

丽珠集团 (000513) \ 医药生物

——业绩符合预期，西药制剂、原料药持续增长

事件：

8月17日晚公司发布半年报，上半年实现营收45.65亿，同比增长6.78%；实现归母净利6.33亿，同比增加25.66%；实现归母扣非净利5.71亿，同比增加25.45%，业绩符合预期。公司发布前三季度业绩预告，归母扣非净利润为7.95-8.62亿，同比增加17.06%-26.95%，其中第三季度归母扣非净利2.24亿-2.91亿，同比增加0-30%。

投资要点：

➤ **上半年公司西药制剂同比增长14.18%，专科制剂销售增速分化。**得益于制剂业务策略促进低产医院品种上量、开发空白医院市场，亮丙瑞林和消化道类用药雷贝拉唑、艾普拉唑维持快速增长，Q2销售同比分别增长34%、32%、26%。原有大品种参芪扶正和鼠神经生长因子继续承压，参芪扶正、鼠神经生长因子上半年销额同比分别下降35%、18%。

➤ 原料药稳健增长。

上半年公司原料药实现营收11.99亿，同比增加19.49%，毛利率23.40%，同比下降1.17个百分点；第二季度原料药实现收入6.24亿，同比增加17.33%。原料药高端抗生素中部分品种在非规范市场销量明显增加。小品种米尔贝肱、盐酸万古霉素持续增长。

➤ 维持推荐评级。

公司亮丙瑞林、消化道类制剂、精神类制剂销售增速较快，原料药小品种快速增长，诊断试剂自有品种比例提升，且公司丽珠单抗融资展开促进公司研发推进、股权激励重启，长期看好公司发展。预计2018-2020年EPS分别为1.49、1.70、1.95元，PE分别为26、23、20倍，维持推荐评级。

➤ 风险提示

研发不及预期；鼠神经生长因子、参芪扶正下滑

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,651.78	8,530.97	9,329.94	10,703.32	12,412.33
增长率 (%)	15.58%	11.49%	9.37%	14.72%	15.97%
EBITDA (百万元)	1,397.00	5,707.37	1,466.62	1,643.05	1,797.27
净利润 (百万元)	784.35	4,428.68	1,069.67	1,223.73	1,405.37
增长率 (%)	25.97%	464.63%	-75.85%	14.40%	14.84%
EPS (元/股)	1.98	8.09	1.49	1.70	1.95
市盈率 (P/E)	35.59	6.57	26.10	22.81	19.86
市净率 (P/B)	4.29	2.59	2.41	2.23	2.06
EV/EBITDA	12.04	3.07	11.43	10.07	8.92

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：38.82元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	719/458
流通A股市值 (百万元)	18,440
每股净资产 (元)	20.03
资产负债率 (%)	28.94
一年内最高/最低 (元)	82.80/47.49

一年内股价相对走势



夏禹 分析师

执业证书编号：S0590518070004

电话：0510-82832787

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

相关报告

- 《丽珠集团 (000513) \ 医药生物行业》
《业绩符合预期，多项业务稳健增长》
- 《丽珠集团 (000513) \ 医药生物行业》
《基石稳固，产品升级华丽转型》

1. 主要经营情况分析

公司第二季度实现营收 21.96 亿，同比增加 2.18%，实现归母净利 2.86 亿，同比增加 24.89%。

图表 1：公司主要产品销售情况（单位：百万元）

类别	品种	2018H1	上半年同比	2018Q1	一季度同比	2018Q2	二季度同比
制剂	亮丙瑞林	359	27%	178	22%	181	34%
制剂	尿促卵泡素	273	4%	105	7%	168	2%
制剂	艾普拉唑	281	34%	140	45%	141	26%
制剂	雷贝拉唑	126	50%	73	67%	53	32%
制剂	得乐系列	84	5%				
制剂	鼠神经生长因子	229	-18%	117	-18%	112	-18%
制剂	抗病毒颗粒	210	30%	181	37%	29	-2%
制剂	伏立康唑	139	44%	89	60%	50	23%
制剂	氟伏沙明	53	24%	29	32%	24	16%
制剂	参芪扶正	546	-35%	298	-25%	248	-44%
原料药	阿卡波糖	110	5%	57	13%	54	-2%
原料药	米尔贝肟	78	110%	41	240%	37	47%
原料药	林可霉素	71	4%	34	53%	37	-20%
原料药	盐酸万古霉素	62	16%				

来源：公司公告，国联证券研究所

1.1. 上半年公司西药制剂同比增长 14.18%，专科制剂销售增速分化

促性激素类亮丙瑞林继续快速增长，Q2 增速为 34%。尿促卵泡素增速下滑，预计与目前新生儿数量承压有关。

消化道类制剂增速较高，雷贝拉唑、艾普拉唑增速分别为 32%、26%。艾普拉唑的注射剂型 1 月份已取得注册批件，注射剂型放量后有望增加该品种销售。

抗感染用药伏立康唑、精神领域用药氟伏沙明增速较快，Q2 增速分别为 23%、16%。

整体来看，公司制剂在促进低产医院上量、开发空白医院、拓展基层市场的策略下实现稳健增长，但部分品种继续承压。

中药制剂中，参芪扶正二季度实现销售 2.48 亿，同比减少 44%，销售继续承压。对于参芪扶正，公司一方面增加基层销售，另一方面进行海外认证，参芪扶正获美国 FDA 批准 1 期临床，已进入临床研究阶段，后续销售有望好转。流感影响因素减弱，二季度抗病毒颗粒销售 0.29 亿，同比减少 2%。

鼠神经生长因子 Q2 实现收入 1.12 亿，同比减少 18%，环比略有下降。在新版医保目录限制医保适用范围后，鼠神经生长因子销售持续承压。

1.2. 原料药销售快速增长

上半年公司原料药实现营收 11.99 亿，同比增加 19.49%，毛利率 23.40%，同比下降 1.17 个百分点，第二季度原料药实现收入 6.24 亿，同比增加 17.33%。2018 年上半年，公司原料药高端抗生素中部分品种在非规范市场销量明显增加，兽药部分重点品种欧美市场继续发力。

从品种来看，小品种米尔贝肟、盐酸万古霉素持续增长，上半年实现营收 0.78 亿、0.62 亿，同比分别增加 110%、16%。大品种阿卡波糖上半年增长 5%，二季度增速放缓。研发管线补充了抗糖尿病、慢性支气管炎、新型抗生素及高端兽药品种。公司原料药小品种众多，依靠众多小品种的增长，原料药板块有望持续增长。

1.3. 精准医疗：诊断试剂持续增长，丽珠单抗启动重组、融资

上半年公司诊断试剂和设备销售额为 3.38 亿元，同比增加 16.9%，毛利率增加 3.86 个百分点。目前代理品种占比下降，自产品收入持续提升，促进毛利率提升。公司新建了免疫 POCT 研发团队及苏州研发中心，有望增加公司自有品种，带动该板块销售。

本期丽珠集团通过境外全资子公司 Livzon International Limited 与 YF Pharmab Limited 共同增资 Livzon Biologics Limited，为丽珠单抗提供资金支持，优化丽珠单抗资本结构。YF Pharmab Limited 出资 5000 万美元，丽珠集团出资 9830 万美元。本期 CAR-T 平台建立并验证单靶点 CAR-T 体外功能；重组抗 HER2 单抗 I 期临床试验完成，准备 II 期临床。

1.4. 费用端：销售费用下降，财务费用大幅减少

本期销售费用 16.80 亿，同比减少 0.29%，其中除员工薪酬增加 0.31 亿外，市场宣传及推广费用减少 0.35 亿；管理费用 2.51 亿，同比增加 9.69%，主要系员工薪酬增加所致；财务费用-1.14 亿，同比大幅减少，本期利息收入近 1 亿，同比增加 0.83 亿，汇兑收益增加 0.3 亿，促使财务费用大幅下降。本期财务费用下降是业绩增长的重要驱动因素之一。

图表 2: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,690.81	5,918.31	6,901.79	7,468.19	8,408.63	营业收入	7,651.7	8,530.9	9,329.9	10,703.3	12,412.3
应收账款+票据	2,026.16	2,566.05	2,456.25	3,305.34	3,376.21	营业成本	2,747.7	3,083.0	3,491.5	4,056.22	4,741.56
预付账款	87.73	126.47	116.11	165.71	163.73	营业税金及附加	120.35	129.03	141.11	161.89	187.74
存货	1,099.20	1,102.62	1,390.88	1,505.92	1,880.32	营业费用	3,070.3	3,265.1	3,545.3	4,013.74	4,617.39
其他	689.75	124.26	0.00	0.00	0.00	管理费用	724.60	933.97	1,006.1	1,154.27	1,338.58
流动资产合计	5,599.67	9,846.45	10,873.7	12,453.8	13,837.6	财务费用	5.41	-39.01	-256.37	-287.36	-317.50
长期股权投资	91.11	92.60	92.60	92.60	92.60	资产减值损失	107.18	117.86	67.81	77.79	90.21
固定资产	3,340.98	3,321.22	3,048.74	2,981.01	2,885.86	公允价值变动收益	-0.93	2.81	0.00	0.00	0.00
在建工程	201.73	70.28	300.00	300.00	300.00	投资净收益	-0.37	1.49	0.00	0.00	0.00
无形资产	298.90	263.80	233.67	178.20	122.74	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	472.65	672.75	589.20	530.97	530.97	营业利润	874.77	5,657.8	1,334.3	1,526.78	1,754.36
非流动资产合计	4,405.38	4,420.65	4,264.21	4,082.79	3,932.17	营业外净收益	130.30	67.11	0.00	0.00	0.00
资产总计	10,005.0	14,267.1	15,137.9	16,536.6	17,769.7	利润总额	1,005.0	5,724.9	1,334.3	1,526.78	1,754.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	175.15	1,100.1	200.15	229.02	263.15
应付账款+票据	911.51	1,163.53	1,186.39	1,543.61	1,647.66	净利润	829.92	4,487.7	1,134.2	1,297.76	1,491.21
其他	1,987.20	1,869.25	1,850.47	1,900.14	1,889.33	少数股东损益	45.56	59.02	64.53	74.02	85.84
流动负债合计	2,898.71	3,032.78	3,036.87	3,443.74	3,536.99	归属于母公司净利	784.35	4,428.6	1,069.6	1,223.73	1,405.37
长期带息负债	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70						
负债合计	2,899.41	3,033.48	3,037.57	3,444.44	3,537.69						
少数股东权益	599.65	460.88	525.41	599.43	685.28						
股本	425.73	553.23	553.23	553.23	553.23						
资本公积	1,679.99	1,648.48	1,648.48	1,648.48	1,648.48						
留存收益	4,400.27	8,571.02	9,373.28	10,291.0	11,345.1						
股东权益合计	7,105.64	11,233.6	12,100.4	13,092.2	14,232.1						
负债和股东权益总	10,005.0	14,267.1	15,137.9	16,536.6	17,769.7						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	824.78	-35.75	1,134.20	1,297.76	1,491.21
折旧摊销	374.00	374.51	388.64	403.64	360.41
财务费用	6.87	22.00	-256.37	-287.36	-317.50
存货减少	-182.10	-44.91	-288.25	-115.05	-374.40
营运资金变动	161.85	837.71	248.86	-491.81	24.35
其它	81.27	198.35	67.81	77.79	90.21
经营活动现金流	1,266.69	1,351.89	1,294.88	884.97	1,274.28
资本支出	368.46	294.15	300.00	300.00	300.00
长期投资	672.58	189.93	0.00	0.00	0.00
其他	97.79	5,156.80	-0.34	0.00	0.00
投资活动现金流	-943.24	4,672.72	-300.34	-300.00	-300.00
债权融资	-300.00	-350.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,518.30	15.00	0.00	0.00	0.00
其他	-279.54	-248.13	-11.05	-18.57	-33.84
筹资活动现金流	938.76	-583.13	-11.05	-18.57	-33.84
现金净增加额	1,282.30	5,375.08	983.49	566.40	940.44

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.58%	11.49%	9.37%	14.72%	15.97%
EBIT	23.44%	421.30	11.37%	14.97%	15.93%
EBITDA	21.51%	308.54	-74.30	12.03%	9.39%
归属于母公司净利	25.97%	464.63	-75.85	14.40%	14.84%
获利能力					
毛利率	64.09%	63.86%	62.58%	62.10%	61.80%
净利率	10.85%	50.49%	12.16%	12.12%	12.01%
ROE	12.06%	39.44%	9.24%	9.80%	10.37%
ROIC	15.12%	61.81%	13.43%	15.35%	16.15%
偿债能力					
资产负债	28.98%	21.26%	20.07%	20.83%	19.91%
流动比率	1.93	3.25	3.58	3.62	3.91
速动比率	1.31	2.84	3.12	3.18	3.38
营运能力					
应收账款周转率	3.87	3.40	3.89	3.31	3.77
存货周转率	2.50	2.80	2.51	2.69	2.52
总资产周转率	0.76	0.60	0.62	0.65	0.70
每股指标 (元)					
每股收益	1.98	8.09	1.49	1.70	1.95
每股经营现金流	1.76	1.88	1.80	1.23	1.77
每股净资产	9.05	14.98	16.10	17.37	18.84
估值比率					
市盈率	35.59	6.57	26.10	22.81	19.86
市净率	4.29	2.59	2.41	2.23	2.06
EV/EBITDA	12.04	3.07	11.43	10.07	8.92
EV/EBIT	16.44	3.29	15.55	13.35	11.16

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810