

丽珠集团 (000513.SZ)

下属试剂子公司拟分拆上市，子公司独立发展有利于做大做强

事件：公司8月9日发布《关于分拆所属子公司珠海丽珠试剂股份有限公司A股上市的预案》，拟分拆其控股子公司丽珠试剂A股上市。分拆后丽珠集团股权结构不会发生变化，且仍将维持对丽珠试剂的控制权。

观点：子公司有独立融资渠道有利于其做大做强，实现股东利益最大化。试剂公司发展机遇和创新能力有望进一步提升。丽珠试剂经过数年的发展，已在呼吸道感染、传染性疾病预防、药物浓度监测等领域拥有较强市场影响力，部分产品占有率居国内领先地位，2017-2019年营业收入分别为6.5亿、7.1亿、7.6亿，归母净利润分别为0.8亿、1.1亿、1.1亿。分拆上市有利于进一步提升丽珠试剂的品牌知名度及社会影响力，优化丽珠试剂的管理、经营体制，提升丽珠试剂的管理水平。本次分拆并成功上市有利于丽珠试剂拓宽融资渠道，进一步加大研发、运营的投入，从而巩固丽珠试剂的市场竞争力。分拆后有助于上市公司股东利益最大化。丽珠持有丽珠试剂股权比例为39.43%，尽管上市之后持股比例可能摊薄，但是我们认为分拆仍然是利好，试剂公司的整体盈利能力有望得到提升。丽珠试剂市场竞争力的提升将有助于深化公司在诊断试剂产业链的战略布局，实现诊断试剂业务板块的做大做强，进一步提升公司资产质量和风险防范能力，促进公司持续、健康的长远发展。同时有利于资本市场对丽珠不同业务进行合理估值，使优质资产价值得以在资本市场充分体现，从而提高丽珠整体市值，实现股东利益最大化。丽珠试剂的分拆我们认为只是一个开始，后续丽珠单抗、原料药等板块和子公司都有独立资本运作的可能性，公司前瞻性战略布局逐步清晰，持续落地。根据之前公司2018年6月23日丽珠单抗的A轮融资公告，Livzon Biologics Limited和丽珠集团应尽其合理最大努力于2022年12月31日或之前实现Livzon Biologics Limited的合格首次公开发行，即以不低于A轮股份购买协议规定交割完成后估值的发行前估值于香港证券交易所、纽约证券交易所或纳斯达克进行公开发售Livzon Biologics Limited或其子公司的股份或其他股权。随着研发进展的加快，我们认为丽珠单抗后续上市的步伐也将加速推进。原料药板块公司也转让过新北江的股权给子公司高管（2018年6月公告），我们认为后续也有独立发展的可能性。子公司及各个板块独立发展，丽珠集团的战略将更加清晰聚焦，主要集中于创新和高壁垒仿制药，有助于后续主业估值的持续提升。

盈利预测与投资建议。预计2020-2022年归母净利润分别为17.40亿元、20.12亿元、24.01亿元，增长分别为33.6%、15.6%、19.3%。EPS分别为1.85元、2.14元、2.55元，对应PE分别为31x、27x、23x。扣除激励费用实际业绩增速更高。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，原料药有望提供业绩弹性，单抗和精准医疗长远布局，未来国际化战略有望持续推进。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：参芪扶正和鼠神经生长因子持续下滑；单抗、微球研发失败风险；新产品放量不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,861	9,385	12,203	12,996	14,668
增长率 yoy (%)	3.9	5.9	30.0	6.5	12.9
归母净利润（百万元）	1,082	1,303	1,740	2,012	2,401
增长率 yoy (%)	-75.6	20.4	33.6	15.6	19.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.15	1.38	1.85	2.14	2.55
净资产收益率 (%)	10.1	11.9	14.3	15.3	17.0
P/E (倍)	50.5	42.0	31.4	27.2	22.8
P/B (倍)	5.1	4.9	4.6	4.3	4.0

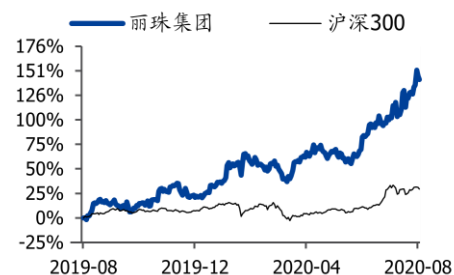
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	58.04
总市值(百万元)	54,690.14
总股本(百万股)	942.28
其中自由流通股(%)	64.00
30日日均成交量(百万股)	11.89

