

公司研究/深度研究

2020年06月08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): 40.46
合理价格区间(元): 54.60~60.06

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

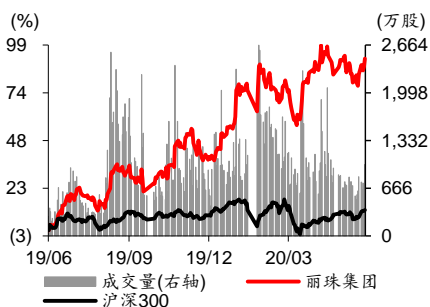
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

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): 高质量增长仍在继续, 二季度可期》2020.04
- 2 《丽珠集团(000513 SZ,买入): 明珠璀璨, 四海相传》2020.03
- 3 《丽珠集团(000513 SZ,买入): 新品种受理临床, 夯实微球产品线》2020.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

花迎佩剑柳拂旌旗, 成长加速兑现

丽珠集团(000513)

2020年预计业绩靓丽, 目标价 54.60-60.06 元, 维持“买入”评级

考虑艾普拉唑注射剂新进医保, 全球新冠疫情之下 IgM/IgG 胶体金试剂盒供不应求, 我们预计丽珠集团 2020 年业绩同比增速有望突破 30%, 大幅超过公司指引的 15% 的利润同比增速底线。经测算, 我们上调公司 20-22 年 EPS 至 1.82/2.11/2.47 元(对应 20-22 年归母净利润 17.1/19.8/23.2 亿元 vs 前次预测 16.1/18.5/21.4 亿元), 给予 2020E PE 30-33 倍(参考可比公司 Wind 一致预期均值 20 年 32.0 倍), 目标价 54.60-60.06 元。我们认为丽珠正迎来加速成长+管线兑现的黄金拐点, 积淀深厚的平台有望伴随管理效率提升而大放异彩, 是当前市场高潜力低估值白马, 维持买入评级。

艾普拉唑: 注射剂新进医保, 拉开高增长帷幕

我们预计两剂型 2020 年合计 70% 以上收入同比增速: 1) 注射剂新进医保, 降价仅 39% 且不计入药占比, 处方优势显著, 目前正在加速入院, 我们预计全年销量可达 500 万支以上; 2) 片剂/注射剂医院 2019 年覆盖率仅分别为 24%/5%, 仍有广阔空白市场; 3) 加速 300 亿 PPI 市场品种更替, 2019 年艾普拉唑在 PDB 样本医院销售额占比仅 5.5% (vs 2015 年占比 1.5%), 而注射剂为 PPI 市场主流剂型(销售占比 7 成以上), 艾普独具临床优势(无需 CYP2C19 酶代谢, 汉族人约 15-20% 为其慢代谢人群), 有望成为临床首选快速攫取市场份额。

胶体金试剂盒: 预计 2Q20 同比增厚上市公司归母净利润 30-50%

3 月中旬公司胶体金试剂盒先后获批 CE 及 NMPA 认证, 在第一时间响应全球供应(欧洲、印度、非洲等地), 并有望成为国内医院检测常备产品(湖北、黑龙江等地中标)。丽珠 3 月扩产至 600 万人份/月, 4 月扩产至 1000 万人份/月, 5 月进一步扩产, 市场供不应求。我们测算 800-1200 万人份试剂盒 2 季度满产满销, 或将增加 1.1-1.6 亿元归母净利润(考虑公司持有丽珠试剂 39.425% 股权), 增厚 2Q20 当季利润 30-50%, 如考虑 3Q20 月均销量 500 万人份, 则 2-3 季度合计有望增厚全年业绩约 15% (因销售与全球疫情进展相关, 暂不考虑 4Q 销售)。

研发管线开始兑现, 微球产品群预计 21-22 年批量报产

丽珠拥有全球领先的 CMC 及质控管理体系, 重组促性腺激素 (rhCG) 即将吹响研发兑现的号角(完成现场检查有望于近期批产), IL-6R 临床 3 期入组接近尾声, 我们预计 21 年报产。公司的微球管线定位独特, 经过多年技术积累, 在原辅料、CMC、规模放大生产及 PK/PD 工艺上不断突破, 有望迎来批量报产, 驶入蓝海市场: 曲普瑞林微球(1 个月)启动 3 期临床(52 家临床中心), 预计 21 年报产, 奥曲肽微球(1 个月)、阿立哌唑微球(1 个月)、亮丙瑞林微球(3 个月)均已明确临床路径, 有望于 21-22 年报产。

风险提示: 艾普拉唑注射剂入院速度不及预期, 核心产品大幅降价的风险, 研发管线进度不及预期的风险, 新冠试剂盒需求低于预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	938.11
流通 A 股(百万股)	598.83
52 周内股价区间(元)	24.01-43.18
总市值(百万元)	37,956
总资产(百万元)	17,578
每股净资产(元)	12.38

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,861	9,385	11,407	12,105	14,004
+/-%	3.86	5.91	21.54	6.12	15.69
归属母公司净利润(百万元)	1,082	1,303	1,706	1,979	2,321
+/-%	(75.56)	20.39	30.91	16.02	17.29
EPS(元, 最新摊薄)	1.15	1.39	1.82	2.11	2.47
PE(倍)	36.76	30.54	23.33	20.11	17.14

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

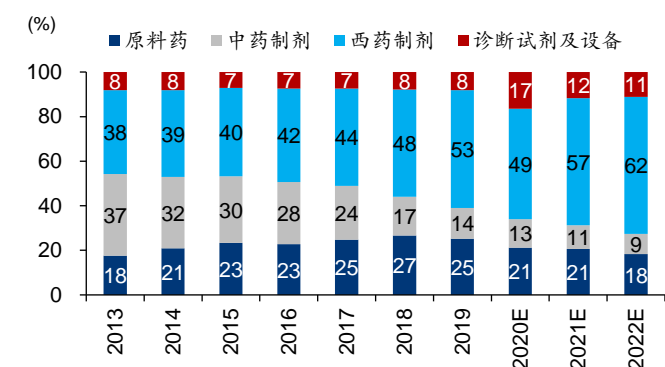
正文目录

核心产品强劲增长.....	3
艾普拉唑.....	3
亮丙瑞林.....	5
原料药.....	5
试剂盒释放业绩弹性.....	7
研发管线开始兑现.....	8
rhCG.....	8
IL-6R.....	9
PD-1.....	10
HER2.....	10
蛋白多肽类药物微球.....	12
阿立哌唑微球.....	13
经验丰富的管理团队，十年成长计划出炉.....	14
盈利预测与估值.....	15
可比公司估值表.....	16
风险提示.....	16
PE/PB - Bands.....	16

核心产品强劲增长

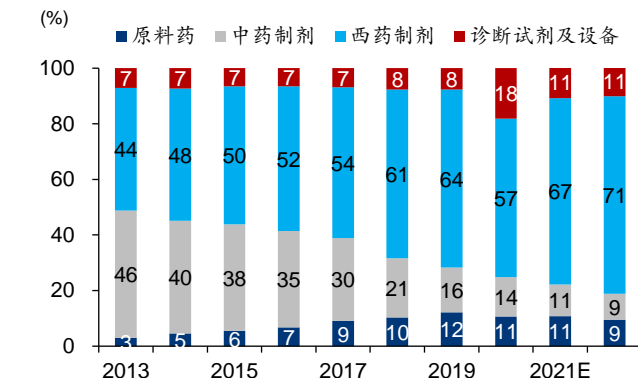
重磅品种推动结构优化。伴随产品更迭，艾普拉唑系列（1.1类新药）与亮丙瑞林微球（高壁垒特殊制剂）已接力参芪扶正，成为驱动公司业绩增长的新引擎，我们预计2020年将双双冲破十亿元销售大关。COVID-19席卷全球，丽珠试剂第一时间成功开发快速便捷（15min检测）的胶体金抗体试剂盒（IgG/IgM），填补国内外检测需求缺口，满产满销供不应求。我们预计公司核心产品强劲增长（艾普注射剂新进医保）、试剂盒快速放量、二线品种多点开花聚沙成塔，2020年丽珠归母净利润同比增速有望超过30%。

图表1：丽珠集团：主营业务收入结构



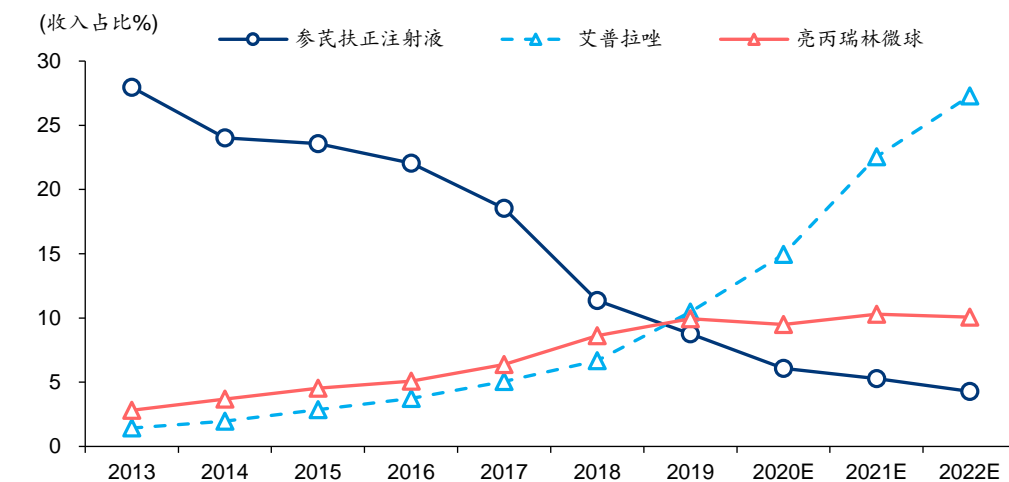
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：丽珠集团：主营业务毛利结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司成长驱动由参芪扶正注射液，逐步转向创新药及高壁垒特殊制剂

