

丽珠集团 (000513.SZ)

一切过往，皆为序章，丽珠二次创业元年开启千亿市值成长之路

本报告的特色：本篇报告我们将重心放在了丽珠更长远的未来。我们从公司近年的各方面变化入手，论述丽珠的千亿市值成长之路。2019年8月，我们发布了丽珠集团深度报告《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）》，其中重点回溯了丽珠的历史发展并论述了如何看待当时时间点的丽珠。公司2019年年报非常靓丽，研发也确实在加速推进，不断印证了我们的观点。

丽珠在千亿市值的路上稳步前进。综合我们对于千亿药企的分析，我们概括传统药企千亿之路的几个要点为：利润体量达到25亿元；研发投入超过10亿元；创新药品种成功销售的经验；管线峰值销售预期超过100亿。对于丽珠来说，我们对未来几年的成长做了详细拆分，我们预计利润体量25亿将在2023年达成。研发投入的10亿在今年有望达成。丽珠已经拥有了1.1类创新药艾普拉唑肠溶片和注射用艾普拉唑，这几年有望持续放量，不断印证自己的销售能力，在管线方面当前临床后期品种峰值销售我们预计在50亿左右（正文中有详细DCF），当然丽珠也在通过自身立项和BD不断扩充自己的管线，我们预计通过2-3年的时间，丽珠的管线也会越来越成熟。

丽珠近几年最大的变化就是管理层调整+项目聚焦+加强内部协同+激励持续落地，公司的效率和执行力有了非常大的提升。高管团队结构上逐步向国际化、年轻化、高效化的方向转变，未来将更加强调业务的聚焦与组织执行力与效率的提升。另外丽珠近几年不断通过BD扩充管线：更前瞻更前沿方向的早期新技术丽珠频频通过BD进行布局。

丽珠现在市值400亿左右，我们看好丽珠有千亿市值的潜力。丽珠有研发、销售、生产一体化平台优势，几个平台（精准诊断丽珠试剂、单抗和微球）都有资本运作和独立发展的空间，平台的独立发展也会加速千亿的实现。

- 2021年，预计公司20亿利润，给予25X PE，第一目标市值500亿。
- 2022年，公司的利润有望达到24亿，且丽珠的多个微球、单抗品种将集中获批，会在千亿的路上更进一步。
- 2023年公司的利润体量达到25亿元以上，通过几年的时间扩充管线的厚度和成熟度，叠加单抗微球品种的销售超预期，丽珠千亿市值可期。

盈利预测与投资评级。基于今年新冠试剂盒的弹性和艾普拉唑针剂放量超预期，我们上调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为17.40亿元、20.12亿元、24.01亿元，增长分别为33.6%、15.6%、19.3%。EPS分别为1.86元、2.15元、2.57元，对应PE分别为22x、19x、16x。扣除激励费用实际业绩增速更高。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：参芪扶正和鼠神经生长因子持续下滑；单抗、微球研发失败风险；新产品放量不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,861	9,385	12,203	12,996	14,668
增长率 yoy (%)	3.9	5.9	30.0	6.5	12.9
归母净利润(百万元)	1,082	1,303	1,740	2,012	2,401
增长率 yoy (%)	-75.6	20.4	33.6	15.6	19.3
EPS最新摊薄(元/股)	1.16	1.39	1.86	2.15	2.57
净资产收益率(%)	10.1	11.9	14.3	15.3	17.0
P/E(倍)	35.6	29.6	22.1	19.2	16.1
P/B(倍)	3.6	3.5	3.3	3.0	2.8

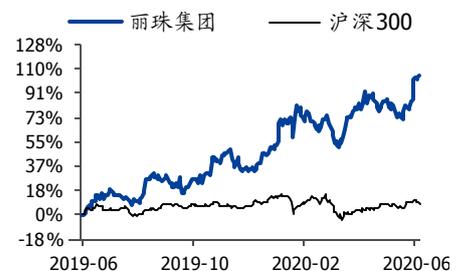
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	44.68
总市值(百万元)	41,914.92
总股本(百万股)	938.11
其中自由流通股(%)	63.84
30日日均成交量(百万股)	6.02

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 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 《丽珠集团(000513.SZ)：疫情影响之下扣非利润超预期，二次创业元年开局顺利》2020-04-20
- 《丽珠集团(000513.SZ)：内生增速30%+彰显公司聚焦提效成果，看二次创业元年再创佳绩》2020-03-26
- 《丽珠集团(000513.SZ)：回购股份注销增厚EPS彰显公司信心，维护广大股东利益》2020-03-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12472	12873	14378	14031	17347
现金	8588	8855	8354	9532	10135
应收票据及应收账款	2411	2425	3864	2834	4725
其他应收款	49	92	92	104	117
预付账款	170	186	277	216	340
存货	1117	1169	1646	1199	1885
其他流动资产	136	145	145	145	145
非流动资产	4966	5103	5958	5846	6013
长期投资	188	171	151	130	106
固定资产	3218	3160	4036	3997	4232
无形资产	325	378	369	360	346
其他非流动资产	1235	1394	1402	1359	1328
资产总计	17437	17976	20336	19876	23360
流动负债	5370	5294	6865	5382	7553
短期借款	1500	1361	1361	1361	1361
应付票据及应付账款	1355	1263	1961	1298	2234
其他流动负债	2515	2670	3543	2723	3958
非流动负债	318	408	408	408	408
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	317	408	408	408	408
负债合计	5687	5701	7273	5790	7960
少数股东权益	1098	1108	1230	1376	1589
股本	719	935	936	936	936
资本公积	1362	1163	1163	1163	1163
留存收益	8600	9042	9906	10765	11575
归属母公司股东权益	10652	11167	11833	12711	13810
负债和股东权益	17437	17976	20336	19876	23360

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1268	1767	1639	2476	2371
净利润	1182	1462	1862	2158	2614
折旧摊销	382	415	384	457	507
财务费用	-252	-221	-176	-186	-213
投资损失	42	20	4	5	6
营运资金变动	-383	-176	-435	42	-543
其他经营现金流	297	267	-0	-0	0
投资活动现金流	-1021	-316	-1242	-350	-680
资本支出	474	398	875	-91	190
长期投资	-523	2	21	23	23
其他投资现金流	-1069	84	-347	-417	-467
筹资活动现金流	857	-1181	-898	-949	-1089
短期借款	1500	-139	0	0	0
长期借款	0	-1	0	0	0
普通股增加	166	216	1	0	0
资本公积增加	-353	-199	0	0	0
其他筹资现金流	-455	-1058	-899	-949	-1089
现金净增加额	1163	290	-502	1178	603

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8861	9385	12203	12996	14668
营业成本	3360	3392	4177	4223	4576
营业税金及附加	118	109	170	176	192
营业费用	3267	3093	3905	4094	4547
管理费用	546	629	905	1007	1168
研发费用	549	733	1037	1124	1320
财务费用	-252	-221	-176	-186	-213
资产减值损失	68	-53	0	0	0
其他收益	85	156	0	0	0
公允价值变动收益	-2	1	0	0	0
投资净收益	-42	-20	-4	-5	-6
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	1274	1730	2180	2554	3071
营业外收入	177	11	104	96	97
营业外支出	35	14	20	23	23
利润总额	1417	1728	2264	2627	3145
所得税	235	266	402	469	531
净利润	1182	1462	1862	2158	2614
少数股东损益	100	159	121	146	213
归属母公司净利润	1082	1303	1740	2012	2401
EBITDA	1632	1960	2472	2899	3439
EPS (元)	1.16	1.39	1.86	2.15	2.57

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	3.9	5.9	30.0	6.5	12.9
营业利润(%)	-77.5	35.7	26.0	17.2	20.2
归属于母公司净利润(%)	-75.6	20.4	33.6	15.6	19.3
获利能力					
毛利率(%)	62.1	63.9	65.8	67.5	68.8
净利率(%)	12.2	13.9	14.3	15.5	16.4
ROE(%)	10.1	11.9	14.3	15.3	17.0
ROIC(%)	8.4	10.2	12.7	13.9	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	31.7	35.8	29.1	34.1
净负债比率(%)	-58.1	-58.5	-51.1	-55.8	-54.9
流动比率	2.3	2.4	2.1	2.6	2.3
速动比率	2.1	2.2	1.8	2.3	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.39	1.86	2.15	2.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.89	1.75	2.65	2.53
每股净资产(最新摊薄)	11.38	11.93	12.65	13.58	14.76
估值比率					
P/E	35.6	29.6	22.1	19.2	16.1
P/B	3.6	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	20.1	16.6	13.4	11.1	9.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、前言：数年沉淀，日新月异，为什么说丽珠已经开启了千亿市值成长之路？	5
1.1 市场对于千亿市值的药企有怎样的标准和要求？	5
1.2 丽珠的千亿之路现在走到哪一步了？还需要哪些加成？	6
1.3 丽珠投资逻辑再梳理	11
二、医药板块千亿市值的企业都是怎样的？	12
2.1 当前医药板块的千亿市值企业收入、利润、研发投入和 PE 情况因领域而异	12
2.2 化学制药子行业的几个企业在成长到千亿市值的截面时刻是什么状态？	13
2.3 传统药企和 biotech 公司，谁离千亿更近？	16
三、丽珠收入结构、利润结构的变迁和未来几年业绩成长详细拆分	17
3.1 过去五年丽珠经历了收入结构优化和一线品种的切换，由创新+高端专科药驱动成长	18
3.2 未来 3 年业绩成长详细拆分（千亿市值所需的 25 亿利润体量来自哪里？由什么驱动？）	20
四、丽珠在研管线特点及价值详细分析	21
4.1 丽珠各个领域在研品种推进情况概览及未来获批进度预期	21
4.2 丽珠单抗和微球平台的布局特点（创新+高壁垒仿制、自研+BD 双管齐下）	23
4.3 丽珠单抗和微球重点品种分析（合计峰值销售 50 亿，DCF 估值 200 亿）	24
4.3.1 新布局靶点 IL-6R：临床推进加速（III 期开始，入组加速），国内前两名	25
4.3.2 热门靶点 PD-1：未来看联用拓展	26
4.3.3 瑞林类微球：进口替代空间巨大	27
4.3.4 奥曲肽微球：多肽类微球明星，原研昂贵市场待开拓	29
4.3.5 阿立哌唑：三代抗精神病药，微球剂型值得期待	31
五、管理层和企业文化优秀，创新激励方式不断落地激发积极性	33
六、盈利预测及估值	35
6.1 关键假设	35
6.2 盈利预测及估值	37
七、风险提示	37

图表目录

图表 1: 医药千亿市值企业 2019 年研发投入、利润、及当前市值气泡图	5
图表 2: 公司历史 10 年股价复盘（纵轴为涨跌幅 %）	7
图表 3: 公司不同时期现金流品种及高成长品种	7
图表 4: 公司未来 3 年净利润预测及板块拆分	8
图表 5: 丽珠集团单抗和微球重点品种概览	9
图表 6: 丽珠集团重点品种销售预测及 DCF 估值	9
图表 7: 丽珠参股的部分公司概况	10
图表 8: 医药板块（A+H）千亿市值企业概览	12
图表 9: 医药千亿市值企业 2019 年研发投入、利润、及当前市值气泡图	13
图表 10: 三大化学制药板块千亿市值企业市值变化情况	13
图表 11: 千亿市值化学制剂企业当前管线厚度对比	15
图表 12: 医药板块主要 Biotech 公司 2019 年营业收入、市值（截至 20200610）及管线峰值销售预期	16
图表 13: 传统药企当前后期临床管线	16
图表 14: 部分传统药企市值、2019 年营业收入、归母净利润及研发支出情况	17
图表 15: 丽珠集团历年营业收入及增速	18

图表 16: 丽珠集团历年扣非净利润及增速.....	18
图表 17: 丽珠集团各个板块收入占比.....	19
图表 18: 公司各个板块毛利占比.....	19
图表 19: 公司一线品种的切换在 2019 年已经完成.....	20
图表 20: 公司未来 3 年净利润预测及板块拆分.....	20
图表 21: 丽珠集团各板块在研产品概览.....	22
图表 22: 丽珠 2020-2022 年获批产品概况及预期 (我们预计)	23
图表 23: 丽珠参股的部分公司概况.....	24
图表 24: 丽珠集团单抗和微球重点品种概览.....	25
图表 25: 丽珠 IL-6R 单抗 DCF 估值.....	26
图表 26: 丽珠集团 PD-1 单抗 DCF 估值.....	27
图表 27: 瑞林类药物概览.....	28
图表 28: 丽珠集团曲普瑞林微球 DCF 估值.....	29
图表 29: 奥曲肽注射剂及微球对比.....	29
图表 30: 丽珠集团奥曲肽微球 DCF 估值.....	30
图表 31: 三代精神类药物对比.....	31
图表 32: 丽珠集团阿立哌唑微球 DCF 估值.....	32
图表 33: 丽珠集团重点品种销售预测及 DCF 估值.....	32
图表 34: 超额累进计提激励基金比例.....	33
图表 35: 考核期内 (2019 年-2028 年) 净利润复合增长率 15%具体值.....	33
图表 36: 公司历史数次激励方式.....	34
图表 37: 丽珠集团收入拆分.....	36
图表 38: 可比公司估值.....	37

一、前言：数年沉淀，日新月异，为什么说丽珠已经开启了千亿市值成长之路？

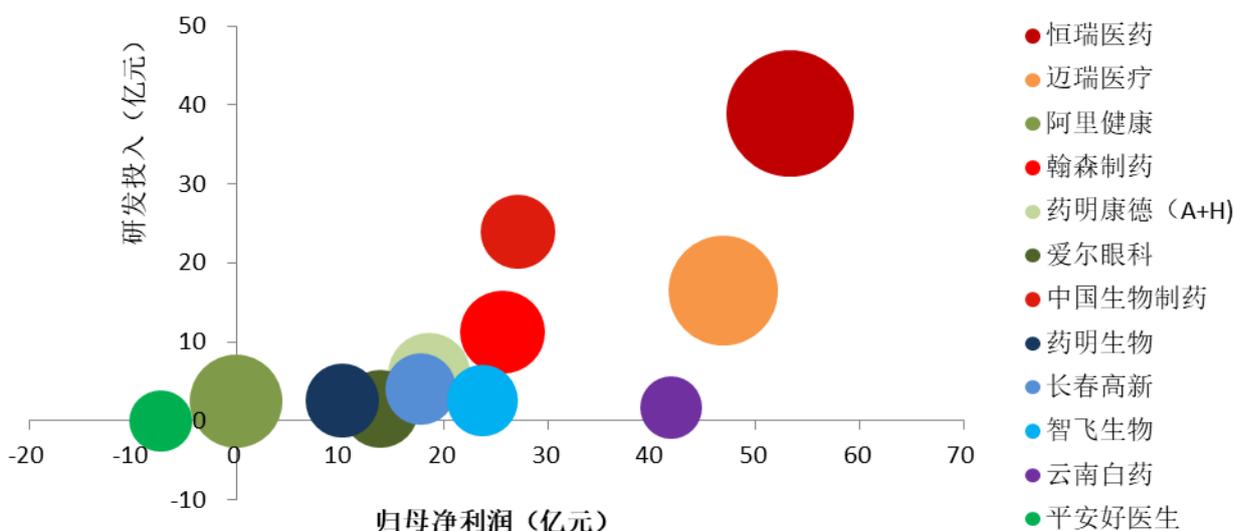
2019年8月，我们发布了丽珠集团深度报告《笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型（创新药系列研究之三）》，其中重点回溯了丽珠的历史发展并论述了如何看待当时时间点的丽珠。当时市场普遍认为丽珠作为传统的制剂公司，一线大品种受困于行业问题，增长预期悲观。另外公司收入端将面临巨大压力，产品线出现断档，研发进度较慢，有风险。但我们认为丽珠二次转型蝶变在即，短期看营销改革，潜力品种放量后可对冲参芪扶正和鼠神经生长因子的负面影响；艾普拉唑针剂上市、亮丙瑞林微球产能扩张都将成为新一轮激励三年复合15%增长的有力保障。公司研发方面也有积极变化，临床推进有明显加速。未来5年平均每年都将有1-2个新品种上市，即将完成创新生物药龙头的华丽转型。而公司2019年年报非常靓丽，研发也确实在加速推进，不断印证了我们的观点。

本篇深度，我们将重心放在了丽珠更长远的未来。我们将从公司近年的各方面变化入手，论述丽珠的千亿市值成长之路。

1.1 市场对于千亿市值的药企有怎样的标准和要求？

医药各个子行业均有千亿市值的企业，以服务和药品居多。截至2020年6月10日，A股和H股千亿人民币市值以上的公司一共12家，按分类来看化学制药3家（恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药）、器械1家（迈瑞医疗）、医疗服务4家（阿里健康、药明康德、爱尔眼科、平安好医生）、生物制品3家（药明生物、长春高新、智飞生物）、中药1家（云南白药）。千亿医药市值企业平均收入体量125亿，利润体量23亿，平均研发投入9.3亿。

图表 1：医药千亿市值企业 2019 年研发投入、利润、及当前市值气泡图



资料来源：wind，国盛证券研究所（气泡大小为2020年6月10日的市值）

气泡图中按申万医药子行业划分，红色系为化学制药企业、橘色为器械，绿色系为服务，蓝色系为生物制品、紫色为中药，可以看出，整体化学制药的千亿市值企业无论从归母

净利润整体水平高，研发投入力度较大。

三家千亿市值药企在到达千亿的截面时刻（后有详细论述）：

- 恒瑞医药千亿截面（2016年）：收入111亿，利润25亿，研发投入12亿，创新药收入约10亿，临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售在70亿左右。
- 中国生物制药千亿截面（2019年）：2019年收入242亿，利润27亿，研发投入24亿，创新药收入超过25亿，临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售在120亿左右。
- 翰森制药千亿截面（2019年）：收入87亿，利润26亿，研发投入11亿，创新药收入10亿左右，临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售在100亿左右。

综合这三家企业的经验来看，化学制剂企业整体利润体量达到25亿的时候，研发投入超过10亿，且已有创新药品种成功卖大的经验，证明了自己已经可以打通从药品研发到临床到上市销售整个过程，且临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售超过100亿的时候，企业的千亿市值是可期的。

但是我们也同时认为，市场对于后步入千亿的药企的各方面要求会有所提升，对管线的厚度、靶点的选择、公司研发投入力度及公司能力的要求可能更为严苛。

1.2 丽珠的千亿之路现在走到哪一步了？还需要哪些加成？

复盘公司历史，丽珠是从特色专科药向创新生物药稳步转型的医药白马。在成立35年来已经经历了几次大浪淘沙的洗礼，依靠其务实、创新、高效的企业文化，成为了医药板块的常青树。

- 公司在2012年以前，产品已普药为主。2012年开始公司开始从普药向特色专科药转型。公司做了营销改革，同时成立了微球部门和丽珠单抗子公司。
- 2014年，公司上一轮激励开启三年的高成长。三年复合25%的业绩增速，并伴随着一系列单抗产品进入临床，公司也迎来了戴维斯双击，业绩估值双提升。
- 2017年下半年开始，公司一方面大品种参芪扶正注射液和鼠神经生长因子受辅助用药限制，出现明显下滑，另一方面单抗临床进度偏慢，研发低于预期。在转型阵痛期，公司股价开始出现了长达一年的较大调整。

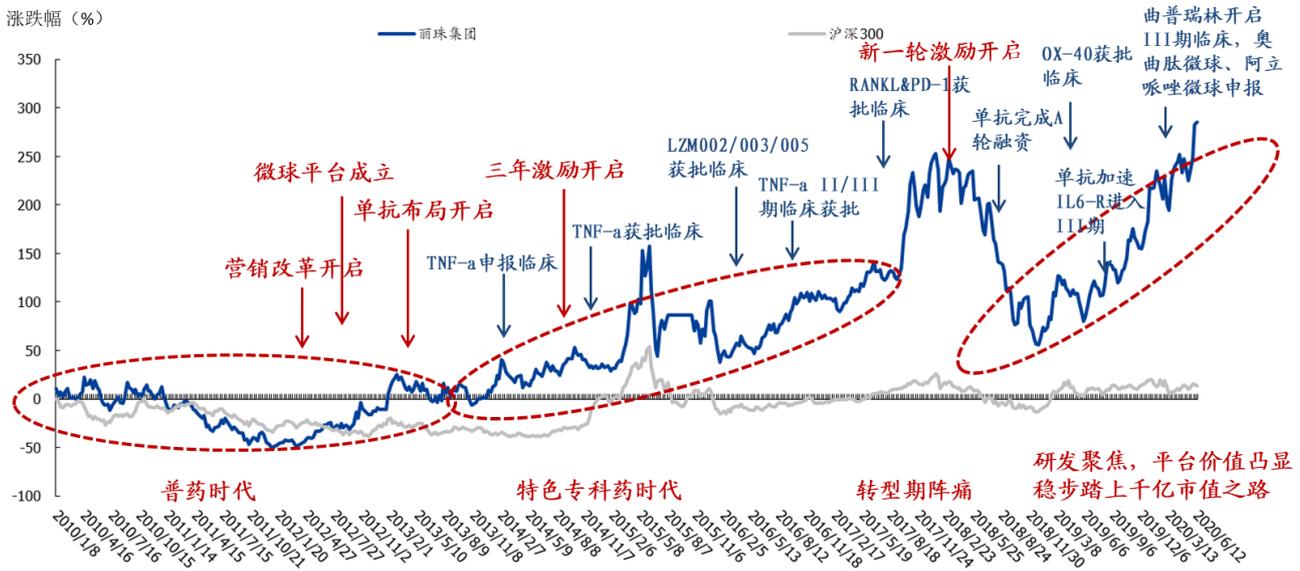
2018-2019年公司研发方面进行了一系列改进措施，更加着重临床和销售队伍的结合，注重聚焦和提效。在2019年我们初步看到了结果。后布局的IL-6R生物类似物在2019Q3开始了III期临床，进度是国内前两名。2020年我们也看到了微球平台进入快速发展期，曲普瑞林微球和亮丙瑞林微球（三个月）顺利开展临床，又新申报了阿立哌唑微球和奥曲肽微球。

在每个历史阶段，公司都有稳定贡献现金流的品种和高增速品种。

- 2009-2013年公司把握历史机遇，靠自己强大的销售能力将参芪扶正做到10亿级别品种。
- 2014-2017年参芪扶正稳定贡献现金流，四个二线品种（鼠神经生长因子、亮丙瑞林、艾普拉唑、尿促卵泡素）高速增长，公司超额完成了2014年的三年激励任务，成功转型特色专科药。
- 2017年公司新一轮激励开启，恰逢医药行业变革，公司也处在专科制剂向生物药转型的关键时期，新一轮股权激励将为公司发展注入不竭动力。此次股权激励较上轮股权激励而言，范围更广、行权价格不低，展现了公司对于骨干员工的重视与对未来的充足信心。在2017-2019年的关键转型期，市场普遍认为公司受参芪扶正和鼠神经生长因子的影响会较大，对公司的业绩信心不足。
- 从2019年的情况来看，参芪扶正+鼠神经生长因子收入占比已经下降到13%，未来还有艾普拉唑肠溶片+针剂合计有望卖到30亿规模（针剂2019年进入谈判目录），亮丙瑞林微球潜在15亿级别品种处于高速增长期，同时公司也挖掘了更多有潜力

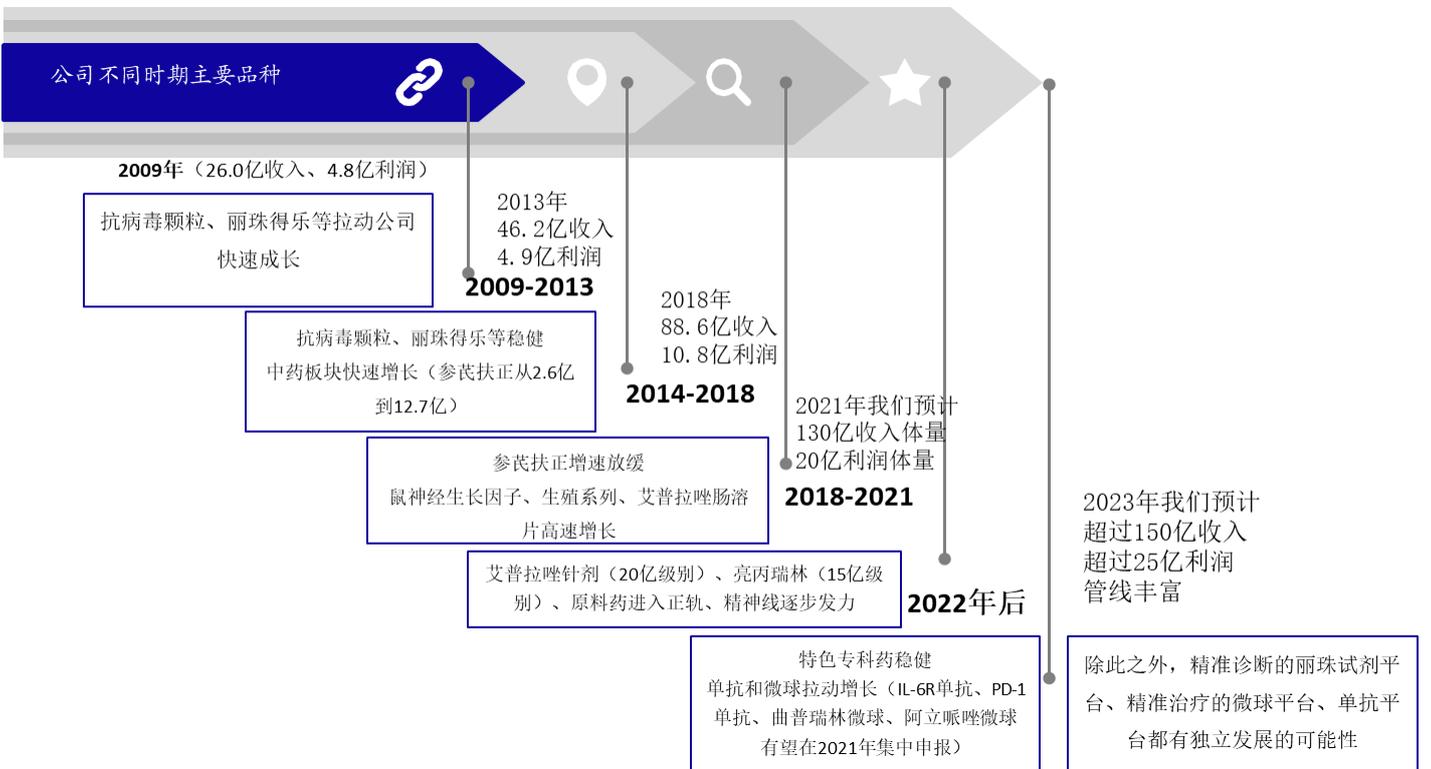
的二线品种如雷贝拉唑、氟伏沙明、伏立康唑等。另外公司原料药板块进入良性发展阶段，连续几年稳健增长。

图表 2: 公司历史 10 年股价复盘 (纵轴为涨跌幅%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司不同时期现金流品种及高成长品种



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

综合我们对于千亿药企的分析，我们概括传统药企千亿之路的几个要点为：

1. 利润体量达到 **25 亿元**；
2. 研发投入超过 **10 亿元**；
3. 创新药品种成功销售的经验；
4. 管线峰值销售预期超过 **100 亿**。

图表 4: 公司未来 3 年净利润预测及板块拆分

单位(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	增长驱动
归母净利润	1303	1740	2012	2401	2020 年高速增长，新冠试剂盒有惊喜，后续在高基数的基础上仍有稳健增长
Yoy(%)	20.4%	33.6%	15.6%	19.3%	2020 年预计增速超过 30%，2021 年也不会因为高基数而表现太低
中药板块	102	113	126	139	2020 年参芪扶正下滑，抗病毒颗粒销售超预期；2021 年之后收入稳定，销售费用调整，净利润率上升
西药板块	740	933	1197	1450	艾普拉唑针剂放量超预期（预计今年 7 亿，明年 15 亿元以上，净利润率预计超过 30%），亮丙瑞林和艾普拉唑肠溶片持续增长，二线品种叠加放量，盈利能力持续上升，2022 年开始新产品逐步获批。
原料药板块	360	434	493	554	收入规模维持，高毛利品种替代低毛利品种，稳态情况下利润有望超过 6 亿
诊断试剂	101	260	196	256	2020 年新冠试剂盒弹性较大，2021-2022 年自营品种占比增高，利润率提升

