

精准医疗拉开序幕 未来前景值得期待

核心观点:

1. 事件

近日, 根据公司与 CYNVENIO 的进一步协商, 并经公司经营管理层召开会议审议批准, 于 2015 年 5 月 18 日, 公司连同其它参与方与 CYNVENIO 共同正式签订了相关认购协议, 丽珠出资 900 万美元, 占 13.64% 股份。

同时, 公司之控股子公司珠海丽珠试剂股份有限公司与 CYNVENIO 签订了有关在中国境内共同投资设立一家中外合资企业的框架协议。拟定合资公司注册资本为人民币 12,400 万元, 原则上, 丽珠试剂及 CYNVENIO 各持合资公司 50% 股权。丽珠试剂以现金方式出资人民币 6200 万元, 其中首期出资人民币 3100 万元; CYNVENIO 以其所拥有且评估价值不低于人民币 6200 万元的无形资产 (包括但不限于专利权、商标权等) 出资。合资公司经营范围初步拟定为: 从事医疗诊断设备及试剂的研发、生产和销售; 体外诊断技术开发、咨询、交流、推广和转让服务; 医疗诊断设备的维修服务等。合资公司将尽快向国家药品食品监督管理局提交 ClearID 检测和 LiquidBiopsy 系统的注册申请。一旦申请成功, 合资公司将负责上述产品的商业化和市场销售。

2. 我们的分析与判断

(一) 肿瘤基因检测及精准医疗首次探索落地, 公司新技术、新趋势探索仅仅是开始

公司此次签订认购协议标志着公司在探索肿瘤基因检测及精准医疗方面的首次尝试已经初步落地, 与此同时, 公司与 CYNVENIO 签订了成立合资公司的框架协议, 我们认为, 如果说认购股权是探索尝试的话, 那么成立合资公司则体现了公司对 CYNVENIO 现有产品、业务及市场前景的极强信心, 这也标志着对于精准医疗公司不仅仅停留在探索尝试层面, 更多是基于长期新兴技术、产业及趋势方面的思考和布局, 这体现了公司管理层具有极强行业敏感度和长期战略眼光。这也初步印证了我们 4 月 9 日发布深度报告中的判断。另外, 公司在公告中也提及: “本公司本次投资的目的, 主要是通过国际合作的形式, 关注和掌握医药行业发展的新技术、新趋势, 不断丰富和提升公司产品与技术的核心竞争力, 同时也为了发挥本公司体外诊断业务在品牌、渠道及市场推广的优势, 积极开拓与布局肿瘤基因检测及精准医疗新兴业务领域, 加快本公司体

丽珠集团 (000513)

推荐 维持

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 2015.5.20

A 股收盘价(元)	79.99
A 股一年内最高价(元)	81.26
A 股一年内最低价(元)	41.58
上证指数	4446.29
市净率	5.9
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)	142

相关研究

1. 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
2. 丽珠集团 (000513) 2015 年 1 季报点评: 业绩符合预期, 并逐步向好 20150430
3. 丽珠集团 (000513) 点评报告: 涉足肿瘤基因测序, 开拓探索精准医疗 20150508



(二) 几个热点问题的探讨

我们通过资料收集，对于以下几个热点问题研究探讨如下。

1、CYNVENIO 是个什么样的公司？

CYNVENIO 公司成立于 2008 年，注册地为美国特拉华州，其为病人提供无创、全面的肿瘤基因检测服务，为全球首家采取高纯度提取循环肿瘤细胞群来进行 DNA 测序的企业，其通过自主开发软件和工作流程来进行罕见细胞的测序，并对相关技术拥有自主的知识产权。2014 年度实现营业收入 1,173,859 美元，净利润-4,715,897 美元。

公司自 2008 年创立后，一直有销售收入，拥有核心专利技术，产品已在美国开始商业化，到目前有 7000 多份临床标本验证。

其拥有为病人血样采集及运输所开发的专有套件、自主知识产权的微流控肿瘤细胞分离芯片、自主知识产权经 CLIA 验证的全自动细胞分离平台、高通量的 CLIA 实验室操作、为肿瘤细胞检测所开发的专有软件、提供全面、可操作的肿瘤基因检测报告并积累肿瘤数据库。

2、CYNVENIO 的核心产品有哪些？

根据 CYNVENIO 官网介绍，公司已经基于其专有 LiquidBiopsy® 技术开发了两个不同的产品。

LiquidBiopsy 系统用于工业和学术的客户，是一个系统平台。LiquidBiopsy 使用一个标准的血液样本来发现个体和癌症有关的基因突变或缺失，而不是采用组织活检，一旦采集完血液，将会被运往 Cynvenio CLIA 认证实验室进行分析。（详见 www.liquidbiopsy.com）目前肿瘤诊断通过取患者肿瘤组织进行活检，治疗和病情监测通常也是通过这种方法，是一种侵入性、高成本并且患者顺应性较差的方法，CYNVENIO 公司采用提取循环肿瘤细胞群的方法来做测序分析，患者顺应性较好，并能提供连续的样本流和分子肿瘤分析数据。