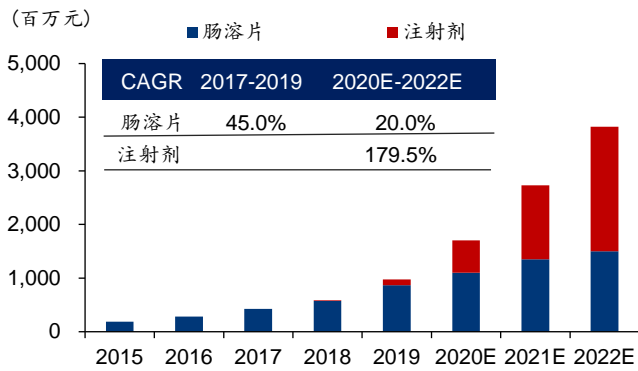


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

艾普拉唑

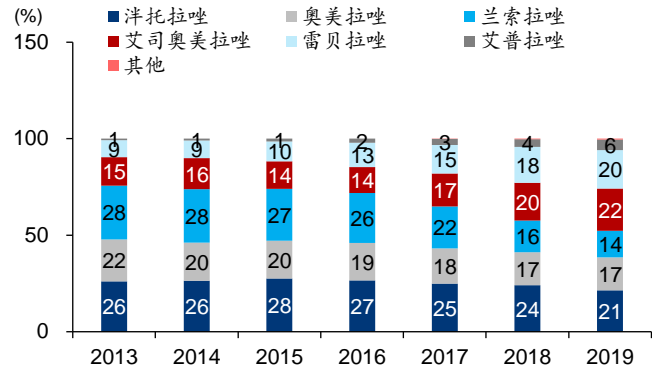
注射剂新进医保，两剂型合并2020年有望实现超70%收入同比增速。1Q20艾普拉唑系列实现40%收入同比增长，伴随疫情控制，更多医院启动药事会，我们预计两剂型全年合计有望实现70%收入同比增长，成长驱动来自：1) 注射剂新进医保，降价仅39%且不计入药占比，处方优势显著，伴随各地疫情控制，预计下半年将加速进院；2) 片剂/注射剂2019年医院覆盖率仅分别为24%/5%，集中头部医院，仍有广阔空白市场；3) 2019年样本医院质子泵抑制剂（PPI）市场中，艾普拉唑占比仅5.5%，作为PPI原研产品中唯一国产药，独具临床优势（无需CYP2C19酶代谢，汉族人约15-20%为其慢代谢人群），有望成为临床首选加速国产替代。

图表4: 艾普拉唑: 销售额快速增长



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 中国样本医院 PPI 抑制剂市场销售格局



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表6: 目前市场主流 PPI 药物情况一览

类型	通用名	依赖 CYP2C19	依赖 CYP450	19 样本医院销售 (百万元)	2019 年 yoy%	主要企业 (市占率%)	日均用量 (mg/天)	日均费用 (口服)	日均费用 (注射)
第一代	泮托拉唑	较少	是	1,624	(3.9)	华东(30%) 武田(28%) 扬子江(16%)	40	华东(5.1)	武田(102) 扬子江(29)
	奥美拉唑	是	是	1,290	7.1	奥赛康(40%) AZ(29%) 常州四药(12%)	40	AZ(24.3) 常州四药(5.4)	AZ(80) 奥赛康(48)
	兰索拉唑	是	是	1,033	(10.2)	罗欣(44%) 奥赛康(20%) 武田(7%)	30	武田(10.7) 扬子江(3.2) 华世通(4.8)	奥赛康(40) 罗欣(60)
第二代	艾司奥美拉唑	是	是	1,661	19.8	AZ(61%) 正大天晴(20%) 重庆莱美(7%)	40	AZ(18.0) 重庆莱美(18.4)	AZ(102) 正大天晴(66)
	雷贝拉唑	很少	很少	1,499	15.6	长澳制药(18%) 济川(14%) 卫材(14%) 豪森(6%)	20	卫材(25.1) 豪森(5.6) 济川(8.0)	长澳制药(113)
	艾普拉唑	否	很少	418	47.2	丽珠集团(100%)	10	丽珠集团(27.9)	丽珠集团(156)

附注: 原研产品以红色字体标出; 日均费用采用 2019 年平均中标价格计算

资料来源: PDB, Insight, 华泰证券研究所

亮丙瑞林

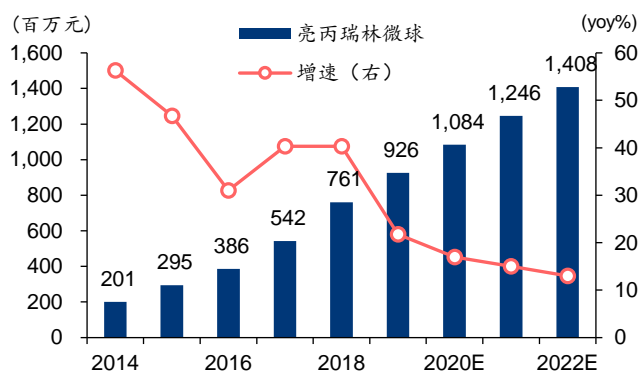
技术构筑护城河。2019年公司亮丙瑞林微球(1个月)销售额达9.26亿元,同比增长21.8%,一季度辅助生殖类择期手术门诊量骤降,亮丙的长效属性优势尽显,收入同比增长14%,是促性激素板块增速最高的产品。我们预计未来3年亮丙仍将维持15%以上复合增长,受益于:1)微球制剂技术壁垒高,国内仅三家产品上市,格局稳定且暂无潜在新进入者;2)公司在辅助生殖系统拥有强大销售团队,不断扩大市占率,有望超越原研;3)公司3个月的亮丙瑞林微球进入临床阶段,后续有望加大拓展前列腺癌、性早熟等领域。

图表7: 丽珠在国内亮丙瑞林微球市场中增速最快,价格降幅最小

公司	商品名	中国上市时间	2019 样本医院销售 (百万元)	14-19 销售增长 CAGR (%)	2019 年招标价 (元/支)	14-19 价格降幅 CAGR (%)
武田制药	抑那通	2000	379	14%	1,599	-4%
丽珠集团	贝依	2009	330	38%	1,295	-2%
北京博恩特	博恩诺康	2009	288	28%	1,291	-6%

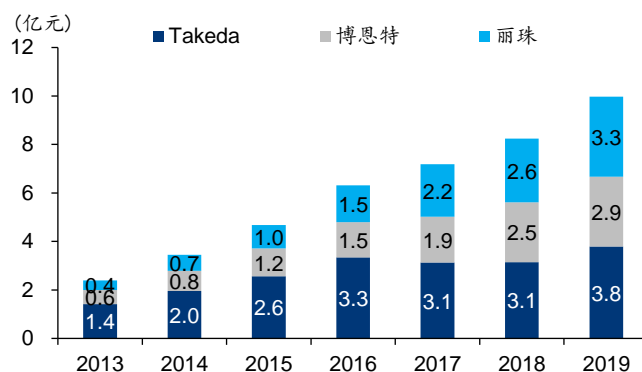
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表8: 公司亮丙瑞林微球销售额及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 中国样本医院亮丙瑞林微球销售格局

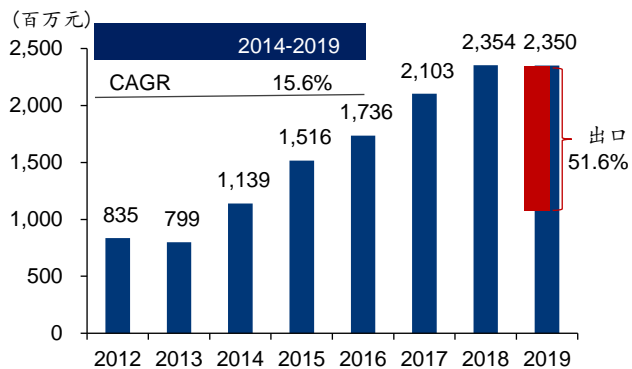


资料来源: PDB, 华泰证券研究所

原料药

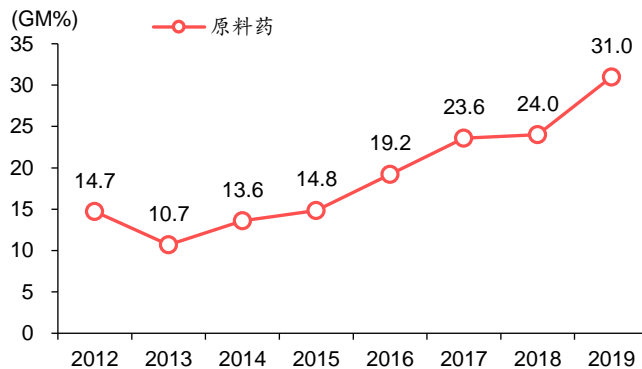
聚焦高毛利品种, 销售遍布全球。1Q20 公司原料药业务收入同比下降 5.6%, 但净利润同比增长 24%, 品种结构调整不断推高毛利率(达托霉素、阿卡波糖等放量), 米尔贝肟、美伐他汀等特色原料药全球市占率领先。展望未来, 公司将持续技术进步来降低生产成本, 并从大宗原料向特色转型(超级抗生素、高端宠物药、多肽类制剂等布局), 有望继续增强盈利能力。

