

三季度业绩略超预期，定增完成助力公司长期发展

2016年10月26日

维持/强烈推荐

丽珠集团

财报点评

——丽珠集团（000513）2016年三季度报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	Hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

丽珠集团发布年三季度报，前三季度实现营业收入 57.34 亿元，同比增长 17.13%；归属于上市公司股东的净利润 6.15 亿元，同比增长 24.08%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.38 亿元，同比增长 27.97%。实现 EPS 为 1.57 元。

公司 2016 年 Q3 实现营业收入 19.40 亿元，同比增长 9.50%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.57 亿元，同比增长 33.05%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.74 亿元，同比增长 30.83%。实现 EPS 为 0.48 元。

观点:

1、三季度单季度业绩增速33.05%略超预期，收入端受原料药和促性腺产品波动影响

公司前三季度净利润增速 24.08%，单季度业绩增速 33.05%，略超预期，主要受益于高毛利二线品种的快速增长和原料药扭亏带来的巨大弹性。

公司前三季度收入端增速 17.13%，三季度单季度收入增速 9.5%，略低于预期，要由于去年三季度单季度基数较大（去年四个季度单季度收入分别为 15.5 亿、15.6 亿、17.7 亿、17.3 亿，三季度为全年最高），原因如下：

第一、去年原料药业务波动较大，三季度明显好转。今年三季度原料药比较平滑。（收入端平滑，但整体业绩扭亏，弹性较大）。

第二、去年为羊年，上半年促性腺产品增速不快，下半年开始收入端加速增长。

第三、今年三季度单季度参芪扶正增速有所下降。

分产品来看，我们根据 IMS 终端推测前三季度公司一线产品参芪扶正注射液销售增速约 9-10%（2016H1 增速 15%），艾普拉唑肠溶片增速 60%以上（2016H1 增速 70.19%），亮并瑞林微球增速 40%左右（2016H1 增速 42.10%），鼠神经生长因子增速 75%左右（2016H1 增速 77.72%），注射用尿促卵泡素 30%左右（2016H1 增速 57%）。相较前两季度，公司制剂端三季度参芪扶正增速略有下降，注射用促卵泡素增速略有下降（去年羊年，去年三季度相对基数较大）。

放眼全年, 我们认为随着公司高增速的二线品种收入占比进一步提高, 收入端仍将维持 15% 以上增速。

毛利率方面, 公司三季报毛利率 64.61%, 有所提升, 我们认为主要和原料药经营改善及高毛利品种收入占比进一步增高有关。

财务指标方面, 公司销售费用率为 40.46%, 比去年同期 38.39% 上升了 2.07%, 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 9.11% 下降 0.94%, 管理控制较好。

2、定增完成, 14.2 亿加码主业推动公司长期战略发展

9 月 19 日, 公司公告定增完成, 发行价格为 50.10 元/股, 锁定期一年, 该发行价格相当于本次发行申购日 (2016 年 8 月 29 日) 前 20 个交易日公司股票交易均价 49.12 元/股的 102.00%; 该发行价格相当于本次发行申购日 (2016 年 8 月 29 日) 前一交易日公司股票收盘价 50.23 元/股的 99.74%。参与报价的机构多达 52 家, 发行价格相当于发行底价 37.86 元/股的 132.33%, 体现市场对于公司成长性的一致认可。14.2 亿将用于艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目 (4.5 亿)、对丽珠单抗增资投资建设“治疗用抗体药物研发与产业化建设项目” (3.06 亿)、长效微球技术研发平台建设项目 (3.0182 亿)、补充流动资金及偿还银行贷款 (4 亿)。

9 月 27 日, 公司公告增资丽珠单抗 1.02 亿, 单抗是丽珠未来重要看点, 公司有望凭借研发团队优势和优良产品布局持续突破。

3、艾普拉唑进入医保目录概率大, 未来有望为公司带来较大业绩弹性

创新角度: 艾普拉唑为国内消化治疗领域第一个也是唯一一个 1.1 类专利新药。并于 2016 年 1 月荣获 2015 年度国家科学技术进步二等奖。

多省增补品种: 地方乙类调整增加较多的药品是明确被重点考虑的, 艾普拉唑已进入 12 省增补目录。

药物经济学角度: 艾普拉唑在所有同类药物中抑酸活性最强、药性作用时间长、不良反应少, 相对于多数 PPI 治疗成本更具优势。草根调研表明艾普拉唑极其受临床医生认可。

进入医保目录后艾普拉唑有望贡献较大业绩弹性: 我国质子泵抑制剂市场正处于高速增长期, 10 年整体市场增长 7.5 倍, 2015 年整体市场规模超过 150 亿人民币。进入医保的兰索拉唑、泮托拉唑、奥美拉唑、埃索美拉唑均为 10 亿级以上的品种。2015 年艾普拉唑销售收入约 1.9 亿, 进入医保目录后未来将保持高速增长, 未来 2-3 年有望成为 5-10 亿级销量的品种。注射用艾普拉唑钠已完成临床实验, 并于 2016 年 6 月 27 日进入上市在审评阶段, 未来有望通过进入动态调整目录放量。成为另一 10 亿级别重磅品种。

4、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; 艾普拉唑进入医保目录预期; 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:

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 1.82、2.28、2.83, 对应 PE 分别为 30x, 24x, 19x。我们认为公司业绩增速确定性高, 估值较低, 艾普拉唑有进入医保目录预期, 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, 维持“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%	40%	38%		
折旧摊销	486	546	0	238	240	流动比率	1.19	1.13	1.40	1.61	1.85		
财务费用	21	27	0	0	0	速动比率	0.87	0.82	1.11	1.27	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	1.83	2.28	2.83		
筹资活动现金流	-21	-315	828	-372	-474	每股净现金流(最新)	-0.14	0.14	3.77	1.08	1.25		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.50	10.95	12.17	13.76	15.74		
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	31.21	33.52	29.65	23.85	19.22		
资本公积增加	-6	183	0	0	0	P/B	4.34	4.96	4.46	3.95	3.45		
现金净增加额	-41	54	1606	460	530	EV/EBITDA	14.83	16.90	11.37	14.49	11.75		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

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。

联系人简介

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。