



一季度业绩亮眼超预期，股权激励收官之年有望超额完成

——丽珠集团（000513）2017年一季度报点评

2017年04月27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2017年一季度报告，2017年一季度公司实现营业收入21.26亿元，同比增长21.80%；归属于上市公司股东的净利2.75亿元，同比增长19.51%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润2.38亿元，同比增长25.90%。实现EPS为0.65元。

观点:

1、一季度业绩亮眼超预期，股权激励收官之年有望超额完成

公司一季度收入21.26亿元，增速21.80%，净利润2.75亿元，增速19.51%，扣非后净利润2.38亿元，增速25.90%，超市场预期。

公司收入端增速21.80%呈现加速趋势，快于去年全年（15.58%），我们认为主要受益于原料药板块的持续向好和二线品种的超高增速共同拉动。分板块来看：

- ◆ **处方药板块：**根据样本医院终端数据我们推断公司一季度处方药销售持续增长，延续前期高增速。其中参芪扶正增速5%左右（受降价影响），二线消化领域艾普拉唑增速40-50%，神经领域鼠神经生长因子增速40-50%，促性腺领域整体增速20%左右，其中亮丙瑞林增速较去年有了明显提升，其他品种增速稳定。
- ◆ **原料药板块：**一季度原料药向好趋势依旧明显，阿卡波糖增速在25-30%左右，且我们判断全年原料药增长可持续（不断有新产品获得FDA认证+产能远远没有达到上限）。2016年起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。公司成立原料药事业部，进行了充分的整合，提高了原料药的竞争力，16年能够盈利的主要原因，第一是闲置产能充分利用，第二是产品结构发生变化。阿卡波糖，林可霉素，黄连菌素、美伐他汀、霉酚酸等高毛利产品占据主导地位。同时在整合过程中抓紧了原料药规范市场的开发和认证工作。截止去年年底，公司已经有20多个项目进行了认证，FDA有11项认证。规范市场价格具有一定优势，销售稳定。

财务指标方面：公司销售费用率为40.18%，比去年同期40.27%略有下降；管理费用率为8.77%，比去年同期8.21%上升0.56pp。公司一季度经营性现金流2.58亿，比去年同期增加86.38%，一季度综合毛利率65.62%，较去年全年（64.09%）进一步稳步提升，主要和高毛利原料药及制剂品种结构变化有关。整体财务状况良好。

公司 2017 开局良好，展望全年，我们在股权激励收官之年公司有望超额完成激励解锁条件（扣非后 8 亿利润），基于以下原因

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。

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。

第三，公司原料药业务持续好转，将有新品不断通过 FDA 认证，未来持续助力业绩成长。

2、土地改造超高效推进落地，时间点和收益均超预期

公司香洲区工业用地的改造在一季度已基本落地。时间点和最终收益均超预期。扣除公司及丽珠制药厂对维星实业的投资成本、以及本次股权转让的交易开支及税费等相关费用后，预计增加本公司归属于母公司股东的净利润约 34.55 亿元。（高于此前我们预估的 20 亿左右的最终收益）。

公司 4 月 27 日最新公告显示，截至 4 月 25 日公司已收到转让款 11.29 亿元，剩余部分每逾期 1 日，维创财富需按股权转让款 1‰ 的比例向本公司及丽珠制药厂支付相应违约金，即每天 335 万元。预计剩余款项也将很快转入公司账上。

虽然本次土地转让是一过性事件，但该项收益的获得，将进一步改善公司财务状况，为公司主营业务的经营发展提供充足的资金支持，为未来公司外延发展及研发提供充分资金保障。

3、公司精准医疗四大方向协同发展前景广阔，未来聚焦研发底气十足

精准医疗方面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。

4、

表 1: 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

单抗是丽珠未来重要看点。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) 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、公司投资逻辑再梳理: 业绩增速确定性高, 估值较低, 原料药和有望提供业绩弹性, 单抗和精准医疗长远布局

- ◆ 短期逻辑: 土地收益将改善公司财务状况。根据公司股权激励行权条件, 17 年按业绩考核 (扣非后 8 亿利润), 扣非后业绩增速约 17%, 但我们判断大概率超额完成。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。
- ◆ 中长期逻辑: 艾普拉唑针剂获批为 10 亿级别大品种。
- ◆ 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。

结论:

由于土地收益还未完全落地, 故暂不考虑此次土地收益的影响, 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 元、2.72 元、3.35 元, 对应 PE 分别为 27x, 22x, 18x。若土地收益最终落地, 17 年归母净利润增加 34.55 亿左右, 18-19 年

每年财务收益在 1 亿左右（若公司用现金进行外延并购则需另行计算）。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
流动资产合计	3578	5971	7027	8291	9783	营业收入	6621	7652	8897	10259	11966
货币资金	798	2062	3440	4175	5009	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	8078	10529	11182	12202	13449	利润总额	808	1005	1232	1498	1834
流动负债合计	3155	3311	3170	3339	3547	所得税	148	175	246	300	367
短期借款	250	0	0	0	0	净利润	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
非流动负债合计	113	113	56	56	56	BPS (元)	1.62	1.98	2.22	2.72	3.35
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	3268	3424	3227	3396	3603	成长能力					
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	获利能力					
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%
负债和所有者权益	8078	10529	11173	12194	13440	净利率(%)	9.96%	10.85%	11.07%	11.68%	12.26%
现金流量表	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%
经营活动现金流	928	1279	1489	1172	1343	偿债能力					
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	营运能力					
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
投资活动现金流	-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	每股指标(元)					
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
筹资活动现金流	-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	估值比率					
普通股增加	101	29	0	0	0	P/E	36.98	30.26	26.97	22.01	17.86
资本公积增加	183	1425	0	0	0	P/B	5.47	3.92	3.49	3.14	2.80
现金净增加额	54	1275	1378	735	835	EV/EBITDA	18.66	15.46	9.05	12.25	9.85

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。