

丽珠集团 (000513.SZ)

创新+高壁垒制剂齐头并进，长期发展动力充沛

买入 (首次评级)

当前价格: 40.64元

投资要点:

► 差异化布局创新药及高壁垒复杂制剂，多领域助力公司发展

1) **消化道领域:** 基础深厚，艾普拉唑针剂医保谈判后有望实现以量补价。同时公司在消化道领域具有极大优势，拥有壹丽安、丽倍乐、丽珠维三联、丽珠得乐等多个产品，未来有望维持稳健增长；2) **辅助生殖:** 公司亮丙瑞林微球格局稳固，上市多年国内仍仅有三家上市，目前陆续跟进省采价格，有望借助省采放量；3) **精神领域:** 公司陆续推出新品，营业收入有望稳步提升。

► 多业务布局，持续优化公司收入结构

1) **原料药:** 公司原料药涵盖多类产品，多个产品保持在全球出口市场占有率第一。头孢系列产品国内市场抓住带量采购机遇，量价齐上，表现优异。2) **中药:** 据米内网，参芪扶正注射液2022年公立医院销售额为4.2亿元，随着医保解限，有望实现恢复性增长。3) **诊断试剂:** 产品众多，上市备案强化诊断试剂优势。

► 在研管线众多，多个产品进入关键临床。

1) 公司阿立派唑微球目前已完成临床二期，正在与CDE沟通交流争取豁免3期临床并尽快报产；2) 聚焦生物制品多领域，多产品取得阶段性进展。重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体二期临床结果向好，拟开展三期临床。IL-17A/F靶点国内上市产品较少，市场空间巨大。领跑国内司美格鲁肽行业，或成未来新增长点。托珠单抗、曲普瑞林微球已获批，未来业绩可期。

► 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026归母净利润分别为22/25.2/28.2亿元，同比增长13%/14%/12%。采用可比公司估值法，2024年可比公司平均PE倍数为16倍。我们认为，公司基本盘稳固，创新管线丰富，是国内仿转创的龙头企业，首次覆盖给予“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

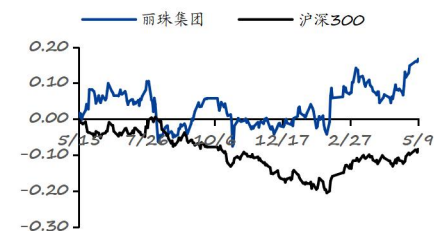
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,630	12,430	13,360	14,445	15,487
增长率	5%	-2%	7%	8%	7%
净利润(百万元)	1,909	1,954	2,201	2,519	2,820
增长率	8%	2%	13%	14%	12%
EPS(元/股)	2.06	2.11	2.37	2.72	3.04
市盈率(P/E)	19.7	19.3	17.1	15.0	13.4
市净率(P/B)	2.7	2.7	2.5	2.2	1.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	927.65/597.91
流通A股市值(百万元)	24,299.06
每股净资产(元)	15.76
资产负债率(%)	38.71
一年内最高/最低价(元)	41.20/31.72

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 深耕化学制剂领域三十余载，实现多领域、全方位布局	4
1.1 聚焦化学制剂领域，多业务协同发展	4
1.2 营收及利润稳健增长，业务结构多元化	5
2 化学制剂-差异化布局创新药及高壁垒复杂制剂	7
2.1 消化道产品-消化道领域基础深厚	7
2.2 促性激素产品-辅助生殖市场规模持续增长，未来可期	9
2.3 精神产品-强产品竞争力，营业收入稳步提升	11
3 多领域布局，持续优化公司收入结构	12
3.1 原料药-降本增效抢市场	12
3.2 中药-聚焦肿瘤治疗，完善临床循证医学研究证据	12
3.3 诊断试剂及设备-上市备案已登记，强化诊断试剂优势	13
4 在研管线众多，多个产品进入关键临床	14
4.1 微球-高壁垒复杂制剂助力业绩增长	14
4.2 生物制品-聚焦多领域，多产品取得阶段性进展	15
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测	19
5.2 投资建议	19
6 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023.12.12)	4
图表 3: 专项基金考核指标	5
图表 4: 业绩考核目标	5
图表 5: 2018-2023 公司营业收入、增速 (亿元、%)	5
图表 6: 2018-2023 公司归母净利润、增速 (亿元、%)	5
图表 7: 2018-2023 年公司主营产品构成 (%)	6
图表 8: 2023 年公司主营产品构成 (%)	6
图表 9: 2018-2023 公司毛利率及归母净利率 (%)	6
图表 10: 2018-2023 年公司各产品板块毛利率 (%)	6
图表 11: 2018-2023 公司费用率变化情况 (%)	7
图表 12: 2018-2023 公司研发费用及研发人员数量 (亿元)	7
图表 13: 公司消化道产品营业收入、增速 (亿元、%)	7
图表 14: 年公司消化道产品收入占总营收比重 (%)	7
图表 15: 公司消化道主要产品	8
图表 16: 2017-2022 年 PPI 医院销售额、增速 (亿元、%)	8
图表 17: 2017-2022 年治疗胃酸相关疾病医院销售情况 (%)	8
图表 18: 2017-2022 年艾普拉唑公立医院销售额、增速 (亿元、%)	9
图表 19: 2017-2022 年艾普拉唑针剂、片剂公立医院销售额 (亿元)	9
图表 20: 2019-2025 年辅助生殖市场规模、增速预测 (亿元、%)	10
图表 21: 2000-2020 年我国不孕不育率 (%)	10
图表 22: 2018-2022 年促性激素产品营业收入、增速 (亿元、%)	10
图表 23: 2018-2022 年促性激素产品收入占比 (%)	10
图表 24: 国内亮丙瑞林上市情况	10
图表 25: 2017-2022 年亮丙瑞林微球医院销售额、增速 (亿元、%)	11
图表 26: 2017-2022 年亮丙瑞林微球医院销售格局 (%)	11
图表 27: 2017-2022 年哌罗匹隆医院销售额、增速 (亿元、%)	11
图表 28: 2017-2022 年氟伏沙明医院销售额、增速 (亿元、%)	12
图表 29: 2017-2022 年氟伏沙明医院销售竞争格局 (亿元)	12
图表 30: 2018-2023 年原料药营收、增速 (亿元、%)	12



图表 31:	2018-2023 年原料药毛利率 (%)	12
图表 32:	公司主要中药品种	13
图表 33:	2017-2022 年参芪扶正注射液销售额、增速 (亿元、%)	13
图表 34:	FDA 已上市的微球制剂	14
图表 35:	2017-2022 年医院阿立哌唑销售额 (亿元)	15
图表 36:	022 年医院销售阿立哌唑竞争格局 (%)	15
图表 37:	生物制品产品研发上市进展	15
图表 38:	银屑病生物制剂治疗方案一览	16
图表 39:	2016-2025E 我国银屑病市场规模、增速预测 (亿元、%)	16
图表 40:	2016-2020 年我国银屑病药物销售格局 (亿元)	16
图表 41:	2017-2022 年国内医院白介素抑制剂销售额、增速 (亿元、%)	17
图表 42:	国内司美格鲁肽注射液研发进展	17
图表 43:	2017-2022 年托珠单抗医院销售额、增速 (亿元、%)	18
图表 44:	2017-2022 年曲普瑞林医院销售额、增速 (亿元、%)	18
图表 45:	2017-2022 年曲普瑞林医院销售格局 (%)	18
图表 46:	公司业绩拆分预测表 (单位: 百万元)	19
图表 47:	可比公司估值表 (统计时间截至 2024.5.10)	20
图表 48:	财务预测摘要	21

