

公司研究/事件点评

2019年12月24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): 31.13  
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

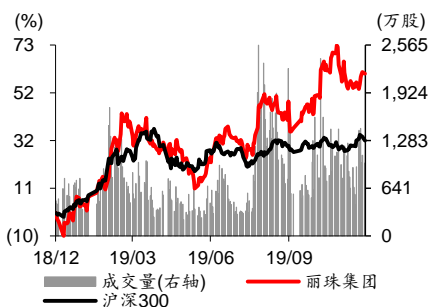
**李运** 执业证书编号: S0570518060003  
研究员 021-38476288  
liyun3@htsc.com

**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): 艾普谈判告捷, 医保放量在即》2019.11
- 2 《丽珠集团(000513 SZ,买入): 强化结构调整, 扣非业绩提速》2019.10
- 3 《丽珠集团(000513 SZ,买入): 艾普提速, 结构向好》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 十年成长计划出炉, 艾普放量在即

## 丽珠集团(000513)

**员工激励/股东回报计划出台, 目标价 38.88-42.12 元, 维持“买入”评级**  
丽珠昨日晚间发布中长期事业合伙人草案(为期 10 年)及 2019-2021 股东回报规划, 充分展现公司稳扎稳打, 夯实业绩的决心, 有望激发员工积极性和股东信心。考虑明年艾普适度降价享受医保红利, 参芪/NGF 收入占比下降, 我们预计公司 2020 年有望实现超 20% 的业绩增长, 并维持前次对公司 19-21 年的 EPS 预测 1.36/1.62/1.87 元及 20 年估值区间 24-26 倍, 目标价 38.88-42.12 元, 维持买入评级。

**解读: 股权激励提振员工积极性, 股东回报规划夯实信心**

我们对两大方案的解读如下: 1) 中长期事业合伙人草案。即公司针对核心管理人员进行为期 10 年的激励考核(2019-2028 年), 在复合增速 15% 基础上超额累进计提激励基金(复合增速在低于 15%/15-20%/20% 以上三种情况下, 分别超额提取 0%/25%/35% 的激励基金), 此举体现公司对业绩稳定增长的信心, 有望激发员工长期经营积极性; 2) 2019-2021 股东回报规划。规划期内积极采取现金分红, 每年现金分配利润不少于当年可供分配利润的 80%, 展现公司对业绩的乐观预期及与股东共享成果的诚意。

**艾普拉唑: 以价换量, 喜迎医保新驱动**

我们预计艾普今明两年实现 10/15 亿以上销售额, 主因: 1) 片剂医保新增反流性食道炎提供更多增量空间; 2) 注射剂顺利进入医保且降幅偏低(降幅 39% vs 谈判品种平均降幅 61%), 且降价后相比主流品种仍有显著优势(日均费用 156 元 vs 泮托/奥美/兰索/雷贝的日均费用分别为 57/51/100/93 元), 有望借助医保之力加速市场替代(1H19 艾普占比样本医院销售额 5.4%, 而注射剂占比 PPI 市场 70% 份额, 替代空间巨大)。

**两个持续: 背靠充沛现金流, 业绩企稳**

我们看好以下指标趋稳: 1) 持续的业绩增长: 公司 1-3Q19 扣非归母增速 20.3% (3Q 单季度+33.1%, 环比提速显著), 考虑参芪扶正/NGF 负面影响逐渐收敛, 且公司的产品结构利于抵御带量冲击, 我们预计 2020 年业绩增长在 20% 左右; 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), 营销团队覆盖城市医院/地县级医疗机构/零售终端, 看好持续现金流入为研发提供保障。

**两点变化: 优化经营效率, 推动研发提速**

我们看好两点改善: 1) 执行力强化: 公司深度调整管理班子, 加速调整销售强化和研发精细化分工, 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 获批生产)、IL-6R (3 期临床已入组 100 多例)、PD-1 做化/放疗 NSCLC 同时探索加速上市、亮丙瑞林 (3 个月缓释期) 微球有望以 PD 替代 PK 作为临床终点, 2021-2022 年或成为产品密集报产周期。

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)	29,099
总资产 (百万元)	16,331
每股净资产 (元)	11.62

资料来源: 公司公告

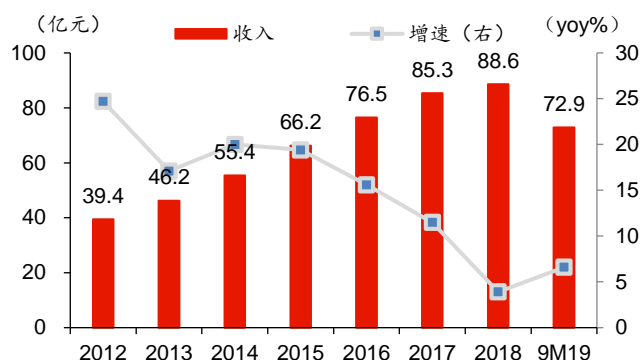
经营预测指标与估值

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

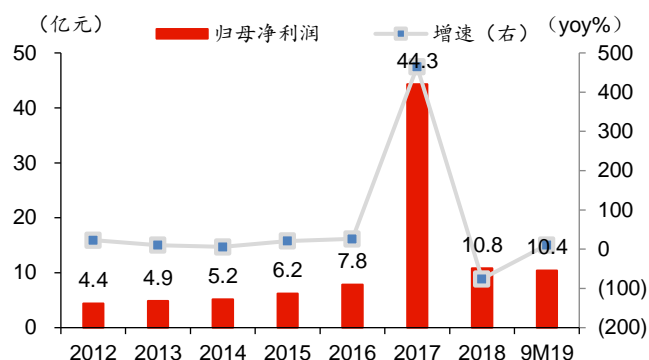
**公司经营指标概览**

**图表1: 公司营业收入**



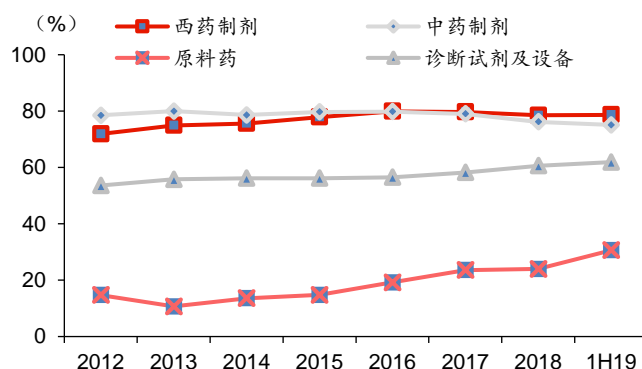
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季报, 华泰证券研究所

**图表2: 公司归母净利润**



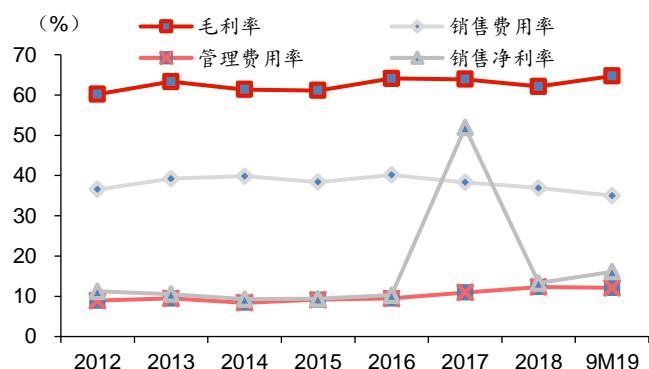
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季报, 华泰证券研究所

**图表3: 各分部业务毛利率**



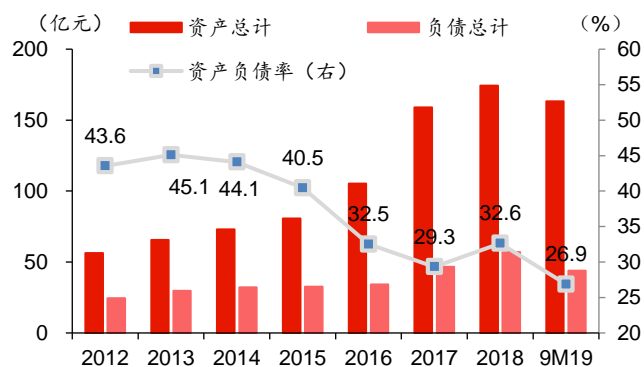
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

**图表4: 公司销售毛利率、净利率与费用率**



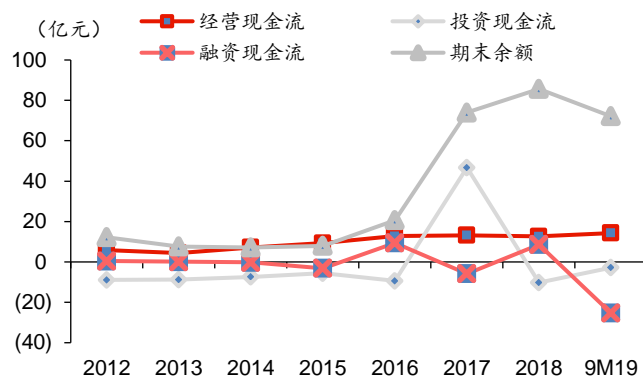
资料来源: 公司 2012-2018 年年报, 2019 年三季报, 华泰证券研究所

图表5: 公司资产负债率



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

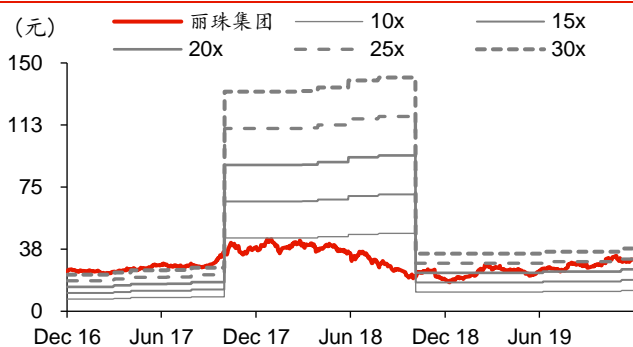
图表6: 公司现金流量



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

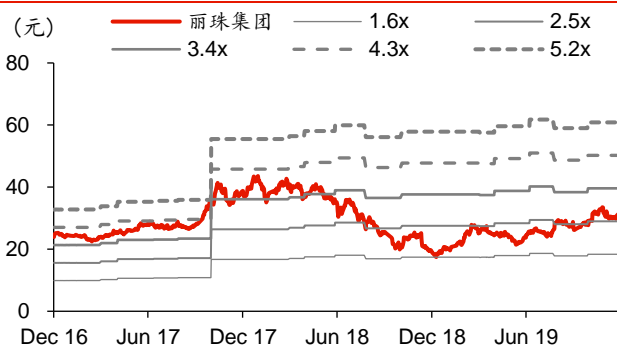
**PE/PB - Bands**

图表7: 丽珠集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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

### 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

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 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