

# 丽珠集团 (000513.SZ)

## 整体业绩稳健符合预期，V-01 获批紧急使用前景广阔

丽珠集团发布 2022 年三季报。公司 2022 年前三季度实现营业收入 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%，归母扣非净利润 15.09 亿元，同比增长 12.24%，实现 EPS 1.61 元。

Q3 单季度营业收入 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%，归母扣非净利润 4.63 亿元，同比增长 9.01%，实现 EPS 0.52 元。

收入利润符合预期，Q3 表现扣非可能受疫情、存货计提影响，V-01 获批加强针紧急使用前景广阔。

公司收入利润符合预期，Q3 表现扣非可能受疫情、存货计提影响。收入端，2021Q4 艾普针剂在新国谈中降价 54.5%，公司在降价+疫情双重压力下保有良好韧性，增速平稳，抗风险能力较强；利润端，Q1-3 归母净利润自中报的略下滑 4%回正，公司整体发展稳健；Q3 扣非利润增速有所放缓，我们预计一方面由于产品降价和部分地区疫情影响处方药产品的放量，另一方面存货跌价准备同比有较大增加，影响了表现扣非利润。

分版块来看：化学制剂实现收入 55.72 亿元，同比下降 3.40%。其中消化道产品实现收入 26.46 亿元 (-11.60%)，我们预计来自 2021Q4 艾普谈判降价影响和 Q2 部分城市疫情管控导致医院诊疗量下行；**促性激素产品**实现收入 20.92 亿元，同比增长 5.81%；精神产品实现收入 4.00 亿元 (+30.68%)，实现了较快增长；抗感染产品实现收入 2.98 亿元，同比增长 7.23%。**原料药和中间体**实现收入 24.99 亿元，同比增长 15.99%，我们预计来自高端抗生素、高端宠物药的海外放量提速。**中药制剂**实现收入 8.30 亿元，同比增长 0.92%，对比中报时的同比下滑 19.6%重回增长势头。**诊断试剂及设备**实现收入 5.02 亿元，较去年同期的高基数相比下降 9.09%。

公司创新研发收获突破成果。9月3日，新冠重组蛋白疫苗 V-01 获 NMPA 批准作为加强针纳入紧急使用，海外注册也在持续推进中。公司积极布局高壁垒复杂制剂和特色生物药研发，曲普瑞林微球 (1M)、托珠单抗上市申请已获 NMPA 受理，我们预计有望在 2022 年内获批；此外，亮丙瑞林微球 (3M)、LZM009 (PD-1)、阿立哌唑微球 (1M)、奥曲肽微球 (1M) 等有望陆续申报，新品种接连商业化有望持续为公司业绩提供增量。

盈利预测与估值。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。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 20.39 亿元、23.61 亿元、27.34 亿元，增长分别为 14.8%、15.8%、15.8%。EPS 分别为 2.18 元、2.53 元、2.92 元，对应 PE 分别为 15x、13x、11x。扣除激励费用实际业绩增速更高。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，创新生物药+高端复杂制剂长远布局，未来国际化战略有望持续推进。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。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,520	12,064	13,754	15,987	18,572
增长率 yoy (%)	12.1	14.7	14.0	16.2	16.2
归母净利润 (百万元)	1,715	1,776	2,039	2,361	2,734
增长率 yoy (%)	31.6	3.5	14.8	15.8	15.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.83	1.90	2.18	2.53	2.92
净资产收益率 (%)	15.6	13.6	14.6	15.5	16.1
P/E (倍)	17.9	17.3	15.0	13.0	11.2
P/B (倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

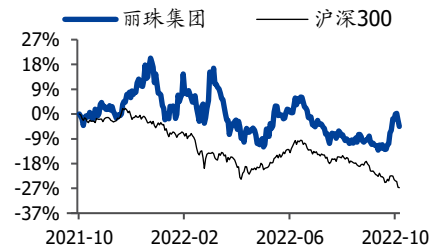
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10月25日收盘价(元)	32.76
总市值(百万元)	30,634.90
总股本(百万股)	935.13
其中自由流通股(%)	64.74
30日日均成交量(百万股)	5.96

### 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

研究助理 宋歌

执业证书编号: S0680121110003

邮箱: songge@gszq.com

### 相关研究

- 《丽珠集团 (000513.SZ): 扣非利润维持稳健增长, 疫苗微球上市可期》2022-08-10
- 《丽珠集团 (000513.SZ): V-01 及二价苗序贯加强 IIT 临床数据发表, 强效中和变异株》2022-07-21
- 《丽珠集团 (000513.SZ): 扣非利润略超预期经营稳健, 期待疫苗及微球加速推进》2022-04-21

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	14627	14673	15239	16086	17419
现金	9954	9146	9022	8743	9102
应收票据及应收账款	2892	3294	3759	4439	5084
其他应收款	74	48	91	70	118
预付账款	142	281	201	359	292
存货	1488	1663	1924	2234	2582
其他流动资产	77	241	241	241	241
<b>非流动资产</b>	5963	7699	8834	10099	11409
长期投资	245	1065	1891	2720	3554
固定资产	3303	3670	3993	4399	4817
无形资产	488	835	898	981	1076
其他非流动资产	1927	2129	2053	1999	1962
<b>资产总计</b>	20591	22372	24073	26184	28828
<b>流动负债</b>	6083	6925	7723	8503	9410
短期借款	1551	2043	2043	2043	2043
应付票据及应付账款	1625	1817	2101	2440	2820
其他流动负债	2907	3065	3579	4020	4547
<b>非流动负债</b>	868	1136	1017	901	786
长期借款	360	637	518	402	287
其他非流动负债	508	499	499	499	499
<b>负债合计</b>	6951	8061	8740	9404	10197
少数股东权益	1533	1307	1510	1744	2016
股本	945	938	938	938	938
资本公积	1560	1629	1629	1629	1629
留存收益	9682	10461	11023	11704	12559
归属母公司股东权益	12107	13004	13823	15036	16615
<b>负债和股东权益</b>	20591	22372	24073	26184	28828

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2161	1902	2505	2581	3338
净利润	2131	1952	2241	2596	3006
折旧摊销	423	451	445	524	617
财务费用	-104	-70	-130	-127	-132
投资损失	-148	-90	-44	-65	-87
营运资金变动	-367	-669	-12	-350	-72
其他经营现金流	225	327	4	4	6
<b>投资活动现金流</b>	-468	-1877	-1540	-1728	-1846
资本支出	647	1309	310	435	476
长期投资	99	-676	-826	-829	-834
其他投资现金流	278	-1243	-2056	-2121	-2204
<b>筹资活动现金流</b>	-518	-815	-1089	-1133	-1132
短期借款	190	492	0	0	0
长期借款	360	276	-119	-116	-115
普通股增加	10	-7	0	0	0
资本公积增加	397	69	0	0	0
其他筹资现金流	-1476	-1646	-969	-1018	-1018
<b>现金净增加额</b>	1098	-827	-124	-280	359

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10520	12064	13754	15987	18572
营业成本	3674	4253	4842	5611	6500
营业税金及附加	124	137	165	187	218
营业费用	3076	3884	4289	4959	5767
管理费用	664	664	756	879	1021
研发费用	884	1146	1320	1551	1820
财务费用	-104	-70	-130	-127	-132
资产减值损失	-72	-57	0	0	0
其他收益	216	208	0	0	0
公允价值变动收益	9	-23	-4	-4	-6
投资净收益	148	90	44	65	87
资产处置收益	-1	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	2500	2267	2552	2988	3460
营业外收入	8	7	51	19	21
营业外支出	19	28	24	21	23
<b>利润总额</b>	2489	2246	2578	2986	3458
所得税	358	294	337	390	452
<b>净利润</b>	2131	1952	2241	2596	3006
少数股东损益	416	176	203	235	272
<b>归属母公司净利润</b>	1715	1776	2039	2361	2734
EBITDA	2732	2588	2893	3383	3942
EPS (元)	1.83	1.90	2.18	2.53	2.92

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.1	14.7	14.0	16.2	16.2
营业利润(%)	44.5	-9.3	12.6	17.1	15.8
归属于母公司净利润(%)	31.6	3.5	14.8	15.8	15.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.1	64.7	64.8	64.9	65.0
净利率(%)	16.3	14.7	14.8	14.8	14.7
ROE(%)	15.6	13.6	14.6	15.5	16.1
ROIC(%)	13.7	11.6	12.6	13.8	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.8	36.0	36.3	35.9	35.4
净负债比率(%)	-56.2	-42.7	-39.1	-34.7	-33.8
流动比率	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9
速动比率	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.90	2.18	2.53	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	2.03	2.68	2.76	3.57
每股净资产(最新摊薄)	12.95	13.91	14.78	16.08	17.77
<b>估值比率</b>					
P/E	17.9	17.3	15.0	13.0	11.2
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.0	9.9	9.0	7.8	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

