



2018-08-21

公司研究报告

买入/维持

丽珠集团(000513)

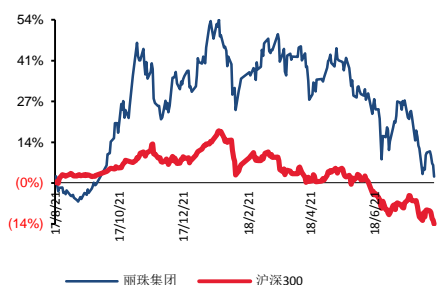
目标价: 54.0

昨收盘: 35.60

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

业绩符合预期,“大专科+大生物”稳步推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	719/704
总市值/流通(百万元)	27,914/27,318
12个月最高/最低(元)	78.69/38.82

相关研究报告:

丽珠集团(000513)《丽珠单抗A轮融资引入战投,预计未来IPO估值百亿级别》--2018/06/23

丽珠集团(000513)《“大专科+大生物”布局稳步推进》--2018/04/01

丽珠集团(000513)《艾普拉唑注射剂获批在即,30亿元重磅品种即将诞生》--2018/01/02

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120042

事件: 公司发布 2018 年中报, 实现营业收入 45.7 亿元 (+6.8%), 归母净利润 6.3 亿元 (+25.7%), 扣非后归母净利润 5.7 亿元 (+25.5%); 前三季度业绩预告: 净利润 8.8-9.5 亿元, 扣非后归母净利润 8.0-8.6 亿元, 同比增速 17.1%-27.0%。

二线品种持续放量, 业绩符合预期。上半年公司实现收入 45.7 亿元, 同比增速 6.8%, 净利润 6.3 亿元, 同比增速 25.7%, 主要原因一线品种销售承压, 二线品种持续高增长: **1) 升级包装&渠道拓展, 一线品种下滑可控:** 参芪扶正 18H1 销售收入 5.5 亿元, 同比下滑 34.7%, 销量降幅 29.8%, 符合我们前期判断, 定位高端市场的软袋装参芪扶正 8 月中下旬正开始发货, 此外公司积极开拓二级及以下医院市场 (二级及以下占比 43%, 未来有望持续提升), 加上 17H2 基数, 预计全年参芪扶正下滑收窄, 控制在 30% 以内; 鼠神经因子收入 2.3 亿元, 同比下滑 18.1%, 预计全年与上半年持平, 预期销量下滑 15% 以内; **2) 二线重点品种持续放量, 维持业绩稳健增长:** 亮丙瑞林微球和尿促卵泡素销售收入分别为 3.6 亿元、2.7 亿元, 同比增长分别为 27.4% 和 3.9%; 消化道领域艾普拉唑、雷贝拉唑销售收入分别为 2.8 亿元、1.3 亿元, 同比增长分别为 34.5%、50.1%, 预计艾普拉唑口服+针剂峰值收入有望达 30 亿; 受流感影响, 抗病毒颗粒销售收入 2.1 亿元, 同比增长 29.9%; 伏立康唑销售收入 1.4 亿元, 同比增长 44.5%; **3) 原料药和中间体:** 销售收入 12 亿元, 同比增长 19.5%, 预计原料药业务全年保持稳定增长; **4) 诊断试剂及设备:** 销售收入 3.4 亿元, 同比增速 16.9%, 毛利率增加 3.86 个百分点, 主要原因是营销改革下, 自产品占比显著提升。

在研项目顺利推进, 生物药 19 年有望进入收获期。上半年研发费用 2.4 亿元, 同比增速 42.2%, 预计全年费用化研发费用 5-6 亿元, 研发持续高投入确保在研项目顺利推进: **1) 单抗药物:** 抗 HER2 单抗完成 1 期临床, 准备进入 2 期临床, 预计临床方案为联合赫赛汀、多西他赛治疗晚期乳腺癌的单臂试验, 未来有望以 ORR 数据申报生产, 2019 年底获批上市, 成为公司首个获批单抗药物; 抗 TNF- α 单抗目前处于 2 期临床; 重组人绒促性素完成 1 期临床, 3 期临床进展顺利; PD-1 美国 1 期临床基本完成, 国内正在进行 1 期爬坡试验, 预计将筛选鼻咽癌、头颈部癌和尿道上皮癌等 3-5 个适应症开展临床研究; **2)**

微球缓释制剂：曲普瑞林微球（1 个月缓释）预计今年开展临床、曲普瑞林（3 个月缓释）已报临床；**3）一致性评价：**20 多个一致性评价项目，其中替硝唑片、克拉霉素片已进入临床研究阶段。

详细的业绩拆分及预测，请见尾页。

“大专科+大生物”，市值 5 年 3-4 倍空间。**大专科：**重点打造促性激素、消化道、肿瘤、神经、自身免疫疾病等 5 大优势专科领域，同时深度布局以微球为核心的高端制剂平台；**大生物：**抗体药物、液体活检、体外诊断和检测服务稳步推进，打造“检测+药品+服务”精准医疗全产业链。随着各产品线研发不断推进&产品不断上市，产品结构不断优化，估值将不断提升，预计 3-5 年千亿市值。

盈利预测与投资建议：仅考虑内生，预计 18-20 年净利润 11.11/12.47/14.38 亿元，对应 EPS 1.55/1.73/2.00 元，对应 PE 分别为 23/21/18 倍，估值低廉。看好“大专科+大生物”中长期发展，手握超 60 亿净现金，未来 3-5 年具千亿市值空间，维持“买入”评级。

风险提示：产品放量不及预期；研发进展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8531	9160	10010	11094
(+/-%)	11%	7%	9%	11%
净利润(百万元)	4428	1111	1247	1438
(+/-%)	464%	-75%	12%	15%
摊薄每股收益(元)	8.00	1.55	1.73	2.00
市盈率(PE)	4	23	21	18

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：丽珠集团盈利拆分及预测

盈利拆分及预测	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
原料药						
收入	2103	2439	2614	2804	3008	3229
增速	21%	16%	7%	7%	7%	7%
毛利率	23.6%	26.6%	27.7%	28.3%	28.8%	29.3%
净利率	10.0%	13.0%	14.2%	14.7%	15.3%	15.8%
净利润	211	317	371	413	459	509
贡献母公司净利润	204	310	362	404	449	497
增速	66%	52%	17%	11%	11%	11%
其中：1、丽珠合成制药	716	931	978	1027	1078	1132
净利率	7%	11%	12%	13%	13%	14%
贡献母公司净利润	52	104	120	132	145	160
2、新北江制药（92.14%股权）	553	553	608	669	736	810
净利率	16%	17%	18%	18%	18%	18%
净利润	87	95	110	121	133	146
贡献母公司净利润	80	88	101	111	122	135
3、福州福兴医药	443	509	560	616	678	745
净利率	19%	24%	25%	25%	25%	25%
贡献母公司净利润	82	123	142	156	171	189
4、宁夏福兴制药	425	446	468	491	516	542
净利率	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
贡献母公司净利润	-11	-6	-1	4	9	14
化学制剂						
收入	3702	4299	4970	5837	6924	8174
增速	16%	16%	16%	17%	19%	18%
毛利率	79.7%	79.5%	79.8%	80.3%	80.7%	81.1%
净利率	11.7%	11.1%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%
净利润	511	572	671	796	951	1130
贡献母公司净利润	434	476	555	661	793	943
增速	11%	10%	17%	19%	20%	19%
其中：1、抗微生物	448	551	623	702	801	920
增速	16%	23%	13%	13%	14%	15%
毛利率	78.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
净利率	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
贡献母公司净利润	40	50	56	63	72	83
增速	5%	23%	13%	13%	14%	15%
其中：伏立康唑	195	273	327	376	414	439
头孢地秦钠	100	100	100	100	100	100
注射用头孢替坦二钠				10	40	80
注射用吉米沙星					10	40
其他	155	178	196	216	237	261
2、消化道	978	1283	1651	2114	2627	3182
增速	36%	31%	29%	28%	24%	21%
毛利率	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
净利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
贡献母公司净利润	147	192	248	317	394	477
增速	36%	31%	29%	28%	24%	21%
其中：艾普拉唑肠溶片	428	578	752	940	1128	1308
增速	50%	35%	30%	25%	20%	16%
艾普拉唑肠剂		30	100	250	450	700
增速			233%	150%	80%	56%
其他	549	674	799	924	1049	1174
3、促性激素	1344	1544	1755	1985	2256	2581
增速	14%	15%	14%	13%	14%	14%
毛利率	66.2%	66.2%	66.2%	66.2%	66.2%	66.2%
净利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	202	232	263	298	338	387
贡献母公司净利润	125	135	148	163	180	201
增速	1%	9%	9%	10%	11%	11%
其中：尿促卵泡素	550	577	606	636	668	702
增速	1%	5%	5%	5%	5%	5%
亮丙瑞林微球（51%股权）	542	705	881	1075	1290	1522
增速	40%	30%	25%	22%	20%	18%
尿促性素	200	210	221	232	241	245

	贡献母公司净利润	-1	-1	-1	-1	-1	-1
其他							
收入		45	45	45	45	45	45
增速		23%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率		38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
净利率		-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	贡献母公司净利润	-2	-2	-2	-2	-2	-2
收入合计		8531	9160	10010	11094	12437	13982
增速		11%	7%	9%	11%	12%	12%
毛利率		63.86%	63.11%	63.85%	64.71%	65.71%	66.64%
净利润合计		971	1039	1180	1346	1581	1922
	归母公司净利润	913	973	1096	1240	1433	1689
	少数股东损益	58	67	84	106	148	233
财务费用		-39	-187	-201	-227	-258	-294
	贡献母公司净利润	33	159	171	193	219	250
资产减值损失		118	110	110	110	110	110
	贡献母公司净利润	-100	-94	-94	-94	-94	-94
公允价值变动净收益		3	-18	0	0	0	0
	贡献母公司净利润	2	-15	0	0	0	0
投资净收益		4522	1	1	1	1	1
其中：对联营和合营企业的投资收益		1	1	1	1	1	1
	贡献母公司净利润	3470	1	1	1	1	1
营业外收支（剔除单抗、疫苗部分）		144	119	129	139	149	159
	贡献母公司净利润	122	101	109	118	126	135
B 转 H 股费用 or 激励费用		14	17	43	24	11	0
	贡献母公司净利润	-12	-14	-37	-20	-9	0
合计：净利润		4487	1178	1331	1544	1825	2215
	归母公司净利润	4428	1111	1247	1438	1677	1982
	增速	464%	-75%	12%	15%	17%	18%
	EPS	8.00	1.55	1.73	2.00	2.33	2.76
	少数股东损益	58	67	84	106	148	233

数据来源：公司公告，太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。