

丽珠集团 (000513.SZ)

股权转让+子公司激励探索创新激励模式，持续调动员工积极性

事件:

1.公司11月8日晚间公告《关于出售控股子公司部分股权暨关联交易的议案》，公司拟将所持控股子公司珠海丽珠试剂股份有限公司838.21万股股份（占丽珠试剂总股本比例9.50%）转让给由本公司之相关董事、高级管理人员及核心骨干员工（包括下属控股企业员工）出资设立的珠海丽英投资管理合伙企业，对价人民币2112.3万元。

2.公司11月8日董事会审议通过《关于控股子公司实施员工股权激励方案的议案》，同意丽珠试剂在符合相关法律法规及本公司董事会确定的员工股权激励基本框架的前提下，可以实施员工股权激励。丽珠试剂用于实施员工股权激励新增发行的股份共计不超过464.38万股，激励对象将出资共计人民币1,170.25万元，通过直接认购及/或通过持有员工持股平台有限合伙份额的方式间接认购上述股份。

股权转让基本情况如下

- **出资合伙企业构成:** 上市公司高管8人、公司及子公司核心管理人员27人。
- **股权变动:** 交易完成后丽珠集团持有丽珠试剂股权由51%减少至41.5%，仍有控制权并纳入合并报表范围。
- **股份支付费用摊销:** 总费用4037万元，2019-2023年分别摊销123.57万、807.42万、807.42万、807.42万、672.85万，对上市公司财务影响较小。
- **丽珠试剂主要经营数据:** 丽珠试剂主要从事体外诊断试剂和仪器的研发生产。2018年营业收入7.1亿，净利润1.1亿。丽珠试剂汇集了包括检验医学、生物工程等众多领域的专业精英人才。企业先后建立起了酶免、胶体金、化学发光、临床生化、微生物及分子检测等众多技术平台。自主研发成功的产品涵盖了肝炎、艾滋病、性传播疾病、优生优育及食品安全等诸多检测领域。

对公司的意义: 创新型激励持续落地。本次股权转让纳入了上市公司及子公司的高管，而子公司层面股权激励激励子公司员工。既能调动母公司管理层积极性、稳定和吸引人才、同时还可以促进子公司发展。丽珠持续探索建立多元化事业合伙人机制和激励机制，未来远期效果可期。

盈利预测与投资建议. 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24x、21x、18x。（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)	6.6	27.1	23.7	20.5	18.0
P/B(倍)	2.7	2.8	2.7	2.6	2.4

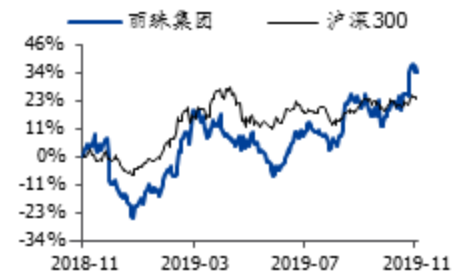
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

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	31.41
总市值(百万元)	29,360.90
总股本(百万股)	934.76
其中自由流通股(%)	63.72
30日日均成交量(百万股)	6.77

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): 扣非增速超预期, 关注高质量增长&结构调整——2019 三季度点评》2019-10-23
- 2、《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》2019-08-19
- 3、《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
经营活动净现金流	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
投资活动净现金流	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
筹资活动净现金流	-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	6.6	27.1	23.7	20.5	18.0
P/B	2.7	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	3.8	14.5	12.8	11.7	9.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

股权转让+子公司激励探索创新激励模式，持续调动员工积极性.....	4
1.1 公司子公司股权转让基本情况。.....	4
1.2 公司持续探索新型的高管及员工激励机制，激发活力.....	5
1.3 公司未来看点及投资逻辑再梳理.....	6
盈利预测与投资建议.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 合伙人出资金额及所占合伙企业总份额比例.....	4
图表 2: 股权转让摊销费用.....	4
图表 2: 丽珠试剂主要财务数据.....	5
图表 4: 丽珠历史上的数次激励.....	6

股权转让+子公司激励探索创新激励模式，持续调动员工积极性

1.1 公司子公司股权转让基本情况。

- **事件：**公司拟将所持控股子公司珠海丽珠试剂股份有限公司 838.21 万股股份（占丽珠试剂总股本比例 9.50%）转让给由本公司之相关董事（不含独立董事）、高级管理人员及核心骨干员工（包括下属控股企业员工）出资设立的珠海丽英投资管理合伙企业。
- **对价：**838.21 万股股份（占丽珠试剂总股本比例 9.50%），对价人民币 2,112.2892 万元。
- **出资合伙企业构成：**上市公司高管 8 人、公司及子公司核心管理人员 27 人。
- **股权变动：**交易完成后丽珠集团持有丽珠试剂股权由 51%减少至 41.5%，仍有控制权并纳入合并报表范围。
- **股份支付费用摊销：**总费用 4037 万元，2019-2023 年分别摊销 123.57 万、807.42 万、807.42 万、807.42 万、672.85 万，对上市公司财务影响较小。
- **丽珠试剂主要经营数据：**丽珠试剂主要从事体外诊断试剂和仪器的研发生产。2018 年营业收入 7.1 亿，净利润 1.1 亿。丽珠试剂汇集了包括检验医学、生物工程等众多领域的专业精英人才。企业先后建立起了酶免、胶体金、化学发光、临床生化、微生物及分子检测等众多技术平台。自主研发成功的产品涵盖了肝炎、艾滋病、性传播疾病、优生优育及食品安全等诸多检测领域。

图表 1: 合伙人出资金额及所占合伙企业总份额比例

序号	合伙人名称	出资金额（万元）	比例	于本公司任职情况
1	唐阳刚	424.18	19.92%	本公司董事兼总裁
2	徐国祥	127.00	5.98%	本公司副董事长兼副总裁
3	杨代宏	50.80	2.39%	本公司副总裁
4	司燕霞	50.80	2.39%	本公司副总裁
5	周鹏	50.80	2.39%	本公司副总裁
6	黄瑜璇	50.80	2.39%	本公司副总裁
7	戴卫国	12.70	0.60%	本公司副总裁
8	杨亮	38.10	1.79%	本公司董事会秘书
9	其他合伙人(27人)	1,298.47	62.18%	本公司及其下属控股子公司之核心管理人员

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 股权转让摊销费用

需摊销总费用	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
4,037.11	134.57	807.42	807.42	807.42	672.85

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 丽珠试剂主要财务数据

项目	2018 年度	2019 年 1-9 月
营业收入	70,828.64	54,970.41
营业利润	11,219.41	8,948.84
净利润	10,993.80	7,942.48
经营活动产生的现金流量净额	10,299.17	6,522.50
	2018 年 12 月 31 日	2019 年 9 月 30 日
资产总额	71,011.40	66,709.78
负债总额	48,776.93	47,829.00
应收款项总额	11,455.95	14,643.11
净资产	22,234.48	18,880.78
或有事项涉及的总额（包括诉讼与仲裁事项）	-	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 公司持续探索新型的高管及员工激励机制，激发活力

公司本次公告了股权转让和子公司层面的激励。都是对于母公司和子公司的激励。

- 第一子公司珠海丽珠试剂股权转让，对价 2112 万，9.5%的股权是转让给上市公司母公司高管和公司主要子公司的核心高管，是公司正在探索的多元化事业合伙人激励机制的重要一步。合伙人需要持续满足“对丽珠的战略执行起到决定性作用的核心人才”、“对丽珠的组织变革起到决定性作用的核心人才”、“对丽珠的产业补强起到决定性作用的核心人才”、“对丽珠的重要市场、重要区域起到决定性作用的核心人才”条件，才能成为并维持合伙人资格。
- 第二，董事会决议公告《关于控股子公司实施员工股权激励方案的议案》，同意在大框架下试剂公司子公司层面的激励，这部分是 1170 万（激励对象出资认购），464 万股，是对试剂公司管理层和骨干的激励，目的充分调动丽珠试剂经营管理团队和相关核心骨干等人员的积极性，促进丽珠试剂未来的经营发展。

除了本次的丽珠试剂股权转让、子公司员工股权激励方案，公司在激励方面历史上是在持续探索的。至今已经实施了股权激励、期权激励、单抗公司期权（公布方案）、新北江制药股权转让、丽珠圣美股权转让等。体现公司对于核心管理层、人才等的重视。在公司健全的激励机制下，公司各层员工活力和积极性有望持续激发。

图表 4: 丽珠历史上的数次激励

时间	激励方式	意义/效果
2014年11月	限制性股票激励计划, 1000万股, 激励对象 484人, 考核 2015-2017年扣非后净利润增速要求分别是 15%、20%、25%, 并逐年提升, 复合增速为 20%	建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动丽珠医药集团股份有限公司核心员工的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起
2018年7月	2018年股票期权激励计划, 1950万股, 激励对象 1116人, 考核 2018-2020年扣非利润增速, 复合增速 15%。	建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动丽珠医药集团股份有限公司核心员工的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起
2018年	丽珠单抗的股票期权计划(方案公布、预留期权暂未实施)	利于单抗平台更高效快速的吸引海内外高端人才, 并保障核心研发人员稳定、积极、长期的投入工作
2018年4月	转让丽珠集团清远新北江制药股份有限公司 15%股权(6620万)给珠海中汇源投资合伙企业(由新北江制药经营管理层、研发及业务骨干等人员合伙成立并存续的合伙企业)	提升新北江制药业绩、提升员工积极性
2018年6月	丽珠试剂转让丽珠圣美的股权转让给丽珠集团、珠海正路、珠海丽申、李琳、石剑峰、林艳(丽珠试剂董事、总经理、圣美总经理及他们的合伙企业), 转让款 9200万	激励创始人创业、优化及调整股权结构适应子公司未来发展需要
2019年11月	出售丽珠试剂子公司股权给上市公司相关董事、高级管理人员及核心骨干员工成立的合伙企业。合伙人出资 2112万, 上市公司支付股权转让摊销总费用约 4037万元	积极探索建立多元化事业合伙人激励机制, 优化子公司股权结构并促进体外诊断试剂业务领域的经营发展, 调动公司核心管理团队的积极性
2019年11月	董事会审议通过《关于控股子公司实施员工股权激励方案的议案》, 464万股, 激励对象出资 1170万。	调动丽珠试剂经营管理团队和相关核心骨干等人员的积极性, 促进丽珠试剂未来的经营发展

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 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, 长期看创新生物药转型。

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。

研发端重点关注: IL-6R 单抗、PD-1 单抗、HER2 单抗及微球品种(曲普瑞林、亮丙瑞林 3 个月、戈舍瑞林植入剂)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 24X, 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：**单抗和微球产品获批成功转型创新生物药。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）。微球平台曲普瑞林微球、亮丙瑞林 3 个月、戈舍瑞林植入剂等后续陆续推进。
 - **账上现金充裕。**土地转让的收益的获得，改善了公司财务状况，季报账上现金 72.17 亿，现金非常充裕。

盈利预测与投资建议

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 24x，21x，18x。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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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