## 内容目录

事件.....	4
观点.....	4
Q3 表观扣非受存货计提影响，V-01 获批紧急使用前景广阔.....	4
聚焦高壁垒复杂制剂、生物药，创新研发持续推进.....	6
新冠重组蛋白疫苗 V-01 获批紧急使用，疫苗平台蓄势待发.....	7
公司未来看点及投资逻辑再梳理.....	9
盈利预测与投资评级.....	10
风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1: 公司主营业务占比 (2012 年至 2022 年前三季度).....	5
图表 2: 2022 年前三季度公司主营业务拆分 (单位: 百万元).....	5
图表 3: 2022 年第三季度公司主要事件.....	6
图表 4: 丽珠集团主要研发管线进度.....	7
图表 5: 丽珠重组蛋白新冠疫苗 V-01 研发历程.....	7
图表 6: V-01 和 mRNA、腺病毒疫苗序贯安全性对比.....	8
图表 7: V-01 和 mRNA 疫苗基础免疫安全性对比.....	8
图表 8: 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.....	9

## 事件

丽珠集团发布 2022 年三季度报告。公司 2022 年前三季度实现营业收入 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%，归母扣非净利润 15.09 亿元，同比增长 12.24%，实现 EPS 1.61 元。

Q3 单季度营业收入 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%，归母扣非净利润 4.63 亿元，同比增长 9.01%，实现 EPS 0.52 元。

## 观点

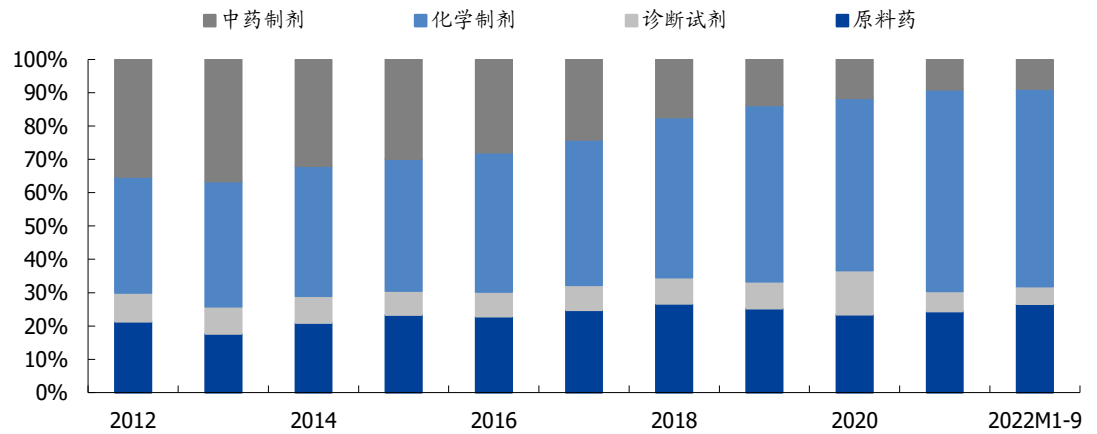
### Q3 表观扣非受存货计提影响，V-01 获批紧急使用前景广阔

公司收入利润符合预期，Q3 表观扣非可能受疫情、存货计提影响。收入端，2021Q4 艾普针剂在新国谈中降价 54.5%，公司在降价+疫情双重压力下保有良好韧性，增速平稳，抗风险能力较强；利润端，Q1-3 归母净利润自中报的略下滑 4% 回正，公司整体发展稳健；Q3 扣非利润增速有所放缓，我们预计一方面由于产品降价和部分地区疫情影响处方药产品的放量，另一方面存货跌价准备同比有较大增加，影响了表观扣非利润。

