

公司研究/事件点评

2019年11月28日

医药生物/化学制药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 32.15
合理价格区间(元): 38.88~42.12

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

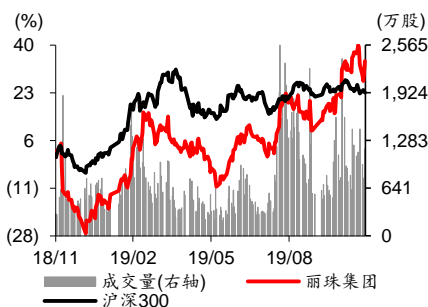
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

沈卢庆 执业证书编号: S0570519060001
研究员 021-38476125
shenluqing@htsc.com

相关研究

- 1 《丽珠集团(000513 SZ,买入): 强化结构调整, 扣非业绩提速》2019.10
- 2 《丽珠集团(000513 SZ,买入): 艾普提速, 结构向好》2019.08
- 3 《丽珠集团(000513,买入): 西药领衔, 中药品种降幅有望收窄》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

艾普谈判告捷, 医保放量在即

丽珠集团(000513)

艾普针剂放量在即, 目标价 38.88-42.12 元, 维持“买入”评级

11月28日国家医保局公布医保谈判结果, 艾普注射剂成功纳入, 有望以相对温和降价迎接广阔市场放量(艾普针剂降价 39.1% vs 70 个新增药品的平均降幅 60.7%)。公司艾普拉唑 9M19 共实现销售收入 7.54 亿元(Yoy+67.2%), 其中注射剂实现收入约 7 千万元, 医保有望驱动增长持续加速, 我们维持 19 年 EPS 1.36 元, 上调 20-21 年 EPS 至 1.62/1.87 元(前次为 1.58/1.82 元的盈利预测), 给予 20 年估值区间 24-26 倍(考虑公司现有管线集采风险较小, 而艾普医保获益在即, 在可比公司 20 年 22 倍均值上给予 10-20%溢价), 目标价 38.88-42.12 元, 维持买入评级。

艾普针剂: 降幅相对温和, 以价换量空间大

我们认为艾普针剂此番进入医保, 在 PPI 类药物间替代之中大有可为, 主因: 1) 不通过 CYP2C19 酶代谢, 临床为其突变人群用药首选(中国此类人群占比约 20%), 相比其他同类产品优势独特; 2) 注射剂以 39% 价格降幅进入医保, 相比同类 PPI 仍有价格优势(降价后日均费用 156 元/10mg, 相较于泮托/奥美/兰索/雷贝的日均费用分别为 57/51/100/93 元); 3) 加速 300 亿 PPI 市场品种更替, 1H19 艾普拉唑在 PDB 样本医院销售额占比 5.4% (vs 2015 年占比 1.5%), 而注射剂为 PPI 市场主流剂型(销售额占比约七成), 我们预计艾普将借助医保之力快速攫取市场份额。

两个持续: 背靠充沛现金流, 业绩企稳

我们看好公司实现两点持续: 1) 持续的业绩增长: 公司 1-3Q19 实现扣非归母净利润 9.6 亿元(Yoy+20.3%, 3Q 单季度 Yoy+33.1%, 环比提速显著), 我们预计今年业绩增长强势依旧, 在当前 4+7 冲击仿制药盈利能力的大环境下, 公司的产品结构体现出较强的风险抵御能力; 2) 持续的现金流及营销实力: 公司账面现金充沛(3Q19 账面现金 74 亿元), 经营性净现金流稳定(3Q19 14 亿元), 强大的营销团队深度覆盖城市医院、地县级医疗机构及零售终端, 获得现金的能力为后续的研发输血, 提供充分资金保障, 此亦为当前制药企业竞争实力体现, 也是丽珠长期保持的核心优势。

