

丽珠集团 (000513.SZ)

聚焦+提效，丽珠业绩符合预期，转型加速推进——2019H1 点评

丽珠集团发布 **2019H1** 报告。丽珠集团发布 2019 年半年报，上半年公司实现营业收入 49.39 亿元，同比增长 8.20%；归母净利润 7.39 亿元，同比增长 16.67%；扣非净利润 6.59 亿元，同比增长 15.32%，实现 EPS 为 1.03 元。

公司 2019 年 Q2 营业收入 23.31 亿元，同比增长 6.15%；归母净利润 3.46 亿元，同比增长 20.98%；归母扣非净利润 3.30 亿元，同比增长 15.38%；实现 EPS 0.48 元。

观点：业绩符合预期，关键词聚焦、提效、转型。公司收入增速 8.2%，扣非业绩增速 15.32%，整体经营稳健符合预期。其中我们可以看出参芪扶正和鼠神经生长因子下降趋缓，原料药和诊断板块盈利能力持续增强（毛利率提升），二三线品种持续发力（高增速持续）。

- **研发聚焦、转型、提效：**公司生物药平台在经历了调整之后更加聚焦，并且重视和销售协同和内部合作，效率有明显提高。其中重点推进品种包括 IL-6R（Biosimilar 新品，三季度已经开 III 期，有望争第一）、HER2（I 期完成）、PD-1（在中美同时开展临床研究，I 期完成）。
- **销售聚焦、提效：**销售聚焦重点品种，持续发力。艾普拉唑系列 5.04 亿（76.45%），其中肠溶片上半年 4.56 亿（+62.52%），在如此体量之下还能有 50% 以上的增长，体现公司销售能力。雷贝拉唑肠溶片、维三联、丽珠得乐、亮丙瑞林等品种表现同样靓丽。
- **原料药板块转型、提效：**公司原料药板块通过资源整合、调整产品结构、加大国际认证等措施，重点品种持续高速增长。上半年毛利率提升 7.18%，盈利能力提升明显。其中美伐他汀、万古霉素等品种高速增长。公司上半年与国内外重点客户签订了阿卡波糖、茶丙氨酸、达托霉素等多个品种的销售合同或年度战略合作协议，为后续的销售奠定基础。

展望 2019，我们判断 2019 年有一定压力但我们认为公司收入结构在持续改变，今年扣除参芪扶正和鼠神经生长因子的下滑，事实上公司其他业务增速较快，远高于行业平均增速，明年下滑的影响将进一步弱化。基于公司优秀的管理层、销售团队、单抗平台、微球平台等，公司长期投资价值凸显。

投资建议：预计 2019-2021 年归母净利润分别为 12.41 亿元、14.33 亿元、16.30 亿元，增速分别为 14.7%、15.5%、13.8%，对应 PE 分别为 19x，17x，15x。（扣除激励摊销后实际内生业绩增速更高，扣现金后估值更低）。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，生物药+微球长远布局符合产业方向。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：参芪扶正销量下滑、单抗研发风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,531	8,861	9,886	11,077	12,440
增长率 yoy (%)	11.5	3.9	11.6	12.1	12.3
归母净利润（百万元）	4,429	1,082	1,241	1,433	1,630
增长率 yoy (%)	464.6	-75.6	14.7	15.5	13.8
EPS 最新摊薄（元/股）	4.74	1.16	1.33	1.53	1.74
净资产收益率 (%)	39.9	10.1	10.7	11.9	12.9
P/E（倍）	5.3	21.8	19.0	16.5	14.5
P/B（倍）	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0

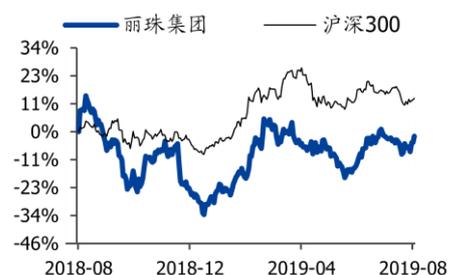
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	25.95
总市值(百万元)	24,257.09
总股本(百万股)	934.76
其中自由流通股(%)	63.65
30 日日均成交量(百万股)	3.27

