

买入
新药研发取得突破，业绩持续增长，价值低估
绿叶制药 (2186.HK)

2019-11-08 星期五

投资要点

目标价: **9.66 港元**
 现价: 6.78 港元
 预计升幅: 42.58%

➤ 新药研发取得突破

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PAI检查。LY01008(VEGF单抗)已于2019年5月在中国完成与Avastin疗效和安全性对比的III期临床试验的入组，共计入组648例患者，已完成主要指标客观缓解率的观察，为适用于非小细胞肺癌或结肠直肠癌的单抗。公司掌握长效及缓释技术、脂质体及靶向给药、透皮释药系统及新型化合物四大技术平台共七项技术，产品研发分国内和海外两条产品线进行，海外研发的主要方向是中枢神经用药，在5款临床三期或待批准的药物。国内研发8款进入临床三期或待批准的药物中，抗肿瘤用药有2款，中枢神经系统用药有5款。

➤ 力朴素有望保持增长，血脂康增速有望加快

力朴素作为国内首个且唯一获批准销售的紫杉醇脂质体产品，相比传统紫杉醇拥有治疗效率高、毒副作用小的特点。该产品在2019年上半年实现了12.7亿元的销售收入，同比增长29.9%，写入2019年肺癌及食管癌诊疗指南。在国内药企的白蛋白紫杉醇2018年进入市场之后，力朴素依然保持了较快的增长。2019年11月的国家医保目录谈判，因为目前白蛋白紫杉醇未进入医保，公司对降价幅度有一定的可选择空间。而且目前市场已经充分反应了价格下降的预期，我们认为力朴素还是可以保持增长。授予阿斯利康血脂康胶囊推广权以来，血脂康的营收同比增长了33%并在2019年上半年达到2.31亿元。

➤ 首次覆盖给予买入评级，目标价 9.66 港元

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。给与目标价9.66港元，对应2020年15倍PE，较现价有42.58%的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

重要数据

日期	2019-11-07
收盘价 (港元)	6.78
总股本 (百万股)	3,268
总市值 (百万港元)	22,163
净资产 (百万元)	8,524
总资产 (百万元)	18,596
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
国元国际研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

人民币百万元	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@6.78HKD	23.0	17.0	14.1	11.8	9.8

数据来源: wind、公司年报、国元国际

目录

1.医药行业稳定增长，创新是未来方向	5
1.1 带量采购给仿制药行业带来很大压力	5
1.2 创新药支持政策持续推进，是未来发展方向	6
2.公司概况	6
2.1 公司简介	6
2.2 业务概要	8
2.3 财务表现	8
3.产品	9
3.1 核心产品	9
3.1.1 核心肿瘤科产品	10
3.1.2 核心心血管系统产品	11
3.1.3 核心消化与代谢产品	12
3.1.4 核心中枢神经系统产品	13
3.2 非核心产品	14
4.研发实力及管线	15
4.1 研发中心组织架构	15
4.2 研发技术平台和在研产品	16
4.3 研发成果	19
5.管理团队	19
6.财务表现	19
7.盈利预测与投资建议	21
8.风险提示	22
财务报表摘要	23
投资评级定义和免责条款	24

图目录

图 1: 医药行业收入、利润总额同比变化情况	5
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司 2019H1 收入按产品种类划分	8
图 4: 2014-2019H1 营业收入及同比增速(万元)	9
图 5: 2014-2019H1 净利润及同比增速(万元)	9
图 6: 肿瘤科产品的营收增长情况 (万元)	11
图 7: 心血管系统产品的营收增长情况 (万元)	12
图 8: 消化与代谢产品的营收增长情况 (万元)	13
图 9: 公司 2015-2018 年研发支出 (万元)	16
图 10: 公司 2014-2019H1 销售毛利率	20
图 11: 公司 2014-2019H1 销售净利率	20
图 12: ROE	20
图 13: 公司资产负债率	21
图 14: PE-BAND	22

表目錄

表 1: 公司发展历程	7
表 2: 公司核心产品	9
表 3: 非核心产品	14
表 4: 研发技术平台	16
表 5: 在研产品管线-进入临床三期或待批阶段	17
表 6: 在研产品管线-新给药途径	18
表 7: 在研产品管线-小分子新化合物	18
表 8: 在研产品管线-抗体	19
表 9: 可比公司估值	21

1. 医药行业稳定增长，创新是未来方向

2019年前8个月医药行业的收入利润总额增速较今年年初出现了明显的回升，前8月收入增速为8.50%；利润总额的增速为9.50%。医药行业的整体增速不会大起大落，会处于平稳的区间，结构分化会非常明显，创新药企业的增速会远远快于行业增长，而仿制药会出现增长放缓甚至负增长。未来的机会在于创新好产品加销售能力突出的企业。

图 1：医药行业收入、利润总额同比变化情况



资料来源：Wind，国元国际

1.1 带量采购给仿制药行业带来很大压力

仿制药带量采购，引发行业的大变局，新药研发成为医药公司竞争力的关键因素。自2018年起，国家出台了重大的医药行业政策，对未来的医药行业发展格局产生了较大的影响。2018年9月11日，国家医疗保障局在上海召开座谈会，公布了带量采购的办法及第一批带量采购清单。本轮共33个药品参加试点采购，采购清单明确了药品规格以及具体采购数量。北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳等11个城市确定参加此次带量采购试点。质量方面只要通过一致性评价即视为相同的质量层次，招标考虑的主要是价格因素。

2018年12月6日，“4+7”城市带量采购试点的31个通用名药品有25个拟中选，成功率81%，平均降价幅度52%，最大降幅96%，中国生物制药的恩替卡韦降价94%。国家集采力度超市场预期。

2019年9月24日上海阳光医药采购网发布《国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果》：25个“4+7”试点药品扩围采购全部成功，价格都低于“4+7”试点中选价格的水平。

本次联盟采购共有77家企业。产生拟中选企业45家，拟中选产品60个。与联盟地区2018年最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。联盟地区指的是除了去年11个试点城市之外的全国其他省市。竞争家数多的产品降价压力还是很大

1.2 创新药支持政策持续推进，是未来发展方向

从2015年开始，对创新药的扶持政策陆续出台，2015年11月CFDA发布《关于药品注册审评审批若干政策的公告》，2017年10月8日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，2018年10月《中华人民共和国药品管理法（修正草案）》发布，这些政策的核心主要是简化行政审批的流程，提高效率；加快创新药的审批速度，上市许可制度的全面推行，鼓励创新。系列鼓励创新的政策出台之后，CDE受理申报的数量从2016年的3636件上升到2018年的7272件，审批的时间也大大缩短，以生物制品为例，从2013年的1600天缩短到300天。

2. 公司概况

2.1 公司简介

绿叶制药（2186.HK）成立于1994年，是一家致力于创新药物的研发、生产和销售的国际制药公司。集团聚焦中枢神经、肿瘤、心血管、消化及代谢四大治疗领域并以中枢神经、肿瘤作为两大核心战略领域。2018年集团销售收入为51.73亿元，净利润为13.06亿元。销售收入与净利润的同比增长率分别为35.61%和32.81%。截至2019年上半年，公司产品销售覆盖了中国地区13700多家医院，范围包括中国30个省、自治区和直辖市。并在海外80个国家和地区拥有超过50个销售伙伴。研发方面，为积极研发新产品，学习掌握新技术，公司在国内、美国和欧洲均设有研发中心。研发团队由596名研发人员组成，其中包括医学、制药及相关领域的63名博士与277名硕士。

表 1：公司发展历程

1994 年	绿叶制药成立
2000 年	被认定为国家重点高新技术企业，博士后工作站
2007 年	收购南京康海、南京思科、北大维信 强化肿瘤和心血管产品线
2010 年	获批建设长效和靶向制剂国家重点实验室
2011 年	收购四川宝光药业，强化内分泌和代谢系统产品线
2013 年	外用/口服制剂车间通过欧盟 GMP 检查 多个创新药和创新制剂在美国开展注册临床研究
2014 年	绿叶制药在香港主板上市
2015 年	自主研发的微球产品 LY03004 在美完成全部注册临床研究
2016 年	收购瑞士制药集团 Acino 全球领先的透皮释药业务
2017 年	收购两个生物抗体药，建立生物抗体技术开发平台 入股 Exicure Inc.，推进新型核酸药物研发 与 Abpro 合作开发新型双特异性抗体
2018 年	与 Excel Biopharm 合作开发用于下一代肿瘤免疫法的治疗型抗体 与 Elpis Biopharm 合作开发 CAR-T 疗法 收购阿斯利康中枢神经产品思瑞康及其缓释片全球 51 个国家和地区的业务 收购拜尔避孕类透皮贴剂产品 Apleek 全球业务
2019 年	向阿斯利康授予血脂康胶囊中国大陆和新加坡的独家推广权，并就合作开发该产品的全球市场达成战略合作备忘录 与 PharmaMar 合作在华开发 Zepsyre LY03004 的 NDA 新药申请获美国 FDA 受理

资料来源：公司资料，国元国际

股权结构方面,绿叶制药投资有限公司为公司第一大股东，持有 46.32% 的股份。其余 53.68% 的股份则由公众持有。

图 2：公司股权结构

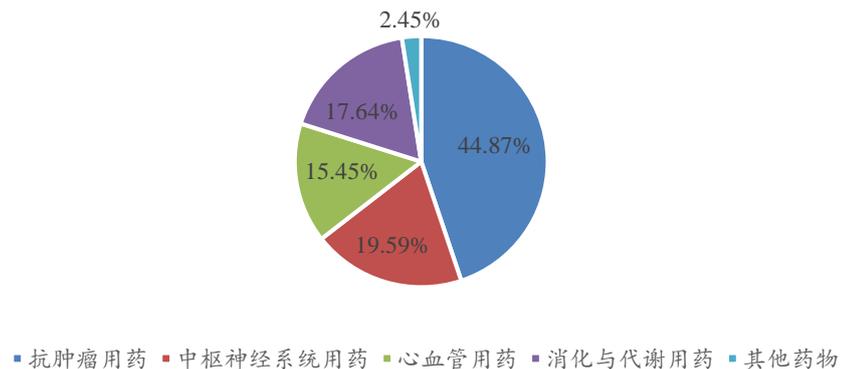


资料来源：Wind，国元国际

2.2 业务概要

公司业务主要由四大板块组成，分别为抗肿瘤用药、中枢神经系统用药、心血管用药和消化与代谢用药。2019年上半年，抗肿瘤药物的收入占总收入的44.87%，是企业的核心业务。中枢神经系统用药收入占比为19.6%，同比增长了9.74%。其他类别产品营收占总收入的比例相较于2018年上半年都略有下降，心血管用药从2018年上半年的16.51%降至15.45%，消化与代谢用药降至17.64%（21.36%，20181H），其他产品则降至2.45%（2.87%，20181H）。从产品营收占公司总收入的比例来看，抗肿瘤用药仍是公司的主要收入来源，近年来神经中枢系统用药作为研究和发展的主要方向也获得了一定的成果，营收占比不断增大。公司通过约1000名销售和营销人员及一个由约1700家经销商组成的网络进行销售、营销及分销工作，将产品销往13,700多家医院。

图3：公司2019H1收入按产品种类划分



资料来源：公司资料，国元国际

2.3 财务表现

公司2015至2018年的营业收入不断增长，分别达到25.67亿元、29.21亿元、38.19亿元和51.82亿元。2019年上半年的营业收入则大规模增加达到近31.36亿元，接近2017年整年创造的营收。营业收入的同比增速在2015-2018年期间分别为0.83%、13.82%、30.74%和35.72%。2019年上半年公司营收同比增长率为41.96%，达到近四年来的最高值。公司净利润自2014年以来亦保持良好增势，2015-2018年公司净利润分别为7.54亿元、8.91亿元、9.81亿元和13.03亿元。同比增长24.61%、18.16%、10.08%和32.81%。2019年上半年公司净利润的同比增速达到36.26%，亦为近四年的增速峰值。从营收和净利润两项财务指标来看，公司近年来财务表现稳健，处于较高速的成长阶段。

图 4: 2014-2019H1 营业收入及同比增速(万元)

图 5: 2014-2019H1 净利润及同比增速(万元)



资料来源: Wind, 国元国际

资料来源: Wind, 国元国际

3. 产品

3.1 核心产品

公司的产品由四大板块构成,分别为肿瘤类、中枢神经系统类、心血管类和消化与代谢类。其中,肿瘤类药物是公司收入的主要来源,2019年上半年肿瘤科产品的销售收入达到近14.05亿元,与2018年年中收入相比增长了29%。而中枢神经系统产品作为公司在海外市场发展的主要方向,其销售收入增长了182.6%达到6.13亿元。心血管系统产品和消化与代谢产品的收入在2019年也分别增长了32.9%和17.3%。

表 2: 公司核心产品

产品名称	适用症	特点
肿瘤科产品		
力扑素	用于卵巢癌的一线化学治疗及以后卵巢转移性癌的治疗,也可用于治疗乳腺癌和非小细胞肺癌	-公司专利制备紫杉醇类制剂,运用创新脂质体给药剂 -与普通紫杉醇类药物相比,毒副作用小,有效性高
希美纳	用于配合头颈部肿瘤、食道癌、肺癌等实体肿瘤的放射治疗	-一类新化学药品 -中国唯一获国家药品监督管理局批准用于癌症放射治疗的敏化剂
心血管系统产品		
血脂康	用于高血脂症治疗	-公司专利天然药品,以红曲为原料制成
麦通纳	用于治疗创伤或手术所致脑水肿或水肿 亦用于静脉回流障碍治疗	-注射用七叶皂苷钠

接下页 ↓

消化与代谢产品

贝希 用于降低二型糖尿 -阿卡波糖胶囊
病患者的血糖水平

中枢神经系统产品

用于因老年痴呆导 -透皮贴剂形式的利斯的明
利斯的明 致的轻微至中度痴 -获美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准
透皮贴剂 呆症及帕金森症导
致的痴呆症

思瑞康 用于治疗精神分裂 -富马酸喹硫平、速释、IR
症及躁狂症 -中国精神分裂诊疗领域的第四大产品
-第一大富马酸喹硫平产品

思瑞康缓 用于中度抑郁症和 -缓释制剂
释片 广泛性焦虑症

资料来源：公司资料，国元国际

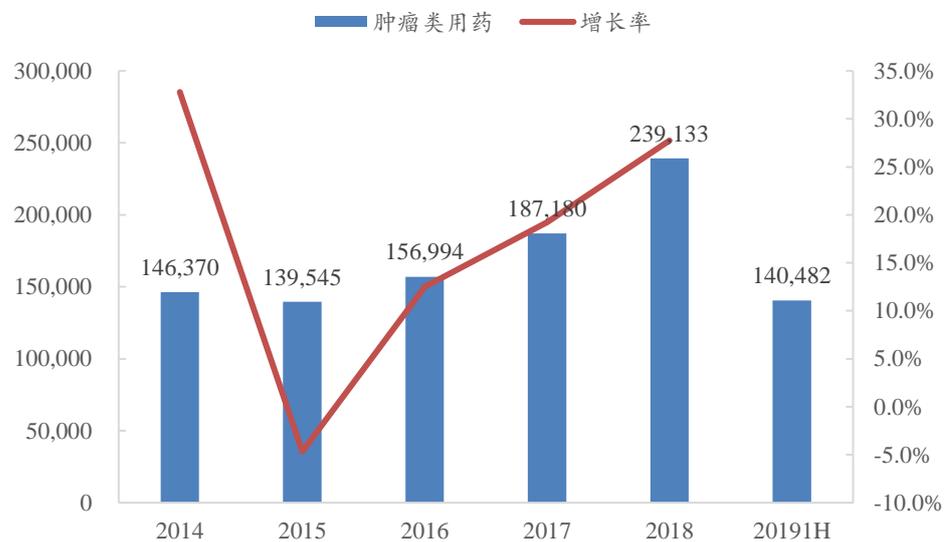
3.1.1 核心肿瘤科产品

力扑素（紫杉醇脂质体）：作为国内首个且唯一获批准全球销售的紫杉醇脂质体产品，相比传统紫杉醇类产品拥有治疗效率高、毒副作用小的特点。该产品在2019年上半年实现了12.7亿元的销售收入，同比增长29.9%，占公司2019年上半年总收入的40.7%。此外，力扑素作为一线用药被写入2019年《CSCO原发性肺癌诊疗指南》并获《中国食管癌放射治疗指南（2019版）》推荐。指南中提出在常用化疗方案中，紫杉醇脂质体与紫杉醇可互换，并推荐紫杉醇（紫杉醇脂质体）联合其他药物在内的多种方案为新辅助化疗/新辅助放化疗、根本性放化疗、姑息性放化疗、术后放疗/放化疗等多项治疗手段的首选方案。这意味着紫杉醇脂质类产品用途广阔，有望加速替代传统紫杉醇类产品，提高市占率，提升未来销量。力扑素作为市场上唯一的紫杉醇脂质体产品，近年来因其效率高、毒性小的特点不断替代传统紫杉醇类产品的市场份额。据公司数据统计，2018年上半年紫杉醇脂质类产品所占市场份额约为34.8%，与往年相比市占率有大幅提高。目前传统紫杉醇类产品的市场依然较大，因此存在可进一步替代的空间，短期内紫杉醇脂质体产品不会与紫杉醇白蛋白结合型产品形成恶性竞争格局，未来利润能够得到保障。特别需要注意的是白蛋白紫杉醇目前只针对乳腺癌的治疗，而公司的紫杉醇脂质体治疗乳腺癌、宫颈癌、卵巢癌，其中宫颈癌卵巢癌的收入占大部分，所以未来白蛋白紫杉醇冲击的是乳腺癌。并且首先替代的品种是白蛋白紫杉醇以及普通紫杉醇。力扑素保持了较快的增长。2019年11月的国家医保目录谈判，因为目前白蛋白紫杉醇未进入医保，公司对降价幅度有一定的可选择空间。而且目前市场已经充分反应了价格下降的预期。对于力扑素我们认为还是可以保持增长。

希美纳：作为中国唯一上市的甘氨酸产品，希美纳主要用于配合头颈部肿瘤、食道癌、肺癌等实体肿瘤的放射治疗，是中国唯一获得国家药品监督管理局批准用于癌症放射治疗的敏化剂。该产品同样获《中国食道癌放射治疗指南（2019版）》推荐，指南认为注射用甘氨酸钠是一种高效低毒的放疗增敏剂，并推荐应用于食道癌的放化疗治疗中。

2016年至2018年间，公司肿瘤科产品营业收入额持续增长，其增长速率分别为12.50%、19.23%、27.76%，增幅呈逐年递增趋势，且保持高速增长。该趋势表明公司肿瘤科产品较其他同类产品具有更强的竞争力，市场前景广阔。

图 6：肿瘤科产品的营收增长情况（万元）



资料来源：Wind，国元国际

3.1.2 核心心血管系统产品

血脂康：以红曲为原料的天然调脂药物，主要用于治疗高血脂症。血脂康是公司旗下专利产品，该产品目前经美国 FDA 二期临床研究和中国冠心病二级预防研究（CCSPS）等大型临床循证医学研究证明了其有效抑制胆固醇合成，显著降低冠心病患者总死亡率、冠心病死亡率以及心血管时间发生率的作用。血脂康有胶囊和片剂两种剂型，目前血脂康胶囊已获得医学界的广泛认可，在《中国成人血脂异常防治指南（2016年修订版）》中被推荐为一线血脂管理药物，并被列入《国家基本药物目录（2018年版）》。而血脂康片和血脂康胶囊则均被纳入2019年中国《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》中，这将有效提高该产品的渗透率，推动其销售的增长。

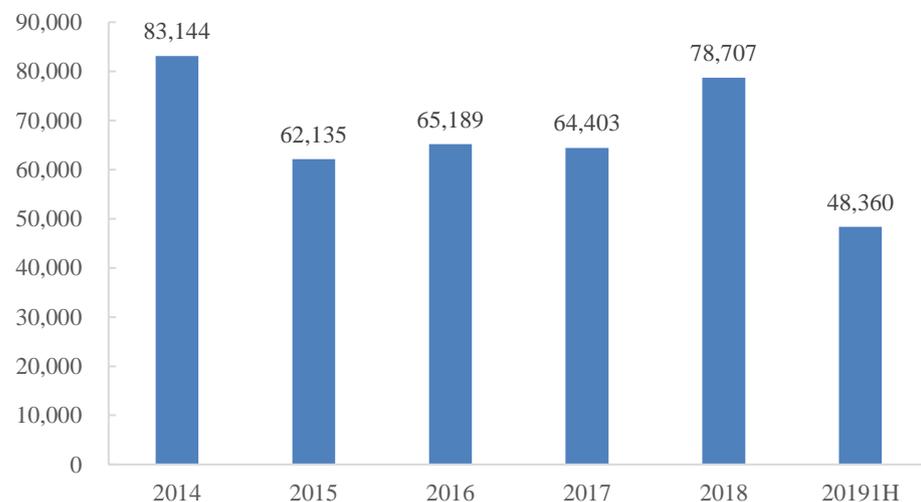
除此之外，公司通过改良已上市血脂康片的生产工艺而研制的天然调脂药物血脂康片（LY02404）已获国家药品监督管理局（NMPA）的许可于中国开展临床试验研究，改良后的血脂康片中有效成分含量显著提高，并能提高患者服药依从性，更好满足临床需求。

自 2019 年 1 月公司签订协议授予阿斯利康中国内地的血脂康胶囊推广权以来，血脂康的营收同比增长了 33% 并在 2019 年上半年达到 2.31 亿元。因此，血脂康将在未来有更大的市场增长机会，营业收入将保持增长。

麦通纳：注射用七叶皂苷钠，主要用于治疗创伤或手术所导致的脑水肿或水肿，以及静脉回流障碍。该产品 2018 年上半年在七叶皂苷钠类产品的市场中市占率达到 100%，根据 IQVIA 的统计数据显示，中国血管保护类药品的市场总值估计约为 15 亿元，而麦通纳作为 2019 年上半年中国最畅销的国产血管保护类药品，其营收额仍具增长潜力。

心血管系统产品在 2019 年上半年所创营收约为 4.84 亿元，占公司总收入的 15.45%。未来在公司日渐强大的销售网络下，心血管系统产品所创营收将保持较高的增长水平。

图 7：心血管系统产品的营收增长情况（万元）



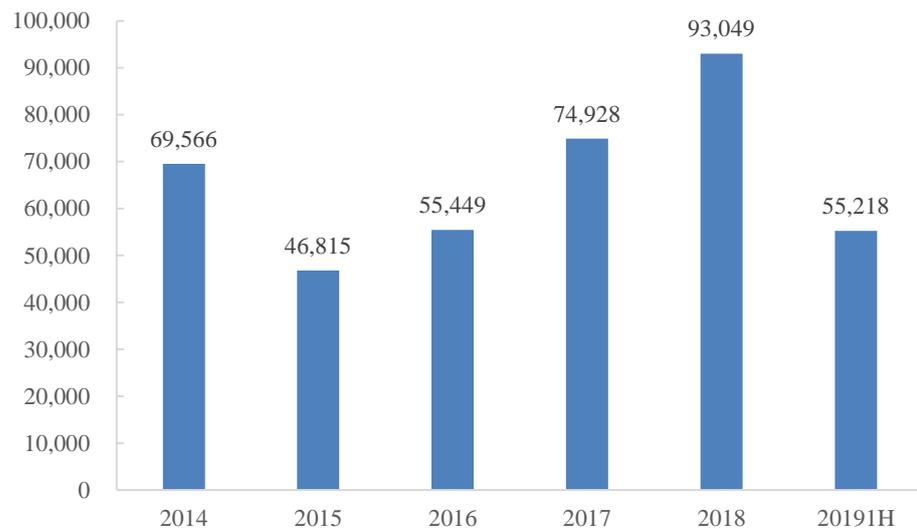
资料来源：Wind，国元国际

3.1.3 核心消化与代谢产品

贝希：阿卡波糖胶囊，用于治疗糖尿病，可有效降低二型糖尿病患者的血糖水平。贝希的治疗功效获各界认可，已被列入《国家基本药物目录》和国家《医疗保险目录》。2018 年销售收入 4.8 亿元。2019 年 6 月，贝希获国家药监局批准通过一致性评价。现阶段市场上生产阿卡波糖产品的医药企业较多，华东医药、联康生物科技

集团、海正药业、拜耳医药和新北江制药都有已上市的阿卡波糖产品，使得阿卡波糖市场竞争激烈。此外，阿卡波糖产品有可能被列入下一轮带量采购药品名单中，但目前阿卡波糖产品获得一致性评价并具有参与带量采购竞标资格的企业只有华东医药与绿叶制药两家，因此该产品还存在较大竞争优势。据中华医学会糖尿病分会统计显示，中国约有 1.14 亿糖尿病患者（主要为二型糖尿病），且成人糖尿病的患病率在逐年攀升，使得阿卡波糖胶囊具有长期盈利的空间。

图 8：消化与代谢产品的营收增长情况（万元）



资料来源：Wind，国元国际

3.1.4 核心中枢神经系统产品

利斯的明透皮贴剂：是透皮贴剂形式的利斯的明，获美国食品药品监督管理局（FDA）批准，用于治疗因老年痴呆而导致的轻微至中度痴呆症及帕金森症导致的痴呆症。该产品以贴片形式给药，避免了传统口服药物带来的肠胃不适和吞咽困难的问题。并且，与传统利斯的明片剂相比，贴剂能有效降低给药频率，减少血药浓度波动，提供平稳持续的药物释放。利斯的明单片透皮贴片在包括美国、德国、法国、意大利等全球多个国家销售，据 IQVIA 统计显示，利斯的明单片透皮贴剂 2018 年在欧美市场的整体销售规模达到了 4.52 亿美元。公司开发的新剂量产品作为原有两种剂量产品的补充已成功在美国、德国上市。2018 年 9 月，利斯的明透皮贴剂上市申请获国家药品监督管理局受理，未来有望在中国上市，服务国内超过 600 万老年痴呆症患者。与此同时，针对利斯的明透皮贴片的创新性试验也获得了突破性进展，公司未来将会加大对利斯的明透皮贴片新产品的研究投入和成品的推广力度，以提高产品的市场占有率。

思瑞康及思瑞康缓释片：思瑞康（富马酸喹硫平、速释、IR）及思瑞康缓释片（缓释制剂）是具有抗抑郁特性的非典型抗精神病药物。思瑞康主要用于治疗精神分裂症和躁郁症，思瑞康缓释片在若干市场获准用于重度抑郁症和广泛焦虑症。2017年7月，思瑞康缓释片成功被列入国家健康保险药物清单的乙类范围，2018年7月，思瑞康缓释片在中国获批增加双向情感障碍的抑郁发作适应症。适应症的增加使产品市场扩大，有助于提升未来销售量。

3.2 非核心产品

表 3：非核心产品

产品名称	适应症	特点
肿瘤科产品		
天地达	降低反复接受顺铂治疗的晚期卵巢癌或非小细胞肺癌患者的肾脏内蓄积性毒性	-注射用氮磷汀
天地欣	用于恶性肿瘤的辅助治疗，恶性（癌性）胸腹水，老年病人反复出现呼吸道感染及各类免疫低下患者所患慢性肝炎、带状疱疹及艾滋病的治疗	-注射用香菇多糖
伊泰达	适用于急性早幼粒细胞性白血病、原发性肝癌晚期	-亚砷酸氯化钠注射液
中枢神经系统产品		
金思明	治疗阿尔茨海默病	-利斯的明透皮贴剂 -获 FDA “首先申请”地位
芬太尼透皮贴剂	治疗中度到重度癌症疼痛和非阿片类镇痛剂无效果的重度疼痛	
丁丙诺啡透皮贴剂	用于缓解慢性疼痛	
消化及代谢领域		
绿汀诺	用于酒精性及某些药物（化疗药、抗肿瘤药，抗结核药、精神抑郁药、抗抑郁药、扑热息痛）导致的中毒的辅助治疗。	-注射用还原谷胱甘肽
贝唐宁	用于二型糖尿病患者，与饮食	-盐酸吡格列酮胶囊

接下页 ↓

	控制和体育锻炼联合控制血糖	
诺森	适用于十二指肠溃疡、胃溃疡、急性胃粘膜病变、复合性胃溃疡等急性上消化道出血	-注射用泮托拉唑钠
诺森	适用于活动性消化性溃疡（胃、十二指肠溃疡），反流性食管炎和卓-艾氏综合征	-泮托拉唑钠肠溶微丸
塞力迈	用于成人及儿童急、慢性腹泻	-蒙脱石分散片
其他领域		
Apleek 避孕透皮贴剂	7 日避孕贴剂	-联合乙炔雌二醇和孕二烯酮两种激素
斯迪诺	用于治疗骨质疏松症及骨质疏松引起的疼痛	-注射用依降钙素
盐酸氨基葡萄糖片	用于全身所有部位骨关节炎的治疗和预防：包括膝关节、髋关节、脊柱、肩、手和手腕、踝关节等	
欧莱	适用于由炎症、退行性病办及创伤引致的局部肿胀	-复方七叶皂苷钠凝胶
欧开	适用于各种原因所致的软组织肿胀、静脉性水肿	-七叶皂苷钠片
风湿液	用于肝肾血亏、风寒湿痹引起的骨关节疼痛，四肢麻木，以及风湿性、类风湿性疾病	

资料来源：公司资料，国元国际

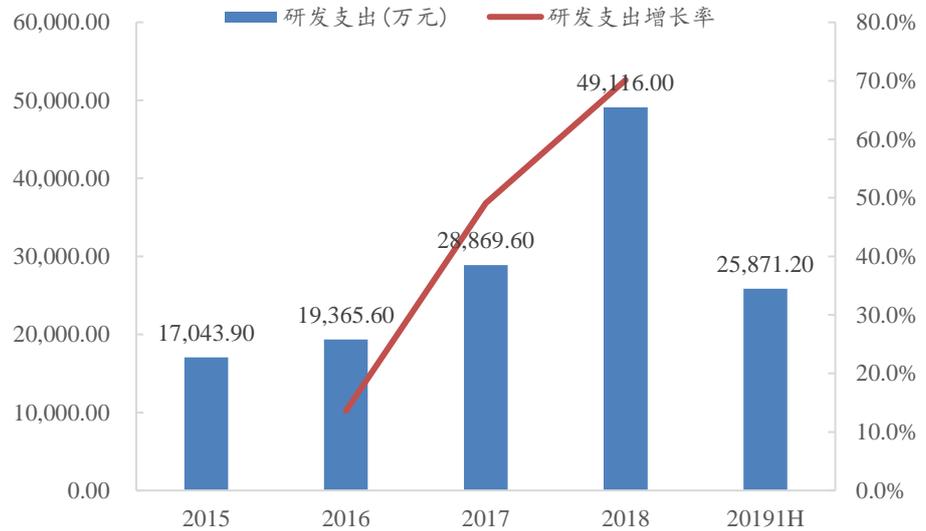
4.研发实力及管线

4.1 研发中心组织架构

公司从创立之初通过自建和不断的进行收购、合作的方式分别在中国、美国和欧洲建立了研发中心。其中，位于国内的研发中心主要负责的研发方向有长效及缓释技术、脂质体与靶向给药技术和生物抗体技术，是国内首个长效和靶向制剂国家重点实验室。美国研发中心主要负责前沿创新药物领域的技术探索学习及国际研发协作这两个方向。欧洲研发中心的主要研发方向是则是透皮释药技术。三大研发中心各有侧重，保障公司多个产品线的共同发展。

近年来，公司不断增加研发投入，重视研发能力的提升。研发支出从2015年的1.7亿元增至2018年的4.9亿元，2016、2017、2018年的研发支出增幅分别为13.6%、49.1%和70.1%。

图9：公司2015-2018年研发支出（万元）



资料来源：Wind，国元国际

4.2 研发技术平台和在研产品

公司目前掌握三大技术平台共七项技术，其中多项技术平台的建立和发展主要通过收购与合作的形式实现。2016年公司通过收购瑞士制药集团 Acino 获得全球领先的透皮释药技术，2017年收购两种生物抗体药（LY01008 和 LY06006）建立了生物抗体技术开发平台，同年入股 Exicure Inc.，并与 Abpro 合作进行新型双特异性抗体的开发工作。此外，2018年公司先后与 Excel Biopharm 和 Elpis Biopharm 建立合作关系，共同进行抗体和细胞、基因治疗方面的研究。

表4：研发技术平台

技术平台	技术	在研产品个数
先进药物递送技术	长效及缓释技术	15 个
	透皮释药	7 个
	脂质体与靶向给药技术	5 个
创新化合物和抗体	新型化合物	11 个
	新生物抗体技术	4 个
细胞、基因治疗	免疫细胞治疗	-
	基因治疗	-

资料来源：公司资料，国元国际

公司的产品研发分国内和海外两条产品线进行，海外研发的主要方向是中枢神经系统用药，在7款临床三期或待批准的药物中占了5款。国内研发以抗肿瘤用药和中枢神经系统用药为主，在8款进入临床三期或待批准阶段的药物中，抗肿瘤用药有2款，中枢神经系统用药有5款。其中，治疗精神分裂症和双向情感障碍的利培酮微球制剂 Rykindo(LY004)和治疗帕金森病的注射用罗替戈汀缓释微球 (LY03003) 分别在中、美进入临床三期或待批准阶段，未来将同步进入中国及海外市场，丰富公司产品线。此外，公司在2019年9月19日宣布用于治疗前列腺癌与乳腺癌的注射用醋酸戈舍瑞林缓释微球 (LY01005) 已在美国完成了人体药代动力学研究，研究结果表明 LY01005 在人体内的药物效应无显著性差异、安全性与耐受性良好。公司将与 FDA 就该药品进一步开发作协商，药品有望在短期进入上市申请阶段。

表 5：在研产品管线-进入临床三期或待批阶段

	治疗领域	适应症	产品编号	阶段
海外研发产品线				
	中枢神经系统	帕金森病	LY03003	临床 III 期
		精神分裂症和双向情感障碍	LY03004	待批准
新给药途径		轻度到中度老年痴呆症	LY30410	临床 III 期
		精神分裂症	LY03010	临床 III 期
	妇科	女性避孕	Apleek	待批准
小分子新化合物	中枢神经系统	中度至重度抑郁	LY03005	临床 III 期
其他	心血管	血脂异常	LY02405	临床 III 期
中国研发产品线				
	肿瘤	前列腺癌、乳腺癌	LY01005	临床 III 期
新给药途径	中枢神经系统	帕金森病	LY03003	临床 III 期
		精神分裂症和双向情感障碍	LY03004	临床 III 期
		轻度到中度老年痴呆症	LY03011	待批准（已在欧美上市）
		帕金森病	LY03401	临床 III 期

接下页 ↓

小分子新化合物	中枢神经系统	中重度抑郁症	LY03005	临床 III 期
抗体	肿瘤	结肠直肠癌或非 小细胞肺癌	LY01008	临床 III 期
	骨科	骨质疏松	LY06006	临床 III 期

资料来源：公司资料，国元国际

公司处于其他研发阶段的在研产品共有 14 种，其中抗肿瘤产品有 6 种，中枢神经系统产品 4 种。

表 6：在研产品管线-新给药途径

治疗领域	适应症	产品编号	阶段
海外研发产品线			
肿瘤	前列腺癌	LY01005	临床 I 期
中国研发产品线			
肿瘤	前列腺癌、子宫内 膜异位	LY01007	临床 I 期
	直肠癌和胰腺癌	LY01610	临床 I 期
中枢神经系统	精神分裂症	LY03010	临床前
	重度疼痛	LY021701	临床 II 期（已在欧 洲上市）
	中重度疼痛	LY021702	申请临床研究（已 在欧洲上市）
妇科	女性避孕	Apleek	申请临床研究

资料来源：公司资料，国元国际

表 7：在研产品管线-小分子新化合物

治疗领域	适应症	产品编号	阶段
海外研发产品线			
肿瘤	肿瘤免疫	LY01013	申请临床研究
中国研发产品线			
肿瘤	肿瘤	LY01013	临床 I 期
	小细胞肺癌	LY01017	申请临床研究 (Zepsyre 即将在 美国申请上市)
中枢神经系统	慢性疼痛	LY03012	申请临床研究

资料来源：公司资料，国元国际

表 8：在研产品管线-抗体

治疗领域	适应症	产品编号	阶段
海外研发产品线			
骨科	骨质疏松	LY06006	申请临床研究
中国研发产品线			
肿瘤	肿瘤骨转移	LY01011	临床 I 期
眼科	新生血管(湿性)老年性黄斑 部病变、糖尿病黄斑水肿等	LY09004	临床 I 期

资料来源：公司资料，国元国际

4.3 研发成果

公司在国内拥有 8 个创新基地，承担了超过 50 项国家级课题的研究并发表了多篇国际学术论文，拥有 28 项国家和省部的创新科技奖励。专利方面，公司拥有中国已授权专利 232 项，有效在申请专利 57 项。国外已授权专利 671 项，有效在申请专利 140 项。

5.管理团队

公司管理团队皆在制药行业从业多年，积累了丰富的市场、运营和管理的经验。集团执行董事、执行主席刘殿波先生自 1985 年以来，先后在蓬莱华泰治药有限公司和山东绿叶担任总经理。2003 年绿叶集团注册成立后，刘殿波先生担任集团首席执行官，负责公司管理、运营并把握战略方向。杨荣兵先生，集团创始成员之一，曾在浙江徐州生物化学制药厂担任厂长助理，1999 年起担任山东绿叶首席销售官和执行董事，2007 年获委任为执行董事。袁会先先生，中国人民大学国民经济学研究生，负责集团的政府关系业务。1994 年担任山东绿叶副总经理，现为绿叶集团执行董事。在医药政策方面，宋瑞霖先生自 2003 年起分别兼任《中国药房》杂志编委会副主任委员，北京大学医药管理国际研究中心首席研究员，卫生部“健康中国 2020 战略规划”药物政策专家组副组长等职。任中国药学会医药政策研究中心执行主任，中国药学会理事，中国医院协会常务理事。

6.财务表现

公司销售毛利率近年来略有下滑，2016-2018 年的销售毛利率分别为 81.7%、77.7%、78.3%。造成毛利率小幅度下滑的主要原因是研发支出的加大增加了营业成本。公司的研发投入从 2015 年的 1.7 亿元攀升至 2018 年的 4.9 亿元，三年增长了近 188%，

增长幅度超过了销售收入（101.9%），进而导致了毛利率的小幅度下跌。销售净利率也同样因加大的研发支出而呈现小幅度下滑趋势，2016-2018 年公司的销售净利率分别为 30.6%、25.7%、25.2%，总体保持在 25% 的水平，发展趋势稳定。

图 10：公司 2014-2019H1 销售毛利率

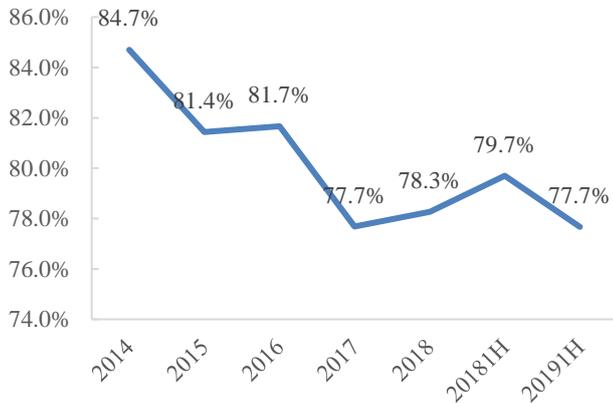
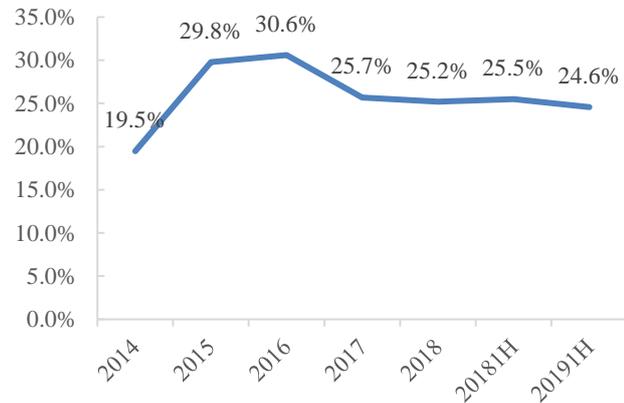


图 11：公司 2014-2019H1 销售净利率



资料来源：Wind，国元国际

资料来源：Wind，国元国际

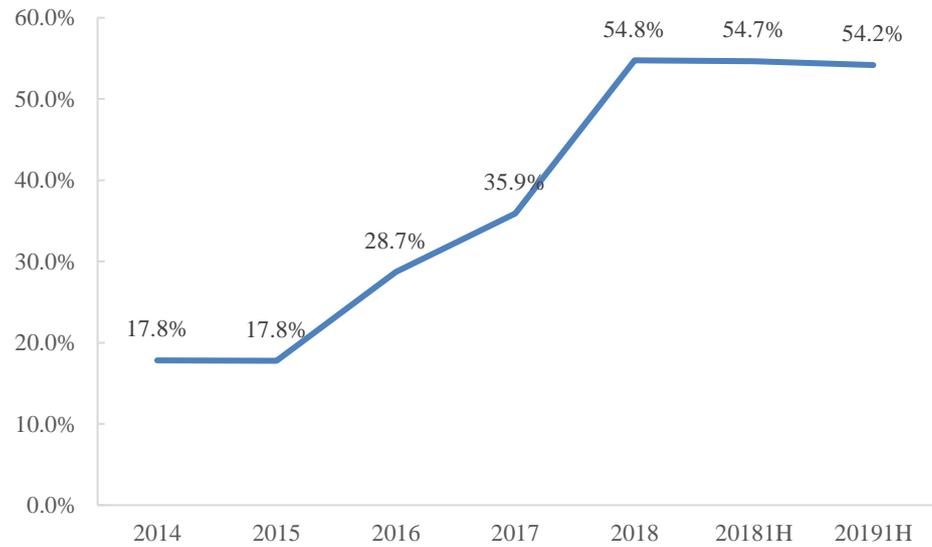
公司 ROE 自 2015 年来不断提高，从 14.3% 增长至 17.9%，代表公司盈利能力在不断增强。与此同时，公司的资产负债率在逐年大幅攀升，从 2014 年的 17.8% 提高至 2018 年的 54.8%，其中，公司应付账款及票据从 2014 年的 0.6 亿元增长至 2018 年的 2.8 亿元，2019 年上半年应付账款及票据达到近 5.7 亿元。公司短期借贷也从 2014 年的 3 亿元增加至 2018 年的 52 亿元。除流动负债的增加外，非流动负债也在大幅增加。2018 年公司长期借贷增加了近 8.5 亿元，2019 年上半年公司长期借贷达到 19 亿元。总体而言，公司债务规模虽然在过去两年不断扩大，但仍保持在正常水平，且公司现金充足，净利率水平稳定，未来偿债压力较小。

图 12：ROE



资料来源：Wind，国元国际

图 13：公司资产负债率



资料来源：Wind，国元国际

7. 盈利预测与投资建议

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 11.8，比港股医药平均 25.17 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 42.58% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

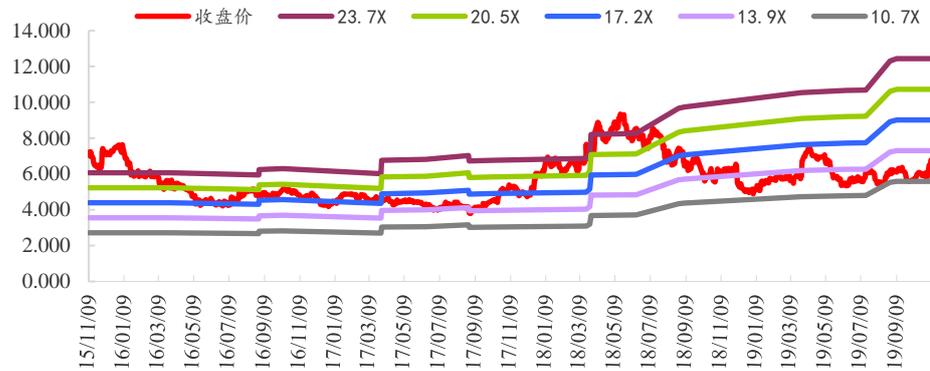
表 9：可比公司估值

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	19.83	2.32	14.6	14.1	11.8	9.8
	港股平均	93.02	5.92	41.44	33.64	25.17	38.72
2359.HK	药明康德	142.13	8.32	68.32	63.96	51.80	60.77
1177.HK	中国生物 制药	136.28	4.48	14.68	42.32	35.81	26.22
3692.HK	翰森制药	128.18	10.27	58.44	49.64	38.34	52.96
1093.HK	石药集团	119.41	7.13	32.83	29.12	23.62	26.73
2269.HK	药明生物	97.24	11.19	115.04	93.82	59.27	145.87
6160.HK	百济神州	80.43	7.40	--	-14.40	-15.28	-17.21
2196.HK	复星医药	54.57	1.80	20.55	18.01	14.98	24.37
3320.HK	华润医药	40.54	1.10	9.39	9.94	8.79	7.73
0874.HK	白云山	38.40	1.60	12.25	10.33	9.17	21.03
	美股平均	1,026.38	5.45	27.16	16.29	15.05	21.61
MRK.N	默克集团	1,477.25	7.86	22.66	20.80	18.38	35.85
PFE.N	辉瑞制药	1,430.01	3.43	12.60	14.93	16.98	--

NVS.N	诺华制药	1,414.60	3.85	17.12	--	--	--
NVO.N	诺和诺德	966.86	19.40	24.58	--	--	18.48
AMGN.O	安进	906.79	11.85	16.06	16.97	15.71	13.00
ABBV.N	艾伯维	849.04	-14.74	37.52	12.46	9.13	19.05
AZN.N	阿斯利康	830.26	9.51	55.03	--	--	30.39
TMO.N	赛默飞世尔科技	824.04	4.01	32.77	--	--	22.56
SNY.O	赛诺菲-安万特	793.10	1.77	33.66	--	--	--
GSK.N	葛兰素史克	771.90	7.60	19.61	--	--	11.96

资料来源: Wind, 国元国际

图 14: PE-BAND



资料来源: Wind, 国元国际

8.风险提示

- (1) 带量采购政策的普及使部分产品未来盈利受限: 公司核心产品贝希(阿卡波糖胶囊)的同类产品市场竞争激烈, 且阿卡波糖产品有可能进入下一轮带量采购名单当中。
- (2) 紫杉醇脂质体与注射用紫杉醇(白蛋白结合型)未来可能形成竞争格局
- (3) 债务增加, 未来有偿债压力
- (4) 力扑素的降价风险

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	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 (%)	0.14	0.31	0.36	0.21	0.17	0.17
EBITDA (%)	0.31	0.28	0.45	0.17	0.19	0.19
净利润 (%)	0.31	0.26	0.25	0.25	0.26	0.26

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
其他短期投资	2350.00	2575.00	1307.00	1463.84	1639.50	1836.24
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	3321.00	644.60	709.06	779.97
流动资产	5283.00	6295.00	8676.00	6253.26	6749.97	7535.03
固定资产	1702.00	2010.00	2837.00	2922.11	3009.77	3100.07
贷款	2221.00	2454.00	6027.00	6163.84	6394.48	6634.28
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	15339.21	16154.23	17269.37
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	6110.26	7113.54	8392.15

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 (%)	0.82	0.78	0.78	0.77	0.77	0.77
EBITDA 利率 (%)	0.32	0.32	0.34	0.33	0.34	0.34
净利率 (%)	0.31	0.26	0.25	0.25	0.26	0.26
ROE	0.14	0.14	0.16	0.26	0.26	0.27
ROA	0.10	0.09	0.07	0.10	0.12	0.13
营运表现						
SG&A/收入 (%)	0.09	0.11	0.09	0.09	0.09	0.09
实际税率 (%)	0.08	0.12	0.11	0.08	0.08	0.08
股息支付率 (%含优先股)	0.12	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
库存周转天数		297.80	215.74	164.10	91.72	55.07
应付账款天数	285.18	188.72	782.28	624.13	545.14	475.29
应收账款天数	200.14	154.42	126.23	107.30	91.20	77.52
财务状况						
资产负债率	0.29	0.36	0.55	0.60	0.56	0.51
收入/总资产	0.32	0.35	0.29	0.41	0.45	0.49
总资产/股本	1.40	1.56	2.21	2.51	2.27	2.06

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

投资评级定义和免责条款

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

免责声明

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。

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>