

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

丽珠集团(000513)

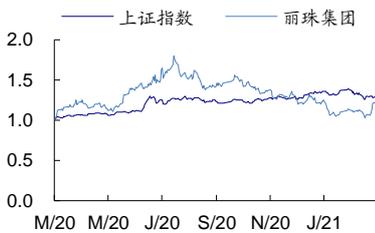
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	939/919
总市值/流通(百万元)	38,371/24,499
上证综指/深圳成指	3,443/13,761
12 个月最高/最低(元)	62.20/34.39

相关研究报告:

《丽珠集团-000513-2020 年三季报点评: 收入高速增长, 业绩符合预期》——2020-10-26  
 《丽珠集团-000513-2020 半年报点评: 业绩符合预期, 疫情下稳健增长》——2020-08-27  
 《丽珠集团-000513-2020 年一季报点评: 扣非业绩超预期, 化药受疫情影响》——2020-04-21  
 《丽珠集团-000513-2019 年年报点评: 加大研发投入, 业绩符合预期》——2020-03-27  
 《丽珠集团-000513-业绩预告快评: 制剂增长提速, 业绩略超预期》——2020-01-10

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003  
 联系人: 李虹达  
 电话: 0755-81982970  
 E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 核心产品带动增长

● 业绩符合预期, 疫情下保持稳健增长

丽珠集团 2020 年实现营收 105.20 亿元 (+12.10%), 归母净利润 17.15 亿元 (+31.63%), 扣非归母净利润 14.32 亿元 (+20.14%)。其中四季度单季度营收 25.95 亿元 (+24.17%), 单季度收入增速再创新三年新高, 单季度归母净利润 2.93 亿元 (+11.53%), 单季度扣非归母净利润 2.53 亿元 (+7.85%)。业绩符合预期, 疫情下实现了稳健增长。

● 核心品种带动化学制剂稳健增长, 疫情相关品种显著放量

2020 年公司化药制剂收入 54.03 亿 (+9.56%), 其中核心品种艾普拉唑系列收入 17.66 亿 (+81.2%), 亮丙瑞林微球收入 11.76 亿 (+27.0%), 带动板块整体稳健增长。精神类品种氟伏沙明和哌罗匹隆继续保持高速增长。中药制剂收入 12.07 亿 (-5.78%), 原料药板块收入 24.40 亿 (+3.8%)。疫情相关品种放量显著, 抗病毒颗粒收入 4.62 亿 (+52.0%), 诊断试剂收入 13.83 亿 (+83.29%)。尽管 Q1 受疫情影响收入增速有所放缓, 但核心品种及疫情相关产品带动整体稳健增长。

● 研发项目有序开展, 复杂制剂和生物药加快推进

公司 2020 年研发投入 9.9 亿 (+19.6%), 重点项目进展顺利: 微球平台中, 曲普瑞林微球 (1 个月) 完成 III 期临床入组; 阿立哌唑微球 (1 个月) 和奥曲肽微球 (1 个月) 获批临床。生物药管线中: 重组人绒促性素完成现场核查及注册检验, 有望近期获批, IL-6R 单抗 III 期临床完成入组; PD-1 单抗胸腺癌临床 Ib/II 期注册性临床试验完成 2/3 入组; 重组抗人 IL-17A/F 单抗及重组肿瘤酶特异性干扰素  $\alpha$ -2b Fc 融合蛋白启动 I 期临床试验。研发项目有序推进, 创新转型收获期临近。

● 风险提示: 研发进度不及预期; 重点品种销售不及预期

● 投资建议: 制剂稳健增长, 研发收获期临近, 维持“买入”评级。

公司核心品种持续放量, 支撑业绩稳健增长, 在研项目进展顺利, 转型期有望顺利过渡。预计 21~23 年归母净利润达到 19.95/23.46/28.26 亿, 对应 EPS 为 2.12/2.50/3.01, 同比增速为 16%/18%/20%, 对应当前股价 PE 为 19/16/14X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,385	10,520	11,937	13,447	15,115
(+/-%)	5.9%	12.1%	13.5%	12.6%	12.4%
净利润(百万元)	1303	1715	1995	2346	2826
(+/-%)	20.4%	31.6%	16.3%	17.6%	20.4%
摊薄每股收益(元)	1.39	1.82	2.12	2.50	3.01
EBIT Margin	23.0%	20.0%	22.5%	22.6%	23.0%
净资产收益率(ROE)	11.7%	14.2%	15.7%	17.4%	19.7%
市盈率(PE)	27.1	22.5	19.2	16.4	13.6
EV/EBITDA	24.2	18.3	15.4	14.1	12.8
市净率(PB)	3.4	3.2	3.0	2.9	2.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

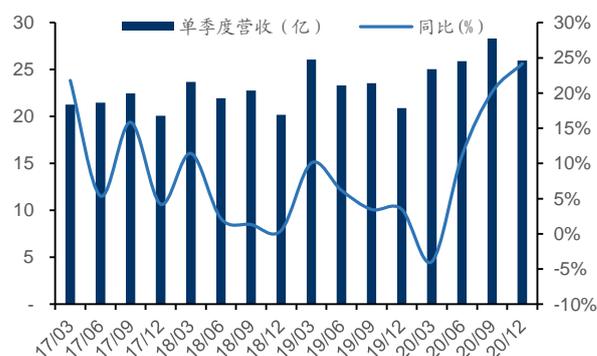
业绩符合预期，疫情下保持稳健增长。丽珠集团 2020 年实现营收 105.20 亿元 (+12.10%)，归母净利润 17.15 亿元 (+31.63%)，扣非归母净利润 14.32 亿元 (+20.14%)。其中四季度单季度营收 25.95 亿元 (+24.17%)，单季度归母净利润 2.93 亿元 (+11.53%)，单季度扣非归母净利润 2.53 亿元 (+7.85%)。业绩符合预期，疫情下实现了稳健增长。

图 1：丽珠集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：丽珠集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



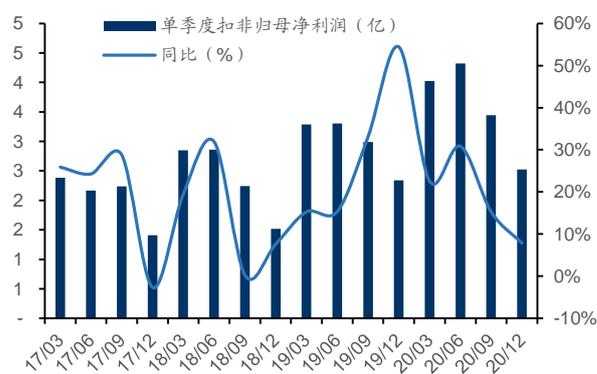
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：丽珠集团扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：丽珠集团单季扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核心品种带动化学制剂稳健增长，艾普拉唑快速放量。2020 年公司化药制剂收入 54.03 亿 (+9.56%)，主要受益于艾普拉唑、亮丙瑞林微球等核心品种保持快速成长。艾普拉唑系列实现收入 17.66 亿 (+81.2%)，其中艾普拉唑肠溶片收入 9.45 亿 (+8.84%)，针剂实现收入 8.21 亿 (+672.61%)，纳入医保后放量显著；雷贝拉唑收入 1.98 亿 (-19.57%)；得乐系列收入 2.22 亿 (+7.16%)；丽珠维三联收入 2.42 亿 (-4.24%)

促性激素下半年恢复较好，精神类药物保持较高增速。促性激素板块收入 19.12 亿 (+4.9%)，在上半年下滑 10% 的情况下全年实现增长。其中亮丙瑞林微球收入 11.76 亿 (+27.0%)，尿源类产品上半年受生殖中心停开影响较大，下半年预计已逐步恢复。精神类重点品种伏沙明片收入 1.71 亿 (+33.00%)，哌罗匹隆片收入 1.07 亿 (+101.78%)。抗微生物领域重点产品伏立康唑收入 2.04 亿 (-16.85%)。

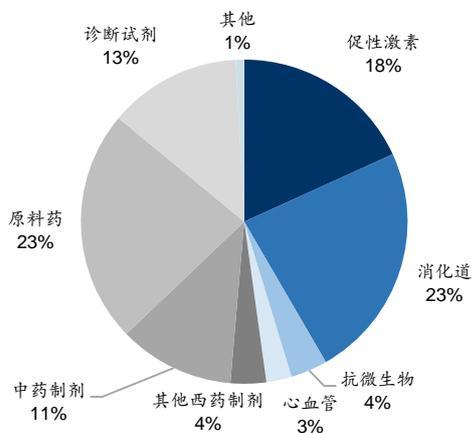
中药板块小幅下滑，抗病毒颗粒受疫情影响销量大增。中药制剂板块收入 12.07

亿 (-5.78%)，参芪扶正注射液收入 6.06 亿 (-25.81%)，抗病毒颗粒疫情下放量显著，实现销售收入 4.62 亿 (+52.02%)。

**原料药及中间体收入结构进一步优化，毛利率持续提升。**原料药板块实现收入 24.40 亿 (+3.8%)，其中苯丙氨酸收入 3.32 亿 (+32.42%)，阿卡波糖收入 2.06 亿 (-18.69%)，盐酸万古霉素收入 1.44 亿 (+5.97%)，达托霉素收入 9760 万 (+34.52%)。

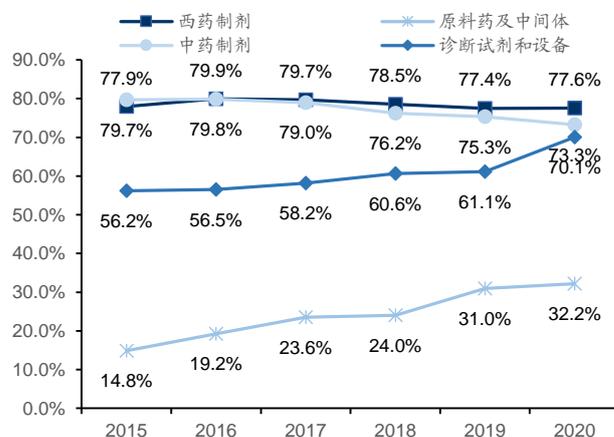
**诊断试剂及设备业务受疫情拉动显著。**诊断试剂板块实现收入 13.83 亿 (+83.29%)。受疫情影响呼吸道、传染病等传统 IVD 产品门诊需求下降，2020 年 3 月新冠抗体检测试剂盒在国内获批上市，并陆续获得 15 个国家与地区的注册许可，海外出口需求带动下实现较高增长。截止 2020 年末，丽珠试剂共有 16 个产品在欧盟获得 CE 认证；通过 TUV 现场检查技术平台 8 个，取得资质证书 1 个。

图 5：丽珠集团分板块收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

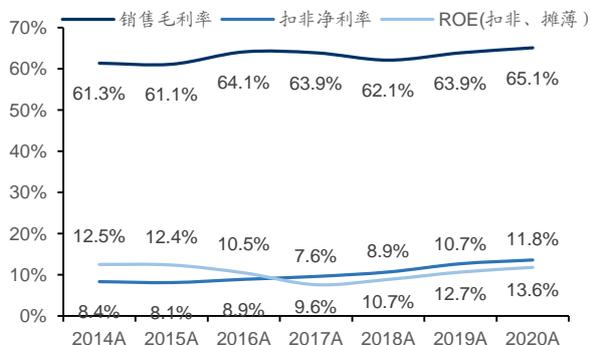
图 6：丽珠集团分板块毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

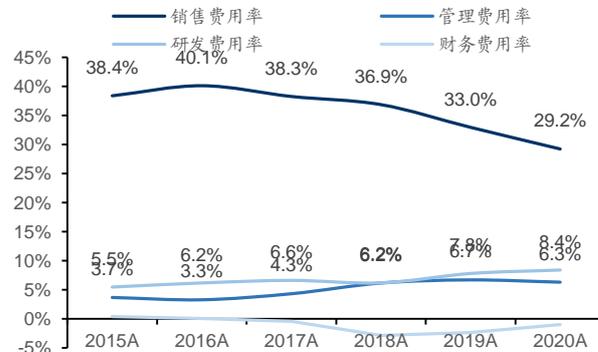
**毛利率整体保持提升，销售费用率持续下降。**2020 年销售毛利率 65.08% (+1.22pp)，受益于产品结构优化，近年来持续提升；销售费用率 29.24% (-3.72pp)，主要受益于公司营销体制改革，实行精细化管理；管理费用率 14.72% (+0.20pp)，财务费用率 -0.99% (+1.36pp)；研发费用率 8.40% (+0.59pp)。期间费用率合计 42.97% (-2.16pp)。

图 7：丽珠集团毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

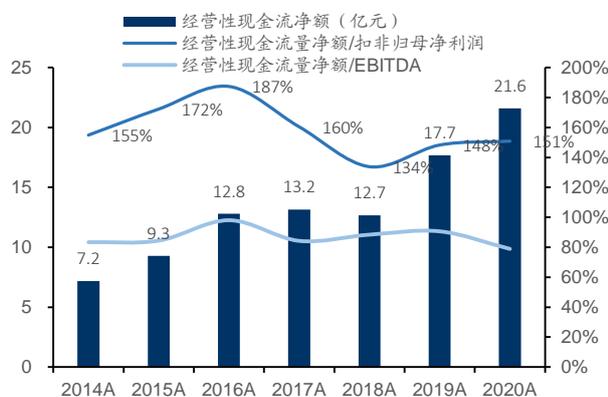
图 8：丽珠集团三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流保持稳健增长，存货周转率略有降低。2020 年公司经营活动现金流量净额 21.6 亿元，同比增长 22.27%，经营性现金流/扣非归母净利润保持较高水平，现金流质量较好。应收账款周转率基本稳定，存货周转率有所降低，预计与疫情影响有关。

图 9：丽珠集团经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：丽珠集团存货及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发项目有序开展，复杂制剂和生物药加快推进。公司 2020 年研发投入 9.9 亿（+19.6%），重点项目进展顺利：

**化药板块：**醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）完成 III 期临床入组；阿立哌唑微球（1 个月缓释）获批临床，目前处于 I 期临床阶段；奥曲肽微球（1 个月缓释）获批临床，已启动 BE 试验；亮丙瑞林微球（3 个月缓释）开展 I 期临床试验，完成 III 期临床遗传备案；丹曲林钠获批上市；西曲瑞克已在中国和美国注册申报；伏立康唑（0.2g）已递交上市申请；布南色林片及注射用艾普拉唑钠新适应症获批临床。

**生物药板块：**完成重组人绒毛膜促性腺激素生产现场核查及注册检验；完成重组人源化抗人 IL-6R 单抗 III 期临床试验全部入组；重组人源化抗 PD-1 单抗胸腺癌临床 Ib/II 期注册性临床试验完成 2/3 入组；重组抗人 IL-17A/F 人源化单抗、重组肿瘤酶特异性干扰素  $\alpha$ -2b Fc 融合蛋白获批临床并启动 I 期临床试验。

**原料药板块：**在研项目 11 项，其中通过国内外审批原料药 6 项，分别为万古霉素，达托霉素，磺粘菌素，西拉菌素，替考拉宁，硫酸妥布霉素，新注册申报 2 项，为达巴万星和特拉万星。

**盈利预测：核心品种有望带动公司业绩继续稳健增长**

**化药制剂：**艾普拉唑全年有望延续高增长趋势，带动消化道板块保持较高增速。亮丙瑞林微球有望延续增长态势，尿源激素产品受疫情影响已过，预计促性激素板块有望稳健增长。抗微生物和心血管类产品此前受疫情影响下滑，2021 年均有望恢复正常增长区间。

**中药板块：**参芪扶正收入占比持续下降，承压品种影响已经较小。抗病毒颗粒在疫情中放量显著，考虑到基数较高，2021 年可能增速放缓。

**原料药板块：**预计增速有所提升，产品结构优化下盈利能力有望持续改善。

**诊断试剂：**疫情影响下诊断试剂销售规模显著提升，2021 年随着疫情逐步恢复

可能会有一定下滑。

综合来看，我们认为公司收入端未来三年增速能够达到年化 13%左右的增长。毛利率水平预计稳中有升，三项费用率基本保持稳定。我们小幅下调 2021/2022 年的盈利预测，并新增 2023 年预测（小幅下调盈利预测主要由于细分领域增速假设的微调）。预计 21~23 年收入达到 119.37/134.47/151.15 亿，（此前 21~22 年预测为 119.65/136.69 亿），归母净利润达到 19.95/23.46/28.26 亿（此前 21~22 年预测为 20.61/24.62 亿）。

**表 1：丽珠集团收入及盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	88.61	93.85	105.20	119.37	134.47	151.15
西药制剂	42.38	49.31	54.03	67.90	79.58	92.77
原料药及中间体	23.54	23.50	24.40	27.33	29.52	31.88
中药制剂	15.32	12.81	12.07	11.47	10.90	10.35
诊断试剂和设备	6.97	7.54	13.83	11.75	13.52	15.14
其他	0.39	0.68	0.87	0.92	0.96	1.01
收入增速		5.9%	12.1%	13.5%	12.6%	12.4%
西药制剂		16.4%	9.6%	25.7%	17.2%	16.6%
原料药及中间体		-0.2%	3.8%	12.0%	8.0%	8.0%
中药制剂		-16.4%	-5.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
诊断试剂和设备		8.2%	83.3%	-15.0%	15.0%	12.0%
其他		75.6%	28.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	62.1%	63.9%	65.1%	66.1%	66.6%	67.1%
西药制剂	78.5%	77.4%	77.6%	78.0%	78.0%	78.0%
原料药及中间体	24.0%	31.0%	32.2%	32.5%	32.8%	33.0%
中药制剂	76.2%	75.3%	73.3%	74.0%	73.5%	73.0%
诊断试剂和设备	60.6%	61.1%	70.1%	70.1%	70.1%	70.1%
其他	46.6%	29.2%	18.5%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利	55.01	59.93	68.47	78.93	89.62	101.45
西药制剂	33.27	38.19	41.92	52.97	62.07	72.36
原料药及中间体	5.65	7.28	7.86	8.88	9.68	10.52
中药制剂	11.68	9.65	8.84	8.49	8.01	7.56
诊断试剂和设备	4.23	4.61	9.69	8.23	9.47	10.60
其他	0.18	0.20	0.16	0.37	0.38	0.40
归母净利润	10.82	13.03	17.15	19.95	23.46	28.26
净利率	12.21%	13.88%	16.30%	16.71%	17.45%	18.69%
同比增速		20.39%	31.63%	16.32%	17.63%	20.43%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

**投资建议：制剂稳健增长，研发收获期临近，维持“买入”评级。**公司核心品种持续放量，支撑业绩稳健增长，在研项目进展顺利，转型期有望顺利过渡。我们小幅下调 2021/2022 年的盈利预测，并新增 2023 年预测（小幅下调盈利预测主要由于细分领域增速假设的微调）。预计 21~23 年收入达到 119.37/134.47/151.15 亿，（此前 21~22 年预测为 119.65/136.69 亿），归母净利润达到 19.95/23.46/28.26 亿（此前 21~22 年预测为 20.61/24.62 亿）。对应 EPS 为 2.12/2.50/3.01，同比增速为 16%/18%/20%，对应当前股价 PE 为 19/16/14X，维持“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 210322	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
000513	丽珠集团	40.86	384	1.39	1.81	2.12	2.50	29.5	22.6	19.2	16.4	11.7	1.0	买入
600276	恒瑞医药	88.11	4698	1.00	1.33	1.74	2.23	88.2	66.2	50.6	39.5	21.5	2.2	买入
600196	复星医药	39.91	1023	1.30	1.45	1.72	2.08	30.8	27.5	23.2	19.2	10.4	1.6	买入
002422	科伦药业	22.10	318	0.65	0.53	0.71	0.82	33.9	41.7	31.1	27.0	7.1	5.2	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9954	11294	12723	14301	营业收入	10520	11937	13447	15115
应收款项	2966	3366	3792	4262	营业成本	3674	4044	4486	4970
存货净额	1488	1662	1844	2048	营业税金及附加	124	140	158	178
其他流动资产	182	325	347	354	销售费用	3076	3402	3873	4323
<b>流动资产合计</b>	<b>14627</b>	<b>16685</b>	<b>18743</b>	<b>21003</b>	管理费用	1548	1663	1898	2162
固定资产	3689	3881	4029	4183	财务费用	(104)	(152)	(154)	(165)
无形资产及其他	236	497	786	1104	投资收益	148	70	50	50
投资性房地产	1793	1793	1793	1793	资产减值及公允价值变动	81	40	40	40
长期股权投资	245	296	347	398	其他收入	69	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>20591</b>	<b>23152</b>	<b>25698</b>	<b>28481</b>	营业利润	2500	2950	3276	3737
短期借款及交易性金融负债	1559	4503	6958	8966	营业外净收支	(11)	0	0	0
应付款项	1625	1667	1854	2117	<b>利润总额</b>	<b>2489</b>	<b>2950</b>	<b>3276</b>	<b>3737</b>
其他流动负债	2899	3104	3543	3970	所得税费用	358	424	471	538
<b>流动负债合计</b>	<b>6083</b>	<b>9274</b>	<b>12356</b>	<b>15052</b>	少数股东损益	416	531	459	374
长期借款及应付债券	360	(1140)	(2640)	(3640)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1715</b>	<b>1995</b>	<b>2346</b>	<b>2826</b>
其他长期负债	508	593	684	777					
<b>长期负债合计</b>	<b>868</b>	<b>(547)</b>	<b>(1955)</b>	<b>(2863)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>6951</b>	<b>8727</b>	<b>10400</b>	<b>12189</b>	净利润	1715	1995	2346	2826
少数股东权益	1533	1698	1841	1957	资产减值准备	19	(9)	2	2
股东权益	12107	12727	13457	14335	折旧摊销	394	379	422	457
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20591</b>	<b>23152</b>	<b>25698</b>	<b>28481</b>	公允价值变动损失	(81)	(40)	(40)	(40)
					财务费用	(104)	(152)	(154)	(165)
					营运资本变动	(428)	(394)	91	102
					其它	110	174	140	114
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1730</b>	<b>2106</b>	<b>2962</b>	<b>3460</b>
					资本开支	(1025)	(783)	(821)	(891)
					其它投资现金流	(3)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1101)</b>	<b>(834)</b>	<b>(872)</b>	<b>(942)</b>
					权益性融资	357	0	0	0
					负债净变化	360	(1500)	(1500)	(1000)
					支付股利、利息	(1182)	(1375)	(1617)	(1947)
					其它融资现金流	<b>1755</b>	<b>2943</b>	<b>2455</b>	<b>2007</b>
					<b>融资活动现金流</b>	<b>470</b>	<b>69</b>	<b>(662)</b>	<b>(940)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1098</b>	<b>1341</b>	<b>1429</b>	<b>1578</b>
					货币资金的期初余额	8855	9954	11294	12723
					货币资金的期末余额	9954	11294	12723	14301
					企业自由现金流	739	1504	2288	2648
					权益自由现金流	2854	3078	3375	3797

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032