

绿叶制药 (02186.HK)

强烈推荐 (维持)

新产品商业化全面启航、创新管线独具特色

绿叶制药公布其 2025 年度业绩, 公司 2025 年总收入 63.08 亿元, 同比+4.1%; EBITDA 为 24.71 亿元, 同比+12.7%; 净利润 7.06 亿元, 同比+9.4%; 归母净利润 6.19 亿元, 同比+31.1%。

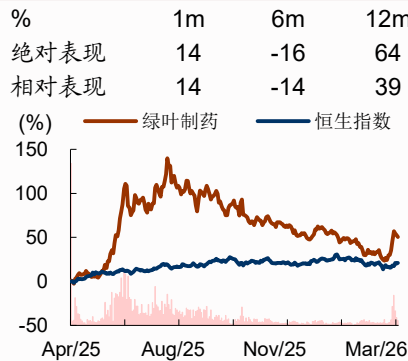
- **新产品商业化全面启航, 中枢神经领域产品销售快速增长。**绿叶制药 2025 年总收入 63.08 亿元, 其中新产品收入占产品销售收入总额比例近 30%, 较 2024 年同期增长 56.8%。分治疗领域来看: 公司肿瘤领域 2025 年收入 22.97 亿元, 同比+10.2%; 中枢神经领域 2025 年收入 20.28 亿元, 同比+25.7%; 心血管领域 2025 年收入 11.52 亿元, 同比-30.6%; 消化及代谢领域 2025 年收入 3.49 亿元, 同比-10.3%; 其他领域 2025 年收入 4.82 亿元, 同比+53.2%。中枢神经领域的帕立哌酮微晶商业化系统布局, 产品增长空间显著。若欣林医保首年, 高速放量。同时肿瘤业务板块中, 百拓维、赞必佳实现倍数级增长; 米美欣成功纳入国家医保目录, 亦有良好表现。
- **创新管线独具特色, 全面深化中枢神经领域布局。**绿叶制药研发管线重点布局中枢神经领域, 研发思路为从单一症状管理到多维度系统调控, 填补未满足的治疗需求。公司下一代创新药在研管线 LY03015 作用于 VMAT2/Sigma-1R 双靶点, 针对适应症为迟发性运动障碍、亨廷顿病。目前国内处于 II 期临床阶段, 同时在美国启动 PK 桥接试验。LY03017 为新一代 5-HT2AR 反向激动剂/5-HT2CR 拮抗剂, 针对适应症为精神分裂症阴性症状等, 目前国内处于 II 期临床阶段, 在美国获批 IND。LY03020 为全球首个 TAAR1/5-HT2CR 双靶点抗精神病药, 适应症为精神分裂症等, 目前国内处于 II 期临床阶段, 在美国获批 IND。LY03021 为全球首个 GABAAR/NET/DAT 三靶点抗抑郁药, 目前国内处于 I 期临床阶段。同时公司依托子公司博安生物布局肿瘤与自身免疫疾病领域, 如 CD25 单抗、CD228 ADC、PD-1/IL2 双抗等。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**我们看好公司新产品的销售放量与创新管线的持续推进, 根据公司经营节奏, 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.6 亿元、9.3 亿元、11.4 亿元, 同比+23%、+22%、+22%。对应 PE 分别为 15x、12x、10x。维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示: 研发不及预期风险, 产品销售不及预期风险, 对外合作不确定性风险等。**

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 2.8 港元

基础数据

总股本 (百万股)	3995
香港股 (百万股)	3995
总市值 (十亿港元)	11.2
香港股市值 (十亿港元)	11.2
每股净资产 (港元)	4.0
ROE (TTM)	3.8
资产负债率	44.1%
主要股东	Nelumbo Investments Limited
主要股东持股比例	33.1265%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《绿叶制药 (02186) — 净利润实现大幅增长, 创新研发持续兑现》
2024-08-29

- 梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
- 焦玉鹏 S1090523070004
jiaoyupeng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6061	6308	7009	7949	9049
同比增长	-1%	4%	11%	13%	14%
营业利润(百万元)	1042	1190	1287	1471	1735
同比增长	19%	14%	8%	14%	18%
归母净利润(百万元)	472	619	760	929	1137
同比增长	-11%	31%	23%	22%	22%
每股收益(元)	0.12	0.15	0.19	0.23	0.28
PE	23.5	17.9	14.6	12.0	9.8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	13308	15233	16600	18759	21115
现金及现金等价物	4937	4492	5000	6000	7000
交易性金融资产	1504	2004	2004	2004	2004
其他短期投资	62	1000	1000	1000	1000
应收账款及票据	2780	3259	3621	4106	4675
其它应收款	1939	2142	2380	2698	3072
存货	912	957	1062	1210	1385
其他流动资产	1174	1381	1534	1740	1981
非流动资产	16304	17593	17743	17893	18043
长期投资	2492	3596	3596	3596	3596
固定资产	5005	4973	5123	5273	5423
无形资产	7933	8188	8188	8188	8188
其他	875	835	835	835	835
资产总计	29612	32825	34343	36651	39158
流动负债	10769	9936	10666	11992	13296
应付账款	689	1153	1280	1459	1669
应交税金	435	299	299	299	299
短期借款	7585	6694	7101	7969	8737
其他	2060	1790	1987	2265	2591
长期负债	3089	4530	4530	4530	4530
长期借款	2736	2723	2723	2723	2723
其他	353	1807	1807	1807	1807
负债合计	13859	14466	15196	16522	17826
股本	486	519	519	519	519
储备	13668	15554	16234	17087	18131
少数股东权益	1599	2287	2393	2523	2682
归属于母公司所有者权益	14155	16073	16753	17606	18650
负债及权益合计	29612	32825	34343	36651	39158

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	168	0	461	417	484
净利润	472	619	760	929	1137
折旧与摊销	791	0	0	0	0
营运资本变动	(1234)	0	(535)	(701)	(821)
其他非现金调整	139	0	236	189	168
投资活动现金流	(1471)	0	291	291	291
资本性支出	(1709)	0	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	7	0	0	0	0
投资增减	7855	0	0	0	0
其它	164	0	441	441	441
筹资活动现金流	2956	0	(243)	292	225
债务增减	1856	0	406	868	768
股本增减	230	0	0	0	0
股利支付	0	0	80	76	93
其它筹资	871	0	(570)	(500)	(450)
其它调整	0	0	(160)	(152)	(186)
现金净增加额	1698	0	508	1000	1000

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	6061	6308	7009	7949	9049
主营业务收入	6061	6308	7009	7949	9049
营业成本	2017	2146	2382	2715	3106
毛利	4044	4163	4628	5234	5943
营业支出	3002	2972	3340	3762	4208
营业利润	1042	1190	1287	1471	1735
利息支出	562	687	570	500	450
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	(1)	(32)	(32)	(32)	(32)
其他非经营性损益	360	472	472	472	472
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	839	945	1158	1412	1726
所得税	194	239	291	353	430
少数股东损益	173	87	107	130	159
归属普通股股东净利润	472	619	760	929	1137
EPS(元)	0.12	0.15	0.19	0.23	0.28

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	-1%	4%	11%	13%	14%
营业利润	19%	14%	8%	14%	18%
净利润	-11%	31%	23%	22%	22%
获利能力					
毛利率	66.7%	66.0%	66.0%	65.8%	65.7%
净利率	7.8%	9.8%	10.8%	11.7%	12.6%
ROE	3.3%	3.8%	4.5%	5.3%	6.1%
ROIC	4.1%	4.4%	4.5%	4.7%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	46.8%	44.1%	44.2%	45.1%	45.5%
净负债比率	34.9%	28.7%	28.6%	29.2%	29.3%
流动比率	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
应收账款周转率	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	2.8	2.3	2.0	2.0	2.0
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.15	0.19	0.23	0.28
每股经营现金	0.04	0.00	0.12	0.10	0.12
每股净资产	3.54	4.02	4.19	4.41	4.67
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
估值比率					
PE	23.5	17.9	14.6	12.0	9.8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.7	14.3	13.5	12.2	10.7

资料来源：公司数据、招商证券 备注：2025年现金流量表尚未公布，数据以0替代

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。