

haod

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

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 8 月 19 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)	935/595
总市值/流通(百万元)	24,257/15,439
上证综指/深圳成指	2,824/9,061
12个月最高/最低(元)	30.78/17.32

相关研究报告:

《丽珠集团-000513-2018 年年报点评: 收入结构改善, 研发布局加速》——2019-04-02
 《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

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793
 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
艾普拉唑高增长, 业绩符合预期
● 业绩符合预期, 保持稳健增长

2019 年上半年实现营业收入 49.39 亿元 (+8.2%), 归母净利润 7.39 亿元 (+16.7%), 扣非归母净利润 6.59 亿元 (+15.3%)。业绩基本符合预期, 保持稳健增长。上半年经营性现金流净额为 9.58 亿元 (+5374.85%), 主要由于上年汇缴了 2017 年处置珠海维星实业有限公司股权产生的企业所得税 7.90 亿元。

● 消化道制剂保持高增长, 承压品种下滑幅度收窄

2019 年上半年消化道板块收入 9.45 亿元 (+51.37%), 超越促性激素板块成为第一大化药制剂板块, 后者收入 8.95 亿元 (+18.62%)。主力品种保持高增长: 艾普拉唑系列产品 5.04 亿 (+76.45%)、雷贝拉唑钠肠溶胶囊 1.67 亿 (+32.14%)、亮丙瑞林微球 4.57 亿 (+27.37%)。承压品种下滑幅度收窄: 参芪扶正注射液 4.55 亿元 (-16.58%), 注射用鼠神经生长因子 2.26 亿元 (-1.28%), 在收入中占比持续降低, 从 2017 年的占比 24.6% 下降到 2019 年上半年的 13.8%

● 持续研发投入, 研发进展符合预期

2019 年上半年研发投入 3.44 亿元 (+5.12%)。制剂板块: 注射用伏立康唑 (0.1g) 取得补充申请批件; 注射用丹曲林钠已申报并被纳入优先审评; 注射用醋酸亮丙瑞林微球 (3 个月缓释) 已于 2019 年 3 月取得临床批件。生物药板块: 注射用重组人绒促性素报产已进入 CDE 审评序列; 重组人源化抗 IL-6R 单抗注射液进入 I 期临床; HER2 单抗与 PD-1 单抗正在准备 Ib 期临床试验; 重组全人源化抗 OX40 单抗注射液获临床批文。

● 风险提示: 参芪扶正、鼠神经生长因子持续承压; 研发进度不及预期。
● 投资建议: 业绩稳健增长, 转型期过渡顺利, 维持“买入”评级。

公司消化道制剂保持高增长, 艾普拉唑系列产品快速放量支撑转型期顺利过渡。产品结构快速改善, 承压品种降幅符合预期, 未来在收入中占比持续降低。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.34/1.54/1.79 元, 当前股价对应 PE19.4/16.9/14.5X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

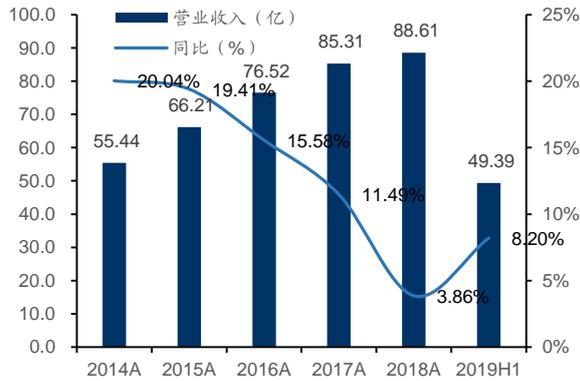
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,531	8,861	9,732	11,068	12,778
(+/-%)	11.5%	3.9%	9.8%	13.7%	15.4%
净利润(百万元)	4429	1082	1252	1437	1668
(+/-%)	464.6%	-75.6%	15.7%	14.8%	16.1%
摊薄每股收益(元)	8.01	1.16	1.34	1.54	1.79
EBIT Margin	13.1%	17.7%	16.3%	16.2%	16.2%
净资产收益率(ROE)	41.1%	10.2%	11.1%	12.1%	13.1%
市盈率(PE)	3.2	22.4	19.4	16.9	14.5
EV/EBITDA	12.9	15.5	15.9	14.7	13.6
市净率(PB)	1.3	2.28	2.16	2.03	1.91

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

业绩稳健增长，经营现金流充裕。丽珠集团上半年实现营业收入 49.39 亿元 (+8.2%)，归母净利润 7.39 亿元 (+16.7%)，扣非归母净利润 6.59 亿元 (+15.3%)。业绩基本符合预期，保持稳健增长。上半年经营性现金流净额为 9.58 亿元 (+5374.85%)，主要由于上年汇缴了 2017 年处置珠海维星实业有限公司股权产生的企业所得税 7.90 亿元。