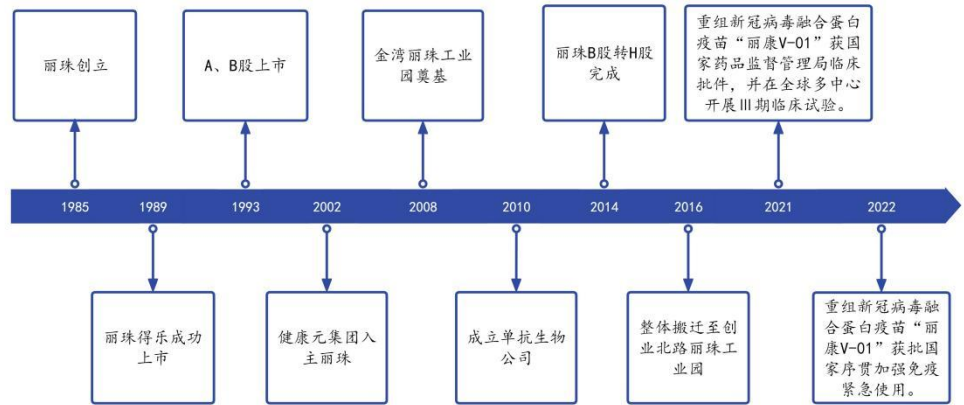


1 深耕化学制剂领域三十余载，实现多领域、全方位布局

1.1 聚焦化学制剂领域，多业务协同发展

深耕化学制剂领域三十余载，多医药疾病领域全方位布局。丽珠医药集团股份有限公司创建于1985年1月，是集医药研发、生产、销售为一体的综合医药集团公司，现有员工8000余人，A+H股上市公司。公司持续聚焦创新药主业及高壁垒复杂制剂，布局原料药、化学药、中药、生物药、体外诊断试剂等领域，产品分布在消化、心脑血管、生殖内分泌、精神/神经等领域。

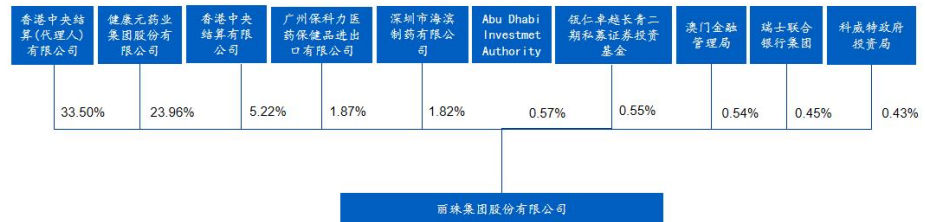
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

股权结构稳定，多家全资/参股子公司实现多领域布局。截至2023年12月31日，公司控股股东为健康元，实际控制人为朱保国，股权结构稳定清晰。公司多家全资/参股子公司，实现产品覆盖化学制剂、中药、原料药、生物药、诊断试剂等多个板块。

图表 2: 公司股权结构（截至 2023.12.12）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

合伙人持股计划推进，促进公司稳健发展。公司在2021年至2023年，先后发布一、二、三期中长期事业合伙人持股计划，第一期持股计划的资金总额为11746.1万元，第二期持股计划的资金总额为6496.5万元、第三期持股计划的资金总额为7103.8万元。



图表 3: 专项基金考核指标

各考核年度实现的净利润复合增长率 (X)	复合增长率 15%以上超额累进计提专项基金的比例
$X \leq 15\%$	0
$15\% < X \leq 20\%$	25%
$20\% < X$	35%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

注: 专项基金提取以 2018 年度归属公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 (人民币 94721.6 万元) 为基数, 在考核期内 (2019 年 - 2028 年), 以每年实现的净利润复合增长率作为考核指标, 实行超额累进计提各期专项基金

股权激励再启, 彰显十足发展信心。2022 年, 公司发布股权激励方案, 于 2022 年 11 月 7 日对 1026 名包括公司董事、高级管理人员以及相关核心技术人员等在内的激励对象以人民币 31.31 元/A 股的价格首次授予限制性股票 1797.35 万股, 彰显公司长期发展信心。

图表 4: 业绩考核目标

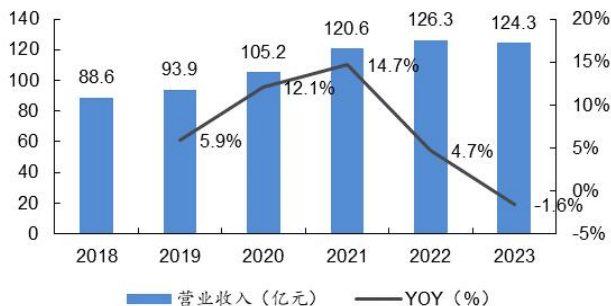
	行权期	业绩考核目标
首次授予或预留部分的股票期权在 2022 年三季报披露前授予	首次授予的股票期权第一个行权期	以 2021 年净利润为基数, 2022 年的净利润复合增长率不低于 15%
	首次授予的股票期权第二个行权期	以 2021 年净利润为基数, 2023 年的净利润复合增长率不低于 15%
	首次授予的股票期权第三个行权期	以 2021 年净利润为基数, 2024 年的净利润复合增长率不低于 15%
预留部分的股票期权在 2022 年三季报披露后授予	预留授予的股票期权第一个行权期	以 2021 年净利润为基数, 2023 年的净利润复合增长率不低于 15%

数据来源: 2022 年股票期权激励计划 (草案), 华福证券研究所

1.2 营收及利润稳健增长, 业务结构多元化

公司营业收入及利润稳健增长。2023 年公司实现营业收入 124.3 亿元, 同比下滑 1.6%, 归母净利润 19.5 亿元, 同比增长 2.4%。近年来公司营收及利润均保持稳定增长, 2018-2023 年公司营收及归母净利润 CAGR 分别为 7%和 12.6%。

图表 5: 2018-2023 公司营业收入、增速 (亿元、%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

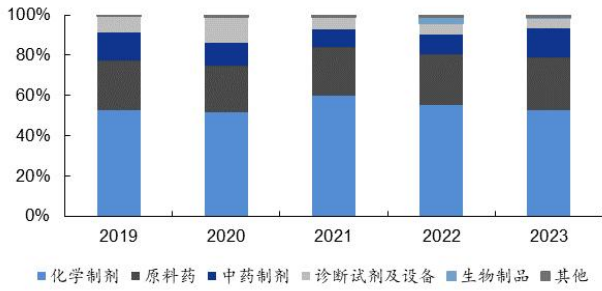
图表 6: 2018-2023 公司归母净利润、增速 (亿元、%)



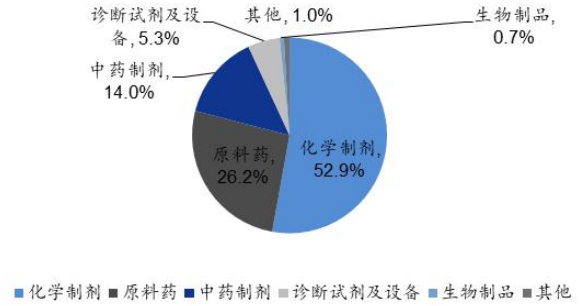
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

化学制剂与原料药为核心，多业务协同发展。收入结构上看，公司业务主要包括化学制剂、原料药、中药制剂、诊断试剂及设备 and 生物制品。其中化学制剂及原料药业务为公司核心收入来源。原料药业务营收规模持续扩大，2023 年实现营收 32.5 亿元，占比 26.2%；化学制剂营收占比略有下降，2023 年实现营收 65.7 亿元，占比 52.9%。

图表 7: 2018-2023 年公司主营产品构成 (%)



图表 8: 2023 年公司主营产品构成 (%)

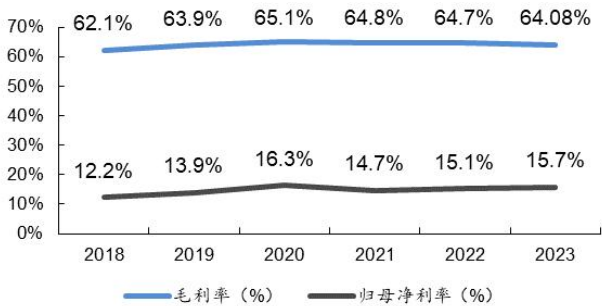


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

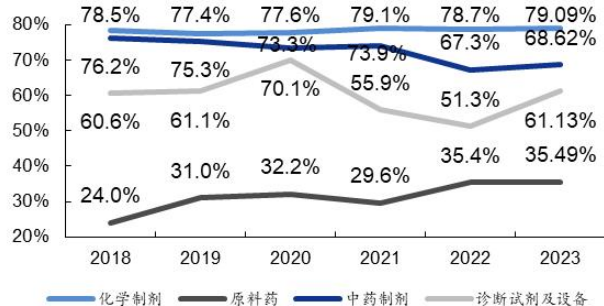
毛利率及净利率保持稳定，化学制剂及中药制剂毛利率较高。分产品看，公司化学制剂与中药毛利率较高，2018-2023 毛利率始终维持在 65% 以上，2023 年毛利率分别为 79.1%、68.6%。原料药毛利率相对较低，2023 年毛利率为 35.5%，近年来有上升趋势。2023 年诊断试剂及设备毛利率为 61.1%，提升明显。总体看，2023 年公司总体毛利率及净利率分别为 64.1% 和 15.7%，净利率略有提升。

图表 9: 2018-2023 年公司毛利率及归母净利率 (%)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 10: 2018-2023 年公司各产品板块毛利率 (%)

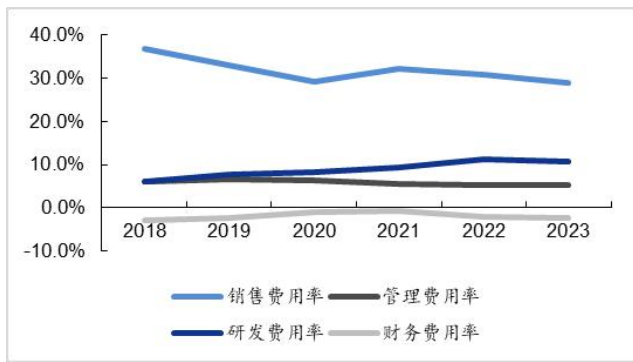


数据来源: ifind, 华福证券研究所

总体费用率维持稳定，研发投入持续增加。2018-2023 看，公司各项费率整体呈现稳定趋势。公司 2023 年投入研发费用 13.4 亿元，研发人员 2023 年达到 906 人。

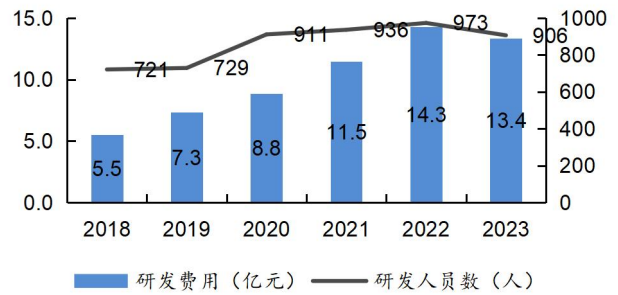


图表 11: 2018-2023 公司费用率变化情况 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 2018-2023 公司研发费用及研发人员数量 (亿元)



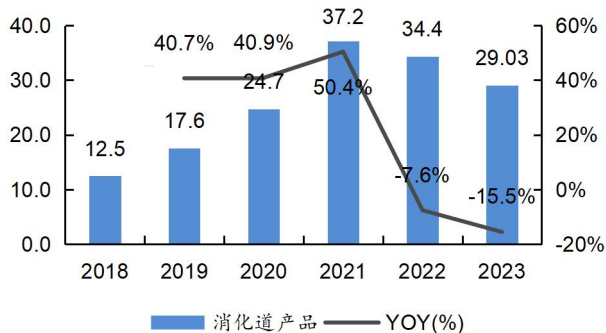
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 化学制剂-差异化布局创新药及高壁垒复杂制剂

2.1 消化道产品-消化道领域基础深厚

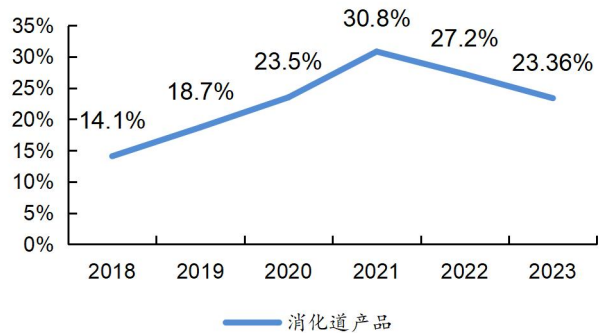
消化道领域基础深厚，收入有望持续增长。公司在消化道领域具有优势，在该领域拥有壹丽安、丽倍乐、丽珠维三联、丽珠得乐等多个产品。2023 年，消化道板块收入同比下降 15.5%，占公司总营收比重为 23.4%。

图表 13: 公司消化道产品营业收入、增速 (亿元, %)



数据来源: 公司年报, ifind, 华福证券研究所

图表 14: 年公司消化道产品收入占总营收比重 (%)



数据来源: 公司年报, ifind, 华福证券研究所



图表 15: 公司消化道主要产品

通用名	商品名
注射用艾普拉唑钠	壹丽安
艾普拉唑肠溶片	
枸橼酸铋钾片	丽珠得乐
枸橼酸铋钾颗粒	
枸橼酸铋钾胶囊	
枸橼酸铋钾片/替硝唑片/克拉霉素片组合包装	丽珠维三联
雷贝拉唑钠肠溶胶囊	丽倍乐
双歧杆菌活菌胶囊	丽珠肠乐
多潘立酮片	丽美琳
盐酸伊托必利片	瑞复琳
枸橼酸铋雷尼替丁片	金得乐

数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

质子泵抑制剂抑酸作用良好。酸相关疾病是一类常见的上消化道慢性疾病, 主要包括胃食管反流病、消化性溃疡和上消化道出血等, 其中胃酸在诱导胃黏膜损伤和消化系统症状中起着主要的病理生理作用。抑酸剂能够有效抑制胃酸分泌, 促进黏膜愈合, 改善患者症状。20 世纪 80 年代, 西咪替丁开创了 H2 受体拮抗剂的时代, 20 世纪 90 年代, 质子泵抑制剂 (PPIs) 问世, 因其良好的抑酸作用, 在酸相关疾病治疗中迅速取代 H2 受体拮抗剂。

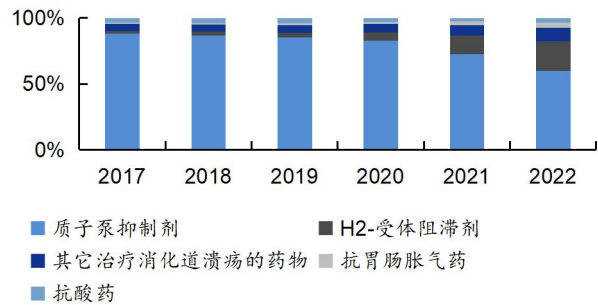
质子泵抑制剂广泛应用于胃食管反流病、胃十二指肠溃疡等消化性疾病的治疗。胃食管反流病是北美地区高发的常见疾病, 患病率高达 18%~28%, 而我国约为 12.5%。目前国内临床上使用的 PPI 有奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑, 还有较新的雷贝拉唑、埃索美拉唑和艾普拉唑。从医院 PPI 药物销售情况看, 整体销售额呈现下降趋势, 主要系 PPI 药物陆续进入国家集采目录后产品单价大幅下降。

图表 16: 2017-2022 年 PPI 医院销售额、增速 (亿元、%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所
注: 米内网统计数据类别为: 城市公立-化学药, 下同。

图表 17: 2017-2022 年治疗胃酸相关疾病医院销售情况 (%)

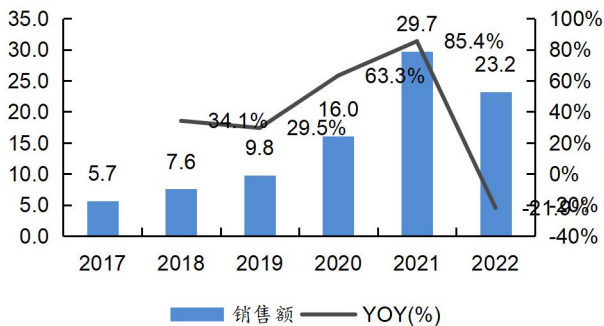


数据来源: 米内网, 华福证券研究所
注: 米内网统计数据类别为: 城市公立-化学药, 下同。



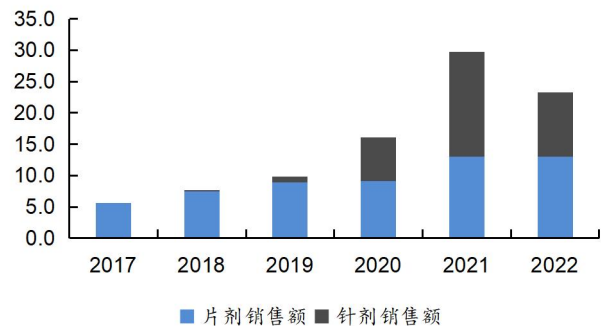
艾普拉唑具有片剂和针剂双剂型，为公司独家产品。艾普拉唑肠溶片（规格 5mg/片）于 2007 年上市，获批适应症为十二指肠溃疡；2017 年新增适应症反流性食管炎。2017 年，片剂进入国家医保目录。注射用艾普拉唑钠（规格 10mg/支）于 2017 年上市，适应症为消化性溃疡出血，2023 年获批新增适应症为预防重症患者应激性溃疡出血。注射剂于 2019 年进入国家医保目录，单价为 156 元/10mg，限定支付范围为有禁食医嘱或吞咽困难患者；2021 年谈判，再次续约医保，单价下降至 71 元/10mg，但取消支付限定范围。疗效、价格、治疗时间等多方面优势让艾普针剂的推广更具优势；取消用药限制使得用药人群进一步扩大；新增适应症扩展了应用范围，提高产品市场竞争力，市场空间较大。