分板块来看，化学制剂板块在疫情与主力产品降价双重影响下表现稳健，原料药板块积极拓展海外市场、盈利能力持续提升。分板块看公司各业务收入和增速情况：

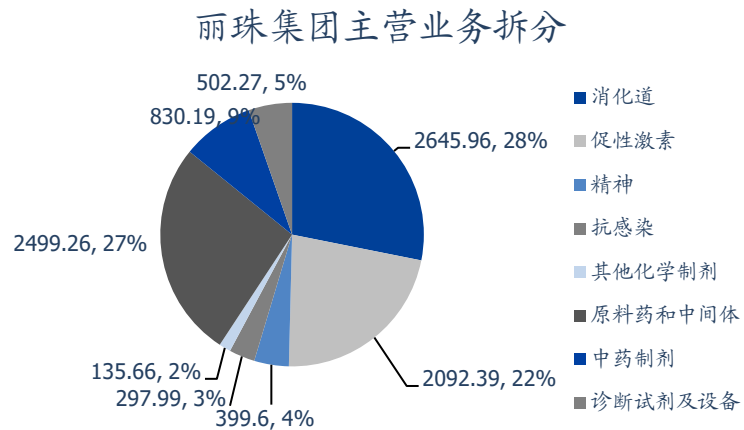
- 化学制剂产品实现销售收入 55.72 亿元 (-3.40%)。其中消化道板块收入 26.46 亿元 (-11.60%)，我们预计与 2021Q4 艾普谈判降价、2022Q2 部分城市疫情反复地区管控有关；促性激素板块收入 20.92 亿元 (+5.81%) 在疫情压力下维持上行势头；精神药物板块收入 4.00 亿元 (+30.68%) 实现较快增长；抗感染药物板块收入 2.98 亿元 (+7.23%)；其他板块收入 1.36 亿元。
- 中药制剂产品实现销售收入 8.30 亿元 (+0.92%)，对比中报时的同比下滑 19.6% 重回增长势头；
- 原料药及中间体产品实现销售收入 24.99 亿元 (+15.99%)，我们预计高端抗生素产品和高端宠物药产品海外市场份额增长强劲。
- 诊断试剂及设备实现销售收入 5.02 亿元 (-9.09%)，对比去年较高基数有所下滑。

图表 1: 公司主营业务占比 (2012 年至 2022 年前三季度)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 2: 2022 年前三季度公司主营业务拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

**财务指标方面:** 公司销售费用率为 30.59%，与去年同期 (32.94%) 相比下降 2.36pp，销售费用率控制良好；管理费用率为 5.85%，比去年同期的 5.20% 上升 0.64pp；公司财务费用 -2.54 亿元，去年同期为 -2.43 亿元。公司研发费用 9.79 亿元，同比增加 24.48%，占比营收 10.32%，与去年同期 (8.39%) 相比提升 1.92pp，研发投入力度持续加大。公司财务指标表现良好。

**展望 2022，我们有以下几点判断：**

公司的整体产品线丰富，覆盖领域全面，产品结构极具发展潜力，核心产品销售乐观，支撑公司推动更多丰富的高端制剂产品上市。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。

**第一，化学制剂板块销售增速明显，提供主力贡献拉动公司业绩攀升。** 其中创新药艾普拉唑系列产品、高壁垒复杂制剂注射用醋酸亮丙瑞林微球持续高增长，营收及利润贡献占比进一步提升。

**第二，公司加强核心品种覆盖和终端资源聚焦，在处方药市场实现深度下沉。** 艾普拉唑系列、盐酸哌罗匹隆片等重点品种被纳入多项核心指南或临床共识，哌罗匹隆进入医保后放量迅速，精神线有望成为辅助生殖之外另一条独立的特色专科线。

**第三，原料药板块注重产品落地，着眼国际化发展更有利持续增长。** 原料药事业部坚持

“抓安环、保质量、降成本、抢市场”的指导思想，持续加强在 EHS、质量、研发、生产、销售等各方面的工作，完善现有产品的质量研究和工艺优化、推动 GMP 常态化的同时，积极推进国际化认证，在海外市场实现业绩腾飞。

