



2020-08-26

公司点评报告

买入/维持

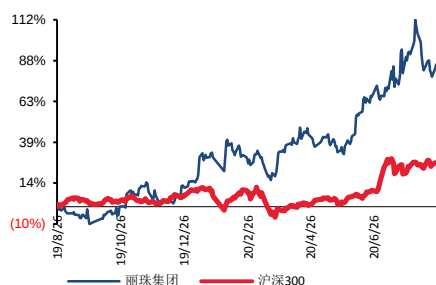
丽珠集团(000513)

昨收盘: 52.7

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 诊断试剂大放异彩，费用改善效果显著

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 942/923       |
| 总市值/流通(百万元)   | 49,658/48,636 |
| 12 个月最高/最低(元) | 60.34/26.24   |

### 相关研究报告:

证券分析师: 盛丽华

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

**事件:** 公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 50.95 亿元, 同比增 3.16%, 归母净利润 10.04 亿元, 同比增 35.97%, EPS 为 1.07 元。

**费用改善和投资收益增加造就利润同比快速增长。**上半年公司在营收略增的情况下实现利润端的快速增长, 主要得益于良好的费用管控和收益的增加。首先 H1 毛利率同比提升 1.09pct, 费用端销售费用率仅为 27.77%, 同比下降 8.61pct, 绝对值上减少近 4 亿元, 大部分为市场宣传及推广费的减少; 管理费用、研发费用以及财务费用同比均略有增长; H1 投资收益同比增加 1.16 亿元, 主要是公司二季度出售江苏尼科 19.99% 股权。上述两方面原因使得公司上半年营业利润同比增速接近 60%。

**各细分板块收入增速分化, 诊断试剂迅猛放量。**上半年公司制剂业务收入 29.55 亿元, 其中化学制剂收入 23.15 亿元 (-11.66%)、中药制剂收入 6.39 亿元 (-9.91%), 部分制剂销售受疫情影响有所下滑; 原料药及中间体业务收入 12.27 亿元, 同比基本持平; 诊断试剂及设备则得益于新冠检测试剂产品出口市场需求大幅增加, 产销两旺带来板块收入飞速增长, H1 销售规模 8.89 亿元, 同比大增 143.35%, 毛利率得益于出口单价更高, 达到 76.48%, 同比提升 14.62pct。

**重点化学制剂实现逆势增长, 疫情提振抗病毒颗粒销售。**化学制剂细分来看, H1 消化道产品收入 9.97 亿元 (+5.43%), 增长主要由艾普拉唑贡献, 其中肠溶片剂收入 4.09 亿元 (-10.45%)、针剂受益于新进医保快速放量, 收入达到 2.55 亿元 (+437.85%), 雷贝拉唑、丽珠维三联和得乐均有不同程度下滑; H1 促性激素产品收入 8.06 亿元 (-9.93%), 其中亮丙瑞林微球 5.36 亿元, 逆势实现 17.26% 的同比增长, 尿促卵泡素则下滑 40.59%; 抗微生物药物实现收入 2.00 亿元 (-37.39%), 主要是伏立康唑销售有所下降; 心脑血管药物收入 1.46 亿元 (-5.76%); 其他药物收入 1.67 亿元 (-45.60%), 其中精神领域氟伏沙明收入 0.81 亿元 (+26.70%)、哌罗匹隆新进医保, H1 实现收入 0.45 亿元 (+83.36%)。中药制剂方面, 抗病毒颗粒受新冠疫情治疗需求提升的影响, 实现收入 3.02 亿元, 同比增长 78.24%, 参芪扶正则下滑 40.96%, 占营收比重进一步下降。

**原料药业务盈利能力提升。**上半年公司原料药收入规模与去年同期基本持平，重点产品海外注册不断增加，海外市场销售竞争力及占有率进一步提升，高端抗生素抗产品达托霉素等产品的快速增长带动原料药板块盈利能力提升，H1 板块毛利率为 34.72%，同比提升 4.14%。从子公司角度来看，新北江上半年营收 8.88 亿元（+3.58%）、净利润 1.91 亿元（+25.94%）；丽珠合成营收 4.84 亿元（+0.84%）、净利润 0.93 亿元（+39.63%）；福州福兴营收 2.99 亿元（+0.11%）、净利润 1.18 亿元（+34.34%），三家子公司利润端增速均显著高于收入，原料药利润贡献占比提升。

**现有产品仍有增长动力，在研微球、单抗品种丰富。**公司现有产品竞争格局相对稳定，短期来看亮丙瑞林微球仍能保持稳健增长，艾普拉唑针剂新进医保放量带动消化道产品线快速增长；中长期来看微球平台在研曲普瑞林微球、奥曲肽微球以及重磅阿立哌唑微球等将于 2022 年后陆续上市，生物药管线中 IL-6R 单抗、PD-1 单抗和 IL-17A/F 单抗（国内首家）也均处于临床进展之中，丰富的在研管线保证公司长期增长动力。

**维持“买入”评级。**公司是国内综合性医药生产研发企业，在辅助生殖、消化道等领域具有强大市场影响力，微球平台和生物药平台在研管线丰富，预计 20-22 年营收为 109.69/121.68/139.67 亿元、归母净利润为 16.22/19.29/22.61 亿元，对应当前 PE 为 31/26/22 倍，维持“买入”评级。

**风险提示。**制剂产品降价风险，在研产品获批不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 9385  | 10969 | 12168 | 13967 |
| (+/-%)    | 5.91  | 16.88 | 10.93 | 14.78 |
| 净利润(百万元)  | 1303  | 1622  | 1929  | 2261  |
| (+/-%)    | 20.39 | 24.49 | 18.91 | 17.20 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.38  | 1.72  | 2.05  | 2.40  |
| 市盈率(PE)   | 24.37 | 30.62 | 25.75 | 21.97 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)      |         |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |              | 2018A   | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 货币资金      | 8588  | 8855  | 10204 | 11648 | 13188 | 营业收入         | 8861    | 9385   | 10969  | 12168  | 13967  |
| 应收和预付款项   | 2581  | 2612  | 3063  | 3390  | 3885  | 0 营业成本       | 3360    | 3392   | 3795   | 4069   | 4548   |
| 存货        | 1117  | 1169  | 1248  | 1338  | 1495  | 营业税金及附加      | 118     | 109    | 110    | 122    | 140    |
| 其他流动资产    | 306   | 332   | 359   | 383   | 417   | 销售费用         | 3267    | 3093   | 3510   | 3894   | 4469   |
| 流动资产合计    | 12472 | 12873 | 14785 | 16669 | 18889 | 管理费用         | 546     | 629    | 713    | 791    | 978    |
| 长期股权投资    | 188   | 171   | 177   | 185   | 194   | 财务费用         | -252    | -221   | -208   | -241   | -278   |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失       | 68      | 53     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产      | 3218  | 3160  | 3093  | 3020  | 2943  | 投资收益         | -42     | -20    | 100    | -25    | -25    |
| 在建工程      | 185   | 233   | 283   | 333   | 383   | 公允价值变动       | -2      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产      | 244   | 230   | 222   | 213   | 205   | 营业利润         | 1274    | 1730   | 2421   | 2705   | 3167   |
| 长期待摊费用    | 113   | 111   | 111   | 111   | 111   | 其他非经营损益      | 142     | -2     | -22    | -20    | -20    |
| 其他非流动资产   | 264   | 273   | 273   | 273   | 273   | 利润总额         | 1417    | 1728   | 2399   | 2685   | 3147   |
| 资产总计      | 17437 | 17976 | 19880 | 21763 | 23982 | 所得税          | 235     | 266    | 372    | 416    | 488    |
| 短期借款      | 1500  | 1361  | 1361  | 1361  | 1361  | 净利润          | 1182    | 1462   | 2027   | 2269   | 2659   |
| 应付和预收款项   | 1355  | 1263  | 1811  | 1942  | 2171  | 0 少数股东损益     | 100     | 159    | 405    | 340    | 399    |
| 长期借款      | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归母股东净利润      | 1082    | 1303   | 1622   | 1929   | 2261   |
| 其他长期负债    | 317   | 408   | 408   | 408   | 408   |              |         |        |        |        |        |
| 负债合计      | 5687  | 5701  | 6104  | 6417  | 6977  |              |         |        |        |        |        |
| 股本        | 719   | 935   | 935   | 935   | 935   | 预测指标         |         |        |        |        |        |
| 资本公积      | 1362  | 1163  | 1163  | 1163  | 1163  |              | 2018A   | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 留存收益      | 8013  | 8419  | 9298  | 10237 | 11159 | 毛利率          | 62.08%  | 63.86% | 65.40% | 66.56% | 67.44% |
| 归母公司股东权益  | 10652 | 11167 | 12262 | 13491 | 14752 | 销售净利率        | 13.34%  | 15.57% | 18.48% | 18.65% | 19.04% |
| 少数股东权益    | 461   | 1098  | 1108  | 1514  | 1854  | 销售收入增长率      | 3.86%   | 5.91%  | 16.88% | 10.93% | 14.79% |
| 股东权益合计    | 11750 | 12275 | 13776 | 15345 | 17005 | EBIT 增长率     | -8.91%  | 40.08% | 37.44% | 18.09% | 17.07% |
| 负债和股东权益   | 17437 | 17976 | 19880 | 21763 | 23982 | 净利润增长率       | -75.56% | 20.39% | 24.49% | 18.91% | 17.20% |
|           |       |       |       |       |       | ROE          | 10.16%  | 11.67% | 13.23% | 14.30% | 15.32% |
|           |       |       |       |       |       | ROA          | 6.21%   | 7.25%  | 8.16%  | 8.86%  | 9.43%  |
|           |       |       |       |       |       | ROIC         | 18.31%  | 25.38% | 33.77% | 38.92% | 44.55% |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | EPS(X)       | 1.15    | 1.38   | 1.72   | 2.05   | 2.40   |
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | PE(X)        | 21.90   | 24.37  | 30.62  | 25.75  | 21.97  |
| 经营性现金流    | 1268  | 1767  | 1931  | 2336  | 2739  | PB(X)        | 2.22    | 2.84   | 4.05   | 3.68   | 3.37   |
| 投资性现金流    | -1021 | -316  | -42   | -178  | -185  | PS(X)        | 2.04    | 3.36   | 4.49   | 4.05   | 3.53   |
| 融资性现金流    | 857   | -1181 | -540  | -714  | -1014 | EV/EBITDA(X) | 7.85    | 13.02  | 19.35  | 15.91  | 13.13  |
| 现金增加额     | 1104  | 270   | 1348  | 1444  | 1540  |              |         |        |        |        |        |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华北销售    | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com        |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。