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《丽珠集团 (000513.SZ)：笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型（创新药系列研究之三）》
2019-08-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,350	12,472	14,555	13,213	15,704
现金	7,416	8,588	9,834	8,439	9,865
应收账款	1,357	1,382	1,674	1,750	2,095
其他应收款	58	0	64	8	73
预付账款	126	170	161	210	206
存货	1,103	1,117	1,232	1,298	1,539
其他流动资产	1,291	1,215	1,590	1,509	1,925
非流动资产	4,548	4,966	5,266	5,561	5,858
长期投资	93	188	284	378	472
固定投资	3,321	3,218	3,436	3,662	3,893
无形资产	289	325	318	306	294
其他非流动资产	845	1,235	1,228	1,215	1,199
资产总计	15,898	17,437	19,821	18,774	21,562
流动负债	4,411	5,370	7,303	5,728	7,911
短期借款	0	1,500	1,500	1,500	1,500
应付账款	502	636	568	729	726
其他流动负债	3,909	3,233	5,235	3,499	5,685
非流动负债	253	318	322	321	321
长期借款	1	1	5	4	4
其他非流动负债	252	317	317	317	317
负债合计	4,664	5,687	7,625	6,050	8,232
少数股东权益	461	1,098	1,166	1,243	1,329
股本	553	719	935	935	935
资本公积	1,715	1,362	1,147	1,147	1,147
留存收益	8,616	8,600	9,373	10,231	11,136
归属母公司股东收益	10,773	10,652	11,030	11,481	12,001
负债和股东权益	15,898	17,437	19,821	18,774	21,562

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,316	1,268	2,554	82	3,086
净利润	4,488	1,182	1,309	1,510	1,716
折旧摊销	375	382	334	382	435
财务费用	-39	-252	-185	-183	-184
投资损失	-4,297	42	-0	1	1
营运资金变动	793	-383	1,096	-1,628	1,117
其他经营现金流	-3	297	0	0	-0
投资活动现金流	4,673	-1,021	-634	-679	-733
资本支出	294	474	204	201	202
长期投资	469	-523	-96	-93	-94
其他投资现金流	5,436	-1,069	-526	-571	-625
筹资活动现金流	-583	857	-673	-799	-927
短期借款	0	1,500	0	0	0
长期借款	0	0	4	-0	-0
普通股增加	128	166	216	0	0
资本公积增加	-105	-353	-216	0	0
其他筹资现金流	-606	-455	-677	-798	-926
现金净增加额	5,339	1,163	1,246	-1,396	1,426

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,531	8,861	9,886	11,077	12,440
营业成本	3,083	3,360	3,555	3,829	4,294
营业税金及附加	129	118	140	162	178
营业费用	3,265	3,267	3,608	4,043	4,478
管理费用	934	546	1,275	1,484	1,667
财务费用	-39	-252	-185	-183	-184
资产减值损失	118	68	0	0	0
公允价值变动收益	3	-2	-0	-0	0
投资净收益	4,297	-42	0	-1	-1
营业利润	5,658	1,274	1,493	1,740	2,005
营业外收入	92	177	134	135	134
营业外支出	25	35	21	22	26
利润总额	5,725	1,417	1,606	1,853	2,113
所得税	1,237	235	297	343	397
净利润	4,488	1,182	1,309	1,510	1,716
少数股东收益	59	100	68	77	86
归属母公司净利润	4,429	1,082	1,241	1,433	1,630
EBITDA	5,877	1,632	1,755	2,053	2,365
EPS (元/股)	4.74	1.16	1.33	1.53	1.74

