

证券研究报告—动态报告/公司快评
生物医药
制药与生物
丽珠集团 (000513)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2016年02月01日

业绩符合预期，投资多功能抗体领域前景看好

证券分析师: 江维娜 021-60933157 jiangwn@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001
联系人: 万明亮 13917314297 wanml@guosen.com.cn

事项:

公司 2015 年业绩预告，归属上市公司股东净利润同比增长 15%-25%，盈利 5.93-6.45 亿元；同期，丽珠控股子公司丽珠单抗与美国 Abcyte Therapeutics Inc. 签订投资框架协议，拟 300 万美元认购 Abcyte 40% 股份。所投入资金将主要用于针对多种肿瘤适应症的单功能或双功能抗体和细胞治疗产品的研发。

评论:

■ 业绩基本符合预期，未来增长可期

公司 15 年业绩增长 15%-25% 基本符合预期（我们的预测值为 19.4%）。后续展望：1. 亮丙瑞林微球、艾普拉唑竞争格局好市场空间大，有望继续保持快速增长且收入占比逐年增大。2. 原料药宁夏基地建成并投产将促使公司原料药板块扭亏为盈。3. 参芪扶正受益于销售队伍稳定和渠道下沉，预计维持低速稳定增长。由此我们预测公司 16-17 年业绩增速在 20%-30% 之间，达到高管股权激励计划中的业绩考核目标的可能性较大。

■ Abcyte 创始人具有多年治疗性抗体研发经验

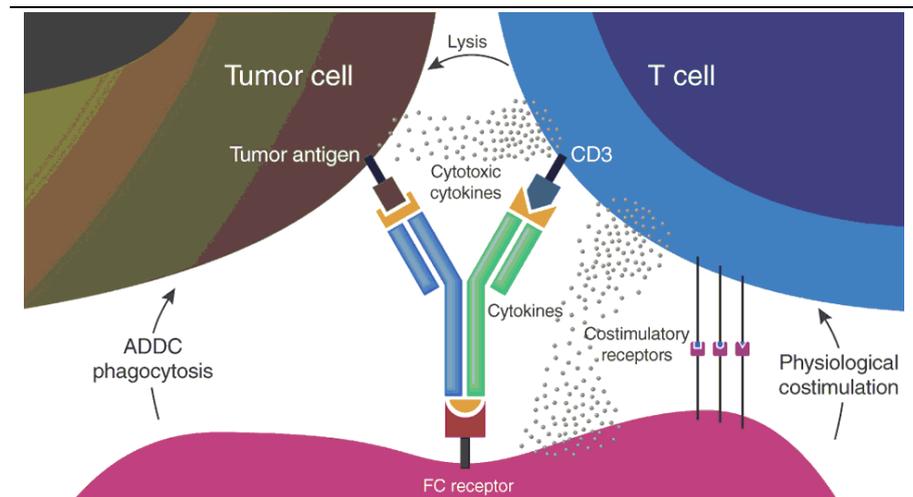
Abcyte 公司是美籍华人张永克博士于 2016 年 1 月创建。Abcyte 成立时间不足一个月，公司向其投资其实是投资张博士本人。张永克博士获得北京医科大学临床医学及日本东京大学细胞与分子生物学双博士学位，在美国 DNAX 研究所（现 Merck 生物药研究所）完成博士后研究，曾任职于美国 PDL Biopharma、Epitomics Inc. 及 Apexigen Inc. 公司。张永克博士拥有 16 年的治疗性抗体研发经验，以及多个治疗性抗体专利，其中多个抗体在美国和中国进入不同临床研究阶段，参与研发的 Elotuzumab 产品已成功获得美国 FDA 批准上市。

■ Abcyte 的多功能抗体是肿瘤精准医疗的趋势之一

公司投资 Abcyte（即张博士）是为了获得多功能抗体的研发平台及产品线。双功能抗体（或者多功能抗体）是近年来肿瘤精准治疗新兴的方向之一。以双功能抗体为例，它是一种人工合成蛋白。主要由两种不同的单克隆抗体耦联而成，能够识别两种完全不同的抗原位点，在临床上实现对肿瘤细胞的免疫治疗。一般来说，双功能抗体能够同时结合肿瘤特异性抗原以及免疫细胞抗原，这样能够有效的将激活的免疫细胞引导到肿瘤细胞附近，形成精准的杀伤效果。

