



# 超额完成激励任务高增速超预期， 研发及精准医疗驱动长期成长

——丽珠集团（000513）2016 年年报点评

2017 年 03 月 26 日

强烈推荐/维持

丽珠集团

财报点评

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 2016 年年度报告, 2016 年全年公司实现营业收入 76.52 亿元, 同比增长 15.58%; 归属于上市公司股东的净利 7.84 亿元, 同比增长 25.97%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6.82 亿元, 同比增长 26.77%。实现 EPS 为 1.97 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 19.28 亿元, 同比增长 11.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.70 亿元, 同比增长 33.33%; 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.45 亿元, 同比增长 22.49%。实现 EPS 为 0.40 元。

公司公告利润分配预案, 拟向全体股东按每 10 股派送现金 5 元 (含税), 同时以资本公积向公司全体股东每 10 股转增 3 股。

## 观点:

### 1、业绩高增速超额完成激励考核目标超预期, 原料药大幅改善、二线品种维持高增速

公司全年营收 76.52 亿元, 同比增长 15.58%, 归母净利润 7.84 亿, 增速 25.97%, 略超市场预期 (20%-25%)。从股权激励计划考核条件来看, 2016 年解锁条件为以 14 年扣非后净利润为基数, 增速不低于 38%, 即扣非后净利润不低于 6.39 亿, 丽珠全年扣非后净利润 6.82 亿, 大幅超出考核目标, 超市场预期。Q4 业绩增速 33.33%, 维持较高增速。

分板块来看收入, 公司西药制剂板块 31.9 亿 (23.45%), 中药制剂板块收入 21.3 亿 (9.29%), 原料药板块收入 17.4 亿 (14.47%), 诊断板块收入 5.68 亿 (21.13%), 其中诊断板块增速 21.13%超预期。主要源于酶免试剂销量增速加快。

分产品来看: 公司二线品种和诊断试剂板块增速较快 (表 1)。重点产品参芪扶正注射液销售收入 16.80 亿 (+9.31%)。二线品种方面, 消化道领域及神经领域的艾普拉唑肠溶片、注射用鼠神经生长因子维持 50%

以上超高增速, 收入及增速分别为 2.85 亿 (+52.34%) 和 4.91 亿 (+63.88%)。促性激素领域共实现收入 11.80 亿 (+27.99%), 其中尿促卵泡素 5.44 亿 (+25.82%), 亮丙瑞林 3.86 亿 (+31.01%)

**表 1: 丽珠主要板块品种增长情况**

领域	品种	2016 收入	2016 增速	2015 增速	未来驱动力
中药	参芪扶正	16.8 亿	9%	17%	渠道下沉, 营销改革
消化道	艾普拉唑 肠溶片	2.85 亿	52%	75%	进入国家医保目录实现进一步放量
促性激素	尿促卵泡 素	5.44 亿	26%	16%	细分行业高增长, 二胎促进
促性激素	亮丙瑞林	3.86 亿	31%	47%	招标放量, 二胎促进
神经	鼠神经生 长因子	4.91 亿	64%	66%	仍处于高增速期, 神经生长因子格局有可能发生改变
诊断试剂		5.68 亿	21%	6%	精准医疗促进诊断试剂增长

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

从子公司的角度来看, 2016 年公司化药子公司利润保持较快增速。原料药板块公司改善情况明显, 丽珠集团宁夏福兴制药有限公司 15 年亏损 4258 万, 16 年扭亏。

**表 2: 丽珠主要子公司收入及净利润情况**

公司名称	主要业务	2016 营业收入 (亿元)	收入增速	2015 净利润 (万元)	2016 净利润 (万元)	净利润增速
丽珠集团丽珠制药厂	化学药品、生化药品、微生物制剂、抗生素等产 品。	19.33	44.02%	20831.08	45947.27	120.57%
四川光大制药有限公司	中成药, 抗病毒颗粒、口 炎宁等。	3.58	16.02%	7795.80	6976.21	-10.51%
丽珠集团利民制药厂	参芪扶正注射液、血栓通 等。	7.92	33.67%	19493.18	32940.05	68.98%
上海丽珠制药有限公司	尿促性素、绒促性素等生 化原料药。	5.67	16.18%	8286.81	10915.43	31.72%
珠海保税区丽珠合成制药有限公司	头孢夫辛钠、头孢地秦 钠、头孢曲松钠等原料 药。	6.13	-1.07%	2184.03	729.86	-66.58%
丽珠集团新北江制药股份有限公司	普伐他汀、美伐他汀、盐 霉素等原料药。	4.84	43.18%	4451.54	8695.55	95.34%

丽珠集团福州福兴医药有限公司	硫酸粘杆菌素、万古霉素、苯丙氨酸等原料药中间体。	3.62	0.80%	2566.74	3319.96	29.35%
珠海丽珠试剂股份有限公司	诊断试剂, 沙眼衣原体抗原诊断试剂盒、人类免疫缺陷病毒 (HIV) 抗体诊断试剂盒。	5.68	21.10%	8626.82	9457.64	9.63%
珠海市丽珠单抗生物技术有限公司	抗体药物的技术研究、开发。	-	-	-10021.52	-1212.99	亏损
丽珠集团宁夏福兴制药有限公司	主要从事医药中间体、化工原料的生产、销售。	3.29	7.22%	-4258.28	178.86	扭亏

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**财务指标方面:** 公司销售费用率为 40.13%, 比去年同期 38.39% 上升了 1.74pp, 市场推广费用增幅较大; 管理费用率为 9.47%, 比去年同期 9.16% 上升 0.31pp, 主要是公司研发投入加大所致。整体财务状况良好。公司毛利率有较大提升, 同比增长 2.99 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

### 展望 2017, 我们有以下几点判断

**第一, 参芪扶正成为成熟现金流产品, 稳定贡献利润。** 市场对参芪扶正仍有担忧 (医保目录加了限制之后尤其明显), 但参芪扶正还在目录当中没有被调出, 这就是对丽珠及参芪扶正最大的认可。参芪扶正属于中药注射剂中的优秀品种, 已完成 5 万例安全性再评价。公司也在进行有效性再评价。(16 年全年仍有接近 10% 的增长, 在中药注射剂中可谓佼佼者)。未来基层医院仍有空间。从此次医保目录调整可以看出, 有许多中药注射剂加上了限二级以上医院使用, 而参芪扶正并没有此条限制。根据我们的测算, 现在二级医院的销售占整体参芪扶正的比例为 25-30%, 未来基层仍有提升的空间。

**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) 接棒, 维持较快增速。** 公司二线品种竞争格局良好, 销售总额已超过参芪扶正 (17.03 亿 VS 16.8 亿), 未来承接参芪扶正业绩增长任务不成问题。其中艾普拉唑进入新版医保目录, 有望在质子泵抑制剂市场持续扩大份额, 未来 2-3 年成为 5-10 亿级别品种。促性腺产品

**第三, 公司精准医疗板块有望开始贡献收入。** 丽珠圣美液体活检的机器在 16 年已经完成市场探索, 得到了病理科和肿瘤科的高度认可。根据草根调研结果, 目前在协和、北肿、海南人民医院、中山医院、华西已经装机。17 年公司将重点推广 CTC, ctDNA 业务, 有望开始贡献收入。

第四, 公司原料药业务扭亏, 营销改革初见成效, 未来持续助力业绩成长。

第五, 土地改造有望快速推进, 国维集团愿意支付 4 亿人民币的保证金诚意十足, 具体合作方式值得期待

第六，研发后续梯队逐步推进落实（图1）

图 1:丽珠在研产品概览

临床前	临床 I 期	临床 II 期	优先审评
喷昔洛韦氯化钠注射液	替格瑞洛片	清毒安肾胶囊	注射用艾普拉唑钠
注射用伏立康唑	马来酸氟伏沙明缓释片	注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 $\alpha$ 单克隆抗体	
丁苯酞（已现场检查完毕）	硫酸氢氯吡格雷片		
丁苯酞氯化钠注射液（已现场检查完毕）	枸橼酸铁片		
重组全人抗RANKL单克隆抗体	羧基麦芽糖铁注射液		
重组人源化抗PD-1单克隆抗体（美国PRE IND已上报）	盐酸普拉克索缓释片		
IL-6受体单抗（LZM008）	注射用重组人绒促性素(rhCG)（I III期同时做）		
PD-L1单抗（LZM010）	重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体		
药物浓度检测试剂 伏立康唑测定试剂盒	重组人源化抗HER2单抗注射液		
左乙拉西坦测定试剂盒	金标快速诊断试剂肺炎支原体IgM和IgG抗体联检试剂盒		
拉莫三嗪测定试剂盒	肺炎支原体IgM抗体和肺炎衣原体IgM抗体联检试剂盒		
奥卡西平测定试剂盒			
HTLV酶联免疫检测试剂盒			
金标快速试剂判读仪			
注射用醋酸亮丙瑞林微球			
醋酸戈舍瑞林植入剂			
醋酸曲普瑞林微球			
醋酸奥曲肽微球			
阿立哌唑微球			
利培酮微球			
LiquidBiopsy平台			