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	11.5	3.9	11.6	12.1	12.3
营业利润 (%)	545.5	-77.5	17.1	16.6	15.2
归属母公司净利润 (%)	464.6	-75.6	14.7	15.5	13.8
盈利能力					
毛利率 (%)	63.9	62.1	64.0	65.4	65.5
净利率 (%)	51.9	12.2	12.6	12.9	13.1
ROE (%)	39.9	10.1	10.7	11.9	12.9
ROIC	39.2	8.4	9.0	10.3	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.3	32.6	38.5	32.2	38.2
净负债比率 (%)	-66.0	-60.3	-68.3	-54.5	-62.7
流动比率	2.6	2.3	2.0	2.3	2.0
速动比率	2.3	2.1	1.8	2.1	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.53	0.53	0.57	0.62
应收账款周转率	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	4.74	1.16	1.33	1.53	1.74
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.75	0.95	2.73	0.09	3.30
每股净资产 (最新摊薄)	11.52	11.40	11.80	12.28	12.84
估值指标 (倍)					
P/E	5.3	21.8	19.0	16.5	14.5
P/B	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	2.9	10.9	9.5	8.8	7.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
观点.....	4
业绩符合预期，中药板块下降趋缓，原料药板块盈利能力持续增强，二三线品种持续发力.....	4
特色生物药平台+微球平台加速推进，为长期转型奠定坚实基础.....	7
2019上半年大事梳理.....	9
公司未来看点及投资逻辑再梳理.....	10
结论.....	10
风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 公司参芪扶正和鼠神经生长因子的影响逐季减少.....	4
图表 2: 公司参芪扶正、鼠神经和其他品种增速.....	5
图表 3: 公司参芪扶正+鼠神经生长因子收入占比情况.....	5
图表 4: 公司主要板块品种增长情况.....	6
图表 5: 公司主要原料药产品收入及增速.....	6
图表 6: 在研产品线主要进度更新.....	8
图表 7: 公司微球项目研发进度.....	9
图表 8: 公司 2019 上半年大事梳理.....	9

事件

丽珠集团发布 2019 年半年报，2019 年上半年公司实现营业收入 49.39 亿元，同比增长 8.20%；归属于上市公司股东的净利润 7.39 亿元，同比增长 16.67%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6.59 亿元，同比增长 15.32%，实现 EPS 为 1.03 元。

观点

业绩符合预期，中药板块下降趋缓，原料药板块盈利能力持续增强，二三线品种持续发力

丽珠集团发布 2019 年半年报，2019 年上半年公司实现营业收入 49.39 亿元，同比增长 8.20%；归属于上市公司股东的净利润 7.39 亿元，同比增长 16.67%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6.59 亿元，同比增长 15.32%，实现 EPS 为 1.03 元。

公司 2019 年 Q2 营业收入 23.31 亿元，同比增长 6.15%；归母净利润 3.46 亿元，同比增长 20.98%；归母扣非净利润 3.30 亿元，同比增长 15.38%；实现 EPS 0.48 元。

分板块来看，

公司化学制剂板块 26.21 亿 (+22.19%，毛利率略降，部分品种中标价略有降低)；

- 消化道板块 9.45 亿 (+51.37%)；
- 心脑血管板块 1.55 亿 (+22.14%)；
- 抗微生物药物板块 3.19 亿 (+8.64%)；
- 促性激素板块 8.95 亿 (+18.62%)；
- 其他板块 3.07 亿 (-11.23%)

中药制剂板块 7.09 亿 (-1.86%，毛利率下降 1.86pp，与参芪扶正全国最低中标价执行有关)；

原料药和中间体板块 12.19 亿元 (+1.64%，毛利率提升 7.18pp)。原料药盈利能力持续增强，已逐步实现了由大宗原料药转向高端特色原料药，由非规范市场转向欧美等规范市场；

诊断板块收入 3.65 元 (+8.21%，毛利率提升 1.40pp)

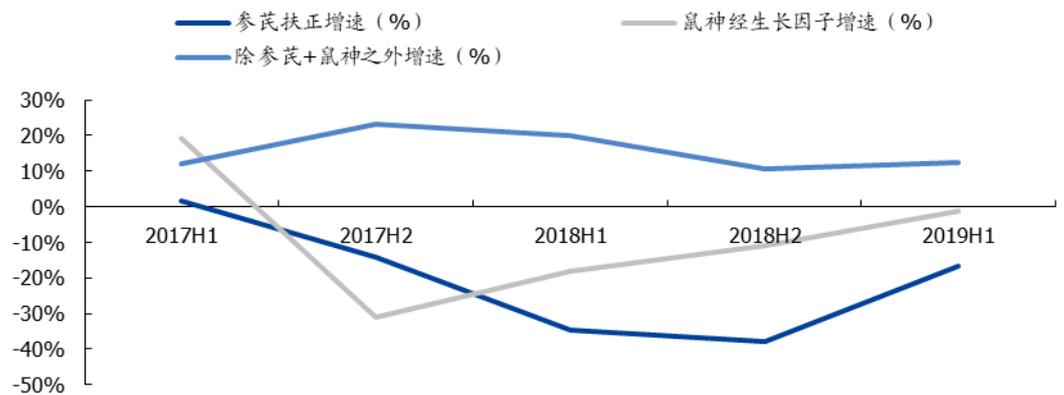
图表 1: 公司参芪扶正和鼠神经生长因子的影响逐季减少

	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
公司整体收入 (亿元)	42.75	42.56	45.64	42.97	49.39
Yoy(%)	12.96%	10.03%	6.78%	0.96%	8.20%
参芪扶正 (亿元)	8.35	7.35	5.46	4.56	4.55
Yoy(%)	1.49%	-14.24%	-34.66%	-37.96%	-16.58%
鼠神经 (亿元)	2.79	2.41	2.29	2.15	2.26
Yoy(%)	19.13%	-30.95%	-18.13%	-10.79%	-1.28%
除参芪+鼠神收入 (亿元)	31.61	32.8	37.89	36.26	42.58
Yoy(%)	12.13%	23.22%	19.9%	10.55%	12.38%
参芪+鼠神收入占比 (%)	26.1%	22.9%	17.0%	15.6%	13.8%

资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

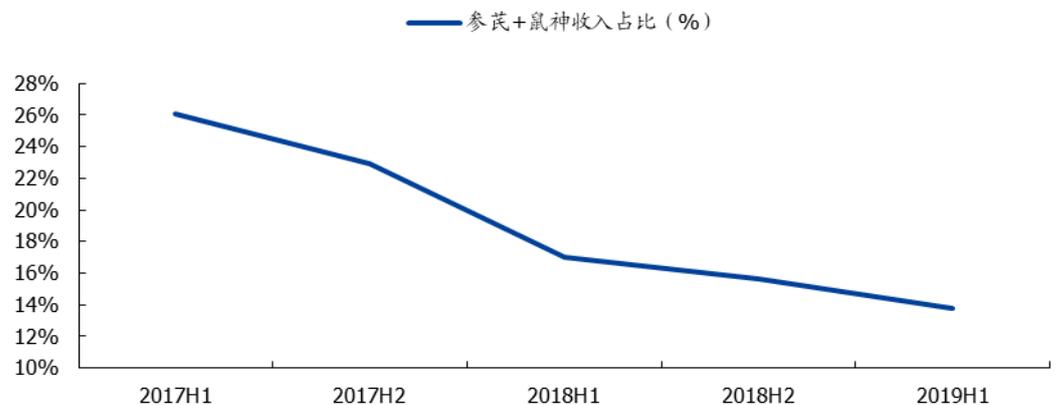
公司参芪扶正和鼠神经下滑已经减慢，且其他二三线品种高增速有望持续。表1可以清楚的看出，参芪扶正和鼠神经生长因子是从2017年下半年开始调整，经过几个季度的调整，参芪扶正和鼠神经生长因子下滑趋势已经明显减缓，同时参芪扶正和鼠神经生长因子的收入占比已经从25%以上下降到目前的13.8%，对公司整体影响已经比较小。而除了参芪扶正和鼠神经生长因子的其他品种增速一直较快。

图表2: 公司参芪扶正、鼠神经和其他品种增速



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表3: 公司参芪扶正+鼠神经生长因子收入占比情况



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

公司的整体产品线丰富，领域多，产品结构方面还有很多可挖掘的潜力，各方面叠加发力可以弥补参芪扶正和鼠神经的下降，并且支撑公司业绩到有更多丰富的高端制剂产品上市。

- 核心品种参芪扶正注射液销售收入 4.55 亿 (-16.58%)。
- 艾普拉唑系列 5.04 亿 (+76.45%)，其中肠溶片 4.56 亿 (+62.52%)，艾普拉唑针 0.48 亿；亮丙瑞林 4.57 亿 (+27.37%) 持续高增速符合预期。
- 尿促卵泡素 3.05 亿 (+11.59%)。
- 鼠神经生长因子 2.26 亿 (-1.28%) 鼠神经生长因子收入下降减缓，未来随着新中

- 标省份的增加收入会慢慢回升。
- 基层品种开始放量。值得注意的是，雷贝拉唑增速 32.14%、丽珠维三联增速 26.29%、丽珠得乐增速 32.57%，我们认为基层品种的叠加放量效应在 2019 年将持续。
 - 原料药及中间体板块部分品种高增长，美伐他汀增速 75.81%，万古霉素增速 35.26%。