图表10: 公司原料药业务收入规模稳健增长



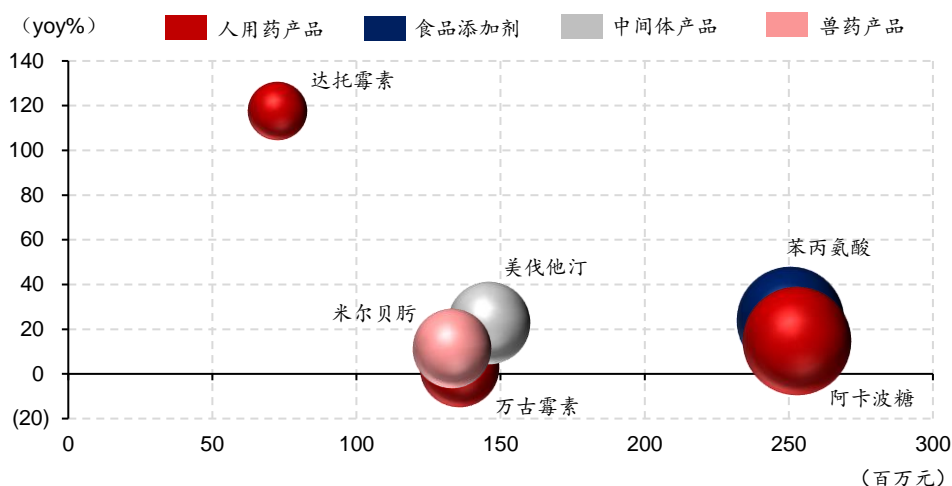
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 公司原料药毛利率持续提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 多点齐发, 聚焦特色原料药



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所 注: 数据为2019年销售额及增速

公司2016年设立原料药事业部, 合理配置附属公司资产, 提升资源利用效率, 降本增效成果显著, 子公司业绩持续增长。研发技改是公司原料业务的核心竞争力, 截至1Q20, 公司发酵中心拥有13项在研项目(奥利万星、特拉万星、达巴万星等多个高附加值的特色原料药准备注册申报), 合成研发中心有10项在研(酒石酸匹莫范色林完成美国DMF申报)。

图表13: 各原料子公司2019年营业收入及利润表现良好

附属公司	主要产品	2019年销售额 (百万元)	16-19 销售额 CAGR (%)	2019年净利润 (百万元)	16-19 净利润 CAGR (%)
上海丽珠制药有限公司	尿促性素、绒促性素等	1,156	26.8%	308	41.4%
珠海保税区丽珠合成制药有限公司	头孢呋辛钠、头孢曲松钠等	871	12.4%	143	173.4%
丽珠集团新北江制药股份有限公司	普伐他汀、美伐他汀等	1,683	51.5%	299	50.8%
丽珠集团福州福兴医药有限公司	万古霉素、苯丙氨酸等	591	17.7%	177	75.2%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

试剂盒释放业绩弹性

新冠胶体金试剂盒有望同比增厚上市公司 2Q20 利润 30-50%。3 月中旬公司胶体金试剂盒先后获批 CE 及 NMPA 认证，在第一时间响应全球供应（欧洲、印度、非洲等地），并有望成为国内医院检测常备产品（湖北、黑龙江等地中标）。丽珠 3 月扩产至 600 万人份/月，4 月扩产至 1000 万人份/月，5 月进一步扩产，市场供不应求。我们测算 800-1200 万人份试剂盒 2 季度满产满销，则有望增加 1.1-1.6 亿元归母净利润（考虑公司持有丽珠试剂 39.425% 股权），增厚 2Q20 当季利润 30-50%，如考虑 3Q20 月均销量 500 万人份，则 2-3 季度合计有望增厚全年业绩 15%（因销售与全球疫情进展相关，暂不考虑 4Q 销售）。

图表14: IgG/IgM 胶体金试剂盒利润弹性测算

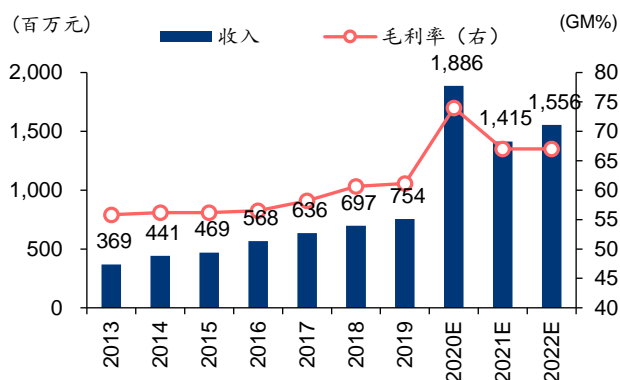
季度	产能 (万人份/月)	价格 (元/人份)	单季度销售额 (万元)	利润率 (%)	单季度利润 (万元)	归母净利润 (万元)	增厚当季利润 (%)	增厚全年利润 (%)
2Q20	800	32	76,800	35%	26,880	10,597	31.0%	8.1%
	1,000	32	96,000	35%	33,600	13,247	38.8%	10.2%
	1,200	32	115,200	35%	40,320	15,896	46.6%	12.2%
3Q20	400	28	33,600	30%	10,080	3,974	13.2%	3.0%
	500	28	42,000	30%	12,600	4,968	16.5%	3.8%
	600	28	50,400	30%	15,120	5,961	19.8%	4.6%

附注：蓝色数字为假设值，增厚当季利润分别参考 2Q19 及 3Q19 归母净利润 3.41 及 3.01 亿元，增厚全年利润参考 2019 年归母净利润 13.03 亿元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

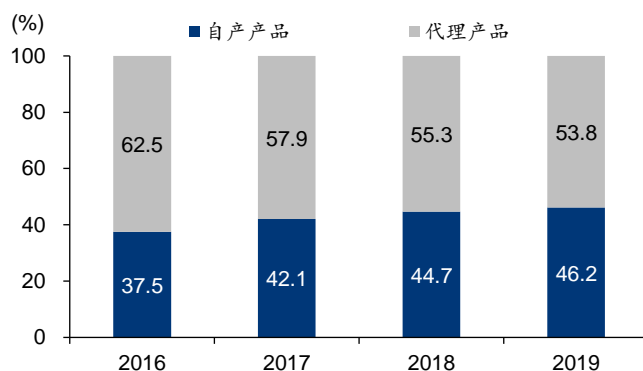
多领域布局，成长可期。丽珠试剂厚积薄发，多年精耕细作，先后建立起八大技术平台（酶免、胶体金、微生物、分子检测、多重免疫等），多个产品位居业内领先地位且自产品种占比不断提升。截至 2019 年底，公司共有 14 个产品在欧盟获得 15 个医疗器械证书，其中 6 个通过 TUV 国际认证现场检查。

图表15: 丽珠试剂/设备: 产品销售额及毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16: 丽珠试剂/设备: 自产 vs 代理比例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17: 丽珠试剂: 丰富明星产品及多平台研发能力



资料来源：公司网站，华泰证券研究所 注：市占率为 2019 年数据；

研发管线开始兑现

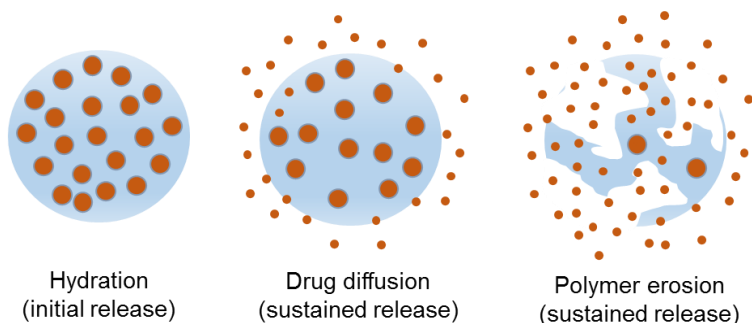
特色定位,厚积薄发。2019年公司研发投入8.28亿元,同比增长20.4%,占比收入8.8%。丽珠拥有全球领先的CMC及质控管理体系,两大技术平台经过多年研发积淀,即将迎来产品兑现:1)大分子多肽:重组人绒促性素(rhCG)已完成现场检查有望近期批产,IL-6R临床3期入组接近尾声,我们预计21年报产,PD-1进入2期临床(胸腺癌)及HER2均有望简化临床方案加速上市过程;2)微球缓控释:曲普瑞林微球(1个月)启动3期临床(52家临床中心),我们预计21年报产,奥曲肽微球(1个月)、阿立哌唑微球(1个月)、亮丙瑞林微球(3个月)均已明确临床路径,有望于21-22年报产。