图 1：丽珠集团营业收入及增速（亿元）



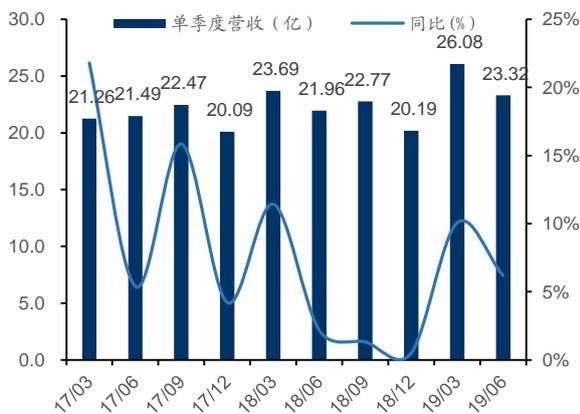
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：丽珠集团扣非归母净利润及增速（亿元）



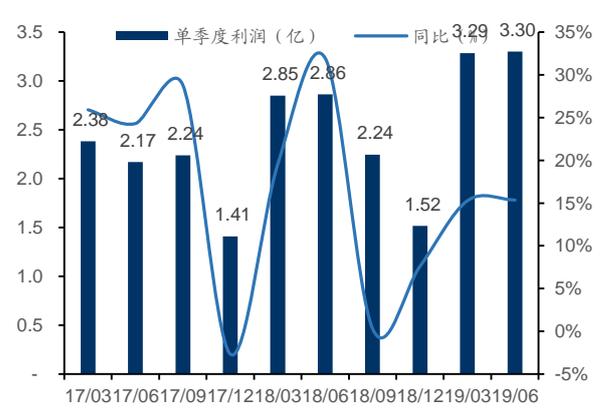
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：丽珠集团单季度营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：丽珠集团单季度扣非归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

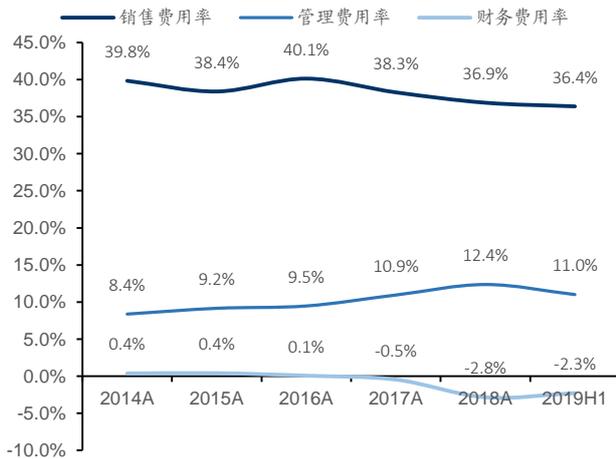
消化道制剂保持高增长，承压品种下滑幅度收窄。2019 年上半年消化道板块收入 9.45 亿元 (+51.37%)，超越促性激素板块成为第一大化药制剂板块。消化道板块中，艾普拉唑系列产品收入 5.04 亿 (+76.45%)、雷贝拉唑钠肠溶胶囊 1.67 亿 (+32.14%) 快速放量，成为业绩贡献主力品种。丽珠维三联 1.22 亿 (+26.39%) 与丽珠得乐 1.12 亿 (+32.57%) 也保持较高增长。促性激素板块收入 8.95 亿元 (+18.62%)，其中亮丙瑞林微球 4.57 亿 (+27.37%)，尿促卵泡素 3.05 (+11.59%)。承压品种下滑幅度收窄，参芪扶正注射液 4.55 亿元 (-16.58%)，注射用鼠神经生长因子 2.26 亿元 (-1.28%)，收入下降幅度符合预期，受医保控费及辅助用药监管影响，未来预计仍将保持下降态势。承压品种收入占比持续降低，从 2017 年的占比 24.6% 下降到 2019 上半年的 13.8%，预计到 2021 年将下降到 7.5%。

原料药板块盈利能力提升。原料药及中间体板块收入 12.19 亿元 (+1.64%)，占总收入的 24.68%，毛利率同比提高 7.18%，达到 30.58%，盈利能力进一步

