

# 丽珠集团 (000513)

证券研究报告

2020年03月27日

## 2019 业绩稳健增长，艾普拉唑等核心品种持续发力

### 2019 年业绩稳健增长，归母净利润同比增长 20.39%

2019 年度公司实现营收 93.85 亿元，同比增长 5.91%；净利润 14.62 亿元，同比增长 23.68%；归母净利润 13.03 亿元，同比增长 20.39%；扣非归母净利润为 11.92 亿元，同比增长 25.79%。现金流量大幅提升，2019 年经营性现金流 17.67 亿元，同比增加 39.41%，看好公司未来持续发展，通过已有产品艾普拉唑等持续发力和在研管线产品的上市放量，公司有望实现快速发展。

### 艾普拉唑系列快速增长，中药板块对营收影响逐渐减弱

从公司成本和费用变化来看：公司成本占比有所下降，2019 年毛利率 63.86%，同比+1.78 个 pp，费用不断优化，销售费用率、管理费用率分别为 32.96%、6.71%，同比-3.91、+0.54 个 pp，净利率 15.57%，同比+2.23 个 pp，盈利能力不断提升。

从业务情况看，2019 年，公司各主营业务中化学制剂收入 49.3 亿元，同比+16.35%，毛利率 77.4%，同比-1.06pp，其中消化道、促性腺素、抗微生物药物收入同比分别提升 40.7%、13.0%、11.8%和 3.6%，消化道重点产品艾普拉唑系列实现持续放量，收入 9.74 亿元，同比+65.65%，促性腺素领域重点产品醋酸亮丙瑞林微球和尿促卵泡素分别收入 9.26、6.26 亿元，同比+21.75%、+5.72%，为化学制剂增长做出主要贡献。其他化学制剂收入下滑 11.6%；原料药及中间体实现收入 23.5 亿元，基本保持平稳，毛利率大幅增加 7pp，盈利能力增强，其中阿卡波糖、苯丙氨酸等产品均实现了稳健增长；中药制剂收入 12.8 亿元，同比-16.4%，收入占比 13.75%，相比 2018 年的 17.37%下降明显，鼠神经和参芪扶正收入下降带来的边际影响减弱；诊断试剂及设备收入 7.5 亿元，同比+8.2%。

### 加强研发投入，各产品研发有序推进

公司 2019 年加大研发力度，全年研发费用同比提升 33.5%，研发费用率 7.81%，同比增加 1.61pp。公司在研项目众多，化学制剂中注射用丹曲林钠、布南色林片、醋酸奥曲肽微球（1 个月）、注射用重组人绒促性素申报生产，重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液已完成 I 期临床，正在进行 III 期临床试验；原料药与中间体中，奥利万星、特拉万星、达巴万星正在准备注册申报；诊断试剂及设备中，化学发光平台的全自动 60 速单人份化学发光、结核病病毒感染 T 细胞检测试剂等已完成临床试验，进入注册阶段，分子核酸平台的 HCV 核酸检测试剂、HBV 核酸检测试剂、HBV 核酸检测试剂（一步法）产品已完成临床，进入注册阶段，自免多重平台的肌炎相关自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）、血管炎相关自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）已完成临床，进入注册阶段。

### 发布中长期事业合伙人持股计划，看好未来公司发展

公司 2019 年 12 月发布《中长期事业合伙人持股计划（草案）》，参与对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心管理人员，构建新的长期激励机制，持股计划的专项基金制度有效期十年，以 2019 年至 2028 年作为考核年度，资金来源为公司计提的专项基金、员工的合法薪酬或法律、法规允许方式自筹的资金。其中专项基金以每年实现的净利润复合增长率作为考核指标，增长率以 15%、20%为截点，超额累进计提的比例为 25%和 35%。合伙人持股计划的发布体现了公司对于未来良好发展的信心，也有利于对核心员工进行激励，和公司共同发展进步。

### 看好创新长期发展，维持“增持”评级

考虑公司艾普拉唑系列等持续放量，略微上调公司业绩预期，由 2020/2021 年的 14.8/17.2 亿元至 2020-2022 年的 15.1/17.6/20.7 亿元，增长率为 15.7%、16.5%、17.8%，EPS 分别为 1.61/1.88/2.21 元，对应 PE 为 24/21/17 倍，看好公司已有产品的持续放量和创新药布局，维持“增持”评级。

