

丽珠集团 (000513.SZ)

内生增速超过30%略超预期，转型加速推进——2020H1 点评

丽珠集团发布 2020H1 报告。上半年公司实现营业收入 50.95 亿元，同比增长 3.16%；归母净利润 10.05 亿元，同比增长 35.97%；扣非净利润 8.35 亿元，同比增长 26.72%，实现 EPS 为 1.07 元。

观点：内生增速超过 30%，加回激励基金后业绩略超预期。在疫情影响下，公司上半年业绩超预期。Q2 新冠试剂盒我们预计弹性有 1 亿元以上，艾普针放量也拉动了公司业绩增长。但是处方药其他品种恢复有限，还是有一定影响。下半年新冠试剂盒弹性已经逐渐减小，看其他处方药的恢复性增长。

➤ **半年业绩超预期，Q2 单季度表现较为亮眼：**公司上半年收入增速 3.16%（疫情影响下整体制剂板块受到影响，但是艾普针放量超预期，原料药板块稳健），整体稳健符合预期。上半年扣非净利润增速 26.72%，考虑到员工持股计划基金（2968.88 万元，去年为全年一次性计提，上半年没有）以及股权激励费用（今年 1242 万元，去年同期 469 万元），把这两项加回之后，内生扣非净利润增速超过 32%，考虑到疫情的影响，业绩靓丽，超出市场预期。归母净利润和扣非净利润的差异主要是由于政府补助在 Q2 确认，以及江苏尼科的股权收益 8684 万元在 Q2 确认。Q2 单季度归母净利润增速超过 70%超预期，表现亮眼。

➤ **业绩与收入增速的差异主要来自于毛利率的提升以及销售费用结构的优化。**我们进一步看到参芪扶正和鼠神经生长因子的影响已经微乎其微（参芪扶正收入占比仅 5.28%），原料药和诊断板块盈利能力持续增强（原料药毛利率提升 4.14pp，诊断试剂毛利率提升 14.62pp）。

➤ **公司研发加速推进。**生物药领域共有 8 个项目在研，重点推进品种包括注射用重组人绒促性素（等待获批）、IL-6R（Biosimilar，III 期临床，有望争第一）、PD-1（在中美同时开展临床研究，Ib/II 期）。化药领域常规制剂和一致性评价有序稳步推进，复杂制剂方面微球加速推进（多个品种国内第一）。原料药方面发酵研发中心和合成研发中心在高端品种上均有布局（多肽等）。诊断领域自主研发产品将进入收获期。

丽珠业绩增长确定性高，兼具化学制剂与创新生物基因，长期看创新生物药+高端复杂制剂转型。管理层调整之后，公司的销售聚焦、提效，重点品种持续发力。2020 上半年业绩超出预期，管理层调整和激励效应显现，后续创新推进更值得期待。

投资建议：我们预计 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 1.85 元、2.14 元、2.55 元，对应 PE 分别为 28x，24x，20x。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，创新生物药+高端复杂制剂长远布局，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销量下滑、单抗和微球研发风险。

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)	1.15	1.38	1.85	2.14	2.55
净资产收益率(%)	10.1	11.9	14.3	15.3	17.0
P/E(倍)	45.3	37.6	28.2	24.4	20.4
P/B(倍)	4.6	4.4	4.1	3.9	3.6

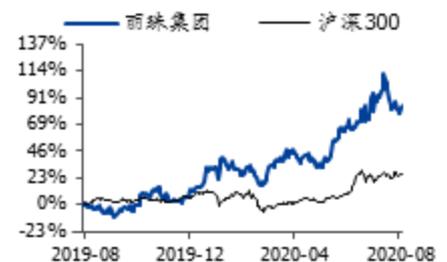
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	52.70
总市值(百万元)	49,658.35
总股本(百万股)	942.28
其中自由流通股(%)	64.00
30 日日均成交量(百万股)	9.07

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 《丽珠集团 (000513.SZ)：下属试剂子公司拟分拆上市，子公司独立发展有利于做大做强》2020-08-09
- 《丽珠集团 (000513.SZ)：疫情影响之下半年报业绩略超预期，后续看研发加速推进》2020-07-15
- 《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》2020-06-16



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	14384	14030	17336
现金	8588	8855	8360	9531	10124
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	20342	19875	23349
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	942	942	942
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	11840	12709	13800
负债和股东权益	17437	17976	20342	19875	23349

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	2372
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	-212
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	-892	-957	-1098
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	8	0	0
资本公积增加	-353	-199	0	0	0
其他筹资现金流	-455	-1058	-899	-957	-1098
现金净增加额	1163	290	-495	1170	593

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	-212
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)	1.15	1.38	1.85	2.14	2.55

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	15.8
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	-51.2	-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)	1.15	1.38	1.85	2.14	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.88	1.74	2.63	2.52
每股净资产(最新摊薄)	11.30	11.85	12.56	13.48	14.64
估值比率					
P/E	45.3	37.6	28.2	24.4	20.4
P/B	4.6	4.4	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	26.5	21.9	17.6	14.7	12.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
观点.....	4
特色生物药平台+复杂制剂平台加速推进，为长期转型奠定坚实基础.....	7
2020上半年大事梳理.....	9
公司未来看点及投资逻辑再梳理.....	9
盈利预测与投资评级.....	10
风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 公司参芪扶正和鼠神经生长因子的影响逐季减少.....	5
图表 2: 公司主要板块品种增长情况.....	5
图表 3: 公司主要原料药产品收入及增速.....	6
图表 4: 在研产品线主要进度更新.....	7
图表 5: 丽珠重点品种进度情况.....	8
图表 6: 公司 2019 上半年大事梳理.....	9

事件

丽珠集团发布 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 50.95 亿元，同比增长 3.16%；归属于上市公司股东的净利润 10.05 亿元，同比增长 35.97%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.35 亿元，同比增长 26.72%，实现 EPS 为 1.07 元。

公司 2020 年 Q2 营业收入 25.91 亿元，同比增长 11.11%；归母净利润 6.05 亿元，同比增长 74.88%；归母扣非净利润 4.32 亿元，同比增长 30.86%；实现 EPS 0.64 元。

观点

内生增速超过 30%，加回激励基金后业绩略超预期

疫情之下公司半年业绩超预期，Q2 单季度表现略为亮眼：公司上半年收入增速 3.16%（疫情影响下整体制剂板块受到影响，但是艾普针放量超预期，原料药板块稳健），整体稳健符合预期。上半年扣非净利润增速 26.72%，考虑到员工持股计划基金（2968.88 万元，去年为全年一次性计提，上半年没有）以及股权激励费用（今年 1242 万元，去年同期 469 万元），把这两项加回之后，内生扣非净利润增速超过 32%，考虑到疫情的影响，业绩靓丽，超出市场预期。归母净利润和扣非净利润的差异主要是由于政府补助在 Q2 确认，以及江苏尼科的股权收益 8684 万元在 Q2 确认。公司 Q2 单季度归母净利润增速超过 70%超预期，表现亮眼。

公司制剂板块受疫情影响较大，原料药板盈利能力持续向好，诊断试剂板块受益于新冠试剂盒弹性。具体分版块来看公司上半年的收入和增速情况：

- 化学制剂板块上半年收入 23.15 亿元（-11.66%，毛利率下降 2.08pp，部分品种中标价略有降低）；
 - 消化道板块上半年收入 9.97 亿元（+5.43%），艾普针剂拉动；
 - 心脑血管板块上半年收入 1.46 亿元（-5.76%）；
 - 抗微生物药物板块上半年收入 2.00 亿元（-37.39%），疫情影响；
 - 促性激素板块上半年收入 8.06 亿元（-9.93%），亮丙高速增长，其他品种受疫情影响；
 - 其他板块上半年收入 1.67 亿元（-45.60%），疫情影响；
- 中药制剂板块上半年收入 6.39 亿元（-9.91%，毛利率下降 1.10pp，参芪扶正下滑，抗病毒颗粒受益与疫情）；
- 原料药和中间体板块上半年收入 12.27 亿元（+0.66%，毛利率提升 4.14pp）。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；
- 诊断板块上半年收入 8.89 亿元（+143.35%，毛利率提升 14.62pp，与新型冠状病毒检测试剂产品销量新增有关）。

公司参芪扶正和鼠神经收入占比较小，其他业务较为稳健。表 1 可以清楚的看出，参芪扶正和鼠神经生长因子的收入占比已经从 17%以上下降到目前的 10%以内，对公司整体影响已经比较小。而除了参芪和鼠神之外公司整体收入增速我们预计在 10%左右。整体稳健符合预期。

图表 1: 公司参芪扶正和鼠神经生长因子的影响逐季减少

	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
公司整体收入 (亿元)	45.64	42.97	49.39	44.46	50.95
Yoy(%)	6.78%	0.96%	8.20%	3.47%	3.16%
参芪扶正 (亿元)	5.46	4.56	4.55	3.62	2.69
Yoy(%)	-34.66%	-37.96%	-16.58%	-20.61%	-40.96%
鼠神经 (亿元)	2.29	2.15	2.26	1.35	约 1
Yoy(%)	-18.13%	-10.79%	-1.28%	-37.21%	约-50%
除参芪+鼠神收入 (亿元)	37.89	36.26	42.58	39.49	47.26
Yoy(%)	19.9%	10.55%	12.38%	4.97%	约 10%
参芪+鼠神收入占比 (%)	17.0%	15.6%	13.8%	11.2%	约 7%

资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所 (备注: 2020H1 公司未再披露鼠神经生长因子, 我们按收入 1 亿来计算占比)

公司的整体产品线丰富, 领域多, 产品结构方面还有很多可挖掘的潜力, 各方面叠加发力可以弥补参芪扶正和鼠神经的下降, 并且支撑公司业绩到有更多丰富的高端制剂产品上市。从上半年品种的收入和同比增速来看:

- 艾普拉唑系列 6.64 亿 (+31.81%), 其中肠溶片 4.09 亿 (-10.45%), 艾普拉唑针 2.55 亿 (+437.85%); 亮丙瑞林 5.36 亿 (+17.26%) 持续高增速符合预期。
- 参芪扶正注射液销售收入 2.69 亿 (-40.96%), 收入占比大大降低。
- 尿促卵泡素 1.81 亿 (-40.59%), 疫情影响。
- 诊断试剂增速 143.35%, 新冠检测试剂盒拉动。
- 抗病毒颗粒增速 78.24%, 受益于新冠疫情。
- 原料药及中间体板块部分品种高增长, 达托霉素增速 180.13%, 苯丙氨酸增速 172.58%。

图表 2: 公司主要板块品种增长情况

领域	品种	2020H1 收入 (亿元)	2020H1 增速	2019 收入 (亿元)	2019 增速	2019H1 收入 (亿元)	2019H1 增速	未来驱动力
中药	参芪扶正	2.69	-40.96%	8.17	-18.48%	4.55	-16.58%	渠道下沉, 基层放量
消化道	艾普拉唑系列	6.64	31.81%	9.75	65.65%	5.04	76.45%	针剂获批大幅放量
消化道	得乐系列	1.02	-9.19%	2.08	26.67%	1.12	32.57%	渠道下沉, 基层放量
消化道	雷贝拉唑	1.09	-34.40%	2.46	8.37%	1.67	32.14%	渠道下沉, 基层放量
促性激素	尿促卵泡素	1.81	-40.59%	6.26	5.72%	3.05	11.59%	细分行业高增长
促性激素	亮丙瑞林	5.36	17.26%	9.26	21.75%	4.57	27.37%	产能提升, 子宫肌瘤等发病率增高
神经	鼠神经生长因子	-	-	3.61	-18.83%	2.26	-1.28%	未来非重点品种
神经	氟伏沙明	0.81	26.70%	1.29	26.28%	0.64	20.03%	新进入医保目录放量
中药	抗病毒颗粒	3.02	78.24%	3.04	-8.61%	1.70	-19.34%	渠道下沉, 基层放量
抗感染	注射用伏立康唑	1.06	-29.00%	2.46	6.04%	1.49	7.37%	渠道下沉, 基层放量
诊断试剂		8.89	143.35%	7.54	8.10%	3.65	8.21%	自研品种增多促进诊断试剂增长

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司原料药板块持续向好: 通过资源整合、调整产品结构、加大国际认证等措施, 重点

品种持续高速增长。2020年上半年，达托霉素、苯丙氨酸等均呈现高速增长，中间体（美伐他汀）出现下降。

图表 3: 公司主要原料药产品收入及增速

品种	2020 H1 收入 (百万元)	增速 (%)
美伐他汀	31.05	-67.39%
苯丙氨酸	172.58	47.49%
阿卡波糖	113.42	-1.58%
万古霉素	84.74	0.25%
达托霉素	61.73	180.13%
米尔贝肟	46.85	-7.87%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

财务指标方面: 公司销售费用率为 27.77%，比去年同期 36.38% 下降 8.61pp；管理费用率为 11.79%，比去年同期 11.01% 上升 0.78pp，从去年 2.55 亿上升至今年 2.94 亿，研发费用从去年 2.88 亿上升至今年 3.06 亿，主要原因是阿立哌唑微球、注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体、注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc 融合蛋白及重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液等项目进入临床试验阶段所致。财务费用增加约 2324 万，主要是利息收入减少影响。公司综合毛利率 65.97%，较去年 64.88% 略有上升。整体财务状况良好。

下半年新冠试剂盒弹性已经逐渐减小，看其他处方药的恢复性增长。 公司上半年收入增速 3.16%，扣非业绩增速 26.72%，在疫情影响下，公司上半年业绩超预期。Q2 新冠试剂盒我们预计弹性有接近 1 亿，艾普针放量也拉动了公司业绩增长。但是处方药其他品种恢复有限，还是有一定影响。下半年随着医院门诊量的恢复，我们预计化学制剂板块增速环比会持续改善。

展望 2020，我们有以下几点判断:

公司的整体产品线丰富，领域多，产品结构方面还有很多可挖掘的潜力，支撑公司业绩到有更多丰富的高端制剂产品上市。基于公司优秀的管理层、销售团队、单抗平台、微球平台等，公司长期投资价值凸显。

第一，一线品种更替，艾普拉唑和亮丙瑞林拉动公司快速成长。 参芪扶正已不再是一线核心品种，由艾普拉唑和亮丙瑞林两个 10 亿级别品种接棒。艾普拉唑针剂进入医保后快速放量拉动。亮丙瑞林持续高速增长。

第二，公司处方药市场渠道下沉与开发拓展工作的有效推进，上半年受到疫情影响整体制剂板块下滑的品种较多，下半年有望逐步回暖。

第三，原料药持续增长，有新品不断通过 FDA 认证，提供业绩支撑。 2016 年起原料药板块公司盈利能力改善情况明显。公司成立原料药事业部，进行了充分的整合，提高了原料药的竞争力。研发一直是本集团原料药板块的核心竞争力，公司积累了微生物菌种改造、发酵工艺优化、不对称合成工艺、在线晶型控制与制备技术等技术和工艺领先优势。我们判断未来原料药板块的增长趋势是可持续的，有望提供业绩弹性。

第四，账上现金充裕，价值还未充分体现。 半年报账上现金 72.82 亿（扣除负债、分红、回购等，可支配现金超过 40 亿），价值还未充分体现。

第五，在研产品后续梯队持续稳步推进。单抗微球均有看点。

特色生物药平台+复杂制剂平台加速推进，为长期转型奠定坚实基础

2020H1 公司研发投入 3.50 亿，其中费用化投入 3.06 亿，同比增加 6.25%，约占营业收入的 6.01%。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。