图表 4: 公司主要板块品种增长情况

领域	品种	2019H1 收入 (亿元)	2019H1 增速	2018 收入 (亿元)	2018 增速	2018H1 收入 (亿元)	2018H1 增速	未来驱动力
中药	参芪扶正	4.55	-16.58%	8.52	-36.32%	5.46	-34.66%	渠道下沉，基层放量
消化道	艾普拉唑系列	5.04	76.45%	5.88	37.19%	2.8	34.49%	针剂获批大幅放量
消化道	得乐系列	1.12	32.57%	1.64	-1.39%	0.84	4.66%	渠道下沉，基层放量
消化道	雷贝拉唑	1.67	32.14%	2.27	40.53%	1.26	50.07%	渠道下沉，基层放量
促性激素	尿促卵泡素	3.05	11.59%	5.93	7.80%	2.73	3.93%	细分行业高速增长
促性激素	亮丙瑞林	4.57	27.37%	7.61	38.38%	3.59	27.43%	产能提升，子宫肌瘤等发病率增高
神经	鼠神经生长因子	2.26	-1.28%	4.44	-14.09%	2.29	-18.13%	神经保护剂领域格局有望重塑
中药	抗病毒颗粒	1.70	-19.34%	3.32	10.88%	2.10	29.85%	渠道下沉，基层放量
抗感染	注射用伏立康唑	1.49	7.37%	2.32	18.97%	1.39	44.48%	渠道下沉，基层放量
诊断试剂		3.65	8.21%	6.97	9.69%	3.37	16.90%	精准医疗促进诊断试剂增长

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司原料药板块持续向好: 通过资源整合、调整产品结构、加大国际认证等措施, 重点品种持续高速增长。2019 年上半年, 相关原料药生产企业与国内外重点客户签订了阿卡波糖、苯丙氨酸、达托霉素等多个品种的销售合同或年度战略合作协议, 为后续的销售奠定基础。美伐他汀、万古霉素等均呈现高速增长, 兽用药 (林可霉素、米尔贝胍) 出现较大幅度下降。

图表 5: 公司主要原料药产品收入及增速

品种	2019 H1 收入 (百万元)	增速 (%)
美伐他汀	95.22	75.81%
苯丙氨酸	117.01	16.49%
阿卡波糖	115.24	4.33%
万古霉素	85.53	35.26%

林可霉素	35.79	-49.58%
米尔贝肟	50.85	-35.12%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

财务指标方面：公司销售费用率为 36.38%，比去年同期 36.80%下降 0.42pp；管理费用率为 11.01%，比去年同期 10.85%上升 0.16pp，从去年 2.51 亿上升至今年 2.55 亿，研发费用从去年 2.44 亿上升至今年 2.88 亿，主要原因是重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液、注射用重组人绒促性素等项目进入临床试验阶段所致。财务费用大幅度小幅上升约 120 万，主要是汇兑收益影响。公司综合毛利率 64.88%，较去年 62.57%略有上升。整体财务状况良好。

展望 2019，我们有以下几点判断：

2019 年有一定压力但我们认为公司收入结构在持续改变，参芪扶正和鼠神经生长因子对公司的影响在逐渐弱化，未来我们的整体判断如下：公司的整体产品线丰富，领域多，产品结构方面还有很多可挖掘的潜力，各方面叠加发力可以弥补参芪扶正和鼠神经的下降，并且支撑公司业绩到有更多丰富的高端制剂产品上市。**基于公司优秀的管理层、销售团队、单抗平台、微球平台等，公司长期投资价值凸显。**

第一，参芪扶正和鼠神经的下滑为转型期短暂阵痛，未来影响逐渐弱化。

第二，公司二线专科用药潜力品种维持较快增速。亮丙瑞林维持高增速趋势。艾普拉唑进入新版医保目录，有望在质子泵抑制剂市场持续扩大份额。艾普拉唑针剂开始贡献收入。

第三，公司处方药市场渠道下沉与开发拓展工作的有效推进，三线品种放量拐点已现，包括得乐系列、氟伏沙明、哌罗匹隆、抗病毒颗粒等。精神线有望成为辅助生殖之外另一条独立的特色专科线。

第四，原料药持续增长，有新品不断通过 FDA 认证，提供业绩支撑。2016 年起原料药板块公司盈利能力改善情况明显。公司成立原料药事业部，进行了充分的整合，提高了原料药的竞争力。公司与华东医药签订供货期 2 年，4.8 亿的阿卡波糖原料药大合同，持续稳健贡献利润。同时在整合过程中抓紧了原料药规范市场的开发和认证工作。公司已经有 17 个国际认证证书，通过 FDA 现场检查品种 5 个。随着 FDA 认证项目越来越多，我们判断未来原料药板块的稳定增长趋势是可持续的，有望提供业绩弹性。

