

# 业绩基本符合预期， 研发稳步推进，长期发展向好

核心观点：

## 1. 事件

公司实现营业总收入 31.15 亿元，较上年同期增长 18.53%，归属于上市公司股东净利润 3.41 亿元，较上年同期增长 17.15%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.88 亿元，较上年同期增长 6.12%，实现 EPS 为 1.14 元。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 业绩基本符合预期，各产品线稳步增长

公司上半年实现扣非后净利润同比增长 6.12%，基本符合预期，净利润同比增长 17.15%，好于扣非后净利润增速主要是由于政府补助的增加。另外，影响公司业绩增速的原因有：1) 公司管理费用同比增幅较高，增幅 44.95%，主要是由于研发支出加大及股权激励成本摊销；2) 财务费用同比增幅较高，增幅 52.55%，主要是由于重大建设项目完工，贷款利息资本化减少、费用化增加所致；3) 宁夏厂区上半年仍然亏损，也对业绩产生了一定负面影响。在上半年行业医保控费和招标降价压力之下，公司收入端仍保持 18.53% 的增速，体现了公司较强的渠道管控和终端销售能力。

公司上半年实现扣非后净利润 2.88 亿，2014 年全年实现 4.63 亿，按照进度来看，我们估计公司完成甚至超过全年股权激励目标（15%）是大概率事件。

分产品线及品种看，各产品线稳步增长，核心二线品种快速增长。公司西药制剂中，消化道产品线实现收入 2.73 亿，同比增长 34.67%，主要是艾普拉唑拉动增长，心血管产品线实现收入 7868 万，同比下降 0.89%，抗微生物产品线实现收入 1.88 亿，同比增长 12.02%，促性激素产品线实现收入 3.99 亿，同比增长 9.18%；原料药和中间体实现收入 6.92 亿，同比增长 38.32%；中药制剂实现收入 9.35 亿，同比增长 12.97%；诊断试剂及设备实现收入 2.21 亿，同比增长 8.90%；公司核心品种参芪扶正注射液实现收入 7.14 亿，同比增长 18.12%，渠道下沉效果逐步显现，另外，我们通过第三方数据医院终端数据推算估计，公司艾普拉唑增速在 50-60% 之间，亮丙瑞林增速在 40-50% 之间，鼠神经增速在 70% 以上。二线品种仍然呈快速增长态势。

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 2015.5.26

A 股收盘价(元)	53.35
A 股一年内最高价(元)	76.80
A 股一年内最低价(元)	36.30
上证指数	2927.29
市净率	5.1
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)	123

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
4. 丽珠集团（000513）点评：精准医疗拉开序幕，未来前景值得期待 20150520

## (二) 研发持续投入，未来有望在高端生物药领域有所突破

公司上半年研发投入 168.47 万，同比增长 43.76%。各项工作稳步推进，重点成果包括：注射用艾普拉唑钠完成 III 期临床并进入申报生产阶段；注射用醋酸曲普瑞林缓释微球处于申报临床阶段；注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子  $\alpha$  单克隆抗体启动 Ib/IIa 临床试验研究；注射用重组人绒促性素 (rhCG) 和重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液已完成新药临床试验注册申请；重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目完成中试工艺研究和中试生产，获得足量样品，并开展了临床前动物试验药理药效研究和安全性评价工作；重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体注射液项目开展了分子结构和细胞培养研究，开始早期相关分析方法开发；重组人源化抗 PD-L1 单克隆抗体注射液项目开展了细胞株优化和小试工艺开发。从在研项目来看，公司研发已经进入到高端生物药领域，未来若品种陆续落地，公司产品线将完成巨大跨越，公司也将步入国内高端生物药领军企业梯队。

## (三) 进军精准医疗，未来有望持续布局突破

公司上半年出资 900 万美元，认购 CYNVENIO 13.64% 股份。同时，控股子公司丽珠试剂与 CYNVENIO 签订了有关在中国设立合资企业的框架协议。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，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。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。

## (四) 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。

## 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 34、28、22 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，公司原料药业务亦存在整合改善预期。我们看好公司长期发展，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）	1.23	1.30	1.56	1.93	2.46
P/E	43	41	34	28	22
P/B	6.3	5.7	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	20.7	17.7	11.6	9.7	8.2

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	1.232	1.304	1.556	1.935	2.457
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.232	1.304	1.556	1.935	2.457
其他应付款	767	861	861	861	861	<b>指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
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	<b>盈利能力</b>					
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%
<b>现金流量表(百万)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-875	-738	42	42	42	P/E	43.30	40.91	34.30	27.57	21.72
融资活动现金流	8	-21	-589	-236	-281	P/S	4.57	3.81	3.16	2.61	2.17
净现金流	-430	-34	43	1132	554	P/B	6.31	5.71	5.12	4.54	3.96
期初现金余额		751	571	615	1747	EV/EBITDA	20.72	17.71	11.63	9.69	8.17
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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)