

谨慎推荐（维持）

**丽珠集团（000513）跟踪点评**

风险评级：中风险

受限品种营收占比下降，布局单抗、微球构筑护城河

2019年2月28日

卢立亭（SAC执业证书编号：S0340518040001）

电话：0769-22110925 邮箱：luliting@dgzq.com.cn

**事件：**

我们于2019年1月初发布了《丽珠集团（000513）深度报告：产品结构不断优化，微球、单抗两翼促发展》，后于1月15日发布了公司的跟踪点评。一月份以来，伴随大盘走强，公司股价在底部反弹了约30%。我们认为公司目前估值依然处于较低水平，公司部分药品使用受限的负面影响边际减弱，且对于该负面影响，公司前期的业绩和估值均已有所消化。随着公司微球、单抗研发持续推进，有望为公司构筑护城河，业绩增长动力更足。

**点评：**

- **参芪扶正注射液和鼠神经生长因子对公司业绩的负面影响将边际减弱。**由于受到医保控费、限制辅助用药使用等政策的影响，公司过去的业绩主要驱动品种参芪扶正注射液2017Q4以来收入出现大幅下滑。2018年上半年，参芪扶正注射液收入下降幅度扩大，同比下滑34.66%，在营收中的占比下降至12.01%。此外，鼠神经生长因子2018年上半年实现销售收入2.29亿元，同比下降18.13%，在营收中的占比从2017年的6.06%下降至5.02%。随着公司辅助生殖领域和消化道领域药物销售规模的扩大，参芪扶正注射液和鼠神经生长因子在公司收入、利润中的占比将下降，因此对公司业绩的负面影响将边际减弱。同时，公司表示由于目前参芪扶正注射液主要集中在级别医院，但是在这些医院的销售分布不均，因此公司在级别医院的重点销售策略是拉低产医院，抓空白医院。同时，公司会继续加大参芪扶正注射液在基层医院、民营医院的销售推广力度。
- **研发投入较大，未来在研药物有望顺利上市。**公司研发支出在营收中的占比从2015年的5.67%上升到2017年的6.75%，研发支出率高于约75%的医药上市公司。而公司的研发投入费用化程度高，近三年来研发支出的费用化率均在95%以上，说明公司的会计政策较为谨慎。随着研发投入的增加，公司在研药品进展顺利，预计未来2-3年内能获批上市的在研药品有注射用重组人绒毛膜促性腺激素（药品注册申请获受理）、重组人源化抗PD-1单抗（正在进行I期临床）、部分已报产的仿制药和开展一致性评价的药物。
- **微球、单抗研发持续推进，将为公司构筑护城河。**微球制剂方面，醋酸曲普瑞林微球（一个月）项目已获临床批件，临床方案已经确认，目前正在准备临床工作；注射用醋酸亮丙瑞林（三个月）已申报临床；后续已经立项的品种还包括戈舍瑞林植入剂、阿立哌唑微球等。单抗方面，公司的特色在研品种首先有创新药重组人源化抗HER2单克隆抗体。由于该药品是抗HER2结构域II抗体，因此避开了Herceptin类似药的国内激烈竞争，同时也有与Herceptin联用的市场机会。其次是重组抗IL-6人源化单克隆抗体，该品种是生物类似物，适用于类风湿性关节炎及细胞因子风暴；特色在研品种还有治疗银屑病、银屑病关节炎和强直性脊柱炎的IL-17A/F单抗。由于微球制剂和单抗的研发难度大，对研发技术要求高，若公司微球、单抗在研品种成功上市，将为公司构筑起护城河。
- **投资建议：维持谨慎推荐评级。**预计公司的参芪扶正注射液和鼠神经生长因子对公司业绩的负面影响将边际减弱；公司研发方面聚焦创新，未来2-3年部分在研产品有望获批上市。预计公司2018-2019年的基本每股收益是1.30元和1.46元，对应的市盈率是25倍和22倍，维持谨慎推荐评级。
- **风险提示：**医保控费带来的药品降价风险、研发进展不及预期、市场竞争加剧等。

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

  

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

  

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn