

丽珠集团 (000513.SZ)

艾普针续约成功未来业绩稳健成长可期，H股回购彰显信心

艾普针续约成功未来业绩稳健成长可期，H股回购彰显信心。12月3日，医保局发布新版医保目录，公司重点产品注射用艾普拉唑钠通过谈判续约，继续纳入《医保目录》；12月6日，公司公告H股回购实施。

注射用艾普拉唑钠医保续约成功，为后续业绩稳健增长奠定基础。根据2021年医保谈判结果，注射用艾普拉唑钠医保续约医保支付标准为71元(10mg/支)，相较之前支付价降幅54%。适应症为消化性溃疡出血。注射用艾普拉唑钠于2018年1月获批生产，于2019年11月通过谈判首次纳入2019年版《医保目录》。作为公司TOPLINE品种，艾普拉唑为公司贡献强劲收入，未来持续放量；与一代产品相比，其具有抑酸时间长、个体差异小、药物相互作用少等优势；艾普针降价后药物经济学价值更加显著，患者获益更多。对标艾普拉唑口服剂型目前市场占比，预计艾普针后续市场潜力巨大。

港股回购充分彰显公司信心。12月6日公司共计回购H股2,655,500股，占目前本公司已发行H股股份总数0.85%，约占本公司股份总数的0.28%。最高价为26.65港元/股，最低价为24.70港元/股，支付资金总额为港币6725万元。近期港股整体表现不佳，公司及时回购股份，起到维护股价、维护广大股东利益、稳定投资者信心的作用，也充分彰显公司未来信心。

公司研发加速推进，公司微球和单抗品种确定性，疫苗将提供额外业绩弹性。生物药领域共有7个项目在研，注射用重组人促性素已获批上市，重点推进品种重组新冠病毒融合蛋白疫苗(已展开全球多中心III期)，IL-6R(Biosimilar, 已经报生产，有望争第一)，PD-1(在中美同时开展临床研究)，注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc融合蛋白(I期临床)、重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗在进行Ib/II期；重组人促卵泡激素临床试验获批。复杂制剂方面微球加速推进(多个品种国内第一)，重点品种包括曲普瑞林1个月(NDA已获受理)、阿立哌唑微球1个月(I期)、亮丙3个月(I期完成，积极准备III期)；奥曲肽1个月(已开展BE)、双羟茶酸曲普瑞林3个月(临床已获批)。

盈利预测与估值。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，生物药+微球长远布局符合产业方向。基于公司优秀的管理层、销售团队、单抗平台、微球平台等，公司长期投资价值凸显。暂不考虑新冠疫苗弹性，我们预计2021-2023年归母净利润分别为19.70亿元、23.74亿元、27.82亿元，增长分别为14.9%、20.5%、17.2%，对应PE分别为17x、14x、12x。扣除激励费用实际业绩增速更高。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变化风险、产品降价风险、新药研发风险、新冠疫情常态化影响、原材料供应和价格波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,385	10,520	11,002	12,544	13,986
增长率yoy(%)	5.9	12.1	4.6	14.0	11.5
归母净利润(百万元)	1,303	1,715	1,970	2,374	2,782
增长率yoy(%)	20.4	31.6	14.9	20.5	17.2
EPS最新摊薄(元/股)	1.39	1.83	2.10	2.53	2.96
净资产收益率(%)	11.9	15.6	14.9	16.9	17.7
P/E(倍)	25.7	19.5	17.0	14.1	12.0
P/B(倍)	3.00	2.77	2.60	2.40	2.15

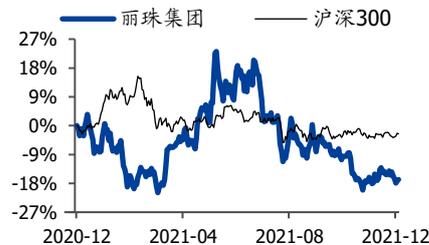
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年12月6日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
12月6日收盘价(元)	35.66
总市值(百万元)	33,434.32
总股本(百万股)	937.59
其中自由流通股(%)	64.48
30日日均成交量(百万股)	5.81

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): 收入符合预期, 研发力度加大, 新冠疫苗III期临床顺利推进》2021-10-26
- 2、《丽珠集团(000513.SZ): 中报收入高增长超预期, 艾普拉唑、亮丙瑞林双轮驱动成长》2021-08-25
- 3、《丽珠集团(000513.SZ): 收入利润高速增长开门红超预期, 今年期待创新持续推进兑现》2021-04-21

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12873	14627	15206	17312	18705
现金	8855	9954	10970	11553	13400
应收票据及应收账款	2425	2892	2669	3672	3398
其他应收款	92	74	99	99	122
预付账款	186	142	201	190	246
存货	1169	1488	1190	1721	1462
其他流动资产	145	77	77	77	77
非流动资产	5103	5963	5919	6212	6410
长期投资	171	245	315	384	454
固定资产	3160	3303	3245	3508	3664
无形资产	378	488	498	505	522
其他非流动资产	1394	1927	1861	1815	1770
资产总计	17976	20591	21125	23524	25116
流动负债	5294	6083	5682	6769	6408
短期借款	1361	1551	1551	1551	1551
应付票据及应付账款	1263	1625	1286	1878	1582
其他流动负债	2670	2907	2845	3339	3276
非流动负债	408	868	794	725	654
长期借款	0	360	287	218	147
其他非流动负债	408	508	508	508	508
负债合计	5701	6951	6476	7494	7063
少数股东权益	1108	1533	1753	2083	2505
股本	935	945	945	945	945
资本公积	1163	1560	1560	1560	1560
留存收益	9042	9682	10470	11179	12066
归属母公司股东权益	11167	12107	12896	13947	15549
负债和股东权益	17976	20591	21125	23524	25116

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1767	2161	2327	2453	3501
净利润	1462	2131	2190	2704	3204
折旧摊销	415	423	373	418	478
财务费用	-221	-104	-209	-236	-274
投资损失	20	-148	3	5	4
营运资金变动	-176	-367	-28	-436	93
其他经营现金流	267	225	-3	-3	-4
投资活动现金流	-316	-468	-329	-713	-677
资本支出	398	647	-115	224	129
长期投资	2	99	-70	-71	-69
其他投资现金流	84	278	-515	-560	-617
筹资活动现金流	-1181	-518	-982	-1156	-977
短期借款	-139	190	0	0	0
长期借款	-1	360	-74	-69	-71
普通股增加	216	10	0	0	0
资本公积增加	-199	397	0	0	0
其他筹资现金流	-1058	-1476	-908	-1087	-906
现金净增加额	290	1098	1016	584	1847

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9385	10520	11002	12544	13986
营业成本	3392	3674	3703	4025	4402
营业税金及附加	109	124	143	156	170
营业费用	3093	3076	3129	3527	3776
管理费用	629	664	747	765	839
研发费用	733	884	985	1135	1294
财务费用	-221	-104	-209	-236	-274
资产减值损失	-53	-72	0	0	0
其他收益	156	216	85	0	0
公允价值变动收益	1	9	3	3	4
投资净收益	-20	148	-3	-5	-4
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	1730	2500	2589	3169	3779
营业外收入	11	8	72	67	40
营业外支出	14	19	23	23	20
利润总额	1728	2489	2638	3213	3799
所得税	266	358	448	509	595
净利润	1462	2131	2190	2704	3204
少数股东损益	159	416	220	330	422
归属母公司净利润	1303	1715	1970	2374	2782
EBITDA	1960	2732	2802	3396	4002
EPS (元)	1.39	1.83	2.10	2.53	2.96

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	12.1	4.6	14.0	11.5
营业利润(%)	35.7	44.5	3.5	22.4	19.3
归属于母公司净利润(%)	20.4	31.6	14.9	20.5	17.2
获利能力					
毛利率(%)	63.9	65.1	66.3	67.9	68.5
净利率(%)	13.9	16.3	17.9	18.9	19.9
ROE(%)	11.9	15.6	14.9	16.9	17.7
ROIC(%)	10.2	13.7	13.3	15.5	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	31.7	33.8	30.7	31.9	28.1
净负债比率(%)	-58.5	-56.2	-59.4	-58.3	-62.4
流动比率	2.4	2.4	2.7	2.6	2.9
速动比率	2.2	2.1	2.4	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.83	2.10	2.53	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	2.30	2.48	2.61	3.73
每股净资产(最新摊薄)	11.89	12.89	13.73	14.85	16.56
估值比率					
P/E	25.7	19.5	17.0	14.1	12.0
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.1	10.1	9.5	7.8	6.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 6 日收盘价