两个强化: 改善管理效率, 加快研发推进

公司呈现以下改善: 1) 执行力强化: 公司深度调整管理班子, 唐总裁上任后加速调整, 包括销售的强化, 和研发精细化分工(开发、CMC、临床、QA/QC、CDE 沟通等各环节安排专人到岗), 我们看好公司在创新转型之际攻坚克难; 2) 管线有望加强兑现: 今年研发费用预计投入 7-8 亿元, 重点项目包括 rhCG (公司指引 1H20 拿到生产批件)、IL-6R (3 期临床已入组 100 多例)、PD-1 在做化/放疗 NSCLC 的同时继续探索加速上市可能、微球与 CDE 沟通有部分新进展(有望以 PD 替代 PK 作为临床终点), 2021-2022 年有望成为产品密集报产的新周期。

风险提示: 参芪及鼠神经销售额降幅高于预期, 研发进度不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	934.76
流通 A 股(百万股)	595.59
52 周内股价区间(元)	23.52-37.46
总市值(百万元)	30,053
总资产(百万元)	16,331
每股净资产(元)	11.62

资料来源: 公司公告

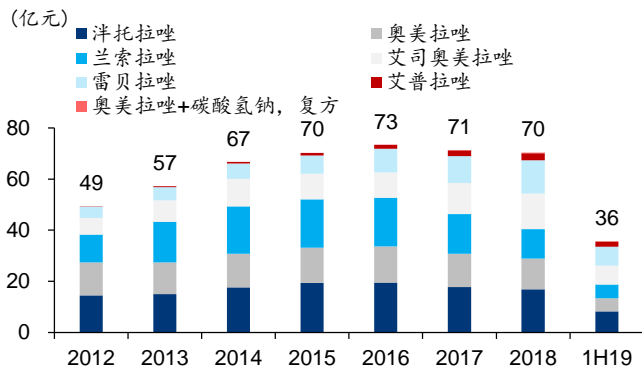
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,531	8,861	9,934	11,509	13,022
+/-%	11.49	3.86	12.12	15.86	13.14
归属母公司净利润(百万元)	4,429	1,082	1,267	1,510	1,745
+/-%	464.63	(75.56)	17.06	19.20	15.60
EPS(元, 最新摊薄)	4.74	1.16	1.36	1.62	1.87
PE(倍)	6.79	27.77	23.72	19.90	17.22

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

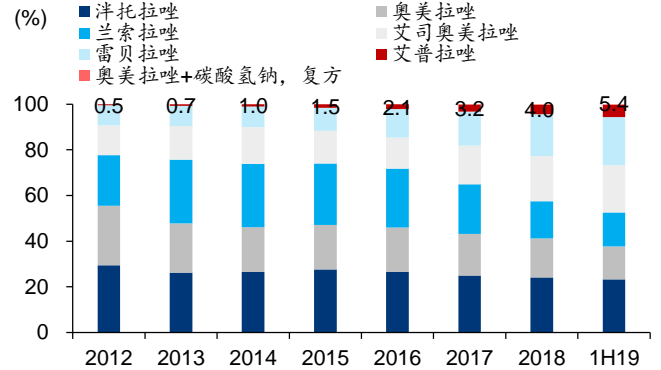
核心产品格局

图表1: PPI 抑制剂: 国内样本医院销售额



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表2: PPI 抑制剂: 国内样本医院格局



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表3: PPI 抑制剂: 主流注射剂价格及医保情况一览

药物名称	用法用量	2019 单价 (元)	规格	日均费用 (元)	医保情况
泮托拉唑	40mg, 每日 1~2 次	29	40mg	57	国家乙类
奥美拉唑	40mg, 每日 1 次	51	40mg	51	国家乙类
兰索拉唑	30mg, 每日 2 次	50	30mg	100	国家乙类
艾司奥美拉唑	40mg, 每日 1 次	83	40mg	83	国家乙类
雷贝拉唑	20mg, 每日 1 次	93	20mg	93	省级乙类 (9 省)
艾普拉唑	10mg, 每日 1 次	156 (医保谈判前 256)	10mg	156	国家乙类 (新进)