第五，账上现金充裕，价值还未体现。土地转让的收益虽然是一过性事件，但该项收益的获得，改善了公司财务状况，半年报账上现金 77.64 亿，有充分想象空间，价值还未体现。

第六，在研产品后续梯队持续稳步推进。单抗微球均有看点。

特色生物药平台+微球平台加速推进，为长期转型奠定坚实基础

2019H1 公司用于研发费用化投入 3.44 亿，同比增加 5.20%，约占营业总收入的 6.97%。研发投入力度持续加大，公司特色生物药、微球、化药等均已形成产品梯队，稳步推进。

图表 6: 在研产品线主要进度更新

临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	一致性评价	报告期获得注册证
喷昔洛韦氯化钠注射液	替格瑞洛片	消毒安胃胶囊	注射用重组人绒促性素(rhCG) (进入CDE审评序列)	替硝唑	肺炎支原体IgM抗体和肺炎衣原体IgM抗体联检试剂盒
注射用伏立康唑	马来酸氟伏沙明缓释片	TNF- α 单抗(II III期批件同时拿到II期结束)	IL-6受体单抗(LZM008)	克拉霉素	胶体金分析仪
PD-L1单抗(LZM010)	硫酸氨基葡萄糖片			苯磺酸氨氯地平	BV全自动分析仪
全人源化抗OX40 (中美双报, 国内获批临床)	枸橼酸铁片			单硝酸异山梨酯	
重组抗IL-17AF人源化单克隆抗体 (中美双报)	羧基麦芽糖铁注射液			布南色林	
肿瘤治疗用新型长效 靶向细胞因子药物	盐酸普拉克索缓释片				
人源化双特异性自体CAR-T 细胞注射液	注射用丹曲林钠				
新型治疗型T细胞疫苗注射液	注射用紫杉醇聚合物胶				
药物浓度检测试剂 伏立康唑测定试剂盒	重组全人抗RANKL单克隆抗体			化学制剂	
左乙拉西坦测定试剂盒	重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体 (I期结束)			生物药	
拉莫三嗪测定试剂盒	重组人源化抗HER2单抗注射液 (I期结束)			丽珠试剂	
奥卡西平测定试剂盒	注射用高纯度尿促性素			微球平台	
HTLV酶联免疫检测试剂盒	重组抗PD-1单克隆抗体 (中美双报, I期结束)				
金标快速试剂判读仪	重组抗HER2结构域II人源化单抗 细胞毒素偶联剂				
注射用醋酸亮丙瑞林微球 (获批临床)	金标快速诊断试剂肺炎支原体 IgM和IgG抗体联检试剂盒				
醋酸戈舍瑞林植入剂	结核 γ 干扰素化学发光试剂				
醋酸奥曲肽微球	醋酸曲普瑞林微球				
阿立哌唑微球					

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

化药领域: 有序稳步推进

- 仿制药申报: 已申报生产 2 项, BE 研究总结中 1 项。其中注射用丹曲林钠被纳入优先审评; 布南色林片已完成 BE 研究。
- 一致性评价项目: 替硝唑片已通过国家药品监督管理局核查; 克拉霉素片和苯磺酸氨氯地平胶囊完成 BE 研究, 提交注册申报并已受理。启动 BE 研究的项目 6 项。

生物药板块: 公司生物药领域共有 15 个项目在研, 有明显加速

- 临床研究 9 个: 重组人促绒素(已进入 CDE 审评序列)、TNF- α 、CD20、HER2、RANKL、PD-1(在中美同时开展临床研究)、IL-6R、高纯度尿促性素;
- 取得临床批件并准备进入临床项目 2 个: OX40、IL-17AF;
- IND 在研项目 4 个: PD-L1、CAR-T 等。

公司生物药平台在经历了调整之后更加聚焦, 并且重视和销售协同和内部合作, 效率有明显提高。其中重点推进品种包括 **IL-6R** (Biosimilar 新品种, 目前最新在临床试验公式平台上查到已经开 III 期, 有望争第一)、**HER2** (I 期完成)、**PD-1** (在中美同时开展临床研究, I 期完成)。