图表18: 公司重点研发品种进展

技术平台	项目	靶点/名称	申报类型	适应症	临床进度	峰值预期(亿元)	计划报产时间
大分子多肽类	LZM003	重组人绒促性素(rhCG)	15	不孕症、促排卵等	已报产	5-10	预计2H20获批
	LZM008	IL-6R	2	类风湿等自身免疫疾病	临床3期	10-20	2021
	LZM005	HER2结构域II	1	乳腺癌等	临床1期	10-20	2022
	LZM009	PD-1	1	胸腺癌等多种肿瘤	临床2期	10-20	2022
	LZM012	IL-17A/F	1	银屑病等自身免疫疾病	临床1期	20-30	2022
	A-01	干扰素 α -2b Fc	1	抗肿瘤	获批临床		
	A-02	双特异性自体CAR-T	1	抗肿瘤	Pre-IND		
	A-03	治疗性T细胞疫苗	1	抗肿瘤	Pre-IND		
微球/缓控释	LZMT01	曲普瑞林微球-1个月	4	前列腺癌、子宫肌瘤等	临床3期	10-20	2021
	LZMT04	亮丙瑞林微球-3个月	4	前列腺癌、绝经前乳腺癌	临床1期	20-40	2022
	LZMT03	奥曲肽微球-1个月	4	肢端肥大、内分泌肿瘤等	申报临床	15-30	2021
	LZMT05	阿立哌唑微球-1个月	2.2	成人精神分裂症	获批临床	20-40	2022
	LZMT02	戈舍瑞林植入剂-1个月	4	前列腺癌、绝经前乳腺癌	Pre-IND	20-40	

资料来源:公司公告, China Drug Trial, 华泰证券研究所

图表19: 微球制剂缓释过程示意图



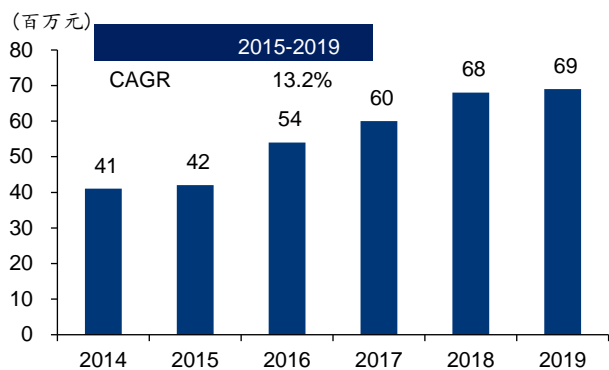
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

rhCG

产品升级,有望加速进口替代。绒促性素可刺激性腺活动,临床常用于促卵泡成熟及排卵,国内市场除了Merck Serono的艾泽为重组人绒促性素(rhCG),其余均为尿源产品,而丽珠凭借销售渠道的绝对优势,2019年占据国产市场的80%份额。

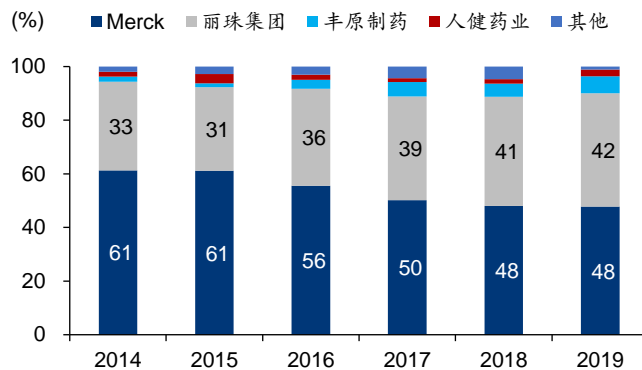
公司即将迎来产品升级, rhCG已完成现场检查,有望近期批产,我们认为该品种具备5-10亿元销售潜力,考虑:1) rhCG价格高(为尿源产品10倍左右),丽珠为目前市场上唯一在研重组类产品,享有较高定价权;2)丽珠将成为唯一同时拥有重组及尿源产品的企业,有望进一步扩大市占率;3)布局海外,目前正与法国、印尼、巴基斯坦、埃及、南非、韩国、俄罗斯等地区进行初步商业洽谈。

图表20: 绒促性素: 国内样本医院销售及增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表21: 绒促性素: 国内市场销售格局



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表22: 国内绒促性素产品竞争格局概览

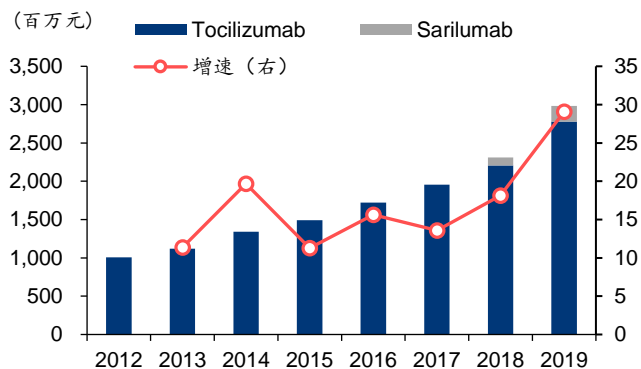
附属公司	产品名	类型	2019年销售额 (百万元)	16-19 销售额 CAGR (%)	2019年招标价 (元/支)	16-19 价格降幅 CAGR (%)
Merck Serono	艾泽	(重组) r-hCG	33.0	3.6%	193/250ug	-1%
丽珠集团	注射用绒促性素	(尿源) u-hCG	28.5	13.7%	18.1/5000IU	-3%
丰原制药	注射用绒促性素	(尿源) u-hCG	4.3	33.7%	12.7/2000IU	0%
人健药业	注射用绒促性素	(尿源) u-hCG	1.7	19.3%	12.7/2000IU	0%

资料来源: PDB, 华泰证券研究所

IL-6R

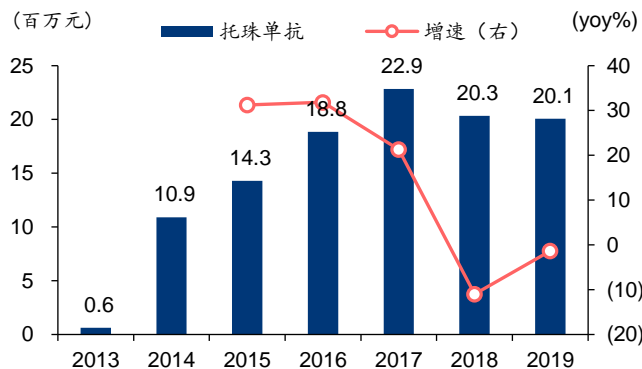
国产第一梯队, 有望 2021 年报产。全球共三款 IL-6/IL-6R 单抗获批, 明星药物托珠单抗 (Tocilizumab) 2019 年实现 27.8 亿美元销售额 (同比增长 25.9%), FDA 批准适应症包括 RA (类风湿关节炎)、sJIA (全身型幼年特发性关节炎)、GCA (巨细胞动脉炎)、pJIA (多关节型幼年特发性关节炎) 和 CRS (细胞因子释放), 国内仅前两项获批。目前国内 IL-6R 仅托珠单抗获批, 3 款生物类似药进入临床 3 期, 丽珠身处第一梯队有望率先撞线。

图表23: IL-6R 单抗药物全球销售额及同比增速



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表24: 托珠单抗国内样本医院销售额及同比增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表25: IL-6/IL-6R 单抗药物国产在研产品

公司	产品	靶点	类型	临床进度	公示日期
丽珠单抗	LZM008	IL-6R	生物类似药	临床 3 期	2019.06.27
百奥泰	BAT1806	IL-6R	生物类似药	临床 3 期	2019.02.11
金宇生物	CMAB806	IL-6R	生物类似药	临床 3 期	2019.04.19
远大诺康生物	IA001	IL-6R	生物类似药	临床 1 期	2020.01.14
海正药业	HS628	IL-6R	生物类似药	临床 1 期	2019.04.09
嘉和生物	杰瑞单抗	IL-6	新药	临床 1 期	2018.08.09

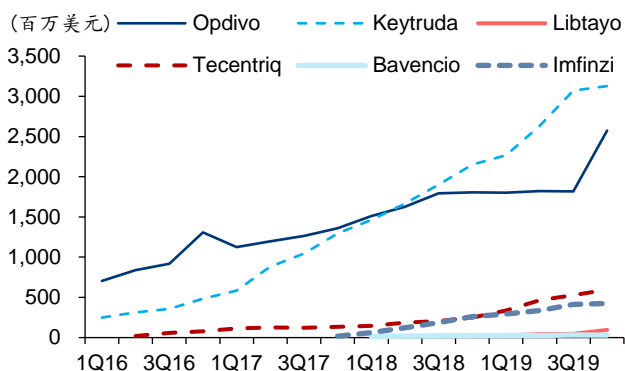
资料来源: Insight, 华泰证券研究所

PD-1

值得拥有的重磅品种 PD-1/PD-L1 单抗药物开启了肿瘤免疫治疗时代，重新定义了恶性肿瘤治疗路径的新标准（比如非小细胞肺癌的5年存活率从5%提升到了16%）。其中最为瞩目的超级重磅 Kytruda 和 Opdivo 伴随适应症的拓展，2019 年全球销售额分别飙升至 111 亿美元/80 亿美元。

