

## 医药：乐普医疗（300003）业绩点评

2016年3月1日

## 业绩稳定增长，内生外延完善大健康生态链

## ⑤ 事件

公司发布业绩快报，15年实现营业收入27.77亿元，同比增长66.42%，归属母公司净利润5.21亿元，同比增长23.22%，EPS为0.64元。

## ⑤ 业绩增长态势显著，资源整合大力增厚业绩

公司医疗器械和药品等主营业务持续稳定增长。公司15年药品业务对公司业绩贡献明显，其中乐普药业15年全年贡献收入2.69亿，同比增长50%左右，新东港核心产品阿托伐他汀钙15年上半年收入3,317万元，同比增长492.29%。公司体外诊断业务、医疗服务等新业务也保持高速增长。在公司资源整合下，预计公司16年器械和药品业务将进一步提升公司业绩，推进公司进入新的上升通道。

## ⑤ 多项重磅产品在研，内生外延完善心脑血管生态链

公司的完全可降解聚合物支架15年完成随机临床的植入工作，早期已满随访期的临床结果良好，预计17年推出；植入式双腔心脏起搏器有望在16年获批生产；左心耳封堵器已完成100余例临床试验，预计18年取得注册证。同时公司通过外延并购不断完善心脑血管生态链，并拓展至精准医疗、糖尿病、肾病等其他行业，实现公司营收高速增长的同时，也为公司提供更多的成长机会。

## ⑤ 投资策略

按增发后股本8.72亿股计算，我们预测公司15-17年归母净利润分别为5.21亿元、6.60亿元和8.05亿元，EPS分别为0.60元、0.76元和0.92元，对应PE为57倍、45倍和37倍，首次给予“推荐”评级。

## ⑤ 风险提示

产品降价风险，招标低于预期，新产品研发不及预期，业务整合风险。

## 图表：财务数据及估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	1,303.3	1,668.6	2,777.0	3,531.2	4,334.6
同比增长（+/-%）	28.3%	28.0%	66.4%	27.2%	22.8%
归属净利润（百万元）	361.6	423.2	521.4	660.4	804.9
同比增长（+/-%）	-10.3%	17.0%	23.2%	26.7%	21.9%
每股收益（元）	0.41	0.49	0.60	0.76	0.92
PE	81.48	69.63	56.51	44.62	36.61
PB	9.71	8.73	6.33	5.79	5.24

推荐（首次）

市场表现 截至 2016.3.1



市场数据	2016-3-1
A股收盘价（元）	33.80
一年内最高价（元）	58.20
一年内最低价（元）	26.50
上证指数	2,733.17
市净率	5.7
总股本（万股）	87,179
实际流通A股（万股）	68,611
限售流通A股（万股）	18,568
流通A股市值（亿元）	231.9

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

联系人：祝琳琪

电话：010-85556198

邮箱：zhulinqi@hrsec.com.cn

证券研究报告

## 目录

一、业绩增长态势显著，资源整合大力增厚业绩.....	2
1、药品业务增长迅速，全资控股乐普药业显著增厚业绩 .....	4
2、心血管器械业务稳定增长，体外诊断等新业务逐步贡献收入 .....	5
二、内生外延完善心血管生态链，加码布局大健康产业.....	5
1、多项重磅产品在研，内生外延完善心脑血管生态链 .....	5
2、投资 Quanterix 进入液体活检产业，加码布局精准医疗 .....	6
3、投资睿健医疗进入血透领域，拓展医疗服务范围 .....	7
三、投资策略.....	7
四、风险提示.....	7

## 图表目录

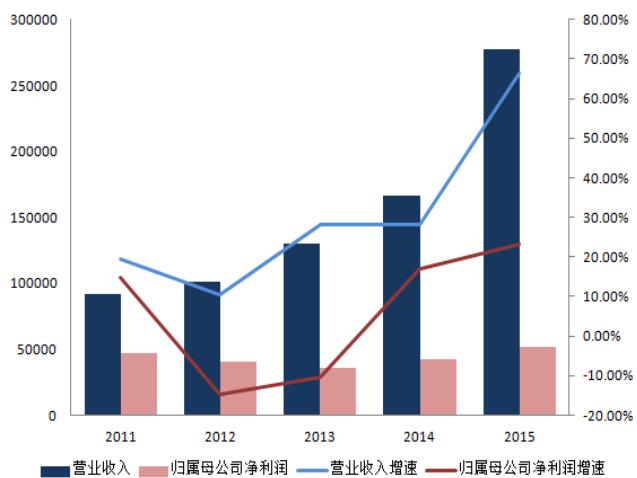
图表 1、公司营业收入、净利润及同比增速 (2011-2015) .....	4
图表 2、公司营业收入构成 (2011-2014) .....	4
图表 3、乐普药业净利润预期与实际增长情况 (2012-2018E) .....	5
图表 4、乐普医疗大健康全产业链 .....	6

## 一、业绩增长态势显著，资源整合大力增厚业绩

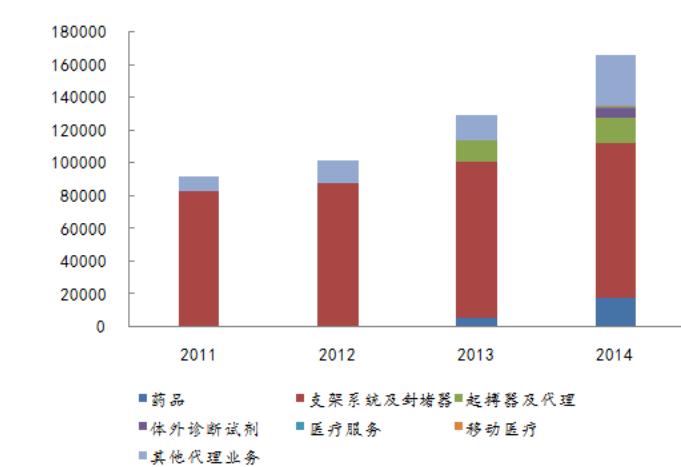
### 1、药品业务增长迅速，全资控股乐普药业显著增厚业绩

公司是目前国心血管医疗器械的龙头企业之一，在13年收购乐普药业（新帅克）获得重磅产品复方硫酸氢氯吡格雷片后，开始进入药品领域。氯吡格雷是抗血栓类重磅药物，2013年全球销售额突破120亿美元，截至目前，国内仅三家企业生产，包括赛诺菲（原研）、信立泰（首仿）和乐普药业。乐普药业近几年业绩增长态势超出预期，13-15年实现净利润分别为2,412万元、7,435万元和12,091万元。15年下半年在CFDA加强临床审核的环境下，氯吡格雷的申请品种有所减少，未来几年氯吡格雷竞争情况良好，随着全国招标加速，预计公司氯吡格雷片在未来几年仍会实现快速增长。同时公司还收购了阿托伐他汀钙、艾塞那肽、左西孟旦等多款重磅降血脂和降血糖药物，15年阿托伐他汀钙上半年收入3,317万元，同比增长492.29%。预计公司药品业务在招标加速和资源高效整合下，收入有望进一步提升。预计16年药品业务全年收入增速保持在40%左右。同时公司也在近期发布公告拟全资控股乐普药业，未来将显著增厚公司业绩，推进公司进入新的上升通道。

图表 1、公司营业收入、净利润及同比增速（2011-2015）图表 2、公司营业收入构成（2011-2014）

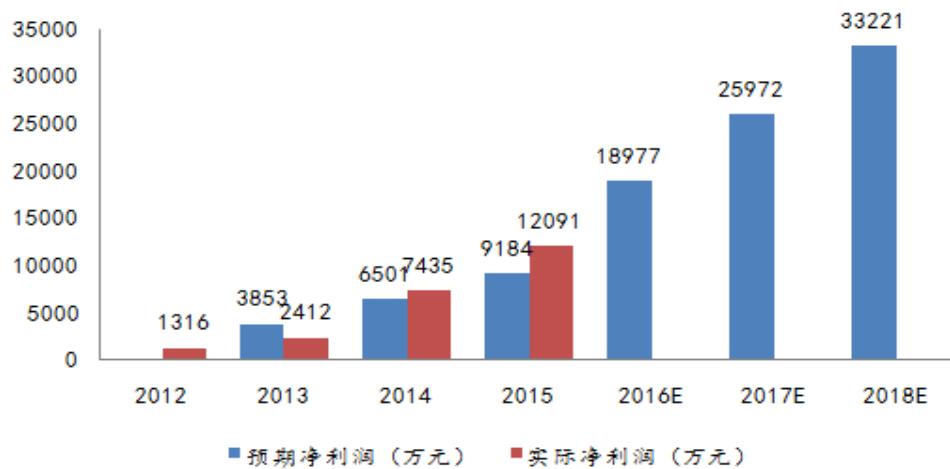


数据来源：Wind，华融证券整理



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 3、乐普药业净利润预期与实际增长情况 (2012-2018E)



数据来源：公司公告，华融证券整理

## 2、心血管器械业务稳定增长，体外诊断等新业务逐步贡献收入

15年上半年公司自产支架系列产品收入4.34亿，同比增长23.17%，封堵器系列产品收入5,170万，同比增长15.94%，在招标加速下，我们预计15年公司自产支架系列产品全年收入增速保持在25%左右，封堵器系列产品全年收入增速保持在15%左右。同时公司在体外诊断、第三方检测、高端新型医疗服务机构等领域也开始布局，并为公司贡献收入，公司的目标是诊断试剂业务力争2020年为公司贡献3-4亿的利润。预计未来几年在公司资源整合和基层市场扩张下，公司医疗器械、体外诊断、医疗服务等业务将稳步提升营收水平。

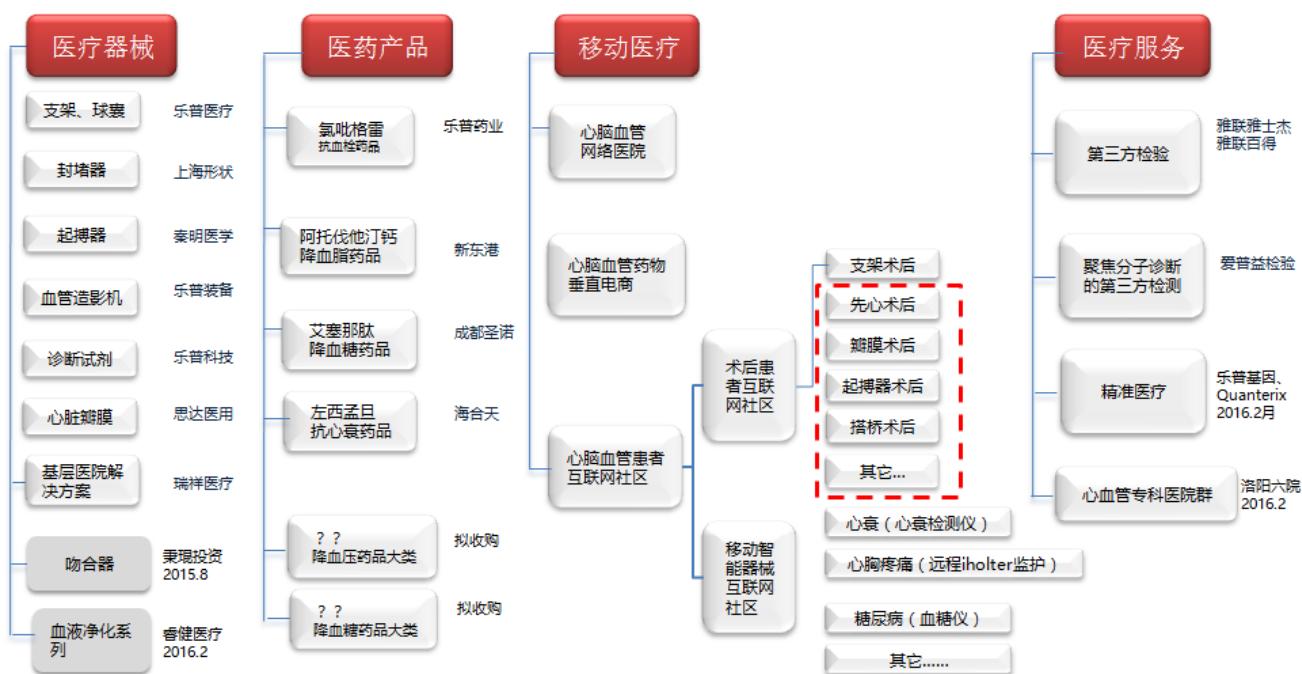
## 二、内生外延完善心血管生态链，加码布局大健康产业

### 1、多项重磅产品在研，内生外延完善心脑血管生态链

公司是国内心血管医疗器械产品线最全的企业，目前具有多项重磅产品在研，完全可降解聚合物支架15年完成随机临床的植入工作，早期已满随访期的临床结果良好，目前正在做9月造影随访，预计在2017年下半年推出市场；植入式双腔心脏起搏器和新一代数字平板血管造影机分别与15年1月和4月进行注册申报，有望在16年获批生产；公司自主研发左心耳封堵器，临床试验已完成100余例，预计2018年取得注册证。药品方面，复方硫酸氢氯吡格雷片、埃索美拉唑钠、右兰索拉唑片、抗凝血药品铝镁匹林片剂、消化系统用药埃索美拉唑镁原料药及肠溶胶囊等多个品种的新药已报送国家药品审评中心进行技术审评。

公司目前覆盖 1200 多家医院、800 家三甲医院、覆盖中国 95%以上 PCI 医院，其中包括所有中国一线和二线城市重点医院，同时快速扩张县级医院市场，产品几乎覆盖了心血管疾病治疗的主要器械以及心血管领域用量大和专业性强的主要药品品种，竞争优势明显。公司还建立了面向全国的心血管高端医学检验中心、专业化第三方独立实验室，并推出多款心血管、糖尿病等系列移动医疗设备及术后患者管理和慢病管理 APP 系统，与著名医院以及医生合作，逐步建立公司新血管专科医院群（2016 年 2 月收购洛阳六院）和具有高端医疗服务水平的乐普心血管网络医院，建立乐普面向病患终端大数据库，为拓展 B2C 以及 C2B 业务提供信息平台支持，线上线下服务及营销网络提供了清晰的盈利模式和市场竞争的优势，进一步完善公司包括制药、器械、服务和移动医疗四位一体的心脑血管生态产业链。

图表 4、乐普医疗大健康全产业链



数据来源：公司公告，华融证券整理

## 2、投资 Quanterix 进入液体活检产业，加码布局精准医疗

公司目前也在积极拓展基因分子诊断业务，打造乐普具有巨大应用前景的心血管领域分子诊断业务，子公司乐普基因目前已在中小企业股份转让系统挂牌。公司近期投资设立的乐普-民和全球精准医疗创新投资基金将在全球范围内前瞻性地寻找优质的集中精准诊断和精准治疗领域的投资和并购。首个投资的 Quanterix 是全球领先的超高精度蛋白检测设

备及配套试剂提供商，并近期择机在美国市场 IPO。Quanterix 创始人兼 CTO 的 David Walt 是基因测序行业龙头 Illumina 公司的创始人，核心技术超高精密蛋白检测技术 Simoa 可实现单分子蛋白的标记和检测，完成以往难检测的微量肿瘤等标记物进行定量分析，超高灵敏度和稳定性使其在肿瘤、脑损伤、感染等重大疾病的早期检测、血筛、新药研发等领域发挥更大作用，是液体活检领域的一个重大新型技术平台。公司在实现投资收益的同时，未来讨论引进 Quanterix 的技术，占据公司在液体活检等精准医疗领域的技术制高点。

### 3、投资睿健医疗进入血透领域，拓展医疗服务范围

公司在耕耘心脑血管生态链的同时，不断拓展到糖尿病等其它慢性病管理领域。公司近期投资的睿健医疗属慢性肾病领域血液净化行业，通过投资睿健医疗，乐普医疗切入又一大病种慢性肾病领域，在经验和模式成熟下，将复制心血管领域全产业链路径。预计未来公司将通过合作共建、投资设立等方式，在全国范围内铺设血液透析中心，打通血透行业上下游产业链，推动公司的稳定持续盈利。

## 三、投资策略

按增发后股本 8.72 亿股计算，我们预测公司 15-17 年归母净利润分别为 5.21 亿元、6.60 亿元和 8.05 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.76 元和 0.92 元，对应 PE 为 57 倍、45 倍和 37 倍，首次给予“推荐”评级。

## 四、风险提示

产品降价风险，招标低于预期，新产品研发不及预期，业务整合风险。

**附表：**
**资产负债表**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1,726.0</b>	<b>1,715.1</b>	<b>3,108.4</b>	<b>3,576.0</b>	<b>4,150.2</b>
现金	704.4	506.7	803.9	800.0	633.2
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	41.4	25.4	68.3	83.0	103.1
应收账款	639.9	816.9	1,355.4	1,661.2	2,099.9
其他应收款	35.0	39.5	64.8	82.4	101.1
存货	220.1	249.7	613.4	719.4	917.5
其他	85.2	76.9	202.7	230.0	295.4
<b>非流动资产</b>	<b>1,402.2</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,319.1</b>	<b>2,531.2</b>	<b>2,730.7</b>
长期股权投资	4.1	160.1	160.1	160.1	160.1
固定资产	489.6	522.7	592.5	660.0	725.4
无形资产	80.9	121.7	153.1	194.4	226.1
其他	827.5	1,310.4	1,413.4	1,516.8	1,619.2
<b>资产总计</b>	<b>3,128.2</b>	<b>3,829.9</b>	<b>5,427.5</b>	<b>6,107.2</b>	<b>6,880.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>218.3</b>	<b>517.2</b>	<b>520.0</b>	<b>667.2</b>	<b>803.2</b>
短期负债	0.0	235.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	62.8	104.6	225.8	284.5	338.1
预收账款	65.2	50.3	69.4	88.3	108.4
其他	90.2	127.3	224.7	294.4	356.7
<b>长期负债</b>	<b>15.5</b>	<b>0.0</b>	<b>29.8</b>	<b>37.4</b>	<b>32.1</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	15.5	0.0	29.8	37.4	32.1
<b>负债合计</b>	<b>233.8</b>	<b>517.2</b>	<b>549.8</b>	<b>704.6</b>	<b>835.3</b>
股本	812.0	812.0	871.8	871.8	871.8
资本公积金	752.8	752.8	1,870.6	1,870.6	1,870.6
留存收益	1,261.6	1,579.2	1,912.3	2,345.3	2,876.7
少数股东权益	66.9	150.0	222.5	314.2	425.9
母公司所有者权益	2,827.6	3,142.6	4,655.3	5,088.4	5,619.7
<b>负债及权益合计</b>	<b>3,128.2</b>	<b>3,829.9</b>	<b>5,427.5</b>	<b>6,107.2</b>	<b>6,880.9</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>336.1</b>	<b>335.2</b>	<b>-258.0</b>	<b>435.2</b>	<b>327.6</b>
净利润	366.7	452.2	593.9	752.1	916.7
折旧摊销	55.9	72.4	34.8	41.9	48.2
财务费用	0.4	1.2	-16.9	-26.5	-23.6
投资收益	-0.7	-1.4	-5.2	-0.2	-0.3
营运资金变动	-99.5	-179.7	-870.9	-337.6	-616.9
其他	-6.7	-9.7	6.3	5.5	3.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-563.7</b>	<b>-688.7</b>	<b>-227.7</b>	<b>-246.0</b>	<b>-239.2</b>
资本支出	-292.8	-75.8	-232.8	-246.2	-239.5
其他投资	-270.9	-612.9	5.2	0.2	0.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-141.8</b>	<b>113.9</b>	<b>782.9</b>	<b>-193.1</b>	<b>-255.3</b>
借款变动	0.0	235.0	-235.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	59.8	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	1,117.8	0.0	0.0
股利分配	-146.2	-105.6	-188.4	-227.4	-273.5
其他	4.3	-15.5	28.6	34.2	18.2

**利润表**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,303.3</b>	<b>1,668.6</b>	<b>2,777.0</b>	<b>3,531.2</b>	<b>4,334.6</b>
营业成本	403.8	608.3	1,276.8	1,619.8	1,988.3
营业税金及附加	14.3	20.7	29.2	37.1	45.5
营业费用	296.8	341.3	472.1	600.3	736.9
管理费用	172.2	180.4	333.2	416.7	511.5
财务费用	-18.8	-10.5	-16.9	-26.5	-23.6
资产减值损失	13.7	13.1	10.3	12.5	9.8
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-0.4	1.6	5.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>421.0</b>	<b>516.9</b>	<b>685.8</b>	<b>871.4</b>	<b>1,066.3</b>
营业外收入	12.1	20.6	20.0	20.3	20.2
营业外支出	1.1	0.8	3.0	1.7	1.7
<b>利润总额</b>	<b>432.0</b>	<b>536.6</b>	<b>702.8</b>	<b>890.0</b>	<b>1,084.8</b>
所得税	65.3	84.4	108.9	138.0	168.1
<b>净利润</b>	<b>366.7</b>	<b>452.2</b>	<b>593.9</b>	<b>752.1</b>	<b>916.7</b>
少数股东权益	5.0	29.0	72.5	91.7	111.7
归属母公司所有者净利润	361.6	423.2	521.4	660.4	804.9
EPS (元)	0.41	0.49	0.60	0.76	0.92

**主要财务比率**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	28.3%	28.0%	66.4%	27.2%	22.8%
营业利润	-9.8%	22.8%	32.7%	27.1%	22.4%
净利润	-9.1%	23.3%	31.3%	26.6%	21.9%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	69.0%	63.5%	54.0%	54.1%	54.1%
净利率	28.1%	27.1%	21.4%	21.3%	21.1%
ROE	12.8%	13.5%	11.2%	13.0%	14.3%
ROIC	14.3%	14.9%	14.1%	16.0%	17.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.5%	14.0%	10.1%	11.5%	12.1%
流动比率	7.91	3.32	5.98	5.36	5.17
速动比率	6.90	2.83	4.80	4.28	4.02
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.42	0.44	0.51	0.58	0.63
存货周转率	1.83	2.44	2.08	2.25	2.17
应收账款周转率	1.91	1.98	1.95	2.02	1.97
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.41	0.49	0.60	0.76	0.92
每股经营现金	0.41	0.43	-0.30	0.50	0.38
每股净资产	3.48	3.87	5.34	5.84	6.45
每股股利	0.61	0.44	0.78	0.88	0.99
<b>估值比率</b>					
PE	81.48	69.63	56.51	44.62	36.61
PB	9.71	8.73	6.33	5.79	5.24

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010 - 85556173 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)