诊断领域: 自主研发产品即将进入收获期

- 分子核酸平台: BCI、HIV、HCV、HBV 产品已完成临床进入了注册阶段;
- 单人份发光平台: 全自动 60 速单人份发光已经进入临床阶段, 首批在单人份发光平台上应用试剂 PCT 已获证、结核已结束临床、IL-6 及 AMH 也已经进入临床阶段;
- 多重免疫平台: 全自动多重免疫分析仪以及首批应用抗核抗体 15 项产品已经完成临床阶段, 进入到注册阶段; 自免抗核抗体 17 项、肌炎、血管炎产品处于临床阶段; 其他品种如 X 光辐照仪等待获证。

微球板块: 公司微球技术平台国内一流领先水平。2015 年长效微球技术国家地方联合工程研究中心落户丽珠。平台拥有世界领先的微球生产线及产业化优势, 也是国内唯一拥

有微球辅料自主知识产权的企业。公司微球团队有 60 余人，其中不乏多年知名外企研发经验的海归博士，研发实力强劲。目前在推进项目下表。

图表 7: 公司微球项目研发进度

项目	机理	适应症	进度
亮丙瑞林微球(1个月缓释)	促性腺激素类似物	子宫内膜异位症、子宫肌瘤等	唯一获批生产的国产微球品种, 2017 上半年 2.82 亿收入
曲普瑞林微球(1个月缓释)	促性腺激素类似物	男性前列腺癌、女性不孕不育等	I 期临床
亮丙瑞林微球(3个月缓释)	促性腺激素类似物	子宫内膜异位症、子宫肌瘤等	获批临床
戈舍瑞林微球(1个月缓释)	促黄体生成素释放激素类似物	前列腺癌、乳腺癌等	临床前研究
奥曲肽微球(1个月缓释)	生长抑素类似物	消化道出血等	临床前研究
阿立哌唑微球(1个月缓释)	二氢喹啉酮类抗精神病药	精神分裂症	临床前研究

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2019 上半年大事梳理

化学制剂板块: 卡那霉素注射液通过 WHO 的 PQ 认证; 注射用醋酸亮丙瑞林微球获批临床。

生物板块: 注射用重组人绒促性素药品注册申请受理; 重组全人源抗 OX40 单克隆抗体注射液新药获批临床。

股权投资: 设立两家全资子公司用于对外投资; 设立合资子公司发展体外诊断业务; 对昇尊医药增资 3000 万元, 就其 Vac-T 和 NK-T 细胞疗法的现有全部产品项目开展全球独家合作

其他: Q1 合计收到政府补助 6633 万元; 与健康元签订 2020 年-2022 年三年持续关联/连交易框架协议。

图表 8: 公司 2019 上半年大事梳理

时间	事件	备注
2月13日	注射用重组人绒促性素药品注册申请受理	人绒促性素根据其制备来源分为尿源人绒促性素 (u-hCG) 和重组人绒促性素 (r-hCG)。目前, 全球仅有一家公司的重组人绒促性素药物上市销售, 商品名: 艾泽 (英文 Ovidrel®), 该产品于 2005 年在中国获批进口。根据 IQVIA 数据库, 人绒促性素 2017 年国内销售总额 (包括尿源与重组) 为 1.52 亿元, 2018 年前三季度国内销售额为 1.28 亿元。重组人绒促性素 2017 年在国内的销售总额为 6,266.67 万元, 2018 年前三季度国内销售额为 5,305.48 万元。截至目前, 国内无其他厂家申报此品种 (包括临床申请、上市申请及进口注册申请)。
2月15日	卡那霉素注射液通过 WHO 的 PQ 认证	本次卡那霉素注射液通过 WHO 的 PQ 认证, 列入 WHO 推荐采购清单, 为卡那霉素制剂销售国际市场打开了渠道, 为本公司进一步拓展海外市场提供了有力的支持, 并为后续高端制剂产品的国际认证打下坚实基础。
3月16日	注射用醋酸亮丙瑞林微球获批临床	本产品是一种促性腺激素释放激素 (GnRH), 目前国内已上市的同类 GnRH 制剂分为日剂型、1 个月剂型和 3 个月剂型, 其中缓释 3 个月剂型的注射用醋酸亮丙瑞林微球仅有一家进口厂商。根据 IQVIA 数据, 2018 年国内 GnRH 长效制剂销售总额约为 46.73 亿元人民币。截至目前, 国内尚未有 3 个月剂型的注射用醋酸亮丙瑞林微球国产产品上市, 获批临床的注射用醋酸亮丙瑞林微球

		(11.25mg) 厂家仅上海丽珠一家, 未见其他厂家申报。
5月7日	设立两家全资子公司	旨在进一步拓展公司对外投资业务, 提升公司对外股权投资工作的效率与专业化水平。新公司主要通过股权投资方式以推进公司在本行业内的外延式发展, 以丰富公司现有的研发管线和发挥业务协同整合效应为目的, 加快公司国际化产业布局, 引入新技术、新产品及新合作团队。
5月7日	设立合资子公司	主要是为了发挥双方在快速诊断设备和试剂领域的研发、生产及商业化运作优势, 共同开发新一代快速分子检测医疗诊断及试剂产品, 符合公司在体外诊断领域产品创新升级的中长期战略发展目标。
5月25日	重组全人源抗 OX40 单克隆抗体注射液新药获批临床	根据 Cortellis 数据库统计, 目前已经有百时美施贵宝, 辉瑞, 阿斯利康, 葛兰素史克等多家公司在开展靶向 OX40 抗体的肿瘤免疫疗法研究, 均处于 I 期或 I/II 期临床研究阶段, 包括考察其在多种肿瘤中的疗效和安全性。目前全球尚未有产品上市。截至目前, 包括丽珠单抗在内, 国内以“OX40”为靶点的单抗药物仅有 2 家提出临床申请, 其中 1 家已获批临床。
6月5日	对羿尊医药增资 3000 万元	本次对外投资是为了充分发挥各方在细胞治疗业务领域研发、生产及商业化的优势, 增资完成后, 卡迪生物将与羿尊医药就其 Vac-T 和 NK-T 细胞疗法的现有全部产品项目开展全球独家合作。
8月17日	与健康元签订 2020 年 -2022 年三年持续关联/连交易框架协议	以采购原料为主

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司未来看点及投资逻辑再梳理

业绩增长确定性高, 兼具化学制剂与创新生物基因, 短期看制剂、原料药板块, 长期看精准医疗治疗+检测端。

公司是优质生物药的细分龙头, 创新管线稳步推进, 有持续稳健并且持续超预期优秀的管理层, 业绩稳健持续成长。公司虽然参芪扶正和鼠神经生长因子两个大品种面临下滑的压力, 但是二三线品种可以弥补两个品种的下滑, 收入结构在持续的改变。

19 年之后重点关注: TNF-a 单抗及微球品种逐步落地。

- **短期逻辑:** 业绩增速确定性高, 估值较低 (预计 19 年 PE 仅 19X, 若扣掉账上现金则估值更低), 土地收益将改善公司财务状况。三年复合扣非业绩增速 15% 以上, 有望超预期。参芪扶正贡献现金流, 二线品种超增速接棒业绩增长体量已超过参芪扶正, 基层品种随着渠道下沉而激发活力, 原料药持续改善提供弹性。
- **中长期逻辑:** 艾普拉唑针剂获批为 10-15 亿级别大品种, 后续品种持续推进。土地收益为研发投入提供资金保障, 外延也有一定预期。参芪扶正软袋装获批后增强市场推广灵活性, 延长产品的生命周期。基层队伍逐渐发力带来的小品种爆发叠加。
- **长期逻辑:** 精准医疗检测端和治疗端开始爆发式增长, 单抗产品获批 (目前 HCG, TNF-a, Her2, CD20, PD-1 在临床), 成功转型生物药。
- **账上现金充裕, 价值还未体现。** 土地转让的收益虽然是一过性事件, 但该项收益的获得, 改善了公司财务状况, 一季报账上现金 62.92 亿, 有充分想象空间, 价值还未体现。

结论

我们预计 2019-2021 归母净利润分别为 12.41 亿元、14.33 亿元、16.30 亿元，增速分别为 14.7%、15.5%、13.8%，对应 PE 分别为 19x，17x，15x。19-21 年期权激励摊销分别为 9097.31 万、5090.31 万、1072.89 万（实际业绩增速更高）。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，原料药有望提供业绩弹性，单抗和精准医疗长远布局，未来国际化战略有望持续推进。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

参芪扶正销量下滑、单抗研发风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com