资料来源：东兴证券研究所

## 2、艾普拉唑进入新版医保目录未来仍将保持高速增长

公司艾普拉唑进入新版医保目录, 进医保保证了艾普拉唑的地位。艾普拉唑能在没有全国医保的情况下每年保持高速增长卖到接近 3 亿的规模, 是丽珠综合实力和营销改革成效的体现。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。艾普拉唑还是有望在质子泵抑制剂市场中持续扩大自己的市场份额的。

**展望未来:** 未来 2-3 年艾普拉唑有望成为 5-10 亿级销量的品种。另外注射用艾普拉唑钠已完成临床实验并进入优先审评, 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。

### 3、丽珠单抗研发进度再梳理, 集中获批临床, 进度名列前茅

2016 年 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。目前丽珠已有 4 个在研单抗获批临床, 进度均名列前茅(详细梳理见前期点评: 丽珠单抗精耕细作, 生物制品倍道兼行)

**表 3: 丽珠已获批临床产品概览**

在研产品	适应症	研发阶段	时间	2015 年 全球市场 规模 (亿 美元)	2015 年国 内市场规模 (亿人民 币)	国内申 报临床 厂家数 量	国内已 进入临 床厂家 数量	原研 厂家 及药 名	专利到 期日
anti-TNF -a(AT132 ) , 创新药	类风湿性关 节炎	I 期完成, 收 到 II/III 期临 床批件	20161205	140	0.36	28	7	雅培 /Humi ra	2016
rhCG (LZM0 03)	促生殖	获批临床 (I、 III 期同时做)	20161026	~1	0.52	仅丽珠	无	Merc k/Ovi drel	已过期
Anti-CD2 0 (LZM0 02)	非霍奇金淋 巴瘤、慢性 淋巴细胞白 血病、类风 湿关节炎	获批临床	20161221	73	12	14	3	Roch e/Ritu xian	2018
Anti HER2 (LZM0 05)	乳腺癌	新药临床试 验注册申请 资料准备、临 床前药理毒 理研究	20161221	3.5	未进入中国	18	3	Gene ntech /Perje ta	2020

资料来源: 公司公告, CFDA, 东兴证券研究所

目前市场对丽珠单抗业务板块认知还不够充分, 该板块存在一定的低估。丽珠集团 2010 年成立单抗公司开始战略转型, 从今年开始厚积薄发进入快速发展期, 临床进度提速。另外, 丽珠研发团队实力雄厚, 除了上

述已经获批临床的 4 个品种以外, 在研产品中不乏重磅产品 (Anti RANKL LZM004 抗骨质疏松、热门靶点 PD-1 等)。丽珠单抗团队具有与时俱进的前瞻性, 通过拆分丽珠市值, 我们发现其在单抗方面的布局还没有在市值上有所体现, 故未来想象空间巨大。

#### 4、精准医疗四大方向均有布局为国内唯一, 驱动长期成长

公司于 2016 年 11 月 30 日公告与珠海横琴新区观联谷投资合伙企业、珠海祥和泰投资管理合伙企业共同出资设立珠海丽珠基因检测科技有限公司, 其中丽珠出资 6000 万占股比例 60%。至此, 公司在精准医疗四大领域包括液体活检领域、细胞治疗、抗体药、基因测序均已有布局, 是目前国内仅有的同时拥有四大方向资源布局的上市公司, 意义重大。在四个方向同时布局有望形成诊断+治疗双轮驱动协同发展的良好局面, 并且分散风险。

表 3:丽珠精准医疗发展大事记

时间	事件	意义
2010 年	丽珠单抗成立	开始生物药转型
2015 年	投资 Cyenio	检测端布局, 世界 CTC 最先进富集平台, 后续将发展出一系列诊断手段
2016 年	投资 Abycete	治疗端布局, 同时为 Cyenio 提供抗体试剂
2016 年	成立丽珠基因	检测端布局, 丽珠基因在圣美的平台上可以开发一系列诊断手段, 可以自己出具数据医生出具诊断报道
2017 年	丽珠单抗 4 个项目进入临床阶段	集中获批临床, 进度名列前茅

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

#### 5、丽珠投资逻辑再梳理: 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

**短期逻辑:** 股权激励行权条件, 17 年按业绩考核 (扣非后 8 亿利润), 扣非后业绩增速约 17%。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, 原料药提供弹性。土地改造进程值得关注。