图表 18: 2017-2022 年艾普拉唑公立医院销售额、增速（亿元、%）



数据来源：米内网，华福证券研究所

图表 19: 2017-2022 年艾普拉唑针剂、片剂公立医院销售额（亿元）

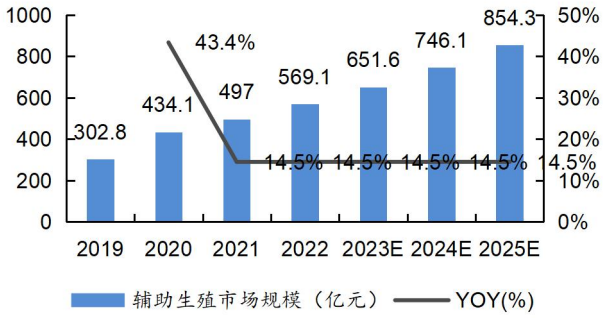


数据来源：米内网，华福证券研究所

2.2 促性激素产品-辅助生殖市场规模持续增长，未来可期

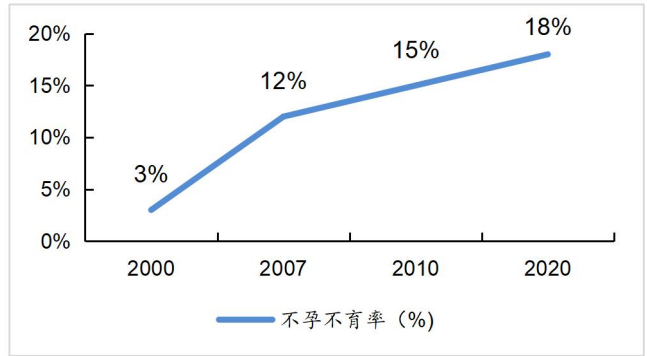
我国不孕不育率逐渐上升，辅助生殖市场规模持续增长。不孕不育率已从 2007 年的 12% 上升至 2020 年的 18%，远高于全球患病水平。不孕不育率逐年上升，不孕不育患者有着更迫切的生育愿望，我国辅助生物市场规模持续增长。2019-2022 年，我国辅助生殖市场规模从 302.8 亿元增至 569.1 亿元，复合增速为 23.4%；据预测 2025 年我国辅助生殖市场将增长至 854.3 亿元，2022-2025 年间复合增速为 14.5%，增长空间巨大。

图表 20: 2019-2025 年辅助生殖市场规模、增速预测 (亿元、%)



数据来源: 动脉网, 2023-2028 年中国辅助生殖服务投资规划及前景预测报告, 华福证券研究所

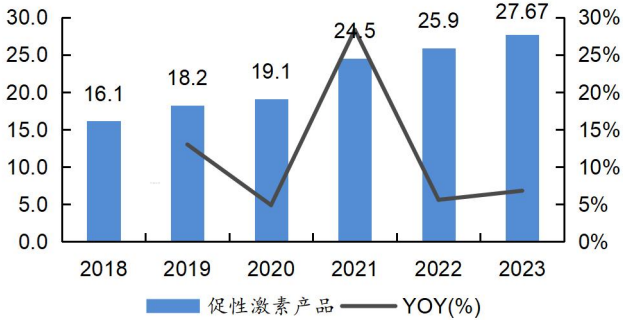
图表 21: 2000-2020 年我国不孕不育率 (%)



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

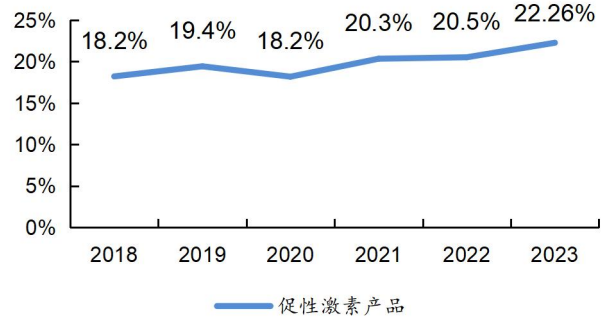
促性激素为公司化学制剂领域的另一重要组成部分, 亮丙瑞林微球为促性激素板块中的重磅品种, 2022 年销售额超 10 亿。2023 年, 促性激素板块收入同比增长 6.8%, 占公司总营收比重为 22.3%。

图表 22: 2018-2022 年促性激素产品营业收入、增速 (亿元、%)



数据来源: 公司年报, ifind, 华福证券研究所

图表 23: 2018-2022 年促性激素产品收入占比 (%)



数据来源: 公司年报, ifind, 华福证券研究所

亮丙瑞林市场规模持续增长, 丽珠市占率稳步提升。亮丙瑞林微球目前国内有 3 家厂商产品上市, 分别为日本武田、丽珠集团和北京博恩特, 国内在研厂家较少, 丽珠产品具有强竞争力。从医院销售数据上看, 该品种上市多年增长态势依旧良好, 2022 年武田、丽珠和博恩特市占率分别为 30.7%、39.3%和 29.9%, 丽珠市占率持续提升。

图表 24: 国内亮丙瑞林上市情况

商品名	剂型	厂商
抑那通	注射剂 (微球)	日本武田
贝依	注射剂 (微球)	丽珠集团
博恩诺康	注射剂 (微球)	北京博恩特

数据来源: 米内网, CDE, 华福证券研究所

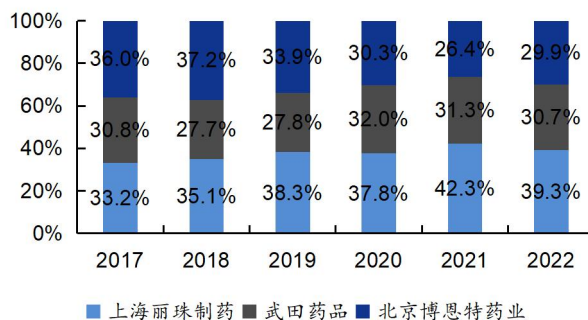


图表 25: 2017-2022 年亮丙瑞林微球医院销售额、增速 (亿元、%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 26: 2017-2022 年亮丙瑞林微球医院销售格局 (%)

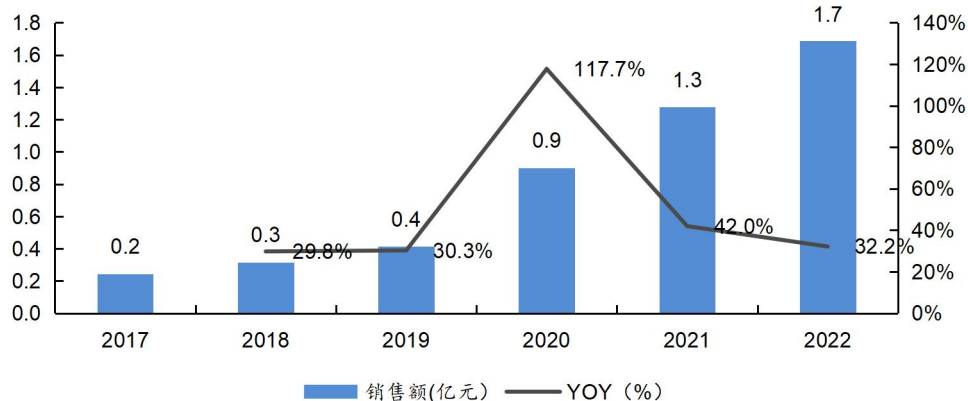


数据来源: 米内网, 华福证券研究所

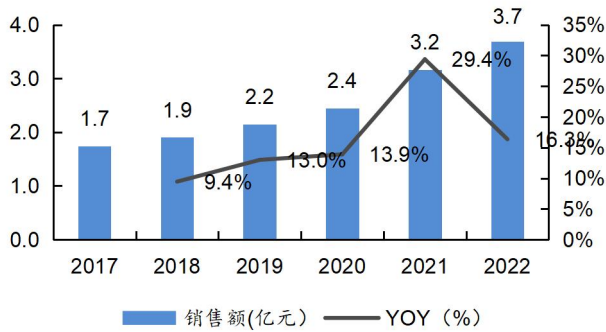
2.3 精神产品-强产品竞争力, 营业收入稳步提升

强产品竞争力, 营业收入稳步提升。公司在精神药物领域拥有氟伏沙明和哌罗匹隆等产品, 目前两款药物销售额均处于稳步增长阶段。氟伏沙明为国内首仿, 哌罗匹隆为独家品种, 具有较强市场竞争力。目前鲁拉西酮已申报生产, 布南色林已获批; 长效制剂阿立哌唑微球也已完成 I 期临床。