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

我们对于丽珠千亿市值所需的 25 利润来自哪儿做了详细拆分。

- 2019 年丽珠集团的归母净利润为 13.03 亿元，我们大概拆分预计中药板块贡献 1 亿利润，西药板块贡献 7.4 亿利润，原料药板块贡献 3.6 亿利润，诊断试剂贡献 1 亿利润。
- **2020 年我们预计公司的业绩会比较靓丽，初步测算业绩有望达到 17.4 亿元（+33.5%）** 超高增长的驱动主要来自于诊断试剂领域新冠试剂盒的弹性。
- **2021 年我们预计公司在 2020 年高基数的基础上仍能有 15% 以上的稳健增长，即业绩有望超过 20 亿元。** 其中中药板块持平略增（收入持平，净利润率略有提升），西药板块增加 2 亿以上利润（艾普针持续放量、亮丙瑞林以及其他品种也有贡献、销售费用率继续下降），原料药板块稳健增长（高毛利品种替换低毛利品种，盈利能力提升），诊断试剂板块下降（新冠高基数下有所下滑）。
- **2022 年我们预计公司利润有望达到 24 亿（接近千亿市值所需要的 25 亿）。** 其中中药板块持平略增，西药板块利润再增加 2 亿以上（艾普针继续放量，预计 2020-2022 年分别销售 500 万支、1000 万支、2000 万支，考虑到降价因素，2022 年艾普针收入会超过 20 亿，持续驱动公司增长。另外 2022 年 IL-6R 单抗、曲普瑞林微球、奥曲肽微球都将陆续获批，继续驱动西药板块增长），原料药板块利润超过 5 亿，诊断试剂板块重回正增长（自营品种获批后放量，盈利能力提升）。

丽珠在千亿市值的路上稳步推进，收入、利润、研发投入和销售能力持续印证，后续需要再将研发管线进一步扩充推进：对于丽珠来说，我们预计利润体量 25 亿将在 2023 年达成。研发投入的 10 亿在今年有望达成。丽珠已经拥有了 1.1 类创新药艾普拉唑肠溶片和注射用艾普拉唑，这几年有望持续放量，不断印证自己的销售能力，在管线方面当前临床后期品种峰值销售我们预计在 50 亿左右（正文中有详细 DCF），当然丽珠也在通过自身立项和 BD 不断扩充自己的管线，我们预计通过 2-3 年的时间，丽珠的管线也会越来越成熟。

图表 5: 丽珠集团单抗和微球重点品种概览

名称	领域	靶点	适应症	海外	获批临床 I 期	II 期	III 期
重组人促绒素	辅助生殖	/	辅助生殖				
IL-6 单抗	风湿免疫	IL-6	类风湿性关节炎				
重组人源抗 HER2 单抗	抗肿瘤	HER2	乳腺癌、胃癌				
重组人源化抗 PD-1 单抗	抗肿瘤	PD-1	黑色素瘤、非小细胞肺癌	美国 I 期			
全人抗 RANKL 单克隆抗体	骨质疏松	RANKL	骨肿瘤、骨质疏松				
重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体	抗炎	IL-17A/F	中至重度斑块型银屑病	中美双报			
注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α-2b Fc 融合蛋白	抗肿瘤		抗肿瘤				
曲普瑞林微球（一个月）	微球缓释剂		晚期前列腺癌的姑息疗法；性早熟；子宫内膜异位、女性不孕症和子宫肌瘤。				
亮丙瑞林微球（三个月）	微球缓释剂		肢端肥大症、神经内分泌肿瘤				
醋酸奥曲肽微球	微球缓释剂		精神分裂症				
阿立哌唑微球	微球缓释剂						

资料来源：公司公告，wind 医药库，国盛证券研究所

图表 6: 丽珠集团重点品种销售预测及 DCF 估值

(亿元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	估值
IL-6R（重度活动性类风湿关节炎）	1.27	3.21	5.84	9.06	12.60	16.52	16.02	15.50	60.00
PD-1（胸腺癌）	0.17	0.30	0.35	0.54	0.61	0.71	0.73	0.73	2.90
PD-1（其他肿瘤适应症）	0.14	0.35	1.01	1.44	2.84	3.53	5.54	6.05	21.65
曲普瑞林微球（前列腺癌）	1.30	1.94	3.06	3.83	4.30	5.73	6.55	7.37	27.99
奥曲肽微球（肢端肥大症）	0.11	0.20	0.26	0.45	0.54	0.72	0.78	0.82	3.13
奥曲肽微球（功能性胃肠胰内分泌瘤）	1.35	2.16	3.06	4.32	4.56	6.00	6.30	6.60	25.73
阿立哌唑微球（精神分裂症）	1.15	1.92	4.61	6.97	11.92	11.92	15.60	15.60	58.54
合计	5.48	10.08	18.20	26.61	37.36	45.13	51.52	52.67	199.94

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

丽珠近几年最大的变化就是管理层调整+项目聚焦+加强内部协同+激励持续落地，公司的效率和执行力有了非常大的提升。高管团队结构上逐步向国际化、年轻化、高效化

的方向转变，未来将更加强调业务的聚焦与组织执行力与效率的提升。

- **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（正在进行 III 期临床，入组顺利，有望争第一）、HER2（Ib 期）、PD-1（Ib 期正在进行，已启动四个临床中心）。微球的申报进度和临床也有所加速。
- **销售聚焦、提效：**销售聚焦重点品种，持续发力。2019 年艾普拉唑系列 9.74 亿元（65.65%），其中肠溶片 8.68 亿元（+51.15%），在如此体量之下还能有 50% 以上的增长，体现公司销售能力。维三联、丽珠得乐、亮丙瑞林等品种表现同样靓丽。

另外丽珠近几年不断通过 **BD 扩充管线**：更前瞻更前沿方向的早期新技术丽珠频频通过 **BD 进行布局**。丽珠此前曾经多次通过早期投资进入创新领域，在单抗、双抗、细胞治疗、mRNA 疫苗、基因编辑等前沿领域均有布局。主要项目包括：AbCyte（2016 年，双抗领域，投资金额 300 万美元，股权比例 40%），Doserna INC（投资 594.56 万美元），Global Health Science Fund II, L.P.（2018 年，3000 万美金，全球健康科学基金）、上海健信生物医药科技有限公司（2018 年，单抗领域）、美国公司 Aetio Biotherapy Inc.（2018 年）、羿尊生物（2019 年增资，Vac-T 和 NK-T 细胞疗法）、新元素医药（2020 年领投，痛风和 NASH）。

虽然丽珠现在市值只有 **400 亿左右**，我们还是看好丽珠有千亿市值的潜力。我们认为丽珠有研发、销售、生产一体化平台优势，是**聚焦创新+高端仿制药的一线药企**。下属几个平台（**聚焦精准诊断的丽珠试剂、聚焦精准治疗的单抗和微球**）都有**资本运作和独立发展的空间**，从长远的角度来看，各个平台的独立发展也会加速丽珠千亿的实现。

- 一年的维度，看 2021 年，丽珠 20 亿利润，给予 25X PE，第一目标市值 500 亿。
- 2022 年，丽珠的利润有望达到 24 亿，且丽珠的多个微球、单抗品种将集中获批，会在千亿的路上更进一步。
- 2023 年丽珠的利润体量达到 25 亿以上，通过几年的时间扩充管线的厚度和成熟度，叠加单抗微球品种的销售超预期，丽珠千亿市值可期。

图表 7: 丽珠参股的部分公司概况



美国，精准疫苗和细胞疗法公司
创始人：Julian Adams, PhD
Darrell Irvine, PhD
丽珠持股：8.60%



美国，基因编辑
创始人：张锋博士
丽珠持股：0.8%

羿尊生物

上海，细胞治疗技术研发公司
创始人：刘凌峰教授
丽珠持股：10%
已合作：VAC-T/NK-T项目



美国，人工智能技术提供肿瘤基因检测产品及服务
创始人：Fred Gluck
丽珠持股：16.44%



美国，肿瘤免疫治疗领域技术研发。
创始人：傅阳心教授
丽珠持股：30%
已合作：干扰素前药项目（A01）



上海，肿瘤免疫新药研发公司
创始人：刘佳健博士
丽珠持股：7.72%
抗体药物研发项目引进



美国，生物技术研发公司
创始人：张虞安博士
丽珠持股：47.74%
mRNA被动免疫技术合作开发



美国，细胞治疗、抗体开发公司
创始人：张永克博士
丽珠持股：40%
已合作：单抗药物研发项目引进（A02）



南京，代谢疾病及肿瘤小分子药物开发
1.1类抗痛风药物在美国开展2期临床。
创始人：史东方博士
丽珠持股：7.1093%

资料来源：公司公告，公司年报，国盛证券研究所

1.3 丽珠投资逻辑再梳理

公司业绩持续增长确定性高，兼具化学制剂与创新生物基因，短期新冠检测试剂有惊喜，看制剂、原料药板块，长期看创新生物药转型。管理层调整之后，公司的销售聚焦、提效，重点品种持续发力。**2019**年全年业绩超预期，管理层调整和激励效应显现，**2020**年公司二次创业元年更值得期待。

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品种面临下滑的压力，但是收入占比已经很低，当前一线品种已经是艾普拉唑系列和亮丙瑞林（创新+高壁垒特色专科药），公司收入结构在持续的改变。

- **短期逻辑：**业绩增速确定性高，估值较低（预计2020年PE仅22X，若扣掉账上现金则估值更低）。合伙人计划要求三年复合扣非业绩增速15%以上（业绩越高提激励基金比例越高），2020年因为新冠弹性，业绩有望超预期。创新药及高端仿制药开始全面驱动增长（艾普拉唑和亮丙瑞林预计成为2020年销售前二的主力品种），参芪扶正贡献现金流，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20亿元级别大品种（进入医保后确定性更高），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，并且重视销售协同与内部合作，效率明显提高。其中重点推进品种包括IL-6R（Biosimilar新品，三季度已经开展III期，有望争第一）、HER2（Ib期）、PD-1（Ib期）。微球平台曲普瑞林、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，价值还未体现。**土地转让的收益改善了公司财务状况，2019年报账上现金88.55亿元（可支配现金超过50亿元），价值还未充分体现。

二、医药板块千亿市值的企业都是怎样的？

2.1 当前医药板块的千亿市值企业收入、利润、研发投入和 PE 情况因领域而异

医药各个子行业均有千亿市值的企业，以服务和药品居多。截至 2020 年 6 月 10 日，A 股和 H 股千亿人民币市值以上的公司一共 12 家，按分类来看化学制药 3 家（恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药）、器械 1 家（迈瑞医疗）、医疗服务 4 家（阿里健康、药明康德、爱尔眼科、平安好医生）、生物制品 3 家（药明生物、长春高新、智飞生物）、中药 1 家（云南白药）。

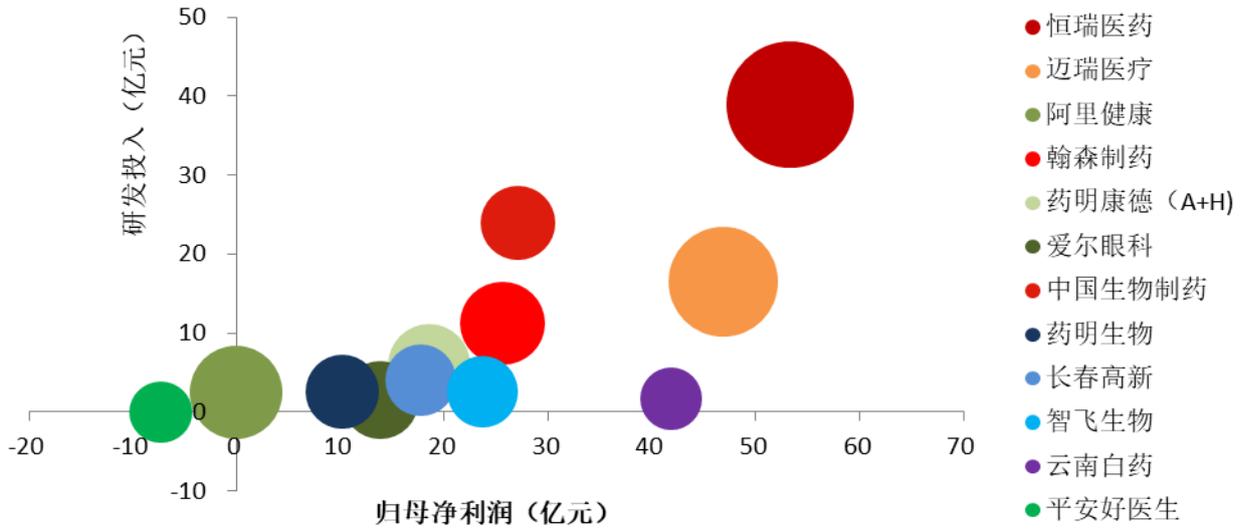
千亿医药市值企业平均收入体量 **125 亿**，利润体量 **23 亿**，平均研发支出 **9.3 亿**。整体来看化学制药和器械领域千亿市值企业利润和研发投入都远远高于平均值，而医疗服务和生物制品的千亿市值企业的利润体量和研发投入相对较少，市场对其估值容忍程度较高，而中药的千亿市值企业收入利润体量大，研发支出较少，PE 最低。

