

研究所

证券分析师：

胡博新 S0350517060001  
hubx@ghzq.com.cn

## 丁苯酞氯化钠获批临床，西药制剂再添新品种

### ——丽珠集团（000513）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
丽珠集团	-0.3	-0.2	29.3
沪深 300	-3.2	-7.1	-6.3

#### 市场数据

2018-07-20

当前价格（元）	48.48
52 周价格区间（元）	35.05 - 61.74
总市值（百万）	34859.56
流通市值（百万）	22257.91
总股本（万股）	71905.02
流通股（万股）	70516.47
日均成交额（百万）	319.73
近一月换手（%）	25.92

#### 相关报告

《丽珠集团（000513）事件点评：营销改革促进业绩高增长，原料药发展略超预期》——2017-08-23

《丽珠集团（000513）事件点评：业绩稳步增长，产业升级加速释放新的增长空间》——2017-03-28

《丽珠集团（000513）季报点评：？潜力品种发力，持续高增长》——2016-10-28

《丽珠集团（000513）股权激励点评：股权激励完善利益均衡机制(增持)\*生物医药\*朱玮琳》——2014-12-16

《丽珠集团（000513）2014 中报点评：业绩基

#### 事件：

7月19日丽珠集团发布公告：公司下属全资子公司丽珠集团利民制药厂收到CFDA核准签发的丁苯酞氯化钠注射液的《药物临床试验批件》。

#### 投资要点：

- **丁苯酞注射液市场正处于高速增长阶段，2012-2017年PDB样本医院销售额CAGR为45.41%，2017年国内市场规模已经达到约13亿元。**丁苯酞整体市场目前仍处于成长阶段，2012-2017年PDB样本医院销售额CAGR为23.66%，根据IQVIA统计，2017年国内销售总额为26.98亿元。丁苯酞有注射剂和胶囊剂两种剂型，注射剂剂型处于高速增长阶段，2012-2017年PDB样本医院销售额CAGR为45.41%，根据IQVIA统计，2017年国内销售总额为12.84亿元；注射剂剂型占比亦逐年攀升，从2012年的12.4%上升至2018Q1的51.0%。丁苯酞用于治疗急性缺血性脑卒中患者神经功能缺损，我国每年新增急性缺血性脑卒中患者约450万人，每个患者一次发病需要使用注射剂28针，约8000元，假设有20%的患者发病后使用丁苯酞注射剂，那么预计丁苯酞注射剂的市场空间约为72亿元，市场潜力大。
- **公司有望成为国内第二家进入丁苯酞药物市场的企业，预计丁苯酞氯化钠注射液会成为公司的过亿品种。**目前国内已上市的丁苯酞仅有石药集团的恩必普，暂无其他厂家取得生产批件，亦无其它企业正在开展临床试验。目前仅本公司获得了临床批件，南京优科、丽珠合成的丁苯酞注射液已申请临床，但仍处在审评审批中。我们认为丽珠集团有望成为国内第二家进入丁苯酞药物市场的企业。假设未来公司能占据丁苯酞注射液25%的市场份额，按照2017年13亿的市场规模来算，那么公司丁苯酞的年销售额至少能达到3.25亿元。
- **西药制剂板块现有产品稳定增长，丰富的在研产品确保了未来稳健增长的可持续性。**重点品种今年上半年延续稳健增长的态势，艾普拉唑受益于进入国家医保、新增适应症进入快速放量阶段，2018年Q1PDB样本医院销售额同比增长35.57%；亮丙瑞林微球2018年Q1PDB样本医院销售额同比增长14.59%。公司在西药制剂板块有丰富的产品线。除丁苯酞注射剂获批临床外，公司还有注射用高纯度尿促性素、注射用丹曲林钠获（第十三批优先审评程序药品孤儿药）、注

本符合预期，单季业绩改善明显（增持）\*医药生物\*马金良》——2014-08-27

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

射用紫杉醇聚合物胶束及辅料等品种已经进入临床试验阶段；微球整条管线在进行中的项目有 9 个，且该管线品种临床实验时间缩短到 1 年以内。

- **长期来看，看好公司在生物药领域的发展。**目前公司生物药研发进展顺利，公司目前有 7 个已经申报临床或已经进入临床试验阶段的品种，另有 7 个储备项目未来准备申报临床。在研项目中注射用重组人绒促性素（rhCG）III 期临床进展顺利，注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体 II 期临床进展顺利。
- **盈利预测和投资评级：**公司营收结构持续优化，西药制剂和原料药的增长能够对冲掉中药制剂业绩下滑带来的风险，短期内预计整体业绩将稳定增长。长期来看，一方面化药在研产品未来增长可期，重组 HCG 注射预计 2019 年上市、用丹曲林钠以孤儿药进入优先审评，微球整条管线的品种临床实验时间缩短到 1 年以内；另一方面生物药研发进展顺利，其中注射用重组人绒促性素（rhCG）III 期临床进展顺利，注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体 II 期临床进展顺利。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.66 元、1.81 元和 2.01 元，对应 PE 分别为 29.20、26.82 和 24.12 倍。公司成长性较高，**维持买入评级。**
- **风险提示：**新药临床失败风险；产品放量不达预期；研发进度不达预期；产品降价风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	8531	9620	10972	12572
增长率(%)	11%	13%	14%	15%
净利润（百万元）	4429	1194	1300	1445
增长率(%)	465%	-73%	9%	11%
摊薄每股收益（元）	8.01	1.66	1.81	2.01
ROE(%)	39.42%	9.59%	9.44%	9.48%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 2017 年样本医院丁苯酞销售额达 10.7 亿元

