

营销改革进入收获期业绩维持较快增速，增发获批助力未来发展

——丽珠集团（000513）2016 年中报点评

2016 年 08 月 22 日

首次覆盖/强烈推荐

丽珠集团

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	Hurb@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

丽珠集团发布年中报，上半年实现营业收入 37.84 亿元，同比增长 21.47%；归属于上市公司股东的净利润 4.09 亿元，同比增长 20.01%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.64 亿元，同比增长 26.53%。实现 EPS 为 1.04 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 20.39 亿元，同比增长 30.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.79 亿元，同比增长 13.12%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.75 亿元，同比增长 18.18%。实现 EPS 为 0.45 元。

观点:

1、营销改革进入收获期，全年业绩有望维持较快增速

公司上半年收入端增速 21.47%，二季度收入增速高达 30.48%超预期，我们认为主要是受益于二线品种的高增速和营销改革进入收获期。分产品来看，公司一线产品参芪扶正销售收入 8.23 亿，增速 15.2%较为稳定。二线专科药潜力品种注射用尿促卵泡素、艾普拉唑肠溶片、亮丙瑞林微球、鼠神经生长因子销售收入分别为 2.88 亿、2.35 亿、1.93 亿、1.42 亿，增速分别为 57.00%、70.19%、42.10%、77.72%。同时制剂出口进展良好，制剂药品海外实现销售收入 141 万美元。

放眼全年，我们有以下四点判断，第一，市场普遍对参芪扶正有所担忧，但参芪扶正 IMS 终端表现良好，并没有想象中的快速下降，保持了平稳增长，说明对于中药注射剂不能一棒子打死，参芪扶正这样的优质品种可以脱颖而出，成为公司现金流品种。第二，公司二线专科用药潜力品种（促卵泡素、艾普、亮丙、鼠神经）维持较快增速，竞争格局良好，销售总额已超过参芪扶正（8.58 亿 VS 8.23 亿），未来承接参芪扶正业绩增长任务不成问题。第三，公司原料药业务扭亏，有望为业绩提供较大弹性。第四，公司营销改革初见成效，助力业绩成长。

表 1: 丽珠主要品种销售增长情况

领域	品种	2015 年 销售收入	同比 增速	2016H1 销售收入	同比增速	未来增长动力
中药注射剂	参芪扶正	15 亿	17%	8.23 亿	15%	渠道下沉, 营销改革
消化道	艾普拉唑 肠溶片	1.9 亿	75%	1.42 亿	70.19%	地方医保, 国家医保目录调整预期
促性激素	尿促卵泡 素	4.3 亿	16%	2.88 亿	57%	细分行业高增长, 二胎
促性激素	亮丙瑞林	2.9 亿	47%	1.93 亿	42%	招标放量
神经	鼠神经生 长因子	3 亿	66%	1.42 亿	77.72%	招标放量, 渠道优势
体外诊断		4.7 亿	6%	2.6 亿	17.59%	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司毛利率有较大提升, 同比增长 3.02 个百分点, 我们认为主要和原料药扭亏及高毛利品种结构变化有关。

财务指标整体良好, 公司销售费用率为 39.68%, 比去年同期 37.53% 上升了 2.15%, 主要是销售增长, 市场及推广费增加所致; 管理费用率为 8.17%, 比去年同期 8.93% 下降 0.66%, 管理费用控制较好; 财务费用率为 0.23%, 比去年同期 0.64% 下降 0.41%, 主要是平均贷款余额减少及贷款利率降低所致。

2、增发获批助力未来发展, 5 亿产业投资基金促进国际化战略

8 月 2 号, 公司非公开发行方案获证监会批准, 核准发行不超过 3850 万股新股, 发行价格不低于 38.36 元/股, 总金额不超过 14.8 亿加码主业。投资艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目、治疗用抗体药物研发与产业化建设项目、长效微球技术研发台建设项目, 有效提高自主创新能力, 维持公司竞争优势, 推进公司长期战略发展目标的实现。

公司自 2015 年 9 月设立 5 亿元的产业投资基金以来, 连续落地两单海外项目, Cynvenio 精准医疗项目优质专注检测端, 目前已成立合资公司, Abcyte 精准医疗专注治疗端靶向细胞治疗同时也做单抗。我们推测, 未来公司还会持续通过海外布局和国际合作去扩充其精准医疗平台和业务, 后续布局值得期待。

3、公司投资逻辑再梳理：业绩增速确定性高，估值较低，原料药有望提供业绩弹性，单抗和精准医疗长远布局，值得重点关注

我们预计公司 2016-2018 年业绩复合增速有望维持 20-25%左右，确定性较高（参芪扶正稳健增长，二线品种超增速接棒业绩增长体量已超过参芪扶正，股权激励条件要求），目前估值 25 倍左右；公司单抗部分具备广阔的市场前景，精准医疗布局为公司未来发展锦上添花，两部分在当前股价下均未体现估值，海外布局、国际化合作也在持续推进；另外，原料药业务经过调整有望给公司整体业绩提供一定弹性，值得重点关注。

结论：

不考虑增发摊薄影响，我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 7.8 亿元、9.7 亿元、12.0 亿元，增长分别为 25.26%、24.29%、24.08%。EPS 分别为 1.97、2.44、3.03，对应 PE 分别为 25x、20x、16x。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，单抗和精准医疗长远布局，未来国际化战略有望持续推进。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	3166	3578	5810	6898	8156	营业收入	5544	6621	8015	9548	11315		
货币资金	716	798	2405	2864	3395	营业成本	2143	2575	3130	3737	4448		
应收账款	1073	1256	1537	1831	2170	营业税金及附加	69	81	72	86	102		
其他应收款	52	68	82	98	116	营业费用	2208	2542	3059	3609	4254		
预付款项	166	122	124	127	129	管理费用	465	606	734	859	962		
存货	847	984	1217	1453	1729	财务费用	21	27	0	0	0		
其他流动资产	0	0	28	28	28	资产减值损失	57.53	102.79	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	4137	4500	4070	3832	3592	公允价值变动收益	-4.94	-0.18	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	38	69	69	69	69	投资净收益	8.22	6.78	0.00	0.00	0.00		
固定资产	2944	3324	3113	2916	2737	营业利润	585	693	1020	1257	1549		
无形资产	258	259	234	208	182	营业外收入	70.11	130.69	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	0	60	60	60	60	营业外支出	2.60	15.56	0.00	0.00	0.00		
资产总计	7303	8078	9880	10730	11748	利润总额	652	808	1020	1257	1549		
流动负债合计	2669	3155	4172	4307	4447	所得税	98	148	204	251	310		
短期借款	376	250	1108	1027	914	净利润	554	660	816	1005	1239		
应付账款	599	637	763	911	1085	少数股东损益	38	37	36	36	36		
预收款项	56	65	66	68	69	归属母公司净利润	516	623	780	969	1203		
一年内到期的非流	0	400	400	400	400	EBITDA	1091	1266	1256	1495	1789		
非流动负债合计	551	113	56	56	56	BPS (元)	1.74	1.62	1.97	2.44	3.03		
长期借款	67	1	1	1	1	主要财务比率							
应付债券	400	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	3220	3268	4229	4364	4504	成长能力							
少数股东权益	386	464	500	536	572	营业收入增长	20.04%	19.41%	21.06%	19.13%	18.50%		
实收资本(或股本)	296	397	397	397	397	营业利润增长	-1.02%	18.53%	47.22%	23.22%	23.22%		
资本公积	213	396	396	396	396	归属于母公司净利润	5.84%	20.67%	25.26%	24.29%	24.08%		
未分配利润	2708	3267	3657	4142	4743	获利能力							
归属母公司股东权益	3697	4346	5152	5831	6673	毛利率(%)	61.35%	61.10%	60.95%	60.86%	60.69%		
负债和所有者权益	7303	8078	9880	10730	11748	净利率(%)	9.99%	9.96%	10.18%	10.53%	10.95%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)							
						12.90%	7.07%	7.71%	7.89%	9.03%			
经营活动现金流	717	928	579	832	1004	偿债能力							
净利润	554	660	816	1005	1239	资产负债率(%)	44%	40%	43%	41%	38%		
折旧摊销	486	546	0	238	240	流动比率	1.19	1.13	1.39	1.60	1.83		
财务费用	21	27	0	0	0	速动比率	0.87	0.82	1.10	1.26	1.45		
应收账款减少	0	0	-281	-294	-339	营运能力							
预收账款增加	0	0	1	1	2	总资产周转率	0.80	0.86	0.89	0.93	1.01		
投资活动现金流	-738	-558	199	0	0	应收账款周转率	5	6	6	6	6		
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0	应付账款周转率	10.72	10.72	11.45	11.40	11.34		
长期股权投资减少	0	0	180	0	0	每股指标(元)							
投资收益	8	7	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.74	1.62	1.97	2.44	3.03		
筹资活动现金流	-21	-315	828	-372	-474	每股净现金流(最新)	-0.14	0.14	4.05	1.16	1.34		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.50	10.95	12.99	14.70	16.82		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	101	0	0	0	P/E	28.65	30.77	25.35	20.40	16.44		
资本公积增加	-6	183	0	0	0	P/B	3.99	4.55	3.84	3.39	2.96		
现金净增加额	-41	54	1606	460	530	EV/EBITDA	13.62	15.51	9.25	12.26	9.89		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

胡偌碧

北京大学医学部分子药理博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等领域投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。