

V-01 获批紧急使用， 创新陆续迎来收获

公司经营良好，业绩稳健增长

2022 年前三季度，公司实现营业收入 94.88 亿元，同比增长 1.27%；归母净利润 15.07 亿元，同比增长 3.72%；扣非归母净利润 15.09 亿元，同比增长 12.24%。其中第三季度，营业收入 31.86 亿元，同比增长 1.66%；归母净利润 4.89 亿元，同比增长 25.37%；扣非归母净利润 4.63 亿元，同比增长 9.01%。公司经营良好，业绩持续稳健增长。

V-01 获批紧急使用，安全性良好

V-01 是公司与中国科学院生物物理所合作自主研发的重组蛋白疫苗。9 月，国家药监局批准 V-01 作为加强针纳入紧急使用，目前丽康 V-01 的在销省份主要为广东省，其他地区正在持续推进中。丽康 V-01 的不良反应率较低，序贯接种的保护力较强，为抗击疫情贡献力量。

多款产品递交上市申请，创新陆续迎来收获

公司持续加大研发投入，完善研发团队，其中特色微球平台、生物药平台已布局多款产品。目前曲普瑞林微球（1 月）、重组人源抗人 IL-6R 单抗、艾普拉唑剂（新增预防重症患者应激性溃疡出血适应症）均已递交上市申请，创新布局陆续迎来收获。后续布局还包括亮丙瑞林微球（3 月）、PD-1 单抗、阿立哌唑微球（等产品）。

持续看好公司发展，维持“买入”评级

看好业绩整体稳健增长，长期良性发展，预计 2022 - 2024 年实现归母净利润分别为 19.60 亿元、22.89 亿元和 26.38 亿元，对应增速分别为 8.3%、15.8%和 15.7%，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发风险；新冠疫情对企业经营的影响；产品价格风险。

丽珠集团重要财务指标

主要财务数据和预测	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,520	12,064	12,972	14,253	15,519
(+/-)YoY(%)	12.1%	14.7%	7.5%	9.9%	8.9%
净利润（百万元）	1,715	1,776	1,960	2,289	2,638
(+/-)YoY(%)	31.6%	3.5%	10.4%	16.8%	15.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.83	1.90	2.10	2.45	2.82
毛利率(%)	65.1%	64.7%	65.3%	66.4%	67.4%
净资产收益率(%)	14.2%	13.7%	13.1%	13.3%	13.3%
P/E(倍)		20.57	18.64	15.96	13.85

资料来源：公司公告，中信建投

丽珠集团 (000513.SZ)

维持
买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440517050001

SFC 中央编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440520030001

SFC 中央编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 执证编号:S1440521070004

发布日期：2022 年 11 月 02 日

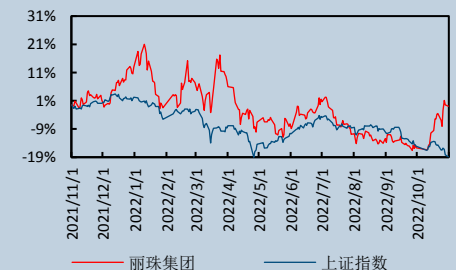
当前股价：39.05 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	16.03/20.88	11.21/22.26	0.54/18.97
12 月最高/最低价 (元)			43.10/29.75
总股本 (万股)			93,513.11
流通 A 股 (万股)			60,543.88
总市值 (亿元)			279.13
流通市值 (亿元)			213.90
近 3 月日均成交量 (万)			606.28
主要股东			
香港中央结算(代理人)有限公司			33.10%

股价表现



丽珠集团

上证指数

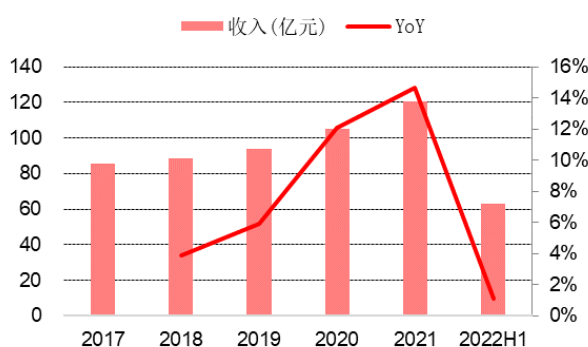
目录

公司经营良好，业绩稳健增长	1
丽康 V-01 获批紧急使用，产品具有竞争力	4
创新陆续迎来收获，业务全面发展.....	7
投资评价和建议	11
风险分析	12

