



2018-11-20

公司研究报告

买入/维持

丽珠集团(000513)

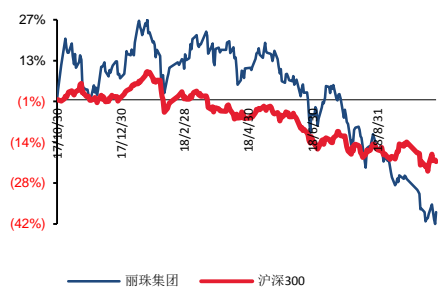
目标价: 42.06

昨收盘: 32.95

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 结构持续优化,“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)	20,637/20,197
12个月最高/最低(元)	78.69/26.85

### 相关研究报告:

- 丽珠集团(000513)《业绩符合预期,“大专科+大生物”稳步推进》--2018/08/20
- 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

### 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 1:** 公司董事会审议通过《关于授予董事会回购本公司 A 股的一般授权》、审议通过《关于授予董事会回购本公司 H 股的一般授权》。

**事件 2:** 前期公司发布三季报,前三季度实现营收 68.41 亿元(+4.9%),归母净利润 9.40 亿元(-77.9%),扣非后归母净利润 7.96 亿元(17.2%),其中 18Q3 单季度营收 22.77 亿元(+1.32%),归母净利润 3.07 亿元(-91.8%),扣非归母净利润 2.24 亿元(+0.3%),业绩符合预期;同时预告全年净利润 11.28-12.51 亿元,同比增速-74.5%--71.8%,扣非净利润 9.43-10.66 亿元,同比增速 15.0%-30.0%。

### 点评:

前期公司股价回调较多,目前估值低,账上净现金充裕,我们判断待后续股东会审议及批准《关于授予董事会回购本公司 A 股的一般授权》、《关于授予董事会回购本公司 H 股的一般授权》后,公司存在回购股票的可能性。

**业绩符合预期,收入结构持续改善。**前三季度公司实现收入 68.41 亿元,同比增速 4.9%,净利润 9.40 亿元,同比增速-77.9%,扣非后归母净利润 7.96 亿元,同比增速 17.2%。**1) 参芪扶正、鼠神经因子一线品种单季下滑幅度收窄:**参芪扶正收入 8.21 亿元,同比下滑 36.2%,其中 Q3 下滑 40%,相比 18Q2 (-42.6%) 下滑幅度收窄,参芪扶正软袋上市销售&渠道下沉,预计全年下滑幅度有望控制在 30%左右;鼠神经因子收入 3.60 亿元,同比下滑 16.0%,其中三季度下滑 13.0%,较 18Q2 (-17.6%) 下滑幅度显著减小,预计全年下滑幅度控制在 15%左右;**2) 二线重点品种持续增长:**亮丙瑞林微球和尿促卵泡素销售收入分别为 5.90 亿元、4.60 亿元,同比增长分别为 35.4%和 6.7%;消化道领域艾普拉唑(片剂+针剂)、雷贝拉唑销售收入分别为 4.51 亿元、1.84 亿元,同比增长分别为 35.8%、47.48%;抗病毒颗粒销售收入 2.50 亿元,同比增长 20.0%;伏立康唑销售收入 1.92 亿元,同比增长 22.9%;**3) 原料药和中间体:**销售收入 17.41 亿元,同比增长 15.4%,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 4.86 亿元,同比增速 9.9%,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。**前三季度研发费用 3.5 亿元,同比增速 23.7%,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) 生物药&单抗**：重组人绒促性素临床 3 期临床进展顺利，抗 HER2 单抗完成 1 期临床，2 期临床即将开启，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；抗 TNF- $\alpha$  单抗目前处于 2 期临床；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，重组全人抗 RANKL 单抗临床 I 期；**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”稳步推进。****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。

**盈利预测与投资建议**：仅考虑内生，预计 18-20 年净利润 11.53/12.71/14.68 亿元，对应 EPS 1.60/1.77/2.04 元，对应 PE 分别为 21/19/16 倍，估值较低。**19 年合理估值 260-320 亿**：1、原料药 3.6 亿净利润，未来每年 15% 增长，给予 15~20 倍 PE，对应 56~72 亿市值；2、参芪扶正+鼠神经贡献约 1.3 亿净利润，未来贡献利润逐年下降，给予 8~10 倍 PE，对应 10~13 亿市值；3、其他业务（包含生物药）贡献约 7.8 亿净利润，给予 25-30 倍 PE，对应 195~235 亿市值。看好“大专科+大生物”中长期发展，手握超 60 亿净现金，存外延并购预期，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	9029	9798	10817
(+/-%)	11%	6%	9%	10%
净利润(百万元)	4428	1153	1271	1468
(+/-%)	464%	-74%	10%	16%
摊薄每股收益(元)	8.00	1.60	1.77	2.04
市盈率(PE)	4	21	19	16

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
<b>原料药</b>						
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%	28.8%	29.8%	30.6%
净利率	10.0%	13.0%	14.2%	15.3%	16.2%	17.0%
净利润	211	317	371	428	488	550
贡献母公司净利润	204	310	362	418	477	538
增速	66%	52%	17%	15%	14%	13%
其中: 1、丽珠合成制药	716	931	978	1027	1078	1132
净利率	7%	11%	12%	13%	14%	15%
贡献母公司净利润	52	104	120	137	155	173
2、新北江制药(92.14%股权)	553	553	608	669	736	810
净利率	16%	17%	18%	19%	19%	20%
净利润	87	95	110	125	141	158
贡献母公司净利润	80	88	101	115	130	146
3、福州福兴医药	443	509	560	616	678	745
净利率	19%	24%	25%	26%	27%	27%
贡献母公司净利润	82	123	142	162	183	204
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
<b>化学制剂</b>						
收入	3702	4279	4929	5740	6739	7891
增速	16%	16%	15%	16%	17%	17%
毛利率	79.7%	79.4%	79.7%	80.1%	80.5%	80.7%
净利率	11.7%	11.1%	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%
净利润	511	569	665	782	924	1088
贡献母公司净利润	434	473	550	647	766	901
增速	11%	9%	16%	18%	18%	18%
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	1263	1631	2044	2477	2932
增速	36%	29%	29%	25%	21%	18%
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	189	245	307	372	440
增速	36%	29%	29%	25%	21%	18%
其中: 艾普拉唑肠溶片	428	578	752	940	1128	1308
增速	50%	35%	30%	25%	20%	16%
艾普拉唑肠针剂		10	80	180	300	450
增速			700%	125%	67%	50%
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
高纯度尿促性素					20	80
绒促性素	46	46	41	36	31	26
其他	6	6	6	6	6	6
<b>4、心脑血管</b>	<b>199</b>	<b>248</b>	<b>285</b>	<b>314</b>	<b>345</b>	<b>380</b>
增速	15%	25%	15%	10%	10%	10%
毛利率	78.2%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%
净利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
贡献母公司净利润	20	25	29	31	35	38
<b>5、其他</b>	<b>733</b>	<b>673</b>	<b>634</b>	<b>695</b>	<b>859</b>	<b>1077</b>
增速	0%	-8%	-6%	10%	24%	25%
毛利率	89.5%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
净利率	14.0%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
贡献母公司净利润	103	74	73	83	107	140
其中：鼠神经生长因子	517	424	361	325	299	284
增速	5%	-18%	-15%	-10%	-8%	-5%
替格瑞洛				10	30	50
氯吡格雷				10	30	50
氟伏沙明缓释片				10	40	70
普拉克索缓释片				10	30	50
羧基麦芽糖铁注射液				10	30	50
枸橼酸铁片				10	30	50
帕罗西汀肠溶缓释片				10	30	50
混合糖电解质注射液					10	30
紫杉醇聚合物胶束						10
曲普瑞林微球						20
其他	216	249	273	301	331	364
<b>中药制剂</b>						
收入	2045	1566	1440	1382	1334	1295
增速	-4%	-23%	-8%	-4%	-3%	-3%
毛利率	79.0%	76.4%	75.9%	75.5%	75.1%	74.7%
净利率	14.9%	14.0%	14.6%	15.1%	15.5%	15.9%
<b>贡献母公司净利润</b>	<b>304</b>	<b>220</b>	<b>211</b>	<b>208</b>	<b>207</b>	<b>206</b>
<b>增速</b>	<b>-5%</b>	<b>-28%</b>	<b>-4%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>0%</b>
其中：1、参芪扶正注射液	1573	1023	869	782	704	634
增速	-6%	-35%	-15%	-10%	-10%	-10%
毛利率	81.6%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
净利率	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
贡献母公司净利润	205	102	87	78	70	63
2、抗病毒颗粒	322	387	406	426	448	470
增速	5%	20%	5%	5%	5%	5%
毛利率	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
净利率	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
贡献母公司净利润	85	102	107	112	118	124
3、其他	149	157	165	173	182	191
增速	9%	5%	5%	5%	5%	5%
毛利率	78.8%	78.8%	78.8%	78.8%	78.8%	78.8%
净利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
贡献母公司净利润	15	16	16	17	18	19
<b>诊断试剂及设备（51%股权）</b>						
收入	636	699	769	846	931	1024
增速	12%	10%	10%	10%	10%	10%
毛利率	58.2%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
净利率	12.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>91</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>121</b>	<b>133</b>
<b>贡献母公司净利润</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>68</b>
<b>丽珠单抗生物（51%股权）</b>						
收入	0	0	20	70	210	470
注射用重组人绒促性素			20	50	90	150
TNF-α 单抗				20	60	100
CD20 单抗					20	60
HER2 单抗					20	60
PD-1 单抗					20	100
<b>净利润</b>	<b>-128</b>	<b>-170</b>	<b>-188</b>	<b>-198</b>	<b>-176</b>	<b>-78</b>
<b>贡献母公司净利润</b>	<b>-65</b>	<b>-87</b>	<b>-96</b>	<b>-101</b>	<b>-90</b>	<b>-40</b>
<b>丽珠疫苗工程（83.85%股权）</b>						

	净利润	-1	-1	-1	-1	-1	-1
	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	9029	9798	10817	12057	13483
增速		11%	6%	9%	10%	11%	12%
毛利率		63.86%	62.91%	63.56%	64.50%	65.50%	66.41%
净利润合计		971	1024	1155	1327	1561	1896
	归母公司净利润	913	960	1075	1226	1419	1671
	少数股东损益	58	65	81	102	142	226
财务费用		-39	-188	-202	-227	-258	-294
	贡献母公司净利润	33	160	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	-35	0	0	0	0
	贡献母公司净利润	2	-30	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	200	180	190	200	210
	贡献母公司净利润	122	170	153	162	170	179
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	1218	1351	1569	1849	2233
	扣非后归母净利润	820	992	1141	1312	1509	1735
	归母公司净利润	4428	1153	1271	1468	1706	2007
	增速	464%	-74%	10%	16%	16%	18%
	EPS	8.00	1.60	1.77	2.04	2.37	2.79
	少数股东损益	58	65	81	102	142	226

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	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com

华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。