**中长期逻辑:** 艾普拉唑针剂获批为 10 亿级别大品种, 后续品种持续推进, 2-3 年会陆续有化药获批。

**长期逻辑:** 精准医疗检测端和治疗端开始爆发式增长, 单抗产品获批, 成功转型生物药。

对应 17 年估值仅 24 倍

#### 结论:

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 9.5 亿元、11.6 亿元、14.2 亿元, 增长分别为 20.51%、22.55%、23.24%。EPS 分别为 2.22、2.72、3.35, 对应 PE 分别为 24x, 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，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

参芪扶正下滑，单抗研发风险

## 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	3578	5971	7027	8291	9783	<b>营业收入</b>	6621	7652	8897	10259	11966
货币资金	798	2062	3440	4175	5009	<b>营业成本</b>	2575	2748	3179	3654	4236
应收账款	1256	1464	1706	1967	2295	营业税金及附加	81	120	80	92	108
其他应收款	68	49	57	65	76	营业费用	2542	3070	3470	3980	4607
预付款项	122	88	90	92	95	管理费用	606	725	836	944	1101
存货	984	1099	1243	1429	1657	财务费用	27	5	0	0	0
其他流动资产	0	690	28	28	28	资产减值损失	102.79	107.18	100.00	90.00	80.00
<b>非流动资产合计</b>	4500	4558	4155	3912	3666	公允价值变动收益	-0.18	-0.93	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	69	91	91	91	91	投资净收益	6.78	1.34	0.00	0.00	0.00
固定资产	3324	3341	3129	2931	2750	<b>营业利润</b>	693	876	1232	1498	1834
无形资产	259	299	269	239	209	营业外收入	130.69	136.03	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	60	115	115	115	115	营业外支出	15.56	7.45	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	8078	10529	11182	12202	13449	<b>利润总额</b>	808	1005	1232	1498	1834
<b>流动负债合计</b>	3155	3311	3170	3339	3547	所得税	148	175	246	300	367
短期借款	250	0	0	0	0	<b>净利润</b>	660	830	985	1198	1468
应付账款	637	588	775	891	1033	少数股东损益	37	46	40	40	40
预收款项	65	79	80	81	83	归属母公司净利润	623	784	945	1158	1428
一年内到期的非流	400	0	0	0	0	EBITDA	1266	1516	1473	1741	2080
<b>非流动负债合计</b>	113	113	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	1.62	1.98	2.22	2.72	3.35
长期借款	1	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	3268	3424	3227	3396	3603	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	464	600	640	680	720	营业收入增长	19.41%	15.58%	16.27%	15.31%	16.64%
实收资本(或股本)	397	426	426	426	426	营业利润增长	18.53%	26.51%	40.51%	21.63%	22.46%
资本公积	396	1820	1820	1820	1820	归属于母公司净利润	20.67%	25.97%	20.51%	22.55%	23.24%
未分配利润	3267	3812	4285	4864	5578	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4346	6506	7307	8118	9117	毛利率(%)	61.10%	64.09%	64.27%	64.38%	64.60%
<b>负债和所有者权益</b>	8078	10529	11173	12194	13440	净利率(%)	9.96%	10.85%	11.07%	11.68%	12.26%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	7.71%	7.45%	8.45%	9.49%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	14.33%	12.06%	12.94%	14.27%	15.66%
<b>经营活动现金流</b>	928	1279	1489	1172	1343	<b>偿债能力</b>					
净利润	660	830	985	1198	1468	资产负债率(%)	40%	33%	29%	28%	27%
折旧摊销	546	634	0	243	245	流动比率	1.13	1.80	2.22	2.48	2.76
财务费用	27	5	0	0	0	速动比率	0.82	1.47	1.82	2.05	2.29
应收账款减少	0	0	-242	-261	-327	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1	1	2	总资产周转率	0.86	0.82	0.82	0.88	0.93
<b>投资活动现金流</b>	-558	-943	68	-90	-80	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	应付账款周转率	10.72	12.50	13.06	12.31	12.44
长期股权投资减少	0	0	147	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	7	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.62	1.98	2.22	2.72	3.35
<b>筹资活动现金流</b>	-315	939	-178	-348	-428	每股净现金流(最新)	0.14	2.99	3.24	1.73	1.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.95	15.28	17.17	19.07	21.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	101	29	0	0	0	P/E	34.72	28.41	25.33	20.67	16.77
资本公积增加	183	1425	0	0	0	P/B	5.14	3.68	3.28	2.95	2.63
<b>现金净增加额</b>	54	1275	1378	735	835	EV/EBITDA	17.51	14.43	8.36	11.35	9.10

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

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，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。