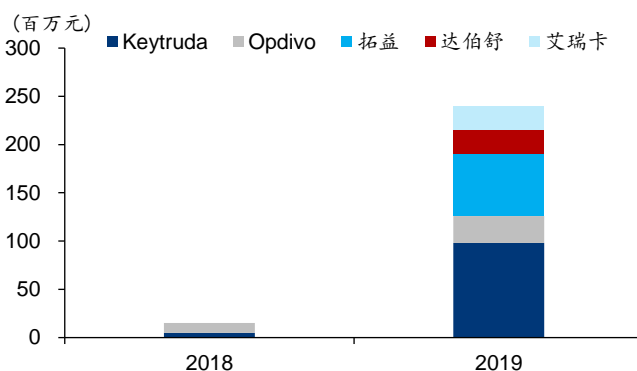
中国市场同样演绎精彩。除 K/O 之外，四家国产企业快速跟进，2019 年 PD-1 单抗药物市场规模激增（根据 PDB 样本医院销售额数据放大，我们估测实际终端规模超 50 亿元）。根据 Frost & Sullivan 预测，2023 年我国 PD-1/PD-L1 响应癌种新发病人将达 390 万人，单抗药物销售规模将超 600 亿元。截至 2020 年 1 月底，国内处于临床 3 期阶段的 PD-1/PD-L1 产品有 11 个，丽珠将面临激烈的市场竞争，然而肿瘤线作为公司的战略重点之一，PD-1 单抗非常值得布局，公司有望通过胸腺癌等小病种加速上市过程，未来单药+联用齐发力，仍有望成为 10 亿以上重磅。

图表26: PD-1/PD-L1 单抗全球销售不断冲高



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表27: PD-1/PD-L1 单抗中国销售启动高速增长



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表28: PD-1/PD-L1: 中国上市产品概览

产品	公司	中国上市	适应症	规格	价格 (元)	用药剂量	年化费用 (千元)	赠药后年化费用 (千元)	国家医保
Opdivo	BMS	2018.06	NSCLC	100mg	9,250	3mg/kg, Q2W	479	221	/
				40mg	4,587				
Keytruda	MSD	2018.07	NSCLC, 黑色素瘤	100mg	17,918	2mg/kg, Q3W	645	323	/
拓益	君实生物	2018.12	黑色素瘤	240mg	7,200	3mg/kg, Q2W	187	96	/
达伯舒	信达生物	2018.12	CHL	100mg	2,843	200mg, Q3W	282	169	102 (Cat.B)
艾瑞卡	恒瑞医药	2019.05	CHL	200mg	19,800	200mg, Q2W	515	119	/
百泽安	百济神州	2019.12	CHL	100mg	10,688	200mg, Q3W	384	106	/
Imfinzi	AZ	2019.12	NSCLC	500mg	18,088	10mg/kg, Q2W	628	289	/
				120mg	6,066				
Tecentriq	Roche	2020.02	SCLC	1200mg		1200mg, Q3W	/	/	/

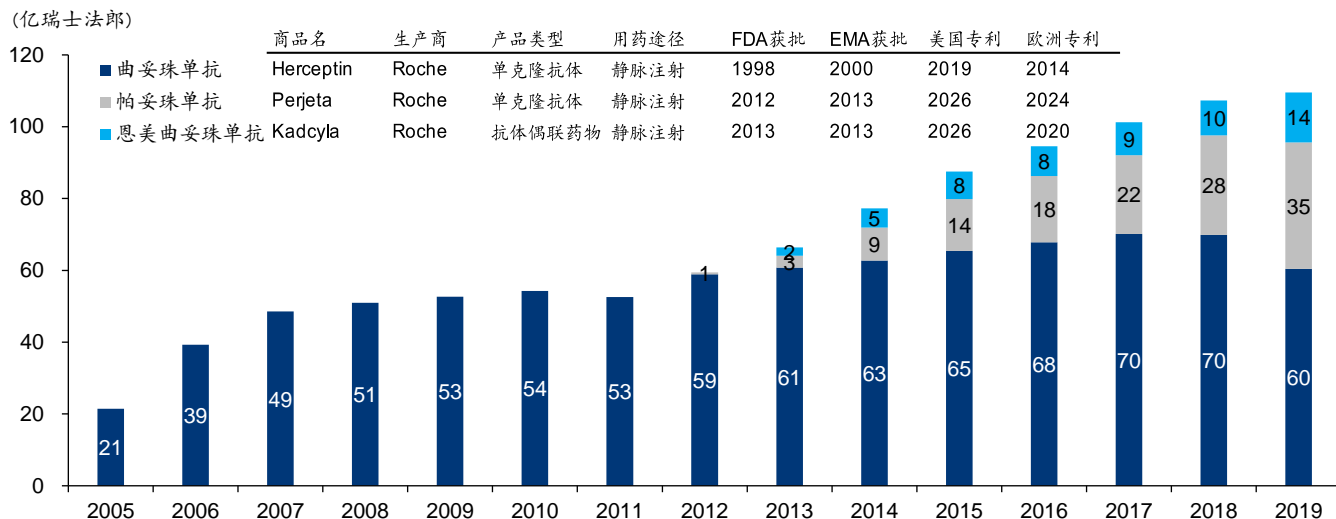
注: 价格为 2020 年 5 月最新中标价

资料来源: Insight, PDB, 华泰证券研究所

HER2

全球重磅靶点。1998 年上市的首个抗 HER2 药物曲妥珠单抗 (Herceptin) 在 HER2 阳性乳腺癌患者中疗效出众，HER2 成为热门靶点，全球制药企业陆续开发单抗、ADC、小分子等药物，2018 年 HER2 药物市场规模超百亿美金。罗氏更是手握 Herceptin (结构域 IV)、Perjeta (结构域 II)、Kadcyla (ADC) 三大王牌独霸市场 (2019 年合计销售额 109.5 亿欧元)，贯穿 HER2+ 乳腺癌治疗的全生命周期。

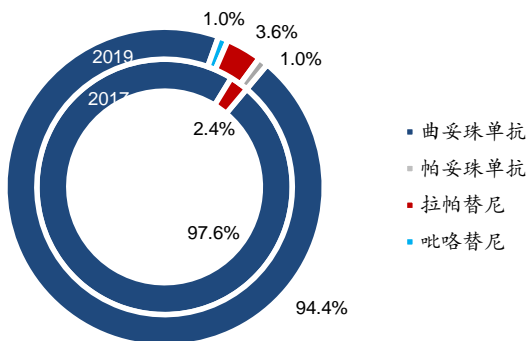
图表29: HER2 单抗全球销售额 (2005-2019)



资料来源: Roche 年报, 华泰证券研究所

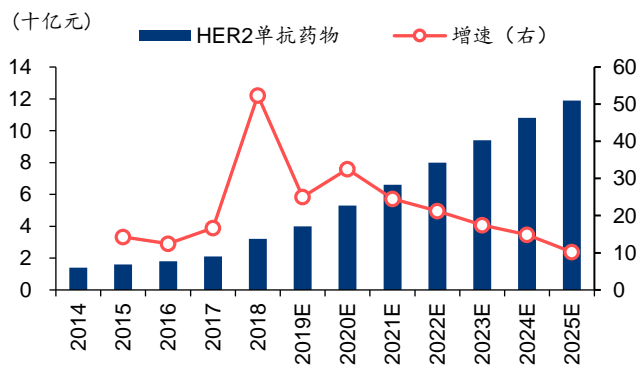
帕妥珠+曲妥珠+多西三联为 HER2+乳腺癌国际金标。“妥妥双靶”为患者构建起从新辅助、术后辅助到晚期治疗的全程管理, 2019 年帕妥珠单抗通过谈判目录进入国家医保, 自此开启双靶药物的全医保时代。根据 Frost & Sullivan 预测, 中国 HER2 单抗药物市场规模将于 2025 年达到 119 亿元。国内 HER2 领域研发热度高, 但不同于曲妥珠类产品的赛况激烈, 帕妥珠单抗目前仅 3 家企业进入临床 1 期, 丽珠作为新药申报, 目前已完成 Ib 临床, 有望通过新辅助加速临床过程。

