



丽珠集团(000513.SZ)

## 【联讯医药公司点评】丽珠集团 ( 000513 ) : 出清与崛起, 看得见的改善和价值

2019年10月24日

事项:

买入(维持)

当前价: 27.7元

**事件:** 10月22日晚间, 公司发布三季度业绩公告, 前三季度营业收入为72.9亿元, 同比增6.6%; 归母净利润为10.4亿元, 同比增10.4%; 扣非归母净利润9.6亿元, 同比增20.3%。其中19Q3单季度营收23.56亿元, 扣非归母净利润2.99亿元, 分别同比增3.5%和33.1%。

分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

评论:

◇ 出清: 参芪扶正注射液和鼠神经生产因子边际影响逐渐减弱

公司前三季度营业收入为72.9亿元(+6.6%), 扣非归母净利润为9.6亿元(+20.3%), 营收受参芪扶正注射液和鼠神经生长因子销售下滑影响, 增速从2018年开始回落到个位数水平, 扣非后归母净利润受益综合毛利率提升和费用率改善, 依然保持较快增速。我们看到了政策因素(压降辅助性用药)给公司营收增长带来的边际效应正逐渐减弱, 一是参芪扶正注射液和鼠神经生长因子前三季度销售额分别为6.7亿元(-18.5%)和3.1亿元(-14.6%), 销售收入在公司总营收中的占比已经大幅下降, 从2017年的24.5%快速下降到19Q3的13.4%, 虽然相关品种如鼠神经生长因子被移出医保可能进一步导致销售下滑, 但是影响已经大为减轻; 二是贡献主要营收的化学制剂仍然保持近20%的增速, 对冲了中药制剂和鼠神经生长因子的销售下滑影响。综上, 我们预期从明年开始, 公司营收端大概率重回两位数增速。

相关研究

《丽珠集团(000513) - 【联讯医药公司年报点评】丽珠集团(000513): 业绩符合预期, 二线品种崛起》2018-03-26

《丽珠集团(000513) - 【联讯医药公司点评】丽珠集团(000513): 中报业绩符合预期, 产品结构优化逐渐消除市场担忧》2018-08-21

《丽珠集团(000513) - 【联讯医药公司点评】丽珠集团(000513): 参芪扶正和鼠神经生长因子政策消极影响边际减弱, 二线品种崛起助力明年增速回升》2018-10-26

◇ 崛起: 艾普拉唑系列和亮丙瑞林微球, 冉冉升起的双十亿级别产品

细分产品方面, 原二线品种已经崛起成为公司主力产品, 其中艾普拉唑系列和亮丙瑞林微球新成长为两个十亿级别单品。消化道产品是公司优势产品, 产品线丰富, 共有艾普拉唑系列(肠溶片和针剂)、雷贝拉唑、得乐系列和丽珠维三联等品种, 前三季消化道产品实现营收13.83亿元, 同比增长43.72%; 其中艾普拉唑系列受益新进国家医保目录, 叠加去年独家注射用艾普拉唑纳获批上市, 营收7.54亿元, 继续保持超过50%的增速增长, 全年大概率实现10亿级别销售规模; 其他消化道产品线雷贝拉唑、得乐系列和丽珠维三联年销售额都突破2亿规模。

微球平台首个上市品种注射用醋酸亮丙瑞林微球国内首仿, 前三季度营收7.35亿元, 增速24.7%, 全年有望接近10亿销售级别, 中标价格比国外进口同规格抑那通(日本武田制药)低约28%, 价格优势有利于进口替代, 微球产品技术门槛较高, 预计未来两年仍会保持25%左右增长, 另外除了缓释微球研发平台多个品种正在开发, 醋酸曲普瑞林微球(1个月缓释)项目已经完成了I期临床预试验研究, 注射用醋酸亮丙瑞林微球(3个月缓释)已获得临床批件, 缓释微球产品给公司带来独特竞争优势。其他销售额较大的还有注射用尿促卵泡素, 前三季度销售额4.9亿元, 保持7%左右的大单位数增长; 注射用伏立康唑实现销售收入人民币2.0亿元, 同比增长6.1%, 增速略有下滑; 另外, 心脑血管产品线和氟伏沙明片都销售过亿产品。



#### ◇ 看得见的改善和价值：扣非利润率持续提升，手持大额净现金

近年来，虽然高毛利率的原一线品种参芪扶正注射液（2016 年毛利率 84%）销售承压，毛利率也逐年下滑，但是公司综合毛利率水平依然基本稳定，前三季度整体综合毛利率 64.7%，比 2018 年末毛利率提升了 2.7pct，其中原料药及中间体毛利率提升明显，从 2016 年 19.2%逐年提升到 19H1 的 30%左右水平，反映公司从大宗原料药向高端专科原料药转型成果；诊断试剂及设备产品线毛利率也逐年小幅提升。另外，扣非后净利润率水平持续提升，从 2016 年 8.9%稳步提升到 19Q3 的 13.1%，费用控制良好。另外，前三季度公司手握现金资产高达 72.2 亿元，现金资产占总资产的 44.2%，无短期和长期借款等有息负债，为未来高比例分红或外延并购打下坚实基础。

