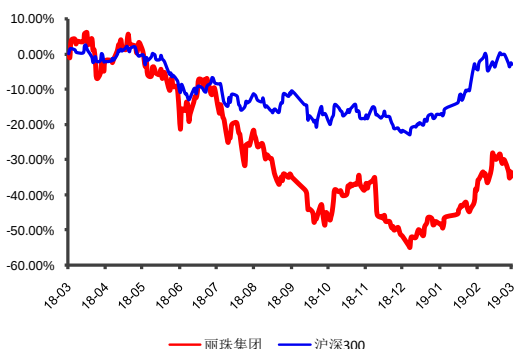


**2019 年 3 月 28 日 丽珠集团 (000513): 业绩符合预期, 在研项目进展顺利 推荐 (维持)**
**医药生物**
**当前股价: 34.07 元**
**主要财务指标 (单位: 百万元)**

|          | 2018A  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|----------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入     | 8,861  | 9,688 | 10,798 | 12,144 |
| (+/-)    | 3.9%   | 9.3%  | 11.5%  | 12.5%  |
| 营业利润     | 1,274  | 1,462 | 1,687  | 1,949  |
| (+/-)    | -77.5% | 14.7% | 15.4%  | 15.6%  |
| 归属母公司净利润 | 1,082  | 1,240 | 1,427  | 1,647  |
| (+/-)    | -75.6% | 14.6% | 15.1%  | 15.4%  |
| EPS (元)  | 1.51   | 1.72  | 1.99   | 2.29   |
| 市盈率      | 22.6   | 19.8  | 17.2   | 14.9   |

**公司基本情况 (最新)**

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/已流通股 (万股) | 71905 / 45822 |
| 流通市值 (亿元)     | 156.1         |
| 每股净资产 (元)     | 14.81         |
| 资产负债率 (%)     | 32.6          |

**股价表现 (最近一年)**

**资料来源: Wind, 华鑫证券研发部**

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

 邮箱: [duyh@cfsc.com.cn](mailto:duyh@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

## 投资要点:

● **业绩符合预期。**公司 2018 年实现营业收入 88.61 亿元, 同比增长 3.86%; 归属于上市公司股东净利润 10.82 亿元, 同比增长-75.56%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 9.47 亿元, 同比增长 15.51%, 对应 EPS 1.51 元。总体来看, 报告期内公司收入端口增速有所放缓; 2017 年转让子公司股权实现净利润 32.84 亿元导致今年同期归母净利润大幅下降; 扣除非经常损益, 公司业绩增长良好, 基本符合预期。

● **西药制剂增速良好, 收入结构持续优化。**报告期内, 西药制剂实现营收 42.38 亿元(+14.48%), 占总营业收入的 47.83%。其中, 亮丙瑞林微球、艾普拉唑、雷贝拉唑、氟伏沙明及哌罗匹隆等产品处于快速增长期, 分别实现营业收入 7.61 亿元(+40.34%)、5.88 亿元(+37.35%)、2.27 亿元(+40.53%)、1.02 亿元(+17.05%) 和 0.36 亿元(+38.07%)。受参芪扶正注射液影响, 中药制剂实现收入 15.32 亿元(-25.07%)。从整体上看, 参芪扶正注射液和鼠神经生长因子的营收占比已降至 11.31% 和 5.02%, 对公司业绩的影响正逐步减弱, 产品结构持续优化。报告期内, 原料药业务实现营收 23.54 亿元(+11.95%), 盈利能力持续增强; 诊断试剂实现营收 6.97 亿元(+9.69%), 自产品种收入占比不断提高。

● **费用控制良好, 在研项目进展顺利。**受制剂产品毛利下降影响, 公司 2018 年销售毛利率为 62.08%, 相比去年同期下降 1.78pp。报告期内, 公司四项费用共计 41.11 亿元, 相比去年同期减少 0.49 亿元, 费用控制情况良好。2018 年公司的研发投入为 6.87 亿元, 相比去年同期增加 19.42%, 占营业收入比重为 7.76%。公司在研产品进展顺利, 制剂领域已立项并开展

研究的项目共计 37 项，其中注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）项目已进入临床研究阶段，注射用醋酸亮丙瑞林微球（3 个月缓释）项目已申报生产；单抗领域方面，注射用重组人绒促性素已于今年 2 月成功获批上市，TNF $\alpha$  单抗已完成 II 期临床，HER2 单抗已完成 I 期临床，PD-1、CD20 等多个单抗产品处于 I 期临床阶段。

● **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 12.40 亿元、14.27 亿元、16.47 亿元，对应 EPS 分别为 1.72 元、1.99 元、2.29 元，当前股价对应 PE 分别为 19.8 /17.2/14.9 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**主要产品销售不达预期的风险；研发进度不达预期的风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

| 资产负债表(百万元)        |        |        |        |        | 利润表(百万元)   |        |       |        |        |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|-------|--------|--------|
| 2018A             | 2019E  | 2020E  | 2021E  |        | 2018A      | 2019E  | 2020E | 2021E  |        |
| <b>流动资产:</b>      |        |        |        |        | 营业收入       | 8,861  | 9,688 | 10,798 | 12,144 |
| 货币资金              | 8,588  | 9,360  | 10,107 | 10,945 | 营业成本       | 3,360  | 3,671 | 4,076  | 4,536  |
| 应收款               | 2,461  | 2,637  | 2,909  | 3,238  | 营业税金及附加    | 118    | 118   | 118    | 118    |
| 存货                | 1,117  | 1,203  | 1,325  | 1,462  | 销售费用       | 3,267  | 3,449 | 3,812  | 4,275  |
| 其他流动资产            | 306    | 300    | 310    | 320    | 管理费用       | 546    | 591   | 652    | 732    |
| 流动资产合计            | 12,472 | 13,500 | 14,651 | 15,965 | 财务费用       | -252   | -232  | -254   | -278   |
| <b>非流动资产:</b>     |        |        |        |        | 费用合计       | 3,562  | 3,808 | 4,209  | 4,729  |
| 可供出售金融资产          | 0      | 0      | 0      | 0      | 资产减值损失     | 68     | 70    | 80     | 100    |
| 固定资产+在建工程         | 3,402  | 3,504  | 3,648  | 3,805  | 公允价值变动     | -2     | 0     | 0      | 0      |
| 无形资产+商誉           | 347    | 350    | 355    | 360    | 投资收益       | -42    | -42   | -42    | -42    |
| 其他非流动资产           | 834    | 880    | 900    | 950    | 营业利润       | 1,274  | 1,462 | 1,687  | 1,949  |
| 非流动资产合计           | 4,966  | 4,734  | 4,903  | 5,115  | 加: 营业外收入   | 177    | 180   | 190    | 200    |
| 资产总计              | 17,437 | 18,235 | 19,555 | 21,079 | 减: 营业外支出   | 35     | 40    | 45     | 50     |
| <b>流动负债:</b>      |        |        |        |        | 利润总额       | 1,417  | 1,602 | 1,832  | 2,099  |
| 短期借款              | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 所得税费用      | 235    | 272   | 310    | 353    |
| 应付账款、票据           | 1,355  | 1,448  | 1,562  | 1,714  | 净利润        | 1,182  | 1,330 | 1,522  | 1,747  |
| 其他流动负债`           | 2,496  | 2,600  | 2,650  | 2,700  | 少数股东损益     | 100    | 90    | 95     | 100    |
| 流动负债合计            | 5,370  | 5,548  | 5,713  | 5,914  | 归母净利润      | 1,082  | 1,240 | 1,427  | 1,647  |
| <b>非流动负债:</b>     |        |        |        |        |            |        |       |        |        |
| 长期借款              | 1      | 1      | 1      | 1      |            |        |       |        |        |
| 其他非流动负债           | 317    | 320    | 325    | 330    | 主要财务指标     | 2018A  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
| 非流动负债合计           | 318    | 321    | 326    | 331    | 成长性        |        |       |        |        |
| 负债合计              | 5,687  | 5,869  | 6,038  | 6,245  | 营业收入增长率    | 3.9%   | 9.3%  | 11.5%  | 12.5%  |
| <b>所有者权益</b>      |        |        |        |        | 营业利润增长率    | -77.5% | 14.7% | 15.4%  | 15.6%  |
| 股本                | 719    | 719    | 719    | 719    | 归母净利润增长率   | -75.6% | 14.6% | 15.1%  | 15.4%  |
| 资本公积金             | 1,362  | 1,362  | 1,362  | 1,362  | 总资产增长率     | 9.7%   | 4.6%  | 7.2%   | 7.8%   |
| 未分配利润             | 8,013  | 8,885  | 9,883  | 11,027 | 盈利能力       |        |       |        |        |
| 少数股东权益            | 1,098  | 1,098  | 1,098  | 1,098  | 毛利率        | 62.1%  | 62.1% | 62.3%  | 62.6%  |
| 所有者权益合计           | 11,750 | 12,755 | 13,905 | 15,224 | 营业利润率      | 14.4%  | 15.1% | 15.6%  | 16.1%  |
| 负债和所有者权益          | 17,437 | 18,624 | 19,944 | 21,469 | 三项费用/营收    | 40.2%  | 39.3% | 39.0%  | 38.9%  |
|                   |        |        |        |        | EBIT/销售收入  | 11.9%  | 16.9% | 17.3%  | 17.6%  |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |        |        |        |        | 净利润率       | 13.3%  | 13.7% | 14.1%  | 14.4%  |
| 净利润               | 1182   | 1330   | 1522   | 1747   | ROE        | 10.1%  | 10.4% | 10.9%  | 11.5%  |
| 折旧与摊销             | 382    | 372    | 406    | 443    | 营运能力       |        |       |        |        |
| 财务费用              | -22    | -232   | -254   | -278   | 总资产周转率     | 50.8%  | 53.1% | 55.2%  | 57.6%  |
| 存货的减少             | -97    | -86    | -121   | -137   | 资产结构       |        |       |        |        |
| 营运资本变化            | -286   | -84    | -158   | -178   | 资产负债率      | 32.6%  | 32.2% | 30.9%  | 29.6%  |
| 其他非现金部分           | 109    | 64     | 20     | -10    | 现金流质量      |        |       |        |        |
| 经营活动现金净流量         | 1268   | 1365   | 1415   | 1587   | 经营净现金流/净利润 | 1.07   | 1.03  | 0.93   | 0.91   |
| 投资活动现金净流量         | -1021  | -500   | -550   | -600   | 每股数据(元/股)  |        |       |        |        |
| 筹资活动现金净流量         | 857    | -93    | -117   | -150   | 每股收益       | 1.51   | 1.72  | 1.99   | 2.29   |
| 现金流量净额            | 1,163  | 772    | 748    | 837    | 每股净资产      | 16.34  | 17.74 | 19.34  | 21.17  |

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%—15%            |
| 3 | 中性   | (-) 5%— (+) 5%    |
| 4 | 减持   | (-) 15%— (-) 5%   |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数     |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>