全球许多生物制药公司布局双功能抗体。其中 Amgen 的 blinatumomab 是唯一一个被 FDA 批准的双功能抗体。blinatumomab 于 2014 年 7 月被 FDA 授予“突破性药物”资格。由于临床结果良好，于 2014 年 10 月进入 FDA 的优先审评名单，最终于 2014 年 12 月获得 FDA 批准用于治疗费城染色体阴性（Ph-）复发或难治性 B 细胞前体急性淋巴细胞性白血病（ALL）。blinatumomab 从获得“突破性药物”资格到获得批准只用了 5 个月的时间实属罕见，显示出 FDA 对该药物的认可，以及双功能抗体良好的临床应用潜力。

图 1: 双功能抗体治疗效果示意图



资料来源: LookForDiagnosis.com

表 1: 海外多功能抗体研发进展 (截止 2014 年底)

药物名称	研发公司	靶点	研发状态	适应症
Blinatumomab	Amgen	CD19 and CD3	FDA 批准	急性淋巴细胞白血病
MEHD7945A	Genetech	Her3 and EGFR	II 期临床	结直肠癌、头颈癌
AB T-122	AbbVie	TNF and IL-17	II 期临床	风湿性关节炎
AB T-981	AbbVie	IL-1alpha and IL-1beta	II 期临床	骨关节炎
SAR156697	Sanofi	IL-4 and IL-13	II 期临床	特发性肺纤维化
MM-111	Merrimack	Her2 and Her3	II 期临床	胃癌
IMCgp100	Immunocore	Gp100 and CD3	II 期临床	黑色素瘤
RO5520985	Roche	ANG2 and VEGFA	II 期临床	结直肠癌
XmAb 5871	Xencor	CD19 and Cd32B	I/II 期临床	风湿性关节炎
COVA322	Covagen/Johnson	TNF and IL-17A	I/II 期临床	银屑病
ALX-0761	Ablynx	IL-17A and IL-17E	I 期临床	银屑病
AFM13	Affimed	CD30 and CD16A	I 期临床	霍奇金淋巴瘤
AFM11	Affimed	CD19 and CD3	I 期临床	非霍奇金淋巴瘤
MEDI-565	MedImmune	CEA and CD3	I 期临床	GI 胰腺癌
Ertumaxomab	Trion	Her2, CD3, and FcR	I 期临床	实体瘤
MGD006	MacroGenics	CD123 and CD3	I 期临床	急性髓性白血病
MGD007	MacroGenics	GPA33 and CD3	I 期临床	结直肠癌
LY3164530	Eli Lilly	MET and EGFR	I 期临床	结直肠癌

资料来源: 生物探索《双特异性抗体: 治疗癌症新利器, 制药巨头纷纷布局》, 国信证券经济研究所整理

Abcyte 将致力于开发双功能抗体和多功能抗体 (在双功能基础加入 PD1 抗体, 用于改善实体瘤微环境下免疫细胞受到抑制的问题)。公司预计在 2016-18 年每年完成一个抗体项目和细胞株的开发。丽珠单抗拥有该研发平台中国市场开发的权利, 以及前三个抗体项目国际市场开发的优先权。

■ 风险提示

多功能抗体精准医疗尚处于早期阶段: 无论是多功能抗体还是多功能抗体结合的细胞治疗技术在海内外研发中大都处于早期阶段 (I 期或者 II 期临床), 该领域技术未来是否会在临床大规模推广始终存在不确定性, 即研发不达预期的风险。

多功能抗体生产工艺和稳定性技术难度较高: 多功能抗体并非天然蛋白, 而是人工合成的耦联蛋白。其中大规模的生产的工艺以及生产出来的抗体的稳定性属于技术难点。公司是否能够克服这些难点还有待观察。

■ 极具安全边际的精准医疗标的，“买入”评级

我们预测公司 2015-17年的 EPS 分别为 1.55/1.88/2.36 元, 业绩增速为 19%/21%/25%。当前股价对应的估值为 25/21/17x。我们认为公司现有业务已经能够为当前股价提供良好的安全边际, 而公司的精准医疗布局如丽珠单抗的研发产品线、参股 Cynvenio 获得的精准 CTC 基因诊断技术、以及本次对 Abcyte 投资介入多功能抗体结合的细胞治疗有望给公司业绩带来弹性。我们看好公司现有业务与在研产品的市场前景, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	716	1000	1249	1907
应收款项	1430	1577	1920	2265
存货净额	847	749	892	1058
其他流动资产	166	196	233	275
流动资产合计	3166	3529	4300	5512
固定资产	3505	3699	3794	3858
无形资产及其他	258	250	241	232
投资性房地产	335	335	335	335
长期股权投资	38	38	38	38
资产总计	7303	7850	8708	9976
短期借款及交易性金融负债	376	694	500	500
应付款项	951	375	446	529
其他流动负债	1341	1586	1888	2220
流动负债合计	2669	2655	2834	3248
长期借款及应付债券	466	466	466	466
其他长期负债	85	85	85	85
长期负债合计	551	551	551	551
负债合计	3220	3206	3385	3799
少数股东权益	386	424	470	528
股东权益	3697	4220	4853	5648
负债和股东权益总计	7303	7850	8708	9976

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.74	1.55	1.88	2.36
每股红利	0.73	0.23	0.28	0.35
每股净资产	12.50	10.63	12.23	14.23
ROIC	12%	13%	14%	17%
ROE	14%	15%	15%	17%
毛利率	61%	63%	63%	63%
EBIT Margin	12%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%
收入增长	20%	18%	19%	18%
净利润增长率	6%	19%	21%	26%
资产负债率	49%	46%	44%	43%
息率	2%	1%	1%	1%
P/E	22.5	25.3	21.0	16.7
P/B	3.1	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	16.4	17.8	15.1	12.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5544	6542	7785	9187
营业成本	2143	2421	2881	3399
营业税金及附加	69	82	97	115
销售费用	2208	2551	3036	3583
管理费用	465	663	787	881
财务费用	21	36	32	16
投资收益	8	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(62)	(40)	(40)	(40)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	585	754	916	1157
营业外净收支	68	24	24	24
利润总额	652	779	941	1182
所得税费用	98	118	142	178
少数股东损益	38	45	54	68
归属于母公司净利润	516	616	744	935

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	516	616	744	935
资产减值准备	12	(58)	0	0
折旧摊销	247	233	273	305
公允价值变动损失	62	40	40	40
财务费用	21	36	32	16
营运资本变动	76	(468)	(149)	(139)
其它	10	96	46	58
经营活动现金流	923	459	955	1198
资本开支	(623)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	(533)	(400)	(400)	(400)
权益性融资	98	0	0	0
负债净变化	(83)	0	0	0
支付股利、利息	(216)	(92)	(112)	(140)
其它融资现金流	65	318	(194)	0
融资活动现金流	(436)	225	(306)	(140)
现金净变动	(45)	284	249	658
货币资金的期初余额	761	716	1000	1249
货币资金的期末余额	716	1000	1249	1907
企业自由现金流	260	66	560	792
权益自由现金流	242	353	338	778

相关研究报告:

- 《丽珠集团-000513-更新报告：攻守兼备，上调评级》 —— 2014-01-27
- 《丽珠集团-000513-2013年中报点评：平稳增长，符合预期》 —— 2013-08-27
- 《丽珠集团-000513-2013一季报点评：较快增长，略超预期》 —— 2013-04-22
- 《丽珠集团-000513-2012年报点评：中长期平稳发展可期》 —— 2013-03-12
- 《丽珠集团-000513-重大事件快评：性价比突出》 —— 2013-02-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。