图表 8: 医药板块 (A+H) 千亿市值企业概览

证券代码	证券简称	总市值 (亿元, 人民币) 2020060	2019 年营业收入 (亿元, 人民币)	2019 年归母净利润 (亿元, 人民币)	2019 年研发投入 (亿元, 人民币)	PE(TTM)	行业分类
600276.SH	恒瑞医药	4,555.31	232.89	53.28	38.96	83.57	化学制药
300760.SZ	迈瑞医疗	3,378.41	165.56	46.81	16.49	67.73	医疗器械 II
0241.HK	阿里健康	2,444.60	95.96	-0.07	2.53	-	医疗服务 II (SW 港股)
3692.HK	翰森制药	1,988.81	86.83	25.57	11.21	76.21	化学制药 (SW 港股)
603259.SH	药明康德 (A+H)	1,918.02	128.72	18.55	5.90	108.56	医疗服务 II
300015.SZ	爱尔眼科	1,689.79	99.90	13.79	1.52	145.70	医疗服务 II
1177.HK	中国生物制药	1,582.88	242.34	27.07	23.99	58.33	化学制药 (SW 港股)
2269.HK	药明生物	1,535.87	39.84	10.14	2.60	148.43	生物制品 II (SW 港股)
000661.SZ	长春高新	1,424.37	73.74	17.75	4.06	72.95	生物制品 II
300122.SZ	智飞生物	1,424.00	105.87	23.66	2.59	59.81	生物制品 II
000538.SZ	云南白药	1,104.83	296.65	41.84	1.74	23.92	中药 II
1833.HK	平安好医生	1,087.07	50.65	-7.34	-	-	医疗服务 II (SW 港股)
	平均		134.91	22.59	9.30		

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 医药千亿市值企业 2019 年研发投入、利润、及当前市值气泡图

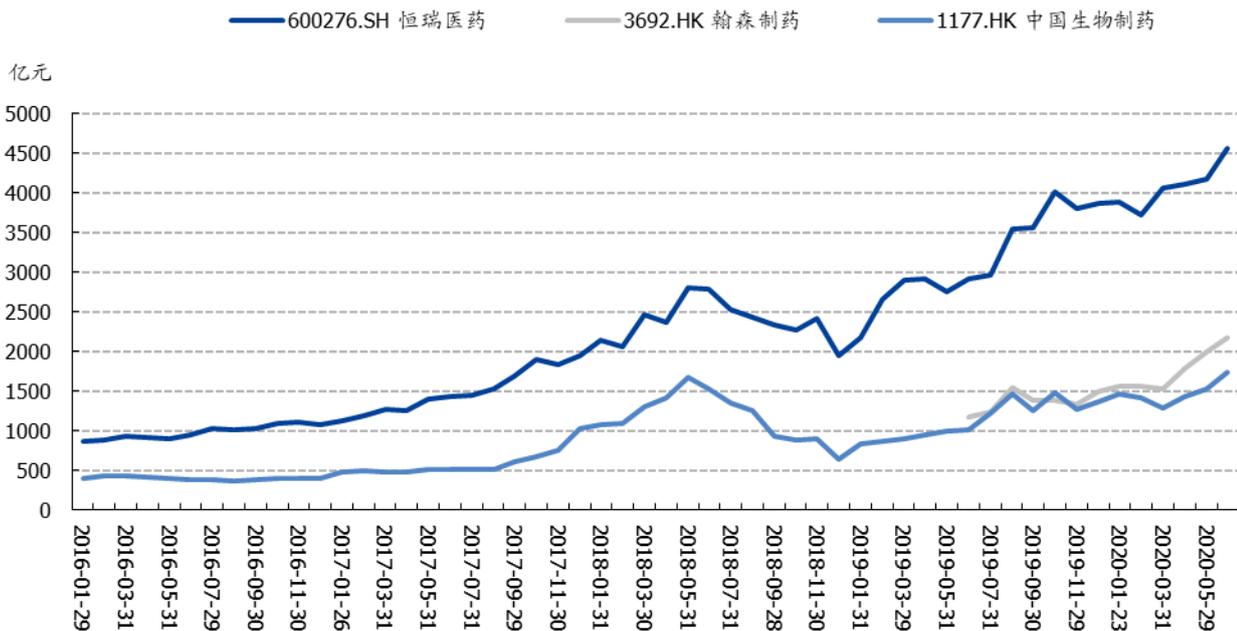


资料来源: wind, 国盛证券研究所 (气泡大小为 2020 年 6 月 10 日的市值)

气泡图中按申万医药子行业划分, 红色系为化学制药企业、橘色为器械, 绿色系为服务, 蓝色系为生物制品、紫色为中药, 可以看出, 整体化学制药的千亿市值企业无论从归母净利润整体水平高, 研发投入力度较大。

2.2 化学制药子行业的几个企业在成长到千亿市值的截面时刻是什么状态?

图表 10: 三大化学制药板块千亿市值企业市值变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

恒瑞医药千亿截面（2016年）：收入**111**亿，利润**25**亿，研发投入**12**亿，创新药收入约**10**亿，临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售在**70**亿左右。恒瑞医药2016年7月开始稳定站上1000亿市值，当前市值已经接近4500亿。2016年恒瑞全年营业收入110.94亿元，归母净利润25.89亿元，研发投入11.8亿元，创新药获批品种为阿帕替尼、艾瑞昔布，2016年创新药收入不到10亿，收入占比较低。当年处于临床III期的品种有法米替尼、瑞格列汀、19K，潜力大品种PD-1研发进度靠前，处于II期临床，吡咯替尼也处于II期临床。当年恒瑞获得的临床批件较多，包括SHR1309(HER-2)、SHR-A1201(HER2-ADC)、SHR-A1403(c-Met ADC)、贝伐珠单抗注射液、SHR7390(MEK1/2)、SHR-1314(IL-17A)，管线已经逐渐成熟。

中国生物制药千亿截面（2019年）：2019年收入**242**亿，利润**27**亿，研发投入**24**亿，创新药收入超过**25**亿，临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售在**120**亿左右。中国生物制药2017年12月至2018年8月站上1000亿市值，后来受集采影响有所回调，2019年6月重回1000亿以上市值。2019年公司收入242.34亿元，归母净利润27.07亿元，研发投入23.99亿元，收入、利润体量都超过了2016年恒瑞站上千亿的时候。而创新药已获批品种为安罗替尼，创新收入超过25亿，收入占比超过10%。处于临床III期以及NDA阶段的品种有TQ-B3139(ALK, c-Met, ROS)、TQ-B3455(IDH2)、AK-105(PD-1)、TQ-B2450(PD-L1)、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、利妥昔单抗、凝血VIII因子。

翰森制药千亿截面（2019年）：收入**87**亿，利润**26**亿，研发投入**11**亿，创新药收入**10**亿左右，临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售在**100**亿左右。翰森制药从2019年6月上市开始就站上了1000亿市值。2019年公司收入86.83亿元，归母净利润25.57亿元，研发投入11.21亿元，利润体量和研发投入与2016年的恒瑞相当。已上市创新药为洛塞那肽、吗林硝唑氯化钠、阿美替尼、氟马替尼，临床III期的品种有HS-10234片(乙肝)、培化西海马肽注射液(贫血)等。

综合这三家企业的经验来看，化学制剂企业整体利润体量达到**25**亿的时候，研发投入超过**10**亿，且已有创新药品种成功卖大的经验，证明了自己已经可以打通从药品研发到临床到上市销售整个过程，且临床后期创新品种+存量已获批创新品种峰值销售超过**100**亿的时候，企业的千亿市值是可期的。

但是我们也同时认为，市场对于后步入千亿的药企的各方面要求会有所提升，对管线的厚度、靶点的选择、公司研发投入力度及公司能力的要求可能更为严苛。

图表 11: 千亿市值化学制剂企业当前管线厚度对比

公司	2020年 预计创新 药收入	1类新药 III期临 床(个)	1类新药 III期临床 临床明细	1类新药 NDA 阶段	已上市 1 类新药	其他非 1类新药 III期临床 /NDA
恒瑞医药	90 亿	8	SHR6390 片 (III 期) 海曲泊帕乙醇胺片 (III 期) SHR0302 片 (III 期) SHR-1316 注射液 (III 期) SHR4640 片 (III 期) SHR3680 片 (III 期) 脯氨酸恒格列净片 (III 期) 磷酸瑞格列汀片 (III 期)	1 (氟唑帕利胶囊)	6 (艾瑞昔布、阿帕替尼、19K、吡咯替尼、PD-1、瑞马唑仑)	伊立替康脂质体 (5 类新药-III 期) 贝伐珠单抗 (2 类新药-NDA) 硫酸氢伊伐布雷定缓释片 (4 类新药-III 期) 巯粟乙碘油 (化药-III 期) 阿奇沙坦片 (3.1 类-III 期-申请生产审批中) 托伐普坦片 (3.1 类-III 期) 帕拉米韦三水合物 (3.1 类-III 期) 去氧肾上腺素酮咯酸溶液灌注用 (3.2 类-III 期)
中国生物制药	40 亿	2	TQB2450 (III 期) TQ-B3139 胶囊 (III 期)	1 (AK-105)	1 (安罗替尼)	凝血因子 VIII (10 类新药-III 期) 利妥昔单抗 (2 类新药-III 期) 曲妥珠单抗 (2 类新药-III 期) 贝伐珠单抗 (2 类新药-III 期) 沙美特罗氟替卡松吸入 (III 期) 达沙替尼片 (3.4 类-III 期) 注射用多尼培南 (3.1 类-III 期) 泊马度胺胶囊 (3.1 类-III 期) 利拉鲁肽注射液 (10 类-III 期)
翰森制药	20 亿	2	HS-10234 片 (III 期) 培化西海马肽注射液 (III 期)	0	4 (洛塞那肽、吗林硝唑氯化钠、奥美替尼、氟马替尼)	盐酸维拉佐酮片 (3.1 类-III 期) 右兰索拉唑缓释胶囊 (3.1 类-III 期) 福沙匹坦二甲葡胺 (3.1 类-III 期已完成) 鲁拉西酮片 (III 期临床-3.1 类)

资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

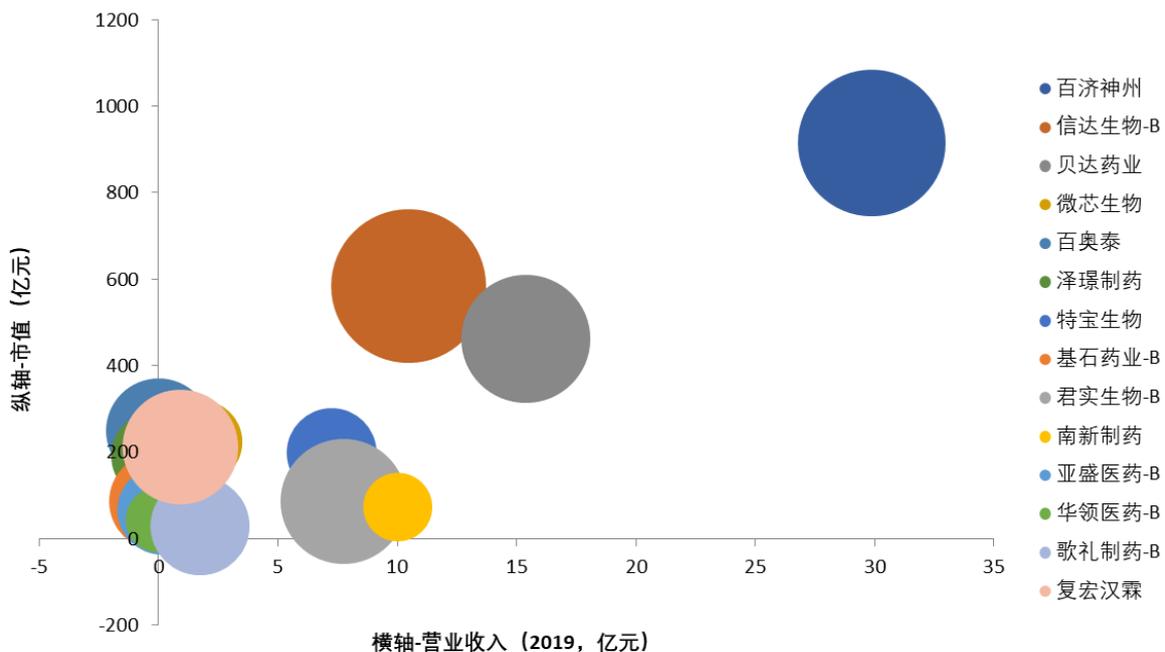
2.3 传统药企和 biotech 公司，谁离千亿更近？

除了恒瑞医药、中国生物制药和翰森制药之外，后续走在千亿路上的制药企业可以大致的分成传统药企和 biotech 公司两类。Biotech 公司的代表是百济神州、信达生物、贝达药业等，而传统药企的代表是丽珠集团、石药集团、科伦药业等。

Biotech 公司管线成熟度高，市值的高低锚定主要在销售能力的验证。而传统药企销售能力大多数已经得到验证，需要证明自己的研发推进效率。

- **Biotech 公司一旦首个产品销售超预期，DCF 以上的市值空间就被打开。**对于 Biotech 公司来说，普遍管线相较传统药企推进的更快，而管线峰值销售预期超过 100 亿的公司其实并不在少数，但其市值水平差异较大，我们认为关键的核心还是在于销售能力的印证。尤其是已获批品种的销售情况，一旦销售超预期，市场会给管线以更高的溢价。以贝达药业为例，公司市值从去年 11 月的 250 亿增长到当前的 460 亿，实际上这半年后期临床和早期临床的管线没有太多的推进，核心还是埃克替尼的销售持续超出市场预期，不断证明了公司的销售体系以及在肺癌领域的影响力，让市场对贝达后续的肺癌管线放量有了更强的信心。信达生物也是因为其 PD-1 进入医保后快速放量超预期，叠加其余品种持续加速推进，市值持续创新高。
- **传统药企则需要在线管厚度和研发进度方面得到市场的认可，才会突破传统 PEG 的估值体系。**对于传统药企来说，成熟的销售体系、生产体系和管理体系是自身的优势。但是在转型过程中，往往会遇到管线推进较慢、靶点重合度高等问题，使得市场不愿意在 PEG 的估值体系上叠加管线估值。然而一旦有品种进入到临床后期（最好是同靶点的前三家），证明了自己研发体系成熟，临床推进不弱于 biotech 公司，市场才会对其估值体系进行重塑，这个过程往往出现在大品种获批的前一年（恒瑞吡咯替尼&PD-1 获批前、翰森制药奥美替尼&氟马替尼获批前、智飞生物微卡获批前）。

图表 12: 医药板块主要 Biotech 公司 2019 年营业收入、市值（截至 20200610）及管线峰值销售预期



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (气泡大小为预测管线峰值销售预期, 单位亿元)

图表 13: 传统药企当前后期临床管线

公司	2020 年预	1 类新	1 类新药 III 期临床	1 类新	已上市	1 类	其他非 1 类新药 III 期临床
----	---------	------	---------------	------	-----	-----	-------------------

	计 1 类新药 收入	药 III 期 临 床 阶 段		药 NDA 阶段	新药	/NDA
石药集团	65 亿	1	DBPR108 片 (III 期)	0	1 (恩必普)	琥珀酸去甲文拉法辛缓释片 (3.1 类-III 期) 琥珀酸曲格列汀 (3.1 类-III 期) 依曲茶碱片 (3.1 类-III 期) 苯佐那酯软胶囊 (3.1 类-III 期) 注射用曲普瑞林微球 (5 类新药-III 期)
丽珠集团	18 亿	0	无	0	2 (艾普拉唑肠溶片、注射用艾普拉唑钠)	注射用重组人绒促性素 (15 类生物制品-申报生产) 重组人源化 IL-6R 单克隆抗体注射液 (2 类新药-III 期)
华东医药	0	1	迈华替尼片 (III 期)	0	0	无
科伦药业	0	0	无	0	0	A140 (2 类新药-III 期) 曲格列汀 (3.1 类-III 期)

资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 14: 部分传统药企市值、2019 年营业收入、归母净利润及研发支出情况

证券代码	证券简称	总市值(亿元, 人民币) 20200610	2019 年营业收入(亿元, 人民币)	2019 年归母净利润(亿元, 人民币)	2019 年研发支出(亿元, 人民币)
1093.HK	石药集团	880.37	221.03	37.14	20.00
000963.SZ	华东医药	394.58	354.46	28.13	10.55
000513.SZ	丽珠集团	374.17	93.85	13.03	8.28
002422.SZ	科伦药业	306.82	176.36	9.38	13.51

资料来源: wind, 国盛证券研究所

从药企千亿市值的截面情况来看, 我们认为传统药企突破千亿市值还是要比 biotech 公司更稳健一些。

- 销售成熟和管线成熟两者均有难度, 但是成熟的销售体系、管理体系的搭建并非短期可以突破, 但是管线可以通过 BD 等方法快速引入 (贝达药业当前后期临床的品种有不少就是 BD 拓展的)。
- 虽然当前百济神州的研发投入高达惊人的 64 亿, 甚至超过了恒瑞, 但是我们认为有百亿级别的收入, 20 亿以上利润体量, 才能够更稳定持久的支撑长期的研发投入。Biotech 公司的收入达到百亿规模还有至少几年的路要走。

所以我认为虽然 biotech 公司可能基于管线向上打开市值空间可以到达 1000 亿市值的里程碑 (百济神州当前已经超过 900 亿市值), 但是传统药企站上千亿之后会更为稳健和扎实。

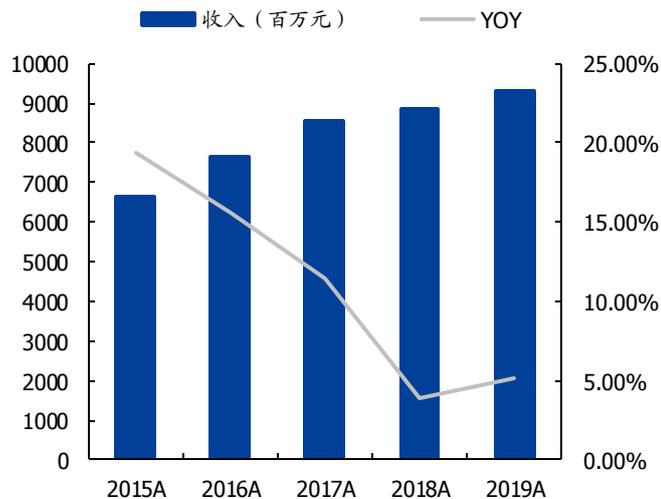
三、丽珠收入结构、利润结构的变迁和未来几年业绩成长详细

拆分

3.1 过去五年丽珠经历了收入结构优化和一线品种的切换，由创新+高端专科药驱动成长

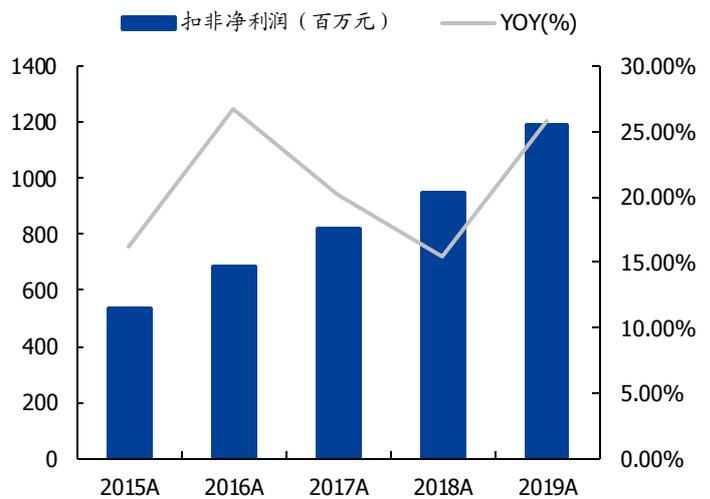
过去五年，公司营收净利稳步增长：丽珠集团近五年营收净利润稳步增长，2019年营收93.9亿，扣非净利润达11.92亿，近五年营收CAGR 9%、扣非净利润CAGR达22%，2018-2019年受参芪扶正下滑的影响收入端明显放缓，但整体经营状况良好，一线品种切换，毛利率净利率均稳步提升，整体处于稳健上升通道。

图表 15: 丽珠集团历年营业收入及增速



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 16: 丽珠集团历年扣非净利润及增速



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

分板块来看，制剂板块是公司的最主要板块，2019年制剂板块整体收入62.12亿元，收入占比66.20%。西药制剂占比逐年提升，毛利占比超过60%。

1.西药制剂板块 49.31 亿元，毛利占比 64% (+16.35%，毛利率率下降 1.06pp，部分品种中标价略有降低)；

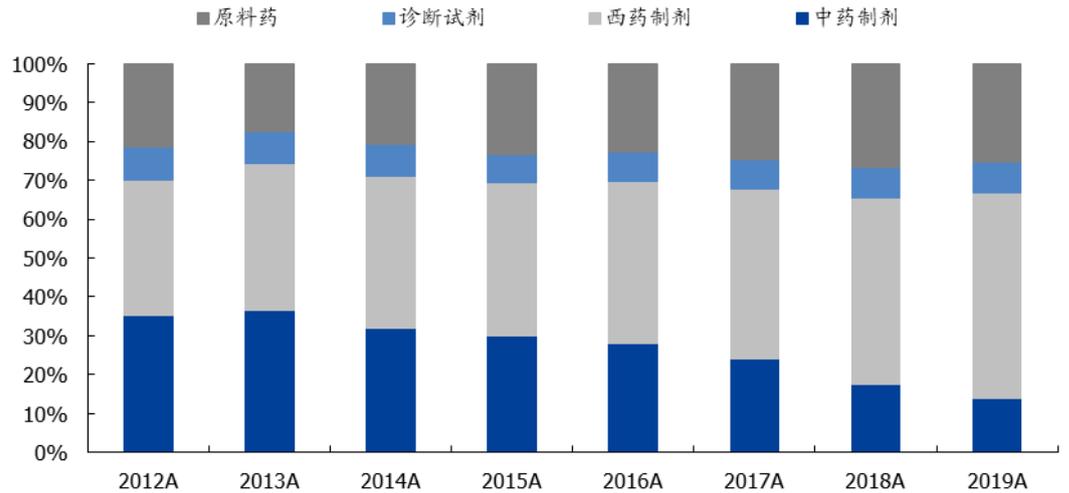
- 消化道板块 17.75 亿元 (+40.67%)；收入占比从去年的 14.14% 提升至 18.84%。
- 心脑血管板块 2.77 亿元 (+11.78%)；
- 抗微生物药物板块 5.3 亿元 (+3.62%)；
- 促性激素板块 18.2 亿元 (+12.99%)；
- 其他板块 3.07 亿元 (-11.23%)

2.中药制剂板块 12.84 亿元，毛利占比 16% (-16.39%，毛利率率下降 0.94pp，与参芪扶正全国最低中标价执行有关)，收入占比下降至 13.75%；

3.原料药和中间体板块 23.50 亿元，毛利占比 12% (-0.18%，毛利率率提升 7pp)，收入占比 25.22%。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，收入端略有下降是收入结构调整，低毛利品种取消销售导致。

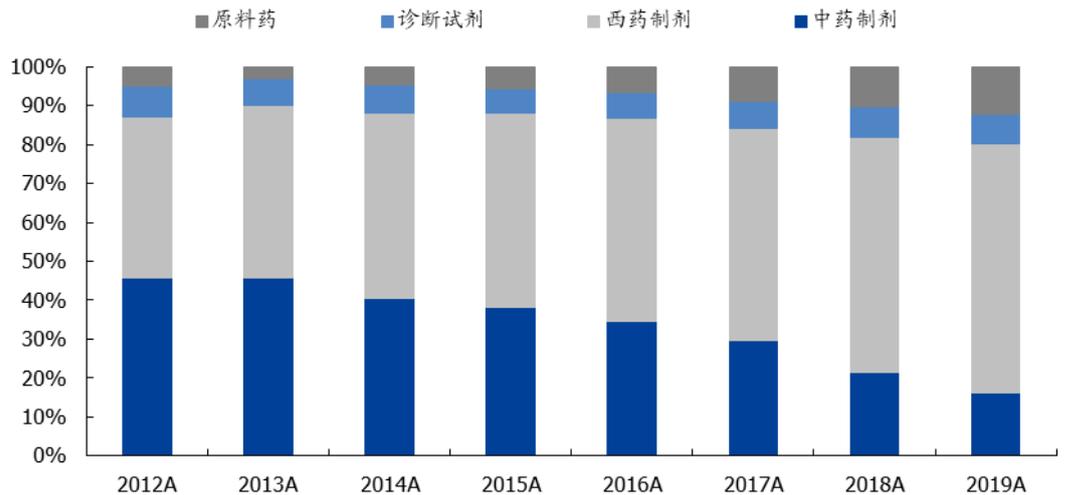
4.诊断板块收入 7.54 亿元，毛利占比 8% (+8.19%，毛利率率提升 0.51pp)，收入占比 8.1%。

图表 17: 丽珠集团各个板块收入占比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 18: 公司各个板块毛利占比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

在过去五年, 丽珠经历了一线品种切换和收入结构优化的过程。当前的核心一线品种已经从参芪扶正成功切换到艾普拉唑系列(1.1类新药)+亮丙瑞林(高端微球品种)。2019年参芪扶正+鼠神经收入占比 12.6%, 艾普拉唑+亮丙瑞林收入占比高达 20.4%。

图表 19: 公司一线品种的切换在 2019 年已经完成

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
公司整体收入 (百万元)	6620.5	7651.8	8531.0	8860.7	9317.1
参芪扶正 (百万元)	1536.6	1680.0	1573.8	1002.2	816.9
Yoy(%)	17.2%	9.3%	-6.3%	-36.3%	-18.5%
鼠神经 (百万元)	299.8	491.0	517.3	444.4	360.8
Yoy(%)	66.6%	63.8%	5.4%	-14.1%	-18.8%
亮丙瑞林 (百万元)	294.9	386.0	549.7	760.7	926.2
Yoy(%)	46.7%	30.9%	42.4%	38.4%	21.8%
艾普拉唑系列 (百万元)	186.9	285.0	428.8	602.2	974.6
Yoy(%)	75.2%	52.5%	50.5%	40.4%	61.8%
参芪+鼠神收入占比 (%)	27.7%	28.4%	24.5%	16.3%	12.6%
艾普+亮丙收入占比 (%)	7.3%	8.8%	11.5%	15.4%	20.4%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

3.2 未来 3 年业绩成长详细拆分(千亿市值所需的 25 亿利润体量来自哪里? 由什么驱动?)

2019 年丽珠集团的归母净利润为 13.03 亿元, 我们大概拆分预计中药板块贡献 1 亿利润, 西药板块贡献 7.4 亿利润, 原料药板块贡献 3.6 亿利润, 诊断试剂贡献 1 亿利润。

图表 20: 公司未来 3 年净利润预测及板块拆分

单位 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	增长驱动
归母净利润	1303	1740	2012	2401	2020 年高速增长, 新冠试剂盒有惊喜, 后续在高基数的基础上仍有稳健增长
Yoy(%)	20.4%	33.6%	15.6%	19.3%	2020 年预计增速超过 30%, 2021 年也不会因为高基数而表现太低
中药板块	102	113	126	139	2020 年参芪扶正下滑, 抗病毒颗粒销售超预期; 2021 年之后收入稳定, 销售费用调整, 净利润率上升
西药板块	740	933	1197	1450	艾普拉唑针剂放量超预期 (预计今年 7 亿, 明年 15 亿元以上, 净利润率预计超过 30%), 亮丙瑞林和艾普拉唑肠溶片持续增长, 二线品种叠加放量, 盈利能力持续上升, 2022 年开始新产品逐步获批。
原料药板块	360	434	493	554	收入规模维持, 高毛利品种替代低毛利品种, 稳态情况下利润有望超过 6 亿
诊断试剂	101	260	196	256	2020 年新冠试剂盒弹性较大, 2021-2022 年自营品种占比增高, 利润率提升

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2020 年我们预计公司的业绩会比较靓丽, 初步测算业绩有望达到 17.4 亿元 (+33.5%) 超高增长的驱动主要来自于诊断试剂领域新冠试剂盒的弹性。公司 3 月中旬丽珠集团的新冠检测胶体金试剂盒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (胶体金法) 已经获得

NMPA 批准，根据公司之前的公告，公司的试剂盒与武汉病毒所独家合作，并签订了中国科学院武汉病毒研究所与珠海丽珠试剂股份有限公司关于新型冠状病毒抗体检测试剂盒合作框架协议》，合作期限十年。在合作有效期（10 年）内，武汉病毒所应根据丽珠试剂的要求对约定原料进行供应；期间武汉病毒所或其相关原料生产企业仅对丽珠试剂进行协议产品的原料供应，不得向其他企业提供。武汉病毒所的合作为丽珠的试剂盒质量提供了有力保障。我们预计 Q2 会有销售和业绩的体现。我们初步测算预计 Q2 公司出口约 3000 万人份，均价 30 元左右，净利润率在 30%，丽珠集团持有丽珠试剂 39.4% 股权，这部分在 Q2 有望贡献超过 1 亿的净利润。后续供货的持续性看海外疫情的持续时间而定。

2021 年我们预计公司在 2020 年高基数的基础上仍能有 15% 以上的稳健增长，即业绩有望超过 20 亿元。其中中药板块持平略增（收入持平，净利润率略有提升），西药板块增加 2 亿以上利润（艾普针持续放量、亮丙瑞林以及其他品种也有贡献、销售费用率继续下降，艾普、亮丙及其他二线品种的情况在我们上一篇深度报告中有详细分析），原料药板块稳健增长（高毛利品种替换低毛利品种，盈利能力提升），诊断试剂板块下降（新冠高基数下有所下滑）。

2022 年我们预计公司利润有望达到 24 亿（接近千亿市值所需要的 25 亿）。其中重要板块持平略增，西药板块利润再增加 2 亿以上（艾普针继续放量，预计 2020-2022 年分别销售 500 万支、1000 万支、2000 万支，考虑到降价因素，2022 年艾普针收入会超过 20 亿，持续驱动公司增长。另外 2022 年 IL-6R 单抗、曲普瑞林微球、奥曲肽微球都将陆续获批，继续驱动西药板块增长），原料药板块利润超过 5 亿，诊断试剂板块重回正增长（自营品种获批后放量，盈利能力提升）。

2022 年之后，单抗和微球驱动，同时公司通过几年的积累，管线进一步成熟，向千亿市值稳步迈进。

四、丽珠在研管线特点及价值详细分析

2019 年全年丽珠研发投入 8.28 亿元，同比增加 20.44%，约占营业总收入的 8.82%。费用化 7.33 亿元（+33.5%）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。

4.1 丽珠各个领域在研品种推进情况概览及未来获批进度预期

化药领域：有序稳步推进

- **化学制剂：**在研项目共 18 项，其中已立项并进行药学研究项目 11 项，已申报生产 2 项，取得临床批件项目 3 个。注射用丹曲林钠、布南色林片申报生产，注射用紫杉醇聚合物胶束及注射用高纯度尿促性素取得临床批件，准备进入临床。
- **一致性评价：**已立项共 17 项，其中，已申报 4 项。替硝唑片、克拉霉素片和苯磺酸氨氯地平胶囊已注册申报，已完成现场核查。注射用奥美拉唑钠已注册申报，待进行现场核查。

生物药板块（有明显加速和聚焦）：重点在研项目共 9 项。注射用重组人绒促性素申报生产，已完成国家局临床现场核查，生产现场核查准备工作进行中；重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液已完成 I 期临床，正在进行 III 期临床试验；重组抗 HER2 结构域 II

人源化单克隆抗体注射液正在进行 Ib 期临床试验；注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体正在进行 Ib 期临床试验；重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液临床试验申报获 CDE 受理；治疗用新型长效肿瘤靶向细胞因子药物正在进行 IND 临床申报。

原料药板块（更重视研发）：

- **发酵研发中心：**在研项目共 13 项，奥利万星、特拉万星、达巴万星正在准备注册申报；完成 3 个多肽类产品的中试工作；
- **合成研发中心：**在研项目共 10 项，完成酒石酸匹莫范色林及另 1 个项目的自主研发及产业化工作，完成 1 个引进项目的产业化。

诊断领域：自主研发产品即将进入收获期

化学发光平台合计 5 个在研项目，其中全自动 60 速单人份化学发光、结核病毒感染 T 细胞检测试剂、白介素 6 测定试剂盒、AMH 化学发光试剂已完成临床试验，进入注册阶段；分子核酸平台合计 5 个在研项目，其中 HCV 核酸检测试剂、HBV 核酸检测试剂、HBV 核酸检测试剂（一步法）产品已完成临床，进入注册阶段；自免多重平台合计 11 个项目，肌炎相关自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）、血管炎相关自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）已完成临床，进入注册阶段；荧光层析平台合计 3 个项目，肺炎支原体 IgM 抗体检测试剂盒（荧光免疫层析法）、肺炎衣原体 IgM 抗体检测试剂盒（荧光免疫层析法）及甲型/乙型流感病毒抗原检测试剂盒（荧光免疫层析法）处于临床中。

微球板块：在研项目共 8 项，其中已立项并开展临床前研究项目 4 项，已申报生产 1 项，处于临床研究 1 项，获临床批件 1 项，申报临床 1 项。重点项目进展如下：醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）项目 III 期临床试验进行中，醋酸亮丙瑞林微球（3 个月缓释）项目已获临床批件，醋酸奥曲肽微球（1 个月）申报生产，阿立哌唑微球（1 个月）申报临床。

图表 21：丽珠集团各板块在研产品概览

临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	一致性评价
喷昔洛韦氯化钠注射液	替格瑞洛片	清毒安胃胶囊	注射用重组人绒促性素(rhCG) (进入CDE审评序列)	替硝唑
注射用伏立康唑	马来酸氟伏沙明缓释片		IL-6受体单抗 (LZM008)	克拉霉素
PD-L1单抗 (LZM010)	硫酸氢氯吡格雷片		醋酸曲普瑞林微球	苯磺酸氨氯地平
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	重组人源化抗HER2单抗注射液			
左乙拉西坦测定试剂盒	重组抗 PD-1 单克隆抗体 (中美双报)			化学制剂
拉莫三唑测定试剂盒	注射用高纯度尿促性素			生物药
奥卡西平测定试剂盒	金标快速诊断试剂肺炎支原体 IgM和IgG抗体联检试剂盒			丽珠试剂
HTLV 酶联免疫检测试剂盒	结核γ干扰素化学发光试剂			微球平台
金标快速试剂判读仪	注射用醋酸亮丙瑞林微球 (三个月) (获批临床)			LiquidBiopsy平台
醋酸戈舍瑞林植入剂				
阿立哌唑微球 (申报临床)				
醋酸奥曲肽微球 (申报BE)				
LiquidBiopsy平台				

资料来源：公司公告，wind 医药库，国盛证券研究所

我们预计公司未来3年有较多产品获批,2020-2021年以化药及一致性评价品种为主,顺利的话重磅的单抗和微球品种将集中在2022年迎来收获期。

图表 22: 丽珠 2020-2022 年获批产品概况及预期 (我们预计)

通用名	分类	板块	预计规模	上市时间/预计上市时间
注射用万古霉素	原化药 6 类	化学制剂	5-10 亿	2019 年 12 月上市
替硝唑	一致性评价	化学制剂	<1 亿	2020 年 4 月通过一致性评价
新冠胶体金检测试剂		诊断试剂	15 亿	2020 年 3 月通过 NMPA 及欧盟 CE 认证
重组人绒促性素	生物制品 15 类	生物制品	5 亿	预计 2020 年下半年获批
注射用西曲瑞克	化药 4 类	化学制剂	1-2 亿	预计 2021 年获批
注射用丹曲林钠	化药 3 类	化学制剂	1-2 亿	预计 2021 年获批
注射用伏立康唑	化药 4 类	化学制剂	5-10 亿	预计 2021 年获批
苯磺酸氨氯地平胶囊	一致性评价	化学制剂	<1 亿	预计 2021 年获批
克拉霉素片	一致性评价	化学制剂	<1 亿	预计 2021 年获批
注射用奥美拉唑钠	一致性评价	化学制剂	3-5 亿	预计 2021 年获批
单硝酸异山梨酯片	一致性评价	化学制剂	<1 亿	预计 2021 年获批
注射用头孢地嗪那	一致性评价	化学制剂	3-5 亿	预计 2021 年获批
IL-6R 单抗	生物制品 2 类	生物制品	10 亿元	预计 2022 年获批
PD-1 单抗	生物制品 1 类	生物制品	5-10 亿元	预计 2022 年获批
奥曲肽微球	化药 4 类	化学制剂	5 亿元	预计 2022 年获批
曲普瑞林微球 (1 个月)	化药 5 类	化学制剂	5-10 亿元	预计 2022 年获批
阿立哌唑微球 (1 个月)	化药 2.2 类	化学制剂	15-20 亿元	预计 2022 年获批
布南色林片	化药 4 类	化学制剂	3-5 亿元	预计 2022 年获批
盐酸鲁拉西酮	化药 3.1 类	化学制剂	3-5 亿元	预计 2022 年获批
亮丙瑞林微球 (3 个月)	化药 4 类	化学制剂	10-15 亿元	预计 2023 年获批

资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

4.2 丽珠单抗和微球平台的布局特点 (创新+高壁垒仿制、自研+BD 双管齐下)

丽珠作为传统药企转型创新的典型代表,在整体研发的布局上走的是创新和高壁垒仿制结合、自研+BD 双管齐下的思路。

单抗方面:丽珠单抗体系已经搭建完毕,2019 年开始临床推进加速,临床前和临床医学团队都在陆续扩充。目前重点推进的品种是 IL-6R、Her2(对标 Perjeta)、PD-1、IL-17A/F

等。大部分在研进度丽珠均位于前5名左右。丽珠借助自身单抗平台的研究实力，产品储备充沛，未来产品线具备爆发潜力。另外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。另外公司在临床前还储备了2-3个全球性创新药物，未来值得期待。

微球方面：基于技术高壁垒，目前微球领域目前在研企业仅5-7家，未来产品将享受良好竞争格局。微球制备的技术壁垒在于实验室向产业化生产的转变。微球的产能放大的过程不是简单的线性放大，影响因素多，产品的可重复性和稳定性的需要大量经费与技术支持。相对成熟的产业化经验，在产品放大过程中成功率高，研发成本投入（主要是原料）将明显降低，且研发效率高。这也是目前市场上在研企业仅低个位数的原因。可以预见一旦研发成功推向市场，将享受相当长一段时间极佳的市场格局。

BD方面：更前瞻更前沿方向的早期新技术，公司频频通过BD进行布局。丽珠此前曾经多次通过早期投资进入创新领域，在单抗、双抗、细胞治疗、mRNA疫苗、基因编辑等前沿领域均有布局。主要项目包括：AbCyte（2016年，双抗领域，投资金额300万美元，股权比例40%），Doserina INC（投资594.56万美元），Global Health Science Fund II, L.P.（2018年，3000万美金，全球健康科学基金）、上海健信生物医药科技有限公司（2018年，单抗领域）、美国公司Aetio Biotherapy Inc.（2018年）、羿尊生物（2019年增资，Vac-T和NK-T细胞疗法）、新元素医药（2020年领投，痛风和NASH）。

图表 23: 丽珠参股的部分公司概况



美国，精准疫苗和细胞疗法公司
创始人：Julian Adams, PhD
Darrell Irvine, PhD
丽珠持股：8.60%



美国，基因编辑
创始人：张锋博士
丽珠持股：0.8%

羿尊生物

上海，细胞治疗技术研发公司
创始人：刘凌峰教授
丽珠持股：10%
已合作：VAC-T/NK-T项目



美国，人工智能技术提供肿瘤基因检测产品及服务
创始人：Fred Gluck
丽珠持股：16.44%



美国，肿瘤免疫治疗领域技术研发。
创始人：傅阳心教授
丽珠持股：30%
已合作：干扰素前药项目（A01）



上海，肿瘤免疫新药研发公司
创始人：刘佳健博士
丽珠持股：7.72%
抗体药物研发项目引进



美国，生物技术研发公司
创始人：张虞安博士
丽珠持股：47.74%
mRNA被动免疫技术合作开发



美国，细胞治疗、抗体开发公司
创始人：张永克博士
丽珠持股：40%
已合作：单抗药物研发项目引进（A02）



南京，代谢疾病及肿瘤小分子药物开发
1.1类抗痛风药物在美国开展2期临床。
创始人：史东方博士
丽珠持股：7.1093%

资料来源：公司公告，公司年报，国盛证券研究所

4.3 丽珠单抗和微球重点品种分析(合计峰值销售 50 亿, DCF 估值 200 亿)

当前丽珠的单抗和微球的重点产品都进入了临床阶段，且临床有加速趋势。预计2021年会集中的完成临床，2021年有望申报IL-6R、PD-1两个单抗，曲普瑞林微球（一个月）、阿立哌唑微球（一个月），奥曲肽微球（一个月）三个微球品种，2022年集中获批。

图表 24: 丽珠集团单抗和微球重点品种概览

名称	领域	靶点	适应症	海外	获批临床 I期	II期	III期
重组人促绒素	辅助生殖	/	辅助生殖				
IL-6单抗	风湿免疫	IL-6	类风湿性关节炎				
重组人源抗HER2单抗	抗肿瘤	HER2	乳腺癌、胃癌				
重组人源化抗PD-1 单抗	抗肿瘤	PD-1	黑色素瘤、非小细胞肺癌	美国I期			
全人抗RANKL单克隆抗体	骨质疏松	RANKL	骨肿瘤、骨质疏松				
重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体	抗炎	IL-17A/F	中至重度斑块型银屑病	中美双报			
注射用重组肿瘤酶特异性干扰素α-2b Fc融合蛋白	抗肿瘤		抗肿瘤				
曲普瑞林微球（一个月）	微球缓释剂		晚期前列腺癌的姑息疗法；性早熟；子宫内膜异位、女性不孕症和子宫肌瘤。				
亮丙瑞林微球（三个月）	微球缓释剂						
醋酸奥曲肽微球	微球缓释剂		肢端肥大症、神经内分泌肿瘤				
阿立哌唑微球	微球缓释剂		精神分裂症				

资料来源：公司公告，wind 医药库，国盛证券研究所

4.3.1 新布局靶点 IL-6R: 临床推进加速（III 期开始，入组加速），国内前两名

IL-6R 是抗炎抗风湿免疫主要靶点。 白细胞介素 6 (IL-6) 是白细胞介素的一种，其作为促炎细胞因子和抗炎性肌球蛋白起作用，是炎性疾病的重要介质。针对 IL-6 受体的抑制剂在抗炎方面有治疗潜力。全球首个 IL-6 受体单克隆抗体是托珠单抗，托珠单抗由罗氏研发，于 2005 年 4 月 11 日获得日本医药品医疗器械综合机构 (PMDA) 批准，2009 年 1 月 16 日获得欧洲药物管理局 (EMA) 批准，2010 年 1 月 8 日获得美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准，2013 年 3 月 26 日获得中国食品药品监督管理局 (NMPA) 批准上市，并由罗氏（日本的中外制药，美国的基因泰克）在美国、欧洲和日本市场销售，商品名为 Actemra 和 RoActemra。现在该药物已经在 116 个国家/地区批准，用于治疗类风湿关节炎。

托珠单抗未来在细胞因子风暴领域有望持续有新拓展。 2017 年，FDA 还批准了托珠单抗治疗由 CAR-T 治疗引起的细胞因子释放综合征（一种细胞因子风暴）。2020 年 3 月 3 日国家卫生健康委员会发布了《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第七版）》，其中增加罗氏的“托珠单抗”用于免疫治疗：适应症为“双肺广泛病变者及重型患者，且实验室检测 IL-6 水平升高者”。

目前原研产品 2019 年全球销售 23.97 亿美金，且已经在国内上市。国内样本医院销售额 3000 万人民币。

这是公司靠后立项的项目，但是有明显提速。进度方面目前百奥泰和丽珠均已经开展 III 期临床，我们预计今年下半年有望入组完毕，临床期半年左右，明年完成临床申报 CDE，丽珠有望争取首个获批。

我们预计丽珠 IL-6R 峰值销售有望达到 15 亿人民币，DCF 估值 60 亿元。

图表 25: 丽珠 IL-6R 单抗 DCF 估值

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患者流预测	患病 (万人)	400	405	410	415	420	425	430	435
	治疗率 (一线渗透率)	8%	10%	12%	14%	16%	18%	18%	18%
	用药患者数量(万人)	32.00	40.50	49.20	58.10	67.20	76.50	77.40	78.30
市场规模预测	PFS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	平均用药时间	6	6	6	6	6	6	6	6
	月用药金额 (万)	1.32	1.32	1.32	1.30	1.25	1.20	1.15	1.10
	单个患者费用 (万)	7.92	7.92	7.92	7.8	7.5	7.2	6.9	6.6
	市场规模 (亿)	253.44	320.76	389.66	453.18	504.00	550.80	534.06	516.78
销量预测	市占率 (%)	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%
	患者数	1600	4050	7380	11620	16800	22950	23220	23490
	医院端销售额 (亿元)	1.27	3.21	5.84	9.06	12.60	16.52	16.02	15.50
	同比增速 (%)		153.13%	82.22%	55.07%	39.02%	31.14%	-3.04%	-3.24%
	利润系数 (%)								
	利润现金流 (万元)	0.38	0.96	1.75	2.72	3.78	4.96	4.81	4.65
	折现率	9%							
	永续年金增长率	2%							
	折现价值 (亿元)				¥71.86				
	P	0.8							
估值 (亿元)	60.0								

资料来源: 百奥泰招股书, 国盛证券研究所

4.3.2 热门靶点 PD-1: 未来看联用拓展

PD-1/ PD-L1 信号通路的激活可导致免疫抑制性肿瘤微环境形成,使肿瘤细胞逃避机体免疫监视和杀伤,而阻断PD-1/PD-L1 信号通路可逆转肿瘤免疫微环境,增强内源性抗肿瘤免疫效应。PD-1/ PD-L1 类单抗,对于多种实体瘤均表现出良好的疗效, **PD-1/PD-L1** 相较于其他单抗,适应症显著扩展,市场潜力极其巨大,被广大药企认为是未来抗癌药物方向加速推广。

目前已有六家公司的产品在国内获批上市,除了 O 药与 K 药之外,还有国产君实生物的特瑞普利、信达生物的信迪利、恒瑞的卡瑞利珠单抗和百济神州的替雷利珠单抗。

丽珠也布局了 **PD-1/PD-L1**,目前处于研发第二梯队,但我们认为,虽然研发进度上较其他靶点略慢,但布局 **PD-1/PD-L1** 是未来方向,对于完善产品线与销售互相促进大有裨益。

公司 **PD-1** 胸腺癌适应症的 **Ib** 期临床已经开始入组,如果顺利的话明年有望使用 **II** 期临床申报生产, **2022** 年有望获批。

我们预计丽珠 **PD-1** 峰值销售有望达到 6.8 亿人民币, DCF 估值 25 亿元。

图表 26: 丽珠集团 PD-1 单抗 DCF 估值

胸腺癌	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患病 (万人)	0.7	0.7	0.7	0.75	0.75	0.75	0.77	0.77
治疗率 (一线渗透率)	25%	30%	35%	40%	45%	45%	45%	45%
用药患者数量(万人)	0.18	0.21	0.25	0.30	0.34	0.34	0.35	0.35
PFS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均用药时间	6	6	6	6	6	6	6	6
月用药金额 (万)	1.60	1.60	1.60	1.50	1.50	1.40	1.40	1.40
单个患者费用 (万)	9.6	9.6	9.6	9	9	8.4	8.4	8.4
市场规模 (亿)	1.68	2.02	2.35	2.70	3.04	2.84	2.91	2.91
市占率 (%)	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
患者数	175	315	368	600	675	844	866	866
医院端销售额 (亿元)	0.17	0.30	0.35	0.54	0.61	0.71	0.73	0.73
同比增速 (%)		80.00%	16.67%	53.06%	12.50%	16.67%	2.67%	0.00%
利润系数 (%)								
利润现金流 (万元)	0.05	0.09	0.11	0.16	0.18	0.21	0.22	0.22
折现率	9%							
永续年金增长率	2%							
折现价值 (亿元)			¥3.47					
P	0.8							
估值 (亿元)	2.9							
其他肿瘤适应症	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患病 (万人)	10	12	14	16	18	20	22	24
治疗率 (一线渗透率)	5%	10%	15%	20%	25%	30%	30%	30%
用药患者数量(万人)	0.50	1.20	2.10	3.20	4.50	6.00	6.60	7.20
PFS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均用药时间	6	6	6	6	6	6	6	6
月用药金额 (万)	1.60	1.60	1.60	1.50	1.50	1.40	1.40	1.40
单个患者费用 (万)	9.6	9.6	9.6	9	9	8.4	8.4	8.4
市场规模 (亿)	4.80	11.52	20.16	28.80	40.50	50.40	55.44	60.48
市占率 (%)	3.00%	3.00%	5.00%	5.00%	7.00%	7.00%	10.00%	10.00%
患者数	150	360	1050	1600	3150	4200	6600	7200
医院端销售额 (亿元)	0.14	0.35	1.01	1.44	2.84	3.53	5.54	6.05
同比增速 (%)		140.00%	191.67%	42.86%	96.88%	24.44%	57.14%	9.09%
利润系数 (%)								
利润现金流 (万元)	0.04	0.10	0.30	0.43	0.85	1.06	1.66	1.81
折现率	9%							
永续年金增长率	2%							
折现价值 (亿元)			¥25.92					
P	0.8							
估值 (亿元)	21.6							

资料来源: cancer statistics China, 国盛证券研究所

4.3.3 瑞林类微球: 进口替代空间巨大

瑞林类药物是促性腺激素释放激素激动剂(GnRH-a) 是人工合成的 GnRH 衍生物, 在辅助生殖领域与性激素相关疾病领域均有广泛应用。

目前市场上主要的瑞林类缓释药物主要为曲普瑞林(微球)、亮丙瑞林(微球)、戈舍瑞林(植入剂), 从市场规模上来看, 放大后约为 10-20 亿的品种, 今年来保持平稳增长,

且随着适应症的扩展未来市场仍有巨大空间。

从竞争格局来看，原研产品一家独大，仅亮丙瑞林一家形成原研+国产仿制三足鼎立的格局，一旦国产仿制微球上市，进口替代空间极佳，且从在研竞争来看，将相当长一段时间享受极佳的竞争格局。

图表 27: 瑞林类药物概览

产品名	适应症	剂型	医保	竞争格局	017 部分省市 中标均价(元/ 规格)
亮丙瑞林	子宫内膜异位症； 伴有症状的子宫肌 瘤；绝经前乳腺癌， 且 ER+患者；前列 腺癌；中枢性性早 熟症	微球注射剂	乙类	丽珠（37%）	1311/3.75mg
				博恩特（37%）	1305/3.75mg
				武田（26%）	1782/3.75mg
曲普瑞林	晚期前列腺癌的姑 息疗法；性早熟； 子宫内膜异位、女 性不孕症和子宫肌 瘤。	微球注射剂	乙类	IPSEN（56%）	1472/3.75mg
				辉凌（39%）	1352/3.75mg
				其他（5%: 非微球）	/
戈舍瑞林	可用激素治疗的前 列腺癌及绝经前和 绝经期的乳腺癌。 子宫内膜异位症	植入缓释剂	乙类	阿斯利康（100%）	1722/3.6mg

资料来源：米内数据库，国盛证券研究所

丽珠的曲普瑞林微球 III 期临床已经开始入组。据临床试验公示信息，这是一项单臂、多中心的 III 期临床，计划入组 125 人，每 4 周给药 1 次，给药时程 12 周。主要临床重点是有效性指标，即在第一次给药后 28 天结束时睾酮达到去势水平，且在第二、第三次给药后 28 天结束时仍维持睾酮去势水平的受试者比例。

公司曲普瑞林微球如果顺利的话今年入组完毕，预计明年明年申报生产，2022 年有望获批。

我们预计丽珠曲普瑞林微球峰值销售有望达到 7.4 亿人民币，DCF 估值 28 亿元。

图表 28: 丽珠集团曲普瑞林微球 DCF 估值

前列腺癌	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患病 (万人)	15	15	15.2	15.2	15.5	15.5	15.5	15.5
治疗率 (一线渗透率)	30%	30%	35%	35%	35%	40%	40%	40%
用药患者数量(万人)	4.50	4.50	5.32	5.32	5.43	6.20	6.20	6.20
PFS	NA							
平均用药时间	24	24	24	24	24	24	24	24
月用药金额 (万)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11
单个患者费用 (万)	2.88	2.88	2.88	2.88	2.64	2.64	2.64	2.64
市场规模 (亿)	12.96	12.96	15.32	15.32	14.32	16.37	16.37	16.37
市占率 (%)	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%
患者数	4500	6750	10640	13300	16275	21700	24800	27900
医院端销售额 (亿元)	1.30	1.94	3.06	3.83	4.30	5.73	6.55	7.37
同比增速 (%)		50.00%	57.63%	25.00%	12.17%	33.33%	14.29%	12.50%
利润系数 (%)								
利润现金流 (万元)	0.39	0.58	0.92	1.15	1.29	1.72	1.96	2.21
折现率	9%							
永续年金增长率	2%							
折现价值 (亿元)			¥33.52					
P	0.8							
估值 (亿元)	28.0							

资料来源: cancer statistics China, 国盛证券研究所

4.3.4 奥曲肽微球: 多肽类微球明星, 原研昂贵市场待开拓

生长抑素是主要由下丘脑分泌的一种神经激素, 主要作用是抑制垂体生长激素 (GH) 的基础分泌, 也抑制腺垂体对多种刺激所引起的 GH 分泌反应。生长抑素具有多种药理作用, 但因其半衰期仅有 1-3 分钟, 所以延长其半衰期成为关键。奥曲肽是人工合成的天然生长抑素的八肽衍生物, 延长了生长抑素的半衰期, 市面上主要的产品是注射剂与微球, 注射剂半衰期为 90 分钟, 微球释放期可达 1 月。

半衰期不同, 不同剂型生长抑素适应症存在差异, 奥曲肽注射剂多用于上消化道出血、胰腺术后、肢端肥大症及神经内分泌肿瘤起始治疗, 而奥曲肽微球因释放周期达 1 个月, 临床优势突出, 用药频次少, 极大方便患者, 减少护理等医疗费用。适用于肢端肥大症、神经内分泌肿瘤的维持治疗。

图表 29: 奥曲肽注射剂及微球对比

商品名	剂型	适应症	用法用量
善宁	注射剂	上消化道出血、胰腺术后并发症预防、肢端肥大症及神经内分泌肿瘤起始治疗	上消化道出血: 0.6mg/天, 最多 5 天; 胰腺术后: 0.3mg/天, 7 天 肢端肥大症: 0.2mg/天; 神经内分泌肿瘤: 0.6mg/天
善龙	注射微球	肢端肥大症、神经内分泌肿瘤的维持治疗	肢端肥大症: 20mg/月, 持续 6-12 月; 神经内分泌肿瘤: 20mg/月, 持续 6-12 月; 需检测 GH, IGF-1 调整剂量;

资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

奥曲肽微球原研垄断价格高昂。善龙 20mg 规格价格近 8000 元，之前为全自费药，月均治疗费用近万元。2018 年 12 月通过谈判进入全国目录，20mg 价格调整到 5800 元，进入医保后 2019 年奥曲肽开始加速增长。2019 年样本医院销售 1.1 亿(增速 66.24%)，放大后预估全国市场在 4-5 亿左右。奥曲肽微球独居临床优势，进入谈判后快速放量，一旦实现国内仿制突破，性价比突出的国产微球将大幅放量，未来进口替代空间巨大。

丽珠集团的奥曲肽微球是按新 4 类申报，微球能够做到一致性难度非常大，公司已经攻克了制剂工艺，新 4 类申报的优点就是入组健康患者测血药浓度即可，后续试验推进会非常快。