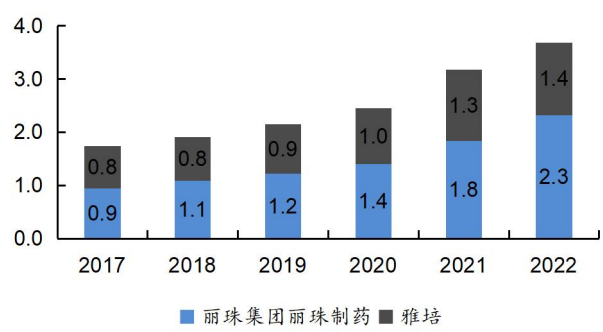
图表 27: 2017-2022 年哌罗匹隆医院销售额、增速 (亿元、%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所


图表 28: 2017-2022 年氟伏沙明医院销售额、增速 (亿元、%)


数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 29: 2017-2022 年氟伏沙明医院销售竞争格局 (亿元)


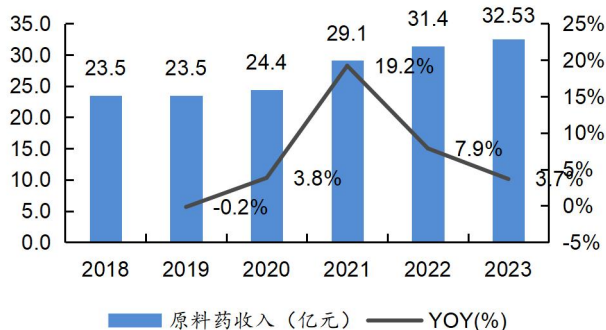
数据来源: 米内网, 华福证券研究所

3 多领域布局, 持续优化公司收入结构

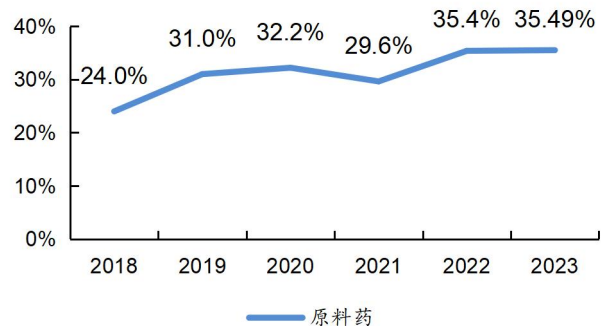
3.1 原料药-降本增效抢市场

公司原料药涵盖多类产品, 高端抗生素及高端宠物药产品销售增长明显。据公司 2022 年度报告, 多个产品保持在全球出口市场占有率第一。特色原料药产品达托霉素和米尔贝肟销量强劲增长, 头孢系列产品国内市场抓住带量采购的机遇, 量价齐上, 表现优异。

生产方面, 2022 年, 公司取得原料药及中间体品种 EU GMP 证书 1 个, 认证品种为替考拉宁和盐酸万古霉素; CEP 证书 3 个, 分别为莫昔克丁 CEP 证书、阿卡波糖 CEP 证书、妥布霉素 CEP 证书。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司共有 32 个原料药及中间体产品在 62 个海外国家/地区完成了 133 个国际注册项目。2023 年公司原料药及中间体产品营收 32.5 亿元, 同比增长 3.7%, 且毛利率呈现上升趋势, 2023 年原料药毛利率为 35.5%。

图表 30: 2018-2023 年原料药营收、增速 (亿元、%)


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 2018-2023 年原料药毛利率 (%)


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

3.2 中药-聚焦肿瘤治疗, 完善临床循证医学研究证据

丽珠在中药领域具有扎实基础。主要产品分别为抗病毒颗粒和参芪扶正注射液等。产品方面, 目前拥有中药品种批文 86 个, 其中独家品种 21 个。产品覆盖肿瘤



科（参芪扶正注射液）、呼吸科（抗病毒颗粒）、儿科（荆肤止痒颗粒）、口腔科（口炎颗粒）、老年病（九味益脑颗粒）等多个科室。

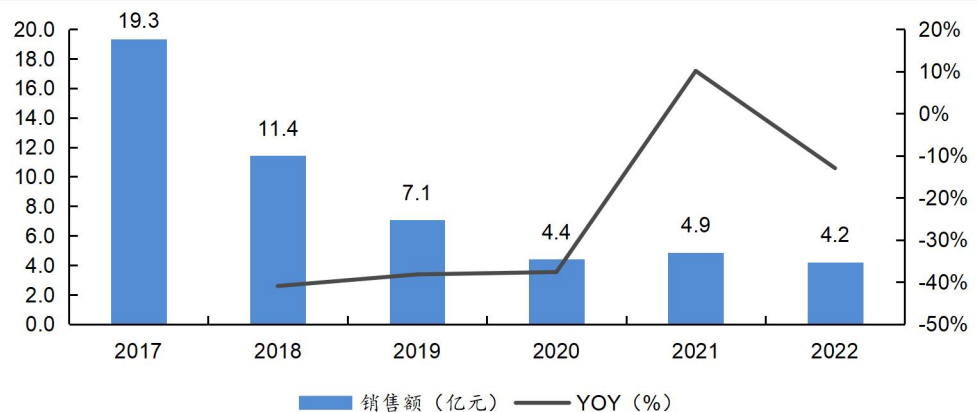
图表 32: 公司主要中药品种

名称	适应症
参芪扶正注射液	益气扶正。用于肺脾气虚引起的神疲乏力，少气懒言，自汗眩晕；肺癌、胃癌见上述证候者的辅助治疗。
抗病毒颗粒	清热祛湿，凉血解毒。用于风热感冒，上呼吸道感染，流感。
前列安栓	清热利湿通淋，化瘀散结止痛。
田参氨基酸胶囊	用于放疗或化疗或放射性物质所致白细胞减少症的辅助治疗
麝香舒活灵	活血化瘀，消肿止痛，舒经活络。
八正胶囊	清热，利尿，通淋。
九味益脑颗粒	活血化瘀，补肾益智、适用于老年期血管性痴呆轻度之髓海不足兼痰瘀阻络证。
荆肤止痒颗粒	祛风、除湿，清热解毒、止痒。
复方丹参肠溶胶囊	活血化瘀，理气止痛。
消核片	软坚散结，行气活血，化痰通络。
血栓通注射液	活血祛瘀；扩张血管，改善血液循环。

数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

聚焦肿瘤治疗领域，完善循证医学证据，未来可期。参芪扶正注射液是以扶正补益药黄芪、党参为主要原料。临床研究表明，参芪扶正注射液能明显改善恶性肿瘤化疗患者临床症状和体征变化，其改善率高达 93.8%。2017 年起，参芪扶正受到中药注射剂限制、医保控费等影响，医院使用量减少，销售额呈逐年下降趋势。近年来，公司不断完善参芪扶正注射液的临床循证医学研究，强化学术推广，加强参芪扶正注射液的肿瘤领域的推广布局。据米内网数据，2022 年参芪扶正注射液医院销售额为 4.2 亿元，同比下降 13.0%，但随着临床循证医学研究和医保控费政策的不断完善，我们预计参芪扶正注射液未来仍然向好。

