

绿叶制药 (2186 HK)

核心产品需求稳定，多款新药将逐步兑现

拥有广阔销售网络的著名药企，产品线不断扩张

公司为港股著名制药企业，在肿瘤、心血管、中枢神经领域分别拥有力朴素、血脂康、思瑞康、利斯的明贴剂等著名产品，销售网络覆盖国内 21,000 多家医院和 80 多个国家。近年肿瘤与中枢神经领域又推出百拓维、赞必佳、若欣林等优质产品，预计 2025 年消化代谢领域的糖尿病重磅新药度拉糖肽与黄斑病变药物阿柏西普也有望获批，产品线不断扩张。

中枢神经业务收入稳健增长

公司中枢神经药包括精神分裂症药物思瑞康、阿尔兹海默症等的贴剂、抑郁症药物若欣林等，预计该板块收入 2023-26E CAGR 为 13.2%，基于：1) 从阿斯利康 (AZN US) 引进的思瑞康质量优异，国内主要竞争对手 20 年后两次集采降价，但没参加集采的思瑞康 2023 与 24 年上半年收入均稳定，表明刚需强大，预计 2024-26E 该态势将持续。2) 贴剂板块核心产品阿尔兹海默症药利斯的明为诺华 (NVS US) 产品的全球首仿，质量优异在各国销售，预计利斯的明销量的快速增加，贴剂业务 2024-26E 收入 CAGR 达 28.1%；3) 抗抑郁 1 类新药若欣林较现有产品更能增加快感，2024 年底新增纳入医保目录，预计销量将快速增加。

肿瘤与心血管业务收入下半年起将逐步回暖

公司肿瘤药包括用于卵巢癌、肺癌、乳腺癌等的力朴素、前列腺癌及乳腺癌药百拓维、小细胞肺癌药赞必佳等。2024 年上半年主要产品力朴素受医保控费等因素影响，肿瘤药收入较去年下半年环比下降约两成，但公司表示力朴素三季度销售温和回升，而且该产品为卵巢癌与肺癌诊疗指南的 1 级推荐产品，预计销售有望逐步回升。新产品百拓维与赞必佳临床数据优异，肿瘤板块 2025 年有望重拾增长。心血管业务血脂康上半年受同类产品小林制药 (4967 JP) 红曲保健品质量问题的影响，但日本 11 月已声明为小林旗下工厂问题，血脂康销售有望回升。欧开能广泛用于手术与炎症消肿，预计 2024-26E 销量将快速增加。

消化代谢业务收入 2025 年起收入重拾增长

公司消化代谢系统药物现有上市时间较长大幅增长可能性不高，但重磅糖尿病药度拉糖肽与糖尿病黄斑病变等用的阿柏西普 2025 年有望获批，该板块 2025 年起有望重拾增长。

2024 年股东净利润将显著提升

我们预计 2023-26E 收入 CAGR 为 7.2%。公司上半年将销售费用占产品销售收入比例从 40.1% 缩减至 30.9%，预计短期维持稳定，2024-26E 股东净利润将同比增加 50.9%、4.6%、6.5%。

首次覆盖并给予“买入”评级，目标价 2.90 港元

由于制药板块可比公司较多，使用相对估值法估值。公司目前估值显著低于行业平均，我们认为有提升空间。按照 12.0 倍 2025E PER 定价，目标价 2.90 港元，给予“买入”评级。

风险提示：(一)药价降幅超预期；(二)新药不能如期上市；(三)新药上市后销售情况不佳

主要财务数据 (百万人民币，更新于 12 月 16 日)

12 月 31 日年结	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,982	6,143	6,400	6,918	7,565
增长率 (%)	15.0%	2.7%	4.2%	8.1%	9.3%
净利润	604.8	532.6	803.8	840.8	895.7
增长率 (%)	扭亏为盈	-11.9%	50.9%	4.6%	6.5%
每股盈利 (人民币)	0.17	0.14	0.22	0.23	0.24
市盈率 (倍)	12.3	14.9	9.9	9.5	8.9
每股股息 (人民币)	0	0	0	0	0
股息率 (%)	0	0	0	0	0
每股净资产 (人民币)	2.92	3.36	3.60	3.86	4.13
市净率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

香港股市 | 医药

首次覆盖：买入

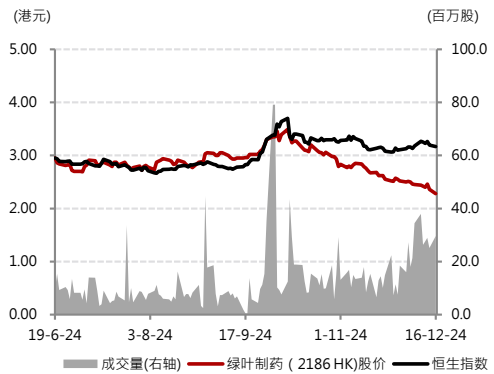
目标价：2.90 港元

股票资料 (更新于 2024 年 12 月 16 日)

现价	2.28 港元
总市值	8,576.61 百万港元
流通股比例	51.81%
已发行总股本	3,761.67 百万
52 周价格区间	2.25-3.77 港元
3 个月日均成交额	47.57 百万港元
主要股东	绿叶制药投资 (占 33.47%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

scarlett.shi@ztsc.com.hk

内容

拥有广阔销售网络的著名药企	4
中枢神经业务收入稳健增长	6
若欣林将受益于抗抑郁药物需求的快速增加	6
精神分裂症药物思瑞康销售收入将基本保持稳定	8
预计中枢神经领域药物销售收入将稳健增加, 2023-26E CAGR 为 12.9%	8
肿瘤药业务 2025 年起重拾增长	8
预计力朴素销售收入 2024 年下半年起将温和回升	9
博优诺收入将稳健增长	10
百拓维临床数据优异, 2024-26E 销售收入将快速增加	11
赞必佳 2024 年底在中国内地获批, 预计销售额将快速增长	12
预计肿瘤药 2023-26E 销售收入 CAGR 为 7.1%	13
心血管业务收入将逐步好转	13
血脂康刚需性较强, 预计下半年起销售收入有望环比温和回升	13
欧开销售收入有望维持较快增长	13
预计心血管业务收入 2024 年下半年将温和回升, 2025-26E 将平稳增长	14
消化代谢领域 2025 年起有望重拾增长	14
研发管线强大, 长远看中枢神经与肿瘤药在研产品值得期待	15
盈利预测	16
预计 2023-26E 收入 CAGR 为 7.2%	16
预计 2023-26E 股东净利润 CAGR 为 18.9%	16
首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 2.90 港元	17
风险因素	20
历史建议和目标价	21
公司及行业评级定义	22
重要声明	23

图表目录

图表 1: 全球三大研发中心介绍	4
图表 2: 核心产品介绍 (肿瘤)	4
图表 3: 核心产品介绍 (中枢神经、心血管、消化代谢)	5
图表 4: 公司收入 (单位: 百万人民币)	5
图表 5: 股东净利润 (单位: 百万人民币)	5
图表 6: 公司主要业务销售收入 (12 月 31 日年结, 百万人民币)	5
图表 7: 阿尔兹海默症患者脑部结构变化.....	6
图表 8: 若欣林 MADRS 总分较基数变化.....	7
图表 9: 若欣林 HAM-D17 总分基线变化 (单位: 百万人民币)	7
图表 10: 若欣林不易引发失眠与嗜睡等副作用	7
图表 11: 若欣林不易引发体重增加	7
图表 12: 常用口服精神病药物特点.....	8
图表 13: 公司中枢神经药物总收入预测 (单位: 百万人民币)	8
图表 14: 中枢神经领域产品收入预测 (单位: 百万人民币)	8
图表 15: 公司主要肿瘤药产品销售收入.....	9
图表 16: 2024 年上半年肿瘤药业务收入构成.....	9
图表 17: 力朴素与紫杉醇注射液在卵巢癌治疗方面临床数据对比	9
图表 18: 中国样本医院贝伐珠单抗注射液销售额 (单位: 亿元)	10
图表 19: 贝伐珠单抗注射液在中国市场抗癌药中市场份额	10
图表 20: 国内前五大贝伐珠单抗注射液对比.....	11
图表 21: 2018-22 年前列腺癌主要药物销售额 (单位: 亿元)	11
图表 22: 2018-22 年国内主要前列腺癌重点药物市场份额.....	11
图表 23: 百拓维与诺雷得在前列腺癌男性患者中去势效果相若	12
图表 24: 百拓维在前列腺癌男性患者中维持去势效果略优于诺雷得	12
图表 25: 百拓维与诺雷得注射后 28 天内降低乳腺癌患者血清雌二醇效果对比	12
图表 26: 注射后 29-85 天百拓维与诺雷得维持乳腺癌患者血清雌二醇水平对比	12
图表 27: 公司肿瘤药收入预测 (单位: 百万人民币)	13
图表 28: 公司肿瘤领域主要产品收入预测 (单位: 百万人民币)	13
图表 29: 欧开治疗对脑出血患者在脑水肿与血肿方面疗效.....	14
图表 30: 七叶皂苷钠片在四肢骨折术后肿胀处理中的临床数据	14
图表 31: 公司心血管业务收入预测 (单位: 百万人民币)	14
图表 32: 公司心血管业务主要产品收入预测 (单位: 百万人民币)	14
图表 33: 公司消化代谢业务收入预测 (单位: 百万人民币)	15
图表 34: 公司消化代谢业务主要产品收入预测 (单位: 百万人民币)	15
图表 35: 收入预测 (单位: 百万人民币)	16
图表 36: 毛利与毛利率预测 (单位: 百万人民币)	17
图表 37: 公司经营利润预测 (单位: 百万人民币)	17
图表 38: EBITDA 与 EBITDA 利润率预测 (单位: 百万人民币)	17
图表 39: 股东净利润预测 (单位: 百万人民币)	17
图表 40: 同业估值比较 (更新于 12 月 13 日)	17
图表 41: 主要制药企业 2023-26E EPS CAGR 对比.....	18
图表 42: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万人民币).....	19

拥有广阔销售网络的著名药企

绿叶制药成立于 1994 年，总部位于山东省烟台市。公司深耕制药行业 30 年，在中国、美国、欧洲均拥有研发中心。公司拥有六个生产基地，分布在北京、烟台、南京、成都、四川泸州与德国米斯巴赫。公司在肿瘤、心血管、中枢神经、消化系统等领域拥有 30 多个产品，销售网络广阔覆盖国内 21,000 多家医院并远销 80 多个国家。公司 2014 年在香港上市，2022 年至今收入与股东净利润均稳定增长。公司主要业务产品销售业务中，2024 年上半年肿瘤药、中枢神经药、心血管药、消化代谢药分别占 31.0%、29.8%、27.7%、7.1%。

图表 1: 全球三大研发中心介绍



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2: 核心产品介绍 (肿瘤)

名称	简介	获批时间	主要适应症
肿瘤			
力朴素	全球唯一上市的紫杉醇脂质体制剂	2003 年 (中国)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 卵巢癌的一线化疗及以后卵巢转移性癌的治疗、作为一线化疗，也可以与顺铂联合应用。 2) 曾用过含阿霉素标准化疗的乳腺癌患者的后续治疗或复发患者的治疗。 3) 曾用过含阿霉素标准化疗的乳腺癌患者的后续治疗或复发患者的治疗。与顺铂联合用于不能手术或放疗的非小细胞肺癌患者的一线化疗。
博优诺	贝伐珠单抗注射液生物类似药	2021 年 5 月 (中国)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 转移性结直肠癌：贝伐珠单抗联合以氟嘧啶为基础的化疗适用于转移性结直肠癌患者的治疗。 2) 晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌：贝伐珠单抗联合以铂类为基础的化疗用于不可切除的晚期、转移性或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌患者的一线治疗。 3) 复发性胶质母细胞瘤。 4) 妇科肿瘤：联合卡铂和紫杉醇用于初次手术切除后的 III 期或 IV 期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者的一线治疗，以及联合紫杉醇和顺铂或紫杉醇和托泊替康用于持续性、复发性或转移性宫颈癌患者的治疗。
百拓维	百拓维，自主研发的化学药品 2.2 类新药	2023 年 7 月 (中国)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 需要雄激素去势治疗的前列腺癌患者。 2) 可用激素治疗的绝经前期及围绝经期妇女乳腺癌患者。
赞必佳	注射用芦比替定，公司于 2019 年从 PharmaMar (PHM MC) 引进该产品在中国内地、香港及澳门开发和商业化的权益	2020 年美国获批，此后于 9 个国家获批，2023 年香港、澳门批准，2024 年底中国内地获批	含铂化疗中或化疗后疾病进展的转移性小细胞肺癌 (SCLC) 成人患者

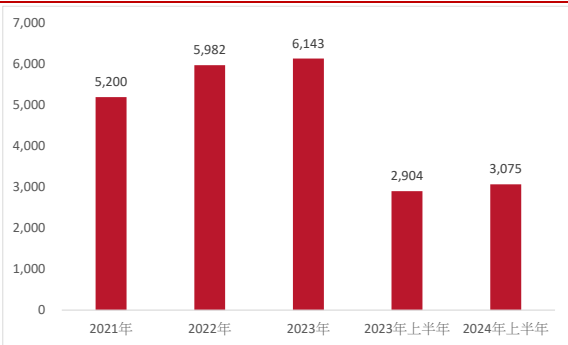
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3: 核心产品介绍 (中枢神经、心血管、消化代谢)

名称	简介	获批时间	主要适应症
中枢神经			
思瑞康	公司于 2018 年从阿斯利康 (AZN US)	1997 年于美国获批, 其后在多 国上市, 2000 年于中国获批	主要治疗精神分裂症和双相情感障碍
利斯的明贴片	全球首仿药	2015 年在美国获批后又在欧洲 与中国等相继获批, 分为单日 与多剂型, 其中一周两次的 多剂型为全球首款。	轻度与中度阿尔兹海默症
若欣林	自主研发的 1 类创新药	2022 年 11 月在中国获批	抑郁症药物
心血管领域			
血脂康	利用现代工艺发酵特制红曲 制成的纯天然调脂药。	1995 年	用现代工艺发酵特制红曲制成的纯天然调脂药
欧开	七叶皂苷钠片	不适用	应用于各种原因所致的软组织肿胀和静脉水肿
消化代谢			
贝希	阿卡波糖仿制药	已上市多年	2 型糖尿病

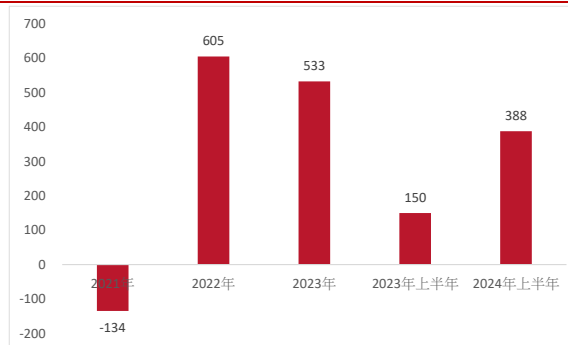
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 公司收入 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 股东净利润 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 公司主要业务销售收入 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2022 年	2023 年	2023 年上半年	2024 年上半年
总收入	5,982	6,143	2,904	3,075
同比	15.0%	2.7%	1.9%	5.9%
销售产品	5,059	5,627	2,785	2,757
同比	9.4%	11.2%	18.7%	-1.0%
占公司收入比例	84.6%	91.6%	95.9%	89.7%
--肿瘤	1,518	1,918	810	855
同比	43.6%	26.3%	34.9%	5.6%
--心血管	1522.37	1687.359	977.933	763.331
同比	11.8%	10.8%	24.8%	-21.9%
--中枢神经	1,214	1,394	671	823
同比	3.5%	14.8%	16.5%	22.7%
--消化及代谢	632	449	247	196
同比	-29.6%	-29.0%	-23.4%	-20.8%
--其他	173	179	78.916	120.268
同比	26.3%	3.9%	22.5%	52.4%
销售产品技术	400	200	0	250
同比	-16.7%	-50.0%	不适用	不适用
占公司收入比例	6.7%	3.3%	0.0%	8.1%
提供研发服务	87	82	51	37
同比	394.2%	-5.9%		-27.9%
占公司收入比例	1.4%	1.3%	1.8%	1.2%
对外许可协议	436	234	68	30
同比	473.1%	-46.2%	-10.4%	-55.3%
占公司收入比例	7.3%	3.8%	2.3%	1.0%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

中枢神经业务收入稳健增长

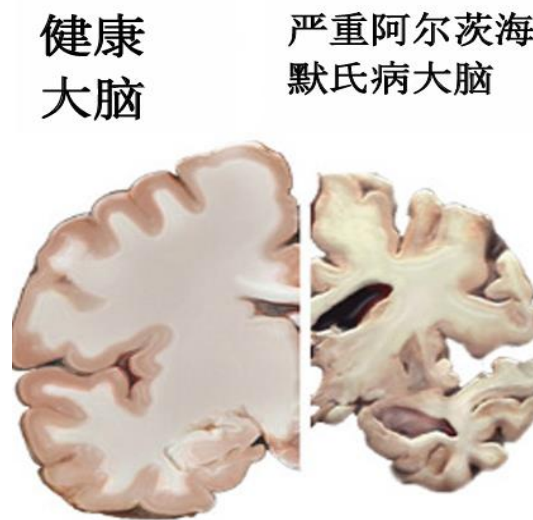
公司中枢神经领域的药物主要包括精神分裂症药物思瑞康、用于阿尔海默症等的贴剂产品及抗抑郁药物若欣林等。思瑞康、贴剂产品与若欣林分别占 2024 年上半年收入的 56.3%、30.8%、10.1%。我们预计 2024-26E 贴剂产品与若欣林将维持快速增长，思瑞康销售收入将基本维持稳定，具体理由如下。

阿尔兹海默症药利斯的明将引领贴剂业务收入快速增加

公司的贴剂产品主要包括用于阿尔兹海默症的利斯的明贴剂、帕金森症的罗替高汀贴剂、止痛贴剂芬太尼和丁丙诺菲，公司表示目前的收入多数来自用于阿尔海默症的利斯的明贴剂。我们认为，短期内利斯的明将继续引领贴剂业务收入持续增长。

阿尔兹海默症是一种中枢神经系统的退行性病变，是引发老年痴呆的主要成因之一。根据世界卫生组织报告，全球 5,500 万人的痴呆症患者中，60%-70%患有阿尔兹海默症，因此药物需求广阔。虽然目前没有药物能根治阿尔兹海默症，但核磁共振可检查出因阿尔兹海默症导致的大脑结构变化并作出早期诊断，及时治疗能延缓病情进展。

图表 7: 阿尔兹海默症患者脑部结构变化



来源: 美国国家卫生研究院老年研究所 (NIA), 中泰国际研究部

根据美国国家卫生研究院老年研究所 (NIA) 报告，目前全球用于阿尔兹海默症治疗的主要药物包括多奈哌齐 (donepezil)、利斯的明贴剂 (rivastigmine) 与加兰他敏 (galantamine)、美金刚等，其中美金刚主要用于中重度患者，其他则轻度至重度均可用。利斯的明通过乙酰胆碱酯酶 (AChE) 和丁酰胆碱酯酶 (BuChE) 这两种酶的活性，减少乙酰胆碱的降解。乙酰胆碱酯酶的主要功能是维持意识的清醒，在学习与记忆中起重要作用。阿尔兹海默症患者容易出现乙酰胆碱降低的症状，因此使用利斯的明减少乙酰胆碱的降解能改善患者的认知水平，能有效延缓阿尔兹海默症病情发展。由于阿尔兹海默症患者记忆力下降容易忘记服药，而且后期容易出现吞咽困难，因此相对于口服药而言，使用贴剂非常方便。此外，利斯的明是透皮贴剂，通过皮肤渗透，与口服药相比在使用后不会引发血药浓度的骤变，因此安全性较强。利斯的明被美国、欧盟、日本等国家广泛推荐。利斯的明的原研药为诺华 (NVS US) 于 2007 年推出，绿叶制药的为全球首仿，由公司的德国子公司开发，公司继 2015 年在美国推出单日剂型后，又于 2021 年在欧洲推出多日剂型，目前产品在欧美、中国等多国销售。由于疗效与安全性较好，利斯的明近年的销售额快速增加，导致贴剂业务收入在 2023 年与 2024 年上半年分别同比增加 27.8%/30.8%。考虑到阿尔兹海默症药物需求广阔，而公司的利斯的明被多国监管机构认可，市场认可度很高，我们预计短期内利斯的明仍将引领贴剂业务收入维持较快增加。我们预计贴剂业务的收入在 2023-26E 期间将从 3.6 亿元增加至 7.5 亿元，CAGR 为 28.1%。

若欣林将受益于抗抑郁药物需求的快速增加

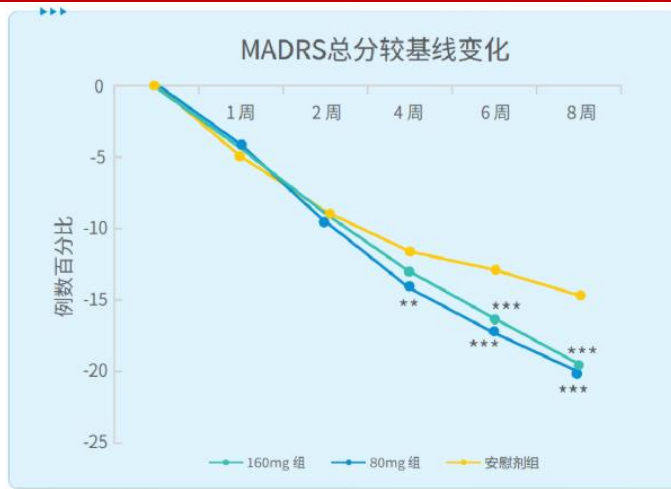
随着生活与工作压力的增加及社交距离加大等原因，近年来抑郁症患者在增加。根据世界卫生组织 (WHO) 估算，全球 3.8% 人口患有抑郁症，中国国家疾控中心则表示中国有约 9,500 万抑郁症患者。中疾控数据表明，目前国内每年目前有 28 万人自杀，其中 40% 有抑郁症，因此抑郁症的治疗已经变得愈发重要。

抗抑郁药物通过改善大脑中的部分化学物质 (如血清素、去甲肾上腺素和多巴胺) 的水平发挥作用。目前抗抑郁药物主要有单胺氧化酶抑制剂 (MAOI)、三环类抗抑郁药 (TCA)、五羟色胺(5-

HT)再摄取抑制剂 (SSRI)、五羟色胺和去甲肾上腺素再摄取抑制剂 (SNRI)、NE 特异性 5-HT 抗抑郁药 (NaSSA)、5-HT 受体拮抗和再摄取抑制剂 (SARIs) 等。根据中国药促会数据, 2022 年 SSRI 与 SNRI 约占抑郁症药物 90% 的市场份额。尽管如此, 这两类药物并没有针对多巴胺系统, 因此在增加动力方面效果不足, 而绿叶制药的若欣林能解决这个问题。若欣林®是一种 5-羟色胺 (5-HT)、去甲肾上腺素 (NE)、多巴胺 (DA) 三重再摄取抑制剂 (SNDRI), 因此较现有产品更能增加快感。

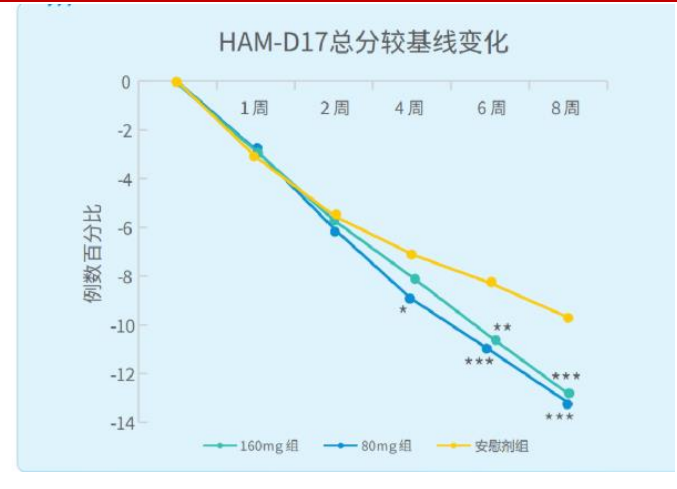
目前常用蒙哥马利抑郁评定量表 (MADRS) 与汉密尔顿抑郁量表 (简称“HAM-D”) 等方法来评估抑郁症。根据这两项评估, 若欣林能显著降低 MADRS 与 HAM-D17 评分, 因此若欣林疗效较好。安全性方面, 临床试验表明若欣林不容易引发精神类药物常见的嗜睡、失眠、体重增加, 不容易影响性功能。由于疗效与安全性较好, 若欣林在 2022 年底获批后销售收入快速增加, 2024 年上半年收入同比增加 209.6%。若欣林于 2024 年底刚刚被新增纳入国家医保目录。由于该产品是 1 类创新药, 国家医保局近期多次表示将大力支持创新药, 因此我们预计产品有望获得合理的医保谈判价格, 纳入国家医保目录后产品销量也将增加。综合以上因素考虑, 我们预计若欣林的销售收入将在 2023-26E 将从 6,551.6 万元增加至 2.7 亿元, CAGR 为 60.8%。

图表 8: 若欣林 MADRS 总分较基数变化



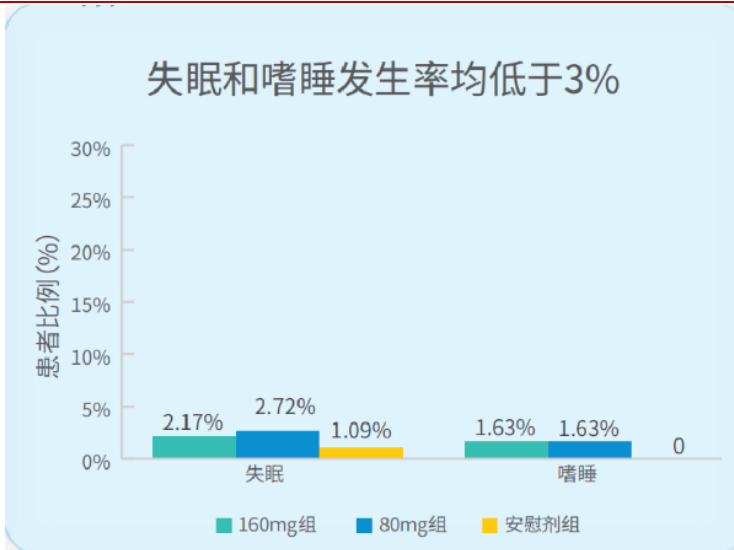
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: 若欣林 HAM-D17 总分基线变化 (单位: 百万人民币)



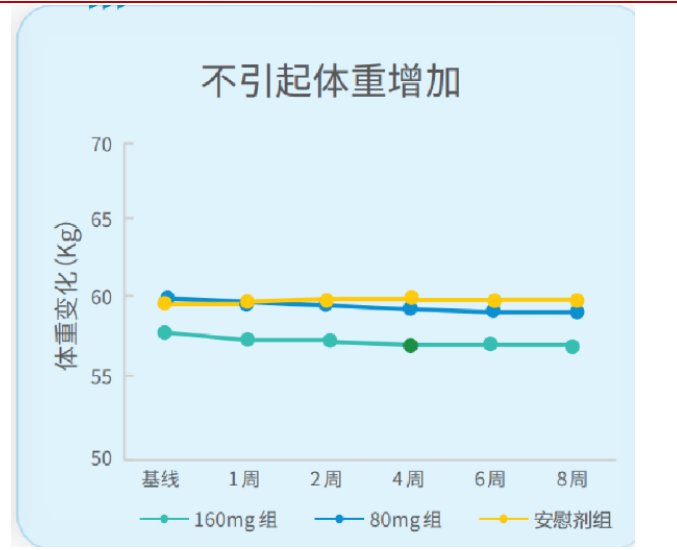
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 10: 若欣林不易引发失眠与嗜睡等副作用



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 11: 若欣林不易引发体重增加



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

精神分裂症药物思瑞康销售收入将基本保持稳定

思瑞康（富马酸喹硫平片及富马酸喹硫平缓释片）是绿叶制药 2018 年从阿斯利康（AZN US）收购的产品，主要用于精神分裂症与双相情感障碍（既有躁狂症又有抑郁症）。思瑞康于 1997 年在美国获批上市，绿叶制药 2018 年收购其 51 个国家及地区业务。思瑞康已上市多年我们不认为销售收入还会快速增长，但我们预计 2024-26E 销售收入将基本维持平稳，基于：1）精神分裂症与双向情感的知晓率与治疗率有望提升：根据人民日报报道，中国的精神分裂症治疗率虽然在过去 15 年大幅提升，但目前治疗率也仅不到 50%。根据世界卫生组织的统计，双向情感治疗的治疗率目前在全球范围内都仍然很低。尽管如此，由于目前的医学检查已可作出客观评估，因此我们预计未来这类疾病的治疗率有望逐步提升，药物需求也价格随之增加。2）思瑞康所属的喹硫平属于口服精神病药物中副作用较低的非典型性口服精神病药物，副作用相对较小，喹硫平又是三种最常用的口服抗精神病药物之一，医疗机构比较认可，因此我们认为短期内此类药物的需求有望维持稳定。3）思瑞康近年来在同类产品集采后销售额仍稳定，表明在中国医院的认可度较高。国内于 2020 年与 2021 年分别对喹硫平片与缓释剂进行集采，但是思瑞康并未参与。虽然思瑞康的同类产品中标后大幅降价，但思瑞康 2023 年与 2024 年上半年均与前年同期基本持平，我们认为这表明该产品在中国医疗机构的认可度很高。按照上半年的销售情况，我们预计 2024 年的销售额将同比增加 2.2% 至约 9.3 亿元，2025-26 年有望保持稳定。

图表 12: 常用口服精神病药物特点

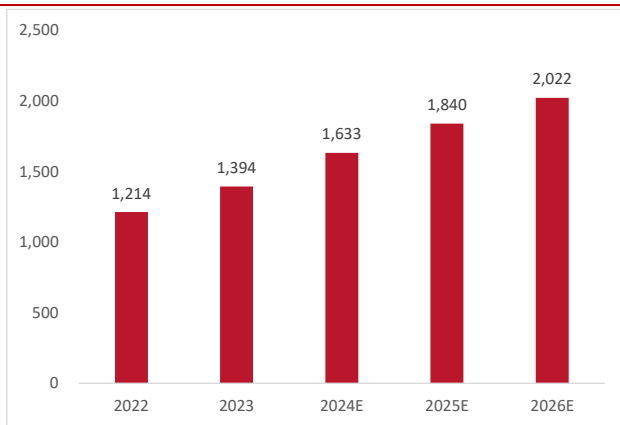
项目	具体内容
传统抗精神病药物(较旧类型)	氯苯噻、氟哌噻吨、氟哌啶醇、三氟拉嗪、珠氯噻醇
非典型抗精神病药物(较新类型)	包括氨磺必利、阿立哌唑、氯氮平、奥氮平、帕利哌酮、富马酸喹硫平
副作用比较	一般来说，非典型抗精神病药物的副作用较传统抗精神病药物的少，例如较少引起肌肉僵硬、焦躁不安、迟发性运动障碍(口、舌、脸、颌和间中其他身体部位不自主的活动)。

来源：香港政府药物办公室，中泰国际研究部

预计中枢神经领域药物销售收入将稳健增加，2023-26E CAGR 为 13.2%

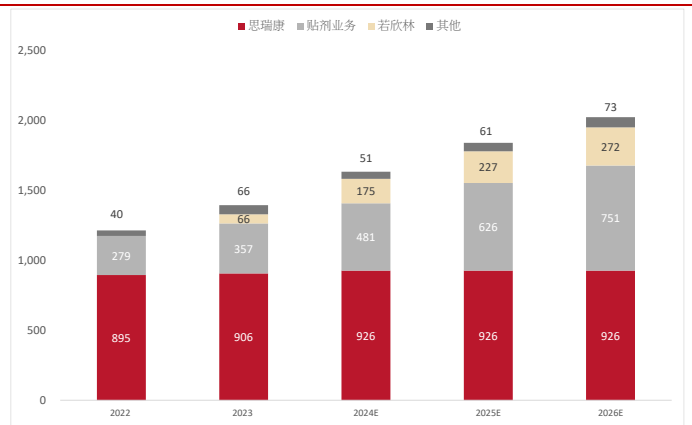
综合以上情况，我们预计 2024-26E 期间利斯的明与若欣林将引领中枢神经药物收入稳健增长，预计公司中枢神经药物的收入 2023-26E CAGR 为 13.2%。

图表 13: 中枢神经药物总收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 14: 中枢神经领域产品收入预测（单位：百万人民币）

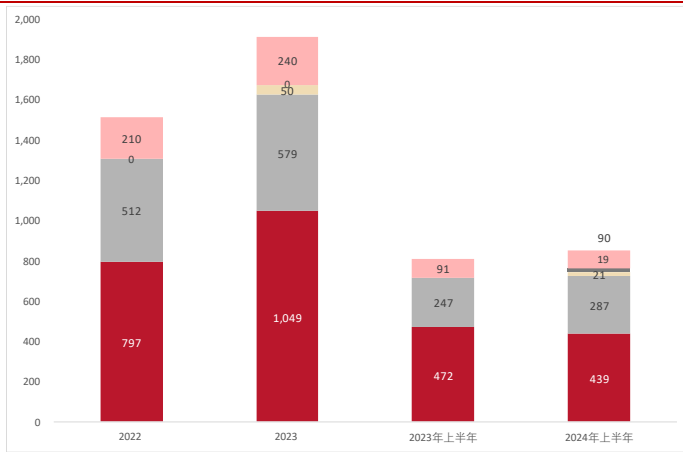


来源：公司资料，中泰国际研究部预测

肿瘤药业务 2025 年起重拾增长

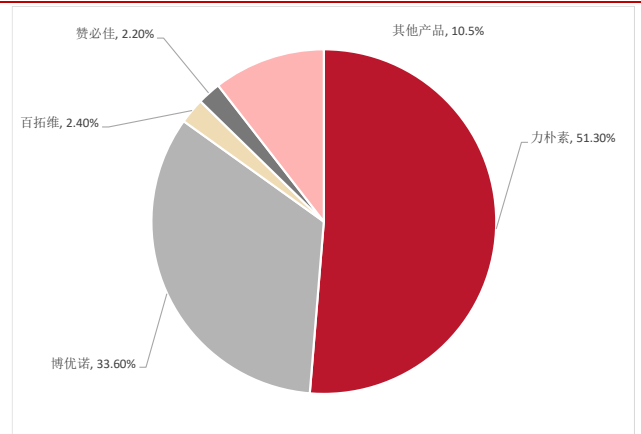
公司肿瘤药领域的现有核心产品包括力朴素、博优诺、百拓维与赞必佳，其中 2003 年获批的力朴素为全球唯一的紫杉醇脂质体，属于疗效较好的脂质体药物，因此至今临床应用广泛，占据公司 2024 年上半年收入的半壁江山。此外，博优诺所属的贝伐珠单抗使用群体广阔，公司产品又表现出较好的临床效果，因此上市后收入快速增长，2024 年上半年占公司肿瘤药销售收入超三成。此外，前列腺癌与乳腺癌药物百拓维与小细胞肺癌药物赞必佳分别于 2023 年下半年及 2024 年底获批在中国内地销售。这两种产品临床数据优异，2025 年起将引领肿瘤药业务收入重拾增长。

图表 15: 公司主要肿瘤药产品销售收入 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 16: 2024 年上半年肿瘤药业务收入构成



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

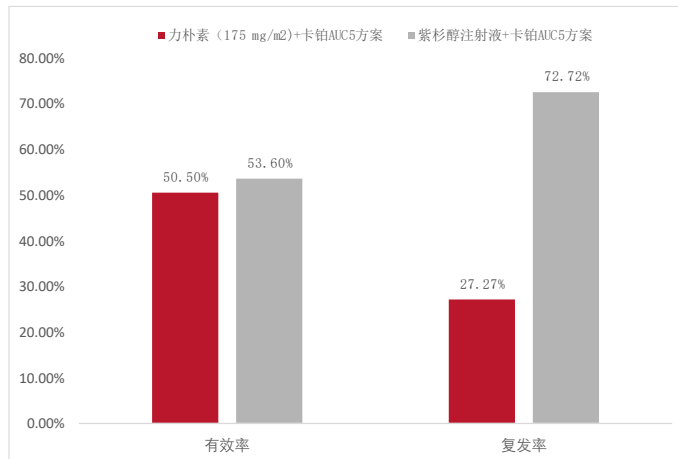
预计力朴素销售收入 2024 年下半年起将温和回升

力朴素的主要成分为紫杉醇, 辅料为卵磷脂、胆固醇、苏氨酸、葡萄糖。紫杉醇是一种从裸子植物红豆杉的树皮分离提纯的天然次生代谢产物, 抗肿瘤效果较好, 一直是化疗的基石药物。紫杉醇对卵巢癌、乳腺癌及肺癌等发病率较高的癌种有特效, 因此被广泛用于这些癌症的一线治疗。尽管如此, 由于紫杉醇难溶于水, 早年的紫杉醇注射液通常选择目前一般选择聚氧乙基蓖麻油与无水乙醇混合剂作为溶媒, 因此会引发严重的不良反应, 包括骨髓抑制、神经毒性、心血管毒性、关节及肌肉痛等。为了减少紫杉醇药物毒性, 近年来医药行业开发出紫杉醇脂质体、白蛋白紫杉醇, 通过不同的方式降低了紫杉醇药物的毒性。力朴素为全球唯一获批的紫杉醇脂质体。紫杉醇脂质体是以脂质体为载体, 在紫杉醇的基础上研制出的新剂型。该制剂用卵磷脂等材料包裹紫杉醇, 改善药物的溶解性, 延长药物半衰期, 增强药物靶向性, 降低药物毒副作用, 提高患者对药物的耐受性, 因此属于紫杉醇药物中疗效与安全性较高的产品。

力朴素目前主要用于卵巢癌、肺癌与乳腺癌, 其中前两项为主要收入来源, 因此我们重点观察产品在这两项适应症中的临床数据。临床数据表明, 在卵巢癌治疗中, 力朴素的有效率与紫杉醇注射液无明显差异, 但患者化疗后的复发率明显低于紫杉醇注射液, 过敏反应、脱发、恶心呕吐、腹泻、白细胞减少、血小板减少、肝功能损害等情况也均明显少于使用紫杉醇注射液的患者。基于这些情况, 中国临床肿瘤协会 (CSCO) 发布的《卵巢癌诊疗指南 2023》将力朴素与卡铂联合治疗的方法列为卵巢癌的一线治疗方案。肺癌方面, 根据中国临床肿瘤学会 (CSCO) 发布的《非小细胞肺癌诊疗指南 (2020 版)》, 力朴素联合铂类一线治疗晚期非小细胞肺癌 (NSCLC) 与紫杉醇联合铂类治疗疗效相当, 但安全性和耐受性更好, 末梢神经炎发生率降低, 因此为 I 级推荐方案。

除优异的临床数据以外, 我们认为短期内力朴素面对的同业竞争不会太大。虽然白蛋白紫杉醇是国内市场目前销售额最高的紫杉醇产品, 但是白紫的主要适应症是乳腺癌, 而不是力朴素主要针对的卵巢癌与肺癌, 因此短期内对力朴素的影响不会太大。

图表 17: 力朴素与紫杉醇注射液在卵巢癌治疗方面临床数据对比



来源: 苏州大学第一附属医院, 中泰国际研究部

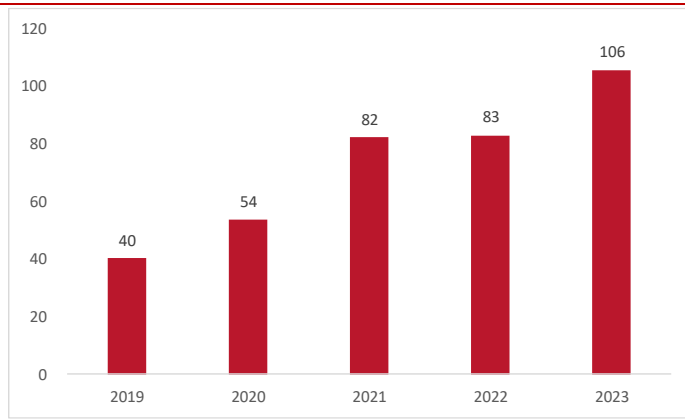
我们认为力朴素销售收入 2024 年下半年起将温和回升，2024-26E 销售收入分别为约 9.2 亿、10.1 亿、10.6 亿元，基于：1) 虽然上半年由于医保控费等原因收入同比下降 7.1%，公司表示三季度情况环比温和改善，预计下半年的销售情况将略好于上半年。2) 2024 年医保谈判中，力朴素被列入常规目录，因此未来将不再降价；3) 国家医保局已认识到医保基金不足对医疗机构与患者带来的影响，正通过“跨省亲属共济”与“医保+商保”一站式支付等方式来舒缓医保基金压力，我们认为长远看这些政策有利于肿瘤等高价药物的销售。力朴素为国家诊疗指南中卵巢癌与肺癌两大高发癌症的 I 级推荐用药，因此是典型的刚需型肿瘤药，我们认为将受益。4) 随着体检的普及，肺癌与卵巢癌的早期发现率将提升，这将催生用药需求。目前早期肺癌很多已可以在体检中发现，卵巢癌也可以通过超声波及血检检测卵巢癌指数 (CA125) 发现，因此这两种癌症的早期发现率有望提升，长远看力朴素作为 I 级推荐药物将受益于治疗需求的增加。

博优诺收入将稳健增长

博优诺为贝伐珠单抗注射液 (安维汀) 的生物类似药，由绿叶制药旗下的博安生物 (6955 HK) 研发，2021 年获批上市，目前已获批五项适应症并全部纳入国家医保目录，适应症包括：1) 转移性或复发性非小细胞肺癌；2) 转移性结肠癌；3) 复发性胶质母细胞瘤；4) 上皮性卵巢癌；5) 输卵管或原发性腹膜癌。

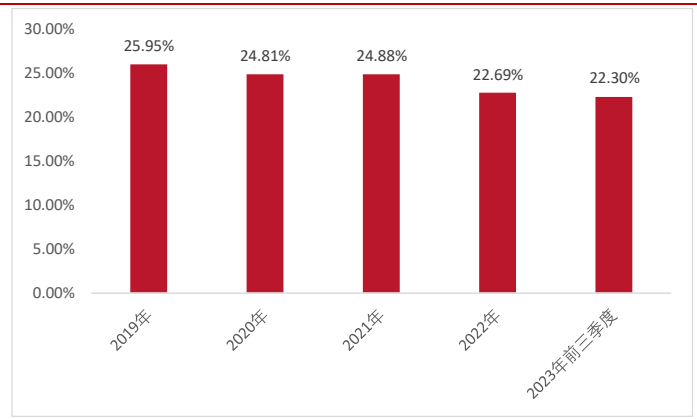
博优诺在上市后销售收入稳健增长，2023 年与 2024 年上半年分别同比增加 13.2% 与 16.3%。我们预计短期内收入还将稳健增长，2023-26 年期间的销售收入将从约 5.8 亿增加至 6.8 亿元，CAGR 为 5.7%，基于：1) 贝伐珠单抗注射液适用范围广阔：贝伐珠单抗为抗肿瘤血管生成的代表性药物，在转移性结肠癌、晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌、复发性胶质母细胞瘤、肝细胞癌、上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌、宫颈癌均表现出很好的疗效，适用性很广。根据国内著名医药数据库医药魔方，2019-23 年期间国内样本医院贝伐珠单抗销售额从约 40 亿元增加至 106 亿元，CAGR 为 27.3%。米内网数据则表明，贝伐珠单抗 2019-23 年前三季度在中国的抗癌药销售收入中始终保持 20% 以上的市场份额。考虑到贝伐珠单抗广泛的适用性，我们也同样认为这类产品短期内在中国的销售额还有增长空间。2) 虽然目前上市的贝伐珠单抗生物类似药已超 10 种，但博优诺为最畅销的产品之一。根据医药魔方数据，博优诺 2022 年市场份额排名第四。对比主要竞争对手齐鲁制药安可达、原研药安维汀、信达生物 (1801 HK) 的达蓓同、恒瑞医药 (600276 CH) 旗下苏州盛迪亚的艾瑞妥相比，博优诺单价处于较低的水平，获批适应症明显多于市场份额排名第五的苏州盛迪亚，因此竞争力与龙头企业基本相若。国家医保局资料表明，博优诺与原研药安维汀的疗效与安全性高度相近，因此我们认为博优诺将受益于贝伐珠单抗总体需求的增加。

图表 18: 中国样本医院贝伐珠单抗注射液销售额 (单位: 亿人民币)



来源: 医药魔方, 中泰国际研究部

图表 19: 贝伐珠单抗注射液在中国市场抗癌药中市场份额



来源: 米内网, 中泰国际研究部

图表 20: 国内前五大贝伐珠单抗注射液对比

药物名称	生产商	获批适应症	单价 (元/支)
安可达	齐鲁制药	结直肠癌; 非小细胞肺癌等	1,133
安维汀	罗氏药厂 (RHHBY US)	1) 转移性结直肠癌; 2) 晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌; 3) 复发性胶质母细胞瘤; 4) 肝癌; 5) 上皮性卵巢癌; 6) 输卵管癌或原发性腹膜癌; 7) 宫颈癌	1,500
达菥同	信达生物 (1801 HK)	1) 肺癌; 2) 结直肠癌; 3) 肝癌; 4) 胶质母细胞瘤; 5) 宫颈癌; 6) 卵巢癌	1,120
博优诺	绿叶制药 (2186 HK)	1) 转移性或复发性非小细胞肺癌; 2) 转移性结肠癌; 3) 复发性胶质母细胞瘤; 4) 上皮性卵巢癌; 5) 输卵管或原发性腹膜癌	1,087
艾瑞妥	恒瑞医药 (600276 CH) 旗下苏州盛迪亚	转移性结直肠癌和晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌、复发性胶质母细胞瘤	922

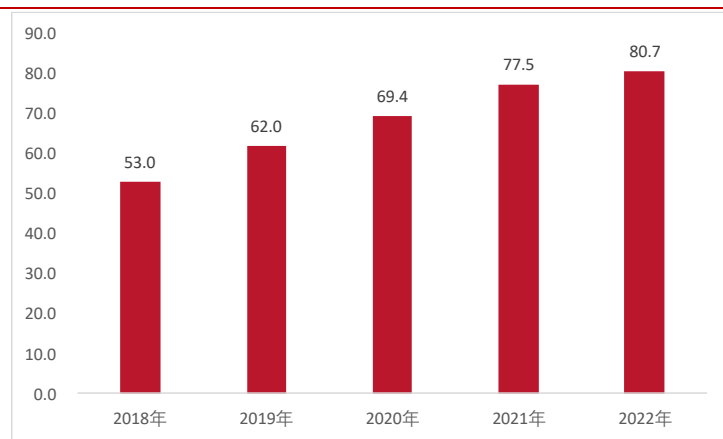
来源: 医药魔方, 米内网, 各公司, 中泰国际研究部

百拓维临床数据优异, 2024-26E 销售收入将快速增加

注射用戈舍瑞林微球 (百拓维) 是绿叶制药自主研发的化学药品 2.2 类新药, 2023 年 7 月在国内获批, 为全球首款获批的戈舍瑞林长效微球制剂。戈舍瑞林是一种促性腺激素释放激素, 作用机理为通过抑制脑垂体合成促黄体生成素, 来降低男性血清中的睾酮或女性血清中的雌二醇含量。百拓维目前获批的适应症: 1) 需要雄激素去势治疗的前列腺癌患者; 2) 可用激素治疗的绝经前期及围绝经期妇女的乳腺癌。

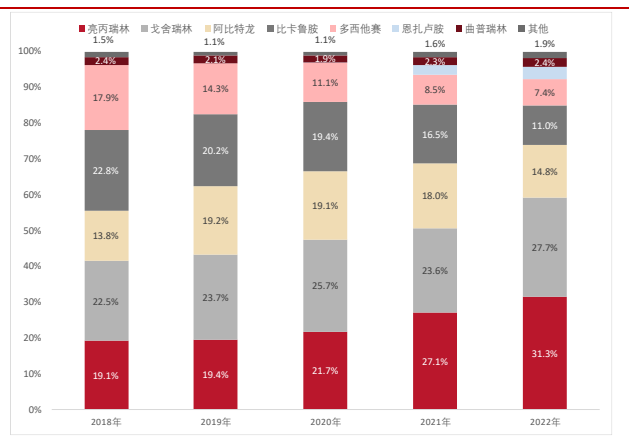
我们预计百拓维的销售收入在 2023-26E 期间将从约 4,985 万元增加至 9,975 万元, 2023-26E CAGR 为 26.0%。基于: 1) 前列腺癌为最常见的癌症之一, 药物需求在提升。戈舍瑞林属国家诊疗指南近年强烈推荐 ADT 疗法, 并且是目前国内最常用的前列腺癌药物之一, 2018-22 年市场份额始终稳定在 20% 以上并排名行业第二, 表明此类产品在医疗机构的认可度很高。百拓维的微球剂型疗效与原先的植入剂诺雷得相比, 维持去势方面的效果略优, 而且药物稳定性较强, 安全性也较高。2) 百拓维在乳腺癌治疗方面也表现出较好的疗效与安全性。研究表明很多乳腺癌病人血清中的雌二醇异常增高, 该现象与乳腺癌的发生发展密切相关。戈舍瑞林能有效降低女性血清雌二醇含量, 因此此类药物在乳腺癌治疗中效果较好。临床试验表明, 百拓维能将很多患者的血清雌二醇维持在绝经后水平, 因此被中国抗癌协会纳入《乳腺癌诊疗指南 (2024 年)》I 级推荐。3) 除较好的疗效以外, 百拓维的针头大小明显小于原研药诺雷得, 而注射方式从腹部皮下注射改为臀部或者大腿肌注, 因此能大幅降低注射疼痛程度, 并提升患者依从性。

图表 21: 2018-22 年前列腺癌主要药物销售额 (单位: 亿人民币)



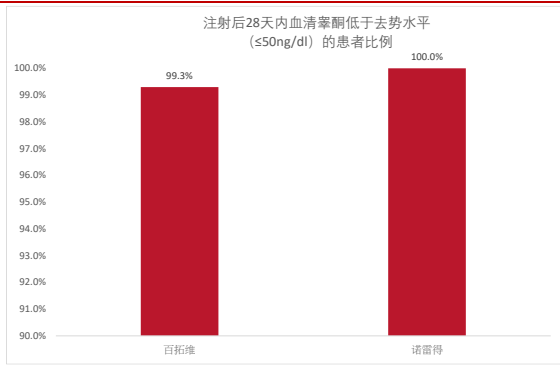
来源: 中国药促会, 中泰国际研究部

图表 22: 2018-22 年国内主要前列腺癌重点药物市场份额



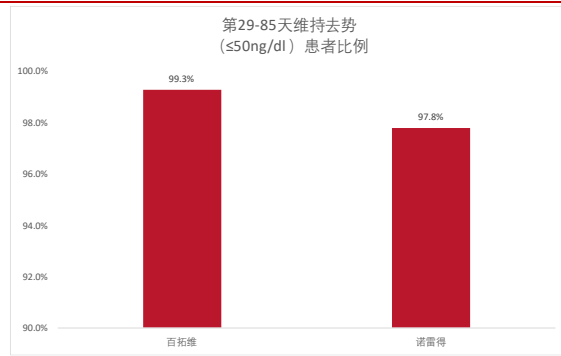
来源: 中国药促会, 中泰国际研究部

图表 23: 百拓维与诺雷得在前列腺癌男性患者中去势效果相若



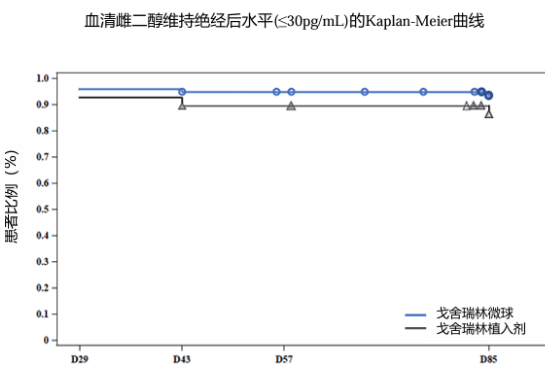
来源: 国家医保局, 中泰国际研究部

图表 24: 百拓维在前列腺癌男性患者中维持去势效果略优于诺雷得



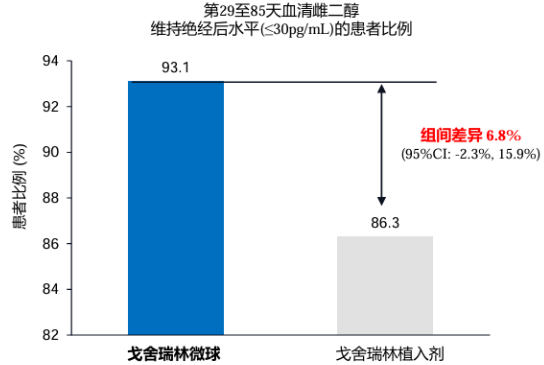
来源: 国家医保局, 中泰国际研究部

图表 25: 百拓维与诺雷得注射后 28 天内降低乳腺癌患者血清雌二醇效果对比



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 26: 注射后 29-85 天百拓维与诺雷得维持乳腺癌患者血清雌二醇水平对比



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

赞必佳 2024 年底在中国内地获批, 预计销售额将快速增长

注射用芦比替定(赞必佳)为绿叶制药从西班牙 Pharma Mar (PHM MC) 引进的小细胞肺癌药物, 绿叶制药拥有产品在中国内地、香港及澳门的开发与商业化权益。小细胞肺癌约占新发肺癌病例总数的 13%-17%, 是肺癌中恶性程度最高的一种类型。小细胞肺癌具有分裂速度快、容易转移 (2/3 患者在发现初期已有远处转移)、对化疗和放疗容易出现耐药, 患者容易复发。据统计约 75% 的局部晚期患者和超过 90% 的转移性患者在治疗 2 年内复发。根据国家医保局数据, 广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC) 患者的 5 年生存率仅 5%-10%, 因此属于较难治疗的肺癌, 亟需创新型治疗方案。

芦比替定是一种选择性的致癌基因转录抑制剂, 独特的双重作用机制使其在抑制肿瘤基因转录、导致肿瘤细胞凋亡的同时, 还可调节肿瘤微环境, 从而进一步发挥抗肿瘤作用。根据发表于美国国家卫生院 (NIH) 的临床数据, 赞必佳治疗小细胞肺癌的客观缓解率 (ORR)、中位数无进展生存期、总生存期分别为 35.2%、3.5 个月与 9.3 个月, 临床数据与安全性的综合表现略好于目前较为常用的拓扑替康。由于临床数据优异, 赞必佳于 2020 年获得美国 FDA 的附条件批准, 用于接受铂类药物化疗期间或期后出现疾病进展的转移性小细胞肺癌 (SCLC) 成人患者。赞必佳是 1997 年以来 FDA 唯一批准的用于治疗复发性 SCLC 的新分子实体。赞必佳已获欧洲肿瘤学学会 (ESMO) 小细胞肺癌指南 (2021 版)、美国国立综合癌症网络 (NCCN) 小细胞肺癌指南 (2022 版) 推荐, 产品在继美国获得附条件批准用于治疗转移性小细胞肺癌后, 还在另外 9 个国家获批上市, 香港与澳门也分别于 2023 年 12 月批准产品上市。

中国内地方面, 赞必佳 12 月刚刚获批。因为产品对中国患者表现出的临床数据比美国患者更好, 所以已获 2023 年中国临床肿瘤学会 (CSCO) 小细胞肺癌指南推荐。在正式获批于中国内地使用前, 赞必佳已被纳入北京市海外特药目录, 并被广东省卫健委纳入《广东省粤港澳大湾区内地九市临床急需进口港澳药品目录 (2024 年)》, 我们认为这些情况表明中国政府非常认可产品的疗效。

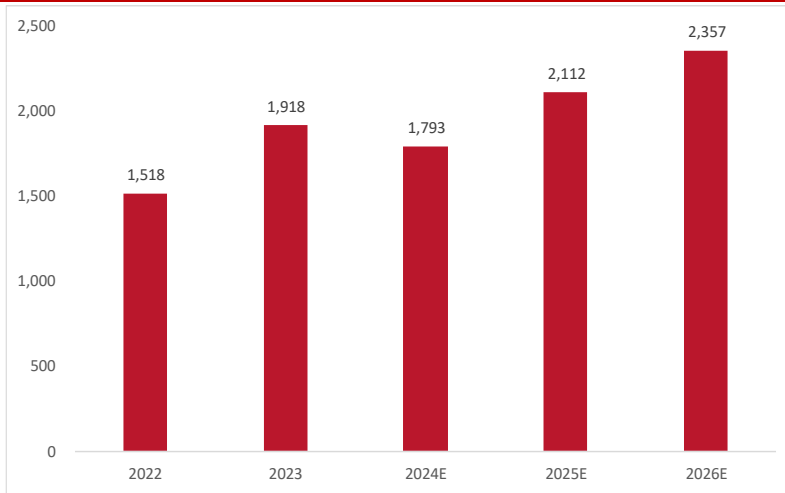
赞必佳目 2024 年的销售收入主要来源于香港与澳门, 上半年获 1,881 万元收入。我们预计在在中国内地获批后 2025 年销售收入将快速增加, 预计 2024-26E 期间销售收入将从 4,139 万元增加至 1.9 亿元, 理由包括: 1) 中国的小细胞肺癌发病率很高: 按国家癌症中心发布的肺癌每年约 82.8 万病例推算, 小细胞肺癌每年的新发病例约 11-14 万人, 化疗后复发比例很高, 目前缺乏有效药物, 而赞必佳在中国患者中表现出较好的临床效果, 因此预计市场需求广阔。2) 预计赞必佳的售价将控制在国内患者接受度较高的范围: 赞必佳在国内正式获批前在大湾区与海南博鳌通过“港澳药械通”等

试点销售，售价为 3.56 万元/支，每个疗程通常患者使用 8-10 支，因此人均用药成本约 30 万元左右。公司表示在国内正式获批后将通过赠药方式降低患者成本，因此我们认为公司有潜力将用药成本控制在较多患者能接受的范围。此外，考虑到国家医保目录大力支持优质创新药，芦比替定稀缺性很强，因此我们预计产品上市后有望被纳入国家医保目录，患者成本也有望降低。

预计肿瘤药 2023-26E 销售收入 CAGR 为 7.1%

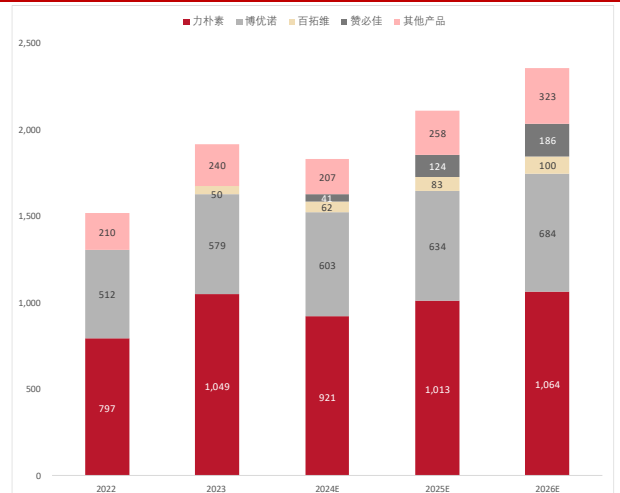
综合以上情况，我们认为由于主要产品力朴素上半年销售收入同比下滑，因此 2024 年肿瘤药销售收入将同比下降 8.0%，但随着 2023 年下半年获批的百拓维的销售放量与赞必佳在中国内地获批上市，我们认为 2025 年起肿瘤药业务收入将重拾增长，预计肿瘤药收入 2023-26E CAGR 为 7.1%。

图表 27: 公司肿瘤药收入预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 28: 公司肿瘤领域主要产品收入预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

心血管业务收入将逐步好转

公司心血管领域的收入主要来自心血管药物血脂康和欧开，这两个产品分别总共占 2024 年上半年心血管业务销售收入的 87.8%。公司心血管业务上半年受血脂康销售收入下降的影响同比下降 21.9%，但公司表示第三季度血脂康销售情况环比略有改观，欧开还在保持快速增长，我们预计下半年起心血管业务的收入有望温和回升，具体理由如下。

血脂康刚需性较强，预计下半年起销售收入有望环比温和回升

血脂康的主要适应症为高血压和高血脂，由于血脂康使用红曲原料制造，上半年因为小林制药 (4967 JP) 的红曲类保健品被曝伤肾并可能导致死亡，市场忧虑红曲类产品的安全性，血脂康销售额同比下跌 35.1% 至约 5 亿元。根据日本厚生劳动省的 11 月 20 日发布的调查结果，小林制药的红曲类产品出现问题的原因为大阪工厂与和歌山工厂管理不善导致工厂有青霉菌，青霉菌培养后会变成对肾脏有毒性的软毛青霉酸，软毛青霉酸会造成泌尿小管的变性坏死。我们认为，下半年市场对红曲类产品还会有忧虑，但是从日本当局调查半年多的结果看，小林制药的情况应为个别问题，与血脂康无直接关系。血脂康的降脂机制与目前最常用的他汀类药物类似，但因主要成分是用特制红曲加入稻米生物发酵精制而成的 13 种天然他汀，而不是人工合成他汀，因此能用于他汀类药物不耐受患者的治疗。根据国家心血管专家委员会发布的《他汀不耐受临床诊断与中国专家共识》，中国人群中他汀类药物相关不良反应发生率为 7.46%，而血脂康能显著降低心血管事件发生率及冠心病患者死亡率而且不良反应较少，血脂康为针对此类患者的专家推荐用药。此外，《中国血脂管理指南 (2023 年)》也将血脂康推荐为他汀类药物不耐受患者的起始治疗用药，因此我们认为血脂康刚需较强。综合以上情况，我们预计血脂康销售收入 2024 年下半年将较上半年环比温和回升，2025-26 年将平稳增长。

欧开销售收入有望维持较快增长

欧开为中国唯一的口服七叶皂苷钠片。七叶皂苷钠为叶树科植物天师栗的干燥成熟果实 (娑罗子) 提取物得到的皂苷钠盐。七叶皂苷钠具有抗渗出、稳定细胞膜、阻断炎症介质释放、增加毛细血管阻力等作用。虽然公司将欧开列入心血管药物，但实际上该药物在临床上使用范围很广，常被用来治疗脑水肿、炎症渗出性水肿、静脉回流障碍性疾病等。目前七叶皂苷钠的剂型有注射剂、口服制剂和擦剂，其中注射剂主要用于术后消肿，擦剂主要用于皮肤消肿，但欧开作为国内唯一的口服制剂，不管手术还是普通消炎消肿都能使用，因此使用非常方便，而且产品的临床数据较好，因此近年来销售收入快速增长，2023 年与 2024 年上半年收入分别同比增加 56.0% 与 41.7%。我们预计未来两年将维持快速增长，因此产品收入在 2023-26E 期间将从约 2.7 亿元增加至 5.0 亿元，CAGR 为

23.2%。

图表 29: 欧开治疗对脑出血患者在脑水肿与血肿方面疗效

	例数	治疗前 (ml)	治疗后 3d (ml)	治疗后 14d (ml)	
V _{水肿}	观察组	60	7.2±1.8	8.2±1.9*	2.4±0.3*
	对照组	60	7.1±1.8	9.4±2.4*	4.1±0.7*
	t		0.327	-2.811	-17.038
	P		0.744	0.006	0.000
V _{血肿}	观察组	60	20.8±3.3	20.0±3.0	9.0±1.2*
	对照组	60	20.3±3.4	19.8±3.0	14.0±2.6*
	t		0.806	0.395	-13.373
	P		0.422	0.693	0.000
EI	观察组	60	35.8±10.7	42.1±11.8*	26.9±5.7*
	对照组	60	36.2±11.0	48.2±14.2*	30.5±9.4*
	t		-0.201	-2.549	-2.560
	P		0.841	0.012	0.012

来源: 蚌埠医学院第一附属医院, 中泰国际研究部^EI 为水肿指数, 即水肿体积/血肿体积

图表 30: 欧开在四肢骨折术后肿胀处理中的临床数据

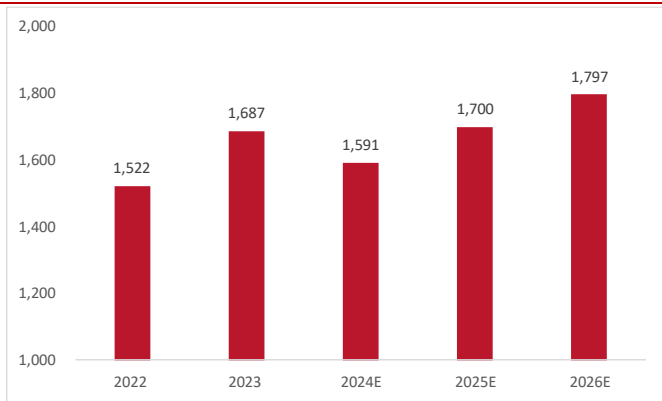
	欧开	对照药
肿胀消除	72.0%	44.0%
疼痛改善	98.0%	76.0%

来源: 江苏大学附属医院, 中泰国际研究部

预计心血管业务收入 2025 年起将重拾增长

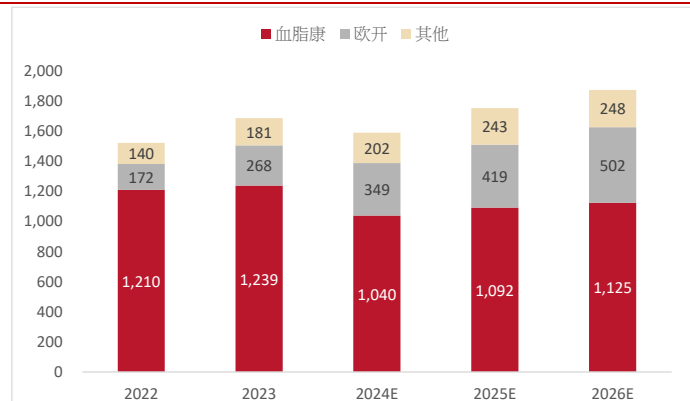
综合以上的情况, 我们认为虽然 2024 心血管药物销售将受血脂康影响, 但随着红曲事件原因明朗化, 血脂康的销售收入将温和回升, 心血管药物收入 2025 年起将重拾增长。

图表 31: 公司心血管业务收入预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 32: 公司心血管业务主要产品收入预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

消化代谢领域 2025 年起有望重拾增长

公司的消化代谢领域的收入近年有所下降, 2023 年与 2024 年上半年分别同比下降 29.0%与 20.0%。由于现有产品中缺乏新药, 主要产品贝希上市已超 20 年缺乏新的增长点, 我们认为现有产品下半年销售收入将维持上半年水平, 预计 2024 年全年销售收入将下降 12.9%至约 3.9 亿元, 但考虑到该领域重磅新产品糖尿病药物度拉糖肽与阿柏西普的上市申请已分别于 2024 年 5 月与 7 月被国家药监局受理, 预计 2025 年下半年有望获批, 公司消化代谢领域的销售收入也有望重拾增长。

度拉糖肽在中国市场销售需求广阔, 公司产品如能获批先发优势强大

公司的度拉糖肽 BA5101 为美国礼来 (LLYUS) 产品度易达的生物类似药。度拉糖肽可改善胰岛 β 细胞的功能, 稳定、有效地降低血糖及糖化血红蛋白 (HbA1c) 水平; 此外, 其独特的作用机制不易引起低血糖, 并能降低体重、血脂和远期心血管疾病风险, 对肾脏也有保护作用。从临床数据看, 度拉糖肽的减肥与降糖效果略逊于司美格鲁肽, 但同样也被美国糖尿病学会(ADA)列为降糖效果“非常高”的 GLP-1 激动剂, 因此也是高品质糖尿病药物。根据国家药监局旗下南方医药经济研究所主办的《医药经济报》数据, 中国市场度拉糖肽的销售额在 2019-23 年期间从 3,220 万元增加至约 12.3

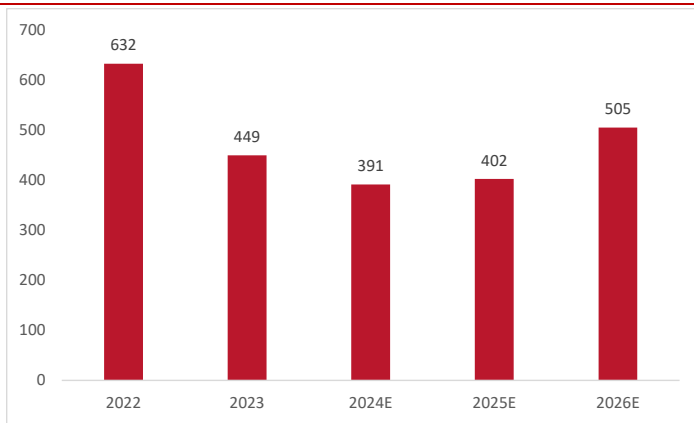
亿元，2023 年在中国市场的 GLP-1 类药物的市场份额达 14.05%，表明度拉糖肽在中国市场需求广阔。目前在中国市场仅有美国礼来的产品，其他仿制药均未上市，公司的产品 BA5101 在国内属于进度最快的产品。公司产品临床试验结果与原研药度拉糖肽高度接近，并被著名国际学术期刊《Expert Opinion on Biological Therapy》推介。考虑到糖尿病药物刚需强大，而且公司产品临床数据优异，因此我们认为获批可能性很高，预计 2025 年下半年起有望贡献收入。

阿柏西普将受益于老年性黄斑病变与糖尿病黄斑病变等疾病带来的治疗需求

公司的 BA9101 (阿柏西普眼内注射溶液) 为拜耳公司 (BAYRY US) 艾力雅的生物类似药。由于阿柏西普的适应症中包含糖尿病黄斑病变，公司表示上市后可能会将其列入代谢类产品。阿柏西普是由人血管内皮生长因子受体 (VEGFR) 胞外结构域 (即 VEGFR1 Ig2 区和 VEGFR2 Ig3 区) 与人 IgG1 的 Fc 结构域融合后形成的同源二聚体糖蛋白，是一种可与 VEGF-A、VEGF-B 和 PlGF 结合的可溶性诱骗受体，可抑制内源性 VEGF 受体与 VEGF-A 和 PlGF 的结合和激活，从而治疗视网膜及脉络膜的病理性新生血管类眼部疾病。原研药艾力雅在中国获批的适应症为老年性黄斑变性 (wAMD)、糖尿病性黄斑水肿 (DME)，由于 BA9101 在临床中表现出的疗效与安全性与艾力雅的高度相似，因此上市后可申请艾力雅在中国获批的全部适应症，我们认为该产品有望受益与老年性黄斑病变与糖尿病黄斑病变的药物需求。

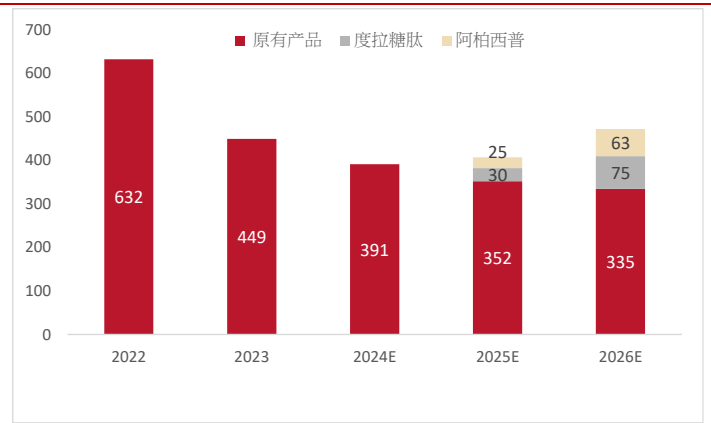
中国中医研究院研究表明，中国 50 岁以上人口老年性黄斑病变的患病率约 7.67%。国家卫健委数据表明，糖尿病患者中黄斑水肿的患病率达约 5.2%。由于黄斑区位于视网膜的正中央，有丰富的感光细胞，负责我们的中央视力，如黄斑点出现病变会造成视力下降、看东西变形等，因此将严重影响患者生活，并可能致盲，因此必须治疗。根据全球著名的医药数据库 IQVIA 数据，原研药艾力雅 2023 年在中国的销售额同比增加 30.1% 至 8.38 亿元，表明国内医院很认可这类产品。考虑到 BA9101 临床数据较好，生物类似药的定价通常较原研药存在折让，而且绿叶制药销售网络非常广阔，因此我们认为 BA9101 也有望被国内医院快速接受。

图表 33: 公司消化代谢业务收入预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 34: 公司消化代谢业务主要产品收入预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

研发管线强大, 长远看中枢神经与肿瘤药在研产品值得期待

除已上市和报产的产品, 公司还有 10 多个产品在全球进行临床研究, 涉及中枢神经、肿瘤、代谢、自身免疫和代谢领域。我们认为中枢神经领域的 LY03015、LY03020 与肿瘤领域的 BA1106 和 BA1302 值得关注。

LY03015 为 VMAT2 抑制剂, 潜在适应症为迟发性运动障碍 (TD) 与亨廷顿舞蹈症 (HD)。研究表明服用抗精神病药物的患者中, 20%-30% 会罹患 TD, HD 则各国皆有的为罕见病。VMAT2 抑制剂在治疗 TD 和 HD 方面疗效已被认可, 但现有产品存在脱靶问题或者代谢缺陷, 因此可能导致患者抑郁自杀。临床前研究结果表明, 与市售产品相比, LY03015 的活性更高, 药代动力学性质更好, 且具有较长的半衰期, 预期可降低临床用药剂量, 因此可降低心脏安全性风险和其他不良反应的发生。我们认为, 如 LY03015 未来的临床数据能证明产品的安全性确实好于现有 VMAT2 抑制剂, 有望获得市场关注。

LY03020 为 TAAR1&5-HT 2c 受体双靶点激动剂, 潜在适应症为精神分裂症与阿尔兹海默症。研究表明靶向 TAAR1 的新型抗精神病药物对精神分裂症的阳性和阴性症状均表现出积极作用。另一方面, 目前医药行业普遍认为 5-羟色胺 (5-HT) 的功能异常可能与阿尔兹海默症密切相关, 因此我们认为 LY03020 如能研发成功, 有望为精神分裂症与阿尔兹海默症的治疗带来新希望。

BA1106 为国内首个进入临床阶段的、用于治疗实体瘤的 CD25 创新抗体。CD25 在调节性 T 细胞 (Regulatory T cells, Treg 细胞) 中高表达, 被认为是靶向 Treg 细胞的潜在靶点。由于 Treg 细胞对

多种免疫细胞起到抑制作用，同时也是多数实体瘤预后不良的重要因素，消除肿瘤微环境中的 Treg 细胞成为抗肿瘤免疫治疗的重要策略之一，因此 BA1106 如能研发成功市场前景较好。

BA1302 为 CD228 抗体偶联药物 (ADC)，潜在适应症为结直肠癌、乳腺癌、非小细胞肺癌、胰腺癌等。CD228 蛋白靶点在多种肿瘤中高表达，并在正常组织中低表达，具有较高的肿瘤表达特异性，并且在肿瘤的迁徙与增殖中发挥着重要作用。优质抗体偶联物 (ADC) 兼具小分子药物的强杀伤力和抗体类药物的高标靶性，目前已在乳腺癌、胃癌、肺癌等方面展现出较好的疗效。综合以上情况，我们认为 BA1302 如能研发成功，将获得市场关注。

尽管如此，以上产品目前均处于早期临床阶段，我们预计离上市需要五年以上时间，我们将关注产品的研发进展。

盈利预测

预计 2023-26E 收入 CAGR 为 7.2%

综合以上情况，按照目前已上市或者上市申请已获受理的产品看，我们预计公司 2023-26E 期间总收入将从 61.4 亿元增加至 75.7 亿元，CAGR 为 7.2%。

图表 35: 收入预测 (单位: 百万人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	5,982	6,143	6,400	6,918	7,565
同比	15.0%	2.7%	4.2%	8.1%	9.3%
销售产品	5,059	5,627	5,649	6,402	7,073
同比	9.4%	11.2%	0.4%	13.3%	10.5%
占公司收入比例	84.6%	91.6%	88.3%	92.5%	93.5%
肿瘤	1,518	1,918	1,793	2,112	2,357
同比	43.6%	26.3%	-6.5%	17.8%	11.6%
心血管	1,522	1,687	1,591	1,754	1,875
同比	11.8%	10.8%	-5.7%	10.2%	6.9%
中枢神经领域	1,214	1,394	1,633	1,840	2,022
同比	3.5%	14.8%	17.1%	12.7%	9.9%
消化及代谢领域	632	449	391	407	472
同比	-29.6%	-29.0%	-12.9%	4.1%	15.9%
其他领域药物	173	179	241	289	346
同比	26.3%	3.9%	34.2%	20.0%	20.0%
销售产品技术	400	200	500	200	100
同比	-16.7%	-50.0%	150.0%	-60.0%	-50.0%
占公司收入比例	6.7%	3.3%	7.8%	2.9%	1.3%
提供研发服务	87	82	103	132	161
同比	394.2%	-5.9%	26.1%	28.0%	22.0%
占公司收入比例	1.4%	1.3%	1.6%	1.9%	2.1%
对外许可协议	436	234	148	185	232
同比	473.1%	-46.2%	-36.7%	25.0%	25.0%
占公司收入比例	7.3%	3.8%	2.3%	2.7%	3.1%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测^销售产品技术指公司将逐步出售部分旧技术

预计 2023-26E 股东净利润 CAGR 为 18.9%

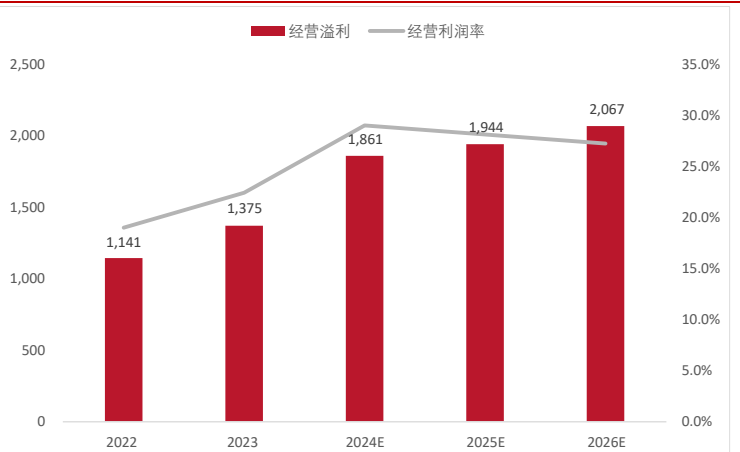
公司 2024 年上半年成功将销售费用占产品销售的比例降低 9.2 个百分点，导致股东净利润同比增加 158.5%。我们预计 2024 年下半年的销售费用占产品销售的比例将与上半年持平，2025-26E 也将保持稳定。综合以上情况，我们预计 2023-26E 股东净利润 CAGR 为 18.9%。

图表 36: 毛利与毛利率预测 (单位: 百万人民币)



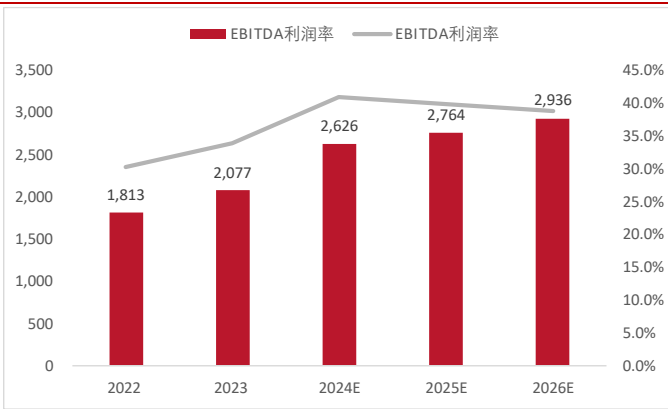
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 37: 公司经营利润预测 (单位: 百万人民币)



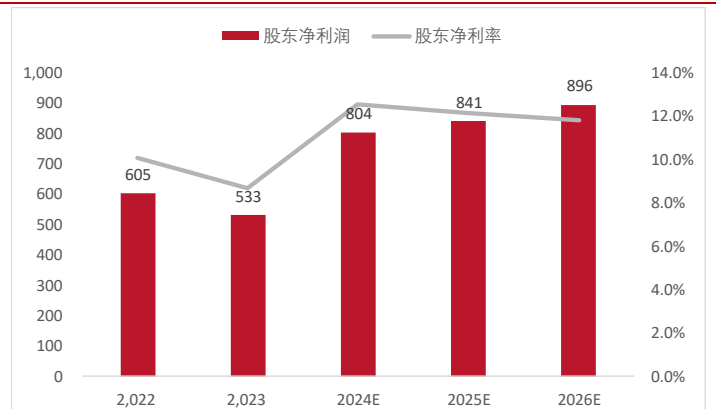
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 38: EBITDA 与 EBITDA 利润率预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 39: 股东净利润预测 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 2.90 港元

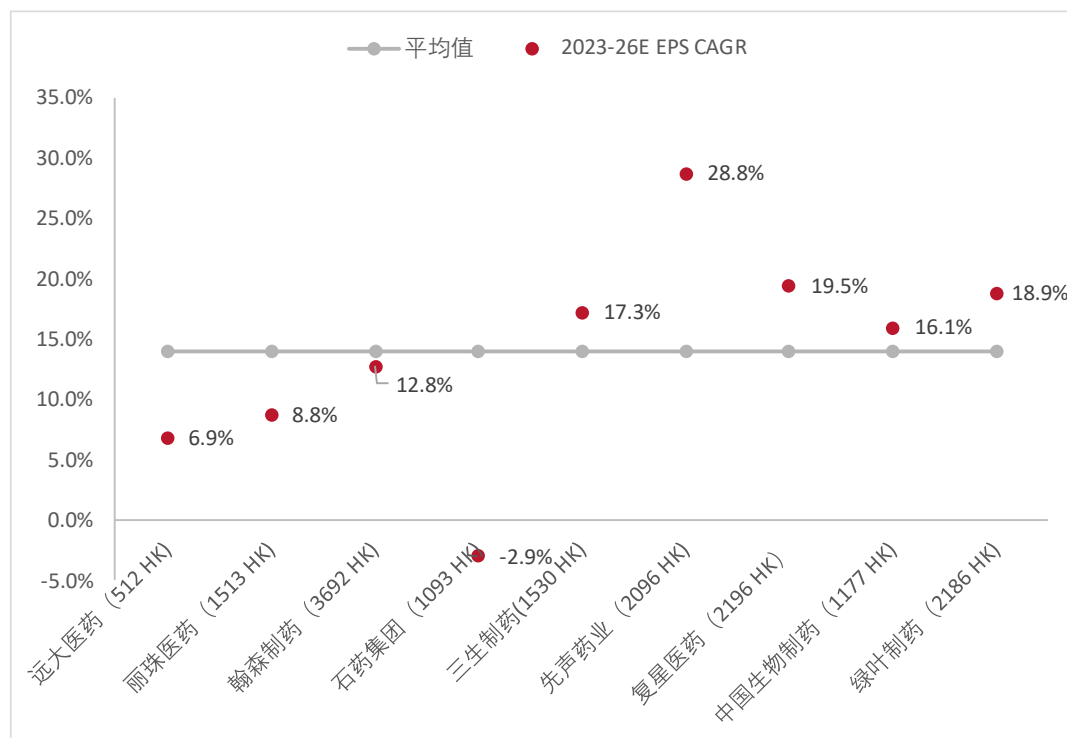
由于制药板块在港股可比公司较多, 我们使用相对估值法定价, 我们选取港股制药板块中业务内容与公司相近的企业作比较。公司目前股价对应 9.5 倍 2025E PER, 显著低于行业平均的 12.0 倍, 而我们预计公司的 2023-26E EPS CAGR 为 18.9%, 属于行业中增长较快的企业, 因此我们认为估值有提升空间。我们按照 12.0 倍 2025E PER 估值, 目标价 2.90 港元, 首予“买入”评级。

图表 40: 同业估值比较 (更新于 12 月 16 日)

公司名称	公司代码	收市价	市值 (亿港元)	年结	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息率 (%)			净负债率 (%)		
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2
远大医药	512 HK	4.67	165.8	12/2023	8.7	8.8	7.9	1.1	1.0	0.9	5.6	4.9	5.1	6.1		
丽珠医药	1513 HK	26.85	332.7	12/2023	12.0	11.3	10.3	1.6	1.6	1.5	4.7	6.4	7.0	净现金		
翰森制药	3692 HK	17.78	1055.4	12/2023	30.1	24.8	23.2	3.8	3.4	3.0	3.8	3.4	3.0	净现金		
石药集团	1093 HK	4.63	538.9	12/2023	8.8	10.9	10.3	1.5	1.4	1.3	5.3	4.2	4.5	净现金		
三生制药	1530 HK	6.03	144.5	12/2023	8.8	6.8	6.2	0.9	0.9	0.8	3.9	3.3	3.7	6.4		
先声药业	2096 HK	6.92	174.9	12/2023	24.0	16.7	13.1	2.4	2.1	1.9	2.2	2.2	2.8	净现金		
复星医药	2196 HK	14.04	661.5	12/2023	14.6	12.6	10.3	0.7	0.8	0.7	1.8	2.4	3.0	33.6		
中生制药	1177 HK	3.2	601.3	12/2023	23.8	16.1	17.4	1.7	1.7	1.7	1.3	2.1	1.9	0.0		
绿叶制药	2186 HK	2.28	85.8	12/2023	14.9	9.9	9.5	0.6	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	23.7		
平均					16.2	13.1	12.0	1.6	1.5	1.4	3.2	3.2	3.5			

来源: 彭博, 中泰国际研究部预测^上表中石药集团 (1093 HK)、翰森制药 (3692 HK) 与绿叶制药 (2186 HK) 为中泰国际预测, 其他为彭博预测

图表 41: 主要制药企业 2023-26E EPS CAGR 对比



来源: 彭博, 中泰国际研究部预测^石药集团 (1093 HK)、翰森制药 (3692 HK)、绿叶制药 (2186 HK) 为中泰国际预测, 其他为彭博预测

图表 42：财务摘要 (年结：12 月 31 日；百万人民币)

损益表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,982	6,143	6,400	6,918	7,565	税前溢利	670	700	1,164	1,239	1,324
销售产品	5,059	5,627	5,649	6,402	7,073	折旧及摊销	671	702	765	819	868
销售产品技术	400	200	500	200	100	营运资金变动	320	398	547	(779)	337
提供研发服务	87	82	103	132	161	已付税款	(93)	(132)	(268)	(285)	(305)
对外许可协议	436	234	148	185	232	其他	86	(72)	(179)	(197)	(210)
销售成本	(1,841)	(1,939)	(1,994)	(2,157)	(2,369)	经营活动现金净额	1,654	1,595	2,029	798	2,014
毛利	4,141	4,204	4,406	4,761	5,196	购买物业厂房设备	(656)	(633)	(768)	(830)	(908)
其他收入及收益	393	502	402	446	472	其他	(1,003)	(786)	(181)	(351)	(384)
销售及分销开支	(1,820)	(2,056)	(1,743)	(1,976)	(2,183)	投资活动现金净额	(1,658)	(1,418)	(949)	(1,181)	(1,292)
行政开支	(583)	(644)	(592)	(671)	(742)	贷款变动	(44)	(252)	749	512	547
其他开支	(990)	(631)	(612)	(616)	(677)	已付股息	0	0	0	0	0
经营溢利	1,141	1,375	1,861	1,944	2,067	其他	99	1,094	208	(726)	0
财务支出	(472)	(675)	(697)	(706)	(744)	融资活动现金净额	54	842	956	(214)	547
联营公司业绩	1	1	1	1	1	年初现金及现金等价物	2,438	2,324	3,239	5,276	4,678
税前溢利	670	700	1,164	1,239	1,324	汇率变动净影响	(164)	(104)	0	0	0
所得税开支	(86)	(161)	(268)	(285)	(305)	现金及现金等价物变动	50	1,019	2,037	(598)	1,270
年内溢利	583	539	896	954	1,020	年末现金及现金等价物	2,324	3,239	5,276	4,678	5,948
非控股权益	(22)	6	92	113	124						
股东净利润	605	533	804	841	896						
EBIT	1,142	1,376	1,861	1,945	2,068						
EBITDA	1,813	2,077	2,626	2,764	2,936						

资产负债表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	重要指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	773	828	818	963	994	增长率 (%)					
应收款项	1,784	2,355	1,955	2,646	2,315	收入	15.0%	2.7%	4.2%	8.1%	9.3%
现金及银行存款	3,570	4,511	6,785	6,187	7,457	毛利	21.9%	1.5%	4.8%	8.1%	9.1%
其他流动资产	4,659	3,010	3,565	3,565	3,565	经营利润	251.8%	20.5%	35.3%	4.5%	6.3%
流动资产	10,786	10,703	13,123	13,361	14,330	EBIT	251.3%	20.5%	35.3%	4.5%	6.3%
物业、厂房及设备	4,256	4,752	5,131	5,535	5,983	EBITDA	99.9%	14.6%	26.4%	5.2%	6.2%
使用权资产	333	337	359	380	399	股东净利润	扭亏为盈	-11.9%	50.9%	4.6%	6.5%
无形资产	5,985	6,318	6,535	6,782	7,073	盈利能力 (%)					
其他非流动资产	2,890	3,381	2,821	2,821	2,821	毛利率	69.2%	68.4%	68.8%	68.8%	68.7%
非流动资产	13,464	14,787	14,846	15,518	16,276	经营利润率	19.1%	22.4%	29.1%	28.1%	27.3%
总资产	24,250	25,491	27,969	28,879	30,605	EBIT 利润率	19.1%	22.4%	29.1%	28.1%	27.3%
应付款项	560	767	782	838	874	EBITDA 利润率	30.3%	33.8%	41.0%	39.9%	38.8%
借款	5,378	5,196	6,235	6,547	6,874	股东净利率	10.1%	8.7%	12.6%	12.2%	11.8%
其他流动负债	3,549	2,175	2,901	2,175	2,175	净负债率 (%)	40.0%	23.7%	10.8%	17.8%	11.9%
流动负债	9,487	8,138	9,918	9,560	9,923	其他					
借款	2,265	2,290	2,000	2,200	2,420	有效税率 (%)	12.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
递延税项负债	56	47	47	47	47	ROAE (%)	5.5%	4.3%	5.7%	5.6%	5.5%
其他非流动负债	1,400	1,487	1,487	1,487	1,487	ROAA (%)	2.5%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
非流动负债	3,721	3,824	3,534	3,734	3,954	存货周转率 (天)	150.6	150.7	150.7	150.7	150.7
总负债	13,208	11,962	13,452	13,294	13,877	应收账款周转率 (天)	90.1	101.5	101.5	101.5	101.5
股东权益	10,176	12,531	13,427	14,382	15,401	应付账周转率 (天)	73.5	79.5	79.5	79.5	79.5
非控股权益	866	997	1,090	1,203	1,327						
总权益	11,042	13,528	14,517	15,585	16,728						
净现金/(负债)	(4,072)	(2,975)	(1,450)	(2,560)	(1,837)						

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

风险因素

如药品降价幅度大于预期,可能影响业绩

如果药品集采或医保谈判降价幅度大于预期,可能影响业绩。

新药审批或研发进度可能慢于预期

如新药审批或研发进度慢于预期,可能无法如期上市。

新药上市初期销售情况可能不达预期

公司新药研发与审批进展可能如果新药上市初期销售推广效果不达预期, 公司业绩将受影响。

历史建议和目标价

绿叶制药 (2186 HK)：股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024/12/17	2.28 港元	买入 (首次评级)	HK\$2.90

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并

无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805