**第四，在研产品后续储备丰厚，后续管线驱动力十足。**单抗、微球平台亮点频现，新冠疫苗 V-01 序贯加强已获批紧急使用，后续为公司提供额外业绩弹性值得期待。

### 聚焦高壁垒复杂制剂、生物药，创新研发持续推进

2022 年 7-9 月，公司多项研究收获进展：

**产品获批：**新型冠状病毒重组蛋白疫苗 V-01 获批作为加强针纳入紧急使用；注射用艾普拉唑钠及艾普拉唑肠溶片获批在印度尼西亚上市

**临床推进：**重组新冠融合蛋白疫苗 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。

**仿制药：**单硝酸异山梨酯片过仿制药质量和疗效一致性评价。

图表 3: 2022 年第三季度公司主要事件

时间	事件	备注
9/28	注射用艾普拉唑钠及艾普拉唑肠溶片获批在印度尼西亚上市	
9/3	新冠重组蛋白疫苗 V-01 获 NMPA 批准作为加强针纳入紧急使用	与中国科学院生物物理所合作自主研发，拥有自主知识产权
7/27	单硝酸异山梨酯片通过仿制药质量和疗效一致性评价	国内共有 18 家企业持有单硝酸异山梨酯片生产批文，共有 6 家企业通过了该品种的一致性评价(包括丽珠制药厂)
7/18	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	V-01 已申请序贯紧急使用，并已向 NMPA 递交附条件上市申请，均在审评中；在海外已启动了多个国家、地区的申报上市工作

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司关注高壁垒复杂制剂、特色生物药等，创新研发稳步推进。目前曲普瑞林微球(1M)、托珠单抗上市申请已获 NMPA 受理，我们预计有望在 2022 年内获批；亮丙瑞林微球(3M)、LZM009 (PD-1)、阿立哌唑微球(1M)、奥曲肽微球(1M)等有望陆续申报上市。



图表4: 丽珠集团主要研发管线进度

分类	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/BE	上市
促性激素	重组人绒毛膜促性腺激素(HCG)	hCG/辅助生殖	辅助生殖	中国						2021
	醋酸西曲瑞克	辅助生殖	辅助生殖	中国/美国						2021
	r-FSH	FSH/辅助生殖	辅助生殖	中国						
微球缓释剂	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						NDA
	亮丙瑞林微球(三个月)		辅助生殖	中国						
	曲普瑞林微球(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						
	阿立哌唑微球	微球缓释剂	精神分裂症	中国						
	曲普瑞林微球(三个月)	微球缓释剂	辅助生殖	中国						
	丙氨瑞林微球(一个月)	微球缓释剂	肿瘤	中国						
生物药	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 $\alpha$ -2b Fc融合蛋白	TNF $\alpha$ -2b/抗肿瘤	肿瘤	中国						
	重组人源抗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						
疫苗	重组新冠病毒融合蛋白疫苗	COVID-19/疫苗	COVID-19	国际多中心						EUA

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 新冠重组蛋白疫苗 V-01 获批紧急使用, 疫苗平台蓄势待发

V-01 序贯加强及基础免疫安全性均更优, 现已获批紧急使用。V-01 是丽珠单抗与中国科学院生物物理研究所合作研发的具有自主知识产权的创新型新冠重组蛋白疫苗, 自 2020 年 7 月开始立项研发, 2021 年初获 NMPA 批准进行临床试验。

图表5: 丽珠重组蛋白新冠疫苗 V-01 研发历程

时间	事件
2020.7	开始立项研发, 丽珠单抗与中国科学院生物物理研究所合作研发的具有自主知识产权的创新型新冠重组蛋白疫苗 V-01
2021Q1	获中国国家药品监督管理局批准进行临床试验, 适应症为预防新型冠状病毒感染所致疾病
2021.2.24	进行 I 期临床试验, 评价重组 COVID-19 融合蛋白疫苗(V-01)在健康受试者中安全性、免疫原性
2021.3.26	I 期临床试验数据在外文期刊《Emerging Microbes & Infections》发布, 显示安全性良好
2021.4	V-01 完成 II 期临床入组, 进行海外 III 期的前期准备工作
2021H1	V-01 已完成临床 I/II 期研究中中期报告, I/II 期临床结果显示该疫苗具有优异的安全性及免疫原性, 准备启动全球多中心 III 期临床研究, 疫苗商业化车间已完成建设并投入使用
2021.7	V-01 国内 II 期临床试验数据在《中华医学杂志》(英文版)发布
2021.8	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗 V-01 开展全球 III 期临床试验
2021.8.25	在菲律宾成功完成首例受试者入组, 并且已向全球 10 余个国家提交了 III 期临床试验申请
2021.10	收到巴基斯坦药品监督管理局签发的关于丽珠单抗研发的 V-01 III 期临床试验的批准函件, 批准 V-01 作为加强针的序贯免疫在完成 2 剂灭活疫苗接种的 18 周岁及以上健康成年人中的保护效力、安全性和免疫原性的国际多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床试验。
2021.11.8	俄卫生部颁发许可证, 批准 V-01 在俄罗斯的 19 个医疗中心进行 III 期临床研究
2022.2.18	V-01 完成序贯加强 III 期海外临床试验的中期主数据分析, 并获得了关键性数据
2022.5	完成基础免疫 III 期临床主分析报告
2022H1	已完成递交菲律宾、印度尼西亚及马来西亚的 EUA 资料、巴基斯坦原液出口注册资料; 积极与 WHO 沟通 V-01 的 EUA 申请事宜
2022.7.18	V-01 及二价苗 V-01D-351 在灭活苗后序贯加强接种研究数据发表于 Journal of Clinical Medicine 杂志
2022.9.3	V-01 经国家卫生健康委提出建议, 国家药品监督管理局组织论证同意纳入新型冠状病毒防疫序贯加强免疫紧急使用

