

证券研究报告—动态报告

医药保健

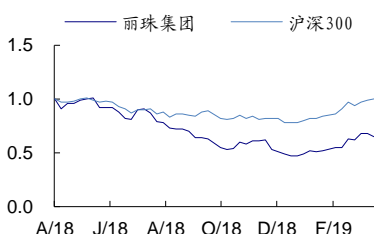
制药与生物

丽珠集团(000513)
买入

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	719/458
总市值/流通(百万元)	25,871/16,487
上证综指/深圳成指	3,170/10,268
12 个月最高/最低(元)	56.27/23.33

相关研究报告:

《丽珠集团-000513-深度报告: 绚丽明珠, 转型升级》——2018-12-05

《丽珠集团-000513-2018 年三季报点评: 转型期增长稳健, 产品结构进一步优化》——2018-10-29

《丽珠集团-000513-2018 年半年报点评: 产品增速分化, 研发稳步推进》——2018-08-20

《丽珠集团-000513-2015 年年报点评: 低估值的精准医疗标的》——2016-03-25

《丽珠集团-000513-重大事件快评: 业绩符合预期, 投资多功能抗体领域前景看好》——2016-02-01

证券分析师: 张智聪

电话: 021-60933151

E-MAIL: zhangzhicong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030001

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

收入结构改善, 研发布局加速

● 业绩增长稳健, 基本符合预期

2018 年公司实现营业收入 88.61 亿 (+3.86%), 归母净利润 10.82 亿 (-75.56%), 主要由于 2017 年公司转让珠海维星实业股权增加归母净利润 32.84 亿, 扣除非经常性损益后的归母净利润 9.47 亿 (+15.51%), 业绩基本符合预期。2018 年公司实现经营性现金流净额达到 12.68 亿, 财务状况良好。

● 创新产品维持高增长, 收入结构快速改善

亮丙瑞林微球 7.61 亿 (+40.34%)、艾普拉唑 5.88 亿 (+37.35%) 和雷贝拉唑 2.27 亿 (+40.53%) 等主力品种保持高增长, 在公司营收占比快速提升, 三款产品的营收占比达到 17.79%。参芪扶正注射液 10.02 亿 (-36.31%), 鼠神经生长因子 4.44 亿 (-14.09%), 由于临床使用受限、招标降价等因素, 在公司营业收入中占比快速降低, 两款承压产品占公司 2018 年营业收入的 16.32%, 预计 2019 年继续下降至 11.5% 左右。辅助生殖和消化道领域的高端产品成为推动公司业绩增长主力, 承压产品对业绩拖累减轻。

● 研发持续高投入, 在研产品布局加速

2018 年公司研发投入金额 6.87 亿元 (+19.42%), 占营业收入的 7.76%, 较上年提升 1.01pp。考虑到公司微球、单抗、精准医疗多个研发平台同时推进, 我们预计 2019 年研发投入强度将进一步提升。目前重组人绒毛膜促性腺激素、亮丙瑞林微球 (3 个月缓释) 已申报生产, Her2 单抗已完成 1 期临床, PD-1 单抗在中美均进入 1 期临床的最后阶段, 并启动中国的化疗联合用药临床试验, CAR-T 项目已完成技术平台建立, 并已完成多个靶点的开发。丽珠基因的无创精准检查产品“丽菲清”肺部结节良恶性鉴定检测正式发布。

● 风险提示: 参芪扶正、鼠神经生长因子招标降价风险; 创新产品研发进度不及预期; 产品市场推广情况不及预期。
● 投资建议: 目标价 41.0~45.1 元, 维持“买入”评级。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.74/2.05/2.36 元, 当前股价对应 PE 分别为 20.7/17.6/15.2x。公司创新产品维持高增长, 产品收入结构快速改善, 研发持续高投入, 精准医疗布局完善, 转型期资金储备充足, 有外延并购预期, 给予 2020 年合理估值 20-22x, 对应目标价 41.0~45.1 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

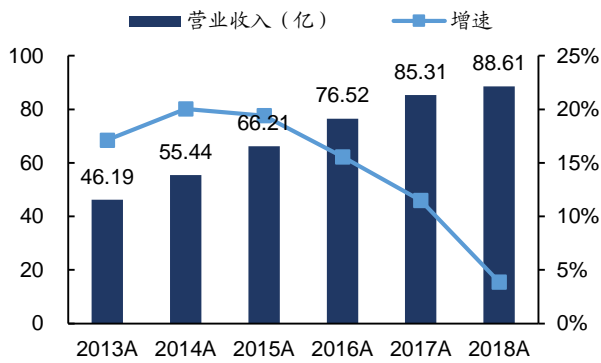
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,531	8,861	9,847	11,138	12,786
(+/-%)	11.5%	3.9%	11.1%	13.1%	14.8%
净利润(百万元)	4429	1082	1251	1471	1699
(+/-%)	464.6%	-75.6%	15.6%	17.6%	15.5%
摊薄每股收益(元)	8.01	1.51	1.74	2.05	2.36
EBIT Margin	13.1%	17.7%	15.4%	15.9%	15.9%
净资产收益率(ROE)	41.1%	10.2%	10.9%	11.7%	12.4%
市盈率(PE)	4.5	23.9	20.7	17.6	15.2
EV/EBITDA	16.6	16.3	17.0	15.1	13.8
市净率(PB)	1.85	2.43	2.24	2.06	1.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

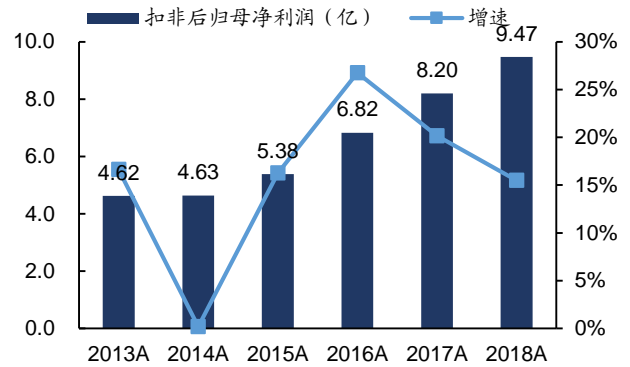
业绩增长稳健,基本符合预期。2018 年公司实现营业收入 88.61 亿(+3.86%), 归母净利润 10.82 亿(-75.56%), 主要由于 2017 年公司转让珠海维星实业股权增加归母净利润 32.84 亿, 扣除非经常性损益后的归母净利润 9.47 亿(+15.51%), 业绩基本符合预期。2018 年公司实现经营性现金流净额达到 12.68 亿, 财务状况良好。

图 1: 丽珠集团营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

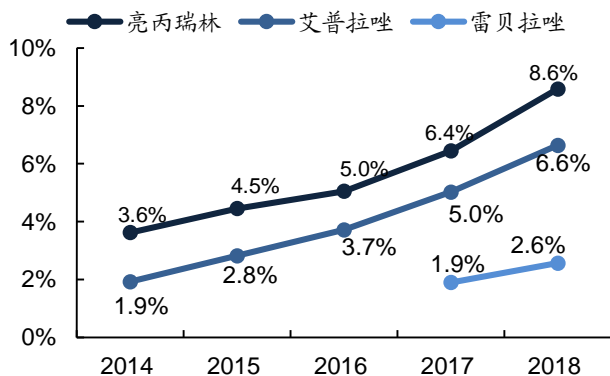
图 2: 丽珠集团扣非后归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

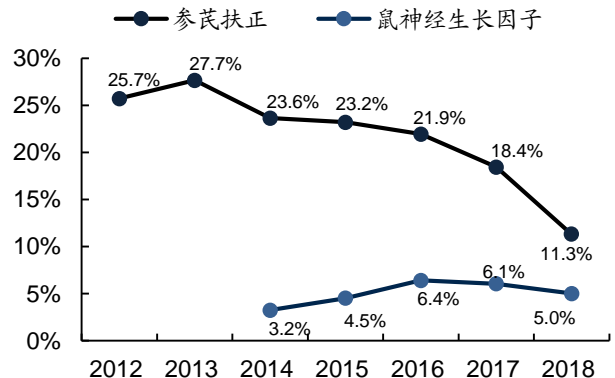
创新产品持续高增长。促性激素系列产品 2018 年实现销售收入 16.13 亿, 恢复 20.02% 的稳健增长 (2017 年同比增速 13.92%), 其中亮丙瑞林微球销售收入达到 7.61 亿 (+40.34%), 尿促卵泡素销售收入 5.93 亿 (+7.80%)。亮丙瑞林微球的仿制壁垒极高, 上海丽珠和北京博恩特两家国有企业逐步替代进口产品, 市场份额稳步提升。预计公司亮丙瑞林微球仍可保持 30%~40% 的高增长。消化道产品是公司的传统优势领域, 2018 年实现销售收入 12.48 亿 (+27.60%), 其中创新产品艾普拉唑 (片剂+针剂) 共实现销售收入 5.88 亿 (+37.35%), 雷贝拉唑销售收入 2.27 亿 (+40.53%), 丽珠维三联销售收入 2.03 亿 (+21.05%), 得乐系列产品销售收入 1.64 亿 (-1.39%)。2018 年, 注射用艾普拉唑已在 23 省完成招标挂网, 并纳入江苏省医保, 未来随着针剂的招标放量, 艾普拉唑仍有望维持 40%~50% 的高速增长。

图 3: 亮丙瑞林、艾普拉唑、雷贝拉唑在公司营收占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 参芪扶正和鼠神经生长因子在公司营收占比

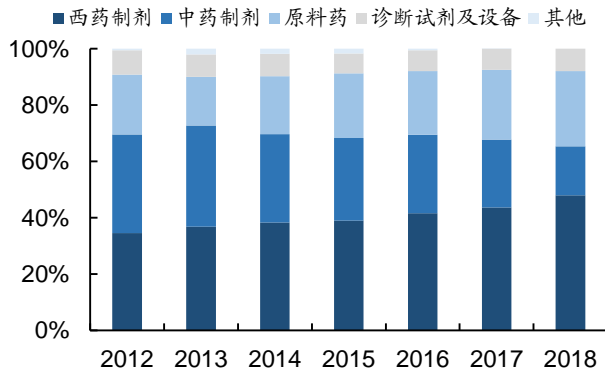


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品收入结构快速改善。亮丙瑞林微球、艾普拉唑和雷贝拉唑等高增长、主力品种在公司营收占比快速提升, 三款产品销售收入占 2018 年公司产品营业收入的 17.79%。另一方面, 参芪扶正注射液实现销售收入 10.02 亿 (-36.31%),

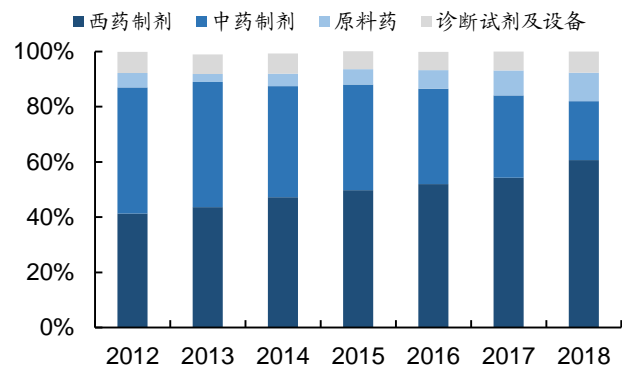
鼠神经生长因子销售收入 4.44 亿 (-14.09%)，由于临床使用受限、招标降价等因素，在公司营业收入中占比快速降低，两款承压产品占公司 2018 年营业收入的 16.32%。2019 年，国家卫健委可能出台全国辅助用药目录，两款承压产品可能仍处于下滑趋势之中，但预计 2019 年的收入占比将降低至 11.5% 左右。随着促性腺、消化道等西药制剂产品的快速增长、参芪扶正销售收入下降和原料药板块复苏，西药制剂板块在公司营收和毛利的占比贡献快速提升，接力中药制剂成为公司成长的主力业务。

图 5：公司各业务板块的营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

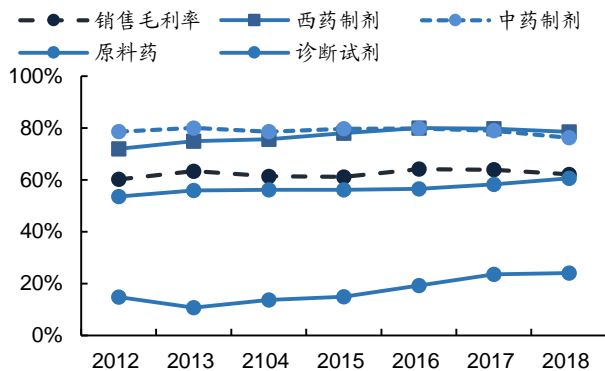
图 6：公司各业务板块的毛利占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

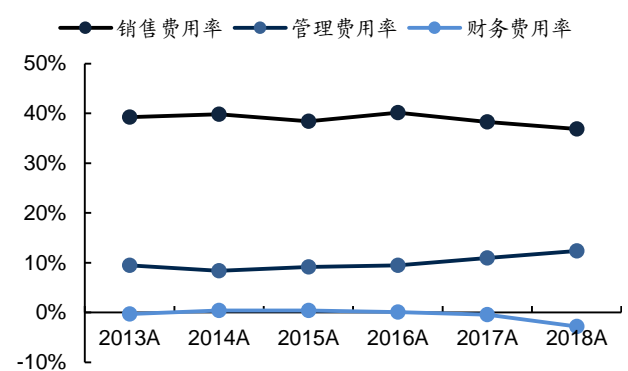
毛利率和销售费用率稳中有降，研发费用率继续提升。2018 年销售毛利率 62.08%，同比降低 1.78pp，主要由于参芪扶正注射液等高毛利产品收入占比下降。销售费用率 36.87% (-1.40pp)，管理费用率 12.36% (+1.41pp)，研发费用率 6.20% (+1.19pp)。三项费用率合计 46.39%，同比降低 2.37pp，主要因利息收入的增加和销售费用率下降的原因所致。

图 7：公司各业务板块的毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：丽珠集团三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发持续高投入，研发产品布局加速。2018 年公司研发人员数量达到 721 人 (+23.04%)，研发投入金额 6.87 亿元 (+19.42%)，占营业收入的 7.76%，较 2017 年度提升 1.01pp。考虑到公司微球、单抗、精准医疗多个研发平台同时推进，我们预计 2019 年研发投入强度将进一步提升。目前重组人绒促性素、亮丙瑞林微球 (3 个月缓释) 已申报生产，Her2 单抗已完成 1 期临床，PD-1 单抗在中美均进入 1 期临床的最后阶段，并启动中国的化疗联合用药临床试验，CAR-T 项目已完成技术平台建立，并已完成多个靶点的开发。丽珠基因的无创精准检查产品“丽菲清”肺部结节良恶性鉴定检测正式发布，其检测灵敏度为

70.54%，特异性为 83.64%，所用平台及实际均已获得 NMPA 批准，是全球首个基于循环异常细胞的肺部结节辅助诊断产品，不仅准确性高，还具有安全无创、靶标明确和检测结果可视化等优势。

投资建议：目标价 41.0~45.1 元，维持“买入”评级。 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.76/2.05/2.36 元，当前股价对应 PE 分别为 20.7/17.6/15.2x。公司亮丙瑞林微球、艾普拉唑等创新产品维持高增长，产品收入结构快速改善，研发持续高投入，精准医疗布局完善，转型期资金储备充足，有外延并购预期，给予 2020 年合理估值 20-22x，对应目标价 41.0~45.1 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190401	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600276	恒瑞医药	65.75	2,908	0.92	1.45	1.87	2.39	71.5	45.3	35.2	27.5	20.6	1.2	买入
600196	复星医药	30.47	781	1.06	1.21	1.45	1.72	28.8	25.2	21.0	17.7	9.7	1.4	买入
002422	科伦药业	29.41	423	0.84	1.07	1.32	1.56	34.9	27.5	22.3	18.9	9.5	1.2	买入
000513	丽珠集团	35.98	259	1.51	1.74	2.05	2.36	23.9	20.7	17.6	15.2	10.2	1.3	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：丽珠集团业绩拆分与盈利预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	备注
营业总收入	7652	8531	8861	9847	11138	12786	
yoy%	16%	11%	4%	11%	13%	15%	
西药制剂	3186	3702	4238	5001	5947	7084	
yoy%	23%	16%	14%	18%	19%	19%	
西药制剂-促性激素	1180	1344	1613	1923	2276	2662	
yoy%	28%	14%	20%	19%	18%	17%	
亮丙瑞林	386	542	761	1027	1335	1669	竞争格局好，仿制壁垒高，维持高增长
yoy%	31%	40%	40%	35%	30%	25%	
尿促卵泡素	544	550	593	628	660	693	维持 5%~10% 平稳增长
yoy%	26%	1%	8%	6%	5%	5%	
尿促性素+绒促性素	250	252	260	268	281	301	重组人绒促性素有望在 2019 年上市，贡献业绩增量
yoy%	28%	1%	3%	3%	5%	7%	
西药制剂-消化道	718	978	1248	1606	2072	2685	
yoy%	27%	36%	28%	29%	29%	30%	
艾普拉唑	285	428	588	824	1153	1614	国产 1.1 类创新药，专利独占期长，针剂招标放量，维持高速增长
yoy%	52%	50%	37%	40%	40%	40%	
雷贝拉唑	103	162	227	296	384	480	
yoy%		57%	41%	30%	30%	25%	
西药制剂-抗微生物药物	385	448	512	586	659	741	
yoy%	6%	16%	14%	15%	12%	12%	
西药制剂-心脑血管	167	199	248	297	357	410	
yoy%	10%	19%	25%	20%	20%	15%	
西药制剂-其他	736	733	618	588	583	586	
yoy%	27%	0%	-16%	-5%	-1%	0%	
鼠神经生长因子	491	517	444	378	340	306	受政策影响，处于下滑趋势
yoy%	64%	5%	-14%	-15%	-10%	-10%	
中药制剂	2126	2045	1532	1311	1179	1107	
yoy%	9%	-4%	-25%	-14%	-10%	-6%	
参芪扶正	1680	1573	1002	752	601	511	受政策影响，处于下滑趋势
yoy%	9%	-6%	-27%	-25%	-20%	-15%	
原料药	1736	2103	2354	2684	3060	3519	
yoy%	14%	21%	12%	14%	14%	15%	国内市场供给侧改革，竞争格局改善，原料药出口贡献增量
诊断试剂及设备	568	636	697	781	883	1006	
yoy%	21%	12%	10%	12%	13%	14%	产品结构调整完毕，恢复稳健增长

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理、预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	8588	9217	10664	12364	营业收入	8861	9847	11138	12786
应收款项	2461	2833	3204	3678	营业成本	3360	3733	4208	4820
存货净额	1117	1258	1427	1651	营业税金及附加	118	133	150	173
其他流动资产	279	345	390	448	销售费用	3267	3348	3731	4219
流动资产合计	12472	13678	15711	18168	管理费用	546	1113	1279	1544
固定资产	3402	3192	2894	2540	财务费用	(252)	(171)	(212)	(252)
无形资产及其他	244	234	225	215	投资收益	(42)	5	5	5
投资性房地产	1131	1131	1131	1131	资产减值及公允价值变动	(70)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	188	218	248	278	其他收入	(434)	0	0	0
资产总计	17437	18454	20210	22332	营业利润	1274	1646	1936	2236
短期借款及交易性金融负债	1500	800	800	800	营业外净收支	142	0	0	0
应付款项	1355	1408	1597	1848	利润总额	1417	1646	1936	2236
其他流动负债	2514	3193	3603	4155	所得税费用	235	280	329	380
流动负债合计	5370	5400	6000	6803	少数股东损益	100	116	136	157
长期借款及应付债券	1	1	1	1	归属于母公司净利润	1082	1251	1471	1699
其他长期负债	317	347	377	397					
长期负债合计	318	348	378	398					
负债合计	5687	5748	6378	7201					
少数股东权益	1098	1179	1274	1384					
股东权益	10652	11528	12557	13747					
负债和股东权益总计	17437	18454	20210	22332					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1082	1251	1471	1699
资产减值准备	(81)	(0)	(3)	(4)
折旧摊销	364	344	361	368
公允价值变动损失	70	50	50	50
财务费用	(252)	(171)	(212)	(252)
营运资本变动	(846)	208	41	63
其它	63	81	98	114
经营活动现金流	653	1934	2018	2290
资本开支	(176)	(200)	(100)	(50)
其它投资现金流	(18)	0	0	0
投资活动现金流	(289)	(230)	(130)	(80)
权益性融资	638	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1277)	(375)	(441)	(510)
其它融资现金流	2726	(700)	0	0
融资活动现金流	809	(1076)	(441)	(510)
现金净变动	1172	629	1447	1701
货币资金的期初余额	7416	8588	9217	10664
货币资金的期末余额	8588	9217	10664	12364
企业自由现金流	651	1615	1770	2066
权益自由现金流	3377	1056	1947	2275

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.51	1.74	2.05	2.36
每股红利	1.78	0.52	0.61	0.71
每股净资产	14.81	16.03	17.46	19.12
ROIC	11%	13%	22%	24%
ROE	10%	11%	12%	12%
毛利率	62%	62%	62%	62%
EBIT Margin	18%	15%	16%	16%
EBITDA Margin	22%	19%	19%	19%
收入增长	4%	11%	13%	15%
净利润增长率	-76%	16%	18%	15%
资产负债率	39%	38%	38%	38%
息率	4.9%	1.5%	1.7%	2.0%
P/E	23.9	20.7	17.6	15.2
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	16.3	17.0	15.1	13.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032