图表 4: 在研产品线主要进度更新

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	TNF-α单抗 (II III期批件同时拿到 II期结束)	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, 获批临床)	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	盐酸普拉克索缓释片			
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 (I期结束)			
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
拉莫三嗪测定试剂盒	注射用高纯度尿促性素			生物药
奥卡西平测定试剂盒	全人抗RANKL单克隆抗体			丽珠试剂
HTLV酶联免疫检测试剂盒	重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体 I期结束			微球平台
金标快速试剂判读仪	重组抗HER2结构域II人源化单抗 细胞毒素偶联剂			LiquidBiopsy平台
醋酸戈舍瑞林植入剂	金标快速诊断试剂肺炎支原体 IgM和IgG抗体联检试剂盒			
醋酸奥曲肽微球 (申报BE)	结核γ干扰素化学发光试剂			
阿立哌唑微球 (获批临床)	注射用醋酸亮丙瑞林微球 (三个月) (获批临床)			
LiquidBiopsy平台				

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

化药领域: 有序稳步推进

- 常规制剂: 在研项目共 20 项, 其中已申报生产 1 项, 取得临床通知书/临床批件项目 2 项。注射用丹曲林钠申报生产, 布南色林片取得临床通知书, 注射用紫杉醇聚合物胶束取得临床批件, 准备进入临床。
- 一致性评价: 共 19 项, 已申报项目 5 项。苯磺酸氨氯地平胶囊、克拉霉素片、注射用奥美拉唑钠、单硝酸异山梨酯片、注射用头孢地嗪钠已提交注册申报。
- 复杂制剂: 在研项目共 6 项, 其中, 注射用醋酸曲普瑞林微球 (1 个月缓释) 处于 III 期临床研究; 注射用阿立哌唑微球 (1 个月缓释) 处于 I 期临床研究; 亮丙瑞林微球 (3 个月缓释) I 期完成伦理审批; 注射用醋酸奥曲肽微球注册审评中; 注射用双羟萘酸曲普瑞林微球完成药学及临床前研究; 醋酸戈舍瑞林缓释植入剂 (1 个月缓释) 处于药学研究工艺优化阶段。

生物药板块：公司生物药领域共有 8 个项目在研，有明显加速和聚焦

- 在研项目共 8 项。其中，重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液 III 期临床试验入组接近尾声；注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体正在进行 Ib/II 期胸腺瘤适应症临床试验；注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α-2bFc 融合蛋白及重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液均获批临床，正在准备 I 期临床启动；人源化双特异性自体 CAR-T 细胞注射液正在开展 POC 临床；重组人促卵泡激素注射液正在临床前研究。

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注射用重组人绒毛促性素（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）、IL-6R（Biosimilar 新品种，目前最新在临床试验公式平台上查到已经开 III 期，有望争第一）、HER2（I 期完成）、PD-1（在中美同时开展临床研究，Ib/II 期）。

诊断领域：自主研发产品即将进入收获期

- 化学发光平台 10 个项目：其中结核病毒感染 T 细胞检测试剂处在临床阶段；抗环瓜氨酸多肽抗体（抗 CCP 抗体）检测试剂处在注册阶段；抗双链 DNA 抗体检测试剂处在注册阶段；肺炎支原体抗体（IgM）检测试剂进入注册检阶段；抗缪勒管激素（AMH）检测试剂处在注册阶段。
- 分子核酸平台 3 个项目在研。
- 液相芯片多重平台 1 个项目：其中自身免疫性肝炎（7 项）（磁条码免疫荧光法）检测试剂处在临床阶段。
- 荧光层析平台 3 个项目：其中肺炎支原体 IgM 检测试剂盒（荧光免疫层析法）已完成临床，进入注册阶段；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。

图表 5：丽珠重点品种进度情况

名称	领域	靶点	适应症	海外	获批临床	I期	II期	III期	NDA
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						
重组人源化抗PD-1 单抗	抗肿瘤	PD-1	黑色素瘤、非小细胞肺癌	美国					
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，国盛证券研究所

2020上半年大事梳理

研发方面：阿立哌唑微球获批临床。重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液临床获批；注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc 融合蛋白（A-01）获批临床。

股权投资：出售医疗器械产品业务——尼科公司 19.99% 的股权，预计增加净利润约 8524 万元；对新元素医药增资 7009.1 万元，就治疗代谢病和肿瘤的创新药物等产品开展合作。

其他：2020 年 1 月 1 日至 2020 年 5 月 31 日合计收到政府补助约 8678 万元；与 LTS 签署授权合作协议合作开发授权产品，被授予阿塞那平透皮贴剂若干知识产权下的独家，包含特许权使用费、可转授权的许可权，拥有授权产品中国大陆、香港特区及澳门特区的独家商业化权力。

图表 6: 公司 2019 上半年大事梳理

时间	事件	备注
1月17日	领投新元素医药 B 轮融资	通过领投新元素医药的 B 轮融资进入痛风，非酒精性脂肪肝（NASH）及肿瘤领域，布局进一步拓宽。
2月13日	新冠抗体检测试剂通过应急审批答辩	包括酶联免疫法和胶体金法，是新冠核酸检测的补充。目前尚无同类产品上市，酶联免疫法暂时只有丽珠一家申报，胶体金法有其他厂家申报。丽珠与武汉病毒所合作，能获得最优质的抗原，对抗体检测试剂至关重要。
2月20日	重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液临床获批	针对 IL-17A 靶点：目前国内已有两个进口产品于 2019 年获批上市，国产还有其他 5 家国内企业已获批临床，均处于早期临床试验研究中。针对 IL-17A/F 靶点：目前全球尚未有该靶点的产品上市，国内暂无其他公司申报临床。
3月6日	公告回购股份注销	拟以自有资金 2.5 至 5 亿元回购股份，用于注销减少注册资本，主要目的是维护股东利益。
5月7日	阿立哌唑微球获批临床	阿立哌唑微球用于治疗成人精神分裂症，目前国内未有该产品获批上市，获批临床的厂家仅丽珠微球一家，未见其他厂家申报。
5月8日	注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc 融合蛋白（A-01）获批临床	A-01 是一种长效靶向性细胞因子前体药物用于晚期实体瘤治疗，并可联合现有疗法和/或肿瘤免疫疗法进一步提升其抗肿瘤作用。目前，国内外尚未有同类细胞因子前体药物产品上市及申报临床。
5月26日	出售尼科公司全部股权	出售医疗器械产品业务——尼科公司 19.99% 的股权，实现项目退出，对价 1.22 亿元，预计增加净利润约 8524 万元。
7月4日	与 LTS 签署药品授权合作协议	与 LTS 签署授权合作协议合作开发授权产品，被授予阿塞那平透皮贴剂若干知识产权下的独家，包含特许权使用费、可转授权的许可权，拥有授权产品中国大陆、香港特区及澳门特区的独家商业化权力。
8月10日	拟将其控股子公司珠海丽珠试剂股份有限公司分拆至 A 股上市	通过分拆，丽珠试剂作为丽珠集团下属诊断试剂及设备供应商独立上市，通过上市融资增强资金实力，借助资本市场强化丽珠集团整体在诊断试剂及设备方面的优势地位。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司未来看点及投资逻辑再梳理

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，短期看制剂、原料药板块，长期看创新生物药+复杂制剂研发转型。管理层调整之后，公司的销售聚焦、提效，重点品种持续发力。

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 2021 年 PE 仅 24X, 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 年因为诊断试剂领域新冠试剂盒的弹性, 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), 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。
- **长期逻辑:** 单抗 (目前 HCG, PD-1、IL-6R 重点推进) 和微球产品 (曲普瑞林微球在 III 期, 其他也已获批临床) 获批成功转型生物药+复杂制剂。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, III 期, 有望争第一)、PD-1 (Ib/II 期)。微球平台曲普瑞林、亮丙瑞林 3 个月、阿立哌唑、奥曲肽等后续陆续推进。

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, 后续创新生物药和复杂制剂的持续兑现会助力丽珠千亿市值之路。

- 2021 年, 预计公司 20 亿利润, 给予 35X PE, 明年目标市值 700 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

我们预计 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 1.85 元、2.14 元、2.55 元, 对应 PE 分别为 28x, 24x, 20x。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, 创新生物药+高端复杂制剂长远布局, 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销量下滑、单抗和微球研发风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com