

丽珠集团 (000513) \ 医药生物

——业绩符合预期，专科制剂快速增长

事件：

3月27日公司发布年报，2018年实现营业收入88.61亿，同比增长3.86%；实现归母净利润10.82亿，同比下降75.56%，实现归母扣非净利润9.47亿，同比增长15.51%。业绩符合预期。公司拟每10股派12元转增3股。

投资要点：

➤ 性激素、消化道类专科制剂快速增长，参芪仍然承压。

西药制剂板块，促性激素类产品实现收入16.13亿，同比增长20%，其中大品种亮丙瑞林实现收入7.61亿，同比增长40.34%，尿促卵泡素实现收入5.93亿，同比增长7.8%。消化道类产品实现收入12.48亿，同比增长27.6%，其中艾普拉唑系列实现收入5.88亿，同比增长37.35%，雷贝2.27亿，同比增长40.53%。优势领域的促性激素、消化道类产品保持快速增长。

中药制剂板块，参芪扶正实现收入10亿，同比下降36.31%，目前收入比重已经降到11.29%，后续受全国辅助用药目录出台影响减弱。

➤ 单抗、微球类研发有序开展。

丽珠集团完成了重组绒促性素的申报生产工作，抗IL-6R单抗获临床批件，抗OX40单抗IND申报完成，亮丙瑞林微球（3个月缓释）目前获得临床试验通知书。目前集采降价背景下，创新类的单抗、微球产品能够为公司带来业绩增量。

➤ 维持“推荐”评级。

公司专科制剂快速增长，单抗+微球布局领先，且在三季度重启了股权激励计划，长期看好公司发展。预计2019-2021年EPS分别为1.74、2.00、2.27元，对应3月27日收盘价，PE分别为20、17、15倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

中药注射剂下滑；研发不及预期。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,530.97	8,860.66	9,709.72	10,847.55	12,039.53
增长率（%）	11.49%	3.86%	9.58%	11.72%	10.99%
EBITDA（百万元）	5,707.37	1,494.29	1,432.24	1,660.41	1,839.27
净利润（百万元）	4,428.68	1,082.17	1,248.19	1,438.44	1,634.04
增长率（%）	441.68%	-75.56%	15.34%	15.24%	13.60%
EPS（元/股）	8.09	1.51	1.74	2.00	2.27
市盈率（P/E）	5.87	24.33	20.00	17.35	15.27
市净率（P/B）	2.32	2.34	2.29	2.23	2.17
EV/EBITDA	2.67	14.34	15.22	13.11	12.15

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：34.71元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	719/458
流通A股市值（百万元）	15,475
每股净资产（元）	14.88
资产负债率（%）	25.89
一年内最高/最低（元）	75.46/23.33

一年内股价相对走势



夏禹 分析师

执业证书编号：S0590518070004

电话：0510-82832787

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

相关报告

- 《丽珠集团 (000513) \ 医药生物行业》
《业绩符合预期，产品结构改善》
- 《丽珠集团 (000513) \ 医药生物行业》
《业绩符合预期，西药制剂、原料药持续增长》
- 《丽珠集团 (000513) \ 医药生物行业》
《业绩符合预期，多项业务稳健增长》

1. 业绩分析

1.1. 各项业务业绩分析

2018年Q4公司主要专科制剂实现快速增长。

促性激素类Q4亮丙瑞林实现营收1.71亿，同比增长61%。在生育人数下滑的情况下，尿促卵泡素Q4实现收入1.33亿，同比增长12%。

消化道类产品，Q4艾普拉唑实现收入1.37亿，同比增长43%，艾普拉唑作为公司的一类新药，在注射剂型上市后，收入增长加快。雷贝实现收入0.43亿，同比增长17%。

目前销售承压品种中，参芪扶正Q4销售1.81亿，同比下降37%，全年销售额10亿，目前销售占比已经下降至11.29%。鼠神经生长因子单季度销售金额0.84亿，单季度下滑5%，降幅收窄。

中药产品中，Q4抗病毒颗粒实现收入0.83亿，同比下降10%。由于2017年底流感较为严重，销售基数较大，所以小幅下滑。根据国家疾控中心的数据，2019年1月流感人数大幅增加，预计1季度抗病毒颗粒销售较好。

原料药方面，产品由大宗原料药转向高端特色原料药，由非规范市场转向规范市场。原料药板块整体实现收入23.54亿，同比增长11.95%；毛利率23.99%，同比增长0.43个百分点。原料药目前取得国际认证证书20个，共有36个在产品种在77个国家（地区）进行了两百多个项目的注册工作。依靠多个小众品种的增长，带动原料药业务增长。阿卡波糖由于和华东医药签订大额订单，整体销售稳定，全年5%增长。米尔贝肟、盐酸万古霉素分别实现收入1.2亿、1.32亿，同比分别增长51%、8%。本期公司调整了原料药子公司的结构，新北江制药收购宁夏制药100%股权和福州福兴75%股权。

图表 1: 公司主要产品收入情况 (单位: 百万元)

类别/品种	2018全年	同比	2018Q1	Q1同比	2018Q2	Q2同比	2018Q3	Q3同比	2018Q4	Q4同比
制剂 亮丙瑞林	761	40%	178	22%	181	34%	231	50%	171	61%
制剂 尿促卵泡素	593	8%	105	7%	168	2%	187	11%	133	12%
制剂 艾普拉唑	588	37%	140	45%	141	26%	170	38%	137	43%
制剂 雷贝拉唑	227	41%	73	67%	53	32%	58	42%	43	17%
制剂 得乐系列	164	-1%					37	-13%	43	-1%
制剂 鼠神经生长因子	444	-14%	117	-18%	112	-18%	131	-12%	84	-5%
制剂 抗病毒颗粒	333	11%	181	37%	29	-2%	40	-14%	83	-10%
制剂 伏立康唑	232	19%	89	60%	50	23%	53	-11%	40	3%
制剂 羧伏沙明	102	17%	29	32%	24	16%	28	17%	21	3%
制剂 参芪扶正	1,002	-36%	298	-25%	248	-44%	275	-39%	181	-37%
原料 阿卡波糖	220	5%	57	13%	54	-2%	53	2%	57	6%
原料 米尔贝肟	120	51%	41	240%	37	47%	6	-72%	35	83%
原料 林可霉素	118	-12%	34	53%	37	-20%	25	-30%	22	-27%
原料 盐酸万古霉素	132	8%					32	-6%	38	10%

来源: 公司公告整理, 国联证券研究所

1.2. 费用情况

本期销售费用 32.67 亿，与去年同期持平。管理费用 5.46 亿，同比增加约 0.4 亿，主要是员工人数增加带来薪酬支出增加（0.35 亿）。研发费用 5.49 亿，同比增长 28.52%，开发支出近 90% 费用化。财务费用-2.52 亿，主要是由于利息收入增加较多。

1.3. 研发进展

2018 年研发费用 5.49 亿，同比增长 28.52%，主要是研发项目增多。公司本年新增开发支出 6.2 亿，约 11.5% 开发支出资本化，近 90% 的开发支出费用化，表明稳健的财务风格。

丽珠单抗方面，注射用重组人绒促性素申报生产；抗 TNF- α 单抗完成 II 期临床试验；抗 HER2 单抗完成 I 期临床；抗 IL-6R 单抗完成 I 期临床研究准备工作；抗 PD-1 单抗中美 I 期临床试验，并开始启动中国的化疗联合用药的临床研究工作；抗 CD20 单抗、抗 RANKL 单抗正在进行 I 期临床试验研究。CAR-T 项目组完成技术平台的建立，并已完成多个靶点的开发，正在积极推进临床研究和临床申报。

微球方面，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）获得临床试验通知书。

2. 风险提示

中药注射剂下滑，研发不及预期

图表 2: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,918.31	7,883.69	6,296.10	6,661.68	6,428.64	营业收入	8,530.9	8,860.6	9,709.7	10,847.5	12,039.5
应收账款+票据	2,566.05	2,460.56	3,047.72	3,106.04	3,723.93	营业成本	3,083.0	3,359.6	3,677.9	4,085.80	4,527.18
预付账款	126.47	169.77	154.54	205.73	193.45	营业税金及附加	129.03	118.45	129.81	145.02	160.95
存货	1,102.62	1,117.01	1,312.89	1,386.48	1,604.50	营业费用	3,265.1	3,267.2	3,495.5	3,850.88	4,213.84
其他	1,636.42	840.71	0.00	0.00	0.00	管理费用	933.97	546.38	1,165.1	1,301.71	1,444.74
流动资产合计	11,349.8	12,471.7	10,827.1	11,375.8	11,966.4	财务费用	-39.01	-251.95	-253.56	-259.12	-261.77
长期股权投资	92.60	188.11	188.11	188.11	188.11	资产减值损失	117.86	67.77	60.00	60.00	60.00
固定资产	3,321.22	3,217.58	3,332.87	3,365.28	3,420.96	公允价值变动收益	2.81	-2.41	0.00	0.00	0.00
在建工程	70.28	184.52	106.99	137.11	136.10	投资净收益	1.49	-6.19	0.00	0.00	0.00
无形资产	263.80	244.19	317.23	309.11	301.00	其他	0.00	-518.27	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	799.96	1,131.23	735.83	679.16	679.16	营业利润	1,045.1	1,274.5	1,434.8	1,663.27	1,894.59
非流动资产合计	4,547.86	4,965.62	4,681.02	4,678.76	4,725.32	营业外净收益	4,362.7	142.18	176.90	176.90	176.90
资产总计	15,897.7	17,437.3	15,508.2	16,054.6	16,691.7	利润总额	5,407.9	1,416.6	1,611.7	1,840.17	2,071.49
短期借款	0.00	1,500.00	0.00	0.00	0.00	所得税	1,100.1	206.91	254.02	290.01	326.47
应付账款+票据	1,163.53	1,354.91	1,402.10	1,660.67	1,732.97	净利润	4,307.7	1,181.7	1,357.7	1,550.16	1,745.02
其他	3,247.50	2,514.67	1,996.30	1,884.77	2,011.81	少数股东损益	59.02	99.54	109.58	111.72	110.99
流动负债合计	4,411.03	5,369.58	3,398.41	3,545.44	3,744.78	归属于母公司净利	4,248.6	1,082.1	1,248.1	1,438.44	1,634.04
长期带息负债	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	252.38	317.19	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	253.08	317.89	0.70	0.70	0.70						
负债合计	4,664.11	5,687.47	3,399.11	3,546.14	3,745.48						
少数股东权益	460.88	1,097.90	1,207.48	1,319.20	1,430.19						
股本	553.23	719.05	719.05	719.05	719.05						
资本公积	1,648.48	1,362.23	1,362.23	1,362.23	1,362.23						
留存收益	8,571.02	8,570.70	8,820.34	9,108.03	9,434.83						
股东权益合计	11,233.6	11,749.8	12,109.1	12,508.5	12,946.3						
负债和股东权益总	15,897.7	17,437.3	15,508.2	16,054.6	16,691.7						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	-35.75	1,249.04	1,208.75	1,401.14	1,596.00
折旧摊销	374.51	381.57	74.01	79.36	29.55
财务费用	22.00	-21.63	-253.56	-259.12	-261.77
存货减少	-44.91	-97.15	-195.88	-73.59	-218.02
营运资金变动	837.71	-285.92	-277.87	37.51	-406.27
其它	198.35	9.16	60.00	60.00	60.00
经营活动现金流	1,351.89	1,235.07	615.45	1,245.30	799.50
资本支出	294.15	474.47	106.99	137.11	136.10
长期投资	189.93	609.80	0.00	0.00	0.00
其他	5,156.80	63.43	148.94	149.02	149.02
投资活动现金流	4,672.72	-1,020.8	41.95	11.92	12.92
债权融资	-350.00	1,500.00	-1,500.0	0.00	0.00
股权融资	15.00	637.59	0.00	0.00	0.00
其他	-248.13	-1,280.1	-744.99	-891.63	-1,045.4
筹资活动现金流	-583.13	857.42	-2,244.9	-891.63	-1,045.4
现金净增加额	5,375.08	1,130.19	-1,587.5	365.59	-233.04

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.49%	3.86%	9.58%	11.72%	10.99%
EBIT	421.30	-79.13	11.37%	16.41%	14.46%
EBITDA	308.54	-73.82	-4.15%	15.93%	10.77%
归属于母公司净利	441.68	-75.56	15.34%	15.24%	13.60%
获利能力					
毛利率	63.86%	62.08%	62.12%	62.33%	62.40%
净利率	50.49%	12.70%	13.98%	14.29%	14.49%
ROE	39.44%	9.63%	11.45%	12.86%	14.19%
ROIC	61.81%	11.23%	13.97%	15.28%	17.19%
偿债能力					
资产负债	21.26%	29.20%	22.34%	22.50%	22.84%
流动比率	3.25	2.49	3.19	3.21	3.20
速动比率	2.84	2.23	2.80	2.82	2.77
营运能力					
应收账款周转率	3.40	3.67	3.26	3.56	3.31
存货周转率	2.80	3.01	2.80	2.95	2.82
总资产周转率	0.60	0.55	0.64	0.69	0.73
每股指标 (元)					
每股收益	8.09	1.51	1.74	2.00	2.27
每股经营现金流	1.88	1.72	0.86	1.73	1.11
每股净资产	14.98	14.81	15.16	15.56	16.02
估值比率					
市盈率	5.87	24.33	20.00	17.35	15.27
市净率	2.32	2.34	2.29	2.23	2.17
EV/EBITDA	2.67	14.34	15.22	13.11	12.15
EV/EBIT	2.86	19.26	16.05	13.77	12.35

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810