

# 运营效率提升，业绩稳健增长

## 事件

2018 年中期报告，公司实现营收 22.04 亿元，同比增长 19.1%，实现 EBITDA 8.77 亿元，同比增长 52.1%，实现归母净利润 5.63 亿元，同比增长 46.1%。每股收益 0.1754 元。董事会宣派股息为每股 0.043 元。

## 简评

### 营收稳健增长，核心品种销售良好

公司上半年实现营收 22.04 亿元，同比增长 19.1%。其中肿瘤产品（力扑素、希美钠）实现销售 10.89 亿元，同比增长 16.3%，力扑素单品仍实现 9.8 亿元销售，同比增长 15.9%，我们认为，力扑素剂型和疗效独特，公司拥有强大的销售网络，且对传统紫杉醇剂型仍有较大替代空间，希美钠收益医保报销解限，肿瘤线仍有望保持稳定增长。心血管产品（血脂康、麦通纳，欧开）实现销售 3.64 亿元，同比增长 27.7%，其中血脂康作为独家低价药品种，实现 19% 增长，麦通纳经过 2016-2017 年降价后，实现恢复性增长，上半年实现 33.8% 增长，欧开在低基数上实现增长 222%，我们认为心血管产品增长具有一定可持续性。消化代谢产品实现销售 4.71 亿元，同比增长 33.4%，其中贝希同比增长 34.5%。中枢神经系统用药产品实现收入 2.17 亿元，与去年基本持平。

### 预测和比率

	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入（百万）	3,815	4,997	6,127	7,046
变动（%）	30.7	31.0	22.6	15.0
净利润（百万）	981	1,364	1,644	1,931
全面摊薄 EPS	0.300	0.417	0.502	0.590
变动（%）	10.1	39.0	20.5	17.4
市盈率（倍）	22.2	15.9	13.2	11.3
每股现金流量	0.4	0.8	0.5	0.2
价格/每股现金流量（倍）	18.9	8.0	14.3	42.8
EV/EBITDA（倍）	20.4	13.4	11.0	9.4
每股股息	0.138	0.083	0.100	0.118
股息率（%）	2.1	1.3	1.5	1.8

## 绿叶制药 (02186. HK)

### 首次评级

### 买入

#### 贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

香港牌照：ASZ591

研究助理：袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

发布日期：2018 年 08 月 30 日

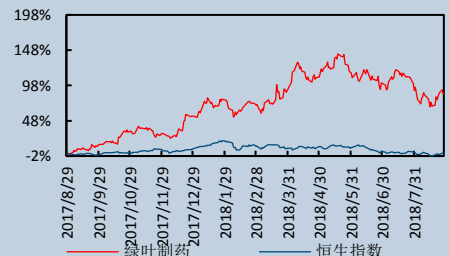
当前股价：7.4 港元

### 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
	-11.27/-9.7	-17.72/-9.79	72.82/71.07
12 月最高/最低价（港元）			9.86/3.95
总股本（万股）			327,496.53
流通 H 股（万股）			327,496.53
总市值（亿港元）			242.35
流通市值（亿港元）			242.35
近 3 月日均成交量（万）			2,170.5
主要股东			
绿叶制药投资有限公司			45.68%

### 股价表现



### 相关研究报告

### 运营效率提升，业绩超出市场预期

上半年公司分销开支 7.3 亿元，同比增长 10.9%，销售费用率 33.1%，较去年同期下降 2.4 个百分点，主要原因是运营效率提升和欧洲收购业务销售费用率较低。行政开支 2.17 亿元，同比减少 1.5%，主要原因是去年同期欧洲收购业务导致出现一次性费用，我们认为去年并购一次性影响在 3000 万左右。公司研发开支从 6.8% 提升至 9%，多个在研产品进入临床 III 期。应收账款周转天数 74 天，去年同期是 82 天，显示公司应收周转加快。我们认为，公司运营效率提升及欧洲收购降低整体费率水平，利润增速快于收入增速，业绩超出市场预期。

### 看好思瑞康中国销售，有望并表增厚利润

公司上半年收购英国阿斯利康在 51 个国家和地区的中枢神经系统产品——富马酸喹硫平片（思瑞康®）和富马酸喹硫平缓释片（思瑞康缓释®片）的资产项目，交易对价为 5.46 亿美元，将在若干年内分为四期支付，首期支付额为 2.6 亿美元。根据交易方给出的 2017 年销售数据，该系列产品在上述国家和地区的销售总额达到约 1.48 亿美元，其中亚洲区域销售额占一半。我们看好思瑞康及其缓释片的市场前景，主要原因有三点：第一，在中国地区思瑞康 2017 年新进医保目录，处于成长阶段；第二，缓释剂型壁垒高，仿制难度大，目前仍未有对手通过一致性评价；第三，喹硫平与类似竞品相比，在双相抑郁、双相躁狂领域有独特疗效和优势，增速快于精神科用药市场。

### 以剂型创新为特点，重点布局中枢神经及肿瘤

公司研发平台以剂型创新为特点，包括五大研发平台，长效及缓释技术、脂质体与靶向给药技术平台、透皮释药平台、新型化合物平台、生物抗体技术平台，覆盖数十个在研品种。其中生物抗体技术平台建立了国内首个基于全人抗体转基因小鼠（LuyeMab 小鼠）的全人单抗药物研发技术平台。

**图表1：国内主要在研产品**

代号	领域	适应症	临床进展
LY01005	抗肿瘤	前列腺癌、乳腺癌	临床 III 期
LY01007	抗肿瘤	前列腺癌、子宫内膜异位	临床 I 期
LY01008	抗肿瘤	结直肠癌或非小细胞肺癌	临床 III 期
LY01013	抗肿瘤	肿瘤	临床前研究
LY01610	抗肿瘤	直肠癌和胰腺癌	临床前研究
LY03003	中枢神经	帕金森症	临床 III 期
LY03004	中枢神经	精神分裂症和双向情感障碍	临床 III 期
LY03005	中枢神经	中重度抑郁症	临床 III 期
LY03010	中枢神经	精神分裂症	临床前研究
LY03011	中枢神经	轻中度老年痴呆	临床 III 期
LY021701	中枢神经	重度疼痛	IND 申报
LY021702	中枢神经	中重度疼痛	IND 申报
LY03012	中枢神经	慢性疼痛	IND 申报
LY05006	消化代谢	糖尿病	临床 I 期
LY02404	心血管	血脂异常	临床前研究
LY06006	骨科	骨质疏松	临床 I 期

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表2： 海外主要在研产品**

代号	适应症	领域	注册国家	临床进展
LY03003	帕金森氏病	中枢神经系统	美国	临床 II 期
LY03004	精神分裂症及躁动症	中枢神经系统	美国	NDA
LY03005	中度至重度抑郁	中枢神经系统	欧盟	临床 II 期
LY30410	轻度到中度老年痴呆症治疗	中枢神经系统	美国	临床 I 期
LY03010	精神分裂症	中枢神经系统	美国	IND
LY01005	前列腺癌	肿瘤	美国	临床 I 期
LY01013	肿瘤免疫	肿瘤	美国	临床前研究
LY02405	血脂异常	心血管	美国	临床 II 期
LY06006	骨质疏松	骨科	美国	临床前研究

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### 盈利预测与投资评级

考虑思瑞康 2018 年 7 月开始并表，我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 13.6 亿元、16.4 亿元、19.3 亿元，增长分别为 39%、20.4%、17.4%，对应每股 EPS 为 0.42、0.50 和 0.59 元/股。给予 18 年 25 倍 PE 估值，目标价 10.4 元。首次覆盖，买入评级。

### 风险因素

医保控费超预期；  
 研发进展低于预期。

**图表3： 损益表（人民币百万元）**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,563	2,918	3,815	4,997	6,127	7,046
销售成本	(476)	(535)	(851)	(939)	(1,195)	(1,374)
经营费用	(1,815)	(2,118)	(2,859)	(3,538)	(4,381)	(5,039)
息税折旧前利润	867	944	1,210	2,215	2,523	2,896
折旧及摊销	(115)	(141)	(250)	(756)	(777)	(888)
经营利润(息税前利润)	752	804	960	1,458	1,746	2,008
净利息收入/(费用)	6	17	(23)	(87)	(80)	(2)
其他收益/(损失)	140	154	179	179	179	179
税前利润	898	975	1,116	1,551	1,844	2,185
所得税	(133)	(81)	(136)	(182)	(198)	(252)
少数股东权益	-10	-2	1	-4	-2	-2
净利润	755	892	981	1,364	1,644	1,931
核心净利润	755	892	981	1,364	1,644	1,931
每股收益(人民币)	0.230	0.272	0.300	0.417	0.502	0.590

请参阅最后一页的重要声明

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA	867	944	1210	2215	2523	2896
每股股息(人民币)	0.009	0.047	0.138	0.083	0.100	0.118
收入增长(%)	-19	14	31	31	23	15
息税前利润增长(%)	13	7	20	52	20	15
息税折旧前利润增长(%)	11	9	28	83	14	15
每股收益增长(%)	25	18	10	39	21	17
核心每股收益增长(%)	11	9	28	83	14	15

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表4: 资产负债表 (人民币百万元)**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	844	398	1,266	1,497	2,589	2,794
应收帐款	1,313	1,600	1,614	2,544	2,718	3,318
库存	286	453	420	2,499	1,838	2,114
其他流动资产	2,629	2,832	2,996	3,327	3,161	3,244
流动资产总计	5,071	5,282	6,296	9,867	10,306	11,470
固定资产	1,196	1,702	2,010	3,043	2,965	2,859
无形资产	474	1,852	1,866	2,866	2,866	2,866
其他长期资产	312	370	589	1,361	1,477	1,661
长期资产总计	1,981	3,923	4,464	7,270	7,307	7,386
总资产	7,053	9,206	10,760	17,138	17,614	18,855
应付帐款	243	333	354	268	1,446	1,663
短期债务	502	1,624	2,861	3,361	3,886	4,602
其他流动负债	301	418	440	4,961	2,209	788
流动负债总计	1,045	2,375	3,655	8,590	7,541	7,053
长期借款	0	0	0	100	200	300
其他长期负债	207	269	209	460	570	655
长期负债总计	208	269	210	560	770	955
股本	427	427	427	427	427	427
储备	5,237	6,001	6,341	7,433	8,748	10,293
股东权益	5,664	6,429	6,768	7,860	9,175	10,720
少数股东权益	136	133	128	128	128	128
总负债及权益	7,053	9,206	10,760	17,138	17,614	18,855
每股帐面价值	1.73	1.96	2.07	2.40	2.80	3.27
每股有形资产	0.37	0.52	0.61	0.93	0.91	0.87

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表5： 现金流量表（人民币百万元）**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	898	975	1,116	1,551	1,844	2,185
折旧与摊销	115	141	250	756	777	888
财务费用	(6)	(17)	23	87	80	2
运营资本变动	146	(421)	(123)	561	(928)	(2,261)
税金	(133)	(81)	(136)	(182)	(198)	(252)
其他经营现金流	(77)	(45)	(50)	(51)	(51)	(51)
少数股东损益	(10)	(2)	1	(4)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	932	932	550	1,081	2,718	1,523
购买固定资产净值	(219)	(646)	(558)	(1,790)	(698)	(782)
投资减少/增加	(517)	12	(258)	0	0	0
其他投资现金流	105	(1,371)	37	(937)	51	51
投资活动产生的现金流	(631)	(631)	(2,005)	(780)	(2,727)	(648)
净增权益	38	26	(196)	0	0	0
净增债务	197	1,121	1,237	600	625	816
支付股息	(30)	(155)	(452)	(273)	(329)	(386)
其他融资现金流	6	17	(23)	(87)	(80)	(2)
融资活动产生的现金流	211	211	1,010	567	241	216
现金变动	512	(446)	868	232	1,091	205
期初现金	332	844	398	1,266	1,497	2,589
期末现金	844	398	1,266	1,497	2,589	2,794

资料来源：Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表6： 主要比率**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>						
息税折旧前利润率(%)	33.8	33.8	32.4	31.7	44.3	41.2
息税前利润率(%)	29.3	27.5	25.2	29.2	28.5	28.5
税前利润率(%)	35.0	33.4	29.3	31.0	30.1	31.0
净利率(%)	29.4	30.6	25.7	27.3	26.8	27.4
<b>流动性</b>						
流动比率(倍)	4.9	2.2	1.7	1.1	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	(121.9)	(46.3)	42.1	16.8	21.7	1196.4
净权益负债率(%)	(0.7)	25.1	29.5	86.7	39.8	26.7
速动比率(倍)	4.6	2.0	1.6	0.9	1.1	1.3
<b>估值</b>						
市盈率(倍)	28.8	24.4	22.2	15.9	13.2	11.3
核心业务市盈率(倍)	23.9	25.1	23.0	18.0	9.8	8.6
市净率(倍)	3.8	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0

请参阅最后一页的重要声明

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
价格/现金流(倍)	23.6	40.1	20.4	8.1	14.5	43.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.7	25.9	25.7	20.4	13.4	11.0
<b>周转率</b>						
存货周转天数	53.2	62.8	55.0	148.5	178.2	141.2
应收帐款周转天数	160.3	179.7	151.6	149.8	154.6	154.2
应付帐款周转天数	14.1	16.9	13.9	13.6	60.7	101.0
<b>回报率</b>						
股息支付率(%)	4.0	17.4	46.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	13.3	13.9	14.5	17.4	17.9	18.0
资产收益率(%)	10.70	9.68	9.12	7.96	9.34	10.24

资料来源：Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

## 研究助理

**袁清慧** 15600030536 yuanqinghui@csc.com.cn

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

### 社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 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（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859