

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

绿叶制药 (2186 HK)

临近多项上市审批相关正面催化剂

■ 考虑到FDA指定的LY3005的PDUFA目标日期为今年四季度,我们预计短期内公司将迎来重要的上市审批催化剂

■ 公司预计在未来12个月内有6款新产品上市,将弥补现有产品销售的增长压力

■ 我们将基于分类加总估值法的目标价下修至6.8港元。当前风险/回报比(9x/8x 20E/21E PER)仍然具有吸引力,维持买入评级

多项短期/长期催化剂值得市场关注

我们预计公司将在今年四季度至2021年迎来多项重大上市审批相关里程碑, 1) LY3005(安舒法辛缓释片)用于治疗中至重度抑郁症患者,已临近FDA定于第四季度的《处方药使用费法案(PDUFA)》的审批答复日期。此外,公司预计于2021年中递交LY3005的中国上市申请,或将涵盖包括性冷淡、性功能障碍和认知障碍等更广泛的适应症; 2) LY3004(利培酮缓释微球)预计将在第四季度获得国家药监局的上市批准,并计划于2021年中通过505(b)(2)许可途径向FDA递交上市申请。管理层认为相较于现有的口服药物,LY3004将改善精神分裂症患者的用药依从性; 3) LY01008(安维汀生物类似药)有望在2021年下半年获得国家药监局的生物药上市批准; 4) Lurbinectedin在中国完成桥接试验后,有望于2021年下半年向国家药监局,递交用于二线小细胞肺癌治疗的上市申请。我们认为上述进展表明公司将进入研发收获期。

力扑素的风险将临近释放

我们预计即将公布的国家医保谈判结果将释放力扑素的不确定性风险。我们通过敏感性测试,假设力扑素降价50%并换来30%的销量增长,2021年的盈利预测有12%的下降风险。但此悲观假设仍仅对应9倍的2021年预测市盈率,处于历史市盈率的最低区间。经过年初至今约20%的股价调整之后,我们认为目前的估值已经反映了力扑素的风险预期。

维持买入,基于分类加总估值法的目标价下修至6.8港元

我们将20年与21年的盈利预测分别下调16%与15%,主要反映新冠疫情与集采带来的负面影响。我们将基于分类加总估值法的目标价由7.7港元下修至6.8港元。公司目前股价对应估值接近历史市盈率区间底部(9x/8x 20E/21E PER)。维持买入评级,看好其后期管线逐渐进入收获期。

盈利预测及估值

人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
合并收入	3,815	5,173	6,358	6,379	6,976
同比增长(%)	31%	36%	23%	0%	9%
经调整净利润	1,068	1,335	1,500	1,396	1,584
同比增长(%)	21%	25%	12%	-7%	13%
经调整全面摊薄每股盈利(港元)	0.39	0.51	0.55	0.51	0.58
市盈率(x)	12.4	9.4	8.7	9.3	8.2
市净率(x)	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源:公司资料、招商證券(香港)预测,以2020年10月22日收盘价为基准

张皓渊, CFA

+852 3189 6354

haydenzhang@cmschina.com.hk

代方琦, CFA

+852 3189 6126

warrendai@cmschina.com.hk

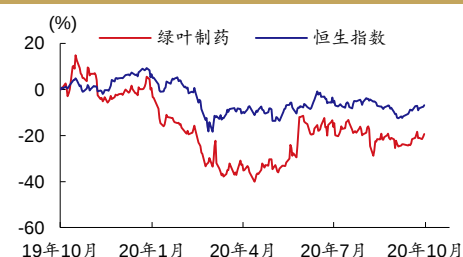
最新变动

公司更新

买入

前次评级	买入
股价(2020年10月22日)	4.82港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	6.8港元 (+41%)
前次目标价	7.7港元

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
2186 HK	9.5	27.3	(17.3)
恒生指数	4.5	4.0	(7.5)

行业: 医药医疗

恒生指数(2020年10月22日)	24,786
国企指数(2020年10月22日)	10,085

重要数据

52周股价区间(港元)	3.50-6.88
港股市值(百万港元)	15,595
日均成交量(百万)	12.89
每股净资产(港元)	4.05

主要股东

绿叶制药投资	46.7%
自由流通量	53.3%

资料来源:公司资料、贝格数据

相关报告

1. 绿叶制药(2186 HK) - 临床推进正面/风险回报吸引,使得市场关注(买入)(2020年6月28日)
2. Luye Pharma(2186 HK) - Still facing challenge in 2020 (BUY) (April 14, 2020)
3. Luye Pharma(2186 HK) - Another solid step forward (BUY) (Jan 9, 2020)
4. Luye Pharma(2186 HK) - A key milestone in transformative move (BUY), (Dec 3, 2019)

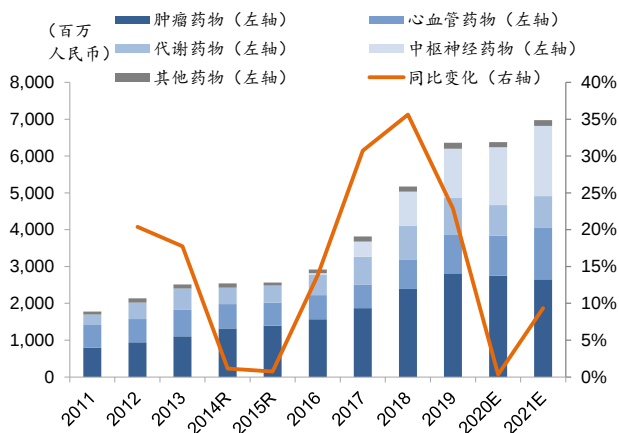
重点图表

图1: 绿叶制药历史股价和事件



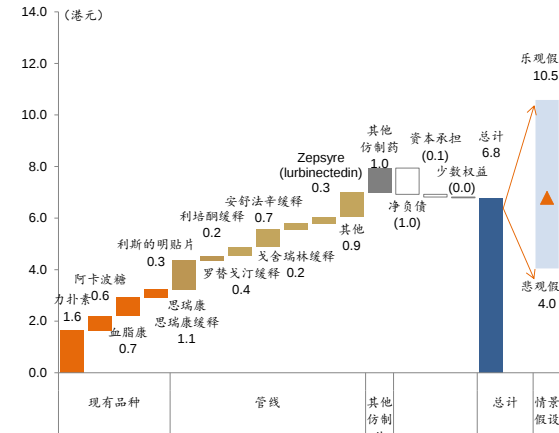
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图2: 收入明细



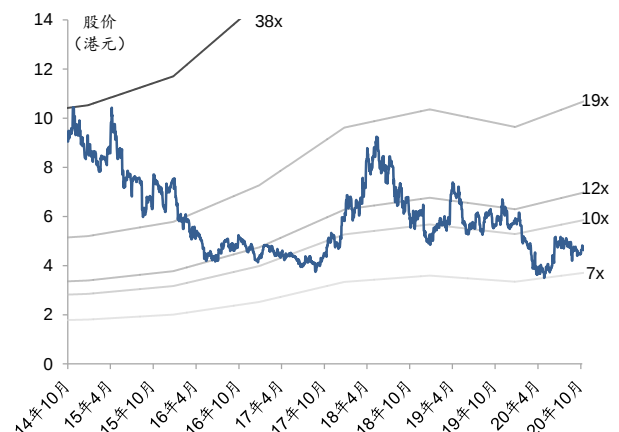
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图3: 估值分析



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图4: 市盈率区间



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图5: 每股盈利预测与市场共识对比



资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

盈利预测调整

图6: 盈利预测调整

(人民币百万元)	2020E			2021E		
	前次预测	本次预测	变动 (%)	前次预测	本次预测	变动 (%)
合并收入	7,097	6,379	-10%	7,810	6,976	-11%
销售成本	(1,611)	(1,627)	1%	(1,718)	(1,814)	6%
毛利	5,486	4,753	-13%	6,092	5,162	-15%
(-) 销售及市场推广开支合计	(3,655)	(3,094)	-15%	(4,022)	(3,383)	-16%
行政开支	(603)	(542)	-10%	(664)	(593)	-11%
销售及分销成本	(2,342)	(1,914)	-18%	(2,577)	(2,093)	-19%
研发费用	(710)	(638)	-10%	(781)	(698)	-11%
(+/-) 其他收入/开支	286	215	-25%	316	248	-22%
EBITDA	2,626	2,342	-11%	2,961	2,544	-14%
折旧和摊销合计	(508)	(466)	-8%	(574)	(516)	-10%
EBIT	2,118	1,875	-11%	2,387	2,028	-15%
(+/-) 财务开支净额	(206)	(340)	65%	(227)	(342)	51%
(+/-) 摊占合营及联营公司利润	1	1	0%	1	1	0%
(+/-) 非营业收入	-	-	n.a.	-	-	n.a.
税前利润	1,912	1,535	-20%	2,160	1,685	-22%
(-) 税项	(268)	(292)	9%	(302)	(253)	-16%
净利润	1,645	1,244	-24%	1,858	1,433	-23%
(-/+) 少数股东权益	(10)	(7)	-24%	(11)	(9)	-23%
股东应占净利润	1,635	1,236	-24%	1,847	1,424	-23%
	-	-		-	-	
经调整净利润	1,655	1,396	-16%	1,867	1,584	-15%
全面摊薄每股盈利 (人民币)	0.49	0.42	-16%	0.56	0.47	-15%
全面摊薄每股盈利 (港元)	0.61	0.51	-16%	0.69	0.58	-15%
年成长率 (%)						
合并收入	12%	0%	-11.3 pts	10%	9%	-0.7 ppt
毛利	12%	-3%	-15.0 pts	11%	9%	-2.4 pts
经调整净利润	10%	-7%	-17.2 pts	13%	13%	0.6 ppt
获利能力 (%)						
毛利率 (%)	77%	75%	-2.8 pts	78%	74%	-4.0 pts
经调整净利润率 (%)	23%	22%	-1.4 pts	24%	23%	-1.2 pts

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

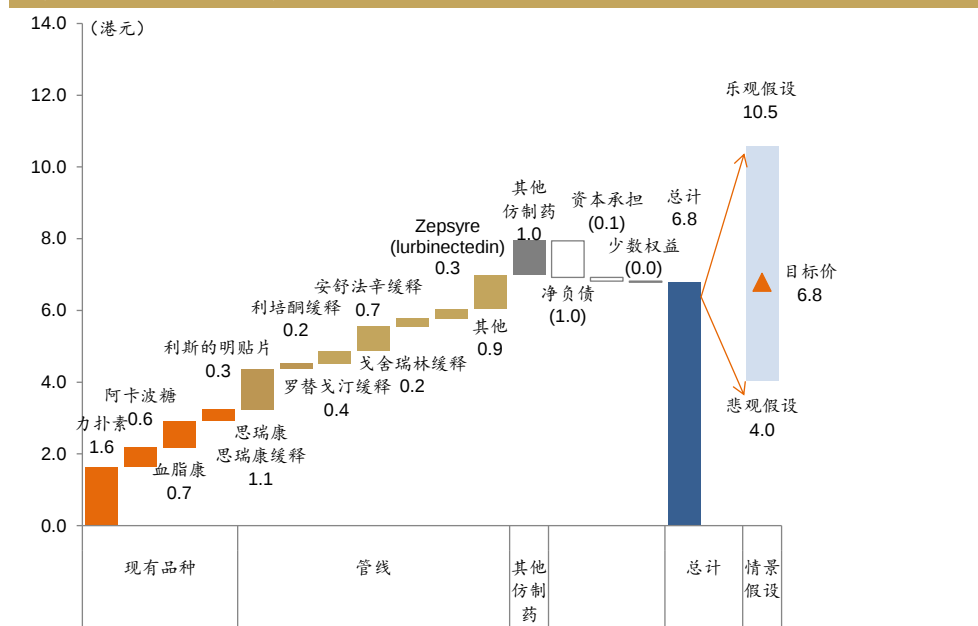
基于分类加总估值法的目标价

图7: 分类加总估值

(人民币百万元)	前次	本次	% 变动
核心管线与产品 (净现值, WACC=8.6%)	22,293	20,790	-7%
现有产品			
力扑素	5,952	4,845	-19%
阿卡波糖	2,587	1,663	-36%
血脂康	2,541	2,178	-14%
利斯的明贴片	830	912	10%
思瑞康/思瑞康缓释	3,069	3,374	10%
管线			
利培酮缓释	468	477	2%
罗替戈汀缓释	968	1,046	8%
安舒法辛缓释	2,060	2,000	-3%
戈舍瑞林缓释	639	708	11%
Lurbinectedin	696	767	10%
其他	2,483	2,820	14%
其他仿制药管线 (10x 2020E NOPAT)	3,990	2,828	-29%
净负债减可出售资产	(2,878)	(3,033)	5%
资本承担	(308)	(308)	0%
少数权益	(302)	(97)	-68%
估值总计	22,794	20,181	-11%
每股估值 (港元)	7.7	6.8	-11%

资料来源: 招商证券(香港)预测

图8: 分类加总估值图



资料来源: 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
非流动资产	4,465	8,864	9,954	10,761	11,216
物业、厂房及设备	2,241	2,979	3,957	4,620	5,232
土地使用权租赁预付款	223	217	256	256	256
无形资产	829	4,445	4,487	4,630	4,471
递延税项资产	94	98	94	94	94
商誉	1,037	1,041	1,038	1,038	1,038
其他	41	84	122	123	124
流动资产	6,296	8,676	9,360	9,550	10,194
库存	420	586	615	735	745
贸易应收款项	1,411	1,531	1,698	1,923	2,102
预付款项和其他应收款	202	258	258	258	258
待售资产	1,629	1,883	1,862	1,862	1,862
短期银行存款	421	1,438	1,602	1,602	1,602
现金及现金等价物合计	1,266	1,673	2,325	2,171	2,624
总资产	10,760	17,539	19,314	20,311	21,410
流动负债	3,655	8,203	5,546	5,605	5,621
贸易应付款项	105	280	298	357	373
其他应付款项	503	2,462	1,078	1,078	1,078
应付所得税	129	129	204	204	204
短期银行债务	2,861	5,291	3,944	3,944	3,944
其他	58	42	22	22	22
非流动负债	210	1,402	4,396	4,396	4,396
递延政府补助	74	109	132	132	132
递延税项负债	96	89	78	78	78
长期银行贷款	0	848	2,289	2,289	2,289
其他	39	357	64	64	64
股东资金	6,768	7,808	9,224	10,156	11,230
少数股东权益	128	126	148	155	164
负债及股东权益合计	10,760	17,539	19,314	20,311	21,410

现金流量表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动现金流	964	1,046	1,745	1,318	1,673
税前盈利	1,116	1,473	1,772	1,535	1,685
流动资金变动前营业利润	1,325	1,868	2,398	2,341	2,543
净流动资金变化	(114)	(486)	(290)	(287)	(174)
已付所得税	(196)	(179)	(177)	(292)	(253)
已付利息	(52)	(158)	(187)	(444)	(444)
投资活动现金流	(730)	(2,998)	(2,692)	(1,168)	(869)
购买物业、厂房及设备	(507)	(725)	(970)	(900)	(900)
购买土地使用权	(6)	-	(11)	-	-
购买无形资产	(112)	(1,756)	(2,242)	(372)	(70)
购买/处置子公司	(5)	(63)	-	-	-
净购买金融资产	(179)	(211)	18	-	-
收取利息	24	45	90	104	101
其他投资	125	73	117	-	-
筹资活动现金流	733	2,405	1,607	(304)	(350)
股票回购	(459)	(20)	(9)	-	-
派息	(218)	(295)	(377)	(304)	(350)
银行贷款偿还净额	1,410	2,720	(34)	-	-
融资现金流净额	733	2,405	(420)	(304)	(350)
期初现金	400	1,282	1,673	2,325	2,171
汇兑差额	967	452	660	(155)	454
期末现金	1,282	1,673	2,325	2,171	2,624

利润表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
合并收入	3,815	5,173	6,358	6,379	6,976
销售成本	(852)	(1,124)	(1,479)	(1,627)	(1,814)
毛利	2,963	4,049	4,879	4,753	5,162
(-) 销售及市场推广开支合计	(1,954)	(2,627)	(3,150)	(3,094)	(3,383)
行政开支	(352)	(441)	(526)	(542)	(593)
销售及分销成本	(1,287)	(1,686)	(2,035)	(1,914)	(2,093)
研发费用	(316)	(500)	(589)	(638)	(698)
(+/-) 其他收入/开支	209	171	220	215	248
EBITDA	1,469	1,912	2,392	2,342	2,544
折旧和摊销合计	(250)	(317)	(442)	(466)	(516)
EBIT	1,219	1,595	1,950	1,875	2,028
(+/-) 财务开支净额	(23)	(121)	(179)	(340)	(342)
(+/-) 摊占合营及联营公司利润	1	1	1	1	1
(+/-) 非营业收入	(80)	-	-	-	-
税前利润	1,116	1,473	1,772	1,535	1,685
(-) 税项	(136)	(167)	(280)	(292)	(253)
净利润	981	1,306	1,492	1,244	1,433
(-/+) 少数股东权益	1	(3)	(23)	(7)	(9)
股东应占净利润	981	1,303	1,469	1,236	1,424
经调整净利润	1,068	1,335	1,500	1,396	1,584
全面摊薄每股盈利 (人民币)	0.33	0.41	0.45	0.42	0.47
全面摊薄每股盈利 (港元)	0.39	0.51	0.55	0.51	0.58

主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
年成长率 (%)					
合并收入	31%	36%	23%	0%	9%
毛利	24%	37%	20%	-3%	9%
经调整净利润	21%	25%	12%	-7%	13%
获利能力 (%)					
毛利率 (%)	78%	78%	77%	75%	74%
经调整净利润率 (%)	28%	26%	24%	22%	23%
ROE	14%	17%	16%	12%	13%
ROA	9%	7%	8%	6%	7%
营运能力					
库存周转日数	187	163	148	151	149
应收账款周转日数	135	104	93	104	105
应付账款周转日数	45	91	74	80	75
现金周转日数	275	205	169	182	181
偿债能力					
自由现金流 (人民币百万元)	481	365	865	521	874
资产负债率 (%)	9.4	39.8	50.6	47.5	39.0

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828