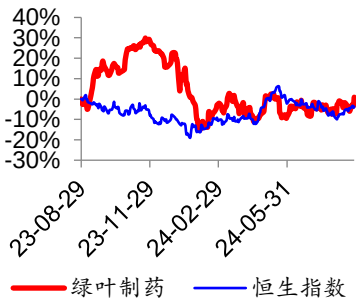
24H1 利润增厚显著，新老产品共同发力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-8-29

收盘价（港元）	3.03
近 52 周最高/最低（港元）	4.00/2.34
总股本（亿股）	37.62
流通 H 股（亿股）	37.62
流通股比例（%）	100%
总市值（亿港元）	114
流通市值（亿港元）	114

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超
执业证书号：S0010521120002
电话：055516888
邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】绿叶制药（2186.HK）公司深度：成熟产品稳步增长新产品放量在即，中枢神经管线及全球化持续领先 2023-10-20

2.【华安医药】公司点评绿叶制药（2186.HK）：销售收入快速增长，商业全球化稳步推进 2024-3-31

主要观点：

● **事件**

2024 年 8 月 28 日，绿叶制药发布 2024 年中报业绩，公司实现营收 30.75 亿元，同比+5.87%；归母净利润 3.88 亿元，同比+158.59%，业绩增长迅速。

● **点评**

✓ **费用下降显著，利润快速回升**

报告期内费用率为 56.98%，同比-13.38 pct，总体费用下降显著。其中销售费用率 27.67%，同比-10.73 pct；管理费用率 9.40%，同比-0.84 pct；财务费用率 9.04%，同比-1.53 pct；其他费用率 10.86%，同比-0.29 pct；公司 24H1 研发费用绝对值为 2.80 亿元，同比-5.40%。管理效能持续优化，营销组织架构调整，人均单产提升，财务费用得到合理控制，盈利能力显著回升。

✓ **新老产品共发力，肿瘤及中枢神经领域双位数增长**

报告期内，公司肿瘤领域收入 11.41 亿元，同比+25.3%，其中产品销售收入 8.55 亿元，新老产品协同发力，力扑素、博优诺继续稳定贡献、新产品百拓维、赞必佳处于市场进入阶段，逐渐贡献新增量。中枢神经领域收入 8.23 亿元，同比+20.9%，思瑞康及贴剂业务为主要贡献产品，面向国际市场，发展势头良好；次新产品若欣林增长迅速，24H1 实现 210%同比增长，已经超过去年全年销售额，成为国内增长最快的抗抑郁新药之一。心血管领域收入 7.63 亿元，同比-21.9%，上半年下滑较大主要为心血管线核心产品血脂康的销售下滑，主要由于小林制药原料事件舆论对其零售端销售影响，公司产品没有相关问题，从目前趋势来看，下半年将恢复增长。

✓ **产品获批如雨后春笋，丰富公司产品矩阵**

报告期内，公司共有 5 款产品分别在中国、美国获批上市。中枢神经领域 Erzofri®（帕利哌酮微晶）于美国正式获批上市，为治疗精神分裂症的长效月度制剂，有望替代每日口服成为更优解决方案；金悠平®（罗替高汀微球）、美比瑞®（帕利哌酮微晶）于今年 6 月获得 NMPA 于国内上市。肿瘤领域，博洛加®（地舒单抗）、米美欣®（羟考酮纳洛酮片）分别在今年 5 月、6 月获得 NMPA 批准上市。下半年，赞必佳®（注射用芦比替定）有望获批，成为小细胞癌新药物。公司新药密集获批，丰富肿瘤及中枢神经产品矩阵，深耕专业疾病领域，形成高潜力新药+稳增长成熟产品组合，在明年将陆续进入销售完整年，公司未来增长路径清晰。

● **投资建议**

我们预计 2024-2026 年绿叶制药营业收入分别为 68.12 亿元、83.98 亿元、99.23 亿元，同比增长分别为 11%、23%、18%；预计 2024-2026 年归母净利润为 7.76 亿元、12.41 亿元、15.94 亿元，同比增长分别为 46%、60%、28%，对应 PE 分别为 14X、9X、7X。我们看好公司在中枢神经领域孕育的长期价值、海外业务的高增长潜力、业绩恢复的良好趋势。维持“买入”评级。

● **风险提示**

新药研发的风险、审批准入不及预期风险、成本上升风险、销售浮动风险、国际形势变化的风险、行业政策风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6143	6812	8398	9923
收入同比（%）	3%	11%	23%	18%
归属母公司净利润	533	776	1241	1594
净利润同比（%）	-12%	46%	60%	28%
毛利率（%）	68.44%	71.50%	73.79%	72.93%
ROE（%）	4.25%	5.94%	8.76%	10.14%
每股收益（元）	0.14	0.21	0.33	0.42
P/E	26.10	13.87	8.67	6.75
P/B	1.12	0.82	0.76	0.68
EV/EBITDA	9.80	5.60	5.16	4.26

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,703	10,053	9,356	11,992
现金	3,239	2,811	1,067	2,874
应收账款及票据	2,355	1,911	2,053	1,957
存货	828	760	850	821
其他	4,282	4,570	5,387	6,340
非流动资产	14,787	14,295	14,787	14,138
固定资产	4,752	4,667	4,539	4,315
无形资产	7,411	7,072	6,670	6,245
其他	2,624	2,556	3,579	3,579
资产总计	25,491	24,348	24,143	26,130
流动负债	8,138	7,615	7,491	7,926
短期借款	5,196	3,896	3,896	4,456
应付账款及票据	767	749	740	731
其他	2,175	2,970	2,855	2,739
非流动负债	3,824	2,683	1,483	1,483
长期债务	3,228	2,128	928	928
其他	596	555	555	555
负债合计	11,962	10,298	8,974	9,409
普通股股本	486	486	486	486
储备	11,989	12,509	13,629	15,181
归属母公司股东	12,531	13,052	14,172	15,724
少数股东权益	997	997	997	997
股东权益合计	13,528	14,049	15,169	16,721
负债和股东权益	25,491	24,348	24,143	26,130

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,595	2,986	1,255	1,875
净利润	533	776	1,241	1,594
少数股东权益	6	0	0	0
折旧摊销	702	1,258	1,208	1,146
营运资金变动及	355	952	-1,194	-865
投资活动现金流	-1,418	-365	-1,403	-345
资本支出	-1,165	-834	-677	-497
其他投资	-253	469	-726	152
筹资活动现金流	842	-2,793	-1,475	319
借款增加	-493	-2,400	-1,200	560
普通股增加	923	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	412	-393	-275	-241
现金净增加额	915	-428	-1,744	1,807

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,143	6,812	8,398	9,923
其他收入	9	10	10	5
营业成本	1,939	1,941	2,201	2,686
销售费用	2,056	2,377	2,857	3,145
管理费用	644	703	826	969
研发费用	586	1,000	1,203	1,301
财务费用	558	328	214	215
除税前溢利	700	907	1,394	1,752
所得税	161	132	153	158
净利润	539	776	1,241	1,594
少数股东损益	6	0	0	0
归属母公司净利润	533	776	1,241	1,594
EBIT	1,258	1,236	1,608	1,966
EBITDA	1,960	2,494	2,816	3,112
EPS（元）	0.14	0.21	0.33	0.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	2.70%	10.88%	23.28%	18.16%
归属母公司净利润	-11.94%	45.63%	59.99%	28.45%
获利能力				
毛利率	68.44%	71.50%	73.79%	72.93%
销售净利率	8.67%	11.39%	14.78%	16.06%
ROE	4.25%	5.94%	8.76%	10.14%
ROIC	4.41%	5.26%	7.16%	8.09%
偿债能力				
资产负债率	46.93%	42.30%	37.17%	36.01%
净负债比率	38.33%	22.87%	24.77%	15.01%
流动比率	1.32	1.32	1.25	1.51
速动比率	1.09	1.04	0.86	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.27	0.35	0.39
应收账款周转率	2.97	3.19	4.24	4.95
应付账款周转率	2.92	2.56	2.96	3.65
每股指标（元）				
每股收益	0.14	0.21	0.33	0.42
每股经营现金流	0.42	0.79	0.33	0.50
每股净资产	3.33	3.47	3.77	4.18
估值比率				
P/E	26.10	13.87	8.67	6.75
P/B	1.12	0.82	0.76	0.68
EV/EBITDA	9.80	5.60	5.16	4.26

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。