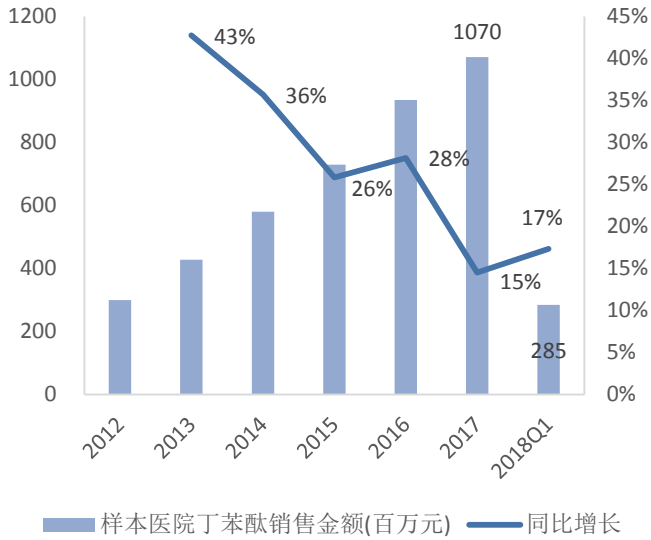
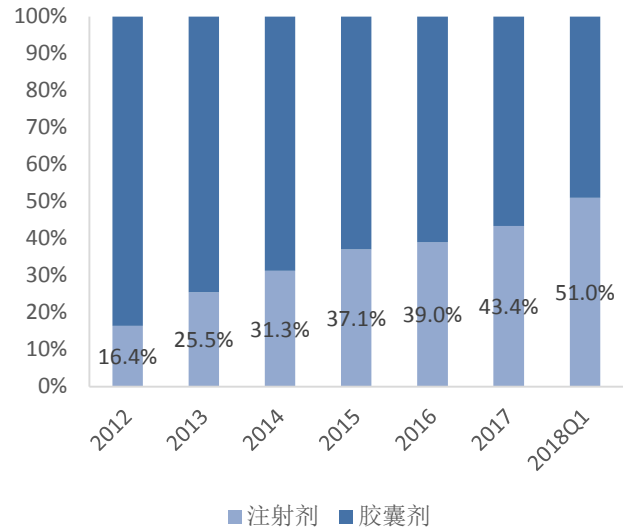


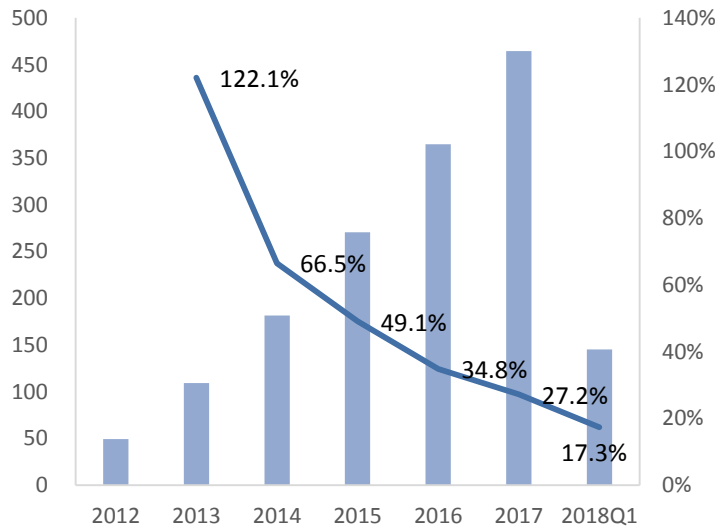
图 2: 丁苯酞注射液剂型占比逐年攀升



资料来源: PDB、国海证券研究所

资料来源: PDB、国海证券研究所

图 3: 丁苯酞氯化钠注射液样本医院销售额 (百万元)



