

期权如期重新推出叠加单抗平台期权, 公司激励范围广力度大, 未来可期

——丽珠集团 (000513) 事件点评

2018年07月18日

强烈推荐/维持

丽珠集团 | 事件点评

事件:

公司于7月17日公告2018年股票期权激励计划(草案)

激励对象: 公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及相关核心骨干等人员 1108 人, 算上预留部分, 合计 1116 人。

股份数目: 1950 万股, 占总股本 2.71%

业绩考核: 以 2017 年归母扣非净利润为基数, 2018 年、2019 年、2020 年各年度的归母扣非净利润较 2017 年相比, 净利润复合增长不低于 15%。(扣除股权激励当期成本摊销前的归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润)。

股权激励费用摊销: 初步预计 2018-2021 年分别摊销 1679.83 万元, 4295.36 万元, 2047.86 万元, 1702.89 万元, 总计摊销费用 9455.94 万元。

公司同事还公告了附属公司股票期权计划

激励对象: 已向或将向 Livzon Biologics Limited 及其任何附属公司作出贡献的 Livzon Biologics Limited 或包括其任何附属公司的董事、雇员、顾问及专业顾问等人士。

股份数目: 最高数目不超过 11,111,111 股(其中董事会已审议通过向傅道田先生授出 1,666,666 份附属公司股票期权, 以认购 1,666,666 股 Livzon Biologics Limited 普通股。)

主要观点:

1. 激励重新推出, 激励范围增大, 行权条件不低

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

研究助理: 胡偌碧

010-66554041

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	35.05-61.74
总市值 (亿元)	340
流通市值 (亿元)	217
总股本/流通 A 股 (亿股)	7.19/4.59
流通 B 股/H 股 (万股)	/2.46
52 周日均换手率	1.26

52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《丽珠集团 (000513) 事件点评中报业绩超预期, 公司经营稳健, 各个线条团队优秀, 长期投资价值凸显》2018-07-12
- 2、《丽珠集团 (000513) 事件点评: 丽珠单抗获 A 轮 5000 万美元明星资本融资, 充沛资金助力发展》2018-06-22
- 3、《丽珠集团 (000513) 2018 一季报点评: 基层销售开始爆发, 业绩略超预期, 长期看创新转型》2018-04-23
- 4、《丽珠集团 (000513) 2017 年报点评: 业绩符合预期, 基层销售逐步发力, 华丽转型创新生物药前景光明》2018-03-25

前期激励方案因港股股东大会投票意外没有通过，公司在3个月后随即重新推出方案，体现公司对于未来长期发展的信心和对核心员工激励的决心。本次激励方案与17年12月的方案相比，没有太大变化，业绩考核不变（三年复合15%），激励范围较上次（1045人）又有了扩大。我们的核心观点如下：

第一，综合考虑激励效果（激励性和确定性），此次期权激励方案行权条件为三年复合业绩增速15%（即2018-2020年扣非扣摊销成本前利润不低于9.42亿，10.84亿，12.47亿；扣摊销成本后利润不低于9.25亿，10.41亿，12.27亿），虽然不是业绩承诺，但作为激励底线，公司未来三年业绩高增长确定性可期。且行权价格不低，不仅体现管理层对公司远景价值的认可，更体现了公司管理层对于公司当前价格反映价值的认可和信心。

第二，激励覆盖人数巨大，高达1116人，历史参与人数最多的激励方案更展现了公司上下对于公司未来发展和长期价值的信心，也为团结一致共同奋斗为公司高速增长提供充足源动力。

第三，采用期权方式，员工资金占用无后顾之忧，惠及面更广，激励范围和效果更广更好，从未来看，相对于限制性股票，公司层面分摊管理费用可能也相对较小。

总体看来，此次方案综合考虑员工诉求，条件高、范围广、激励强、不仅反映了中长期信心，更反映了对当前股价的认可，公司未来可期！

2、新增对于单抗平台的激励，生物药转型稳步推进

公司公告了对于附属公司丽珠单抗的股票期权计划，数目1111万股，其中向傅道田博士授出167万股。

对于丽珠单抗的激励有利于单抗平台更高效快速的吸引海内外高端人才，并保障核心研发人员稳定、积极、长期的投入工作。

丽珠单抗于6月22日完成A轮融资，投后估值36亿人民币，投后股权比例为丽珠55.13%（较之前51%有所上升）、健康元35.75%、云锋基金9.12%。云锋出资5000万美元认购Livzon iologics Limited 1250万股，结合A轮融资的情况可以大致推断出本轮子公司期权计划价值约在4444万美元左右，激励力度较大。

丽珠单抗在研管线再更新：预计未来每年一个产品上市，单抗产品DCF估值64.2亿

丽珠集团2010年成立单抗公司开始战略转型高端生物药，研发团队实力雄厚且具有与时俱进的前瞻性，从2017开始厚积薄发进入快速发展期，临床进度提速（目前6个在研高端生物药在临床阶段，PD-1美国临床获批）。在研产品中不乏重磅产品（Anti RANKL LZM004 抗骨质疏松等）。未来此块优质业务将逐步被市场认知。

我们预计丽珠单抗未来5年将以每年1-2新品的速度获批上市，我们对临床进度较前的单抗产品进行DCF估值，现金流贴现达64.2亿，我们认为新品成功通过临床试验获批上市，丽珠将迎来由传统化药企业向生物药企的估值切换，未来估值仍有较大提升空间。

3、公司未来看点及投资逻辑再梳理：有业绩、有估值、有前景、有热点、进可攻、退可守、创新生物药龙头标的

丽珠集团业绩增速持续成长确定性高，原料药有望提供业绩弹性，单抗、微球和精准医疗长远布局，国际化战略有望持续推进，潜在生物创新药龙头。

18 年重点关注：参芪扶正软袋装车间升级改造完毕并上市、重组重组绒促性素临床完成（高端生物药转型开端）、微球临床进度（有可能超预期）、基层及 OTC 渠道拓展、原料药持续获得 FDA 认证

19 年之后重点关注：单抗及微球品种逐步落地。

- ◆ **短期逻辑：**业绩增速确定性高，土地收益将改善公司财务状况。18 年扣非后业绩增速 15% 以上，有望超预期。参芪扶正贡献现金流，二线品种超增速接棒业绩增长体量已超过参芪扶正，基层品种随着渠道下沉而激发活力，原料药持续改善提供弹性。
- ◆ **中长期逻辑：**艾普拉唑针剂获批为 10-15 亿级别大品种，后续品种持续推进。土地收益为研发投入提供资金保障，外延也有一定预期。参芪扶正软袋装获批后增强市场推广灵活性，延长产品的生命周期。基层队伍逐渐发力带来的小品种爆发叠加。
- ◆ **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（目前 HCG, TNF- α , Her2, CD20, PD-1 在临床），成功转型生物药。
- ◆ **土地改造一次性获得现金带来想象空间：**土地出售给维创财富总价 45.5 亿已经到账，预计增加公司归属于母公司股东的净利润约 34.98 亿元。虽然是一过性事件，但该项收益的获得，将进一步改善公司财务状况，公司外延发展及研发具备充分资金保障，想象空间大。

结论：

我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 11.02 亿元、12.56 亿元、14.68 亿元，增长分别为 -77.45%（若扣除土地影响增速为 18.37%）、14.05%、16.85%。EPS 分别为 1.53 元、1.75 元、2.04 元，对应 PE 分别为 31x, 27x, 23x。我们认为公司业绩增速确定性高，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：

参芪扶正销量下滑、单抗研发风险

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	5971	11350	12781	14108	15629	营业收入	7652	8531	9800	11326	13238
货币资金	2062	7416	8789	9509	10279	营业成本	2748	3083	3639	4227	4936
应收账款	1464	1357	1879	2172	2539	营业税金及附加	120	129	88	102	119
其他应收款	49	58	66	77	90	营业费用	3070	3265	3662	4191	5044
预付款项	88	126	129	131	135	管理费用	725	934	1034	1246	1324
存货	1099	1103	1378	1601	1870	财务费用	5	-39	0	0	0
其他流动资产	690	124	28	28	28	资产减值损失	107.18	117.86	100.00	90.00	80.00
非流动资产合计	4558	4548	4092	3854	3613	公允价值变动收益	-0.93	2.81	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	91	93	93	93	93	投资净收益	1.34	4297.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	3341	3321	3111	2914	2734	营业利润	876	5658	1277	1471	1735
无形资产	299	264	237	211	185	营业外收入	136.03	91.91	115.00	115.00	115.00
其他非流动资产	115	234	234	234	234	营业外支出	7.45	24.80	15.00	15.00	15.00
资产总计	10529	15898	16873	17962	19242	利润总额	1005	5725	1377	1571	1835
流动负债合计	3311	4411	4535	4744	4996	所得税	175	1237	275	314	367
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	830	4488	1102	1256	1468
应付账款	588	502	887	1031	1204	少数股东损益	46	59	0	0	0
预收款项	79	115	117	118	120	归属母公司净利润	784	4429	1102	1256	1468
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1516	6216	1514	1709	1976
非流动负债合计	113	253	56	56	56	EPS (元)	1.98	8.09	1.53	1.75	2.04
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	3424	4664	4591	4800	5053	成长能力					
少数股东权益	600	461	461	461	461	营业收入增长	15.58%	11.49%	14.88%	15.57%	16.88%
实收资本 (或股	426	553	719	719	719	营业利润增长	26.51%	545.51%	-77.43%	15.15%	18.00%
资本公积	1820	1715	1715	1715	1715	归属于母公司净利	25.97%	464.63%	-75.12%	14.05%	16.85%
未分配利润	3812	8028	8579	9207	9942	获利能力					
归属母公司股东	6506	10773	11821	12701	13728	毛利率 (%)	64.09%	63.86%	62.87%	62.68%	62.71%
负债和所有者权	10529	15898	16873	17962	19242	净利率 (%)	10.85%	52.60%	11.24%	11.09%	11.09%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	4.77%	7.45%	27.86%	6.53%	7.00%
经营活动现金流	1279	1316	1464	1187	1290	偿债能力					
净利润	830	4488	1102	1256	1468	资产负债率 (%)	33%	29%	27%	27%	26%
折旧摊销	634	597	0	239	241	流动比率	1.80	2.57	2.82	2.97	3.13
财务费用	5	-39	0	0	0	速动比率	1.47	2.32	2.51	2.64	2.75
应收账款减少	0	0	-523	-293	-367	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1	2	2	总资产周转率	0.82	0.65	0.60	0.65	0.71
投资活动现金流	-943	4673	134	-90	-80	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收	-1	3	0	0	0	应付账款周转率	12.50	15.66	14.11	11.81	11.85
长期股权投资减	0	0	194	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	1	4297	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.98	8.09	1.53	1.75	2.04
筹资活动现金流	939	-583	-224	-377	-440	每股净现金流 (最新	2.99	9.77	1.91	1.00	1.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	15.28	19.47	16.44	17.66	19.09
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	29	128	166	0	0	P/E	23.87	5.84	30.85	27.05	23.15
资本公积增加	1425	-105	0	0	0	P/B	3.09	2.43	2.88	2.68	2.48
现金净增加额	1275	5405	1374	720	770	EV/EBITDA	11.91	3.01	8.96	14.32	12.00

资料来源: 公司财报、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，4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，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。

研究助理简介

胡诺碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。