

# 乐普医疗 (300003)

## 多点并购凸显公司战略布局日趋完善

增持 (维持)

### 投资要点

- 增持优加利, 深化心电监测合作:** 公司拟以 1.06 亿元进一步收购上海优加利健康管理有限公司 17.59% 的股权。优加利是国内唯一的医疗级远程心电实时监测服务商, 也是公司在移动医疗领域重要技术支持。2015 年公司参股优加利后, 其覆盖医疗机构数及心电监测数据积累快速增长。进一步增持优加利将推动其数据积累及数据挖掘技术快速发展, 强化公司移动医疗领域布局, 以实现线上线下联动。
- 收购快舒尔, 进军胰岛素无针注射领域:** 公司拟使用 7070 万元, 通过股权收购并增资的方式投资北京快舒尔医疗技术有限公司 20.20% 股权。快舒尔是国内首家成功研制无针注射技术的公司, 技术国际领先。公司计划以无针注射器为切入点, 迅速进军胰岛素注射领域。无针注射器将在公司降血糖药物艾塞那肽获批上市后, 与其配套使用, 发挥协同效应, 以分享降血糖药物快速增长的收益。
- 低成本获得重磅降血压品种:** 子公司乐普药业拟分别以 1.5 亿元和 9000 万元收购永正制药 75% 股权和恒久远 60% 股权, 从而获得重磅降血压品种“苯磺酸氨氯地平片”和“缬沙坦胶囊”。两个药品为市场主流降压药品种。参考乐普药业并入乐普医疗后快速放量的经验, 我们看好两品种将借力公司的渠道资源及市场经验快速成长。
- 布局安徽省内心血管专科医疗服务:** 公司拟以 1.07 亿元收购安徽高新心脑血管医院管理有限公司 70% 股权, 并获得其全资控股的合肥高新心血管病医院和安徽康源心血管病研究院, 布局安徽省内心血管专科医疗服务。医院将作为安徽地区大区级心血管网络医院, 带动区域基层诊疗发展, 一方面作患者导流, 另一方面服务大数据中心。

### 投资建议

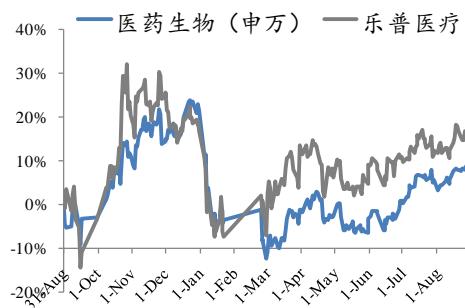
我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 7.35 亿、9.60 亿和 12.41 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元, 对应 PE 分别为 46 倍、35 倍和 27 倍。我们长期看好公司在心血管领域的“药品+器械+服务”三位一体、“线上+线下”融合的全产业链平台布局, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 1) 医疗器械审批进度低于预期; 2) 外延并购与整合不达预期; 3) 商誉减值风险。

2016 年 9 月 2 日

首席证券分析师 洪阳  
 执业资格证书号码: S0600513060001  
[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)  
 0512-62938572

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	19.13
市盈率	54.65
市净率	7.5
流通 A 股市值 (亿元)	262

### 基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	13.11
资产负债率 (%)	30.94
总股本 (百万股)	1743.57
流通 A 股 (百万股)	1372.06

### 相关报告

- 乐普医疗的 2016-2018: 药品放量支撑业绩 30% 复合增长 (深度报告 2016.6.28)
- 乐普医疗的 2018-2020: 重磅器械新品上市继续推动业绩增长 (深度报告 2016.7.7)
- 乐普医疗的 2020 以后: 精准医疗+体外诊断, 慢病管理梦想成真 (深度报告 2016.7.21)

## 目录

1.乐普医疗布局心血管全产业链.....	3
2.增持优加利，深化心电监测合作.....	3
3.收购快舒尔，进军胰岛素无针注射领域.....	4
4.低成本获得重磅降血压品种.....	5
5.布局安徽省内心血管专科医疗服务.....	6