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《丽珠集团 (000513.SZ)：疫情影响之下半年报业绩略超预期，后续看研发加速推进》2020-07-15
- 2、《丽珠集团 (000513.SZ)：一切过往，皆为序章，丽珠二次创业元年开启千亿市值成长之路》2020-06-16
- 3、《丽珠集团 (000513.SZ)：疫情影响之下扣非利润超预期，二次创业元年开局顺利》2020-04-20



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12472	12873	14384	14030	17336	营业收入	8861	9385	12203	12996	14668
现金	8588	8855	8360	9531	10124	营业成本	3360	3392	4177	4223	4576
应收票据及应收账款	2411	2425	3864	2834	4725	营业税金及附加	118	109	170	176	192
其他应收款	49	92	92	104	117	营业费用	3267	3093	3905	4094	4547
预付账款	170	186	277	216	340	管理费用	546	629	905	1007	1168
存货	1117	1169	1646	1199	1885	研发费用	549	733	1037	1124	1320
其他流动资产	136	145	145	145	145	财务费用	-252	-221	-176	-186	-212
非流动资产	4966	5103	5958	5846	6013	资产减值损失	68	-53	0	0	0
长期投资	188	171	151	130	106	其他收益	85	156	0	0	0
固定资产	3218	3160	4036	3997	4232	公允价值变动收益	-2	1	0	0	0
无形资产	325	378	369	360	346	投资净收益	-42	-20	-4	-5	-6
其他非流动资产	1235	1394	1402	1359	1328	资产处置收益	-1	0	0	0	0
资产总计	17437	17976	20342	19875	23349	营业利润	1274	1730	2180	2554	3071
流动负债	5370	5294	6865	5382	7553	营业外收入	177	11	104	96	97
短期借款	1500	1361	1361	1361	1361	营业外支出	35	14	20	23	23
应付票据及应付账款	1355	1263	1961	1298	2234	利润总额	1417	1728	2264	2627	3145
其他流动负债	2515	2670	3543	2723	3958	所得税	235	266	402	469	531
非流动负债	318	408	408	408	408	净利润	1182	1462	1862	2158	2614
长期借款	1	0	0	0	0	少数股东损益	100	159	121	146	213
其他非流动负债	317	408	408	408	408	归属母公司净利润	1082	1303	1740	2012	2401
负债合计	5687	5701	7273	5790	7960	EBITDA	1632	1960	2472	2899	3439
少数股东权益	1098	1108	1230	1376	1589	EPS (元)	1.15	1.38	1.85	2.14	2.55
股本	719	935	942	942	942	主要财务比率					
资本公积	1362	1163	1163	1163	1163	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	8600	9042	9906	10765	11575	成长能力					
归属母公司股东权益	10652	11167	11840	12709	13800	营业收入(%)	3.9	5.9	30.0	6.5	12.9
负债和股东权益	17437	17976	20342	19875	23349	营业利润(%)	-77.5	35.7	26.0	17.2	20.2
						归属于母公司净利润(%)	-75.6	20.4	33.6	15.6	19.3
						获利能力					
						毛利率(%)	62.1	63.9	65.8	67.5	68.8
						净利率(%)	12.2	13.9	14.3	15.5	16.4
						ROE(%)	10.1	11.9	14.3	15.3	17.0
						ROIC(%)	8.4	10.2	12.7	13.9	15.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.6	31.7	35.8	29.1	34.1
						净负债比率(%)	-58.1	-58.5	-51.2	-55.8	-54.9
						流动比率	2.3	2.4	2.1	2.6	2.3
						速动比率	2.1	2.2	1.8	2.3	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
						应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.15	1.38	1.85	2.14	2.55
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.88	1.74	2.63	2.52
						每股净资产(最新摊薄)	11.30	11.85	12.56	13.48	14.64
						估值比率					
						P/E	50.5	42.0	31.4	27.2	22.8
						P/B	5.1	4.9	4.6	4.3	4.0
						EV/EBITDA	30.0	24.8	19.9	16.6	13.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

丽珠公告试剂子公司分拆预案	4
观点：子公司有独立融资渠道有利于其做大做强，实现上市公司股东利益最大化	4
公司长期投资逻辑不变	6
盈利预测与估值	7
风险提示	7

图表目录

图表 1：丽珠试剂股权及控制关系情况	5
图表 2：丽珠试剂主要财务数据（单位：万元）	5

丽珠公告试剂子公司分拆预案

公司8月9日发布《关于分拆所属子公司珠海丽珠试剂股份有限公司A股上市的预案》，拟分拆其控股子公司丽珠试剂A股上市。分拆后丽珠集团股权结构不会发生变化，且仍将维持对丽珠试剂的控制权，基本情况如下：

- **发行股票种类：**中国境内上市的人民币普通股（A股）
- **股票面值：**1.00元人民币。
- **发行对象：**符合中国证监会等监管机关相关资格要求的询价对象以及已在证券交易所开立A股证券账户的自然人、法人及其他机构投资者（中国法律、法规、规章及规范性文件禁止者除外）。
- **发行上市时间：**具体发行日期由丽珠试剂股东大会授权丽珠试剂董事会于证券交易所和中国证监会批准和/或注册后予以确定。
- **发行方式：**采用网下配售和向网上社会公众投资者定价发行相结合的方式或者中国证监会、证券交易所认可的其他发行方式。
- **发行规模：**丽珠试剂股东大会授权丽珠试剂董事会根据有关监管机构的要求、证券市场的实际情况、发行前股本数量和募集资金项目资金需求量等情况与主承销商协商确定最终发行数量。
- **定价方式：**询价发行。
- **与发行有关的其他事项：**上市板块、战略配售、募集资金用途、承销方式、超额配售选择权（如适用）等事项，丽珠试剂将根据本次发行上市方案的实施情况、市场条件、政策调整及监管机构的意见等作进一步确认和调整。

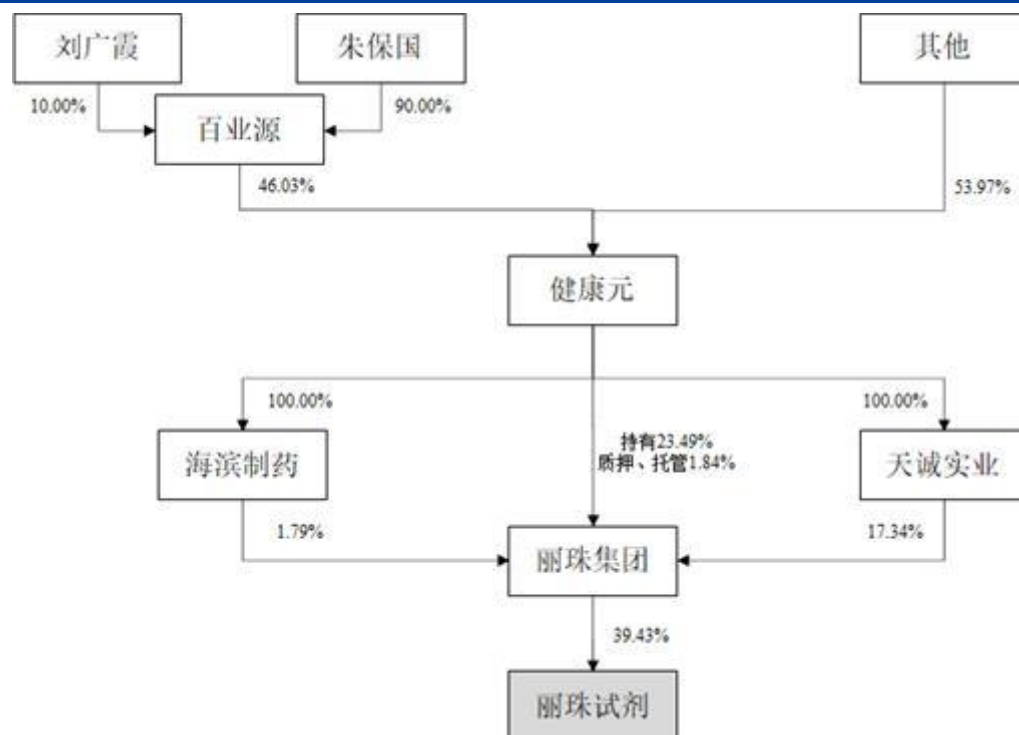
观点：子公司有独立融资渠道有利于其做大做强，实现上市公司股东利益最大化

丽珠试剂公司概况：丽珠试剂自成立至今一直专注于诊断试剂及设备的研发、生产及销售，经多年深耕发展，已构建了涵盖酶联免疫、胶体金快速检测、化学发光、多重液相芯片技术、核酸检测等在内的多方位技术平台，在呼吸道感染、传染性疾病、药物浓度监测等领域拥有较强市场影响力，部分产品占有率居于国内领先地位。与此同时，丽珠试剂在植根中国之基础上积极放眼全球，截至2019年底，公司共有14个产品在欧盟获得15个医疗器械证书，其中6个通过TUV国际认证现场检查。2020年新冠病毒疫情爆发以来，公司IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）作为重点抗疫产品，为国内防疫抗疫工作提供健康保障供应，同时积极响应全球供应（欧洲、美洲、非洲等地）。

丽珠试剂近三年一直立足优势病种，洞察创新机会，不断深化如即时分子诊断平台、呼吸道病原体检测试剂、结核与耐药检测试剂等多个在研项目的产业化进程，在分子诊断与免疫诊断、POCT等产品线形成产品线互补，取得细分市场的不断突破。

丽珠集团直接持有丽珠试剂39.43%股权，为丽珠试剂的控股股东，公司实际控制人朱保国先生为丽珠试剂的实际控制人。丽珠试剂股权及控制关系情况如下：

图表 1: 丽珠试剂股权及控制关系情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 丽珠试剂主要财务数据 (单位: 万元)

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入	64,850.73	70,828.64	75,537.81
利润总额	8,561.09	11,152.15	11,796.42
净利润	7,089.18	10,199.41	10,504.11
归属于母公司所有者的净利润	7,764.85	10,993.80	10,506.32

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对于丽珠试剂,发展机遇和创新能力有望进一步提升。2017-2019 年营业收入分别为 6.5 亿、7.1 亿、7.6 亿,归母净利润分别为 0.8 亿、1.1 亿、1.1 亿。

- **经营方面提升竞争力:** 分拆上市有利于进一步提升丽珠试剂的品牌知名度及社会影响力,优化丽珠试剂的管理、经营体制,提升丽珠试剂的管理水平。本次分拆并成功上市有利于丽珠试剂拓宽融资渠道,进一步加大研发、运营的投入,从而巩固丽珠试剂的市场竞争力。
- **发展方面发挥融资平台效应:** 分拆上市后,丽珠试剂将实现与资本市场的直接对接,发挥资本市场直接融资的功能和优势,拓宽融资渠道、提高融资灵活性、提升融资效率,从而有效降低资金成本,为丽珠试剂提供充足的资金。未来丽珠试剂可借助资本市场平台的优势,进一步拓展业务范围、丰富产品线,实现跨越式发展。

对于丽珠集团,丽珠试剂分拆后有助于上市公司股东利益最大化。

- **业务方面:** 下属子公司丽珠试剂为公司专注于诊断试剂及设备制造的独立业务运营平台,其业务领域、运营模式与公司其他业务板块保持较高独立性,故而本次分拆不会对公司其他业务板块的持续经营运作构成实质性影响。
- **盈利能力方面:** 丽珠持有丽珠试剂股权比例为 39.43%,本次分拆完成后,公司仍

将控股丽珠试剂，丽珠试剂的财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中。尽管本次分拆上市后将导致公司持有丽珠试剂的权益被摊薄，但是通过本次分拆，丽珠试剂的发展机遇与创新能力将进一步提升，进而有助于提升公司未来的整体盈利水平。

- **估值和市值方面：**丽珠试剂市场竞争力的提升将有助于深化公司在诊断试剂产业链的战略布局，实现诊断试剂业务板块的做大做强，进一步提升公司资产质量和风险防范能力，促进公司持续、健康的长远发展。同时有利于资本市场对丽珠不同业务进行合理估值，使优质资产价值得以在资本市场充分体现，从而提高丽珠整体市值，实现股东利益最大化。

丽珠试剂的分拆我们认为只是一个开始，后续丽珠单抗、原料药等板块和子公司都有独立资本运作的可能性，公司前瞻性战略布局逐步清晰，持续落地。根据之前公司 2018 年 6 月 23 日丽珠单抗的 A 轮融资公告，Livzon Biologics Limited 和丽珠集团应尽其合理最大努力于 2022 年 12 月 31 日或之前实现 Livzon Biologics Limited 的合格首次公开发行，即以不低于 A 轮股份购买协议规定交割完成后估值的发行前估值于香港证券交易所、纽约证券交易所或纳斯达克进行公开发售 Livzon Biologics Limited 或其子公司的股份或其他股权。随着研发进展的加快，我们认为丽珠单抗后续上市的步伐也将加速推进。原料药板块公司也转让过新北江的股权给子公司高管（2018 年 6 月公告），我们认为后续也有独立发展的可能性。子公司及各个板块独立发展，丽珠集团的战略将更加清晰聚焦，主要集中于创新和高壁垒仿制药，有助于后续主业估值的持续提升。

公司长期投资逻辑不变

公司业绩持续增长确定性高，兼具化学制剂与创新生物基因，短期新冠检测试剂有惊喜，看制剂、原料药板块，长期看创新生物药转型。管理层调整之后，公司的销售聚焦、提效，重点品种持续发力。**2019 年全年业绩超预期**，管理层调整和激励效应显现，**2020 年公司二次创业元年更值得期待。**

公司是优质生物药的细分龙头，创新管线稳步推进，有持续稳健并且持续超预期优秀的管理层，业绩稳健持续成长。公司虽然参芪扶正和鼠神经生长因子两个品种面临下滑的压力，但是收入占比已经很低，当前一线品种已经是艾普拉唑系列和亮丙瑞林（创新+高壁垒特色专科药），公司收入结构在持续的改变。

- **短期逻辑：**业绩增速确定性高，估值不贵（预计 2020 年 PE 31X，若扣掉账上现金则估值更低）。合伙人计划要求三年复合扣非业绩增速 15% 以上（业绩越高提激励基金比例越高），2020 年因为新冠弹性，业绩有望超预期。创新药及高端仿制药开始全面驱动增长（艾普拉唑和亮丙瑞林预计成为 2020 年销售前二的主力品种），参芪扶正贡献现金流，基层品种随着渠道下沉而激发活力，原料药持续改善提供弹性。
- **中长期逻辑：**艾普拉唑针剂获批为 20 亿元级别大品种（进入医保后确定性更高），后续品种持续推进。土地收益为研发投入提供资金保障，外延也有一定预期。参芪扶正软袋装获批后增强市场推广灵活性，延长产品的生命周期。基层队伍逐渐发力带来的小品种爆发叠加。
- **长期逻辑：**单抗和微球产品获批成功转型创新生物药。公司生物药平台在经历了调整之后更加聚焦，并且重视销售协同与内部合作，效率明显提高。其中重点推进品种包括 IL-6R（Biosimilar 新品，三季度已经开展 III 期，有望争第一）、HER2（I b 期）、PD-1（I b 期）。微球平台曲普瑞林、亮丙瑞林 3 个月、戈舍瑞林植入剂等后续陆续推进。
- **账上现金充裕，价值还未体现。**土地转让的收益改善了公司财务状况，2019 年报账上现金 85.88 亿元（扣掉分红等可支配现金超过 50 亿元），价值还未充分体现。

丽珠近几年最大的变化就是管理层调整+项目聚焦+加强内部协同+激励持续落地，公司的效率和执行力有了非常大的提升。高管团队结构上逐步向国际化、年轻化、高效化的方向转变，未来将更加强调业务的聚焦与组织执行力与效率的提升。另外丽珠近几年不断通过 BD 扩充管线：更前瞻更前沿方向的早期新技术丽珠频频通过 BD 进行布局。

我们看好丽珠有千亿市值的潜力。丽珠有研发、销售、生产一体化平台优势，几个平台（精准诊断丽珠试剂、单抗和微球）都有资本运作和独立发展的空间，平台的独立发展也会加速千亿的实现。

- 2021 年，预计公司 20 亿利润，给予 35X PE，明年目标市值 700 亿。
- 2022 年，公司的利润有望达到 24 亿，且丽珠的多个微球、单抗品种将集中获批，会在千亿的路上更进一步。
- 2023 年公司的利润体量达到 25 亿以上，通过几年的时间扩充管线的厚度和成熟度，叠加单抗微球品种的销售超预期，丽珠千亿市值可期。

盈利预测与估值

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 17.40 亿元、20.12 亿元、24.01 亿元，增长分别为 33.6%、15.6%、19.3%。EPS 分别为 1.85 元、2.14 元、2.55 元，对应 PE 分别为 31x, 27x, 23x。扣除激励费用实际业绩增速更高。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，原料药有望提供业绩弹性，单抗和精准医疗长远布局，未来国际化战略有望持续推进。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

参芪扶正和鼠神经生长因子持续下滑；单抗、微球研发失败风险；新产品放量不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com