内容目录

1.事件	4
2.观点:	4
2.1 注射用艾普拉唑钠医保续约成功, 为后续业绩稳健增长奠定基础	4
2.2 港股回购充分彰显公司信心	7
2.3 展望 2022, 公司微球和单抗品种确定性进入收获期, 疫苗将提供额外业绩弹性	7
2.4 公司未来看点及投资逻辑再梳理	8
3.盈利预测与投资评级	9
4.风险提示	9

图表目录

图表 1: 非集采 PPI 价格及费用情况对比	5
图表 2: 口服 PPI 样本医院市场占比	5
图表 3: PPI 注射剂样本医院市场占比	5
图表 4: 不同 PPI 产品比较	5
图表 5: 丽珠艾普拉唑相关专利情况	6
图表 6: 丽珠集团 2021Q3 大事记	7
图表 7: 丽珠生物及微球主要研发管线进度	8

1.事件

12月3日，医保局发布新版医保目录，公司重点产品注射用艾普拉唑钠通过谈判续约，继续纳入《医保目录》。12月6日，公司公告H股回购实施。

2.观点：

2.1 注射用艾普拉唑钠医保续约成功，为后续业绩稳健增长奠定基础

2021年12月3日，2021年国家医保谈判结果公布，公司重点产品注射用艾普拉唑钠通过谈判续约，继续纳入医保目录。

艾普针续约情况：医保支付标准71元（10mg/支），相较之前支付价降幅54%。适应症为消化性溃疡出血。注射用艾普拉唑钠于2018年1月获批生产，于2019年11月通过谈判首次纳入2019年版《医保目录》。艾普针通过一系列新的临床证据证明自身具有更显著的疗效、安全性和经济性，且本次续谈结果取消了原报销范围中“禁食医嘱或吞咽困难”的限制，使得适用性更广，方便临床处方且患者获益更多。

艾普拉唑是公司消化道领域1.1类重磅专利创新产品，曾获国家科技进步二等奖，当前已是公司的**TOPLINE**品种：

- **艾普拉唑为公司贡献强劲收入，未来持续放量。**公司艾普拉唑肠溶片2007年12月上市，适应症为十二指肠溃疡。2017年艾普拉唑肠溶片进入国家医保大目录。艾普拉唑针剂研发历时九年，直接投入的研发费用6100.49万元，总研发投入过亿，于2018年1月顺利上市。艾普系列上市后持续放量，目前已经是公司**TOPLINE**品种（中报艾普系列收入15.31亿元，增速130.64%，收入占比接近25%）。
- **艾普拉唑针剂具有抑酸时间长、个体差异小、药物相互作用少等优势，一天给药一次即可。**作为二代PPI的代表，艾普拉唑较一代拉唑，在抑酸效果（5mg艾普拉唑与20mg奥美拉唑相当）、作用时长（艾普拉唑半衰期4.3h，奥美拉唑半衰期0.5-1h）等方面均更具优势，且区别于一代PPI代谢途径，对于慢代谢型的患者而言，夜间酸突破等副作用明显减少，临床疗效更为确切。
- **艾普针降价后药物经济学价值更加显著，患者获益更多。**从较高的消化道疾病发病率以及艾普拉唑目前整体较低的市场占有率与级别以上医院覆盖率来看，预计未来仍有持续成长的空间。

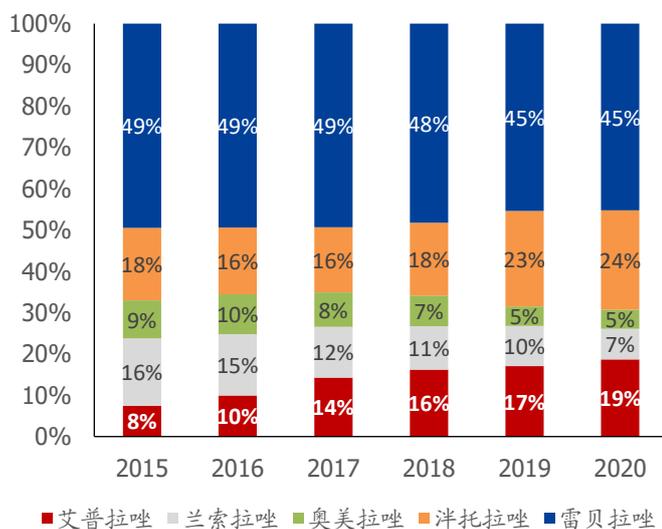
艾普针续约成功为公司后续业绩稳健成长奠定坚实基础：艾普针降价后，我们认为公司通过强大的销售队伍，能够实现以价换量，持续快速放量。同时艾普片还有持续增长的空间。为公司业绩奠定坚实基础。

