

## 买入

## 业绩将持续增长 新药研发逐步出成果

绿叶制药 (2186.HK)

2019-12-11 星期三

## 投资要点

目标价: **9.66 港元**  
 现价: 5.60 港元  
 预计升幅: 72.5%

► 行业政策利空对公司影响小，未来两年业绩将继续增长：

网传第二轮带量采购规则将有所调整，中标企业由原来的最多三家改为 N-1 家，使得仅有三家拥有竞标资格的阿卡波糖产品市场竞争变得激烈。但 2018 年阿卡波糖产品收入仅占公司总收入的 9% 左右，公司的阿卡波糖占中国市场的份额约为 4%，远较原研拜耳及华东医药的份额少，在带量采购的背景下，有可能实现份额的大幅提升。力朴素未进入国家医保目录，在目前的行业环境下，维持了价格稳定，保持了业绩增长，而且收入的 40% 来自于自费患者。白蛋白紫杉醇可能进入集采，对力朴素的影响有限，毕竟这是两种不同的药品，力朴素有其销售团队和渠道。授予阿斯利康血脂康胶囊推广权，血脂康今年增长 40%，明年有望增长更快。

► 收购山东博安加快生物药领域布局，研发逐步出成果：

利培酮微球已经完成了中、美临床试验，其生产基地通过了 FDA 的检查，20 年 1 月 28 日有望得到 FDA 回复。公司收购山东博安 98% 股份，博安拥有领先的全抗体转基因小鼠技术、噬菌体展示技术及纳米抗体平台，LY01008 (VEGF 单抗) 已完成 648 例患者三期主要指标客观缓解率的观察，预计 2021 年上市。LY06006 (RANKL 单抗) 也在 2019 年 4 月进入了临床三期阶段，预计将于 2022 年在中国上市，成为国内首家拥有 Prolia 生物类似药产品的公司。山东博安拥有 3 大领先的技术平台，两大产品线共 17 种在研产品。

► 维持“买入”评级，目标价 9.66 港元：

现有产品还能保持较快增长，收购山东博安后，两种临床三期生物类似药有望在近两年上市，产品线与技术平台因此得到扩充，生物药领域布局速度会有显著提升。维持原 EPS 预测，2019-2021 年分别为 0.48/0.58/0.69 元，目标价维持 9.66 港元，对应 2020 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

## 重要数据

日期	2019-12-10
收盘价 (港元)	5.60
总股本 (百万股)	3,269
总市值 (百万港元)	16,461
净资产 (百万元)	8,524
总资产 (百万元)	18,569
52 周高低 (港元)	7.72/4.77
每股净资产 (元)	2.56

数据来源: Wind

## 主要股东

绿叶制药投资有限公司 (46.32%)

## 相关报告

绿叶制药 (2186.HK) - 首发报告  
 -20191108

## 国元国际研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gzyq.com.hk

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	3,815	5,173	6,247	7,296	8,535
同比增长 (%)	30.74%	35.60%	20.78%	16.78%	16.99%
毛利率	77.69%	78.27%	77.00%	77.00%	77.00%
净利润	981	1,303	1,570	1,884	2,255
同比增长 (%)	9.98%	32.82%	20.51%	19.97%	19.71%
净利润率	25.71%	25.19%	25.13%	25.82%	26.42%
每股盈利	0.30	0.40	0.48	0.58	0.69
PE@5.60HKD	16.6	12.5	10.4	8.6	7.2

