

雪球访谈

绿叶制药年报怎么看？来问夏忘书

2018年03月28日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



夏忘书

访谈简介

\$绿叶制药(02186)\$年报显示，公司2017年实现收入38.15亿元人民币，同比增加30.7%，母公司拥有人应占溢利9.81亿港元，同比增加10.1%，本期访谈我们请到了绿叶制药研究达人@夏忘书来与大家聊聊这份年报~

@夏忘书认为这份年报非常干净靓丽，且普遍超出机构和投资者们的预期，撇除了收购带来的营业额，绿叶今年依然有接近19%左右的营业增速。和同行比，绿叶这份年报并不逊色，甚至某些层面上有更出彩之处。和自身成长阶段比，目前本应该是增速很低的阶段，但能在青黄不接的时期，依然取得这样的增速，是超越普遍预期的。和估值对比，绝对完全超值。

那么目前252.83亿港币的绿叶制药是否值得入手？核心产品有何看点？未来的增长点在哪？速来提问~

利益披露：@夏忘书持有\$绿叶制药(02186)\$。

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确

性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：绿叶制药(02186)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 随心草民:

关于[\\$绿叶制药\(02186\)\\$](#)，对[@夏忘书](#)说: 夏兄，对绿叶微球技术非常感兴趣，但是一直未敢入手，还是了解不够……最近咨询了下，微球技术主要要担心的是工艺，同一个药不同批次做出来比较难稳定一致，不同的药和微球的结合工艺差别很大的，一个微球成功不等于其他微球都能成功……这方面夏兄是否能解读下？
多谢！

[答] 夏忘书:

这问题问得很好。绿叶的利培酮中试车间和商业化车间都有做稳定性实验，中试车间连续运转了快一年多吧，生产出来不同批次的数据都一致的，大车间刚运转，半年左右（具体数据有些忘了），然后观察数据也很好，是一致的。另外，一个微球成功确实不等于其他微球都能成功（每个分子都有一些工艺上的差别），但会有很大概率能保证成功。第一个微球应该是最难的，因为所有过程都是摸着石头过河，比如生产设备的要怎么定制，参数的调整，放大几倍才适合？能不能处理好微球突释的情况？以及车间、生产设备、容器、辅料等需要全程无菌化环境，甚至申报FDA的经验也是优势，这个过程都需要慢慢摸索，经验总结多了肯定会越做越顺利。所以，第一个微球是最难得，第一个通过了，后边都相对容易。而且据绿叶的人说公司的微球生产工艺通用性很强，可以适合不同的微球生产。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 真要命的小方:

关于[\\$绿叶制药\(02186\)\\$](#)，对[@夏忘书](#)说: 绿叶制药是否过于关心股价，经常发布一些很小的合作或者进展，而一直缺乏重磅产品。跟恒瑞，石药相比更是如此。

绿叶的回购不知道还有没有？收购太多也容易造成消化不良，特别是欧洲的企业。当年tcl收购法国的阿尔卡特，结果发现欧洲3000人的费用比国内30000人还要多，而且还不能裁员。赚了钱，投入研发是正途，靠收购我个人觉得绿叶可能还没有到这个体量。不知道您怎么看？

[答] 夏忘书:

关心股价某种程度上对股民是好事啊。在港股看多了些案例，就感觉管理层不在乎股价，甚至拒绝接见、拒绝与投资者沟通的企业，反而很容易出大问题。某个港股的小药企就是这样。

除却作秀成分，大手笔回购是对投资者最好的呵护手段了，也说明企业认为股价非常低估，并积极介入管理。我对“市值管理”这个词并不排斥，好企业要发展，需要借助资本去发展壮大无可厚非，尤其是药企，最好能在各环节都有正反馈的过程。百济神州、药明生物等算不算正面例子？

我个人也不大喜欢并购，但传统的药企发展壮大的过程，一定需要借助并购的，在某个阶段研发方向可能会出错，必须考虑用并购走向“正途”。这也是大家梳理武田制药以及其他大药企后得出的经验。也就是国际化，创新药以及并购。况且历史证明，绿叶的收购眼光和整合水平是一流的，没理由反对。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 活在当下2000:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说: 绿叶的销售模式怎样？两票制对他有什么影响？谢谢老师！

[答] 夏忘书:

绿叶制药的销售模式应该是自营和代理相结合的模式。其中肿瘤部门产品线主要是自营，心血管产品线是自营加代理，消化代谢产品线的则是代理模式为主。Acino是B2B。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 活在当下2000:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说: 请教为何绿叶的估值比其他创新药股低，您认为有哪些原因，未来估值能否上升？谢谢！

[答] 夏忘书:

估值低可能是三点因素引起的，一是市场比较担忧力朴素会受白蛋白紫杉醇的竞争影响。二是外资分析师觉得绿叶做不出来微球(这点比较关键)，不少场外不敢重仓的投

资者也是等这个因素落地。三是港股市场绝大多数时候都更喜欢锦上添花，而不喜欢雪中送炭，公司需要不断证明自己。可能市值小，流动性也需要考虑，有一位美女（机构投研）就说绿叶的市值流动性不够好（财大气粗的机构）。

估值能提升到三、四十倍的前提我想第一步应该就是微球落地。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 勇气A:

关于\$, 对@夏忘书 说: 收购的欧洲公司17年基本没利润, 但恢复正常后应该能做到1亿元利润, 即能提升18年利润10%。而公司18年的策略是加强各主要产品的下沉抢占市场, 若能做到利润增长10%, 今年公司利润有可能+20%?

[答] 夏忘书:

理想情况下, 是能做到的。Acino的库存这次清的比较干净, 之前我以为是量价齐跌, 调研回来的朋友说, 出厂价没跌。因此, 还是有望销量恢复后达到一个较高的利润水平, 毕竟销量下跌是个短期因素导致的。以上是我的回答, 感谢您的参与。

[问] 飞飞的投资笔记:

关于\$绿叶制药(02186)\$, 对@夏忘书 说: 按理说2019利培酮微球上市成功的确定性非常高了, 为什么一些机构观点是宁愿等上市了30pe买, 也不愿意现在买? 确定性到底有多高?

[答] 夏忘书:

微球技术壁垒高, 产业化难度高, 所以再小失败的概率都隐藏着黑天鹅。微球落地前买可能赔率会高些, 但稍微要承担些时间成本和不确定性, 但要是一切都顺利那肯定是最完美的投资了。落地后估值可能占不到多大便宜, 但会更安全, 业绩推动其走入慢牛走势。二者行为都有其合理性, 最后哪个赚的又安全又多只能看翻牌后的结果是怎样。对于外资机构这类投资者, 为追求稳健, 可能会更倾向于投中后期。至于微球落地的确定性, 个人了解的信息比较多, 觉得确定性还是非常高的, 也写有不少文章和评论, 有兴趣可逐一查看。当然, 还有一点要纠正的是, 估值低也不完全是微球上

市确定性引起的，也有担忧力朴素的情况。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 股古古8:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说: 扑力素2018的销量这么看?

[答] 夏忘书:

2017年力朴素的终端销量增速依然非常高，可以看出终端需求相当旺盛。按药品销量的延惯性看，今年应该还是可以保持增长，至于增长多少不好说。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] pacino:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说:夏兄好，力朴素17年公司预计降价6-8%，但年报中肿瘤产品不仅收入增长近20%，息税前利润率也比上年提高了3个百分点，请问是规模效应吗？还是其他的什么原因，谢谢！

[答] 夏忘书:

扣非净利润率今年应是下降3个百分点吧。全年下降多少没有细细统计呢，抱歉。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 复利小子:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说: 绿叶研发平台对后期产品研发的作用具体体现在哪些方面?

[答] 夏忘书:

拿微球举例子吧。第一个微球应该是最难的，因为所有过程都是摸着石头过河，比如生产设备的要怎么定制，参数的调整，放大几倍才适合？能不能处理好微球突释的情况？以及车间、生产设备、容器、辅料等需要全程无菌化环境，甚至申报FDA的经验也是优势，这个过程都需要慢慢摸索，经验总结多了肯定会越做越顺利，研发成本会随着经验的增多而降低。所以，第一个微球是最难得，第一个通过了，后边都相对容易。而且据绿叶的人说公司的微球生产工艺通用性很强，可以适合不同的微球生产。

具体体现就是罗替戈汀微球做得很顺利，时间表符合预期和临床研发成本大幅降低。

以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 普洱早点:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说:市场目前还主要关注在售药品的增长情况，请教夏兄对绿叶在研管线的进度看法，绿叶何时能跨入一个新时代？

[答] 夏忘书:

2019~2021年都是在研重磅品种收获期，其中2019年微球的落地对于估值的提升应该会很明显的。具体影响到业绩会是哪年目前都说不准，只能说成功后会很好，但具体的时间点现在并不好把握。

[问] 南坪南街:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说:现在基因疗法效果不错，貌似这个门槛不高，国内很多公司在搞，小叶子未来会有这方面的投入吗？

[答] 夏忘书:

最新的业绩纪要会有披露这方面的研究。我个人对这块了解不深，希望能加深了解和学习后再好好谈这个。 以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] kc138:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说:现价值得買嗎

[答] 夏忘书:

非常抱歉，这个问题只能由您判断。谢谢。

[问] 笑嘻嘻的猫:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说:血脂康这样的产品靠谱吗，会不会受到医保控费影响较大？

[答] 夏忘书:

血脂康靠谱啊。血脂康虽说是中成药，但主要成分实际就是天然他汀类成分。有明确的降脂效果。还去FDA做了临床。主打天然类中成药，对身体伤害小的营销思路吧，能卖的上价钱。医保控费没影响，去年还增长了10%。2017年医保目录将其仅限住院报销的限制去除后。2018年可能会增长更多些。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 饮者:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说: 医药真不懂，别笑，请问什么药可以被微球缓释放？要是都可以被微球成了创新药，岂不是全世界的牛药都成绿叶他们家的。受其他药的专利保护不允许微球还是什么限制？微球技术再难总比发明新药容易吧，其他药企为何不微球全世界的药品？

[答] 夏忘书:

可能主要是几个因素吧。

一，用药经济学，微球投入和生产成本高，一般定价都比较贵。而药物的给药方式有普通注射液，口服的，会便宜很多。所以无必要需求，一般情况都不会用微球这个剂型。一般比较适合微球的，如半衰期比较短的多肽类药物，GLP1，病人依从性差的中枢神经类用药。

二，有些剂量大、药效不强的药也不适合。

三，很多疾病时间不长的也没要开发。

这是我的回答，感谢您的参与。

[问] _Bright_:

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说: 请问绿叶的核心竞争力在哪里？

谢谢

[答] 夏忘书:

这问题问的有难度。我只说一点吧，简单又直观地看，绿叶的管理层有一种强烈追求

超额收益、打造护城河的战略意图。我不知道绿叶的管理层有没有看过巴菲特的书，但看其打造的产品线、在研产品线以及并购的思路，完全就是超一流投资人的行为。这种差异化战略思想的指导下逐渐构筑了绿叶的护城河，并不断延宽。以上是我的回答，感谢您的参与。

[问] 港股小司机：

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说：今年城镇和农村医保合并会给绿叶带来哪些影响？中美贸易战会波及生物医药行业吗，对绿叶利弊何在？力扑素与白蛋白紫杉醇在疗效、价格、应用范围有哪些差异？

[答] 夏忘书：

小司机兄是老朋友了。我就回答下中美贸易战吧。

一，这个国际化是长期战略，要走真正的创新药路线，要成为真正的大药企，一定是少不了国际化的。光国内市场，还是比较有限。而国内市场也同样有政策风险。

二，只要认准这个长期战略，大方向是正确的，遇到困难也要克服解决。而贸易保护的力度和时间长度都具备不确定性，很可能不久就会随着双边关系的改善、领导人的更替而导致政策发生变化，这点长期看并不担心。我认为世界只会更加开放而不会逆流而行走倒退封闭的老路。开放对任何一方看都是有益的。

三，如果能做出真正的创新药，关税是保护不了的，影响不了多少销量，照样可以卖高价。如我们国内一些救命进口药，再高价也要买。

中美贸易战短期确实会带来些市场负面情绪甚至一些实质性的利空消息，但并不会过分担心企业长期发展。

关于白蛋白紫杉醇和力朴素的问题。

白蛋白紫杉醇疗效和治疗理论和力朴素实际是类似的，因此不存在疗效更佳的说法。这点有看法的可以找找临床文献看是不是这回事。白蛋白紫杉醇可以营销的点就是副作用方面会优于力朴素，但相差也是不大的。白蛋白紫杉醇获批的适应症为乳腺癌，乳腺癌适应症占绿叶力朴素销售实际不足百分之二十。因此，适应症上存在一定的错位经营。白蛋白紫杉醇也确实存有跨适应症问题，但应该不多，如果跨适应症医生涉

及一定的法律风险，此外，如果白蛋白紫杉醇进了医保，是坚决不允许跨适应症的。价格，白蛋白紫杉醇一疗程定价约一万元，力朴素一疗程约六千元。二者还是有比较大的差距。

关于竞争压力带来的影响

力朴素虽然销售额高，但销量占整个紫杉醇类药物并不高，算上多西他赛也就百分之二十。因此，力朴素可通过价格和渠道下沉在未来吃掉普通紫杉醇和多西他赛的市场，这块会弥补白蛋白紫杉醇竞争带来的市场份额缺失。

也可以从中看出，力朴素苦心经营了十多年，也就占到百分之二十的市场份额。因此，仿制药白蛋白紫杉醇一上来有投资者说会抢了力朴素市场，纯属臆想，或为打压股价有意吓之。凡此种种断论，皆不必理会。

这个市场很大，整个紫杉醇市场依旧在扩容(肿瘤人群基数随老龄化扩大)，且因白蛋白紫杉醇和力朴素定价高，在替换多西他赛和普通紫杉醇的过程中，全部参与者依旧有价量增长的逻辑。

绿叶力朴素也在积极做其他适应症拓展，是白蛋白紫杉醇做不了的适应症，借此可避免正面冲突。

现实世界的营销尤其是药品这类产品并不像直觉想象那样，一旦一个所谓的好药出来就一定会大卖特卖，还是需要靠人、靠时间去一个点一个点蚕食的。尤其在国内，医生的用药习惯、各地的准入以及错综复杂的利益体系更是加大了推广的难度。

绿叶的力朴素是目前企业的核心产品，相信公司会非常重视这一竞争对手的加入，采取各种应对方式去阻止蚕食，去年力朴素销量大增，就能看到绿叶的营销开始集中发力。就共识而言，大家都认为力朴素短期不会受太大影响。

谢谢小司机兄参与。

提问结束，没想到大家这么热情参与这次提问，找了些资料回答的，回答不好多多见谅。

[问] 我玩游戏：

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说：我想问下力朴素销量主要集中在哪几个省份？

[答] 夏忘书：

广东，江苏，山东。其中山东的医保目录刚出来，结果是保留下来了。

[问] 君子无忧无惧：

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说：夏兄，短期看绿叶业绩靓丽，长期看更有美好预期（重磅新药）。公司业务组成中由于力朴素占比较高，假如一两年后力朴素销售额下降，新药尚未推出（以前也有延期），中间业绩会不会出现一个青黄不接的期间，现有的品种贝希、血脂康、中枢神经药能抵消力朴素的下降吗？（这是个悲观的假设）

[答] 夏忘书：

边走边看。根据目前反馈的一些信息，没什么因素可以阻碍微球上市的。如果黑天鹅出现，最急的应该是刘董事长，毕竟微球的厂房、生产设备已经大手笔投资下去了。如无其他坏消息，那时的我应该还在的。因为合生元给我的印象太深刻了，中途连续遭遇两个黑天鹅事件，然后企业家不慌不忙的解决了，虽然中间有过股价波动，最后还是涨了几倍。

[问] 七秒钟的记忆：

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说：除了丽珠集团，国内大规模搭建微球平台的公司似乎还没有，这块的护城河有多宽，为什么其它大公司没有介入？

[答] 夏忘书：

第一点，微球剂型不是说想做就能做的，产业化难度非常高。即使在世界范围，能做出微球的玩家也是极少数的。也可以看到，那些微球产品一般比其他剂型的生命周期要长的多。

二，药物研发有很多方向的，每个药企都能找到适合自身的战略研发方向。微球只是一个相对更独特、细分的市场，对比其他市场，并不算大，且微球产业化时间很长。

因此又比较难吸引资本大规模投入于此。

三，绿叶从立项到现在，已经用了十多年了。过去十多年，国内的药企卖中药注射剂、辅助药，仿制药就能轻松赚到快钱，何必要这么辛苦搞这个研发？所以，不仅是微球，其实你看国内的创新药股都是非常稀缺的。

[问] 普洱早点：

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说：绿叶的微球严格算是一种技术，绿叶的药物研发是不是相比一线药企要弱一些？

[答] 夏忘书：

时间关系，简单答下。并不这样认为，微球的研发难度可能要比生物制药要更难，且比大多数仿制药都要难。且绿叶还有安舒法辛、单抗、IDO PD1 帕利哌酮等布局，还是非常全面。当然了，对投资者来说，最重要的不是这个企业的研发有多牛，最重要的是这些研发产品能对当下的企业体量带来什么冲击。比如有些大药企如辉瑞，每年投入70亿美金做研发，但股价和业绩十多年没变过。谢谢。

[问] 小火慢炖008：

关于\$绿叶制药(02186)\$，对@夏忘书说：绿叶的利培酮上市审批计划在2019年吧？请问审批周期一般多长时间？然后就可以正常生产销售了吧

[答] 夏忘书：

顺利的话应该2018年底申报，2019年上市。审批可能是半年多吧？对。

(完)

以上内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态？立即下载雪球客户端关注TA吧！

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里