图表 33: 2017-2022 年参芪扶正注射液销售额、增速（亿元、%）



数据来源：米内网，华福证券研究所

3.3 诊断试剂及设备-上市备案已登记，强化诊断试剂优势

诊断试剂产品众多，上市备案强化诊断试剂优势。公司 2022 年诊断试剂及设备



营收 7.2 亿元，同比下降 0.06%。2022 年，丽珠试剂针对自身抗体多重检测、传染病核酸检测等产品线，重点工作为市场推广与区域性标杆客户的建立。自免、分子诊断、呼吸道病原类产品销售明显增长。新型冠状病毒（2019-nCoV）抗原检测试剂盒（乳胶法）已于 2022 年 4 月份获批上市。

为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优势，公司拟分拆丽珠试剂上市。2023 年 12 月香港联交所上市委员会同意公司根据《香港上市规则》建议分拆至新三板，2024 年 1 月，终止分拆及建议分拆至新三板已经公司二零二四年第一次临时股东大会审议批准。

4 在研管线众多，多个产品进入关键临床

4.1 微球-高壁垒复杂制剂助力业绩增长

微球技术壁垒高，在研管线众多。微球是 20 世纪末发展起来的新型给药技术，一般直径为 1~250 μm 。利用生物可降解型聚合物制备微球给药系统，可以解决蛋白多肽类药物在胃肠道环境下不稳定，难以口服；注射时因其在体内循环时间短需频繁给药，患者顺应性差的难题，达到长效缓释和减少给药次数的目的。微球制剂技术壁垒高，处方工艺复杂，实现缓释作用的关键辅料种类少，产业化难度大，微球生产的厂房、设备以及无菌控制等要求高，使得药物研发较为困难。微球等高壁垒复杂制剂：在研项目共 7 项，其中上市许可注册审评 1 项，I 期临床试验 2 项，BE 试验 2 项，筹备开展 I 期临床试验 1 项。

图表 34: FDA 已上市的微球制剂

商品名	活性药物成分	注射途径	给药周期	适应症
Lupron Depot®	醋酸亮丙瑞林 leuprolide acetate	皮下	1, 3, 4, 6 个月	多种性激素依赖性疾病
Sandostatin Lar®	奥曲肽 octreotide acetate	肌肉	1 个月	肢端肥大症和胃肠胰内分泌肿瘤
Nutropin Depot®	生长激素 somatropin recombinant	皮下	1 个月	儿童生长发育迟缓
Trelstar®	曲普瑞林 triptorelin pamoate	肌肉	1, 3, 6 个月	多种性激素依赖性疾病
Arestin®	盐酸米诺环素 minocycline HCl	龈下	2 周	牙周炎
Risperdal Consta®	利培酮 risperidone	皮下	2 周	抗精神病
Vivitrol®	纳曲酮 naltrexone	肌肉	1 个月	戒毒
BydureoN®	艾塞那肽 exenatide	皮下	1 周	血糖控制
Signifor Lar®	帕瑞肽 pasireotide	肌肉	1 个月	肢端肥大症和库欣病
Zilretta®	曲安奈德 triamcinolone acetonide	关节内	3 个月	膝关节疼痛

数据来源：药学与临床研究，华福证券研究所

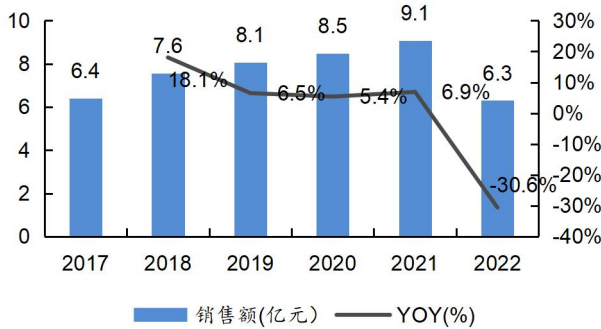
公司微球制剂在研共 7 项，其中上市 1 项，完成 III 期临床 1 项，I 期临床试验 2



项。据公司 2023 年中报，公司注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）前列腺癌适应症已获批上市，子宫内膜异位症项目完成 III 期临床试验；注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）、注射用醋酸丙氨瑞林微球（1 个月缓释）完成 I 期临床试验；

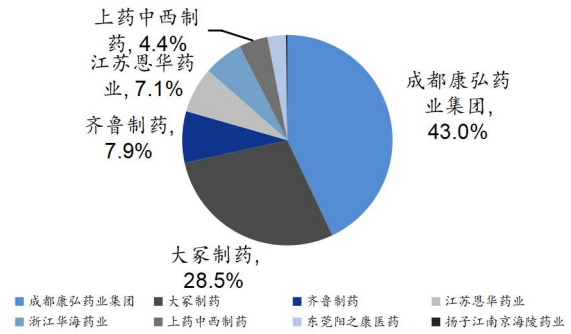
阿立哌唑治疗精神分裂症效果良好，微球技术加持未来可期。据 2018 年英国《精神分裂症通报》杂志中的一项调查统计，全球有超过 2100 万精神分裂症患者，其中中国患病人数已达 800 万。阿立哌唑作为一种多受体第三代抗精神分裂症药物，对 DA 受体、5-HT 受体均有良好的亲和力，临床用于治疗首发、难治性、伴抑郁型精神分裂症及情感障碍类精神疾病效果良好。阿立哌唑属于难溶性药物，利用微球制剂技术不仅可增强其水溶性，提高生物利用度，还能够减少给药次数，改善患者服药的依从性。

图表 35: 2017-2022 年医院阿立哌唑销售额 (亿元)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 36: 022 年医院销售阿立哌唑竞争格局 (%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

4.2 生物制品-聚焦多领域，多产品取得阶段性进展

丽珠生物后续放量可期，多产品取得阶段性进展。丽珠生物主营业务包括创新型单抗、单抗类似药、双特异性抗体、抗体偶联药物、CAR-T 细胞治疗等，产品覆盖肿瘤、自身免疫性疾病等领域。截至 2022 年 12 月 31 日，在研项目共 8 项，其中，已获批上市 1 项，附条件上市申报阶段 1 项、上市申报 (BLA) 阶段 1 项 (已于 2023 年 1 月获批上市)、III 期临床试验 1 项、I b 期或 II 期临床试验 2 项、I 期临床试验 2 项。

图表 37: 生物制品产品研发上市进展

名称	适应症	所处阶段
托珠单抗注射液	类风湿关节炎, 细胞因子释放综合征, 幼年特发性关节炎	获批上市
重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液	中至重度斑块型银屑病	III 期临床
注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体	晚期实体肿瘤	I b/II 期临床
重组人促卵泡激素注射液	促性腺激素类辅助生殖	I 期临床
注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α-2b Fc 融合蛋白	晚期实体肿瘤	I 期临床



司美格鲁肽注射液	糖尿病	III期临床
----------	-----	--------

数据来源：公司公告，Aynapse 数据库，华福证券研究所

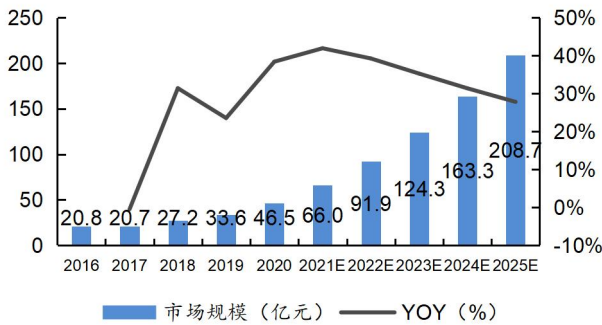
我国银屑病生物药治疗市场空间巨大。银屑病是一种与免疫相关的慢性炎症反应性疾病，患病率为 2%~3%，其中约 90%的银屑病患者属于斑块型银屑病。目前已有多种生物制剂可供使用，包括 TNF- α 抑制剂，IL-17 抑制剂，IL-12/23 抑制剂。在 2020 年，国内银屑病治疗用生物制剂销售额已经超过化药销售额。2020 年中国银屑病治疗化学药和生物制剂的销售额分别为 18.9 亿元与 27.6 亿元。据《2021 年中国银屑病药物行业概览》，从 2016 年到 2020 年，我国银屑病药物治疗市场的规模年复合增长率达 22.3%，并且预期 2020 年到 2025 年整体市场规模的复合增长率有望达到 35.0%，在 2025 年有望达成 208.7 亿元的市场规模。

图表 38：银屑病生物制剂治疗方案一览

药品名称&规格	靶点	是否纳入医保	单价
司库奇尤单抗	抗 IL-17A	是	1188 元/支
依奇珠单抗	抗 IL-17A	是	1218 元/支
布罗利尤单抗	抗 IL-17A	否	/
乌司奴单抗注射液	抗 IL-12/23	是	4318 元/支
古塞奇尤单抗注射液	抗 IL-23	否	28000 元/支
阿达木单抗注射液	抗 TNF- α	是	799 元/支

