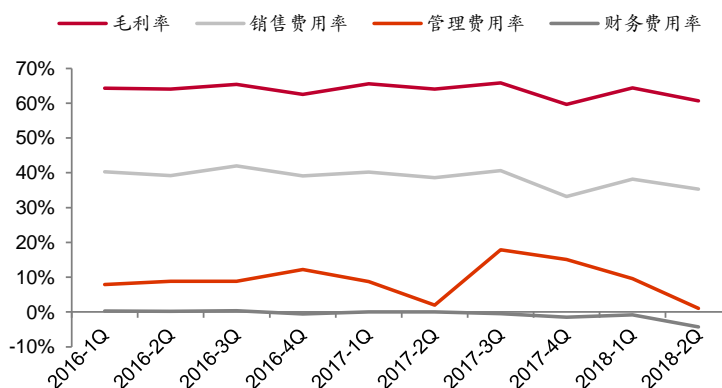
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 丽珠集团分季度扣非净利润情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 丽珠集团分季度毛利率和期间费用率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 丽珠集团财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11350	11287	12679	14445	营业收入	8531	9477	10780	12297
现金	7416	7060	7876	9002	营业成本	3083	3454	3877	4356
应收账款	1357	1658	1858	2103	营业税金及附加	129	141	163	185
其他应收款	58	68	74	86	营业费用	3265	3601	4064	4587
预付账款	126	135	149	170	管理费用	934	1052	1197	1365
存货	1103	1298	1450	1620	财务费用	-39	-109	-112	-127
其他流动资产	1291	1068	1272	1464	资产减值损失	118	80	50	50
非流动资产	4548	4129	3900	3640	公允价值变动收益	3	1	1	1
长期投资	93	0	0	0	投资净收益	4297	5	5	5
固定资产	3321	3111	2889	2659	营业利润	5658	1264	1548	1888
无形资产	264	234	201	164	营业外收入	92	130	130	130
其他非流动资产	870	784	810	817	营业外支出	25	17	18	19
资产总计	15898	15416	16579	18085	利润总额	5725	1377	1661	1999
流动负债	4411	3923	4188	4412	所得税	1237	241	291	350
短期借款	0	0	0	0	净利润	4488	1136	1370	1649
应付账款	502	670	724	807	少数股东损益	59	62	75	90
其他流动负债	3909	3253	3463	3605	归属母公司净利润	4429	1074	1295	1559
非流动负债	253	162	177	197	EBITDA	5993	1486	1775	2105
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	8.01	1.49	1.80	2.17
其他非流动负债	252	161	176	196					
负债合计	4664	4085	4364	4608					
少数股东权益	461	523	598	688	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股本	553	719	719	719	成长能力				
资本公积	1715	1549	1549	1549	营业收入	11.5%	11.1%	13.8%	14.1%
留存收益	8616	8538	9346	10517	营业利润	542.0%	-77.7%	22.5%	21.9%
归属母公司股东权益	10773	10808	11617	12789	归属于母公司净利润	464.6%	-75.8%	20.6%	20.4%
负债和股东权益	15898	15416	16579	18085	获利能力				
					毛利率(%)	63.9%	63.6%	64.0%	64.6%
					净利率(%)	51.9%	11.3%	12.0%	12.7%
					ROE(%)	41.1%	9.9%	11.2%	12.2%
					ROIC(%)	122.2%	23.5%	29.0%	34.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	29.3%	26.5%	26.3%	25.5%
					净负债比率(%)	0.02%	1.66%	0.79%	0.87%
					流动比率	2.57	2.88	3.03	3.27
					速动比率	2.32	2.54	2.67	2.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.61	0.67	0.71
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	5.66	5.90	5.56	5.69
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	6.16	1.49	1.80	2.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	0.89	1.81	2.02
					每股净资产(最新摊薄)	14.98	15.03	16.15	17.78
					估值比率				
					P/E	6.30	26.00	21.55	17.91
					P/B	2.59	2.58	2.40	2.18
					EV/EBITDA	3	14	12	10

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1316	637	1305	1451
净利润	4488	1136	1370	1649
折旧摊销	375	331	338	344
财务费用	-39	-109	-112	-127
投资损失	-4297	-5	-5	-5
营运资金变动	793	-719	-306	-451
其他经营现金流	-3	3	20	41
投资活动现金流	4673	42	-80	-69
资本支出	294	70	70	70
长期投资	469	-108	5	-2
其他投资现金流	5436	4	-5	-0
筹资活动现金流	-583	-1035	-409	-257
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	128	166	0	0
资本公积增加	-105	-166	0	0
其他筹资现金流	-606	-1035	-409	-257
现金净增加额	5339	-356	816	1126

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。