注: 价格使用市场份额最大的国产企业 2019 年均价

资料来源: Insight, PDB, 华泰证券研究所

盈利预测调整

艾普注射剂成功通过医保谈判, 价格降幅显著低于整体谈判新药 (艾普降价 40% vs 整体降价 60.7%), 且相较其他 PPI 注射剂仍具价格优势, 我们看好艾普在医保驱动下进一步实现销售提速。考虑西药板块增长强势, 参芪及 NGF 收入占比下降, 我们预计公司 19/20 年分别实现约 20% 的业绩增速, 维持 19 年 EPS 预测至 1.36 元, 上调 20-21 年 EPS 预测至 1.62/1.87 元 (主因新医保明年初开始执行, 前次预测 1.58/1.82 元), 给予 20 年估值区间 24-26 倍 (考虑公司现有管线集采风险较小, 而艾普医保获益在即, 在可比公司 20 年 22 倍均值上给予 10-20% 溢价), 目标价 38.88-42.12 元, 维持买入评级。

图表4: 盈利预测调整

(人民币百万元)		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	调整前	8,531	8,861	9,934	11,372	12,837
	调整后	8,531	8,861	9,934	11,509	13,022
	(+/-) %	-	-	0.00%	1.21%	1.45%
毛利	调整前	5,448	5,501	6,243	7,226	8,234
	调整后	5,448	5,501	6,243	7,340	8,391
	(+/-) %	-	-	0.00%	1.57%	1.90%
销售费用	调整前	3,265	3,267	3,616	4,117	4,621
	调整后	3,265	3,267	3,616	4,166	4,688
	(+/-) %	-	-	0.00%	1.21%	1.45%
管理费用	调整前	934	1,095	1,252	1,456	1,669
	调整后	934	1,095	1,252	1,473	1,693
	(+/-) %	-	-	0.00%	1.21%	1.45%
归母净利润	调整前	4,429	1,082	1,267	1,476	1,697
	调整后	4,429	1,082	1,267	1,510	1,745
	(+/-) %	-	-	0.00%	2.29%	2.88%
EPS	调整前	4.74	1.16	1.36	1.58	1.82
	调整后	4.74	1.16	1.36	1.62	1.87
	(+/-) %	-	-	0.00%	2.29%	2.88%

资料来源: 2017-2018 年公司年报, 华泰证券研究所

可比公司估值表

图表5: 可比公司估值表 (2019年11月28日)

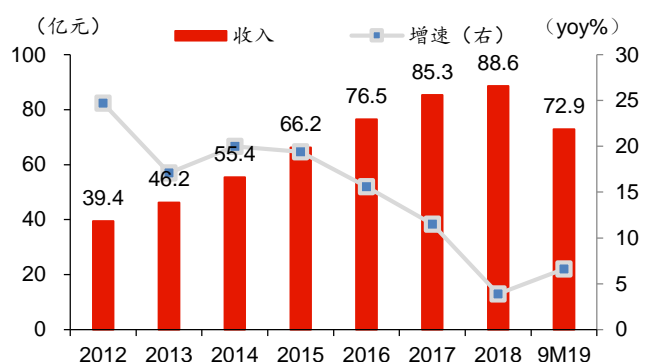
公司名称	代码	收盘价 2019/10/22	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	EPS (元)			PE (x)		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
恩华药业	002262.SZ	11.18	114	10	0.51	0.64	0.78	22	17	14
通化东宝	600867.SH	18.44	375	20	0.41	0.48	0.59	45	38	31
华东医药	000963.SZ	26.03	455	18	1.55	1.60	1.94	17	16	13
普利制药	300630.SZ	63.00	173	3	0.99	1.14	1.87	64	55	34
平均值			256	13	0.87	0.96	1.29	34	30	22

注: 考虑对标专科制剂企业, 新增普利制药为可比公司

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

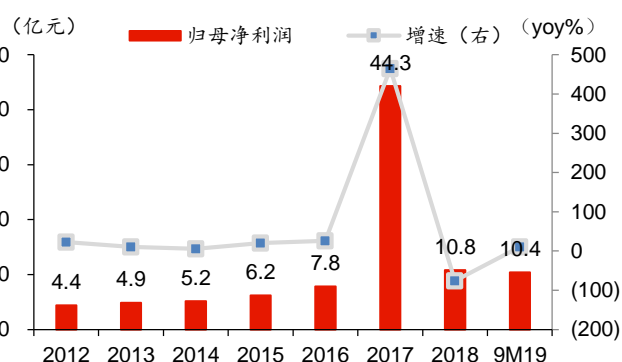
公司经营指标概览

图表6: 公司营业收入



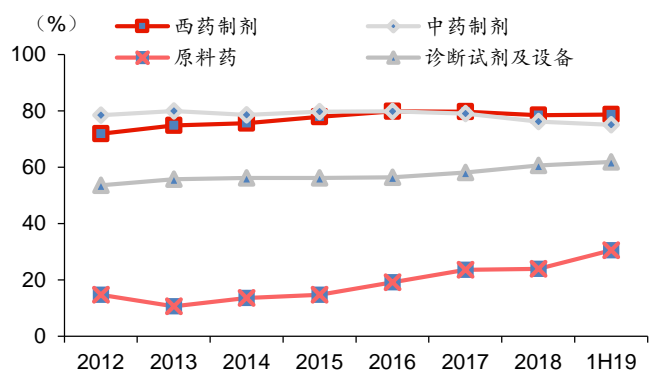
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季报, 华泰证券研究所

图表7: 公司归母净利润



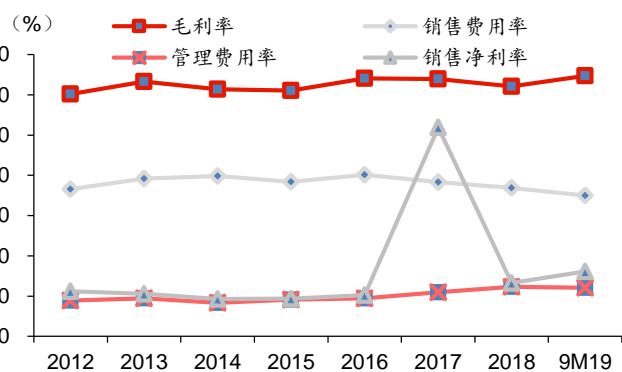
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季报, 华泰证券研究所

图表8: 各分部业务毛利率



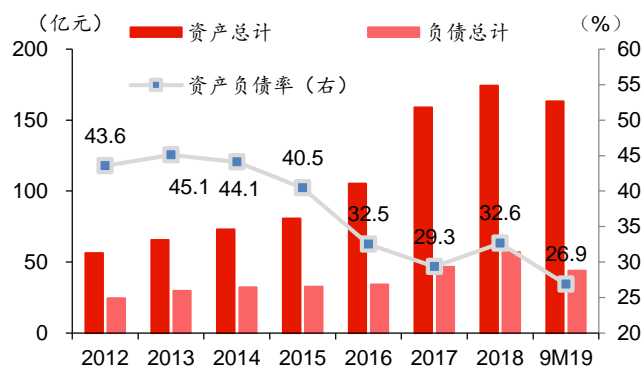
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

图表9: 公司销售毛利率、净利率与费用率



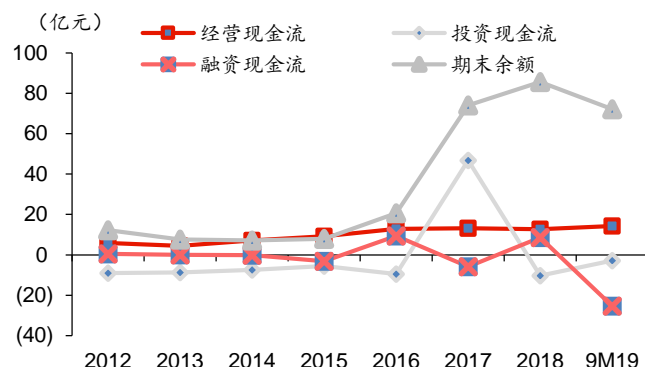
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季报, 华泰证券研究所

图表10: 公司资产负债率



资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季度, 华泰证券研究所

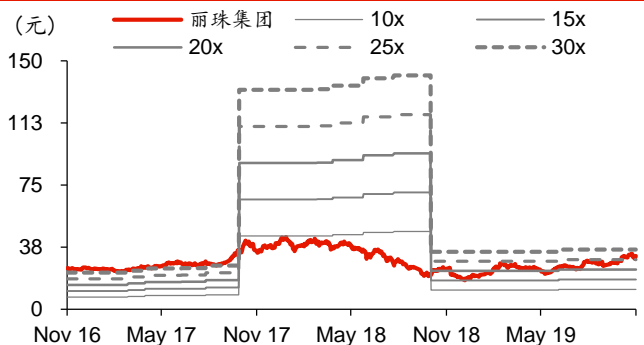
图表11: 公司现金流量



资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季度, 华泰证券研究所

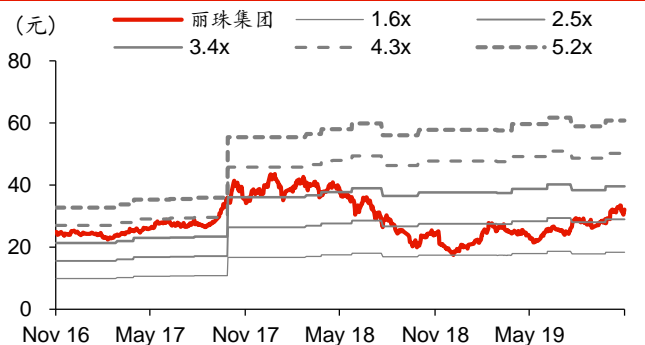
PE/PB - Bands

图表12: 丽珠集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 丽珠集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,350	12,472	13,159	14,371	15,571
现金	7,416	8,588	9,501	10,309	11,023
应收账款	1,357	1,382	1,549	1,795	2,031
其他应收账款	57.70	49.48	55.48	64.27	72.72
预付账款	126.47	169.77	186.54	210.69	234.04
存货	1,103	1,117	1,214	1,257	1,396
其他流动资产	1,291	1,166	653.60	735.59	814.34
非流动资产	4,548	4,966	5,117	5,325	5,579
长期投资	92.60	188.11	188.11	188.11	188.11
固定投资	3,341	3,321	3,192	3,287	3,430
无形资产	263.80	244.19	226.25	209.82	194.79
其他非流动资产	850.48	1,212	1,511	1,640	1,765
资产总计	15,898	17,437	18,277	19,695	21,150
流动负债	4,411	5,370	5,688	6,468	7,220
短期借款	0.00	1,500	1,682	1,948	2,205
应付账款	501.67	636.32	699.19	789.71	877.24
其他流动负债	3,909	3,233	3,308	3,730	4,138
非流动负债	253.08	317.89	317.98	318.10	318.22
长期借款	0.70	0.70	0.78	0.91	1.03
其他非流动负债	252.38	317.19	317.19	317.19	317.19
负债合计	4,664	5,687	6,006	6,786	7,538
少数股东权益	460.88	1,098	1,214	1,353	1,514
股本	553.23	719.05	934.76	934.76	934.76
资本公积	1,715	1,362	1,362	1,362	1,362
留存公积	8,616	8,600	8,759	9,259	9,800
归属母公司股东权益	10,773	10,652	11,056	11,556	12,097
负债和股东权益	15,898	17,437	18,277	19,695	21,150