#### ◇ 盈利预测与评级

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 96.4/107.9/121.4 亿元，归母净利润分别为 12.6/14.6/16.7 亿元，参考股本 9.35 亿股，对应每股 EPS 为 1.35/1.56/1.79 元，今日收盘价（27.78 元/股）对应市盈率分别为 20.6/17.8/15.5 倍。

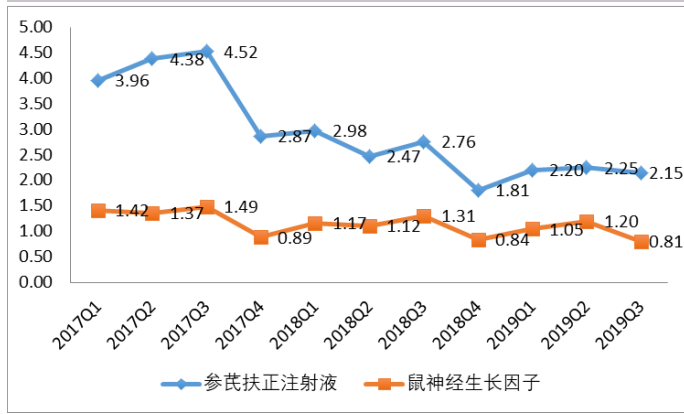
公司拥有充沛的净现金，估值合理偏低，维持“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

药品降价超预期；医药政策影响；研发进度不及预期。

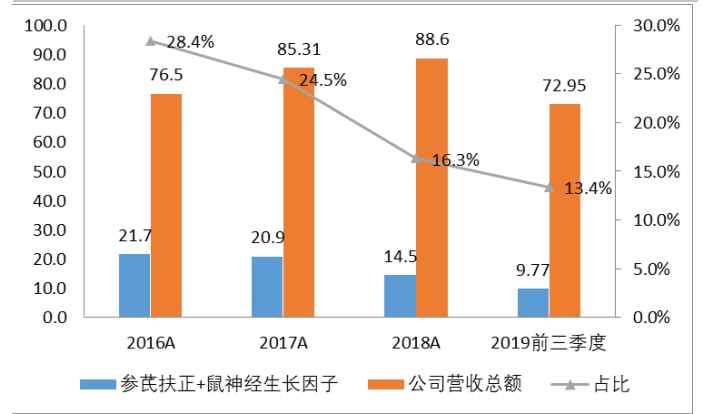


图表1: 参芪扶正和鼠神经生长因子季度销售情况



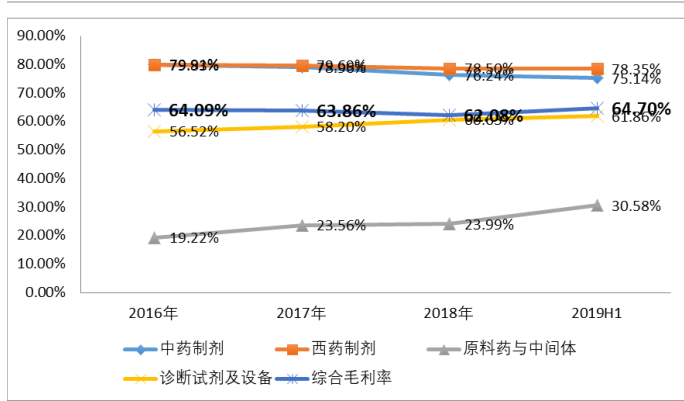
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表2: 参芪扶正和鼠神经生长因子营收占比



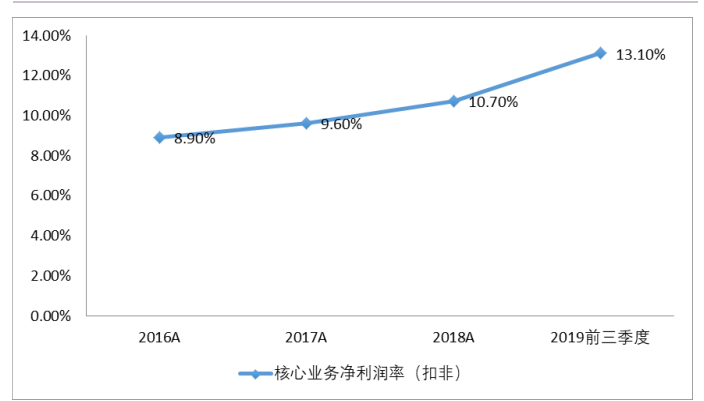
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表3: 2016-2019H1 各产品线毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表4: 2016-2019Q3 核心业务净利润率水平



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



## 附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	124.72	130.44	148.92	168.03	经营活动现金流	12.68	12.43	11.94	12.82
货币资金	85.88	70.88	77.44	84.18	净利润	11.81	14.19	16.41	18.79
应收账款和票据	24.11	26.02	29.12	32.77	折旧摊销	3.83	3.22	3.00	2.80
其他应收款	0.49	0.50	0.50	0.50	财务费用	-2.52	-2.00	-2.00	-2.00
存货	1.06	1.16	1.29	1.46	投资损失	0.36	0.50	0.50	0.50
预付账款	11.17	12.53	14.02	15.78	营运资金变动	-0.73	-3.57	-6.10	-7.04
其他流动资产	2.01	19.36	26.54	33.34	其它	-0.07	0.10	0.13	-0.23
非流动资产	49.66	49.93	48.29	47.82	投资活动现金流	-10.21	-2.13	-1.60	-1.69
在建工程	1.85	2.50	3.50	4.50	资本支出	-4.75	-2.00	-2.00	-2.00
固定资产	32.18	29.96	27.97	26.17	长期投资	-5.63	-0.23	0.20	0.00
无形资产和商誉	3.47	3.27	3.07	2.87	其他	0.17	0.10	0.20	0.31
其他非流动资产	12.16	14.20	13.75	14.28	筹资活动现金流	8.57	-25.30	-3.79	-4.38
资产总计	174.38	180.38	197.20	215.85	短、长期借款	15.00	-15.00	0.00	0.00
流动负债	53.70	54.09	58.00	62.47	吸收投资	6.38	0.00	0.00	0.00
短期借款	16.93	0.00	0.00	0.00	分配股利	-12.77	-10.30	-3.79	-4.38
应付账款和票据	13.55	13.86	15.35	16.98	现金流量净额	11.63	-15.00	6.55	6.75
其他流动负债	23.22	40.23	42.65	45.49					
非流动负债	3.18	3.20	3.50	3.27	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	0.01	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他非流动负债	3.17	3.20	3.50	3.27	营业收入	3.87%	8.74%	11.95%	12.53%
负债合计	56.88	57.29	61.50	65.74	营业利润	-77.48%	28.01%	16.34%	15.06%
归属母公司股东权益	106.52	110.54	121.36	133.70	归属母公司净利润	-75.59%	16.79%	15.67%	14.53%
少数股东权益	10.98	12.54	14.35	16.41	获利能力				
股东权益合计	117.50	123.09	135.70	150.11	毛利率	62.08%	64.05%	64.43%	65.04%
					净利率	13.33%	14.72%	15.21%	15.48%
<b>利润表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROE	10.15%	11.42%	12.03%	12.51%
营业收入	88.61	96.36	107.87	121.39	ROIC	10.45%	13.75%	14.20%	14.55%
营业成本	33.60	34.64	38.36	42.44	偿债能力				
营业税金及附加	1.18	1.16	1.29	1.46	资产负债率	32.62%	31.76%	31.19%	30.46%
营业费用	32.67	34.21	37.75	42.49	净资产负债率	48.41%	46.55%	45.32%	43.79%
管理费用	10.95	12.04	13.48	15.17	流动比率	2.32	2.41	2.57	2.69
财务费用	-2.52	-2.00	-2.00	-2.00	速动比率	2.11	2.18	2.33	2.44
资产减值损失	0.36	0.50	0.50	0.50	营运能力				
公允价值变动收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.53	0.54	0.57	0.59
投资净收益	0.43	0.50	0.50	0.50	应收账款周转率	3.60	3.84	3.91	3.92
营业利润	12.74	16.31	18.97	21.83	存货周转率	3.03	2.92	2.89	2.85
营业外收入	1.77	1.00	1.00	1.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.35	0.30	0.30	0.30	每股收益	1.16	1.35	1.56	1.79
利润总额	14.16	17.01	19.67	22.53	每股经营现金	11.39	11.82	12.98	14.30
所得税	2.35	2.82	3.27	3.74	每股净资产	1.36	1.33	1.28	1.37
净利润	11.81	14.19	16.41	18.79	估值比率				
少数股东损益	1.00	1.56	1.80	2.07	P/E	24.03	20.57	17.79	15.53
归属母公司净利润	10.81	12.62	14.60	16.72	P/B	2.44	2.35	2.14	1.94
EBITDA	14.34	18.23	20.67	23.33	EV/EBITDA	19.29	14.25	12.57	11.13
EPS（元）	1.16	1.35	1.56	1.79					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；  
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)