ClearID 检测是一种基于 LiquidBiopsy 技术的先进的测试手段和产品，它是唯一能够分析血样中循环肿瘤细胞和细胞游离 DNA 基因改变、作测序分析，并能够为医学决策（晚期乳腺癌）提供证据支持的产品。（详见 www.cynvenio.com/about-clearid）

3、CYNVENIO 的核心优势有哪些？

总结起来，有以下几点：1）公司是全球首家高纯度提取循环肿瘤细胞群来进行 DNA 测序。2）拥有自主知识产权，使用自主开发的软硬件来进行测序。3）具有全面的检测能力，包括细胞游离 DNA、循环肿瘤细胞、生殖细胞分析，另外，公司既可以提供肿瘤诊断服务（医院、第三方实验室），也可提供研发服务（药企、肿瘤临床研究中心、CRO 公司等）。4）已经验证过 7000 多个临床样本，假阳性率几乎为零（0.0014%）。5）公司同时拥有耗材和设备平台。6）人才优势：公司目前拥有员工 30 位左右，公司技术创始人 2000 年诺贝尔奖得主，公司拥有 16 位美国肿瘤届的权威担任临床顾问委员会顾问，并且拥有多学科、经验丰富的

管理团队。

4. CYNVENIO 为什么会进入中国？

中国是一个拥有巨大的市场需求，每年新发病例 300 多万，由于环境污染、老龄化、城市化，中国癌症死亡率是发达国家的 3 倍。

第二，我国肿瘤病例样本资源丰富，临床开发成本低。

第三，未来合作企业可能会在国内承接设备及耗材生产，降低生产成本。

第四，选择国内优质企业，利于未来国内商业推广。

5. 未来怎么看？

我们认为在循环肿瘤细胞检测测序分析领域品种较少，CYNVENIO 的产品 LiquidBiopsy 系统和 ClearID 检测要优于国内市场上强生公司的 CellSearch 系统及试剂盒，属于新一代产品，未来前景广阔，我们推测，仅 CTC 市场（肿瘤生物治疗中心），前 100 家核心肿瘤医院销售终端规模有望超过 10 亿，相关市场空间更大，未来前景可期。合资公司成立后将迅速上报两款产品，由于存在技术优势，有望通过绿色通道快速审批，我们预计 2016 年下半年能够上市。

(三) 成长逻辑清晰，进可攻、退可守

我们再次重申，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：

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 40 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

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 40、32、25 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，同时近日公司又参与 CYNVENIO 公司的 B 轮融资并成立合资公司，进军肿瘤基因测序和精准医疗，公司具备想象空间。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	50	47	40	32	25
P/B	7.3	6.6	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	30.6	26.2	17.4	14.8	12.6

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	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	611	571	615	1,747	2,300	营业收入	4619	5544	6675	8076	9732
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1695	2143	2588	3120	3701
应收账款	1,325	1,378	1,668	2,017	2,424	营业税金及附加	59	69	83	101	121
预付款项	202	166	401	283	529	销售费用	1811	2208	2617	3162	3805
其他应收款	39	52	58	75	86	管理费用	437	465	581	719	886
存货	642	847	885	1203	1274	财务费用	-15	21	32	11	-6
长期股权投资	124	38	38	38	38	资产减值损失	45	58	45	45	45
固定资产净额	1977	2944	2946	2387	1827	公允价值变动损益	-1	-5	0	0	0
在建工程	1083	562	0	0	0	投资收益	5	8	0	0	0
无形资产净值	225	258	214	169	125	营业利润	591	585	729	919	1180
递延所得税资产	0	0	0	0	0	营业外净收入	38	68	49	49	49
资产总计	6365	7093	7088	8169	8852	税前利润	629	652	778	968	1229
短期借款	491	376	0	0	0	所得税	105	98	117	145	184
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	10%	6%	19%	24%	27%
应付账款	812	951	824	1316	1222	归属母公司净利润	488	1	1	1	2
预收款项	62	56	82	85	117	少数股东损益	36	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.602	1.695	2.022	2.515	3.194
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.602	1.695	2.022	2.515	3.194
其他应付款	767	861	861	861	861	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	550	467	467	467	467	收入增长率	17%	20%	20%	21%	21%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	10%	6%	19%	24%	27%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	15%	8%	21%	21%	25%
其他非流动负债	79	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	2,761	3,011	2,534	3,029	2,967	毛利率	63%	61%	61%	61%	62%
所有者权益合计	3,605	4,082	4,554	5,141	5,886	净利率	11%	10%	10%	10%	11%
现金流量表(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	17%	17%	21%	19%	18%
净利润	524	554	661	823	1045	ROE(摊薄)	15%	14%	15%	16%	18%
折旧与摊销		258	590	1326	793	ROIC	18%	13%	15%	18%	26%
经营活动现金流	438	725	590	1326	793	估值指标					
投资活动现金流	-875	-738	42	42	42	P/E	49.94	47.19	39.56	31.80	25.05
融资活动现金流	8	-21	-589	-236	-281	P/S	5.27	4.39	3.65	3.01	2.50
净现金流	-430	-34	43	1132	554	P/B	7.28	6.59	5.91	5.23	4.57
期初现金余额		751	571	615	1747	EV/EBITDA	30.61	26.25	17.37	14.80	12.62
期末现金余额		571	615	1747	2300	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