

# 丽珠集团 (000513)

证券研究报告

2018年07月18日

## 期权激励如期重推并新增单抗平台激励，业绩可期看好长期发展

**事件：**公司公告新的股票期权激励计划，拟授予 1950 万份股票期权，约占当前总股本的 2.71%。其中首次授予 1755 万份，约占当前总股本 2.44%；预留 195 万份，约占当前总股本 0.27%。首次授予的激励对象包括公司董事、中高层管理人员及相关核心骨干等共计 1116 人，首次授予的行权价格为 47.01 元/A 股。行权业绩条件：以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润复合增长率不低于 15%（扣非后并剔除本次激励费用影响）。此外董事会审议通过对附属公司丽珠单抗平台 Livzon Biologics 的股票期权计划，有望授予核心骨干不超过 1111 万股 Livzon Biologics 普通股。

### 期权激励如期重推，增加公司未来业绩确定性

上一次激励计划由于意外原因未能在 H 股股东大会通过，公司在三个月间隔期后即刻推出新的期权激励计划。此次激励计划行权的业绩要求为：以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润复合增长率不低于 15%（扣非后并剔除本次激励费用影响），即 2018-2020 年扣非净利润分别不低于 9.42 亿，10.84 亿，12.47 亿；剔除本次激励费用摊销后，扣非净利润分别不低于 9.25 亿，10.41 亿，12.23 亿。而且除公司层面的业绩考核外，公司对激励对象个人还设置了严密的绩效考核体系。

本次激励计划对公司发展将产生正向作用，涵盖 1116 人惠及面更广，有望激发管理团队的积极性，提高经营效率，降低代理人成本，增加公司未来业绩增长的确定性。首次授予的行权价格达到 47.01 元（2018.7.17 收盘价 47.27 元）也体现了管理层对公司未来价值和增长潜力的认可。

### 推出单抗平台激励计划，调动核心骨干积极性保障生物药领域战略发展

公司此次审议通过附属公司丽珠单抗平台 Livzon Biologics 的期权计划有利于快速引进和吸纳海内外高端人才，有利于充分调动 Livzon Biologics，特别是其下属全资子公司丽珠单抗生物技术有限公司相关核心骨干人员工作的积极性，有利于保障研发核心人员稳定、积极、长期投入工作，加速推进在研产品研发进程，激励研发核心人员努力奋斗，并将自身利益与 Livzon Biologics 长远发展紧密结合，从而保障及推进公司生物药领域业务战略发展目标的实现。

### 半年度业绩预增 20%-30%，看好创新长期发展，维持“增持”评级

公司半年度业绩预增 20%-30%，预计西药制剂稳健增长，营收结构持续优化。同时丽珠单抗已完成 A 轮融资，通过引入战投，估值达到 5.48 亿美元，公司对丽珠单抗股权占比从 51%进一步提升至 55.13%，未来将继续引领丽珠单抗加速推进研发。

公司强大的销售能力和丰富的创新在研品种，有望助力公司净利润保持稳定增长，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.62、1.98、2.38 元，对应 PE 为 29、24、20 倍，看好公司创新药布局，维持“增持”评级。

**风险提示：**附属公司期权计划能否获批准存在不确定性；老品种增速下滑，辅助类品种承压程度超预期，新品种销售低于预期，研发进展低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,651.78	8,530.97	9,787.98	11,222.16	12,853.11
增长率(%)	15.58	11.49	14.73	14.65	14.53
EBITDA(百万元)	1,243.99	5,660.95	1,498.13	1,815.39	2,225.97
净利润(百万元)	784.35	4,428.68	1,167.27	1,427.20	1,712.43
增长率(%)	25.97	464.63	(73.64)	22.27	19.99
EPS(元/股)	1.09	6.16	1.62	1.98	2.38
市盈率(P/E)	43.33	7.67	29.12	23.82	19.85
市净率(P/B)	5.22	3.16	2.86	2.63	2.39
市销率(P/S)	4.44	3.98	3.47	3.03	2.64
EV/EBITDA	18.77	5.15	16.91	13.68	10.53

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	47.27 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	473.00
流通 A 股股本(百万股)	459.12
A 股总市值(百万元)	22,879.05
流通 A 股市值(百万元)	22,207.41
每股净资产(元)	20.03
资产负债率(%)	28.94
一年内最高/最低(元)	82.80/40.60

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

**杨烨辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516080003  
yangyehui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《丽珠集团-公司点评:半年度业绩快速增长，单抗研发进展有望加速》2018-07-13
- 《丽珠集团-公司点评:丽珠单抗完成 A 轮融资，有助于研发加快推进》2018-06-25
- 《丽珠集团-季报点评:一季度业绩延续快速增长，看好公司创新药布局》2018-04-24



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,061.92	7,415.78	8,898.14	9,251.01	10,730.15
应收账款	1,513.17	1,414.47	1,848.19	1,767.84	2,873.56
预付账款	87.73	126.47	112.20	176.76	142.70
存货	1,099.20	1,102.62	1,383.50	1,448.26	1,895.38
其他	1,208.75	1,290.52	488.29	1,722.49	698.08
<b>流动资产合计</b>	<b>5,970.79</b>	<b>11,349.87</b>	<b>12,730.33</b>	<b>14,366.36</b>	<b>16,339.87</b>
长期股权投资	91.11	92.60	106.60	151.60	167.60
固定资产	3,340.98	3,321.22	3,291.08	3,347.54	3,243.15
在建工程	201.73	70.28	36.17	13.30	13.98
无形资产	313.73	289.13	286.22	282.16	275.03
其他	610.93	774.63	666.21	671.76	667.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,558.48</b>	<b>4,547.86</b>	<b>4,386.28</b>	<b>4,466.36</b>	<b>4,366.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,529.26</b>	<b>15,897.73</b>	<b>17,116.60</b>	<b>18,832.72</b>	<b>20,706.62</b>
短期借款	0.00	0.00	200.00	100.00	80.00
应付账款	2,145.83	2,254.89	3,049.95	3,021.36	3,765.81
其他	1,164.81	2,156.14	1,331.95	2,015.68	1,783.23
<b>流动负债合计</b>	<b>3,310.64</b>	<b>4,411.03</b>	<b>4,581.90</b>	<b>5,137.03</b>	<b>5,629.03</b>
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	112.28	252.38	158.89	174.52	195.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>112.98</b>	<b>253.08</b>	<b>159.59</b>	<b>175.22</b>	<b>195.96</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,423.62</b>	<b>4,664.11</b>	<b>4,741.49</b>	<b>5,312.25</b>	<b>5,824.99</b>
少数股东权益	599.65	460.88	484.71	583.92	687.43
股本	425.73	553.23	719.05	719.05	719.05
资本公积	1,820.31	1,715.27	1,715.27	1,715.27	1,715.27
留存收益	6,219.98	10,330.84	11,171.36	12,217.49	13,475.15
其他	(1,960.03)	(1,826.60)	(1,715.27)	(1,715.27)	(1,715.27)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,105.64</b>	<b>11,233.62</b>	<b>12,375.11</b>	<b>13,520.47</b>	<b>14,881.63</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>10,529.26</b>	<b>15,897.73</b>	<b>17,116.60</b>	<b>18,832.72</b>	<b>20,706.62</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	829.92	4,487.70	1,167.27	1,427.20	1,712.43
折旧摊销	374.00	374.51	201.17	215.46	221.84
财务费用	6.87	22.00	(114.23)	(119.35)	(146.44)
投资损失	(1.34)	(4,297.10)	(2.10)	(5.00)	(6.00)
营运资金变动	(267.89)	1,846.86	51.24	(592.63)	(12.26)
其它	337.65	(1,118.10)	21.98	99.43	103.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,279.22</b>	<b>1,315.87</b>	<b>1,325.33</b>	<b>1,025.11</b>	<b>1,873.55</b>
资本支出	296.64	44.76	227.49	229.37	90.26
长期投资	22.20	1.49	14.00	45.00	16.00
其他	(1,262.08)	4,626.47	(370.15)	(514.72)	(212.10)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(943.24)</b>	<b>4,672.72</b>	<b>(128.66)</b>	<b>(240.35)</b>	<b>(105.85)</b>
债权融资	1.10	1.10	334.43	145.54	140.36
股权融资	1,570.81	260.79	450.05	196.73	248.77
其他	(633.15)	(845.03)	(498.79)	(774.16)	(677.69)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>938.76</b>	<b>(583.13)</b>	<b>285.70</b>	<b>(431.89)</b>	<b>(288.56)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,274.74</b>	<b>5,405.45</b>	<b>1,482.36</b>	<b>352.87</b>	<b>1,479.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7,651.78</b>	<b>8,530.97</b>	<b>9,787.98</b>	<b>11,222.16</b>	<b>12,853.11</b>
营业成本	2,747.79	3,083.08	3,580.02	4,077.75	4,629.66
营业税金及附加	120.35	129.03	123.33	141.40	161.95
营业费用	3,070.37	3,265.17	3,523.67	3,894.09	4,280.09
管理费用	724.60	933.97	1,154.98	1,402.77	1,670.90
财务费用	5.41	(39.01)	(114.23)	(119.35)	(146.44)
资产减值损失	107.18	117.86	109.28	111.44	112.86
公允价值变动收益	(0.93)	2.81	(1.84)	0.21	0.47
投资净收益	1.34	4,297.10	2.10	5.00	6.00
其他	(0.82)	(8,916.85)	(0.51)	(10.42)	(12.95)
<b>营业利润</b>	<b>876.48</b>	<b>5,657.81</b>	<b>1,411.19</b>	<b>1,719.28</b>	<b>2,150.58</b>
营业外收入	136.03	91.91	135.00	150.00	150.00
营业外支出	7.45	24.80	25.00	19.08	22.96
<b>利润总额</b>	<b>1,005.06</b>	<b>5,724.92</b>	<b>1,521.19</b>	<b>1,850.20</b>	<b>2,277.62</b>
所得税	175.15	1,237.22	330.10	323.78	461.68
<b>净利润</b>	<b>829.92</b>	<b>4,487.70</b>	<b>1,191.09</b>	<b>1,526.41</b>	<b>1,815.93</b>
少数股东损益	45.56	59.02	23.82	99.22	103.51
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>784.35</b>	<b>4,428.68</b>	<b>1,167.27</b>	<b>1,427.20</b>	<b>1,712.43</b>
每股收益(元)	1.09	6.16	1.62	1.98	2.38