## 图表目录

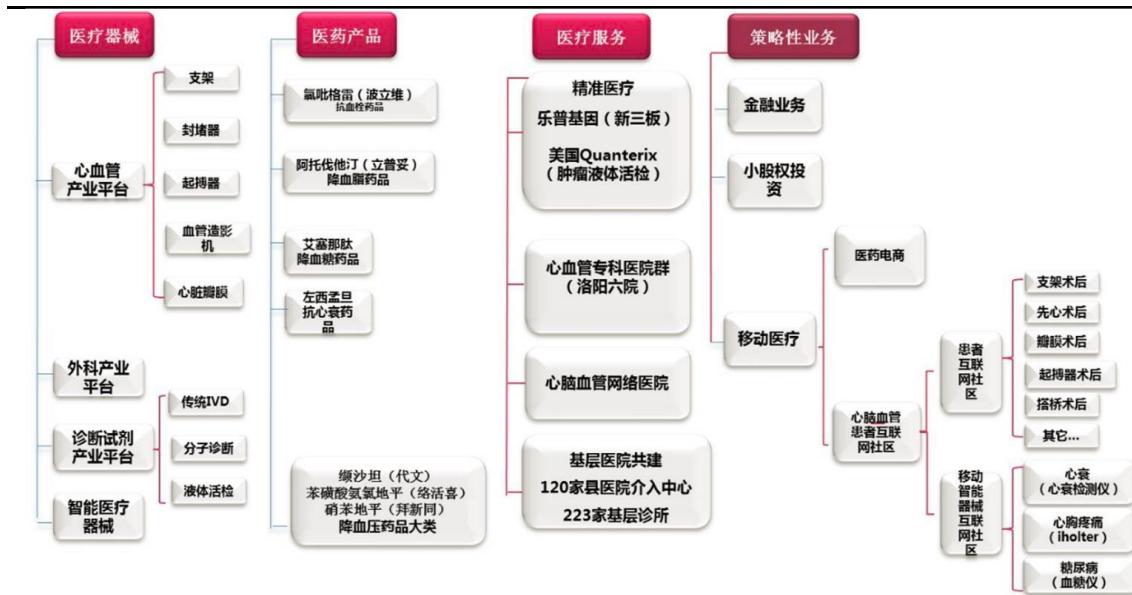
图表 1: 乐普医疗心血管全产业链布局.....	3
图表 2: 优加利心电监测数据积累加快.....	4
图表 3: 优加利覆盖医疗机构显著增加.....	4
图表 4: 胰岛素无针注射器.....	4
图表 5: 无针注射耗材.....	4
图表 6: 长期注射导致皮下脂肪增生阻碍胰岛素吸收.....	5
图表 7: 长期注射导致皮下脂肪增生使血糖波动大.....	5
图表 8: 公司多方位助力乐普药业快速成长.....	6
图表 9: 乐普药业快速放量.....	6
图表 10: 公司各业务板块联动布局.....	7

## 1. 乐普医疗布局心血管全产业链

公司通过外延并购，现已形成医疗器械、药品、医疗服务及策略性业务（包含移动医疗、金融业务等）四大板块共同发展的全产业链平台布局。

现阶段器械类产品仍是公司贡献业绩的主营项目，围绕心血管领域为核心，向外拓展外科及 IVD 等领域。公司药品板块现有氯吡格雷、阿托伐他汀、左西孟坦和氯沙坦钾氢氯噻嗪等重磅品种，借助公司在心血管领域的优势渠道快速放量，为公司近 3~5 年的业绩增长释放动力。公司积极布局体外诊断和精准医疗等领域，并向血透、糖尿病等心血管相关领域延伸，医疗服务板块为未来公司业绩增长储备巨大潜力。

图表 1：乐普医疗心血管全产业链布局



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

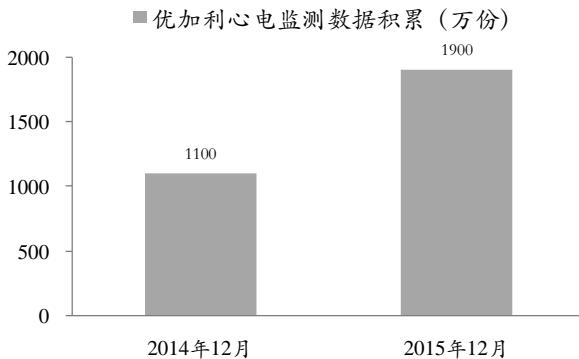
## 2. 增持优加利，深化心电监测合作

2016 年 8 月，公司拟以 1.06 亿元进一步收购上海优加利健康管理有限公司 17.59% 的股权。本次交易完成后，乐普医疗将合计持有优加利 37.59% 股权，实现相对控股。优加利是国内唯一的医疗级远程心电实时监测服务商，致力于心电生理数据监测技术和实时分析技术的研究与服务，拥有领先的心电远程移动终端产品和实时监护网络数据平台。心电监测是心血管疾病诊断和评价的基石，收购优加利将助力公司在医疗健康服务领域的战略布局。

2015 年 3 月，公司首次以 1.07 亿元收购优加利 20% 股权。并购双方合作开发 B2C 。一方面，公司抢占远程心电监测这一移动医疗服务核心入口，凭借优加利远程心电监测服务为公司心血管

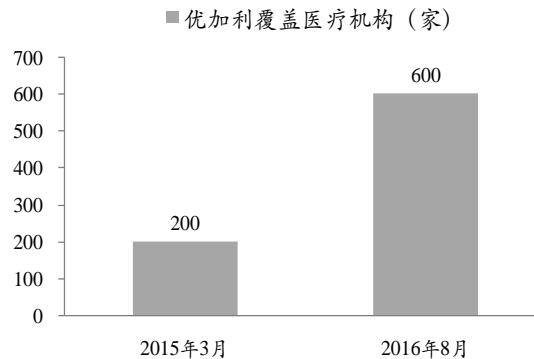
移动医疗平台导流用户。

**图表 2: 优加利心电监测数据积累加快**



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**图表 3: 优加利覆盖医疗机构显著增加**



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

另一方面, 优加利整合入乐普系统以后, 借助乐普医疗的优势资源迅速成长。2016 年上半年优加利营业收入已经超过 2015 年全年营收, 达到 1215.45 万元, 目前尚未盈利。并购完成后一年中, 优加利覆盖医疗卫生机构数已由 200 家上升至 600 家, 积累医用级心电监测数据已由超过 1100 万份增长至 1900 万份。丰富数据库使得优加利能够不断改进心电监测与实时分析的算法, 并为数据的二次挖掘和开发奠定了坚实的基础。

对优加利相对控股能够促进双方进一步的融合, 盘活现有团队及市场资源, 强化公司移动医疗领域布局, 以实现线上线下联动。

### 3. 收购快舒尔, 进军胰岛素无针注射领域

公司拟使用 7070 万元, 通过股权收购并增资的方式投资北京快舒尔医疗技术有限公司 20.20% 股权。快舒尔是国内首家成功研制无针注射技术的公司, 其核心产品 QS-M 型胰岛素无针注射器实现了“一次取药、多次注射”功能, 技术国际领先。

**图表 4: 胰岛素无针注射器**



资料来源: 快舒尔官网, 东吴证券研究所

**图表 5: 无针注射耗材**



资料来源: 快舒尔官网, 东吴证券研究所

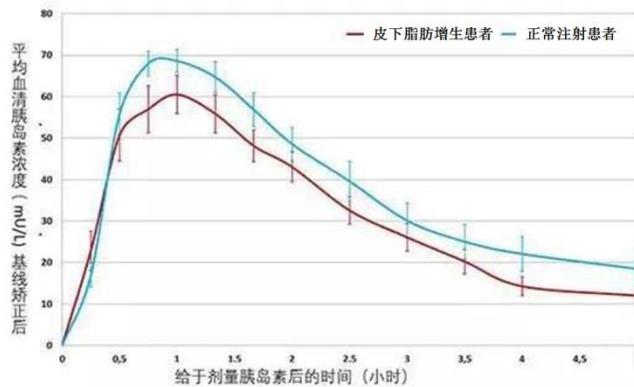
国内糖尿病患者趋于年轻化, 胰岛素患者数量居全球首位, 已达到 1.1 亿人。

是胰岛素规范注射领域新风

尚。一方面无针注射器可避免注射疼痛感、降低细菌感染风险。另一方面,

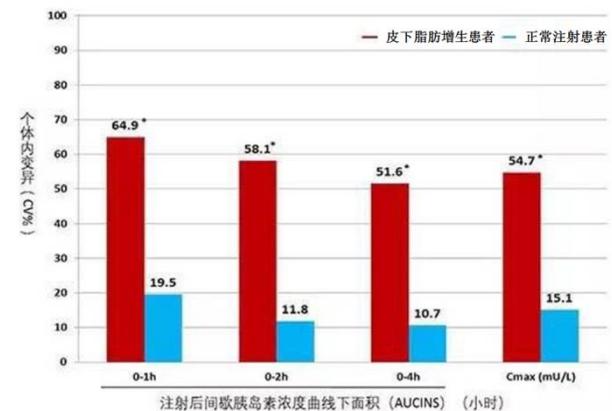
长期胰岛素注射有可能导致皮下脂肪增生，阻碍胰岛素的吸收，并使血糖难以控制。国内胰岛素注射病人中皮下脂肪增生发生率高达 53%。无针注射可避免皮下脂肪增生，并促使药液在皮下均匀弥散，具有提高药物吸收利用率、缩短起效时间。相比于有针注射，快舒尔产品有明显的患者体验和治疗效果优势。

图表 6：长期注射导致皮下脂肪增生阻碍胰岛素吸收



资料来源：ADA, 东吴证券研究所

图表 7：长期注射导致皮下脂肪增生使血糖波动大



资料来源：ADA, 东吴证券研究所

公司投资快舒尔并与其开展深度合作，以胰岛素无针注射器为切入点，迅速切入胰岛素注射领域。成为继智能血糖仪、血糖管理 APP 后的另一个 B2C 患者直接接触点，共同为其提供健康管理的服务平台。在公司降血糖药物艾塞那肽获批上市后，将与无针注射器进行配套使用。两者发挥协同效应，以分享降血糖药物快速增长的收益，带动整体业绩的进一步提升。

#### 4. 低成本获得重磅降血压品种

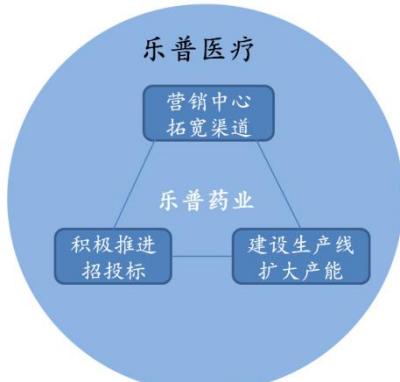
子公司乐普药业拟分别以 1.5 亿元和 9000 万元收购永正制药 75% 股权和恒久远 60% 股权，从而获得重磅降血压品种“苯磺酸氨氯地平片”和“缬沙坦胶囊”。

2015 年，全国高血压人数已达到 2 亿人，并趋于年轻化，市场空间广阔。应用广泛的降血压药品品种将进一步完善公司心血管领域药品供应平台建设。“苯磺酸氨氯地平片”和“缬沙坦胶囊”原研品种均为市场排名前三的降血压品种。两标的公司产品已取得产品批文，一致性评价工作正在有序准备中，预计在 2018 年上半年完成。由于自身资源有限，永正制药和恒久远发展受到一定限制。2015 年二者营业收入分别为 3289 万元和 4279 万元，净利润 73 万和 -392 万元，现阶段盈利能力较差。公司得以以低价将二者纳入乐普系统，获得降压市场主流产品。凭借公司资源及运营经验，二者将助力提升公司在内心血管药品领域的地位。

标的公司	核心产品	原研品种	类别	原研品种市场排名
恒久远	缬沙坦胶囊	辉瑞“代文”	血管紧张素Ⅱ受体拮抗剂类	NO.3
永正制药	苯磺酸氨氯地平片	辉瑞“络活喜”		NO.2

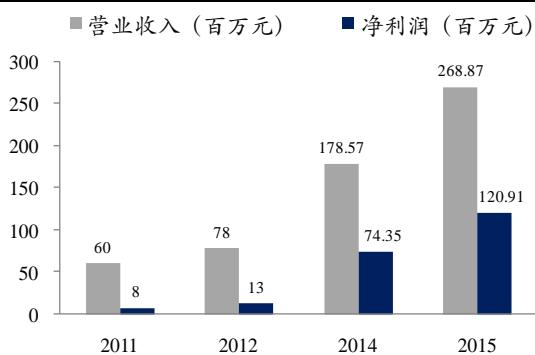
自 2013 年 6 月，公司收购新帅克 60% 股权，将其更名为乐普药业。公司正式进军心血管药品行业。公司凭借完整的整合管理体系，全方位助力乐普药业实现快速放量。公司设立乐普药业营销中心，高效整合并不断完善销售网络；公司凭借在心血管领域经验积极推进核心产品硫酸氢氯吡格雷片招投标工作；利用上市公司资本优势建设固体制剂生产线和新建粉针剂生产线，进一步提高乐普药业产能。“乐普药业+乐普医疗”在心血管领域产生强协同效应，乐普药业 2015 年营收相对于 2012 年增长 245%，净利润增长 819%。

图表 8：公司多方位助力乐普药业快速成长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9：乐普药业快速放量



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

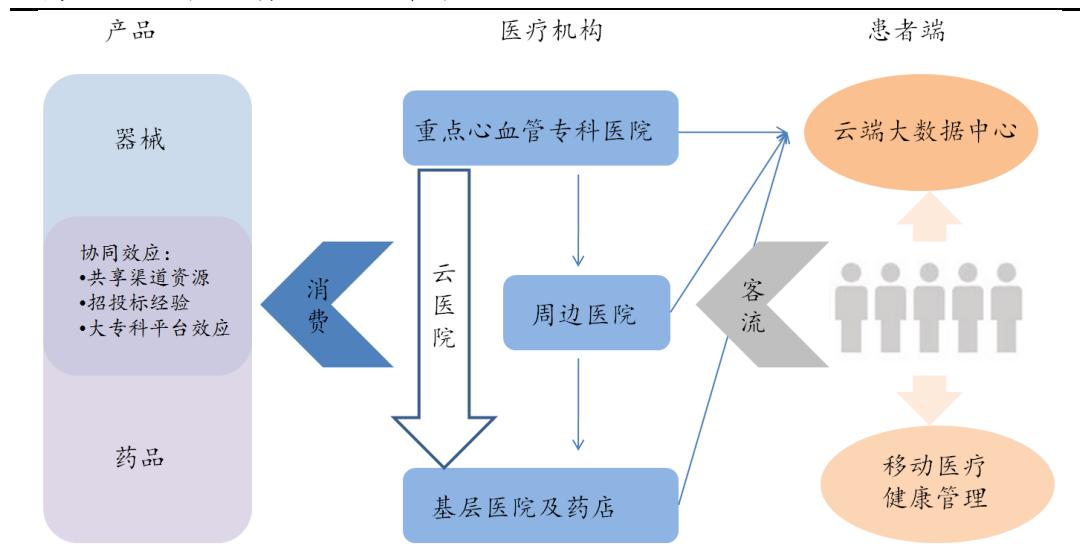
乐普药业的快速放量证明了公司“药品+器械+医疗服务”模式成效显著。高血压市场前景广阔，“苯磺酸氨氯地平片”和“缬沙坦胶囊”两类产品为市场主流，借助公司的渠道优势及运营经验将复制乐普药业的成功，带来新的市场机会。

## 5. 布局安徽省内心血管专科医疗服务

公司拟以 1.07 亿元收购安徽高薪心脑血管医院管理有限公司 70% 股权，并获得其全资控股的合肥高薪心血管病医院和安徽康源心血管病研究院，布局安徽省内心血管专科医疗服务。

合肥高薪心血管病医院是安徽省唯一一家三级心血管病专科医院，可完成心血管介入治疗等手术，在省内有一定影响力。公司将对其投入公司在心血管领域的医生资源、器械和药品产品资源，迅速做强做大该专科医院，使其成为区域内龙头心血管专科医院，并辐射周围地区。该院将作为区域性线上中心通过网络医院渠道发挥影响力，服务基层心血管疾病患者。同时该院将建设为区域内心血管病患者心电监控的大数据中心，利用优加利公司提供的 iHolter 终端设备和智能心电监控技术，建立连接安徽省及周边区域基层医疗机构患者心电监控和高端医院心电数据诊断的双向服务体系。

图表 10: 公司各业务板块联动布局



资料来源：东吴证券研究所

公司拟通过并购进一步扩大布局，呼应“器械+药品+医疗服务”三位一体，线上线下相结合的战略布局。并购方案实施后，新产品将被有效整合入乐普系统。两大重磅降血压产品有望实现快速放量；无针注射器械有望在在公司降血糖药物艾塞那肽获批上市后，共同开拓市场。优加利是公司布局移动医疗的重要技术支持，进一步增持后将加大控制力，推进网络健康管理平台建设。公司布局安徽心血管专科医疗服务市场，沟通患者端与产品端，带动区域放量。公司战略布局日渐完善，初现规模，各板块有机结合相互促进。

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 7.35 亿、9.60 亿和 12.41 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 46 倍、35 倍和 27 倍。我们长期看好公司在心血管领域的全产业链平台布局，维持“增持”评级。

## 乐普医疗重要财务数据

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>3641.00</b>	<b>3645.38</b>	<b>4923.99</b>	<b>5933.62</b>	<b>营业收入</b>	<b>2768.72</b>	<b>3532.40</b>	<b>4387.19</b>	<b>5435.26</b>
现金	1690.58	935.62	1895.73	1918.08	营业成本	1236.94	1561.32	1897.46	2293.68
应收款项	1414.06	2037.29	2239.31	3045.34	营业税金及附加	30.72	40.63	50.46	62.52
存货	518.56	654.67	771.14	952.40	销售费用	432.17	558.12	693.18	858.77
其他	17.80	17.80	17.80	17.80	管理费用	347.34	443.14	550.38	681.86
<b>非流动资产</b>	<b>3885.68</b>	<b>3684.22</b>	<b>3482.75</b>	<b>3302.33</b>	<b>财务费用</b>	<b>29.49</b>	<b>4.25</b>	<b>-14.00</b>	<b>-25.05</b>
长期股权投资	268.63	268.63	268.63	268.63	资产减值损失	16.83	14.54	14.54	14.54
投资性房地产	66.89	59.13	51.37	43.62	投资净收益	8.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	1005.40	903.18	800.96	698.74	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2404.46	2334.01	2263.57	2193.12	<b>营业利润</b>	<b>684.04</b>	<b>910.39</b>	<b>1195.17</b>	<b>1548.94</b>
其他	140.30	119.26	98.22	98.22	营业外净收支	16.90	17.05	17.05	17.05
<b>资产总计</b>	<b>7526.68</b>	<b>7329.60</b>	<b>8406.74</b>	<b>9235.95</b>	<b>利润总额</b>	<b>700.94</b>	<b>927.44</b>	<b>1212.22</b>	<b>1565.99</b>
<b>流动负债</b>	<b>1365.35</b>	<b>593.47</b>	<b>919.31</b>	<b>777.98</b>	<b>所得税费用</b>	<b>104.95</b>	<b>139.12</b>	<b>181.83</b>	<b>234.90</b>
短期借款	600.43	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	75.10	53.57	70.03	90.46
应付账款	764.91	593.47	919.31	777.98	<b>归属母公司净利润</b>	<b>520.89</b>	<b>734.75</b>	<b>960.36</b>	<b>1240.63</b>
其他	0	0	0	0	EBIT	736.73	931.69	1198.22	1540.94
<b>非流动负债</b>	<b>822.73</b>	<b>822.73</b>	<b>822.73</b>	<b>822.73</b>	EBITDA	872.86	1168.61	1435.14	1756.82
长期借款	310.00	310.00	310.00	310.00					
其他	512.73	512.73	512.73	512.73	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015E</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2188.07</b>	<b>1416.19</b>	<b>1742.04</b>	<b>1600.70</b>	每股收益(元)	0.30	0.42	0.55	0.71
少数股东权益	531.71	585.29	655.31	745.77	每股净资产(元)	2.76	3.06	3.45	3.95
归属母公司股东权益	4806.90	5328.12	6009.39	6889.48	发行在外股份(百万股)	1743.57	1743.57	1743.57	1743.57
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7526.68</b>	<b>7329.60</b>	<b>8406.74</b>	<b>9235.95</b>	ROIC(%)	19.78%	17.08%	18.98%	25.46%
					ROE(%)	10.84%	13.79%	15.98%	18.01%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	55.32%	55.80%	56.75%	57.80%
经营活动现金流	430.16	98.76	1260.71	393.34	EBIT Margin(%)	26.61%	26.38%	27.31%	28.35%
投资活动现金流	<b>-1216.46</b>	<b>-35.51</b>	<b>-35.51</b>	<b>-35.51</b>	销售净利率(%)	21.53%	22.32%	23.49%	24.49%
筹资活动现金流	2103.11	<b>-818.21</b>	<b>-265.09</b>	<b>-335.49</b>	资产负债率(%)	29.07%	19.32%	20.72%	17.33%
汇率变动影响	0	0	0	0	收入增长率(%)	65.93%	27.58%	24.20%	23.89%
现金净增加额	1319.13	<b>-754.96</b>	960.11	22.34	净利润增长率(%)	31.79%	32.27%	30.71%	29.18%
折旧和摊销	136.13	236.92	236.92	215.88	P/E	63.77	45.55	34.78	26.94
资本开支	164.70	50.00	50.00	50.00	P/B	6.93	6.25	5.54	4.84
营运资本变动	<b>-300.56</b>	938.42	1.20	1139.11	EV/EBITDA	17.9	13.6	10.5	8.6

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>