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,316	1,268	1,932	1,952	2,126
净利润	4,429	1,082	1,267	1,510	1,745
折旧摊销	374.51	381.57	397.61	426.62	460.74
财务费用	(39.01)	(251.95)	(250.47)	(290.42)	0.00
投资损失	(4,297)	42.45	42.45	42.45	42.45
营运资金变动	823.19	(371.52)	362.51	109.54	10.18
其他经营现金	25.60	384.91	113.40	153.78	(132.98)
投资活动现金	4,673	(1,021)	(588.77)	(673.12)	(754.13)
资本支出	294.15	474.47	531.96	616.31	697.32
长期投资	(468.97)	522.87	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(4,498)	23.50	56.80	56.80	56.80
筹资活动现金	(583.13)	857.42	(430.55)	(470.89)	(657.33)
短期借款	0.00	1,500	181.76	266.65	256.11
长期借款	0.00	0.00	0.08	0.12	0.12
普通股增加	127.50	165.82	215.71	0.00	0.00
资本公积增加	(105.04)	(353.02)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(605.60)	(455.37)	(828.10)	(737.66)	(913.56)
现金净增加额	5,405	1,104	912.98	807.95	714.43

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,531	8,861	9,934	11,509	13,022
营业成本	3,083	3,360	3,692	4,169	4,632
营业税金及附加	129.03	118.45	132.81	153.86	174.09
营业费用	3,265	3,267	3,616	4,166	4,688
管理费用	933.97	1,095	1,252	1,473	1,693
财务费用	(39.01)	(251.95)	(250.47)	(272.41)	(290.42)
资产减值损失	117.86	67.77	75.98	88.03	99.60
公允价值变动收益	(2.81)	2.41	2.41	2.41	2.41
投资净收益	4,297	(42.45)	(42.45)	(42.45)	(42.45)
营业利润	5,658	1,274	1,487	1,801	2,097
营业外收入	91.91	176.90	176.90	176.90	185.74
营业外支出	24.80	34.72	36.46	38.28	40.19
利润总额	5,725	1,417	1,627	1,940	2,242
所得税	1,237	234.96	244.12	290.98	336.36
净利润	4,488	1,182	1,383	1,649	1,906
少数股东损益	59.02	99.54	116.52	138.89	160.55
归属母公司净利润	4,429	1,082	1,267	1,510	1,745
EBITDA	1,479	1,384	1,622	1,956	2,279
EPS (亿元, 基本)	4.74	1.16	1.36	1.62	1.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.49	3.86	12.12	15.86	13.14
营业利润	541.97	(77.47)	16.67	21.13	16.41
归属母公司净利润	464.63	(75.56)	17.06	19.20	15.60
获利能力 (%)					
毛利率	63.86	62.08	62.84	63.77	64.43
净利率	51.91	12.21	12.75	13.12	13.40
ROE	51.26	10.10	11.67	13.36	14.76
ROIC	(2.65)	18.51	21.90	27.89	32.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.34	32.62	32.86	34.46	35.64
净负债比率 (%)	0.02	26.39	28.02	28.73	29.26
流动比率	2.57	2.32	2.31	2.22	2.16
速动比率	2.32	2.11	2.10	2.03	1.96
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.53	0.56	0.61	0.64
应收账款周转率	6.05	6.47	6.78	6.88	6.81
应付账款周转率	5.66	5.90	5.53	5.60	5.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.74	1.16	1.36	1.62	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.36	2.07	2.09	2.27
每股净资产(最新摊薄)	11.52	11.40	11.83	12.36	12.94
估值比率					
PE (倍)	6.79	27.77	23.72	19.90	17.22
PB (倍)	2.79	2.82	2.72	2.60	2.48
EV_EBITDA (倍)	18.34	19.60	16.72	13.87	11.90

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com