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.58%	11.49%	14.73%	14.65%	14.53%
营业利润	26.51%	545.51%	-75.06%	21.83%	25.09%
归属于母公司净利润	25.97%	464.63%	-73.64%	22.27%	19.99%
<b>获利能力</b>					
毛利率	64.09%	63.86%	63.42%	63.66%	63.98%
净利率	10.25%	51.91%	11.93%	12.72%	13.32%
ROE	12.06%	41.11%	9.82%	11.03%	12.06%
ROIC	17.05%	97.21%	32.36%	40.90%	42.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.52%	29.34%	27.70%	28.21%	28.13%
净负债率	25.59%	12.11%	-22.24%	-33.22%	-27.45%
流动比率	1.80	2.57	2.78	2.80	2.90
速动比率	1.47	2.32	2.48	2.51	2.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.39	5.83	6.00	6.21	5.54
存货周转率	7.35	7.75	7.87	7.93	7.69
总资产周转率	0.82	0.65	0.59	0.62	0.65
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.09	6.16	1.62	1.98	2.38
每股经营现金流	1.78	1.83	1.84	1.43	2.61
每股净资产	9.05	14.98	16.54	17.99	19.74
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.33	7.67	29.12	23.82	19.85
市净率	5.22	3.16	2.86	2.63	2.39
EV/EBITDA	18.77	5.15	16.91	13.68	10.53
EV/EBIT	26.48	5.49	19.53	15.52	11.70

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com