**风险提示：**老品种增速下滑，新品种销售低于预期，研发进展低于预期

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	38.66 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	615.79
流通 A 股股本(百万股)	596.39
A 股总市值(百万元)	23,806.54
流通 A 股市值(百万元)	23,056.49
每股净资产(元)	11.95
资产负债率(%)	31.71
一年内最高/最低(元)	42.05/23.46

### 作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《丽珠集团-季报点评: 三季报业绩稳健增长，艾普拉唑等核心品种持续发力》 2019-10-23
- 2 《丽珠集团-季报点评: 一季报开门红，研发管线值得期待》 2019-04-30
- 3 《丽珠集团-半年报点评: 业绩快速增长，研发布局持续推进》 2018-08-20



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,860.66	9,384.70	10,344.11	11,837.23	13,833.74
增长率(%)	3.86	5.91	10.22	14.43	16.87
EBITDA(百万元)	1,820.37	2,581.21	1,872.29	2,216.17	2,581.42
净利润(百万元)	1,082.17	1,302.88	1,507.29	1,755.99	2,069.26
增长率(%)	(75.56)	20.39	15.69	16.50	17.84
EPS(元/股)	1.16	1.39	1.61	1.88	2.21
市盈率(P/E)	33.43	27.76	24.00	20.60	17.48
市净率(P/B)	3.40	3.24	2.93	2.56	2.30
市销率(P/S)	4.08	3.85	3.50	3.06	2.61
EV/EBITDA	6.11	9.31	14.61	11.52	9.32