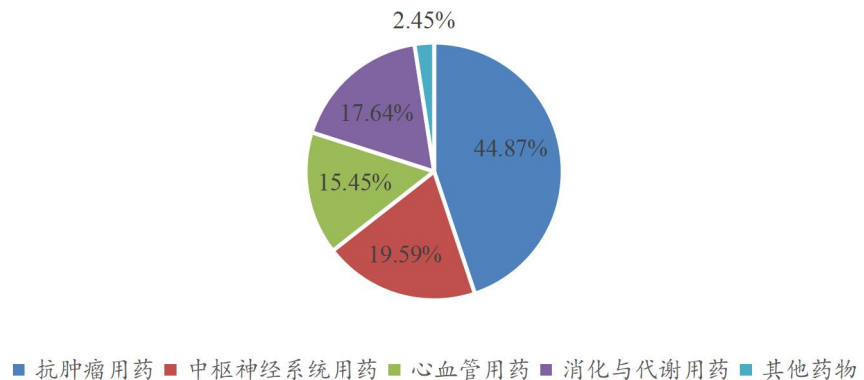
数据来源: Wind、国元国际

## 报告正文

**网传第二批带量采购政策的调整或给阿卡波糖产品带来有限冲击：**据传 2019 年 12 月 6 日在上海联合采购办公室召开了第二批带量采购的第二次企业座谈会，会议主要讨论了第二批带量采购政策的调整方案。其中，关于中标企业数量的规定有了重大的调整，从原来第一批扩面后的最多三家企业中标改为 N-1 家企业中标、最多中标 6 家的新政策。该项调整或给公司旗下的阿卡波糖产品——贝希带来一定的冲击，目前市场上共有三家公司的阿卡波糖产品通过了一致性评价，分别为华东医药的阿卡波糖咀嚼片、绿叶制药的阿卡波糖胶囊贝希和拜耳医药保健公司的拜唐苹阿卡波糖片。按第一批带量采购的三家企业中标政策，贝希原有希望通过降价换取较大的市场份额，提高产品的渗透率。

按公司 2018 的营收数据分析，阿卡波糖产品实现了近 4.8 亿元的收入，占当年总收入的比例仅为 9% 左右。公司的阿卡波糖占中国市场的份额约为 4%，远较原研拜耳及华东医药的份额少，在带量采购的背景下，有可能实现份额的大幅提升。

图 1、公司 2019H1 收入按产品种类划分



资料来源：公司中期报告、国元国际

**收购山东博安，使技术平台和产品线得到极大丰富：**2019 年 12 月 1 日，绿叶制药出资约 14.47 亿元收购绿叶投资集团拥有的山东博安 98% 的股权，首次以现金形式支付了约 7.23 亿元，后续款项将按 LY01008 和 LY06006 在中国获得上市批准的日期以现金分两次付清。山东博安生物技术有限公司是一家成立于 2013 年的综合性生物制药公司，主要从事治疗用抗体（包括生物类似药和创新药物）的发展，所涉领域包括肿瘤科、中枢神经系统、糖尿病和免疫疾病四大类。在公司目前拥有的两大研发管线共 17 个在研产品中，进入临床三期阶段的产品共有两个，分别为贝伐珠单抗 Avastin 生物类似药（LY01008）和地诺单抗 Prolia 生物类似药（LY06006）。其他进入临床一期或临床试验阶段的产品共有 3 种，处于临床前阶段的产品共有 12 种。

表 1、山东博安在研产品管线

	项目	适应症	地区	所处阶段	预计上市/进入临床时间
<b>生物类似药产品线</b>					
肿瘤	LY01008:Avastin 生物类似药	非小细胞肺癌和结直肠癌	中国	临床 III 期	2021 年上市
	LY01011:Xgeva 生物类似药	实体瘤骨转移	中国 美国、欧盟	临床 II 期 新药临床申请	2023 年上市
	LY01012:Zaltrap 生物类似药	转移性结直肠癌	中国	临床 I 期	2026 年上市
	LY01015:Opdivo 生物类似药	非小细胞肺癌, 肝癌, 胃癌等	中国	临床前	2026 年上市
骨科	LY06006:Prolia 生物类似药	骨质疏松	中国 美国、欧盟 日本	临床 III 期 新药临床申请 临床前	2022 年上市 2024 年上市 2024 年上市
	LY05008:Trulicity 生物类似药	二型糖尿病	中国	临床前	2026 年上市
眼科	LY09004:Eylea 生物类似药	湿性黄斑变性, 视网膜静脉阻塞及糖尿病性视网膜病变等	中国 美国、欧盟	临床 I 期 临床前	2023 年上市 2024 年上市
	TS1808:Cosentyx 生物类似药	银屑病, 强直性脊柱炎和银屑病关节炎	全球	临床前	2026 年上市
<b>新型抗体</b>					
肿瘤	TS1804	血液瘤、实体瘤		临床前	2020 Q4 IND
	TS1901	胃癌、胰腺癌、食道癌		临床前	2021 Q1 IND
	TS1905	非小细胞肺癌、HPV 阳性癌症等			2021 Q1 IND
	TS1904	实体瘤			2021 Q2 IND
高血脂	TS0001 (15)	肝细胞癌、乳腺癌、子宫内膜癌、卵巢癌			
	TS001 (17)	高胆固醇血症			2021 Q4 IND
过敏性疾病	TS001 (3)	哮喘、特异性皮炎、鼻窦炎、食物过敏			
	TS1903	偏头痛			2021 Q2 IND
慢性疼痛	TS1502	骨关节炎、慢性腰背疼、癌痛			2021 Q2 IND

资料来源: 公司资料、国元国际

在处于临床三期阶段的两种生物类似药中，Avastin 生物类似药（LY01008）预计能在 2020 年第二季度进入生物制品上市申请阶段（BLA）并于 2021 年在中国上市。该药物可用于治疗非小细胞肺癌和结直肠癌，同类药物 2018 年在全球市场的销售额达到了 68.5 亿瑞士法郎，折合人民币约 487.2 亿元。目前该类药物在中国市场中尚未有通过上市审批的产品，而开发方面只有齐鲁制药、信达生物制药和山东博安处于领先的阶段。作为绿叶制药在肿瘤板块的补充，该药物若获上市审批便可通过绿叶制药所布局的强销售网络为公司创造可观的收入，拉动营收的增长。

另一种处于临床三期的生物类似药 Prolia（LY06006）则主要用于治疗骨质疏松，目前中国获批用于治疗骨质疏松的产品只有美国安进所生产的地舒单抗注射液一种，复宏汉霖所拥有的 Prolia 生物类似药也仅处于临床前阶段。因此，山东博安的 Prolia 生物类似药（LY06006）有望成为国内首个获批上市的 Prolia 生物类似药产品，与安进共同竞争随着人口老龄化加剧而日渐庞大的市场。该药物预计将于 2022 年在中国上市，于 2024 年同步在美国、欧洲和日本上市，服务持续扩大的骨质疏松患者群体，未来具有较大的增长潜力和盈利空间。

从产品线方面考虑，收购博安能极大的强化绿叶制药在生物药领域的布局，丰富公司的产品线组合。5 种处于临床阶段的生物类似药预计能在未来 2-5 年内上市，满足包括肿瘤、骨质疏松、糖尿病和中枢神经在内的广大的医疗需求。技术平台方面，山东博安拥有包括全人抗体转基因小鼠技术、噬菌体展示技术和纳米抗体平台在内的三大技术平台，是绿叶制药现有三大技术平台的高度补充。未来，绿叶制药在生物药领域的研发、生产能力都能因此得到极大的提高，进而加快完整产业链的布局 and 进军全球市场的速度，为绿叶制药发展成为全球领先制药公司提供机会。

**利培酮缓释微球（LY03004）新药申请获国家药监局受理：**药物微球是指药物分散或被吸附在高分子聚合物基质中而形成的微小球状实体。微球技术的优点良多，首先，其靶向性使药物能在局部释药，在提高药物有效浓度的同时减小毒性。其次，微球制剂的缓释特点能够有效减少给药次数，延长药物作用时间，改善患者依从性。另外，微球制剂对药物的包裹也能有效的提高药物的稳定性并减小对患者胃部的刺激。以上特点使得微球制剂在临床表现上优势突出，成为近年来药品研发的重点方向之一。

由于研发壁垒较高，目前国内拥有上市微球产品的企业仅有北京博恩特和丽珠制药两家，且都为亮丙瑞林注射缓释微球的仿制品种，主要用于治疗前列腺癌、子宫肌瘤、乳腺癌、子宫内膜异位和青春期性早熟等激素依赖性疾病。而绿叶制药目前拥有的在研微球产品共有三种，分别为利培酮缓释微球（LY03004）、醋酸曲普瑞林

缓释微球 (LY01007) 和醋酸戈舍瑞林缓释微球 (LY01005)。其中, 用于治疗神经分裂症的利培酮缓释微球已于 2019 年 11 月通过了 FDA 上市批准前的 PAI 检查, 并于同年 11 月 26 号由中国药监局受理了新药申请, 未来有望在较短期间内于美国和中国上市, 为公司创收。

**维持“买入”评级, 目标价 9.66 港元:**

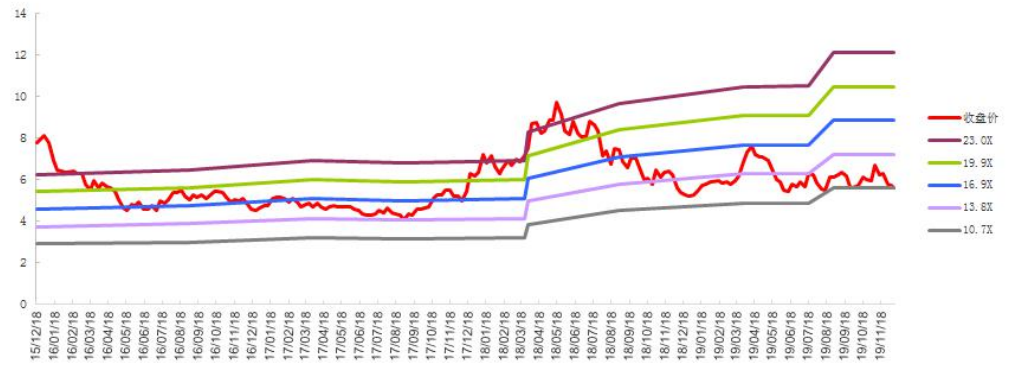
公司收购山东博安, 两种临床三期生物类似药有望在近两年上市, 产品线与技术平台也因此得到扩充, 生物药领域的布局速度会有显著提升。公司研发取得突破, 在研产品丰富, 现有产品还能保持较快增长, 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.58、0.69 元。目前股价对应 2020 年 PE 仅为 8.6, 比港股医药平均 24 倍 PE, 严重低估。给与目标价 9.66 港元, 对应 2020 年 15 倍 PE, 较现价有 72.5% 的涨幅空间, 维持“买入”评级。

**表 2、可比公司估值**

代码	证券简称	总市值 (十亿元)	市净率 PB(MRQ)	市盈率 PE			企业价值 /EBITDA(倍)
				TTM	19E	20E	
2186. HK	绿叶制药	16.46	1.92	10.69	10.24	8.78	12.83
	<b>港股平均</b>	<b>86.60</b>	<b>5.63</b>	<b>35.91</b>	<b>32.74</b>	<b>24.83</b>	<b>37.79</b>
2359. HK	药明康德	137.89	8.03	65.95	62.05	50.26	57.86
3692. HK	翰森制药	120.51	9.61	54.66	46.67	36.04	49.79
1177. HK	中国生物制药	114.56	3.76	12.63	35.55	29.96	22.16
2269. HK	药明生物	106.37	12.18	125.21	104.73	71.66	159.57
1093. HK	石药集团	95.34	5.66	25.53	23.17	18.80	--
6160. HK	百济神州	79.25	7.26	--	-14.11	-14.97	--
2196. HK	复星医药	50.59	1.66	18.95	16.70	13.89	23.26
3320. HK	华润医药	40.12	1.08	9.25	9.79	8.93	7.69
0874. HK	白云山	34.80	1.44	11.04	10.15	8.92	19.78
	<b>美股平均</b>	<b>1,084.70</b>	<b>8.27</b>	<b>27.89</b>	<b>16.87</b>	<b>17.42</b>	<b>21.80</b>
MRK. N	默克集团	1,597.00	8.45	24.36	22.36	19.76	36.61
PFE. N	辉瑞制药	1,499.19	3.27	13.13	15.57	17.70	12.73
NVS. N	诺华制药	1,479.50	4.00	17.81	--	--	--
NVO. N	诺和诺德	982.10	19.60	24.83	--	--	18.77
AMGN. O	安进	978.16	12.72	17.22	18.15	16.85	13.83
ABBV. N	艾伯维	901.17	-15.56	39.61	14.03	9.87	19.93
TMO. N	赛默飞世尔科技	895.14	4.33	35.40	--	--	24.26
AZN. N	阿斯利康	855.96	9.75	56.42	--	--	30.98
SNY. O	赛诺菲-安万特	843.31	1.87	35.59	--	--	--
LLY. N	礼来公司	815.51	34.25	14.58	14.27	22.89	17.25

资料来源: Wind、国元国际

图 2、PE-BAND



资料来源: Wind、国元国际

## 财务报表摘要

### 损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	2918.00	3815.00	5173.00	6247.75	7296.19	8535.73
销售成本	-535.00	-851.00	-1124.00	-1436.98	-1678.12	-1963.22
毛利	2383.00	2964.00	4049.00	4810.77	5618.07	6572.51
其他收入	4.00	4.00	9.00	6.00	6.00	6.00
分销开支	-1122.00	-1287.00	-1686.00	-2061.76	-2407.74	-2816.79
行政费用	-267.00	-432.00	-441.00	-562.30	-656.66	-768.22
经营盈利	804.00	959.00	1439.00	1681.03	2001.94	2385.58
财务开支	18.00	-22.00	-108.00	-104.00	-84.00	-64.00
应占联营公司利润						
研发开支	-194.00	-290.00	-492.00	-511.68	-557.73	-607.93
税前盈利	975.00	1116.00	1473.00	1710.03	2050.94	2454.58
所得税	-81.00	-136.00	-167.00	-136.80	-164.07	-196.37
少数股东应占利润						
净利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	892.00	981.00	1303.00	1570.23	1883.86	2255.21
折旧及摊销	141.00	250.00	317.00	380.40	456.48	547.78
EBITDA	945.00	1209.00	1756.00	2061.43	2458.42	2933.35
增长						
总收入 (%)	13.67%	30.74%	35.60%	20.78%	16.78%	16.99%
EBITDA (%)	0.00%	27.94%	45.24%	17.39%	19.26%	19.32%
净利润 (%)	0.00%	9.98%	32.82%	20.51%	19.97%	19.71%

### 资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	398.00	1266.00	1673.00	1883.59	2280.80	2897.10
交易性金融资产	0.00	0.00	1883.00	1660.00	1095.60	723.10
其他短期投资	2350.00	2575.00	1307.00	1855.94	2078.65	2328.09
应收账款	1600.00	1614.00	1789.00	1836.58	1823.06	1812.86
存货	453.00	420.00	586.00	424.65	297.55	208.86
其他流动资产	482.00	420.00	1438.00	644.60	709.06	779.97
流动资产	5283.00	6295.00	8676.00	8305.36	8284.72	8749.97
固定资产	1702.00	2010.00	2837.00	2922.11	3009.77	3100.07
无形资产	1852.00	1866.00	5486.00	5705.44	5933.66	6171.00
其他非流动资产	369.00	588.00	541.00	458.40	460.82	463.27
非流动资产	3923.00	4464.00	8864.00	9085.95	9404.25	9734.34
总资产	9206.00	10759.00	17540.00	17391.31	17688.98	18484.32
流动负债	2375.00	3655.00	8203.00	7783.55	7549.77	7339.56
应付账款	418.00	440.00	2409.00	2457.18	2506.32	2556.45
短期银行贷款	1624.00	2861.00	5291.00	4867.72	4624.33	4393.12
其他短期负债	333.00	354.00	503.00	458.65	419.11	389.99
非流动负债	269.00	210.00	1402.00	1445.40	1490.92	1537.67
长期银行贷款	0.00	0.00	848.00	890.40	934.92	981.67
其他负债	269.00	210.00	554.00	555.00	556.00	556.00
总负债	2644.00	3865.00	9605.00	9228.95	9040.69	8877.22
少数股东权益	133.00	128.00	126.00	124.00	124.00	124.00
股东权益	6562.00	6896.00	7934.00	8162.36	8648.29	9607.09

### 财务分析

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力						
毛利率 (%)	81.67%	77.69%	78.27%	77.00%	77.00%	77.00%
EBITDA 利率 (%)	32.39%	31.69%	33.95%	32.99%	33.69%	34.37%
净利率 (%)	30.57%	25.71%	25.19%	25.13%	25.82%	26.42%
ROE	13.59%	14.23%	16.42%	19.24%	21.78%	23.47%
ROA	9.69%	9.12%	7.43%	9.03%	10.65%	12.20%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	9.15%	11.32%	8.53%	9.00%	9.00%	9.00%
实际税率 (%)	8.31%	12.19%	11.34%	8.00%	8.00%	8.00%
股息支付率 (%含优先股)	12.00%	21.71%	22.26%	22.16%	22.17%	22.22%
库存周转天数	285.18	188.72	782.28	624.13	545.14	475.29
应付账款天数	200.14	154.42	126.23	107.30	91.20	77.52
应收账款天数						
财务状况						
资产负债率	0.29	0.36	0.55	0.53	0.51	0.48
收入/总资产	0.32	0.35	0.29	0.36	0.41	0.46
总资产/股本	1.40	1.56	2.21	2.13	2.05	1.92

### 现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	892.00	981.00	1303.00	1570.23	1883.86	2255.21
折旧与摊销	141.00	250.00	317.00	380.40	456.48	547.78
营运资本变动	-308.00	-114.00	-486.00	-558.90	-642.74	-739.15
其他非现金调整	-132.00	-153.00	-89.00	-10.68	-1.28	-0.15
营运现金流	593.00	964.00	1045.00	1381.05	1696.32	2063.69
资本开支	-319.00	-625.00	-2485.00	-350.00	-357.00	-364.14
其他投资活动	-1516.00	-119.00	-513.00	23.54	25.19	26.90
投资活动现金流	-1835.00	-744.00	-2998.00	-326.46	-331.81	-337.24
负债变化	1121.00	1237.00	3277.00	-180.00	-234.60	-290.80
股本变化	0.00	-175.00	-20.00	-6.00	-2.00	-2.00
股息	107.00	213.00	290.00	348.00	417.60	501.12
其他融资活动	-408.00	-542.00	-1142.00	-1006.00	-1148.30	-1318.47
融资活动现金流	820.00	733.00	2405.00	-844.00	-967.30	-1110.15
汇率变动影响	-23.00	-85.00	-45.00	0.00	0.00	0.00
现金变化	-422.00	953.00	452.00	210.59	397.21	616.30
期初持有现金	844.00	398.00	1266.00	1673.00	1883.59	2280.80
期末持有现金	398.00	1266.00	1673.00	1883.59	2280.80	2897.10

## 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,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。

国元国际控股有限公司  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼  
电 话: (852) 3769 6888  
传 真: (852) 3769 6999  
服务热线: 400-888-1313  
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>