业绩符合预期，并逐步向好

——2015 年 1 季报点评

丽珠集团（000513）

推荐　维持

核心观点：

1．事件

丽珠集团发布 2015 年一季报，报告期内实现营业收入 15.53 亿元，同比增长 26.47%；归属于上市公司股东净利润 1.83 亿元，同比增长 27.42%，扣非后净利润 1.40 亿元，同比增长 9.82%。EPS 为 0.62 元/股。

2．我们的分析与判断

（一）业绩符合预期，核心品种稳步增长

公司一季度实现归属上市公司股东扣非后净利润同比增长 9.82%，基本符合预期，净利润端同比增长 27.42%，好于扣非后净利润端主要是由于政府补助的增加。公司销售费用同比增加 31.54%，管理费用同比增加 38.42%，均高于收入增速，影响了业绩增速，另外，宁夏厂区折旧等仍然对业绩存在部分负面影响。

相比于 2014 年，公司业绩逐步向好，一季度费用控制好于 2014 年，公司毛利率 61.89%，比去年上升 0.54 个百分点，净利润率 13.07%，比去年上升 3.08 个百分点，销售费用率 38.51%，比去年下降 1.32 个百分点，管理费用率 8.55%，比去年上升 0.17 个百分点，费用整体控制良好。

分品种看，核心品种仍稳步快速增长。根据终端数据，我们预计一季度公司参芪扶正注射液增速在 10%以上（IMS 终端数据显示 1-2 月份增速为 22%），艾普拉唑增速在 50-60%之间，亮丙瑞林增速在 50-60%之间，促卵泡素增速在 10-20%之间，鼠神经仍然是翻倍态势增长。

（二）股权激励首次已授予，助力公司未来发展

报告期内，公司确定 2015 年 3 月 27 日为股权激励首次授予日，首次授予的激励对象人数由 484 名调整为 458 名，首次授予的限制性股票数量由 900 万股变更为 866.04 万股，并于 4 月 9 日完成相关程序，我们认为公司股权激励设定指标从 15%、20%到 25%，逐年递增彰显管理层信心的同时，也为充分调动了激励对象的积极性，为未来三年公司业绩增长奠定坚实基础，首次授予完成，未来公司加速增长大幕已经拉开。

（三）成长逻辑清晰，进可攻、退可守

我们认为丽珠成长逻辑清晰，是一个进可攻、退可守的标的。

退可守：

分析师

☎：李平祝
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢
张金洋
☎：（8610）83574546
✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2015.4.29
A 股收盘价(元)	66.95
A 股一年内最高价(元)	81.26
A 股一年内最低价(元)	39.78
上证指数	4476.62
市净率	4.9
总股本（万股）	29572.19
实际流通 A 股（万股）	11199.34
流通 A 股市值(亿元)	119

相关研究

丽珠集团（000513）深度报告：紧握行业脉搏，深谙变革之道——再论丽珠-20150409

1、业绩方面：

未来三年公司业绩有望维持 20-30%增长。我们认为 2015 年业绩有望重回 15-20%甚至以上增长，并在未来 3 年有望维持 20-30%业绩增长，原因包括：第一，股权激励要求 20%复合增速并逐年加速体现了公司的坚定信心，也为业绩提供了基础保障；第二，招标降价对参芪扶正影响非想象中那么大，并且公司四大高增长品种系列的规模已经可以与参芪扶正分庭抗礼（2014 年参芪扶正 13.1 亿，艾普拉唑+促性激素系列+亮丙+鼠神经约 10.3 亿），将接过承担未来 3 年业绩高增长重任，参芪扶正将逐步成为公司现金流品种，影响逐步减弱；第三，经过 10 年的持续营销改革，2015 年营销改革效果有望逐步体现，为业绩超预期带来积极正面影响。

2、未来发展方面：

我们认为在四大高增长品种承接 2-3 年业绩增长之后，公司的艾普拉唑针剂有望上市放量，成为另一 10 亿级别重磅品种，公司在单抗方面有深厚储备，未来有望成为我国单抗行业的龙头企业之一，随着单抗业务逐步落地及市场对其认知的逐步加深，公司在未来 2-3 年内有望迎来业绩、估值双提升，未来看千亿市值。

3、当前估值方面：

公司目前估值 32-33 倍左右，在同等质地的可比公司里面，估值不贵。

进可攻

推演公司历史，我们发现公司领导层真心深谙行业发展变革真谛，几次转型都非常成功，公司领导对于行业发展脉搏的变化具有极强的嗅觉和灵敏度，朱保国董事长在上市公司体外投资可爱医生就是一个尝试和印证，在医药行业身处新事物、新技术、新常态大变革时代的背景下，公司是具备一定的想象空间的。

3.公司投资建议

预计 2015-17 年 EPS 分别为 2.08、2.59、3.29 元，对应 PE 分别为 33、27、21 倍。公司作为中高端处方药企业，未来 3 年变革过渡期业绩增长逻辑清晰（四大高增长品种成为业绩增长主力），艾普拉唑针剂及单抗业务逐步落地，公司未来有望成为千亿市值级别单抗生物药企，我们更看好公司长期发展逻辑，同时公司具备短期想象空间。维持“推荐”评级。

4.主要风险因素

主力品种销售增速低于预期；原料药业绩波动较大；参芪扶正降价幅度较大。

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	4618.68	5544.23	6675.08	8075.74	9732.41
营业收入增长率	17.12%	20.04%	20.40%	20.98%	20.51%
净利润（百万元）	487.50	515.98	615.52	765.64	972.07
净利润增长率	10.26%	5.66%	19.47%	24.39%	26.96%
EPS（元）	1.60	1.70	2.02	2.52	3.19
P/E	42	39	33	27	21
P/B	6.1	5.5	4.9	4.4	3.8

EV/EBITDA	25.8	22.1	14.6	12.3	10.4

资料来源：中国银河证券研究部

附表：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	611	571	615	1,747	2,300
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,325	1,378	1,668	2,017	2,424
预付款项	202	166	401	283	529
其他应收款	39	52	58	75	86
存货	642	847	885	1203	1274
长期股权投资	124	38	38	38	38
固定资产净额	1977	2944	2946	2387	1827
在建工程	1083	562	0	0	0
无形资产净值	225	258	214	169	125
递延所得税资产	0	0	0	0	0
资产总计	6365	7093	7088	8169	8852
短期借款	491	376	0	0	0
应付票据	0	1	2	3	4
应付账款	812	951	824	1316	1222
预收款项	62	56	82	85	117
应付职工薪酬	0	0	0	0	0
应交税费	0	1	2	3	4
其他应付款	767	861	861	861	861
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4
长期借款	550	467	467	467	467
长期应付款	0	0	0	0	0
专项应付款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	79	0	0	0	0
负债合计	2,761	3,011	2,534	3,029	2,967
所有者权益合计	3,605	4,082	4,554	5,141	5,886

现金流量表（百万）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	524	554	661	823	1045
折旧与摊销		258	590	1326	793
经营活动现金流	438	725	590	1326	793
投资活动现金流	-875	-738	42	42	42
融资活动现金流	8	-21	-589	-236	-281
净现金流	-430	-34	43	1132	554
期初现金余额		751	571	615	1747
期末现金余额		571	615	1747	2300

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4619	5544	6675	8076	9732
营业成本	1695	2143	2588	3120	3701
营业税金及附加	59	69	83	101	121
销售费用	1811	2208	2617	3162	3805
管理费用	437	465	581	719	886
财务费用	-15	21	32	11	-6
资产减值损失	45	58	45	45	45
公允价值变动损益	-1	-5	0	0	0
投资收益	5	8	0	0	0
营业利润	591	585	729	919	1180
营业外净收入	38	68	49	49	49
税前利润	629	652	778	968	1229
所得税	105	98	117	145	184
净利润增长率	10%	6%	19%	24%	27%
归属母公司净利润	488	1	1	1	2
少数股东损益	36	214	273	348	429
基本每股收益	1.602	1.695	2.022	2.515	3.194
摊薄每股收益	1.602	1.695	2.022	2.515	3.194

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
收入增长率	17%	20%	20%	21%	21%
净利润增长率	10%	6%	19%	24%	27%
EBIT 增长率	15%	8%	21%	21%	25%
盈利能力					
毛利率	63%	61%	61%	61%	62%
净利润率	11%	10%	10%	10%	11%
EBITDA/营业收入	17%	17%	21%	19%	18%
ROE（摊薄）	15%	14%	15%	16%	18%
ROIC	18%	13%	15%	18%	26%
估值指标					
P/E	41.80	39.49	33.11	26.62	20.96
P/S	4.41	3.68	3.05	2.52	2.09
P/B	6.09	5.51	4.94	4.38	3.83
EV/EBITDA	25.77	22.07	14.56	12.30	10.44
股息收益率	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn