

2018年04月24日

丽珠集团 (000513.SZ)

## 业绩符合预期，“单抗+微球”平台研发效率提高，利好有望不断兑现

事件：公司公布 2018 年 Q1 季报，Q1 公司实现收入 23.69 亿元，同比增长 11.43%，实现归属于上市公司净利润 3.47 亿元，同比增长 26.31%，扣费归母净利润 2.85 亿元，同比增长 19.56%。

■业绩符合预期，艾普拉唑、亮丙瑞林和基层品种领衔增长。西药制剂药品销售收入 16.07 亿元(+16.07%)，中药制剂 5.31 亿元(-6.99%)。其中艾普拉唑实现收入 1.40 亿元 (+44.61%)，亮丙瑞林 1.78 亿元 (+21.74%)，促卵泡激素实现收入 1.05 亿元(+6.81%)，鼠神经因子 1.17 亿元 (-17.80%)，参芪扶正 2.98 亿元 (-24.74%)。鼠神经因子和参芪扶正出现大幅下降，一方面预计受医保控费和药占比影响，另一方面是因为鼠神经因子和参芪扶正 2017Q1 基数较高所致，预计全年参芪扶正在下降 20%以内。鼠神经因子 2017 年 Q1 广东失标，在 12 月份重回广东市场，预计 2018Q1 是增速低点，全年增速有望回升，预计增速在两位数。主要在基层推广的产品快速增长，雷贝拉唑 0.73 亿元 (+66.63%)，抗病毒颗粒收入 1.81 亿元 (+36.91%)，注射用伏立康唑 0.89 亿 (+59.65%)。原料药板块 5.75 亿元(+21.93%)，特色原料药景气度持续。

■二线品种放量增长+基层品种快速增长有望驱动制剂板块继续稳定增长。受益于进入医保和招标进入更多省份，艾普拉唑肠溶片继续保持高速增长，1 月份重磅品种艾普拉唑针剂获批，从产品空间、产品特点，市场培育情况以及公司销售能力等角度来看，艾普拉唑类（针剂+肠溶片）在未来 3-5 年内有望成为销售额 15 亿以上大品种。根据我们草根调研，艾普拉唑注射剂渠道铺陈顺利，已进入江苏省医保，在十几个省份实现挂网，预计很快能实现销售，2019 年将是销售放量期。亮丙瑞林微球受益于瑞林类行业高增长，渠道下沉覆盖率提升，以及对原研产品的进口替代，有望未来保持 20%左右的增长。受益于渠道下沉，基层品种快速增长，消化道产品线雷贝和丽珠得乐等，抗微生物系列抗病毒颗粒和注射伏立康唑，精神领域的氟伏沙明及哌罗匹隆快速增长。目前主要在基层销售的品种包括消化道雷贝和丽珠得乐等、抗微生物系列、精神领域品种等等，2017 年销售规模已达 18 亿左右，这些品受益于公司基层队伍构建渠道下沉，实现快速增长，对制剂板块增长形成有力支撑。随着小厂逐步退出市场，公司基层渠道优势将发挥的更为充分，这些品种潜力巨大。

■“单抗+微球”平台研发效率提高，利好有望不断兑现。根据我们的草根调研，目前微球临床规则发生变更，研发进度有望加快。单抗平台，随着临床人才队伍的建设完善，临床速度在加快，国际化进程

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 80 元  
股价 (2018-04-23) 66.04 元

交易数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元)  | 36,535.40     |
| 流通市值 (百万元) | 23,278.92     |
| 总股本 (百万股)  | 553.23        |
| 流通股本 (百万股) | 352.50        |
| 12 个月价格区间  | 47.82/78.69 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M   |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | -7.64 | -5.18  | 51.13 |
| 绝对收益 | -7.78 | -14.79 | 42.98 |

盛丽华

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517090002  
shenglh9@essence.com.cn

崔文亮

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517040006  
cuiwl@essence.com.cn  
010-83321412

相关报告

- 丽珠集团：业绩符合预期，“单抗+微球”平台价值逐步显现/盛丽华 2018-03-26
- 丽珠集团：重磅产品艾普拉唑针剂获批，助力业绩高速增长/盛丽华 2018-01-09
- 丽珠集团：三季度业绩符合预期，迎政策风口创新药估值中枢有望上移/崔文亮 2017-10-25
- 丽珠集团：中报业绩符合预期，艾普拉唑有望成为未来增长的发动机/崔文亮 2017-08-23

也在加快，研发效率提高。目前 PD-1 在美国的一期临床基本结束，预计最快 2 年内临床完成，有望于 19 年申报 NDA。未来 3-5 年研发有望进入集中收获期。单抗研发壁垒高，目前是海归人员主导，影响研发成功的关键因素在于研发团队质量，且研发投入大，单抗公司有望在构架上打开渠道，引进人才和资金速度有望加快，研发管线层次将不断丰富。

■ **投资建议：**维持买入-A 的投资评级，我们预计公司 2018-2020 年的收入增速分别为 10.9%、13.1%、14.6%，EPS 分别为 1.89、2.26、2.68 元，对应当前股价，2018-19 年 PE 分别为 35/29X；维持买入-A 的投资评级，考虑到公司创新药研发进展顺利，催化剂不断，6 个月目标价至 80 元，对应 2018 年动态市盈率 42 倍。

■ **风险提示：**参芪扶正销售下滑超预期；艾普拉唑增速不达预期；管线品种临床实验进展不达预期。

| (百万元)    | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入     | 7,651.8 | 8,531.0 | 9,462.3 | 10,700.4 | 12,258.7 |
| 净利润      | 784.4   | 4,428.7 | 1,045.9 | 1,249.2  | 1,484.8  |
| 每股收益(元)  | 1.42    | 8.01    | 1.89    | 2.26     | 2.68     |
| 每股净资产(元) | 11.76   | 19.47   | 21.16   | 23.08    | 25.48    |

| 盈利和估值  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 46.6  | 8.2   | 34.9  | 29.2  | 24.6  |
| 市净率(倍) | 5.6   | 3.4   | 3.1   | 2.9   | 2.6   |
| 净利润率   | 10.3% | 51.9% | 11.1% | 11.7% | 12.1% |
| 净资产收益率 | 11.7% | 39.9% | 8.9%  | 9.7%  | 10.4% |
| 股息收益率  | 0.5%  | 0.0%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.4%  |
| ROIC   | 17.0% | 97.2% | 30.5% | 31.5% | 43.5% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |         |         |         |          |          | 财务指标        |        |         |        |        |        |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| (百万元)      | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E    | 2020E    | (百万元)       | 2016   | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 营业收入       | 7,651.8 | 8,531.0 | 9,462.3 | 10,700.4 | 12,258.7 | 成长性         |        |         |        |        |        |
| 减:营业成本     | 2,747.8 | 3,083.1 | 3,426.7 | 3,913.3  | 4,436.7  | 营业收入增长率     | 15.6%  | 11.5%   | 10.9%  | 13.1%  | 14.6%  |
| 营业税费       | 120.4   | 129.0   | 141.9   | 160.5    | 183.9    | 营业利润增长率     | 26.5%  | 545.5%  | -78.1% | 19.7%  | 19.6%  |
| 销售费用       | 3,070.4 | 3,265.2 | 3,624.1 | 4,012.6  | 4,597.0  | 净利润增长率      | 26.0%  | 464.6%  | -76.4% | 19.4%  | 18.9%  |
| 管理费用       | 724.6   | 934.0   | 1,003.0 | 1,112.8  | 1,262.6  | EBITDA 增长率  | 20.7%  | 355.1%  | -72.8% | 15.6%  | 15.8%  |
| 财务费用       | 5.4     | -39.0   | -68.1   | -75.8    | -88.3    | EBIT 增长率    | 22.5%  | 501.2%  | -77.9% | 20.2%  | 19.7%  |
| 资产减值损失     | 107.2   | 117.9   | 100.0   | 100.0    | 100.0    | NOPLAT 增长率  | 23.9%  | 504.8%  | -78.3% | 20.2%  | 19.7%  |
| 加:公允价值变动收益 | -0.9    | 2.8     | -1.8    | 0.2      | 0.5      | 投资资本增长率     | 6.1%   | -30.7%  | 16.6%  | -13.3% | -12.7% |
| 投资和汇兑收益    | 1.3     | 4,297.1 | 5.0     | 5.0      | 5.0      | 净资产增长率      | 47.7%  | 58.1%   | 8.7%   | 9.0%   | 10.3%  |
| 营业利润       | 876.5   | 5,657.8 | 1,237.9 | 1,482.0  | 1,772.3  | 利润率         |        |         |        |        |        |
| 加:营业外净收支   | 128.6   | 67.1    | 94.6    | 101.4    | 97.9     | 毛利率         | 64.1%  | 63.9%   | 63.8%  | 63.4%  | 63.8%  |
| 利润总额       | 1,005.1 | 5,724.9 | 1,332.5 | 1,583.4  | 1,870.2  | 营业利润率       | 11.5%  | 66.3%   | 13.1%  | 13.9%  | 14.5%  |
| 减:所得税      | 175.1   | 1,237.2 | 241.5   | 287.0    | 338.9    | 净利润率        | 10.3%  | 51.9%   | 11.1%  | 11.7%  | 12.1%  |
| 净利润        | 784.4   | 4,428.7 | 1,045.9 | 1,249.2  | 1,484.8  | EBITDA/营业收入 | 16.3%  | 66.4%   | 16.3%  | 16.7%  | 16.9%  |
|            |         |         |         |          |          | EBIT/营业收入   | 11.5%  | 62.1%   | 12.4%  | 13.1%  | 13.7%  |
|            |         |         |         |          |          | 运营效率        |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 固定资产周转天数    | 157    | 141     | 122    | 99     | 77     |
|            |         |         |         |          |          | 流动资产周转天数    | 20     | 2       | -3     | 12     | 12     |
|            |         |         |         |          |          | 流动营业资本周转天数  | 225    | 365     | 443    | 450    | 460    |
|            |         |         |         |          |          | 流动资产周转天数    | 67     | 62      | 65     | 65     | 64     |
|            |         |         |         |          |          | 应收账款周转天数    | 49     | 46      | 47     | 48     | 47     |
|            |         |         |         |          |          | 存货周转天数      | 438    | 558     | 607    | 578    | 559    |
|            |         |         |         |          |          | 总资产周转天数     | 207    | 162     | 129    | 115    | 87     |
|            |         |         |         |          |          | 投资资本周转天数    |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 投资回报率       |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | ROE         | 11.7%  | 39.9%   | 8.9%   | 9.7%   | 10.4%  |
|            |         |         |         |          |          | ROA         | 7.9%   | 28.2%   | 6.8%   | 7.0%   | 7.8%   |
|            |         |         |         |          |          | ROIC        | 17.0%  | 97.2%   | 30.5%  | 31.5%  | 43.5%  |
|            |         |         |         |          |          | 费用率         |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 销售费用率       | 40.1%  | 38.3%   | 38.3%  | 37.5%  | 37.5%  |
|            |         |         |         |          |          | 管理费用率       | 9.5%   | 10.9%   | 10.6%  | 10.4%  | 10.3%  |
|            |         |         |         |          |          | 财务费用率       | 0.1%   | -0.5%   | -0.7%  | -0.7%  | -0.7%  |
|            |         |         |         |          |          | 三费/营业收入     | 49.7%  | 48.8%   | 48.2%  | 47.2%  | 47.1%  |
|            |         |         |         |          |          | 偿债能力        |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 资产负债率       | 32.5%  | 29.3%   | 23.6%  | 27.7%  | 25.3%  |
|            |         |         |         |          |          | 负债权益比       | 48.2%  | 41.5%   | 30.9%  | 38.2%  | 33.9%  |
|            |         |         |         |          |          | 流动比率        | 1.80   | 2.57    | 3.30   | 3.01   | 3.46   |
|            |         |         |         |          |          | 速动比率        | 1.47   | 2.32    | 2.92   | 2.71   | 3.09   |
|            |         |         |         |          |          | 利息保障倍数      | 162.97 | -135.92 | -17.18 | -18.56 | -19.07 |
|            |         |         |         |          |          | 分红指标        |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | DPS(元)      | 0.38   | -       | 0.37   | 0.35   | 0.32   |
|            |         |         |         |          |          | 分红比率        | 27.1%  | 0.0%    | 19.7%  | 15.6%  | 11.8%  |
|            |         |         |         |          |          | 股息收益率       | 0.6%   | 0.0%    | 0.6%   | 0.5%   | 0.5%   |

| 现金流量表      |         |          |         |         |         | 业绩和估值指标   |        |        |       |       |        |
|------------|---------|----------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
|            | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   |           | 2016   | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E  |
| 净利润        | 829.9   | 4,487.7  | 1,045.9 | 1,249.2 | 1,484.8 | EPS(元)    | 1.42   | 8.01   | 1.89  | 2.26  | 2.68   |
| 加:折旧和摊销    | 374.0   | 374.5    | 372.6   | 377.5   | 382.4   | BVPS(元)   | 11.76  | 19.47  | 21.16 | 23.06 | 25.44  |
| 资产减值准备     | 107.2   | 117.9    | -       | -       | -       | PE(X)     | 46.6   | 8.2    | 34.9  | 29.2  | 24.6   |
| 公允价值变动损失   | 0.9     | -2.8     | -1.8    | 0.2     | 0.5     | PB(X)     | 5.6    | 3.4    | 3.1   | 2.9   | 2.6    |
| 财务费用       | 6.9     | 22.0     | -68.1   | -75.8   | -88.3   | P/FCF     | -293.9 | 6.3    | 69.8  | 21.0  | 19.3   |
| 投资损失       | -1.3    | -4,297.1 | -5.0    | -5.0    | -5.0    | P/S       | 4.8    | 4.3    | 3.9   | 3.4   | 3.0    |
| 少数股东损益     | 45.6    | 59.0     | 45.1    | 47.3    | 46.4    | EV/EBITDA | 18.8   | 5.1    | 18.5  | 15.1  | 12.2   |
| 营运资金的变动    | -267.9  | 1,846.9  | -662.1  | -28.3   | -87.1   | CAGR(%)   | 16.0%  | -30.1% | 18.3% | 16.0% | -30.1% |
| 经营活动产生现金流量 | 1,279.2 | 1,315.9  | 726.5   | 1,565.0 | 1,733.7 | PEG       | 2.9    | -0.3   | 1.9   | 1.8   | -0.8   |
| 投资活动产生现金流量 | -943.2  | 4,672.7  | 55.9    | 103.6   | 96.2    | ROIC/WACC |        |        |       |       |        |
| 融资活动产生现金流量 | 938.8   | -583.1   | -218.3  | -121.1  | -78.2   | REP       |        |        |       |       |        |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

盛丽华、崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |       |               |                          |                           |
|-------|-------|---------------|--------------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤   | 021-35082701  | gejy@essence.com.cn      |                           |
|       | 朱贤    | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn   |                           |
|       | 许敏    | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn     |                           |
|       | 孟硕丰   | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn    |                           |
|       | 李栋    | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn   |                           |
|       | 侯海霞   | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn     |                           |
|       | 林立    | 021-68766209  | linli1@essence.com.cn    |                           |
|       | 潘艳    | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn    |                           |
|       | 刘恭懿   | 021-35082961  | liugy@essence.com.cn     |                           |
|       | 孟昊琳   | 021-35082963  | menghl@essence.com.cn    |                           |
|       | 北京联系人 | 温鹏            | 010-83321350             | wenpeng@essence.com.cn    |
|       |       | 田星汉           | 010-83321362             | tianxh@essence.com.cn     |
|       |       | 王秋实           | 010-83321351             | wangqs@essence.com.cn     |
|       |       | 张莹            | 010-83321366             | zhangying1@essence.com.cn |
| 李倩    |       | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn   |                           |
| 高思雨   |       | 021-35082350  | gaosy@essence.com.cn     |                           |
| 深圳联系人 | 姜雪    | 010-59113596  | jiangxue1@essence.com.cn |                           |
|       | 周蓉    | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn  |                           |
|       | 胡珍    | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn    |                           |
|       | 范洪群   | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn     |                           |
|       | 巢莫雯   | 0755-82558183 | chaomw@essence.com.cn    |                           |
|       | 黎欢    | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn    |                           |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034