资料来源: PDB、国海证券研究所

图 4: 丽珠集团生物药研发管线

代号	药品名称	原研药	适应症	国内研发进展						状态开始日	备注	
				报临床	临床批件	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	报生产			批准上市
LZM003	注射用重组人绒毛膜促性腺素	注射用重组人绒毛膜促性腺素 (艾泽)	1.接受辅助生殖技术如体外受精(IVF)前进行超排卵的妇女2.无排卵或少排卵妇女	1	1	1	1	1			2017/2/1	Biosimilar
AT132	注射用重组人源化抗肿瘤坏死因子 $\alpha$ 单克隆抗体	阿达木单抗	类风湿关节炎	1	1	1	1				2017/3/1	Adalimumab Biobetter
LZM009	注射用重组人源化抗PD-1单克隆抗体	纳武单抗	晚期实体瘤	1	1	1					2018/6/11	创新型单抗
LZM002	重组人鼠嵌和抗CD20单克隆抗体注射液	利妥昔单抗	非霍奇金淋巴瘤	1	1						2017/9/12	Rituximab biosimilar
LZM005	重组抗HER2结构域II人源化单克隆抗体注射液	曲妥珠单抗	乳腺癌	1	1						2017/9/11	Pertuzumab Biobetter
LKM004	重组全人源抗RANKL单克隆抗体注射液	地诺单抗	骨质疏松症	1							2017/12/21	Denosumab Biobetter
LZM008	重组人源化抗人IL-6R单克隆抗体注射液	托珠单抗	类风湿关节炎	1							2018/2/7	生物类似药, 此前从瑞士Epirus获得
	OX40			计划中								
	IL17A&F			计划中								
	HER2ADC			计划中								
	BDCA2/TIM3/PDL-1			计划中								
	CD3/HER2			计划中								
	CD3/EpCAM			计划中								
	双靶点二代CAR-T			计划中								

资料来源: CDE、药智网、公司公告、国海证券研究所

附表：丽珠集团盈利预测表

证券代码:	000513.SZ				股价:	48.48	投资评级:	买入	日期:	2018-07-20
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	39%	10%	9%	9%	EPS	8.01	1.66	1.81	2.01	
毛利率	64%	63%	64%	64%	BVPS	19.47	16.64	18.45	20.46	
期间费率	50%	49%	50%	51%	<b>估值</b>					
销售净利率	52%	12%	12%	11%	P/E	6.06	29.20	26.82	24.12	
<b>成长能力</b>					P/B	2.49	2.91	2.63	2.37	
收入增长率	11%	13%	14%	15%	P/S	3.14	3.62	3.18	2.77	
利润增长率	465%	-73%	9%	11%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.54	0.55	0.56	0.57	营业收入	8531	9620	10972	12572	
应收账款周转率	3.32	3.32	3.32	3.32	营业成本	3083	3520	3972	4468	
存货周转率	2.80	2.80	2.80	2.80	营业税金及附加	129	144	165	189	
<b>偿债能力</b>					销售费用	3265	3656	4279	5029	
资产负债率	29%	29%	30%	31%	管理费用	934	962	1097	1257	
流动比	2.57	2.78	2.80	2.81	财务费用	(39)	(82)	(96)	(110)	
速动比	2.32	2.52	2.54	2.55	其他费用/(-收入)	4182	(4)	(5)	(6)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	5658	1416	1550	1734	
现金及现金等价物	7416	9168	10633	12242	营业外净收支	67	90	90	90	
应收款项	2566	2894	3300	3782	利润总额	5725	1506	1640	1824	
存货净额	1103	1311	1479	1665	所得税费用	1237	288	314	349	
其他流动资产	265	298	339	387	净利润	4488	1218	1326	1475	
<b>流动资产合计</b>	<b>11350</b>	<b>13670</b>	<b>15752</b>	<b>18076</b>	少数股东损益	59	24	27	29	
固定资产	3321	3289	3260	3234	归属于母公司净利润	4429	1194	1300	1445	
在建工程	70	70	70	70	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	264	203	188	180	经营活动现金流	1316	1536	1789	1942	
长期股权投资	93	94	95	96	净利润	4488	1218	1326	1475	
<b>资产总计</b>	<b>15898</b>	<b>17628</b>	<b>19667</b>	<b>21959</b>	少数股东权益	59	24	27	29	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	359	359	349	345	
应付款项	1164	1299	1467	1651	公允价值变动	3	0	0	0	
预收帐款	115	114	131	150	营运资金变动	(3593)	(1072)	(1319)	(1523)	
其他流动负债	3132	3500	4020	4625	投资活动现金流	4673	529	28	25	
<b>流动负债合计</b>	<b>4411</b>	<b>4914</b>	<b>5618</b>	<b>6425</b>	资本支出	151	32	29	26	
长期借款及应付债券	1	1	1	1	长期投资	(1)	(1)	(1)	(1)	
其他长期负债	252	262	272	282	其他	4523	498	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>253</b>	<b>263</b>	<b>273</b>	<b>283</b>	筹资活动现金流	(4236)	9	9	9	
<b>负债合计</b>	<b>4664</b>	<b>5177</b>	<b>5891</b>	<b>6708</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	553	719	719	719	权益融资	15	0	0	0	
股东权益	11234	12451	13776	15250	其它	(4251)	9	9	9	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15898</b>	<b>17628</b>	<b>19667</b>	<b>21959</b>	现金净增加额	1752	2074	1826	1976	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对 OTC 和原料药行业有长期跟踪经验。

王安艺，香港中文大学生物医学工程硕士，2年证券行业医药研究经验，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械和中药 OTC 板块。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

## 【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。