我们预计丽珠曲普瑞林微球峰值销售有望达到 7.4 亿人民币，DCF 估值 29 亿元。

图表 30: 丽珠集团奥曲肽微球 DCF 估值

肢端肥大	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患病 (万人)	0.7	0.7	0.7	0.75	0.75	0.75	0.77	0.77
治疗率 (一线渗透率)	25%	30%	35%	40%	45%	45%	45%	45%
用药患者数量(万人)	0.18	0.21	0.25	0.30	0.34	0.34	0.35	0.35
PFS	NA							
平均用药时间	12	13	14	15	16	17	18	19
月用药金额 (万)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
单个患者费用 (万)	6	6.5	7	7.5	8	8.5	9	9.5
市场规模 (亿)	1.05	1.37	1.72	2.25	2.70	2.87	3.12	3.29
市占率 (%)	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
患者数	175	315	368	600	675	844	866	866
医院端销售额 (亿元)	0.11	0.20	0.26	0.45	0.54	0.72	0.78	0.82
同比增速 (%)		95.00%	25.64%	74.93%	20.00%	32.81%	8.71%	5.56%
利润系数 (%)								
利润现金流 (万元)	0.03	0.06	0.08	0.14	0.16	0.22	0.23	0.25
折现率	9%							
永续年金增长率	2%							
折现价值 (亿元)			¥3.75					
P	0.8							
估值 (亿元)	3.1							
功能性胃肠胰内分泌瘤	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患病 (万人)	15	16	17	18	19	20	21	22
治疗率	15%	15%	20%	20%	20%	25%	25%	25%
用药患者数量(万人)	2.25	2.40	3.40	3.60	3.80	5.00	5.25	5.50
PFS	NA							
平均用药时间	12	12	12	12	12	12	12	12
月用药金额 (万)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
单个患者费用 (万)	6	6	6	6	6	6	6	6
市场规模 (亿)	13.50	14.40	20.40	21.60	22.80	30.00	31.50	33.00
市占率 (%)	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
患者数	2250	3600	5100	7200	7600	10000	10500	11000
医院端销售额 (亿元)	1.35	2.16	3.06	4.32	4.56	6.00	6.30	6.60
同比增速 (%)		60.00%	41.67%	41.18%	5.56%	31.58%	5.00%	4.76%
利润系数 (%)								
利润现金流 (万元)	0.41	0.65	0.92	1.30	1.37	1.80	1.89	1.98
折现率	9%							
永续年金增长率	2%							
折现价值 (亿元)			¥30.82					
P	0.8							
估值 (亿元)	25.7							

资料来源: cancer statistics China, 国盛证券研究所

4.3.5 阿立哌唑：三代抗精神病药，微球剂型值得期待

发病率诊治率均有所提高，精神类药品市场广阔。随着现代生活节奏的加快和精神压力的增大，精神疾病发病率逐步增高。目前我国精神分裂症发病率约为万分之十左右。而伴随着人们对于精神疾病的认知增加和精神卫生问题的重视，疾病的诊治率较十年前也有了提高。

阿立哌唑临床优势突出：目前市场上在售的抗精神病药主要分为三代，其中作为三代产品代表的阿立哌唑，无论是临床效果还是副作用上，阿立哌唑较前代产品均优势突出。

图表 31: 三代精神类药物对比

药品名	代际	机制	临床效果	副作用	纳入国家医保剂型
氟哌啶醇	一代	DA 受体阻滞	一般	多	口服常释剂型、注射剂
利培酮	二代	5-HT/DA 受体双重阻滞	好	较少	口服常释剂型、液体剂、口崩片、微球注射剂
阿立哌唑	三代	5-HT/DA、受体选择阻断	好	少	口服常释剂型、口崩片

资料来源：《阿立哌唑与利培酮治疗精神分裂症的疗效与安全性对比研究》、《精神病学》，国盛证券研究所

海外市场表现优异，长效注射剂后来居上：自 2002 年阿立哌唑上市以来，迅速成为重磅炸弹品种，全球销售峰值曾达 80 亿美元，近年来虽然随着专利到期，仿制药不断冲击，仍然是一个 20 亿美金以上品种，且随着 2013 年长效微晶注射剂型上市，增长迅速，2016 年销售达 6.98 亿美元，自上市以来 CAGR 达 91%，弥补口服片剂仿制药竞争之外，也抢占了利培酮微球的市场份额。

国内升级替代进行中，微球市场仍是空白。国内抗精神病药物市场增长平稳，预计整体市场规模在 70 亿左右，从市场竞争格局来看，目前二代抗精神病药已基本实现对于一代的替代，其中奥氮平占近半壁江山；而三代阿立哌唑逐渐崭露头角，也占据一定市场份额，达 10% 左右，未来升级替代空间大。

丽珠集团的阿立哌唑微球按照 2.2 类新药申报 CDE，具体的试验方案还未知，我们预计顺利的话明年有望完成临床并申报。

我们预计丽珠阿立哌唑微球峰值销售有望达到 15.6 亿人民币，DCF 估值 59 亿元。

图表 32: 丽珠集团阿立哌唑微球 DCF 估值

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
患病 (万人)	640	640	640	645	645	645	650	650
治疗率 (一线渗透率)	5%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	8%
用药患者数量(万人)	32.00	32.00	38.40	38.70	45.15	45.15	52.00	52.00
PFS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均用药时间	12	12	12	12	12	12	12	12
月用药金额 (万)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
单个患者费用 (万)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
市场规模 (亿)	38.40	38.40	46.08	46.44	54.18	54.18	62.40	62.40
市占率 (%)	3.00%	5.00%	10.00%	15.00%	22.00%	22.00%	25.00%	25.00%
患者数	9600	16000	38400	58050	99330	99330	130000	130000
医院端销售额 (亿元)	1.15	1.92	4.61	6.97	11.92	11.92	15.60	15.60
同比增速 (%)		66.67%	140.00%	51.17%	71.11%	0.00%	30.88%	0.00%
利润系数 (%)								
利润现金流 (万元)	0.35	0.58	1.38	2.09	3.58	3.58	4.68	4.68
折现率	9%							
永续年金增长率	2%							
折现价值 (亿元)			¥70.11					
P	0.8							
估值 (亿元)	58.5							

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

丽珠当前重点推进的产品合计峰值销售有望达到 50 亿元, DCF 估值 200 亿。

图表 33: 丽珠集团重点品种销售预测及 DCF 估值

(亿元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	估值
IL-6R (重度活动性类风湿关节炎)	1.27	3.21	5.84	9.06	12.60	16.52	16.02	15.50	60.00
PD-1 (胸腺癌)	0.17	0.30	0.35	0.54	0.61	0.71	0.73	0.73	2.90
PD-1 (其他肿瘤适应症)	0.14	0.35	1.01	1.44	2.84	3.53	5.54	6.05	21.65
曲普瑞林微球 (前列腺癌)	1.30	1.94	3.06	3.83	4.30	5.73	6.55	7.37	27.99
奥曲肽微球 (肢端肥大症)	0.11	0.20	0.26	0.45	0.54	0.72	0.78	0.82	3.13
奥曲肽微球 (功能性胃肠胰内分泌瘤)	1.35	2.16	3.06	4.32	4.56	6.00	6.30	6.60	25.73
阿立哌唑微球 (精神分裂症)	1.15	1.92	4.61	6.97	11.92	11.92	15.60	15.60	58.54
合计	5.48	10.08	18.20	26.61	37.36	45.13	51.52	52.67	199.94

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、管理层和企业文化优秀，创新激励方式不断落地激发积极性

中长期事业合伙人计划发布，10年规划稳健增长，激励基金调动积极性。2019年12月，丽珠集团公告了《丽珠医药集团股份有限公司中长期事业合伙人持股计划》。该计划是针对公司任职的（含公司下属子公司）对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心管理人员的激励政策。公司以2018年度归属公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（94,721.63万元）为基数，在考核期内（2019年-2028年），公司以每年实现的净利润复合增长率作为考核指标，实行超额累进计提各期激励基金。

图表 34: 超额累进计提激励基金比例

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
$X \leq 15\%$	0
$15\% < X \leq 20\%$	25%
$20\% < X$	35%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 若复合业绩增速在 15%-20%，则超额部分计提 25% 作为激励基金。若复合业绩增速大于 20%，则超额部分计提 35% 作为激励基金。
- 若计提的激励基金金额超过归属公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 8% 的，则激励基金金额按照 8% 提取。
- 若计提激励基金金额将导致归属公司股东的扣除非经常性损益后的净利润环比上一年度归属公司股东的扣除非经常性损益后的净利润增长率低于 5% 的，则当年度不计提激励基金。

十年的考核利润只是一个基础。2019年15%考核的扣非净利润为10.9亿，实际公司报表扣非利润11.9亿，将激励基金计提的4419万加回之后，实际上大幅度超额完成。

图表 35: 考核期内（2019年-2028年）净利润复合增长率 15%具体值

考核年度	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，国盛证券研究所

中长期事业合伙人对公司发展具有重要作用，属于核心管理人才，此次计划发布是丽珠持续探索建立多元化事业合伙人激励机制的又一落地模式，体现了公司对于核心管理层、人才的重视，在公司不断完善的激励机制下，公司核心员工活力和积极性有望持续激发，公司长期增长可期。

除了本次中长期合伙人计划，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、丽珠试剂股权转让、子公司员工股权激励方案等。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 36: 公司历史数次激励方式

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
2019年12月	中长期合伙人计划	公司核心员工活力和积极性有望持续激发，公司长期增长可期

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

六、盈利预测及估值

6.1 关键假设

1、营业收入

中药制剂：参芪扶正 2019 年下滑，2020-2021 企稳，抗病毒颗粒 2020 年疫情受益，后续略有下滑。

西药制剂：艾普拉唑肠溶片、艾普拉唑针剂、亮丙瑞林高速增长，小品种叠加放量，整体增速 20%以上。

诊断试剂：2020 年因为新冠试剂盒弹性高速增长，2021 年有所下滑，2022 年恢复正常增长

原料药：阿卡波糖长单签订，过 FDA 认证的品种越来越多，板块收入持平。

2、毛利率

中药制剂：毛利率受降价略有影响，预计未来三年分别为 73%、71%、71%。

西药制剂：毛利率有望提升，随着高毛利品种占比增高，预计未来三年分别为 77.5%、78%、78.5%。

诊断试剂：毛利率稳中有升，未来三年分别为 62%、63%、64%。

原料药：随着高毛利品种占比增高，未来三年毛利率逐步提升，分别为 32%、34%、35%。

3、费用率

营业费用率：预计 2018-2020 营业费用率为 32%、31.50%、31.00%。

管理费用率：公司近年激励费用增加，管理费用率略有上升，预计 2018-2020 年管理费用率为 7.42%、7.75%、7.96%。

财务费用率：由利息收入-利息支出计算，其他财务费用率假设为 0%。

图表 37: 丽珠集团收入拆分

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
中药制剂						
收入 (百万元)	2,045.24	1,532.46	1,281.34	1,614.81	1,580.09	1,547.10
YOY	-3.78%	-25.07%	-16.39%	26.02%	-2.15%	-2.09%
毛利率	78.96%	76.24%	75.30%	73.00%	71.00%	71.00%
西药制剂						
收入 (百万元)	3702.11	4238.25	4931.29	6217.97	7574.25	8896.64
YOY	16.20%	14.48%	16.35%	26.09%	21.81%	17.46%
毛利率	79.69%	78.50%	77.44%	77.50%	78.00%	78.50%
诊断试剂						
收入 (百万元)	635.72	697.33	754.41	2000.00	1400.00	1708.00
YOY	11.95%	9.69%	8.19%	165.11%	-30.00%	22.00%
毛利率	58.20%	60.63%	61.14%	62.00%	63.00%	64.00%
原料药						
收入 (百万元)	2102.96	2354.28	2350.07	2283.86	2349.29	2411.68
YOY	21.16%	11.95%	-0.18%	-2.82%	2.86%	2.66%
毛利率	23.56%	23.99%	30.99%	32.00%	34.00%	35.00%
合计						
收入 (百万元)	8530.97	8860.67	9317.11	12116.63	12903.62	14563.42
YOY	11.49%	3.86%	5.15%	30.05%	6.50%	12.86%
毛利率	63.86%	62.08%	63.86%	65.77%	67.50%	68.80%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6.2 盈利预测及估值

图表 38: 可比公司估值

代码	公司简称	每股收益 EPS				市盈率 PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600276.SH	恒瑞医药	1.20	1.55	1.92	2.40	71.25	55.38	44.80	35.71
600196.SH	复星医药	1.3	1.38	1.67	2.03	25.38	23.91	19.76	16.26
000963.SZ	华东医药	1.61	1.65	1.93	2.28	14.01	13.67	11.68	9.89
002422.SZ	科伦药业	0.65	0.63	0.82	1.01	32.71	33.93	25.84	21.19
002294.SZ	信立泰	0.68	0.61	0.78	1.02	33.88	37.77	29.54	22.59
平均值						35.45	32.93	26.33	21.13
000513.SZ	丽珠集团	1.39	1.86	2.15	2.57	29.59	22.15	19.16	16.06

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (复星医药、华东医药、信立泰为 wind 一致预期)

主要可比公司估值平均值为 2020 年 33X, 丽珠集团估值低于可比公司平均估值。

基于今年新冠试剂盒的弹性和艾普拉唑针剂放量超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 17.49 亿元、20.12 亿元、24.01 亿元, 增长分别为 33.6%、15.6%、19.3%。EPS 分别为 1.86 元、2.15 元、2.57 元, 对应 PE 分别为 22x, 19x, 16x。扣除激励费用实际业绩增速更高。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。

七、风险提示

参芪扶正和鼠神经生长因子持续下滑: 参芪扶正和鼠神经生长因子可能受国家更严格的政策限制而持续下滑, 影响公司收入预期。

单抗、微球研发失败风险: 单抗和微球有一定研发不确定性, 产品获批可能低于预期, 不分品种也可能存在失败的风险。

新产品放量不达预期: 艾普拉唑针剂等新品放量受到销售能力、原研影响以及政策影响等, 具有较多不确定因素, 放量不达预期将对销售收入造成影响。

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