图表30: 2019 年中国 HER2 靶向药市场销售格局



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表31: 中国 HER2 单抗类药物市场规模及同比增速



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

图表32: HER2 靶向药物: 中国市场产品概览

	曲妥珠单抗	帕妥珠单抗	恩美曲妥珠单抗	拉帕替尼	吡咯替尼
原研企业 (上市时间)	Roche (2009)	Roche (2018)	Roche (2020)	GSK (2013)	恒瑞医药 (2018)
国家医保	2017 年谈判, 乙类	2019 年谈判, 乙类	-	2017 年谈判, 乙类	2019 年谈判, 乙类
单支/片定价	5,500.0 元/440mg	4,955.0 元/420mg	19,282.0 元/100mg	66.7 元/250mg	86.0 元/80mg
年均次数	17	17	17	365	365
次均量	1	1	2	5	5
年均费用	93,500 元	84,235 元	655,588 元	121,394 元	156,520 元
NDA/BLA	复宏汉霖、三生国健	-	-	-	-
临床三期	Samsung、上海所 安科生物、华兰生物 嘉和生物、海正药业 正大天晴、百奥泰	-	Daiichi Sankyo	-	-

注: 价格为 2020 年 5 月最新中标价

资料来源: Insight, 药智数据, PDB, 华泰证券研究所

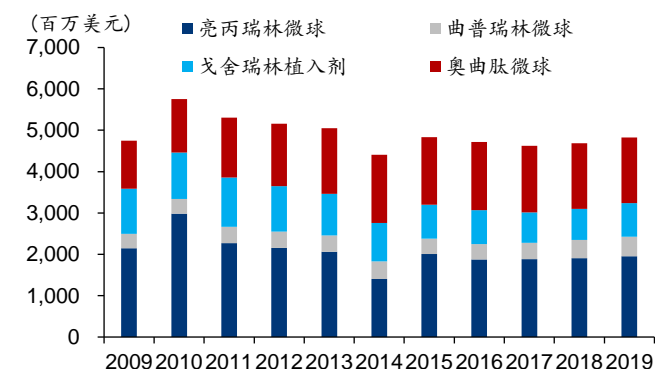
蛋白多肽类药物微球

蓝海市场，潜在金矿。丽珠在微球及缓控释领域独具优势，2009年亮丙瑞林微球（1个月）上市，打破该领域进口产品的独家垄断，后续蛋白多肽类微球广泛布局，国内进度领先：

1. 曲普瑞林微球（1个月）：3期临床开始入组（前列腺癌），临床中心登记了52家（计划入组125例），我们预计21年完成试验并报产。目前国内市场为Ipsen的达菲林独占，2019年样本医院销售额4.8亿元。
2. 亮丙瑞林微球（3个月）：为国产企业中唯一获批临床的3个月剂型，即将开启1期临床，原研武田的抑那通2019年全球销售额近20亿美元，其中一半以上为3个月剂型（主要用于前列腺癌）。
3. 奥曲肽微球（1个月）：用于治疗为肢端肥大症及胃肠胰分泌肿瘤，2019年全球销售额近16亿美元，国内仅诺华的善龙上市销售，丽珠以新4类申报，有望通过BE加速上市过程。
4. 戈舍瑞林植入剂（1个月）：原研阿斯利康的诺雷得1996年进入中国市场，在前列腺癌、乳腺癌、子宫内膜异位症等领域应用广泛，销售收入持续增长。国产企业中仅丽珠与绿叶获批临床。

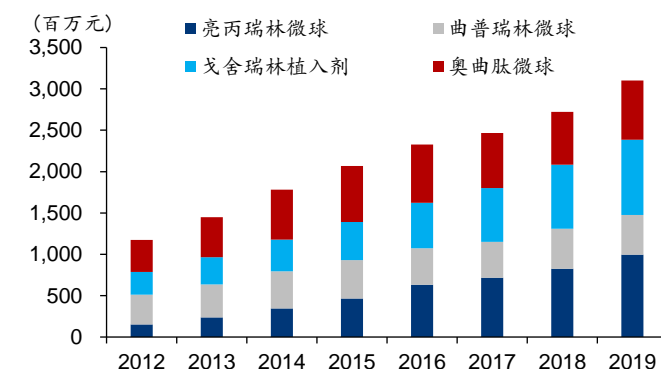
微球领域是独具特色的蓝海市场，适用于活性高、治疗窗短、需长期用药的药物。由于技术壁垒高，全球上市的十几个微球制剂大多成为了10亿美金以上的超级重磅，且竞争相对温和。目前国内仅有亮丙瑞林一个国产化品种，丽珠经过长期的技术积累，已拉开领先优势，系列产品有望从21-22年开始陆续获批，打造百亿级产品群。

图表33：多肽类药物微球及植入剂：全球销售额



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表34：多肽类药物微球及植入剂：中国样本医院销售额



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表35：多肽类药物微球及缓控制剂：国内临床进展

活性成分	剂型	用药频次	企业	临床进度	公示时间
亮丙瑞林	微球	1个月	丽珠集团	已上市	2009
	微球	1个月	北京博恩特	已上市	2009
	微球	3个月	丽珠集团	临床1期	2019.03.16
	微球	1个月	丽珠集团	BE	2020.04.14
	微球	1个月	兆科药业	临床1期	2018.07.10
曲普瑞林	微球	1个月	丽珠集团	临床3期	2020.04.10
	微球	1个月	绿叶制药	临床1期	2019.10.17
	微球	1个月	金赛药业	临床1期	2018.05.07
戈舍瑞林	微球	1个月	绿叶制药	临床3期	2020.01.23
	植入剂	3个月	AZ	临床3期	2018.07.10
	植入剂	1个月	丽珠集团	Pre-IND	
奥曲肽	微球	1个月	金赛药业	获批临床	2017.06.15
	微球	1个月	丽珠集团	申报临床	2020.02.14

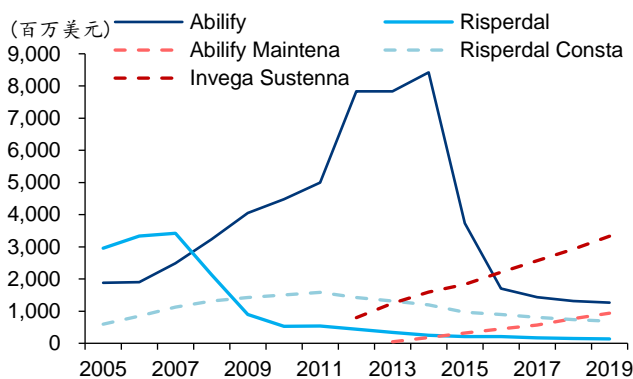
资料来源：Insight，China Drug Trial，华泰证券研究所

阿立哌唑微球

市场庞大，长效制剂大展拳脚。精神分裂症病因复杂、易反复发作且大多发病为青壮年人群，一直以来都是各大药企争相布局的重点领域。日本大冢与施贵宝合作开发的明星产品 Abilify (阿立哌唑片：精神分裂、双相障碍、重度抑郁、自闭症等)，2014 年实现 84 亿美元销售峰值，后因专利到期 (2015 年) 销售断崖式下跌，而长效制剂异军突起接力成长。根据 Bloomberg 数据，2019 年棕榈酸帕利哌酮注射液 (1 个月, Invega Sustenna)、阿立哌唑长效肌肉注射液 (1 个月, Abilify Maintena) 以及利培酮微球 (2 周, Risperdal Consta) 合计贡献销售额超 40 亿美元。

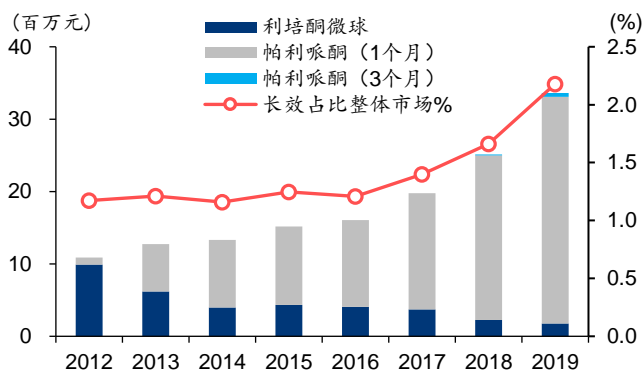
国内市场长效制剂的替代正拉开帷幕。丽珠有望通过阿立哌唑微球 (1 个月) 切入头部梯队，打造 20 亿级别以上的超级重磅：1) 根据中国疾控中心精神卫生中心统计 (2017)，国内精神分裂症患者人数超 640 万，双相情感障碍患者人数达 110 万人，然而接受治疗的患者占比却不到 20%；2) 长效制剂目前仅帕利哌酮纳米晶和利培酮微球原研在国内上市，2019 年占比整体精神分裂症药物市场规模不到 3%，国产上市后有望加速短效替代过程；3) 丽珠作为微球制剂领先企业，有望于 2022 年之前报产，获得先发优势。

图表36： 抗精神分裂主流药物：全球销售额



附注：Abilify Maintena 销售为美国市场 WAC 口径，其余产品为商品名全球销售
资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表37： 抗精神分裂长效药物：中国样本医院销售额及占比



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表38： 抗精神分裂长效药物：国内临床进展

活性成分	技术	用药频次	企业	申报类型	临床进度	公示时间
阿立哌唑	水合多晶	1 个月	Otsuka		临床 3 期	2017.05.08
	水合多晶	1 个月	科伦制药	3	临床 1 期	2020.06.01
	微球	1 个月	丽珠集团	2.2	获批临床	2020.02.20
棕榈酸帕利哌酮	纳米晶	3 个月	科伦制药	4	获批临床	2018.10.29
	纳米晶	6 个月	J&J	2.2	获批临床	2018.01.15
	纳米晶	1 个月	豪森药业	6	获批临床	2017.06.08
	纳米晶	1 个月	齐鲁制药	6	获批临床	2017.05.24
利培酮	微球	2 周	绿叶制药	2.2	已报产	2019.11.29
	微球	/	齐鲁制药	6	获批临床	2017.04.20