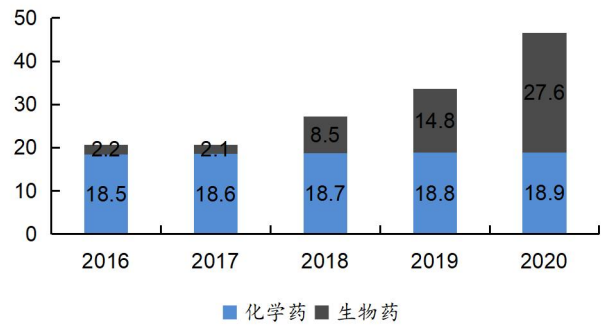
数据来源：药渡，华福证券研究所

图表 39：2016-2025E 我国银屑病市场规模、增速预测（亿元、%）



数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

图表 40：2016-2020 年我国银屑病药物销售格局（亿元）



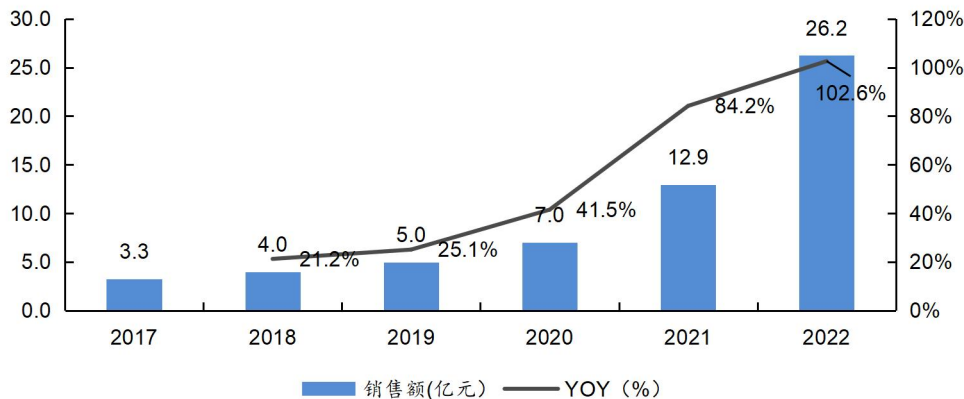
数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体二期临床结果向好，拟开展三期临床。重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体同时靶向同源二聚体 IL-17A-A 和 IL-17F-F，以及异源二聚体 IL-17A-F。IL-17A 和 IL-17F 在体内以同源二聚体 IL-17A-A 和 IL-17F-F，以及异源二聚体 IL-17A-F 形式存在。二期临床结果显示：整体安全性良好，常见不良事件发生率与同靶点药物类似，起效快及疗效维持时间长。拟开展三期临床试验，评估对比司库奇尤单抗（可善挺）治疗中度至重度慢性斑块状银屑病的有效性和安全性。



IL-17A/F 靶点国内上市产品较少，市场空间巨大。针对 IL-17A 靶点：目前国内已有 2 个进口产品获批上市，根据 IQVIA 抽样统计估测数据，进口产品 2022 年国内终端销售金额约为人民币 15.02 亿元。国产产品共有 8 家企业获批临床，其中 2 家已申报上市。针对 IL-17A/F 靶点：目前全球仅有优时比（UCB）比吉利珠单抗注射液（Bimzelx）获批上市，国内暂无其他公司申报临床。

图表 41：2017-2022 年国内医院白介素抑制剂销售额、增速（亿元、%）



数据来源：米内网，华福证券研究所

领跑国内司美格鲁肽行业，或成未来新增长点。司美格鲁肽目前处于临床 III 期，预计 2024 年报产，争取 2025 年获批。目前司美格鲁肽注射液进度处于国内领先，公司在此方面具有长期积累的发酵原料药技术优势，前期公司也有研发生产利拉鲁肽等复杂原料，目前公司在该产品原药及制剂方面均已具备稳定的生产工艺水平及能力。

图表 42：国内司美格鲁肽注射液研发进展

企业名称	所处阶段	申请日期
杭州九源基因	报产	2024/4/2
丽珠集团新北江制药	临床试验中	2022/9/23
重庆派金生物	临床试验中	2022/7/28
齐鲁制药	临床试验中	2023/2/24
重庆宸安生物制药	临床试验中	2022/11/8
联邦生物科技(珠海横琴)	临床试验中	2023/2/9
北京质肽生物	临床试验中	2023/3/31
杭州中美华东制药	批准临床	2023/6/10
惠升生物制药	批准临床	2023/6/30
珠海联邦制药	申请(备案)临床	2021/6/29
石药集团中奇制药技术(石家庄)	申请(备案)临床	2022/9/23
江苏万邦生化医药	申请(备案)临床	2023/4/20
江苏正大天晴药业	申请(备案)临床	2023/6/7

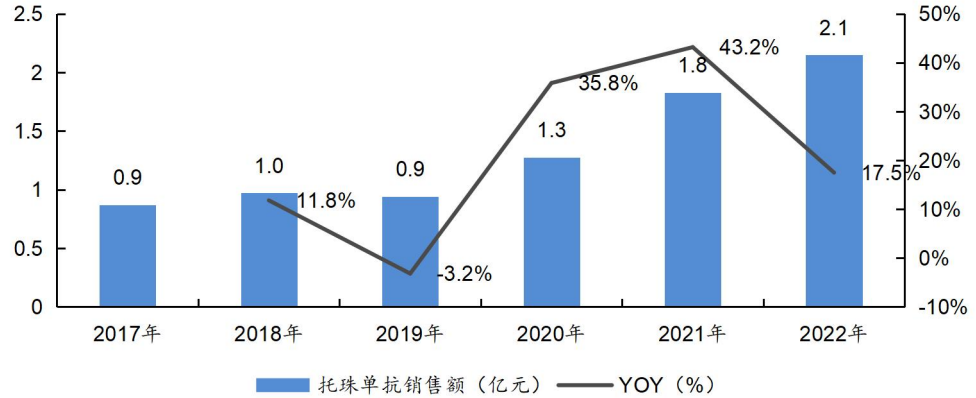
数据来源：米内网，华福证券研究所

托珠单抗、曲普瑞林微球已获批，未来业绩可期。托珠单抗于 2023 年 1 月获批，



适应症为类风湿性关节炎，是一款靶向白介素-6受体（IL-6R）的重组人源化单克隆抗体，可与可溶性和膜结合型 IL-6 受体（sIL-6R 和 mIL-6R）特异性结合，并抑制由 sIL-6R 或 mIL-6R 介导的信号传导。2023 年 5 月新增获批适应症：细胞因子释放综合征（CRS）和幼年特发性关节炎(sJIA)。据 CDE 审评中心网站显示，国内获批注册生产托珠单抗注射液生物类似药的企业有两家（包含丽珠单抗）。

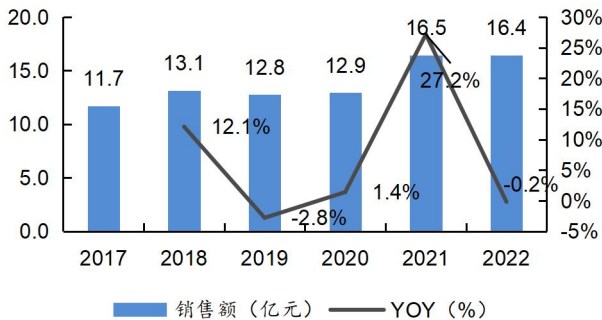
图表 43: 2017-2022 年托珠单抗医院销售额、增速（亿元、%）



数据来源：米内网，华福证券研究所

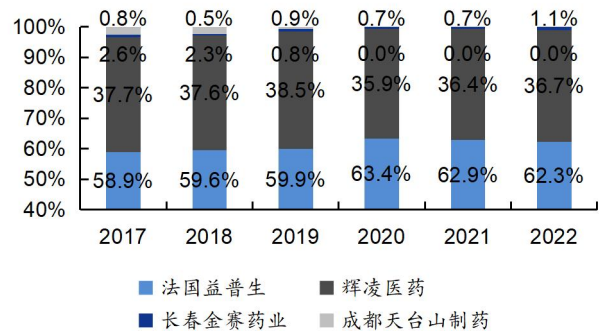
注射用醋酸曲普瑞林微球于 2023 年 5 月获批，是每月一次肌肉注射的一种促性腺激素释放激素激动剂，适用于“需要雄激素去势治疗的前列腺癌患者”。相比普通醋酸曲普瑞林注射剂，具有起效时间长，减少用药次数特点，可减轻患者痛苦和用药负担，提高用药耐受性和可及性。曲普瑞林长效缓控释制剂国内共有 3 个进口产品上市（包括达菲林®（注射用醋酸曲普瑞林）、达必佳®（注射用曲普瑞林）、注射用双羟茶酸曲普瑞林），除公司外暂无其他国产厂家取得生产批件。根据 IQVIA 抽样统计估测数据，2022 年曲普瑞林制剂国内销售总额为人民币 14.1 亿元，其中长效缓控释制剂销售额为 12.4 亿元。

图表 44: 2017-2022 年曲普瑞林医院销售额、增速（亿元、%）



数据来源：米内网，华福证券研究所

图表 45: 2017-2022 年曲普瑞林医院销售格局（%）



数据来源：米内网，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议



5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 化学制剂业务：随着产品（艾普拉唑针剂、亮丙瑞林微球等）持续放量，预计化学制剂业务整体能够实现大个位数的稳健增长，我们假设 24-26 年化学制剂业务增速分别为 7%/8%/6%，毛利率分别为 75%/75%/75%。

(2) 原料药业务：公司陆续推出新品种，且具备一定规模优势，我们假设 24-26 年维持低个位数增长，增速分别为 5%/5%/5%，毛利率预计稳定在 35%。

(3) 中药制剂：公司参芪扶正产品解除医保限制，有望实现恢复性增长，同时抗病毒颗粒 2023 年放量明显，2024 年增速承压，我们假设中药制剂业务在 24-26 年增速分别为 11%/14%/14%，毛利率稳定在 68%。

图表 46：公司业绩拆分预测表（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12064	12630	12430	13360	14445	15487
YOY (%)	15%	5%	-2%	7%	8%	7%
毛利率 (%)	65%	65%	64%	62%	63%	63%
化学制剂	7224	7000	6571	7037	7591	8047
YOY (%)	34%	-3%	-6%	7%	8%	6%
毛利率 (%)	79%	79%	79%	75%	75%	75%
原料药	2909	3138	3253	3416	3586	3766
YOY (%)	19%	8%	4%	5%	5%	5%
毛利率 (%)	30%	35%	35%	35%	35%	35%
中药制剂	1071	1254	1745	1929	2192	2492
YOY (%)	-11%	17%	39%	11%	14%	14%
毛利率 (%)	74%	67%	69%	68%	68%	68%
诊断试剂及设备	724	724	659	758	834	917
YOY (%)	-48%	0%	-9%	15%	10%	10%
毛利率 (%)	56%	51%	61%	60%	60%	60%
生物制品&其他业务	136	514	203	221	242	265
YOY (%)		279%	-61%	9%	9%	10%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

5.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 22/25.2/28.2 亿元，同比增长 13%/14%/12%。采用可比公司估值法，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 16 倍。我们认为，公司基本盘稳固，创新管线丰富，是国内仿转创的龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级。



图表 47: 可比公司估值表 (统计时间截至 2024.5.10)

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE (X)	
			2024E	2025E	2024E	2025E
600079.SH	人福医药	341.8	24.4	28.4	14.0	12.0
002422.SZ	科伦药业	557.2	28.8	32.9	19.4	16.9
600380.SH	健康元	243.2	15.5	17.8	15.7	13.6
	PE 均值				16.3	14.2
000513.SZ	丽珠集团	330.3	22.0	25.2	15.2	13.2

数据来源: ifind, 华福证券研究所

注: 丽珠集团数据为华福证券研究所预测, 其余均来自 ifind 一致预期

6 风险提示

1、行业政策变化风险: 医药行业受行业政策变化影响较大, 比如医保目录的执行与调整、带量采购持续的落地、新的研发指导原则、医药行业集中整治等均可能会对医药行业未及公司发展带来影响;

2、产品降价风险: 因市场竞争激烈, 且在医保、招标及带量采购等行业政策多方面因素的影响下, 未来公司产能可能面临降价的压力;

3、新药研发不及预期风险: 药品从研发到上市要经历临床前研究、申请临床注册、批准临床试验、临床试验、申报生产注册、现场核查、获准生产等过程, 环节多、周期长, 研发结果具有不确定性, 存在研发风险。



图表 48: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,326	12,702	15,126	17,694
应收票据及账款	3,575	2,177	2,242	2,358
预付账款	139	75	81	86
存货	2,061	2,094	2,299	2,548
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	165	231	248	266
流动资产合计	17,266	17,278	19,996	22,953
长期股权投资	1,031	1,031	1,031	1,031
固定资产	4,255	3,719	3,250	2,840
在建工程	289	289	289	289
无形资产	426	601	818	955
商誉	125	125	125	125
其他非流动资产	1,651	1,667	1,682	1,699
非流动资产合计	7,779	7,432	7,195	6,940
资产合计	25,045	24,711	27,191	29,893
短期借款	1,860	0	0	0
应付票据及账款	1,658	2,079	2,203	2,326
预收款项	0	0	0	0
合同负债	138	240	260	279
其他应付款	3,145	3,145	3,145	3,145
其他流动负债	1,286	1,308	1,329	1,342
流动负债合计	8,087	6,773	6,938	7,092
长期借款	1,613	1,763	1,763	1,763
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	578	578	578	578
非流动负债合计	2,191	2,341	2,341	2,341
负债合计	10,278	9,114	9,279	9,433
归属母公司所有者权益	14,042	14,853	17,148	19,675
少数股东权益	724	744	764	784
所有者权益合计	14,767	15,597	17,912	20,459
负债和股东权益	25,045	24,711	27,191	29,893

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,249	4,414	2,699	2,873
现金收益	2,492	2,675	2,865	3,140
存货影响	-15	-33	-206	-249
经营性应收影响	837	1,462	-70	-122
经营性应付影响	-17	420	124	123
其他影响	-48	-110	-14	-20
投资活动现金流	-708	-248	-298	-249
资本支出	-710	-259	-320	-266
股权投资	25	0	0	0
其他长期资产变化	-23	11	22	17
融资活动现金流	-1,657	-2,790	23	-56
借款增加	525	-1,710	0	0
股利及利息支付	-1,896	-365	-401	-467
股东融资	77	0	0	0
其他影响	-363	-715	424	411

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,430	13,360	14,445	15,487
营业成本	4,465	5,014	5,381	5,742
税金及附加	152	163	176	189
销售费用	3,598	3,720	3,990	4,229
管理费用	654	695	737	759
研发费用	1,335	1,363	1,444	1,487
财务费用	-272	-167	-247	-237
信用减值损失	-13	-10	-10	-10
资产减值损失	-310	0	0	0
公允价值变动收益	-26	-25	-20	-20
投资收益	62	50	50	50
其他收益	205	200	200	220
营业利润	2,415	2,787	3,184	3,559
营业外收入	5	9	10	11
营业外支出	37	20	20	20
利润总额	2,383	2,776	3,174	3,550
所得税	485	555	635	710
净利润	1,898	2,221	2,539	2,840
少数股东损益	-56	20	20	20
归属母公司净利润	1,954	2,201	2,519	2,820
EPS (按最新股本摊薄)	2.11	2.37	2.72	3.04

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.6%	7.5%	8.1%	7.2%
EBIT 增长率	2.4%	23.6%	12.2%	13.2%
归母公司净利润增长率	2.3%	12.7%	14.5%	11.9%
获利能力				
毛利率	64.1%	62.5%	62.7%	62.9%
净利率	15.3%	16.6%	17.6%	18.3%
ROE	13.2%	14.1%	14.1%	13.8%
ROIC	12.8%	16.5%	16.2%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	41.0%	36.9%	34.1%	31.6%
流动比率	2.1	2.6	2.9	3.2
速动比率	1.9	2.2	2.6	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	66	58	55	53
存货周转天数	166	149	147	152
每股指标 (元)				
每股收益	2.11	2.37	2.72	3.04
每股经营现金流	3.50	4.76	2.91	3.10
每股净资产	15.14	16.01	18.49	21.21
估值比率				
P/E	19	17	15	13
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	6	6	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn