



丽珠集团(000513.SZ)

【粤开医药公司年报点评】丽珠集团：产品线完成换档，消化道和促性激素产品线是亮点

2020 年 03 月 26 日

事项：

买入(维持评级)

当前价： 38.66 元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@yqzq.com

评论：

化学制剂业务突出，今年营收增速有望重回双位数

2019 年实现营收 93.85 亿元 (+5.91%)，营收增速虽然仅有个位数，但这是在原有一线产品受政策打压前提下，通过产品线换档取得的成绩。主营大类中，中药制剂受政策压力较大，连续三年营收回落，2019 年营收 12.81 亿元 (-16.4%)，同比上年 (-25.1%) 回落幅度缩窄，中药制剂营收占比从 2017 年 24% 缩小到 13.7%，政策给中药制剂的带来的压力对公司营收影响边际减弱明显；化学制剂营收 49.3 亿元 (+16.3%)，成为公司绝对主力业务，提供年均约 17% 左右的稳定增速，是公司近年来营收稳定器，各大产品线均衡，尤其以消化道产品线和促性激素产品线突出；原料药板块 2019 年基本持平，诊断产品线保持大个位数百分的稳健增速。根据我们的业务模型拆分，我们预计今年公司营收有望结束连续两年个位数的稳增速，大概率重回双位数的相对快速增长。

产品线换档完成，消化道和促性激素产品线将成双二十亿产品线

细分产品方面，公司产品线基本完成换档，一线产品身份转换。公司原有一线产品为参芪扶正注射液，2016 年营收达到近年顶峰 16.8 亿，占公司当年营收 22% 左右，受医保政策等影响，近年来连续回落，2019 年为 8.2 亿元，占比已不到 9%；而原有二线产品消化道产品线和促性激素产品线崛起为公司新一线产品，预计今年有望成为双二十亿级别，成为公司绝对主力产品。消化道产品线包括艾普拉唑系列、雷贝拉唑、得乐系列和丽珠维三联主力产品，其中艾普拉唑肠溶片去年新增反流性食管炎医保报销适应症，2019 年营收 8.68 亿元，2016 年以来年均增速高达 49%；另外独家剂型艾普拉唑注射剂去年进入国家医保谈判目录，2019 年营收 1.06 亿元，增速高达 +667%。另外得乐系列和丽珠维三联也保持 25% 左右的较快增速。促性激素产品线尿促卵泡素营收 6.28 亿元，保持稳定增长 (+6%)，亮丙瑞林微球是该产品线亮点，2019 年营收 9.3 亿元，保持 20% 以上较快增速，预计今年成为公司十亿级别大单品，微球缓释平台公司竞争优势明显，目前还有注射用醋酸奥曲肽微球 (1 个月) (申报生产)、注射用醋酸亮丙瑞林微球 (3 个月) (获临床批件) 和注射用阿立哌唑微球 (1 个月) (申报临床)。

财务健康，保持充裕净现金水平

年末公司拥有货币资金高达 88.55 亿元，扣除有息负债后的净现金高达 75 亿元，扣除全部负债也仍然拥有净现金 31.5 亿元，财务水平非常健康。公司连续两年保持极高派息率，2019 年公司拟每 10 股派发现金股利 11.5，归母净利润派息率为 83%。

业绩预测与投资评级

我们预测 2020-2022 年，公司营业收入为 104.4/117.0/130.8 亿元，归母净利润分别为 15.1/17.2/19.9 亿元，参考股本 9.35 亿股，对应每股 EPS 为 1.61/1.84/2.12 元，



今日收盘价 (38.66 元/股) 对应市盈率分别为 24/21/18 倍。

公司拥有充沛的净现金，财务健康，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。


附录：公司财务预测表 (亿元)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	128.73	125.90	130.79	144.63	经营活动现金流	17.67	13.33	14.24	16.42
现金	88.55	85.22	82.85	86.15	净利润	14.62	16.89	19.35	22.30
应收账款和票据	24.25	27.14	30.41	34.02	折旧摊销	4.15	3.16	2.94	2.75
其它应收款	0.92	0.60	0.60	0.60	财务费用	-2.21	-2.00	-2.00	-2.00
预付账款	1.86	2.07	2.32	2.59	投资损失	0.53	0.50	0.50	0.50
存货	11.69	13.05	14.62	16.35	营运资金变动	0.26	-5.36	-6.33	-6.90
其他	1.46	2.18	0.00	4.91	其它	0.10	0.13	-0.23	-0.23
非流动资产	51.03	49.65	49.04	48.23	投资活动现金流	-3.16	0.20	1.81	0.31
在建工程	2.33	3.33	4.33	5.33	资本支出	-3.96	-2.00	-2.00	0.00
固定资产	31.60	29.44	27.50	25.75	长期投资	0.10	2.00	3.50	0.00
无形资产和商誉	3.33	3.13	2.93	2.73	其他	0.70	0.20	0.31	0.31
其他	13.77	13.75	14.28	14.42	筹资活动现金流	-11.81	-16.86	-18.42	-13.43
资产总计	179.77	175.55	179.82	192.86	短、长期借款	-3.32	-6.61	-7.00	0.00
流动负债	52.94	43.18	40.37	44.91	吸收投资	0.12	0.00	0.00	0.00
短期借款	13.61	7.00	0.00	0.00	其他	-10.55	-10.78	-12.04	-13.80
应付账款和票据	12.63	13.74	15.22	16.78	现金净增加额	1.94	0.53	0.62	0.37
其他	26.70	22.44	25.15	28.13					
非流动负债	4.08	3.50	3.27	3.27	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	4.08	3.50	3.27	3.27	营业收入	5.91%	11.23%	12.05%	11.86%
负债合计	57.02	46.68	43.64	48.18	营业利润	35.87%	15.30%	14.58%	15.20%
少数股东权益	11.08	115.95	121.15	127.22	归属母公司净利润	20.54%	15.52%	14.57%	15.19%
归属母公司股东权益	111.67	12.92	15.03	17.46	获利能力				
负债和股东权益	122.75	128.87	136.18	144.68	毛利率	63.86%	64.90%	65.29%	65.81%
					净利率	15.58%	16.18%	16.55%	17.04%
利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	11.67%	12.98%	14.23%	15.61%
营业收入	93.85	104.39	116.96	130.84	ROIC	12.98%	14.54%	16.64%	18.02%
营业成本	33.92	36.64	40.60	44.74	偿债能力				
营业税金及附加	1.09	1.25	1.40	1.57	资产负债率	31.72%	26.59%	24.27%	24.98%
营业费用	30.93	33.93	38.01	42.52	净负债比率	46.45%	36.22%	32.05%	33.30%
管理费用	13.63	14.61	16.08	17.66	流动比率	2.43	2.92	3.24	3.22
财务费用	-2.21	-2.00	-2.00	-2.00	速动比率	2.21	2.61	2.88	2.86
资产减值损失	0.53	0.50	0.50	0.50	营运能力				
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.53	0.59	0.66	0.70
投资净收益	1.36	0.50	0.50	0.50	应收账款周转率	3.88	4.06	4.06	4.06
营业利润	17.31	19.96	22.87	26.34	存货周转率	2.97	2.96	2.93	2.89
营业外收入	0.11	0.11	0.11	0.11	每股指标(元)				
营业外支出	0.14	0.10	0.10	0.10	每股收益	1.39	1.61	1.84	2.12
利润总额	17.28	19.97	22.88	26.35	每股经营现金	11.94	12.40	12.96	13.61
所得税	2.66	3.08	3.52	4.06	每股净资产	1.89	1.43	1.52	1.76
净利润	14.62	16.89	19.35	22.30	估值比率				
少数股东损益	1.59	1.84	2.11	2.43	P/E	27.74	24.01	20.96	18.20
归属母公司净利润	13.03	15.05	17.25	19.86	P/B	3.24	3.12	2.98	2.84
EBITDA	19.22	21.13	23.82	27.10	EV/EBITDA	19.52	17.44	15.17	13.34
EPS (元)	1.39	1.61	1.84	2.12					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



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 月加入粤开证券，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@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”,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 楼粤开证券(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.ykzq.com