图表1: 非集采 PPI 价格及费用情况对比

PPI	规格	用量用法	疗程使用数量	2021 年单价 (元)	日治疗费用 (元)	单个疗程费用 (元)
艾普拉唑钠	10mg	1 支/天 (首次加倍)	4 支/3 天	71	94.7	284
奥美拉唑钠	40mg	2 支/天	10 支/5 天	77.78	155.56	777.8
艾司奥美拉唑钠	40mg	低危患者: 2 支/天 高危患者: 6 支/天	17 支/3 天; 10 支/5 天	72.32	144.6~433.2	723.2~1229.4
泮托拉唑钠	40mg	2 支/天	10 支/5 天	67.02	134	670.2
雷贝拉唑钠	20mg	2 支/天	10 支/5 天	85	170	850

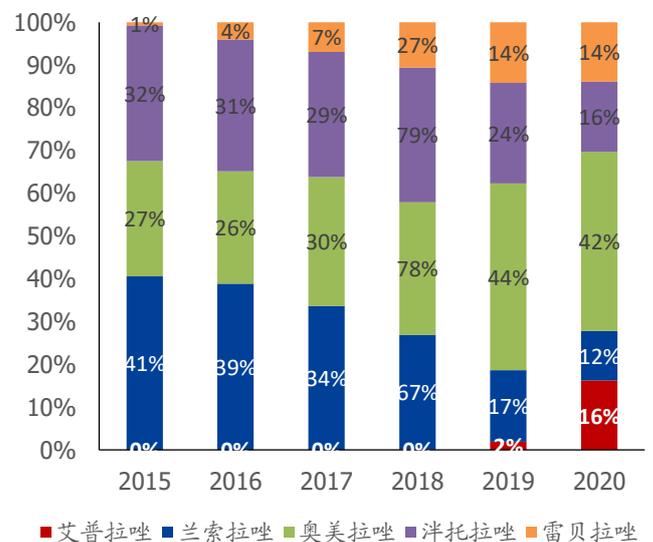
资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表2: 口服 PPI 样本医院市场占比



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表3: PPI 注射剂样本医院市场占比



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表4: 不同 PPI 产品比较

代别	药品	抑酸效果	作用时长	代谢途径	夜间酸突破
一代	奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑等;	较弱	较长	CYP2C9 途径为主 (慢代谢型不适用)	多
二代	埃索美拉唑、雷贝拉唑、艾普拉唑等	强	长	CYP3A4 途径为主 (慢代谢型适用)	少

