

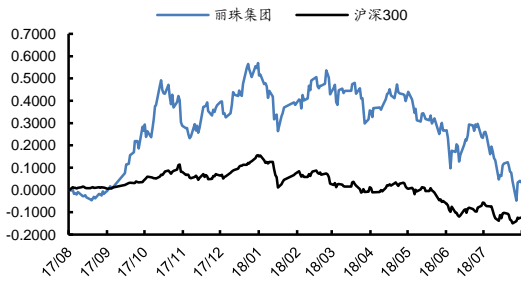
研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

费用控制提高盈利能力，生物药研发进展顺利

——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 | -16.2 | -27.1 | 4.6 |
| 沪深 300 | -7.1 | -12.9 | -12.4 |

市场数据 2018-08-24

| | |
|-------------|---------------|
| 当前价格（元） | 38.65 |
| 52 周价格区间（元） | 35.00 - 61.74 |
| 总市值（百万） | 27791.29 |
| 流通市值（百万） | 17688.88 |
| 总股本（万股） | 71905.02 |
| 流通股（万股） | 70371.76 |
| 日均成交额（百万） | 328.68 |
| 近一月换手（%） | 22.40 |

相关报告

《丽珠集团（000513）事件点评：丁苯酞氯化钠获批临床，西药制剂再添新品种》——2018-07-23

《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

事件：

丽珠集团发布 2018 年中报：2018 年上半年公司实现营业收入 45.65 亿元，同比增长 6.78%；实现归母净利润 6.33 亿元，同比增长 25.66%。公司预计 2018 年前三季度净利润 8.77~9.50 亿元，扣非归母净利润同比增长 17.06%~26.95%。

投资要点：

- 品种增速分化明显，整体来看西药制剂品种和原料药业务稳健增长，其中雷贝拉唑、艾普拉唑、注射用醋酸亮丙瑞林微球等品种延续高增长态势。而鼠神经生长因子和参芪扶正注射液收入贡献占比持续下降。分产品来看：（1）西药制剂——消化道药物：2018H1 贡献收入 6.25 亿元，同比增长 29.25%。总体来看，增长符合预期，具体到产品上，雷贝拉唑增长略超预期，艾普拉唑增长平稳。雷贝拉唑延续了 2017 年的高增长态势，2018H1 贡献收入 1.26 亿元，同比增速达 50%，主要得益于公司渠道下沉，加强基层医院的开发，加大低产医院的上量；艾普拉唑 2018H1 贡献收入 2.81 亿元，增速放缓，但仍有 34.5% 的高增速，预计未来仍可维持；得乐（枸橼酸铋钾胶囊）2018H1 贡献收入 0.84 亿元，同比增长 4.66%，增速有所放缓。（2）西药制剂——心脑血管药物：业绩增长略超预期，2018H1 贡献收入 1.27 亿元，同比增速为 26.92%，增速上行，比上年同期提高了 7.92 个百分点。（3）西药制剂——抗微生物药物：业绩增长亮眼，2018H1 贡献收入 2.93 亿元，同比增长 28.75%，增速上行，比上年同期提高了 21.8 个百分点，我们认为这主要得益于上半年的流感情形。（4）西药制剂——促性激素：业绩增长基本符合预期，2018H1 贡献收入 7.54 亿元，同比增长 13.45%。具体到产品上，尿促卵泡素在去年增速放缓明显，今年增速下降趋势有所改善。2018H1 贡献收入 2.73 亿元，同比增长 3.93%，比 2017 年全年同比增速提高 2.88 个百分点。注射用醋酸亮丙瑞林微球在今年上半年增速放缓，但仍有 27% 的同比增速，2018H1 贡献收入 3.59 亿元。（5）其他西药制剂产品：氟伏沙明和哌罗匹隆收入高速增长，鼠神经生长因子收入贡献占比持续下降。鼠神经生长因子收入加速下滑，2018H1 收入 2.29 亿元，同比下降 18.13%，预计未来销售将继续承压，收入贡献占比将持续下降。氟伏沙明和哌罗匹隆收入快速增长，2018 年上半年收入同比增速分别为 23.85% 和 42.31%，但目前这两个产品体量仍较小，2018H1 总共贡献收入 0.71 亿元。（6）原料药和中间体业

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%。

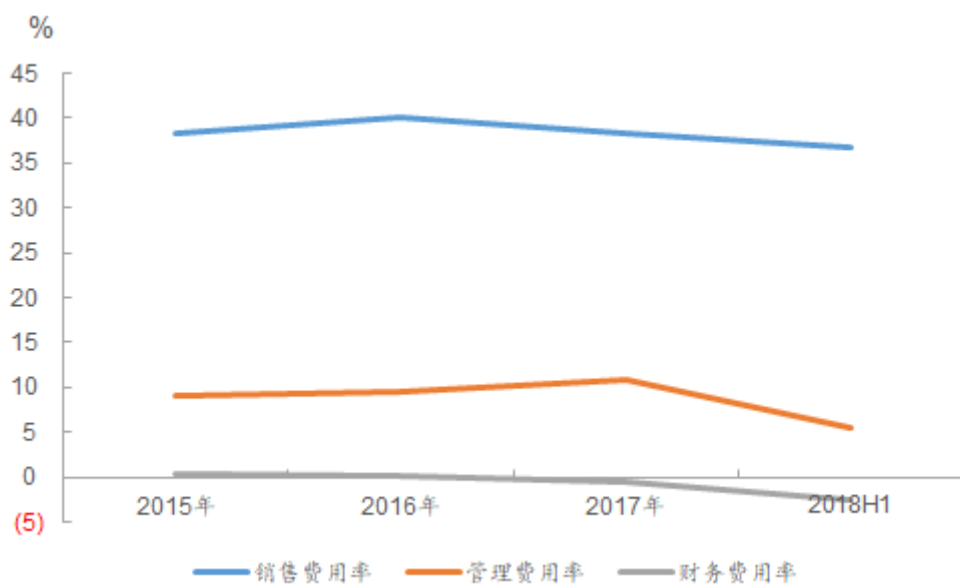
务：2018H1 贡献收入 11.99 亿元，同比增长 19.49%，总体来看基本符合预期。具体到产品上，米尔贝肱和头孢曲松粗品继续维持高速增长，其他原料药产品稳定增长。(7) 中药制剂：2018H1 贡献收入 8.62 亿元，同比下降 20.52%，主要由于参芪扶正注射液收入进一步下滑，2018H1 收入同比下降 34.66%。但抗病毒颗粒在今年上半年受益于流行情形同比增长 29.85%，比 2017 年同比增速提高了 17.4 个百分点，贡献收入 2.10 亿元。(8) 诊断试剂及设备：2018H1 贡献收入 33.76 亿元，同比增长 16.9%，增长略高于我们的预期。

- **从费用端来看，公司 2018 年上半年销售费用和管理费用控制效果明显，归母扣非净利率从 2017 年的 9.6% 上升至 2018H1 的 12.5%。**具体到每一项的费用率来看，公司 2018H1 销售费用率 36.80%，同比下降 2.61pp；管理费用率 5.5%，同比下降 3.87pp。公司盈利能力不断提升。
- **公司在生物药领域研发进展顺利，为未来业绩增长奠定基础。**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部分中药制剂业绩下滑带来的风险，短期内预计西药制剂和原料药业务将保持快速增长，参芪扶正和鼠神经生长因子收入及利润占比快速下降。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 1.62 元、1.85 元和 2.12 元，对应 PE 分别为 23.85、20.90 和 18.20 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 | 9126 | 10069 | 11331 |
| 增长率 (%) | 11% | 7% | 10% | 13% |
| 净利润 (百万元) | 4429 | 1165 | 1329 | 1527 |
| 增长率 (%) | 465% | -74% | 14% | 15% |
| 摊薄每股收益 (元) | 8.01 | 1.62 | 1.85 | 2.12 |
| ROE (%) | 39.42% | 9.35% | 9.58% | 9.86% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 公司 2015 年-2018H1 费用率变化



资料来源: Wind、丽珠集团 2018 年半年报

附表：丽珠集团盈利预测表

| 证券代码: | 000513.SZ | | | | 股价: | 38.65 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2018-08-24 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标与估值 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 39% | 9% | 10% | 10% | EPS | 8.01 | 1.62 | 1.85 | 2.12 | |
| 毛利率 | 64% | 63% | 62% | 63% | BVPS | 19.47 | 16.60 | 18.45 | 20.57 | |
| 期间费率 | 50% | 45% | 44% | 44% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 52% | 13% | 13% | 13% | P/E | 4.83 | 23.85 | 20.90 | 18.20 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.98 | 2.33 | 2.09 | 1.88 | |
| 收入增长率 | 11% | 7% | 10% | 13% | P/S | 2.51 | 3.05 | 2.76 | 2.45 | |
| 利润增长率 | 465% | -74% | 14% | 15% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.53 | 0.52 | 0.53 | 营业收入 | 8531 | 9126 | 10069 | 11331 | |
| 应收账款周转率 | 3.32 | 3.32 | 3.32 | 3.32 | 营业成本 | 3083 | 3404 | 3783 | 4242 | |
| 存货周转率 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 营业税金及附加 | 129 | 137 | 151 | 170 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 3265 | 3441 | 3745 | 4204 | |
| 资产负债率 | 29% | 28% | 28% | 28% | 管理费用 | 934 | 611 | 654 | 737 | |
| 流动比 | 2.57 | 2.92 | 3.03 | 3.10 | 财务费用 | (39) | (81) | (95) | (110) | |
| 速动比 | 2.32 | 2.64 | 2.75 | 2.82 | 其他费用/(-收入) | 4182 | (90) | (90) | (90) | |
| | | | | | 营业利润 | 5658 | 1525 | 1740 | 1998 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 营业外净收支 | 67 | 0 | 0 | 0 | |
| 现金及现金等价物 | 7416 | 9049 | 10519 | 12204 | 利润总额 | 5725 | 1525 | 1740 | 1998 | |
| 应收款项 | 2566 | 2745 | 3029 | 3408 | 所得税费用 | 1237 | 292 | 333 | 382 | |
| 存货净额 | 1103 | 1266 | 1407 | 1578 | 净利润 | 4488 | 1233 | 1407 | 1616 | |
| 其他流动资产 | 265 | 283 | 312 | 350 | 少数股东损益 | 59 | 68 | 77 | 89 | |
| 流动资产合计 | 11350 | 13344 | 15266 | 17540 | 归属于母公司净利润 | 4429 | 1165 | 1329 | 1527 | |
| 固定资产 | 3321 | 3289 | 3260 | 3234 | | | | | | |
| 在建工程 | 70 | 70 | 70 | 70 | 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 无形资产及其他 | 264 | 203 | 188 | 180 | 经营活动现金流 | 1316 | 1461 | 1845 | 2076 | |
| 长期股权投资 | 93 | 94 | 95 | 96 | 净利润 | 4488 | 1233 | 1407 | 1616 | |
| 资产总计 | 15898 | 17302 | 19181 | 21422 | 少数股东权益 | 59 | 68 | 77 | 89 | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 359 | 359 | 349 | 345 | |
| 应付款项 | 1164 | 1255 | 1395 | 1564 | 公允价值变动 | 3 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 115 | 109 | 120 | 135 | 营运资金变动 | (3593) | (523) | (916) | (1205) | |
| 其他流动负债 | 3132 | 3209 | 3522 | 3953 | 投资活动现金流 | 4673 | 529 | 28 | 25 | |
| 流动负债合计 | 4411 | 4573 | 5036 | 5652 | 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 | |
| 长期负债合计 | 253 | 263 | 273 | 283 | 筹资活动现金流 | (4355) | 9 | 9 | 9 | |
| 负债合计 | 4664 | 4836 | 5310 | 5935 | 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 | 12466 | 13872 | 15487 | 其它 | (4370) | 9 | 9 | 9 | |
| 负债和股东权益总计 | 15898 | 17302 | 19181 | 21422 | 现金净增加额 | 1634 | 1999 | 1882 | 2110 | |

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。

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。