资料来源：Insight, China Drug Trial, 华泰证券研究所

经验丰富的管理团队，十年成长计划出炉

背靠成熟管理团队，销售+研发双箭齐发：1) 核心管理团队在各自专业领域经验丰富，平均在丽珠工作年限逾10年，搭建起成熟的运营体系；2) 销售方面，朱保国董事长亲临指挥，提拔资深销售区总为处方药事业部经理，直接分管大区销售公司，严格员工销售考核及费用结构优化；3) 研发方面，唐总统领单抗+微球平台，在研发体系构建完成的基础上聚焦以下三点：加强项目执行力度，引入国际顶尖科学家及推动BD提速；4) 近期公司提拔微球平台负责人徐朋博士为副总裁，体现公司对于微球项目之厚望，看好微球管线迎突破（自身BE技术突破+CDE审评沟通突破）。


图表39： 远见卓识、经验丰富的管理团队

集团董事长		战斗力超群的管理团队							
	朱保国先生 董事长、非执行董事及战略委员会主席 • 1985年毕业于河南师范大学化学系； • 2002年至今任丽珠集团董事长； • 健康元创始人及董事长； • 2014年11月起担任深圳市工商联（总商会）荣誉副会长		唐阳刚先生 执行董事、总裁 • 四川大学微生物学专业、制药高级工程师； • 2015年7月出任原料药事业部总经理、新北江制药的董事长； • 2018年12月起至今担任本公司总裁及执行董事		徐国祥先生 执行董事、副总裁 • 北京大学医学部EMBA； • 2007年12月起任公司副总裁，主管销售； • 2017年6月起任公司执行董事		杨代宏先生 副总裁 • 中国药科大学理学学士； • 1999年至2009年期间，先后任丽珠集团丽珠制药厂副厂长、厂长； • 2006年起担任公司副总裁		周鹏先生 副总裁 • 湖北医学院医学学士； • 2014年3月至今，任本集团总裁助理，兼任行政总部总经理和人力资源部总经理、党委书记及丽珠医药工业有限公司常务副总经理； • 2016年11月起至今任本公司副总裁
	徐朋博士 副总裁、微球研发负责人 • 美国依阿华大学药学院，分析和制剂专业博士； • 1988年-2013年历任美国依阿华大学药学院访问学者； • Genzia制药资深研究员； • FXS生物制药公司合伙人； • 迪智药业首席执行长； • 2015年起担任丽珠集团长效微球国家地方联合工程研究中心常务副主任兼学术带头人		司燕霞女士 副总裁、财务负责人 • 山西财经学院会计系，会计师； • 2005年7月至11月在中欧国际工商学院完成在职CFO课程； • 2004年4月至2014年6月任公司财务部总监； • 2014年6月起任公司副总裁兼财务负责人		黄瑜璇女士 副总裁 • 福建农林大学学士； • 2005年加入本集团； • 2015年7月及2016年6月起至今，分别任本集团原料药事业部副总经理及珠海市丽珠医药贸易有限公司总经理； • 2016年12月起任本集团总裁助理； • 2018年10月起任本公司副总裁		杨亮先生 董事会秘书 • 2006年毕业于暨南大学，获管理学学士学位，于2008年毕业于华南理工大学工商管理学院，获管理学硕士学位； • 2011年6月加入本公司董事会秘书处担任高级投资项目经理一职； • 自2014年6月起至今任本公司董事会秘书、公司秘书兼授权代表。		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

十年激励计划出炉，看好公司上下共享经营成果。公司2019年12月公告中长期事业合伙人持股计划，针对公司核心管理人员，以公司计提激励基金/员工薪酬或自筹基金为资金来源（相应股票锁定期分别为36、12个月），进行为期10年的激励考核（2019-2028年），以2018年归母扣非净利润为基数，后续年份在复合增速15%基础上进行超额累进计提激励基金（复合增速在低于15%/15-20%/20%以上情况下，分别超额提取0%/25%/35%的激励基金），我们看好此举彰显公司对业绩长期稳定增长的信心，有望理顺公司内部利益关系，激发核心员工经营积极性。

图表40： 中长期（十年）事业合伙人持股计划一览



丽珠中长期事业合伙人持股计划

- 考核时长：2019年-2028年
- 激励对象：公司核心管理人员
- 涉及股票数量：累计不得超过公司股本总额的10%，单个员工不得超过1%
- 激励资金：以公司计提激励基金/员工薪酬或自筹基金为资金来源（相应股票锁定期分别为36、12个月）
- 激励方式：以2018年归母扣非净利润为基数，在复合增速15%基础上进行超额累进计提激励基金（计提比例如右），若是计提的激励基金金额超过当年归母扣非净利润8%的，则激励基金归母扣非净利润8%提取；低于5%的不计提激励基金

激励基金计提比例

各考核年度实现的净利润复合增长率 (X)	复合增长率15%以上超额累进计提激励基金的比例
X ≤ 15%	0
15% < X ≤ 20%	25%
20% < X	35%

各考核年度利润基数

年度	归属公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 (万元)
2019年	108,929.88
2020年	125,269.36
2021年	144,059.76
2022年	165,668.72
2023年	190,519.03
2024年	219,096.89
2025年	251,961.42
2026年	289,755.63
2027年	333,218.98
2028年	383,201.83

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

我们预计公司 2020 年收入端同比增速超 20%，归母净利润同比增速超 30%，核心驱动力来自于：

1. 艾普拉唑注射剂新进医保，临床优势明显且不占药占比，目前正在加速进院，我们预计 2020 年两剂型合并实现 70-80% 同比销售额增速，为公司中长期业绩增长的核心动力；
2. 新冠检测试剂盒：IgM/IgG 胶体金试剂盒目前产能已提升至 1000-1500 万人份/月，国内外市场供不应求，预计 2Q20 将同比增厚上市公司归母净利润 30-50%，我们假设 3Q20 月均销量 500 万人份/月，则 2-3 季度合计有望增厚 2020 年归母净利润 15%（因销售与全球疫情进展相关，暂不考虑 4Q 销售）；
3. 原料药：考虑高毛利品种进入放量窗口期（达托霉素、米尔贝肟等），从而改善原料药板块整体毛利率结构，我们预计该板块利润增长持续高于收入增速（我们预计 20 年收入同比增速仅单个位数增长）。

图表41：核心产品收入及增长预测

(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,487	8,822	9,317	11,407	12,105	14,004
yoy%	11%	4%	6%	22%	6%	16%
原料药	2,103	2,354	2,350	2,421	2,493	2,568
yoy%	21%	12%	0%	3%	3%	3%
中药制剂	2,045	1,532	1,281	1,463	1,286	1,257
yoy%	-4%	-25%	-16%	14%	-12%	-2%
参芪扶正注射液	1,573	1,002	817	694	639	601
yoy%	-6%	-36%	-18%	-15%	-8%	-6%
抗病毒颗粒	300	333	304	608	486	496
yoy%	12%	11%	-9%	100%	-20%	2%
西药制剂	3,702	4,238	4,931	5,637	6,911	8,623
yoy%	16%	14%	16%	14%	23%	25%
艾普拉唑	428	588	975	1,705	2,729	3,820
yoy%	50%	37%	66%	75%	60%	40%
亮丙瑞林微球	542	761	926	1,084	1,246	1,408
yoy%	40%	40%	22%	17%	15%	13%
重组绒促性素				20	70	126
yoy%					250%	80%
诊断试剂及设备	636	697	754	1,886	1,415	1,556
yoy%	12%	10%	8%	150%	-25%	10%
归母净利润	4,429	1,082	1,303	1,706	1,979	2,321
yoy%	465%	-76%	20%	31%	16%	17%
EPS (元/股)	4.73	1.16	1.39	1.82	2.11	2.47

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们看好 20-22 年公司盈利能力稳步提升（未来三年净利率 15.0/16.3/16.6%），其中：

- 1) 毛利率于 20-22 年有望明显改善，实现 67.8/69.0/69.8%（vs 19 年 63.9%），主要驱动为原料药板块结构优化带来的毛利率改善（我们预计 22 年达 36% vs 19 年仅 31%），及 21 年后创新品种陆续上市后对毛利率的提振作用（西药板块 21-22 年预计维持 80% 毛利率）；
- 2) 销售及管理费用率未来三年预计略有提升（合计 20-22 年达 47.7/48.5/48.6% vs 19 年 47.5%），主因后续销售/研发队伍的稳步扩建，推动相关人员薪酬差旅等相关费用提升。
- 3) 财务费用率预计未来 3 年维持 2% 左右（vs 19 年 2.4%），主因公司账面现金充沛，叠加规模效应带来的融资成本降低。

图表42: 公司各项费用率及利润率

(%)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	63.9%	62.1%	63.9%	67.8%	69.0%	69.8%
销售费用率	38.3%	36.9%	33.0%	32.4%	32.7%	32.8%
管理费用率	10.9%	12.4%	14.5%	15.3%	15.8%	15.8%
财务费用率	0.5%	2.8%	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%
归母净利润率	51.9%	12.2%	13.9%	15.0%	16.3%	16.6%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表43: 核心板块毛利率一览

(%)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
原料药	23.6%	24.0%	31.0%	34.0%	36.0%	36.0%
中药制剂	79.0%	76.2%	75.3%	75.0%	74.0%	73.0%
西药制剂	79.7%	78.5%	77.4%	78.0%	80.0%	79.7%
诊断试剂及设备	58.2%	60.6%	61.1%	74.0%	67.0%	67.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

综上, 考虑艾普及试剂盒放量超预期, 公司盈利能力持续改善, 我们上调公司 20-22 年归母净利润至 17.1/19.8/23.2 亿元 (vs 前次预测 16.1/18.5/21.4 亿元), 对应 EPS 分别为 1.82/2.11/2.47 元, 给予 2020E PE 30-33 倍 (参考可比公司 20 年 Wind 一致预期均值 32.0 倍), 目标价 54.60-60.06 元, 维持买入评级。

可比公司估值表

图表44: 可比公司估值表 (2020年6月7日)

公司名称	代码	收盘价 2020/6/7	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	EPS (元)			PE (x)		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
恩华药业	002262.SZ	14.11	144	10	0.65	0.78	0.96	21.7	18.1	14.7
通化东宝	600867.SH	15.8	321	20	0.40	0.48	0.59	39.5	32.9	26.8
普利制药	300630.SZ	77.15	219	3	1.10	1.72	2.59	70.1	44.9	29.8
平均值			228	11	0.72	0.99	1.38	43.8	32.0	23.8

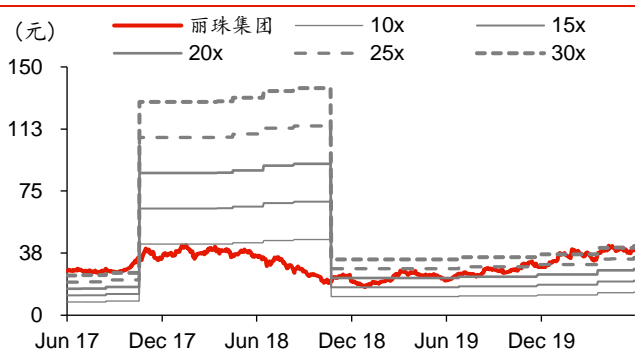
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1) 随着医保局对于独家品种及高价药的价格管控, 核心品种如艾普拉唑等或面临降价风险;
- 2) 艾普拉唑注射剂入院速度 1Q 略有影响, 如受疫情防控或营销力度不到位, 或存在后续季度恢复慢于预期的影响;
- 3) 公司创新品种云集 (约 13 个重点品种), 或存在研发管线进度较慢或临床失败风险;
- 4) 考虑 IgM/IgG 试剂盒销量与全球新冠疫情直接相关, 疫情控制后试剂盒销量或下降。

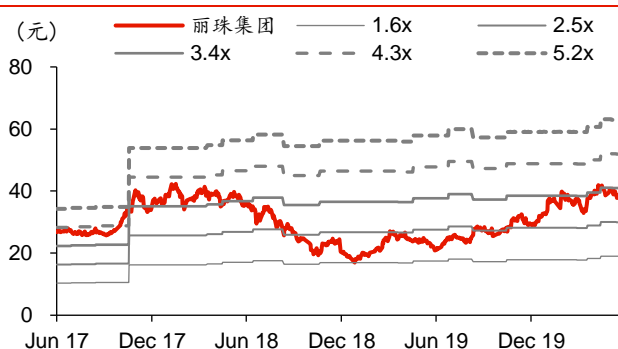
PE/PB - Bands

图表45: 丽珠集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,472	12,873	14,144	15,110	16,790
现金	8,588	8,855	10,214	11,005	12,120
应收账款	1,382	1,472	1,790	1,899	2,197
其他应收账款	49.48	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	169.77	186.23	201.80	206.23	232.20
存货	1,117	1,169	1,108	1,132	1,274
其他流动资产	1,166	1,190	831.09	867.43	966.30
非流动资产	4,966	5,103	5,207	5,315	5,475
长期投资	188.11	171.50	171.50	171.50	171.50
固定投资	3,321	3,192	3,160	3,199	3,269
无形资产	244.19	229.56	216.69	205.37	195.41
其他非流动资产	1,212	1,510	1,658	1,739	1,839
资产总计	17,437	17,976	19,351	20,425	22,266
流动负债	5,370	5,294	5,663	5,883	6,689
短期借款	1,500	1,361	1,654	1,755	2,031
应付账款	636.32	547.10	592.83	605.86	682.15
其他流动负债	3,233	3,386	3,416	3,522	3,976
非流动负债	317.89	407.57	407.57	407.57	407.57
长期借款	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	317.19	407.57	407.57	407.57	407.57
负债合计	5,687	5,701	6,070	6,290	7,096
少数股东权益	1,098	1,108	1,483	1,766	2,112
股本	719.05	934.76	938.11	938.11	938.11
资本公积	1,362	1,163	1,163	1,163	1,163
留存公积	8,600	9,042	9,699	10,271	10,959
归属母公司股东权益	10,652	11,167	11,797	12,369	13,057
负债和股东权益	17,437	17,976	19,351	20,425	22,266

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,268	1,767	2,438	2,385	2,819
净利润	1,082	1,303	1,706	1,979	2,321
折旧摊销	381.57	415.50	433.31	457.88	486.15
财务费用	251.95	220.80	258.16	277.74	0.00
投资损失	42.45	19.60	9.05	4.18	1.93
营运资金变动	(371.52)	(197.13)	163.71	(55.89)	(35.05)
其他经营现金	(119.00)	5.52	(131.61)	(277.19)	45.07
投资活动现金	(1,021)	(316.02)	(521.67)	(546.41)	(624.70)
资本支出	474.47	398.00	483.74	513.35	593.90
长期投资	522.87	(1.55)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	23.50	(80.42)	37.92	33.05	30.80
筹资活动现金	857.42	(1,181)	(557.92)	(1,048)	(1,080)
短期借款	1,500	(139.16)	293.17	101.25	275.40
长期借款	0.00	(0.70)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	165.82	215.71	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(353.02)	(198.85)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(455.37)	(1,058)	(851.09)	(1,149)	(1,355)
现金净增加额	1,104	270.06	1,359	791.25	1,115

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,861	9,385	11,407	12,105	14,004
营业成本	3,360	3,392	3,675	3,756	4,229
营业税金及附加	118.45	108.76	132.19	140.28	162.29
营业费用	3,267	3,093	3,696	3,958	4,593
管理费用	1,095	1,362	1,745	1,913	2,213
财务费用	251.95	220.80	223.88	258.16	277.74
资产减值损失	67.77	53.22	64.69	68.65	79.42
公允价值变动收益	2.41	(1.33)	(1.33)	(1.33)	(1.33)
投资净收益	(42.45)	(19.60)	(9.05)	(4.18)	(1.93)
营业利润	1,274	1,730	2,461	2,676	3,156
营业外收入	176.90	11.48	11.48	12.06	12.66
营业外支出	34.72	13.79	14.48	15.21	15.97
利润总额	1,417	1,728	2,458	2,673	3,153
所得税	234.96	265.96	378.50	411.52	485.42
净利润	1,182	1,462	2,080	2,261	2,668
少数股东损益	99.54	158.70	374.40	282.68	346.79
归属母公司净利润	1,082	1,303	1,706	1,979	2,321
EBITDA	1,384	1,813	2,561	2,765	3,262
EPS (元, 基本)	1.15	1.39	1.82	2.11	2.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.86	5.91	21.54	6.12	15.69
营业利润	(77.47)	35.73	42.29	8.72	17.94
归属母公司净利润	(75.56)	20.39	30.91	16.02	17.29
获利能力 (%)					
毛利率	62.08	63.86	67.78	68.97	69.80
净利率	12.21	13.88	14.95	16.35	16.57
ROE	10.10	11.94	14.85	16.38	18.26
ROIC	18.51	24.63	37.46	40.11	46.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.62	31.71	31.37	30.80	31.87
净负债比率 (%)	26.39	23.87	27.25	27.90	28.62
流动比率	2.32	2.43	2.50	2.57	2.51
速动比率	2.11	2.21	2.30	2.38	2.32
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.53	0.61	0.61	0.66
应收账款周转率	6.47	6.58	6.99	6.56	6.84
应付账款周转率	5.90	5.73	6.45	6.27	6.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.39	1.82	2.11	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.88	2.60	2.54	3.00
每股净资产(最新摊薄)	11.35	11.90	12.58	13.18	13.92
估值比率					
PE (倍)	36.76	30.54	23.33	20.11	17.14
PB (倍)	3.74	3.56	3.37	3.22	3.05
EV_EBITDA (倍)	28.67	21.88	15.50	14.35	12.16

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、李芸、沈卢庆，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯、李芸、沈卢庆本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司