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多项临床研究显示，相比其他疫苗，V-01 序贯加强或基础免疫均具有良好的安全性和耐受性，且较 mRNA 或腺病毒疫苗更安全。V-01 逐步验证了其优异的免疫原性、安全性，以及对于多种变种毒株的保护力度。

2022 年 2 月，V-01 完成序贯 III 期临床试验的中期主数据分析并获得关键性数据。在巴基斯坦和马来西亚的序贯加强 III 期临床试验显示，V-01 序贯加强绝对保护力达 61.35%，具有显著强优效性，已满足 WHO 标准，且对 Omicron 变异株导致感染保护力良好、安全性良好。

图表 6: V-01 和 mRNA、腺病毒疫苗序贯安全性对比

疫苗名称	V-01	BNT162b2	ChAdOx1	
研发企业	丽珠 2剂灭活疫苗 +V01	辉瑞 2剂灭活疫苗 +mRNA	阿斯利康 2剂灭活疫苗 +腺病毒	
临床试验类别	III期临床	巴西研究者发起临床		
入组人数	5074例	339例	304例	
征集性AE-局部				
注射部位疼痛	7.5%	76%	63%	
征集性AE-全身				
安全性	头痛	4.9%	30%	49%
	肌肉痛	2.8%	3%	43%
	发热	5.5%	2%	14%
	寒颤	0.08%	9%	33%
SAE	0	1%	0	

资料来源: Lancet, 国盛证券研究所

图表 7: V-01 和 mRNA 疫苗基础免疫安全性对比

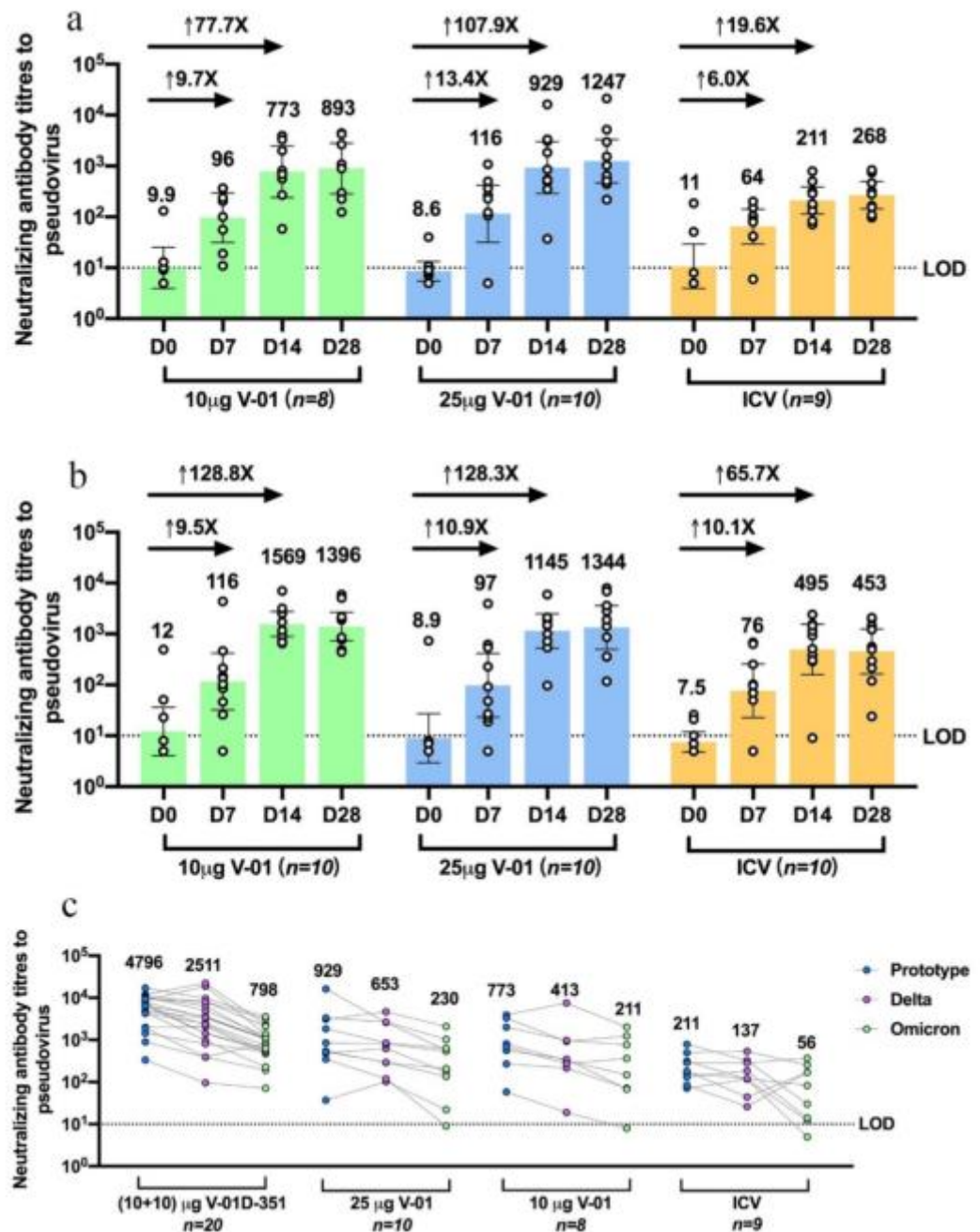
疫苗名称	V-01	mRNA-1273	
研发企业	丽珠	Moderna	
临床试验类别	III期临床	III期临床	
入组人数	14822例	10985例	
征集性AE-局部			
注射部位疼痛	13.86%	89.9%	
征集性AE-全身			
安全性	头痛	11.0%	62.8%
	疲劳	7.4%	67.6%
	发热	6.8%	17.4%
	非接种部位肌肉痛	4.0%	61.6%

资料来源: Lancet, 国盛证券研究所

此外，根据全球新冠疫情趋势及新冠变异株流行情况，丽珠生物开发了多种变异株疫苗及相关二价苗，开展了相关的加强免疫/序贯免疫的动物和临床试验相关研究。V-01 及二价苗 V-01D-351 在灭活苗后序贯加强接种研究数据已于 7 月发表于 Journal of Clinical Medicine 杂志，V-01 及 V-01D-351 二价苗可为序贯加强提供更优选择。



图表 8: 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



资料来源: Journal of Clinical Medicine, 国盛证券研究所

V-01 重组蛋白疫苗承接中科院高新技术转化成果, 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。2022年9月3日, 公司宣布 V-01 被 NMPA 纳入新型冠状病毒防疫序贯加强免疫紧急使用。同时在海外注册方面, 已启动了多个国家、地区的申报上市工作。V-01 有望为我国甚至全球抗击新冠疫情贡献力量, 为公司发展提供动力。

### 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2022年PE仅15X，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，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：创新转型成功。**单抗（PD-1、IL-6R重点推进）和微球产品（曲普瑞林微球已经申报生产，其他也已获批临床）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。根据进度，我们预计2022年有望上市产品包括：托珠单抗（IL-6R）、曲普瑞林微球（1M）、鲁拉西酮片、布南色林片。后续有望陆续申报上市产品包括：亮丙瑞林微球（3M）、LZM009（PD-1）、阿立哌唑微球（1M）、奥曲肽微球（1M）等，每年5-6个产品有望拉动公司收入持续增长。

## 盈利预测与投资评级

我们预计2022-2024年归母净利润分别为20.39亿元、23.61亿元、27.34亿元，增长分别为14.8%、15.8%、15.8%。EPS分别为2.18元、2.53元、2.92元，对应PE分别为15x, 13x, 11x。扣除激励费用实际业绩增速更高。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，创新生物药+高端复杂制剂长远布局，未来国际化战略有望持续推进。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。

### 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