增强。苯丙氨酸 1.17 亿元 (+16.49%); 阿卡波糖 1.15 亿元 (+4.33%)。

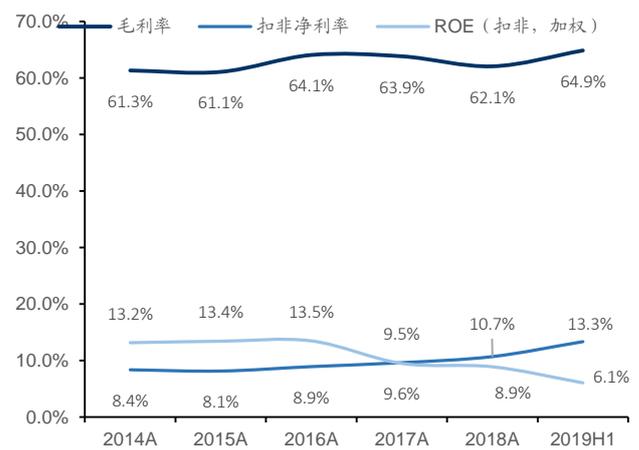
毛利率与扣非净利率稳中有升, 销售费用率呈下降趋势。销售毛利率 64.9% (+2.3pct), 受益于原料药板块毛利率大幅提升。销售费用率 36.4% (-0.4pct), 近年来持续呈下降趋势, 管理费用率 (合并研发费用口径) 11.0% (+0.2pct), 财务费用率-2.3% (+0.3pct)。应收账款周转天数与存货周转天数基本保持稳定。

图 5: 丽珠集团三费率情况



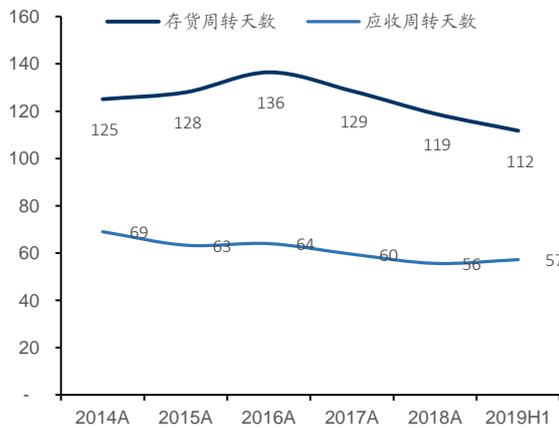
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 丽珠集团毛利率、扣非净利率、ROE 情况



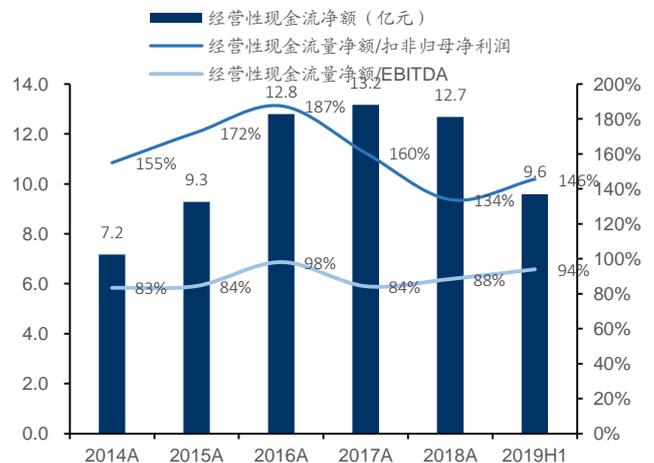
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 丽珠集团存货及应收账款周转率



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 丽珠集团经营性现金流净额情况 (亿元)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

持续研发投入, 研发进展符合预期。2019 上半年研发投入 3.44 亿元 (+5.12%)。制剂板块: 注射用伏立康唑 (0.1g) 取得补充申请批件; 注射用丹曲林钠已申报并被纳入优先审评; 注射用醋酸亮丙瑞林微球 (3 个月缓释) 已于 2019 年 3 月取得临床批件。生物药板块: 注射用重组人绒促性素报产已进入 CDE 审评序列; 重组人源化抗 IL-6R 单抗注射液进入 I 期临床; HER2 单抗与 PD-1 单抗正在准备 Ib 期临床试验; 重组全人源化抗 OX40 单抗注射液获临床批文。

表 1: 丽珠单抗生物药产品线及进展

药品名称	适应症	进展
重组人绒促性素	IVF 超排卵	已报产
重组人源化抗人 TNF- α 单抗	类风湿关节炎	完成 II 期临床试验
重组人源化抗 HER2 单抗	乳腺癌	完成 I 期临床试验
重组人鼠嵌合抗 CD20 单抗	非霍奇金淋巴瘤	进行 I 期临床试验
重组人源化抗 PD-1 单抗	晚期实体瘤	准备 Ib 期临床试验
重组全人抗 RANKL 单抗	肿瘤骨转移	进入 I 期临床试验
重组抗 IL-6R 人源化单抗	类风湿关节炎	进入 I 期临床试验
全人源抗 OX40 单抗		已获得临床批文
重组抗 IL-17AF 人源化单抗		IND 研究
重组抗 HER2 结构域 II 人源化单抗细胞毒素偶联剂		IND 研究

资料来源:

投资建议: 业绩稳健增长, 转型期过渡顺利, 维持“买入”评级。公司消化道制剂保持高增长, 艾普拉唑系列产品快速放量支撑转型期顺利过渡。产品结构快速改善, 承压品种降幅符合预期, 未来在收入中占比持续降低。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.34/1.54/1.79 元, 当前股价对应 PE19.4/16.9/14.5X, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 19-8-17	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	69.12	3,057	0.92	1.45	1.87	2.39	75.2	47.7	37.0	28.9	20.6	1.3	买入
600196	复星医药	25.91	664	1.06	1.21	1.45	1.72	24.5	21.4	17.9	15.1	9.7	1.2	买入
002422	科伦药业	31.09	448	0.84	1.07	1.32	1.56	36.9	29.1	23.6	19.9	9.5	1.3	买入
600867	通化东宝	17.01	346	0.41	0.47	0.57	0.68	41.3	36.2	29.8	25.0	17.8	2.0	买入
000513	丽珠集团	25.95	243	1.16	1.34	1.54	1.79	22.4	19.4	16.9	14.5	10.2	1.2	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	9432	10727	12384	营业收入	8861	9732	11068	12778
应收款项	2461	2702	3074	3548	营业成本	3360	3567	4057	4684
存货净额	1117	1200	1372	1595	营业税金及附加	118	143	163	188
其他流动资产	279	530	428	531	销售费用	3267	3588	4095	4728
流动资产合计	12472	13891	15628	18085	管理费用	546	843	957	1104
固定资产	3402	3258	3163	3073	财务费用	(252)	(165)	(203)	(228)
无形资产及其他	244	324	412	510	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)	(112)	(112)	(112)
长期股权投资	188	228	268	307	其他收入	(434)	0	0	0
资产总计	17437	18831	20602	23107	营业利润	1274	1648	1891	2196
短期借款及交易性金融负债	1500	3157	4940	6951	营业外净收支	142	0	0	0
应付款项	1355	1344	1585	1854	利润总额	1417	1648	1891	2196
其他流动负债	2514	3127	3631	4026	所得税费用	235	280	322	373
流动负债合计	5370	7628	10157	12832	少数股东损益	100	116	133	154
长期借款及应付债券	1	(1499)	(2999)	(3999)	归属于母公司净利润	1082	1252	1437	1668
其他长期负债	317	386	477	551					
长期负债合计	318	(1114)	(2523)	(3448)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5687	6515	7634	9384	净利润	1082	1252	1437	1668
少数股东权益	1098	1077	1053	1025	资产减值准备	(81)	47	(3)	(3)
股东权益	10652	11240	11915	12698	折旧摊销	364	349	378	403
负债和股东权益总计	17437	18831	20602	23107	公允价值变动损失	70	112	112	112
					财务费用	(252)	(165)	(203)	(228)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(846)	168	392	(65)
每股收益	1.16	1.34	1.54	1.79	其它	63	(68)	(21)	(25)
每股红利	1.37	0.71	0.82	0.95	经营活动现金流	653	1860	2295	2090
每股净资产	11.40	12.03	12.76	13.60	资本开支	(257)	(468)	(481)	(520)
ROIC	11%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(18)	0	0	0
ROE	10%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(371)	(508)	(520)	(560)
毛利率	62%	63%	63%	63%	权益性融资	638	0	0	0
EBIT Margin	18%	16%	16%	16%	负债净变化	0	(1500)	(1500)	(1000)
EBITDA Margin	22%	20%	20%	19%	支付股利、利息	(1277)	(664)	(762)	(885)
收入增长	4%	10%	14%	15%	其它融资现金流	2807	1657	1783	2011
净利润增长率	-76%	16%	15%	16%	融资活动现金流	890	(508)	(479)	127
资产负债率	39%	40%	42%	45%	现金净变动	1172	844	1295	1657
息率	5.3%	2.7%	3.1%	3.7%	货币资金的期初余额	7416	8588	9432	10727
P/E	22.4	19.4	16.9	14.5	货币资金的期末余额	8588	9432	10727	12384
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	570	1368	1780	1540
EV/EBITDA	15.5	15.9	14.7	13.6	权益自由现金流	3377	1661	2231	2740

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