资料来源: 《艾普拉唑对十二指肠溃疡患者胃内 pH 值的影响》, 国盛证券研究所

图表 5: 丽珠艾普拉唑相关专利情况

申请号	申请(专利权)人	发明(设计)名称
2009101192309	丽珠医药集团股份有限公司	艾普拉唑在制备治疗反流性食管炎的药物中的用途
2009101766252	丽珠医药集团股份有限公司	一种检测尿液中艾普拉唑的代谢产物的方法
2009101800060	丽珠医药集团股份有限公司	治疗消化性溃疡的粉针剂及其制备方法
2010100012157	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑化学结构的药物及其用途
2010101049233	丽珠医药集团股份有限公司	艾普拉唑盐的水合物及其制备方法和用途
2010106109531	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶片剂及其制备方法
2010106109368	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶片剂及其制备方法
2010106109550	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶胶囊及其制备方法
201010610964X	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶胶囊及其制备方法
201110258952X	丽珠医药集团股份有限公司	一种用于抑制或杀灭幽门螺旋杆菌的药物组合物及其用途
2012100098918	丽珠医药集团股份有限公司	结晶型艾普拉唑钠水合物及其制备方法
2012100098937	丽珠医药集团股份有限公司	结晶型艾普拉唑钠乙醇化物及其制备方法
2012102226323	丽珠医药集团股份有限公司	结晶型艾普拉唑钠及其制备方法
2012102226499	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠晶型及其制备方法
2012102226535	丽珠医药集团股份有限公司	一种结晶形式的艾普拉唑钠及其制备方法
2013100363439	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑的制备方法
2013100888403	丽珠医药集团股份有限公司	艾普拉唑晶型及其制备方法
2013100977159	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠肠溶口崩片及其制备方法
2013100977943	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶口崩片及其制备方法
2013100976936	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种包含阿司匹林和艾普拉唑钠的复方制剂及其制备方法
2013100977680	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种包含阿司匹林和质子泵抑制剂的复方制剂及其制备方法
2013103285662	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种含有艾普拉唑组合物的复方胶囊及其制备方法
2013103285200	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种含有艾普拉唑钠组合物的复方胶囊及其制备方法
201410222518X	丽珠医药集团股份有限公司	一种含多潘立酮的药物组合物
2016102177433	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠冻干粉针剂
2016102177452	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠粉针剂及其制备方法
2016103076660	丽珠医药集团股份有限公司; 珠海保税区丽珠合成制药有限公司	一种高纯度艾普拉唑钠的制备方法
2016104550813	丽珠医药集团股份有限公司; 珠海保税区丽珠合成制药有限公司	一种艾普拉唑钠的合成方法
2016104956719	丽珠医药集团股份有限公司; 珠海保税区丽珠合成制药有限公司	一种艾普拉唑钠盐中间体的合成方法
2017108785530	丽珠医药集团股份有限公司	一种含乳糖的粉针剂及其制备方法

资料来源: 专利局, 国盛证券研究所

2.2 港股回购充分彰显公司信心

12月6日公司共计回购H股2,655,500股,占目前本公司已发行H股股份总数的0.85%,约占本公司股份总数的0.28%。最高价为26.65港元/股,最低价为24.70港元/股,支付的资金总额为港币6725万元。近期港股整体表现不佳,公司及时回购股份,主要目的就是维护股价、维护广大股东利益、稳定投资者信心。

图表6: 丽珠集团2021Q3大事记

时间	事件	备注
8.3	丽珠医药、健康元药业与智化科技开展战略合作,共同推动AI在工艺化学的应用	通过AI技术平台进一步对工艺化学赋能,提高产业产出效率,加快药物研发速度。
8.27	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗进入全球III期临床试验	向菲律宾FDA提交的III期临床试验申请已获批准,并于2021年8月25日在菲律宾成功完成首例受试者入组,目前已向全球10个国家提交了III期临床试验申请。此前II期临床试验结果证明V-01在符合临床试验方案的人群中具有较好的安全性和免疫原性。
9.11	重组人促卵泡激素注射液临床试验获批	重组人促卵泡激素类注射笔产品目前国内共有2个进口品种获批上市,获批临床试验2家(包括丽珠单抗)。
9.14	注射用醋酸曲普瑞林微球药品注册申请获受理	产品具有更高的去势达成和维持率;长效缓控释制剂起效时间长,常见不良反应的发生率降低,临床安全耐受性有优势。
9.15	司美格鲁肽注射液临床试验申请获受理	目前国内仅有原研1家产品上市,未见其他厂家获批临床试验。
10.27	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗国内III期获批	V-01全球III期多中心临床试验目前进展顺利,针对上述两种不同临床试验方案已完成多个国家临床试验的申报工作,本次在巴基斯坦获批开展加强针的临床试验,成功获批上市后将为全球加强针免疫提供疫苗支持。

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

2.3 展望2022,公司微球和单抗品种确定性进入收获期,疫苗将提供额外业绩弹性

展望2022,公司微球和单抗品种确定性进入收获期,后续持续成长动力强劲,疫苗提供额外业绩弹性。公司曲普瑞林微球已经申报生产,预计明年下半年拿到批件,对公司意义重大。IL-6R单抗也已经申报生产,明年预计获批。明年还将看到阿立哌唑微球、奥曲肽微球等陆续做完临床。除此之外,公司与中国科学院生物物理研究所彭华研究团队合作研发新冠重组蛋白疫苗V-01已经在海外开展III期临床,从目前情况来看,有效性和安全性都表现突出,有望成为加强针的更好选择。

公司与中国科学院生物物理研究所彭华研究团队合作研发新冠重组蛋白疫苗V-01,靶向新冠病毒S蛋白RBD结构域,独特设计I-R-F结构,融合人源细胞因子等免疫活性成分作为生物佐剂,最大限度降低对外加佐剂依赖,增强机体免疫应答的同时降低副作用。公司V-01重组蛋白疫苗承接中科院高新技术转化成果,针对变异株更新开发迅速,安全性、有效性数据亮眼,可兼顾老年人群;工艺质量可靠、物料国产化率高,可实现持续稳定的大量供应。目前V-01已向全球10个国家提交了III期临床试验申请,并在菲律宾已获批准,于2021年8月25日成功完成了首例受试者入组,国内与全球III期临床顺利推进中。随着奥米克戎毒株出现,新冠疫苗长期逻辑再次加强,未来疫苗产品将为公司收入提供可观弹性增长。

图表7: 丽珠生物及微球主要研发管线进度

品种	靶点/领域	适应症	研究地点	临床前	获批临床	I期	II期	III期	上市
重组人绒毛促性素(HCG)	hCG/辅助生殖	辅助生殖	中国						2021
r-FSH	FSH/辅助生殖	辅助生殖	中国						
重组人源化抗PD-1单抗	PD-1/抗肿瘤	胸腺癌、NSCLC	中国/美国						
重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc融合蛋白	TNF α -2b/抗肿瘤	肿瘤	中国						
A-02	CD19/20双靶点CAR-	淋巴瘤	中国						
重组人源抗人IL-6R单抗	IL-6/风湿免疫	类风湿性关节炎	中国						NDA
重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体	IL-17A/F/抗炎	中至重度斑块型银屑病	中国/美国						
重组新冠病毒融合蛋白疫苗	COVID-19/疫苗	COVID-19	国际多中心						
曲普瑞林微球(一个月)	GnRH/微球缓释剂	晚期或转移性前列腺癌	中国						
亮丙瑞林微球(三个月)		前列腺癌、乳腺癌	中国						
醋酸奥曲肽微球	生长抑素/微球缓释剂	肢端肥大症、神经内分泌肿瘤	中国		已开展BE				
阿立哌唑微球	微球缓释剂	精神分裂症	中国						
双羟萘酸曲普瑞林微球(三个月)	微球缓释剂	局部晚期或转移性前列腺癌	中国						

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.4 公司未来看点及投资逻辑再梳理

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, 短期看制剂、原料药板块, 长期看创新生物药+复杂制剂研发转型。管理层调整之后, 公司的销售聚焦、提效, 重点品种持续发力。

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。公司已完成一线品种迭代, 艾普拉唑系列和亮丙瑞林(创新+高壁垒特色专科药) 接替传统产品支撑业绩, 公司收入结构在持续的改变。

- **短期逻辑:** 业绩增速确定性高, 估值较低(预计2021年PE仅16X, 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), 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2021年销售前二的主力品种), 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。
- **长期逻辑:** 单抗(V01、IL-6R、PD-1重点推进)和微球产品(曲普瑞林微球已经申报, 其他在不同临床阶段)获批成功转型特色生物药+复杂制剂。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已经BLA, 有望争第一)、PD-1(Ib/II期)。微球平台曲普瑞林(已经NDA)、亮丙瑞林3个月、阿立哌唑、奥曲肽等后续陆续推进。

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, 后续创新生物药和复杂制剂的持续兑现会助力丽珠千亿市值之路。

- 2021年, 预计公司接近20亿利润, 当前市值334亿, 对应PE仅17X。
- 2022年, 公司的利润有望接近24亿, 且丽珠的多个微球、单抗品种将集中获批, 给予25-30X PE, 目标市值700亿以上。
- 2023年公司的利润体量有望接近28亿, 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。

3. 盈利预测与投资评级

我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，生物药+微球长远布局符合产业方向。基于公司优秀的管理层、销售团队、单抗平台、微球平台等，公司长期投资价值凸显。暂不考虑新冠疫苗弹性，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 19.70 亿元、23.74 亿元、27.82 亿元，增长分别为 14.9%、20.5%、17.2%，对应 PE 分别为 17x，14x，12x。扣除激励费用实际业绩增速更高。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

4. 风险提示

行业政策变化风险、产品降价风险、新药研发风险、新冠疫情常态化影响、原材料供应和价格波动风险。

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中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：021-38124100

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