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,587.93	8,855.41	10,091.88	11,478.21	12,891.17
应收票据及应收账款	2,411.08	2,425.38	2,919.07	3,196.83	3,873.75
预付账款	169.77	186.23	139.75	258.94	213.29
存货	1,117.01	1,168.85	1,417.17	1,465.05	1,974.17
其他	175.08	219.83	178.41	241.66	210.18
<b>流动资产合计</b>	<b>12,460.86</b>	<b>12,855.71</b>	<b>14,746.27</b>	<b>16,640.70</b>	<b>19,162.56</b>
长期股权投资	188.11	171.50	181.50	196.50	214.50
固定资产	3,217.58	3,160.10	3,063.24	3,005.81	2,894.33
在建工程	184.52	233.49	176.09	153.66	122.19
无形资产	325.34	378.06	363.70	359.48	336.88
其他	1,050.08	1,160.11	883.83	959.20	914.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,965.62</b>	<b>5,103.26</b>	<b>4,668.36</b>	<b>4,674.65</b>	<b>4,482.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,437.35</b>	<b>17,976.46</b>	<b>19,424.09</b>	<b>21,327.95</b>	<b>23,657.78</b>
短期借款	1,500.00	1,360.84	860.84	360.84	60.84
应付票据及应付账款	1,354.91	1,263.09	1,460.97	1,739.35	1,982.26
其他	2,514.66	2,669.73	3,209.90	3,387.28	3,907.82
<b>流动负债合计</b>	<b>5,369.58</b>	<b>5,293.66</b>	<b>5,531.71</b>	<b>5,487.47</b>	<b>5,950.92</b>
长期借款	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	317.19	407.57	325.71	350.16	361.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>317.89</b>	<b>407.57</b>	<b>325.71</b>	<b>350.16</b>	<b>361.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,687.47</b>	<b>5,701.23</b>	<b>5,857.42</b>	<b>5,837.63</b>	<b>6,312.06</b>
少数股东权益	1,097.90	1,108.49	1,219.60	1,387.26	1,587.25
股本	719.05	934.76	935.66	935.66	935.66
资本公积	1,362.25	1,163.40	1,163.40	1,163.40	1,163.40
留存收益	9,962.12	10,205.59	11,411.41	13,167.41	14,822.81
其他	(1,391.44)	(1,137.00)	(1,163.40)	(1,163.40)	(1,163.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>11,749.88</b>	<b>12,275.24</b>	<b>13,566.67</b>	<b>15,490.32</b>	<b>17,345.72</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,437.35</b>	<b>17,976.46</b>	<b>19,424.09</b>	<b>21,327.95</b>	<b>23,657.78</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,181.71	1,461.58	1,507.29	1,755.99	2,069.26
折旧摊销	381.57	415.50	198.62	207.09	211.54
财务费用	(21.63)	(0.61)	(242.33)	(273.91)	(317.27)
投资损失	42.45	19.60	(10.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(1,435.97)	(92.78)	264.74	(116.40)	(307.42)
其它	1,119.49	(36.11)	108.01	169.34	199.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,267.62</b>	<b>1,767.16</b>	<b>1,826.32</b>	<b>1,737.10</b>	<b>1,851.02</b>
资本支出	441.60	321.85	111.86	98.55	35.01
长期投资	95.51	(16.61)	10.00	15.00	18.00
其他	(1,557.95)	(621.26)	(127.34)	(238.19)	(94.43)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,020.85)</b>	<b>(316.02)</b>	<b>(5.48)</b>	<b>(124.63)</b>	<b>(41.42)</b>
债权融资	1,501.10	1,360.84	861.11	361.06	61.00
股权融资	149.43	295.79	219.35	276.44	319.81
其他	(793.10)	(2,837.71)	(1,664.83)	(863.64)	(777.45)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>857.42</b>	<b>(1,181.08)</b>	<b>(584.38)</b>	<b>(226.14)</b>	<b>(396.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,104.20</b>	<b>270.06</b>	<b>1,236.47</b>	<b>1,386.34</b>	<b>1,412.96</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>8,860.66</b>	<b>9,384.70</b>	<b>10,344.11</b>	<b>11,837.23</b>	<b>13,833.74</b>
营业成本	3,359.66	3,391.73	3,723.88	4,261.40	4,952.48
营业税金及附加	118.45	108.76	119.99	144.25	163.12
营业费用	3,267.28	3,093.22	3,310.11	3,776.08	4,371.46
管理费用	546.38	629.35	672.37	722.07	871.53
研发费用	548.97	732.89	806.84	911.47	1,106.70
财务费用	(251.95)	(220.80)	(242.33)	(273.91)	(317.27)
资产减值损失	67.77	(53.22)	44.13	19.56	3.49
公允价值变动收益	(2.41)	1.33	(3.11)	1.68	(0.08)
投资净收益	(42.45)	(19.60)	10.00	5.00	5.00
其他	(25.54)	(8.81)	(13.79)	(13.35)	(9.84)
<b>营业利润</b>	<b>1,274.50</b>	<b>1,729.85</b>	<b>1,916.00</b>	<b>2,282.99</b>	<b>2,687.16</b>
营业外收入	176.90	11.48	12.00	12.00	11.83
营业外支出	34.72	13.79	15.00	21.17	16.66
<b>利润总额</b>	<b>1,416.67</b>	<b>1,727.54</b>	<b>1,913.00</b>	<b>2,273.82</b>	<b>2,682.33</b>
所得税	234.96	265.96	294.60	350.17	413.08
<b>净利润</b>	<b>1,181.71</b>	<b>1,461.58</b>	<b>1,618.40</b>	<b>1,923.65</b>	<b>2,269.25</b>
少数股东损益	99.54	158.70	111.11	167.66	199.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,082.17</b>	<b>1,302.88</b>	<b>1,507.29</b>	<b>1,755.99</b>	<b>2,069.26</b>
每股收益(元)	1.16	1.39	1.61	1.88	2.21

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.86%	5.91%	10.22%	14.43%	16.87%
营业利润	-77.47%	35.73%	10.76%	19.15%	17.70%
归属于母公司净利润	-75.56%	20.39%	15.69%	16.50%	17.84%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.08%	63.86%	64.00%	64.00%	64.20%
净利率	12.21%	13.88%	14.57%	14.83%	14.96%
ROE	10.16%	11.67%	12.21%	12.45%	13.13%
ROIC	27.18%	34.61%	38.38%	48.26%	57.88%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.62%	31.71%	30.16%	27.37%	26.68%
净负债率	-60.31%	-61.05%	-68.04%	-71.77%	-73.97%
流动比率	2.32	2.43	2.67	3.03	3.22
速动比率	2.11	2.21	2.41	2.77	2.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.60	3.88	3.87	3.87	3.91
存货周转率	7.98	8.21	8.00	8.21	8.04
总资产周转率	0.53	0.53	0.55	0.58	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.16	1.39	1.61	1.88	2.21
每股经营现金流	1.35	1.89	1.95	1.86	1.98
每股净资产	11.38	11.93	13.20	15.07	16.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.43	27.76	24.00	20.60	17.48
市净率	3.40	3.24	2.93	2.56	2.30
EV/EBITDA	6.11	9.31	14.61	11.52	9.32
EV/EBIT	7.64	10.94	16.34	12.71	10.15

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com