

香港股市 | 医药

绿叶制药（2186 HK）

短期内难以达成授权协议，下调盈利预测

2024 年业绩逊于市场预期

公司 2024 年收入同比减少 1.3%至 60.6 亿元（人民币，下同），股东净利润同比减少 11.4%至 4.7 亿元。公司的药品销售情况较好，因此占公司收入比例达 93.9%的产品销售收入同比增加 1.1%至 56.9 亿元并略超预期。尽管如此，公司原先预计 2024 年底前能将精神分裂症药物 Erzofri 的美国销售权授予其他公司并获 2.5 亿元的销售产品技术收入，但最终协议未达成，因此总收入逊预期。由于这类授权不会产生生产成本与销售推广及研发等费用，因此这项收入的减少显著拖累净利率。另外，由于旗下的博安生物（6955 HK）2024 年扭亏等，公司的非控股权益从去年同期的 647.2 万元增加至 1.7 亿元，最终股东净利润显著逊于市场及我们的预测。

主要产品销售收入将稳健增长

公司的主要产品中，2024 年肿瘤药领域同比降 7.9%，心血管领域收入保持平稳，中枢神经药物收入则同比增加 15.0%至 16.0 亿元。我们预计肿瘤与心血管业务收入将缓步回升，而中枢神经药物稳健增长，主因：1）肿瘤药销售收入 2024 年受医保控费影响较大，但政府已开始解决该问题，公司的主要产品力朴素是典型刚需产品，预计销售收入将逐步回升；2）心血管领域的主要产品血脂康 2024 年收入受小林制药（4967 JP）的类似产品被曝安全问题的影响，但日本已公告此为小林制药旗下工厂的问题，与血脂康无关，我们预计 2025 年起血脂康销售收入将重拾增长。3）中枢神经领域的思瑞康疗效较好，利斯的明等贴剂产品能显著改善阿尔兹海默症患者的用药便利性与依从性，预计收入将维持稳健增长。

预计短期内难以达成关于 Erzofri 的授权协议

公司原来预计达成关于 Erzofri 的授权协议后，除 2024 年将获得 2.5 亿元付款外，2025 年后也能获得里程碑付款，我们原先预算 2025-26E 共有 3 亿元销售产品技术收入，但目前预计协议暂时不会达成，因此 2025-26E 将无销售产品技术收入。

目标价调整至

综上，我们将 2025-26E 收入预测分别下调 4.9%、2.4%，反映销售技术方面的收入预测调整，这部分收入的调整将对净利润产生较大影响。另外，我们也上调 2025-26E 非控股权益预测，最终 2025-26E 的股东净利润预测分别下调 30.8%、22.0%。目标价调整至 1.97 港元，仍对应 12.0 倍 2025E PER，评级下调至“中性”。

风险提示：（一）药品降价幅度可能超预期；（二）新药临床试验及审批进度可能慢于预期；（三）新药上市后推广效果可能差于预期。

主要财务数据（12 月 31 日年结，估值更新至 2025 年 4 月 2 日）

（百万人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,143	6,061	6,576	7,381	8,090
增长率（%）	2.7%	-1.3%	8.5%	12.2%	9.6%
股东净利润	532.6	471.9	577.4	693.4	774.1
增长率（%）	-11.9%	-11.4%	22.4%	20.1%	11.6%
每股盈利（人民币）	0.14	0.13	0.15	0.18	0.21
市盈率（倍）	14.3	16.3	13.3	11.1	9.9
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）	3.36	3.76	3.94	4.18	4.45
市净率（倍）	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

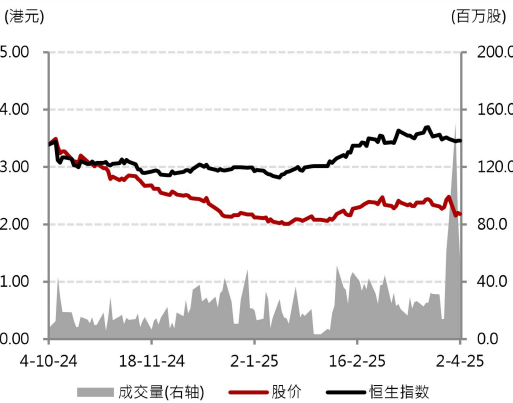
更新报告

评级：中性
目标价：1.97 港元

股票资料（更新至 2025 年 4 月 2 日）

收市价	2.18 港元
总市值	8,200.44 百万港元
流通股比例	51.76%
已发行总股本	3,761.67 百万
52 周价格区间	1.97-3.75 港元
3 个月日均成交额	67.70 百万港元
主要股东	绿叶制药投资（占 33.53%）
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

相关报告

20241217:绿叶制药（2186 HK）:核心产品需求稳定，多款新药将逐步兑现

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 4：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

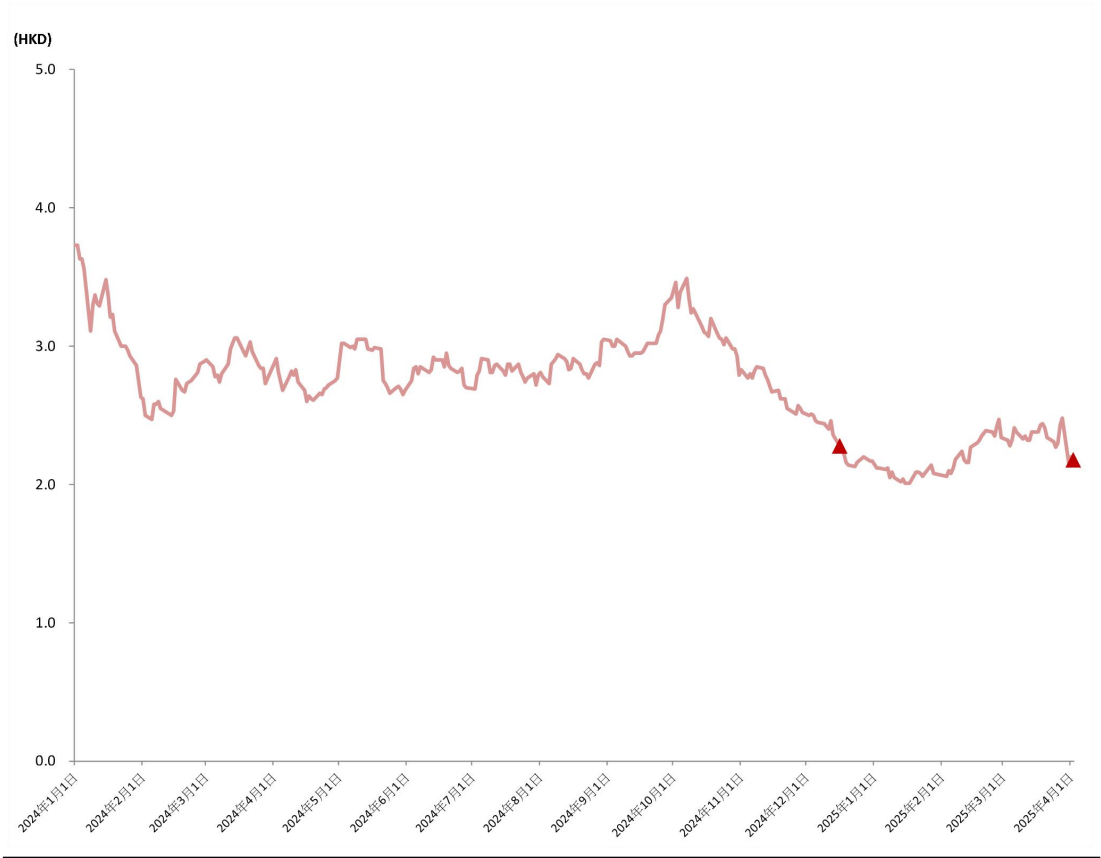
损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,143	6,061	6,576	7,381	8,090	税前溢利	700	839	999	1,175	1,307
销售产品	5,627	5,690	6,413	7,188	7,878	折旧及摊销	702	772	826	863	912
销售产品技术	200	250	0	0	0	营运资金变动	398	(1,940)	1,460	(667)	64
提供研发服务	82	77	96	106	116	已付税款	(132)	(194)	(231)	(272)	(302)
对外许可协议	234	45	67	88	96	其他	(72)	146	200	(30)	(30)
销售成本	(1,939)	(2,017)	(2,148)	(2,386)	(2,615)	经营活动现金净额	1,595	(376)	3,253	1,069	1,952
毛利	4,204	4,044	4,428	4,995	5,475	购买物业/厂房及设备	(633)	(727)	(789)	(886)	(971)
其他收入及收益	502	360	356	375	398	其他	(786)	708	(409)	(463)	(504)
销售及分销开支	(2,056)	(1,816)	(1,924)	(2,156)	(2,363)	投资活动现金净额	(1,418)	(19)	(1,198)	(1,348)	(1,475)
行政开支	(644)	(582)	(656)	(735)	(806)	贷款变动	(252)	808	501	534	571
其他开支	(631)	(604)	(597)	(665)	(725)	已付股息	0	0	0	0	0
经营溢利	1,375	1,402	1,607	1,814	1,979	其他	1,094	1,286	(936)	0	0
财务支出	(675)	(562)	(607)	(638)	(671)	融资活动现金净额	842	2,094	(435)	534	571
联营公司业绩	1	(1)	(1)	(1)	(1)	年初现金及现金等价物	2,324	3,239	4,937	6,556	6,811
税前溢利	700	839	999	1,175	1,307	汇率变动的净影响	(104)	0	0	0	0
所得税开支	(161)	(194)	(231)	(272)	(302)	现金及现金等价物增加/（减少）净额	1,019	1,698	1,619	255	1,047
年内溢利	539	645	768	903	1,004	年末现金及现金等价物	3,239	4,937	6,556	6,811	7,858
非控股权益	6	173	190	209	230						
股东净利润	533	472	577	693	774						
EBIT	1,376	1,401	1,606	1,813	1,978						
EBITDA	2,077	2,173	2,432	2,675	2,890						

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	828	912	941	1,117	1,138	增长率（%）					
应收款项	2,355	2,780	2,748	3,365	3,259	收入	2.7%	-1.3%	8.5%	12.2%	9.6%
现金及银行存款	4,511	4,999	6,618	6,873	7,920	毛利	1.5%	-3.8%	9.5%	12.8%	9.6%
其他流动资产	3,010	4,617	3,144	3,144	3,144	EBIT	20.5%	1.9%	14.6%	12.9%	9.1%
流动资产	10,703	13,308	13,451	14,499	15,461	EBITDA	14.6%	4.6%	11.9%	10.0%	8.0%
物业/厂房及设备	4,752	5,005	5,456	5,886	6,368	股东净利润	-11.9%	-11.4%	22.4%	20.1%	11.6%
使用权资产	337	335	358	379	399						
无形资产	6,318	6,585	6,793	7,066	7,388	盈利能力（%）					
其他非流动资产	3,381	4,379	3,805	3,805	3,805	毛利率	68.4%	66.7%	67.3%	67.7%	67.7%
非流动资产	14,787	16,304	16,412	17,137	17,960	EBIT 利润率	22.4%	23.1%	24.4%	24.6%	24.4%
总资产	25,491	29,612	29,864	31,636	33,421	EBITDA 利润率	33.8%	35.9%	37.0%	36.2%	35.7%
应付款项	767	689	673	799	779	股东净利率	8.7%	7.8%	8.8%	9.4%	9.6%
借款	5,196	6,574	6,903	7,248	7,610	净负债率（%）	23.7%	23.3%	14.7%	15.6%	11.8%
其他流动负债	2,175	3,506	2,405	2,405	2,405						
流动负债	8,138	10,769	9,981	10,452	10,794	其他					
借款	2,290	1,720	1,892	2,082	2,290	有效税率（%）	23.0%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
递延税项负债	47	36	36	36	36	ROAE (%)	4.3%	3.2%	3.6%	4.0%	4.2%
其他非流动负债	1,487	1,332	1,332	1,332	1,332	ROAA (%)	2.1%	1.7%	1.9%	2.3%	2.4%
非流动负债	3,824	3,089	3,261	3,451	3,659	存货周转率（天）	150.7	157.4	157.4	157.4	157.4
总负债	11,962	13,859	13,242	13,903	14,453	应收账款周转率（天）	101.5	131.6	131.6	131.6	131.6
股东权益	12,531	14,155	14,831	15,734	16,739	应付账周转率（天）	79.5	84.2	84.2	84.2	84.2
非控股权益	997	1,599	1,790	1,999	2,229						
总权益	13,528	15,754	16,621	17,733	18,968						
净现金/(负债)	(2,975)	(3,295)	(2,177)	(2,457)	(1,980)						

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

绿叶制药（2186 HK）股价表现及评级时间表（单位：港元）



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 年 12 月 16 日	HK\$2.28	买入（首次覆盖）	HK\$2.90
2	2025 年 4 月 3 日	HK\$2.18	中性（下调）	HK\$1.97

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