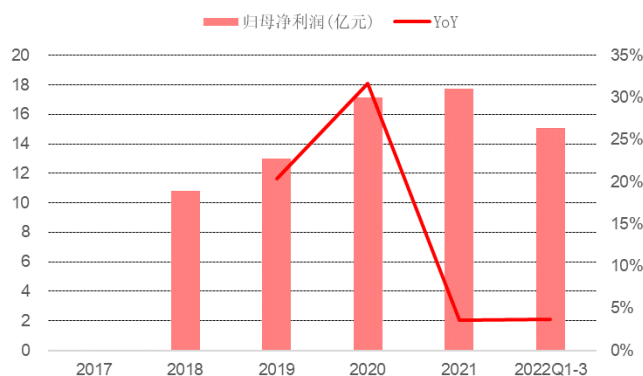
公司经营良好，业绩稳健增长

收入稳健增长，保持盈利能力。2021 年营业收入为 120.6 亿元，同比增长 14.7%；归母净利润 17.76 亿元，同比增长 4%；扣非净利润 16.27 亿元，同比增长 13.66%，归母净利润增速较低，主要因非经项目中投资收益在 2020 年有较高基数所致(2020/2021 分别为 0.4 亿/197.5 万)。2017 年后随着创新药艾普拉唑及高端制剂亮丙瑞林微球快速放量，接替芪扶正注射液成为主要的业绩贡献品种，公司营业收入与归母净利润均快速增长。

2022Q1-3，公司收入为 94.88 亿元，同比增长 1.3%；2022 Q1-3，公司归母净利润为 15.1 亿元，同比增长 3.7%；扣非归母净利润为 15.1 亿元，同比增长 12.2%。

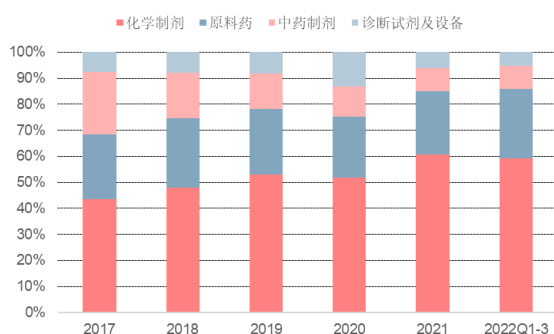
图 1: 丽珠集团营业收入情况 (亿元)


数据来源：公司公告、中信建投

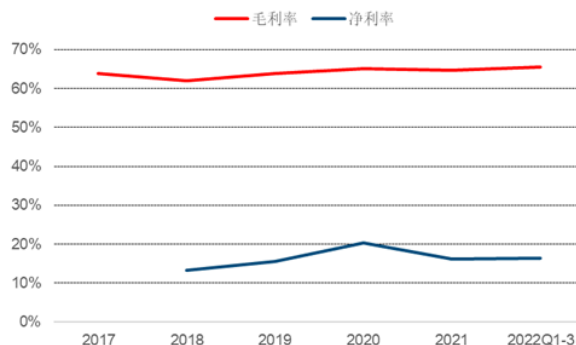
图 2: 丽珠集团归母净利润情况 (亿元)


数据来源：公司公告、中信建投

化学制剂板块增速明显，重点领域持续增长。2022 年前三季度化学制剂板块销售收入 55.7 亿元，同比下降 3.4%，占整体收入的 59.3%。其中消化道板块收入 26.5 亿元，下滑 11.6%，主要是艾普拉唑制剂医保续约降价；促性激素板块收入 20.9 亿元，同比增长 5.8%；精神药物板块收入 4.0 亿元，同比增长 30.7%；抗感染板块收入 3.0 亿元，同比增长 7.2%，重点优势领域销售同比实现持续快速增长。原料药及中间体通过产品结构改变，盈利能力稳步提升，收入达到 25.0 亿元，同比增长 16.0%。中药板块参芪扶正注射剂、抗病毒颗粒陆续恢复增长，收入 8.3 亿元，同比增长 0.92%；诊断试剂及设备销售收入 5.0 亿元，同比下降 9.09%。

图 3: 丽珠集团收入构成


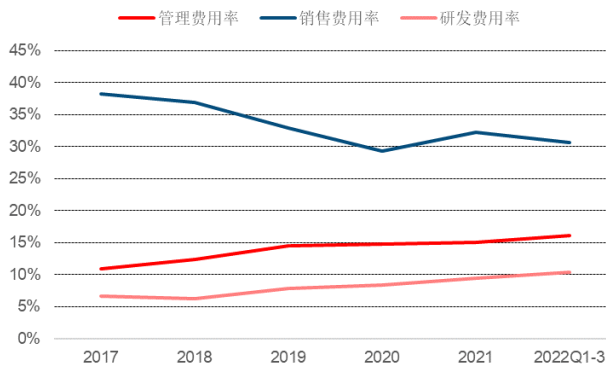
数据来源：公司公告、中信建投

图 4: 丽珠集团毛利率与净利率情况


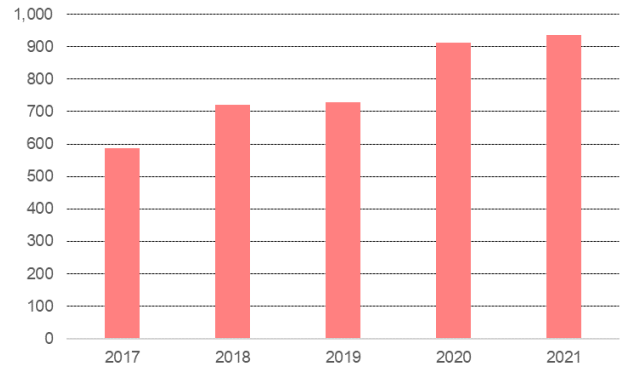
数据来源：公司公告、中信建投

疫情扰动下转型升级,盈利稳定。2022 年公司毛利率为 65.5%,较 2021 年全年提升 0.8 pp;净利率为 16.4%,提升 0.2 pp,毛利率稳中向上。主要是海外高端抗生素产品和宠物药的逐渐放量,原料药及中间体板块盈利能力提升所致,2022H1 原料药及中间体产品的毛利率为 37.74%,同比增长 6.94 个百分点。而中药和诊断试剂设备板块已逐步摆脱去年同期新冠业务高基数的影响,逐渐恢复正常水平。

销售费用率持续下降,研发体系不断增强。自集采以来,公司销售费用率逐年下降,同时在疫情的影响下,对营销工作实行精细化管理,不断完善营销体系建设,通过优化资源配置,形成较为完善的营销体系,销售人员人数趋于稳定。2022 年前三季度公司销售费用率为 30.6%,较 2021 年的 32.2%下降 1.6 pp,公司持续改善销售情况,销售费用率下降;管理费用率保持缓慢增长,持续对人才进行激励;公司持续加大研发投入,积极引入人才,在微球领域优势明显,同时积极布局生物药,2021 年公司整体研发投入 15.23 亿,同比增加 53.93%,营收占比达到 12.63%。2022 年前三季度公司整体研发投入 9.79 亿元,同比增加 24.5%;占比营收达到 10.3% (较 2021 年提升 0.8 pp),其中重组新冠融合蛋白疫苗 V-01 已获批紧急使用。

图 5: 丽珠集团费用率情况


数据来源: 公司公告、中信建投

图 6: 丽珠集团研发人数


数据来源: 公司公告、中信建投

推出新一轮股权激励,稳定人才队伍。公司推出 2022 年股权激励草案,预计向激励对象授予 2000 万股期权,其中首次授予激励对象共计 1034 人,覆盖范围包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及相关核心骨干等人员。假设公司于 2022 年 10 月授予股票期权,则本激励计划首次授予的股票期权的总费用为 4898 万元,其中 2023 年摊销 2560 万元,对公司净利润影响较小。此次股权激励的行权目标为 2022-2024 年公司净利润增速实现 15%的复合增长,彰显公司对业务稳健增长的信心。

表 1: 丽珠集团 2022 年股权激励计划的分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占总股本的比例
唐阳刚	董事、总裁	16.00	0.80%	0.02%
徐国祥	副董事长、副总裁	16.00	0.80%	0.02%
杨代宏	副总裁	12.00	0.60%	0.01%
XU PENG	副总裁	12.00	0.60%	0.01%
司燕霞	副总裁、财务负责人	12.00	0.60%	0.01%
黄瑜璇	副总裁	12.00	0.60%	0.01%
杨亮	副总裁、董事会秘书	12.00	0.60%	0.01%

表 1: 丽珠集团 2022 年股权激励计划的分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占总股本的比例
周 鹏	副总裁	9.60	0.48%	0.01%
公司中层管理人员、核心骨干 1,026 人		1,698.40	84.92%	1.82%
预留		200.00	10.00%	0.21%
合计 1,034 人		2,000.00	100.00%	2.14%

资料来源: 公司公告、中信建投

表 2: 丽珠集团 2022 年股权激励方案中业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
首次授予的股票期权 第一个行权期	以 2021 年净利润为基准, 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 年净利润为基准, 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 年净利润为基准, 2024 年的 净利润复合增长率不低于 15%

资料来源: 公司公告、中信建投

表 3: 丽珠集团 2022 年股权激励费用摊销

首次授予的股票期权的数量 (万份)	总费用 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)
1,800	4,897.80	464.40	2,559.60	1,302.30	571.50

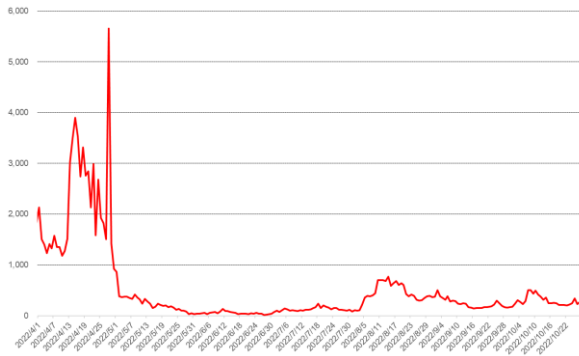
资料来源: 公司公告、中信建投 (以 2022 年 10 月授权进行测算)

拟回购不超过 8 亿元, 彰显发展信心。10 月 25 日公司股东大会审议通过了《关于回购公司部分 A 股股份方案的议案》。按回购资金总额上限人民币 8 亿元和回购股份价格上限 40 元/股进行测算, 预计回购股份的数量约为 2000 万股, 约占目前公司总股本的 2.14%; 按回购总金额下限人民币 4 亿元和回购股份价格上限 40 元/股进行测算, 预计可回购股份数量约为 1,000 万股, 约占目前公司总股本的 1.07%。

丽康 V-01 获批紧急使用，产品具有竞争力

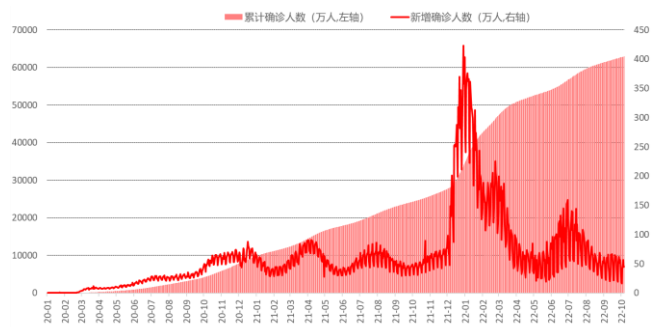
疫情反复，接种疫苗仍有必要。中国新增确诊较 9 月下旬出现一定反弹，近期呈现多地散发状态。10 月 27 日，全球新冠患者累计超 6.2 亿人，单日新增患者人数 44.95 万人。接种疫苗依然是目前防控疫情的重要方式，可以实现降低感染率、降低重症率、降低病死率的目的。

图 7: 国内新增确诊情况



数据来源: Wind、国家卫健委、中信建投

图 8: 全球每日新增及累计确诊患者人数情况

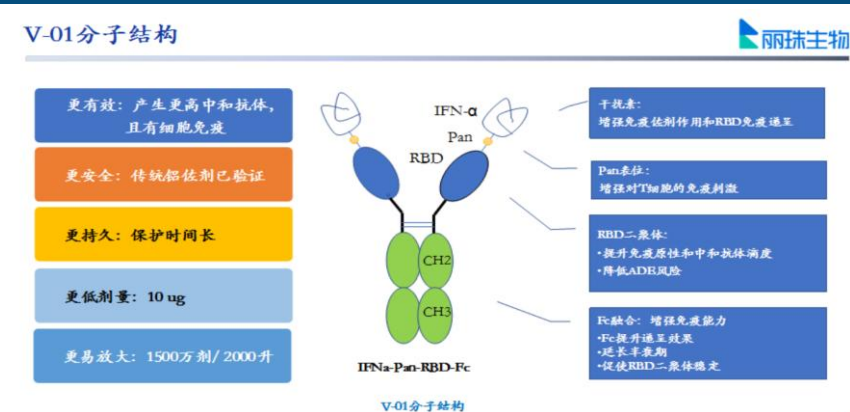


数据来源: Wind、约翰霍普金斯大学、中信建投

历时 2 年，V-01 获批紧急授权使用。丽康 V-01 由丽珠单抗生物技术有限公司与中国科学院生物物理研究所合作研发，采用创新分子设计，拥有自主知识产权。项目于 2020 年 7 月启动，2021 年 1 月获批临床，2021 年 6 月完成 I、II 期临床研究报告，2022 年 2 月序贯 III 期完成临床总结报告并提交附条件上市申报，2022 年 9 月获批紧急使用。

结构设计独特，增加免疫能力。作为全球首个获得对奥密克戎高保护力临床结果的疫苗，丽康 V-01 以其“升级版”重组蛋白免疫原性及独具特色的分子设计，蛋白疫苗分子设计 RBD 二聚体的基础上，设计创新性地融合了干扰素、Pan 表位、RBD 二聚体、Fc 融合蛋白四部分，使得丽康 V-01 产品更有效、更安全。通常疫苗的佐剂很大程度上决定传统疫苗的效力和安全性。丽康 V-01 由于抗原结构中融合了作为生物佐剂的人源干扰素，显著增强了病毒中和抗体水平，并产生有效的细胞应答。

图 9: V-01 分子结构



数据来源: 公司微信公众号, 公司投资者交流材料, 中信建投

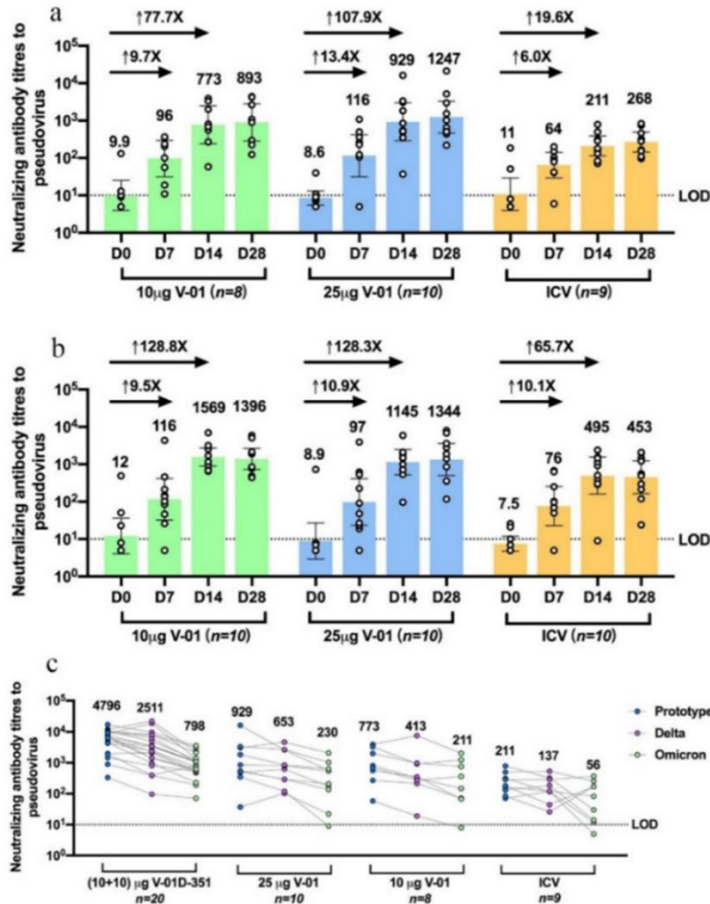
国内二期显示良好的有效性和安全性：V-01 国内 II 期临床试验情况如下：（1）V-01 在 18 岁及以上人群中开展的 II 期临床试验，共入组 880 例受试者，其中成人组（18 至 59 岁）440 例，老年组（≥60 岁）入组 440 例（其中最大年龄 83 岁）；（2）试验目的是初步评价试验疫苗的安全性和免疫原性；（3）试验结果显示：安全性方面，与试验疫苗相关的不良事件发生率低，不良反应的程度轻（主要为 1 级），持续时间短，多数在 1-3 天内自行恢复，未观察到与疫苗相关的严重不良事件和需特别关注的不良事件。免疫原性方面，按照 0、21 天程序进行两剂疫苗接种后 14 天，在目标剂量疫苗组中全人群的中和抗体阳转率可达 97% 以上，成人组及老年组疫苗接种者均能快速产生高滴度的中和抗体，老年组与成人组的中和抗体滴度无显著差异；（4）V-01 国内 II 期临床试验结果证明：V-01 在符合本临床试验方案的人群中具有较好的安全性和免疫原性。

7 月 18 日，丽珠集团控股子公司丽珠单抗与中国科学院生物物理研究所合作研发的重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗 V-01 及 V-01D-351 二价苗序贯加强接种的一项研究数据在《临床医学杂志》杂志上发表。此项研究旨在验证灭活新冠疫苗（ICV）基础免疫 5-7 个月后接种 V-01 或 V-01D-351 二价苗（靶向德尔塔和贝塔毒株）加强针的安全性和免疫原性。研究共入组 77 例受试者，其中 20 例参与 V-01D-351 二价苗加强免疫研究，38 例参与 V-01 加强免疫研究，19 例参与灭活苗加强免疫研究。

序贯加强方案对 Delta、Omicron BA.1 变异株显示有效保护作用。在安全性方面，V-01 或 V-01D-351 二价苗作为异源加强针安全且耐受性良好，存在不良反应均为轻中度，绝大部分为轻度，无严重不良反应。在免疫原性方面，V-01 或 V-01D-351 二价苗加强针的异源加强免疫诱导的体液免疫应答优于灭活苗同源加强针。特别是接种 V-01D-351 二价苗加强针进行加强免疫后第 14 天对 SARS-CoV-2 原型株、德尔塔和奥密克戎 BA.1 毒株的假病毒中和抗体滴度最高，几何平均滴度（GMT）分别是灭活苗加强针的 22.7、18.3 和 14.3 倍，10 μg V-01 加强针的 6.2、6.1 和 3.8 倍，25 μg V-01 加强针的 5.2、3.8 和 3.5 倍。异源 V-01 加强针在老年受试者中具有同样良好的安全性和免疫原性特征。此外，V-01D-351 二价苗加强针免疫原性维持时间可观，中和抗体反应至接种后 90 天仍维持较高水平。V-01 及 V-01D-351 二价苗可为序贯加强提供更优选择。

原材料已实现国产化，可持续稳定大量供应。目前，V-01 的生产已实现原材料国产化，原材料供应链稳定，储备充足。基于先进的分子设计，V-01 佐剂采用常规铝佐剂，摆脱了蛋白类疫苗对毒副作用大且专利垄断的强佐剂的依赖，有助于促进持续稳定的产能释放。预计今年制剂产能达到 15 亿剂。

图 10: V-01 或变种匹配的双价 V-01D-351 加强疫苗后的体液免疫应答



数据来源: Journal of Clinical medicine, 中信建投

创新陆续迎来收获，业务全面发展

创新产品：多个产品即将获批

公司重视创新，已形成完善的研发体系。至 2021 年底，公司一共有 936 名研发人员，占总员工的 10.9%；同时公司不断加大研发投入，2021 年研发支出 15.2 亿元，占营业收入比例达到 12.6%。公司在化学药、中药制剂、生物药以及诊断试剂等领域均有较强的研发能力及国际化的研发理念，建立了缓释微球研发平台和生物药研发平台等特色技术平台，形成了丰厚的研发管线，目前托珠单抗注射液（IL-6R）、注射用醋酸曲普瑞林微球（1M）、注射用艾普拉唑钠新适应症已经递交上市申请。

表 1: 丽珠集团在研管线

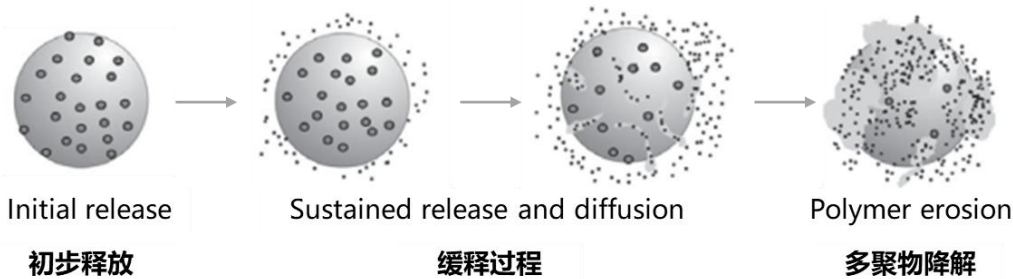
项目名称	适应症	研发阶段
V-01（重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗）	新型冠状病毒	紧急使用
托珠单抗注射液（IL-6R）	类风湿性关节炎	递交 NDA
注射用醋酸曲普瑞林微球（1M）	前列腺癌、子宫内膜异位等	递交 NDA
注射用艾普拉唑钠新适应症	预防重症患者应激性上消化道出血	递交 NDA
重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体	胸腺癌	II 期
注射用阿立哌唑微球（1M）	精神分裂症	I 期
注射用双羟萘酸曲普瑞林微球（3M）	前列腺癌	I 期
注射用醋酸丙氨瑞林微球	前列腺癌	I 期
重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液	银屑病/ 强直性脊柱炎	I 期
A-01（Pro-IFN）	晚期实体瘤	I 期
重组人促卵泡激素注射液	促生殖	I 期
注射用醋酸奥曲肽微球（1M）	肢端肥大症、胃肠胰内分泌肿瘤	BE
注射用醋酸亮丙瑞林微球（3M）	前列腺癌；绝经前乳腺癌	BE
醋酸戈舍瑞林缓释植入剂（1M）	前列腺癌、乳腺癌、子宫内膜异位症	临床前研究

资料来源：公司公告、中信建投

创新剂型前沿，技术壁垒高。微球是一种创新微米级别药物传递系统，具有靶向性、缓释、栓塞性等特点，是新型药物制剂的研究热点之一。微球产品由于其研发难度大、生产工艺复杂、成本费用高、产品放大困难等技术难点，属于国内制剂生产创新前沿领域，具有较高的技术壁垒。现阶段国内缓释剂型尚处于发展初期，缓释制剂相比普通制剂能显著改善患者服药依从性，毒副作用更低，未来具有高速增长的空间。

重点布局微球平台，引领国内技术发展。微球制剂在规模生产阶段具有较高的技术壁垒，公司作为国内少数具有微球产品上市的公司之一，在良好的竞争格局中有望凭借自身优势实现未来进一步发展。公司拥有特色微球平台，目前多个产品研发进展顺利：注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）已申报上市，并完成研制现场核查；注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）正在进行 I 期多次给药临床试验；注射用醋酸奥曲肽微球（1 个月缓释）和注射用醋酸亮丙瑞林微球（3 个月缓释）均已开展 BE 预试验；注射用双羟萘酸曲普瑞林微球筹备开展 I 期临床试验；注射用丙氨瑞林微球（1 个月缓释）完成工艺放大研究，临床 I 期伦理审批中；醋酸戈舍瑞林缓释植入剂开展了中试向生产的桥接试验。

图 11: 微球剂型药物缓释过程



数据来源: 公司公告, *Neuropsychiatr. Dis. Treat.*, 中信建投

积极建设生物药平台, 创新逐步兑现。公司深耕生物药, 布局包括生物类似药、单抗新药、ADC 融合蛋白等等, 其中下属子公司丽珠制药厂为国内领先的化药及生物药生产基地; 其中 V-01 已获批紧急使用, 目前正在全国接种中; 注射用重组人绒促性素已于 2021 年在国内获批上市, 目前正在推进海外注册相关工作; 托珠单抗注射液 BLA 申报已获 CDE 受理, CDE 审评进行中; 注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体及重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液正在进行 Ib/II 期临床试验; 注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc 融合蛋白及重组人促卵泡激素注射液正在开展 I 期临床试验。

中药: 布局多年, 产品丰富

深耕中药多年, 在研品种丰富。公司在中药方面已经布局多年, 现有参芪扶正注射剂、抗病毒颗粒两个大品种, 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)等多个临床多发、中医药治疗优势领域科室。研发方面, 公司围绕中医治疗优势病种、独家品种的临床定位, 加大特色中药新药、经典名方的研发规划和投入。目前, 公司在研经典名方 3.1 类新药 6 个, 1.1 类中药新药及改良型中药新药各 1 个。同时还将继续围绕参芪扶正注射液、抗病毒颗粒等大品种的疗效和安全性的临床证据开展学术研究工作。公司将聚焦“肿瘤扶正、呼吸、儿科、老年病”等中医优势病方向, 重点推进院内制剂中药 1 类新药、古代经典名方新药、剂型改良型新药等中药新药研发, 通过持续的科研创新, 形成产品梯队及组合。

推进中药现代化, 布局粤澳。10 月 21 日, 丽珠中药科技公司在粤澳合作中医药科技产业园正式开业, 依托于丽珠集团建设的国家中药现代化工程技术研究中心, 也同时揭牌。围绕合作区大力发展中医药产业的重点扶持方向, 丽珠集团将珠海市外的中药大健康产品研发和运营、部分中药新药研究等业务板块落户横琴, 投资成立了珠海市丽珠中药现代化科技有限公司, 重点开展大健康产品及中药新药的研发、大健康产品及道地优质中草药的销售运营等业务。

我们预计参芪扶正注射剂、抗病毒颗粒等重点品种将恢复良好增长, 同时公司新品种陆续推出, 中药板块有望迎来良好增长。

原料药: 持续布局特色原料药及宠物药

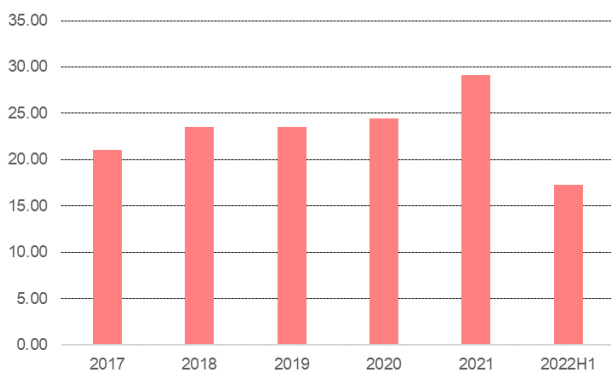
公司持续进行原料药结构升级, 加大布局特色原料药及宠物药, 毛利率明显提升, 2022H1 达到 37.7%。达托霉素、米尔贝肟和莫昔克丁在与国际医药大公司的长期合作中优势凸显, 采购占比逐年增加, 本集团也日益成为全球医药界头部企业首选的战略合作伙伴。同时, 头孢系列产品也抓住了国内一致性评价的机遇, 逆势而为, 创造了量价齐升的历史最好成绩。

图 12: 丽珠集团部分特色原料药及客户



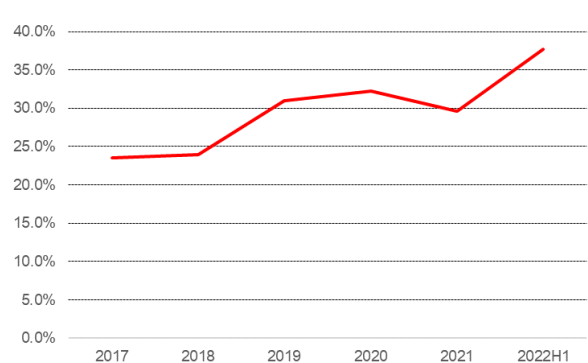
数据来源: 公司公告、中信建投

图 13: 丽珠集团原料药板块收入 (亿元)



数据来源: 公司公告、中信建投

图 14: 丽珠集团原料药板块毛利率



数据来源: 公司公告、中信建投

持续拓展, 高端原料药具有全球竞争力。2022H1, 新增 5 个产品的国际注册, 其中重点包括: 达托霉素在中国台湾获批注册、莫昔克丁在欧洲获批注册、妥布霉素在韩国获批注册、盐酸万古霉素沉淀粉在英国获批注册、阿卡波糖在欧洲获批注册至 2022 年 6 月 30 日, 公司共有 62 个原料药产品在 61 个国家/地区完成了 176 个注册项目, 其中共有 31 个原料药产品在 60 个海外国家/地区完成了 125 个注册项目、共有 49 个原料药产品在国内完成了注册工作。截至 2022 年 6 月 30 日, 原料药已通过国际认证现场检查品种 17 个, 取得有效期内国际认证证书 49 个。

伴随高端产品持续推出, 我们预计原料药板块的盈利能力将进一步增强, 毛利率仍有提升空间。

诊断试剂及设备: 深耕重点病种

丽珠试剂是一家拥有医药背景的体外诊断企业。丽珠试剂坚持从临床诊疗的实际出发, 与专家团队密切合作, 并借助集团药品研发优势, 深刻洞察未被重视或满足的病种诊断需求。由此进行产品的规划和布局, 在特定病种领域形成核心竞争力, 提供能最终服务于临床诊断和治疗的整体解决方案。

多项产品行业领先, 部分明星产品行业认可度高。坚持围绕“以病种为中心”的发展理念, 打造聚焦病种的产品体系。生殖道支原体培养、鉴定、药敏试剂盒, 肺炎支原体 IgM 抗体金标快速检测试剂, 异常凝血酶原检测试剂, 涎液化糖链抗原检测等多项产品行业领先; 梅毒螺旋体抗体诊断试剂、肺炎支原体抗体诊断试剂成为相关检测的参比方法; HIV 抗体确认试剂被中国几乎所有的 HIV 确认实验室使用。

图 15: 丽珠试剂的产品布局



数据来源: 公司官网、中信建投

我们预计新冠对板块的影响将不断减弱, 随着院内诊疗逐步恢复, 诊断试剂及设备版块有望在 2023 年迎来恢复性增长。

投资评价和建议

我们认为公司精神类产品、亮丙瑞林等将持续高增长，艾普拉唑在医保下有望实现加速放量，化学制剂板块将迎来恢复性增长，此外丽康 V-01 获批紧急使用，艾普拉唑针剂新适应症、曲普瑞林微球（1 月）、重组人源抗人 IL-6R 单抗有望陆续获批，不仅证明公司研发实力，更对整体业绩稳定增长提供保障；同时，我们看好公司加大研发投入，积极引入人才，中长期激励方式明确，有望长期良性发展。

预计公司 2022 - 2024 年实现营业收入分别为 129.7 亿元、142.5 亿元、155.2 亿元，对应增速分别为 7.5%、9.9%、8.9%；归母净利润分别为 19.60 亿元、22.89 亿元和 26.38 亿元，对应增速分别为 8.3%、15.8%和 15.7%，对应 PE 估值分别为 18.6X、16.0X、13.9X，维持“买入”评级。

风险分析

新产品研发风险：药品（包括疫苗）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。

新冠疫情对企业经营的影响：疫情严重期间，医护人员向防疫一线工作倾斜，其他疾病的患者就诊率下降、医院常规处方下降，对公司的生产经营也一定程度上受到影响。

产品价格风险：医药行业受行业政策变化影响较大，医保谈判、带量采购等政策可能对产品的价格产生影响，进而影响公司的收入增长。

表 4: 丽珠集团利润表预测

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,064	12,972	14,253	15,519
营业成本	4,253	4,496	4,783	5,061
毛利率%	64.7%	65.3%	66.4%	67.4%
营业税金及附加	137	150	165	179
营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	3,884	4,151	4,561	4,966
营业费用率%	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%
管理费用	664	715	823	869
管理费用率%	5.5%	5.5%	5.8%	5.6%
EBIT	2,124	2,246	2,551	2,893
财务费用	-70	-94	-183	-256
财务费用率%	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	-57	11	9	9
投资收益	90	91	105	113
营业利润	2,267	2,554	2,978	3,426
营业外收支	-21	-20	-18	-15
利润总额	2,246	2,534	2,960	3,411
EBITDA	2,595	5,424	6,007	6,613
所得税	294	380	444	512
有效所得税率%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	176	194	226	261
归属母公司所有者净利润	1,776	1,960	2,289	2,638

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

阳明春

北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019 年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、制药、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk