

丽珠集团(000513)/化学制药

处方药稳定增长, 原料药业务略超预期

评级: 买入(维持)

市场价格: 59.91

目标价格: 67-78

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

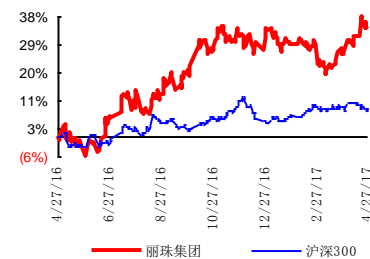
联系人: 谢木青

电话: 021-20312302

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 426 |
| 流通股本(百万股) | 384 |
| 市价(元) | 59.91 |
| 市值(百万元) | 25,498 |
| 流通市值(百万元) | 22,991 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 丽珠集团(000513 SZ): 土地改造进度超预期, 大幅提高公司资金实力
- 2 丽珠集团(000513 SZ): 业绩符合预期, 原料药、处方药持续稳定增长
- 3 丽珠集团(000513 SZ): 业绩符合预期, 二线品种稳定快速增长

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6620.52 | 7651.78 | 8927.14 | 10485.06 | 12327.41 |
| 增长率 yoy% | 19.41% | 15.58% | 16.67% | 17.45% | 17.57% |
| 净利润 | 622.64 | 784.35 | 959.11 | 1192.60 | 1509.40 |
| 增长率 yoy% | 20.67% | 25.97% | 22.28% | 24.34% | 26.56% |
| 每股收益(元) | 1.57 | 1.84 | 2.25 | 2.80 | 3.55 |
| 每股现金流量 | 2.34 | 3.00 | 2.96 | 3.52 | 4.15 |
| 净资产收益率 | 14.33% | 12.06% | 13.22% | 14.12% | 15.16% |
| P/E | 36.61 | 32.30 | 26.58 | 21.38 | 16.89 |
| PEG | 1.77 | 1.24 | 1.19 | 0.88 | 0.64 |
| P/B | 5.24 | 3.89 | 3.52 | 3.02 | 2.56 |

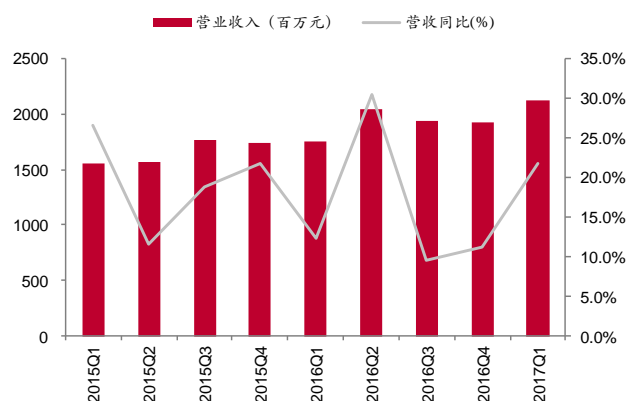
投资要点

- **事件: 公司发布 2017 年一季报, 实现营业收入 21.26 亿元, 同比增长 21.80%, 归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 19.51%, 扣非净利润 2.38 亿元, 同比增长 25.90%。**
- **业绩符合预期, 高毛利品种收入占比增加微幅提高整体毛利率水平。**随着高毛利品种(鼠神经、艾普拉唑、原料药等)收入占比提高, 公司整体毛利率 65.62% 较 2016 年一季度同比增加 1.33pp, 同时各项费用率与 2016 年一季度基本持平, 其中销售费用率 40.18%, 同比下降 0.09pp, 管理费用率受研发投入增加由 2016 年一季度 8.21% 提高到 8.77%。
- **处方药维持稳定增长。**公司重点品种参芪扶正在各地降价的基础上仍然保持个位数的增长, 艾普拉唑和鼠神经由于基数逐渐上升, 目前维持在 40+% 的快速增长, 同时受春节辅助生殖中心放假影响, 促性激素整体增速在 15-20% 左右(亮丙微球增速在 30+%, 尿促卵泡素基本持平)。
- **原料药业务 25% 以上增长略超预期。**2017 年一季度原料药业务预计增速在 25-30%, 主要是公司调整原料药产品结构后, 包括阿卡波糖在内的几个重点品种保持了快速增长, 同时通过 FDA 认证的品种预计已经展开了海外销售。
- **长期看好公司单抗+液体活检的精准医疗产业链布局。**2016 年公司顺利获得抗 TNF- α 单抗(II/III 期)、重组绒促性素(I 期)、抗 CD20 和抗 HER2 的临床试验批件, 预计 2018 年重组绒促性素有望上市, 同时液体活检“LiquidBiopsy”相关设备和试剂已完成一类备案, 预计 2017 年推向市场, 公司已形成“丽珠试剂+丽珠单抗+丽珠圣美+丽珠基因”的精准医疗产业链布局。
- **盈利预测与估值:** 不考虑土地转让收益, 我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 89.27、104.85、123.27 亿元, 同比增长 16.67%、17.45%、17.57%, 归属母公司净利润分别为 9.59、11.93、15.09 亿元, 同比增长 22.28%、24.34%、26.56%, 对应 EPS 分别为 2.25、2.80、3.55 元。目前公司股份对应 2017 年 27 倍, 考虑到公司向生物创新药企业转型速度加速, 目前市值扣除土地转让所得现金后, 公司价值明显被低估, 我们给予公司 2017 年 30-35 倍, 目标价 67-78 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品研发失败风险, 单抗研发进度不达预期风险, CTC 产品国内推广低于预期风险。

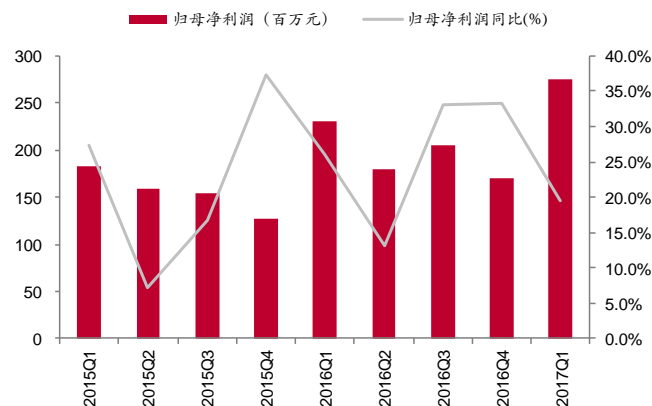
图表 1：丽珠集团分季度财务数据（百万元）

| | 2015-1Q | 2015-2Q | 2015-3Q | 2015-4Q | 2016-1Q | 2016-2Q | 2016-3Q | 2016-4Q | 2017-1Q |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,552.90 | 1,562.51 | 1,771.33 | 1,733.78 | 1,745.57 | 2,038.73 | 1,939.55 | 1,927.93 | 2,126.03 |
| 营收同比增长 | 26.47% | 11.56% | 18.75% | 21.75% | 12.41% | 30.48% | 9.50% | 11.20% | 21.80% |
| 营收环比增长 | | 0.62% | 13.36% | -2.12% | 0.68% | 16.79% | -4.86% | -0.60% | 10.28% |
| 营业成本 | 591.87 | 617.73 | 678.35 | 687.38 | 623.35 | 731.97 | 670.54 | 721.93 | 730.89 |
| 营业费用 | 598.06 | 571.27 | 706.91 | 665.44 | 702.87 | 798.59 | 814.32 | 754.59 | 854.34 |
| 管理费用 | 132.76 | 145.45 | 166.77 | 161.31 | 143.24 | 186.21 | 176.18 | 218.98 | 186.47 |
| 财务费用 | 12.18 | 7.26 | 8.44 | -0.67 | 5.10 | 3.60 | 6.71 | -9.99 | -0.03 |
| 营业利润 | 187.63 | 189.74 | 177.16 | 138.27 | 244.00 | 219.20 | 227.18 | 186.10 | 318.16 |
| 利润总额 | 246.76 | 202.80 | 205.69 | 152.67 | 294.30 | 226.12 | 266.68 | 217.96 | 358.09 |
| 所得税 | 43.72 | 33.34 | 36.54 | 34.75 | 46.34 | 46.61 | 41.27 | 40.92 | 59.21 |
| 归母净利润 | 182.65 | 158.19 | 154.61 | 127.19 | 230.11 | 178.95 | 205.71 | 169.58 | 275.01 |

来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：丽珠集团分季度营业收入变化


来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：丽珠集团分季度归母净利润变化


来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：丽珠集团财务报表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 5,544 | 6,621 | 7,652 | 8,927 | 10,485 | 12,327 |
| 增长率 | 20.04% | 19.4% | 15.6% | 16.7% | 17.5% | 17.6% |
| 营业成本 | -2,143 | -2,575 | -2,748 | -3,200 | -3,704 | -4,267 |
| % 销售收入 | 38.7% | 38.9% | 35.9% | 35.8% | 35.3% | 34.6% |
| 毛利 | 3,401 | 4,045 | 4,904 | 5,727 | 6,781 | 8,060 |
| % 销售收入 | 61.3% | 61.1% | 64.1% | 64.2% | 64.7% | 65.4% |
| 营业税金及附加 | -69 | -81 | -120 | -140 | -165 | -194 |
| % 销售收入 | 1.2% | 1.2% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 营业费用 | -2,208 | -2,542 | -3,070 | -3,598 | -4,225 | -4,931 |
| % 销售收入 | 39.8% | 38.4% | 40.1% | 40.3% | 40.3% | 40.0% |
| 管理费用 | -465 | -606 | -725 | -866 | -1,017 | -1,171 |
| % 销售收入 | 8.4% | 9.2% | 9.5% | 9.7% | 9.7% | 9.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 659 | 816 | 989 | 1,123 | 1,374 | 1,764 |
| % 销售收入 | 11.9% | 12.3% | 12.9% | 12.6% | 13.1% | 14.3% |
| 财务费用 | -21 | -27 | -5 | 41 | 60 | 84 |
| % 销售收入 | 0.4% | 0.4% | 0.1% | -0.5% | -0.6% | -0.7% |
| 资产减值损失 | -58 | -103 | -107 | -49 | -16 | -19 |
| 公允价值变动收益 | -5 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 8 | 7 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| % 税前利润 | 1.3% | 0.8% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业利润 | 585 | 693 | 876 | 1,117 | 1,419 | 1,831 |
| 营业利润率 | 10.5% | 10.5% | 11.5% | 12.5% | 13.5% | 14.8% |
| 营业外收支 | 68 | 115 | 129 | 129 | 129 | 129 |
| 税前利润 | 652 | 808 | 1,005 | 1,245 | 1,548 | 1,959 |
| 利润率 | 11.8% | 12.2% | 13.1% | 13.9% | 14.8% | 15.9% |
| 所得税 | -98 | -148 | -175 | -217 | -270 | -341 |
| 所得税率 | 15.1% | 18.4% | 17.4% | 17.4% | 17.4% | 17.4% |
| 净利润 | 554 | 660 | 830 | 1,028 | 1,278 | 1,618 |
| 少数股东损益 | 38 | 37 | 46 | 69 | 85 | 108 |
| 归属于母公司的净利润 | 516 | 623 | 784 | 959 | 1,193 | 1,509 |
| 净利率 | 9.3% | 9.4% | 10.3% | 10.7% | 11.4% | 12.2% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 554 | 660 | 830 | 1,028 | 1,278 | 1,618 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 69 | 85 | 108 |
| 非现金支出 | 315 | 424 | 481 | 401 | 379 | 381 |
| 非经营收益 | 28 | -33 | -42 | -130 | -130 | -130 |
| 营运资金变动 | -180 | -123 | 10 | -39 | -30 | -102 |
| 经营活动现金净流 | 717 | 928 | 1,279 | 1,329 | 1,582 | 1,875 |
| 资本开支 | 663 | 470 | 364 | -120 | -99 | -89 |
| 投资 | -83 | -81 | -595 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 8 | -7 | 16 | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动现金净流 | -738 | -558 | -943 | 121 | 100 | 91 |
| 股权募资 | 98 | 299 | 1,518 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 98 | -506 | -300 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -217 | -104 | -259 | -3 | -213 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -21 | -311 | 959 | -3 | -213 | 0 |
| 现金净流量 | -42 | 58 | 1,295 | 1,448 | 1,470 | 1,966 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 716 | 798 | 2,062 | 3,441 | 4,825 | 6,683 |
| 应收款项 | 1,430 | 1,667 | 2,026 | 2,264 | 2,693 | 3,146 |
| 存货 | 847 | 984 | 1,099 | 1,315 | 1,471 | 1,695 |
| 其他流动资产 | 172 | 129 | 784 | 823 | 828 | 857 |
| 流动资产 | 3,166 | 3,578 | 5,971 | 7,843 | 9,818 | 12,381 |
| % 总资产 | 43.4% | 44.3% | 56.7% | 65.0% | 71.7% | 77.7% |
| 长期投资 | 179 | 249 | 238 | 238 | 238 | 238 |
| 固定资产 | 3,505 | 3,671 | 3,543 | 3,191 | 2,849 | 2,519 |
| % 总资产 | 48.0% | 45.4% | 33.6% | 26.5% | 20.8% | 15.8% |
| 无形资产 | 387 | 416 | 509 | 517 | 526 | 533 |
| 非流动资产 | 4,137 | 4,500 | 4,558 | 4,214 | 3,881 | 3,559 |
| % 总资产 | 56.6% | 55.7% | 43.3% | 35.0% | 28.3% | 22.3% |
| 资产总计 | 7,303 | 8,078 | 10,529 | 12,057 | 13,700 | 15,940 |
| 短期借款 | 376 | 650 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,868 | 2,288 | 2,548 | 2,981 | 3,485 | 4,023 |
| 其他流动负债 | 425 | 216 | 762 | 1,042 | 903 | 987 |
| 流动负债 | 2,669 | 3,155 | 3,311 | 4,023 | 4,388 | 5,010 |
| 长期贷款 | 67 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他长期负债 | 485 | 112 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| 负债 | 3,220 | 3,268 | 3,424 | 4,136 | 4,501 | 5,123 |
| 普通股股东权益 | 3,697 | 4,346 | 6,506 | 7,252 | 8,445 | 9,954 |
| 少数股东权益 | 386 | 464 | 600 | 669 | 754 | 862 |
| 负债股东权益合计 | 7,303 | 8,078 | 10,529 | 12,057 | 13,700 | 15,940 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益(元) | 1.745 | 1.569 | 1.842 | 2.254 | 2.802 | 3.547 |
| 每股净资产(元) | 12.500 | 10.951 | 15.282 | 17.040 | 19.842 | 23.389 |
| 每股经营现金净流(元) | 2.426 | 2.338 | 3.005 | 2.961 | 3.517 | 4.152 |
| 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.500 | 0.500 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 13.96% | 14.33% | 12.06% | 13.22% | 14.12% | 15.16% |
| 总资产收益率 | 7.07% | 7.71% | 7.45% | 7.95% | 8.71% | 9.47% |
| 投入资本收益率 | 13.89% | 15.08% | 16.95% | 21.80% | 27.34% | 37.28% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 20.04% | 19.41% | 15.58% | 16.67% | 17.45% | 17.57% |
| EBIT增长率 | 6.78% | 23.78% | 21.13% | 13.59% | 22.31% | 28.44% |
| 净利润增长率 | 5.84% | 20.67% | 25.97% | 22.28% | 24.34% | 26.56% |
| 总资产增长率 | 12.29% | 10.61% | 30.35% | 14.51% | 13.62% | 16.35% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 72.0 | 68.0 | 67.7 | 67.8 | 67.8 | 67.8 |
| 存货周转天数 | 126.8 | 129.8 | 138.4 | 150.0 | 145.0 | 145.0 |
| 应付账款周转天数 | 88.1 | 87.6 | 81.3 | 84.4 | 82.9 | 83.7 |
| 固定资产周转天数 | 162.0 | 172.8 | 159.0 | 130.4 | 100.4 | 76.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 2.96% | -3.20% | -29.09% | -43.50% | -52.51% | -61.83% |
| EBIT利息保障倍数 | 32.0 | 30.0 | 182.7 | -27.6 | -22.8 | -20.9 |
| 资产负债率 | 44.10% | 40.45% | 32.52% | 34.31% | 32.85% | 32.14% |

来源：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。