

业绩维持高增长，全产业链布局成长性确定

——乐普医疗（300003）季报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2017 年一季度报。2017 年第一季度公司实现营收 10.32 亿元，同比增长 29.16%；实现归属上市公司股东净利润 2.32 亿元，同比增长 31.16%；实现扣非归属净利润 2.29 亿元，同比增长 32.70%。实现 EPS 0.13 元。

公司各板块业绩增速符合我们的预期。拆分来看，器械板块实现营收 5.77 亿元，同比增长 19.5%，实现净利 1.55 亿元，同比增长 20.3%。药品板块中制剂业务实现营收 2.92 亿元，同比增长 94.8%，实现净利 1.17 亿元，同比增长 54.0%，净利增速低于营收系因创新药品推广模式下销售费用显著增加导致；药品板块中原料药业务实现净利 1611 万元，同比增长 1.77%；医疗服务板块实现营收 4359 万元，同比增长 90.7%，系因基因检测和无创产筛等第三方检测服务稳步增长所致。

财务方面，销售费用同比增长 61%，系因新增子公司引起同期合并范围变化所致，剔除后同比增长 54%，系因新购药品公司整合、销售团队配置布局、以及市场推广投入增加所致；经营活动现金流同比增长 97%，系因控制器械板块终端医院及代理商信用额度、严控原料药票据结算、以及药品制剂资金回流较快所致；研发支出同比增长 35.8%，占自产产品营收的 6.2%。

2. 我们的分析与判断

（一）器械板块保持稳定增长

报告期内公司器械板块在支架、体外诊断业务、外科业务和基层医院业务带动下保持稳定增长。公司第一季度器械板块营收和净利增速均为 20% 左右，系主要由支架、体外诊断业务、外科业务和基层医院业务贡献。我们判断：（1）**支架小幅量价齐升，Nano 占比进一步提升**。目前公司主营 DES 支架有 Nano、Partner 和 GuReater 三款，我们估计报告期内支架平均出厂价和发货量均有小幅提升，同时 Nano 支架占比进一步加大，提升盈利空间；（2）**IVD 产业平台布局持续完备，保持稳定增长**。公司将 IVD 业务规划为新兴战略性业务，目前业务范围覆盖生化试剂、免疫诊断、分子诊断、即时检验（POCT）、血液相关产品和质谱等。未来将通过整合现有业务以及加大并购和股权

乐普医疗(300003.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaqi@chinastock.com.cn)

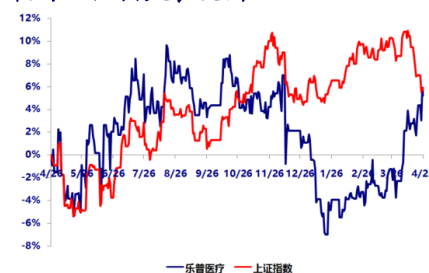
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-04-27

A 股收盘价(元)	18.67
A 股一年内最高价(元)	20.27
A 股一年内最低价(元)	16.35
上证指数	3140.85
市盈率	49.0
总股本(万股)	178165.29
实际流通 A 股(万股)	141386.50
限售的流通 A 股(万股)	36778.79
流通 A 股市值(亿元)	263.97

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 2017-04-14 乐普医疗深度报告：布局完备的心血管健康全生态平台型龙头腾飞在即

投资步伐，持续增强公司在 IVD 领域的话语权，打造 IVD 产业平台；(3) **外科业务在血管吻合器带动下保持稳定增长**。我们认为报告期内外科业绩主要由吻合器贡献，自收购宁波秉琨 63.05% 股权后，公司以吻合器为切入点搭建外科医疗器械平台，逐步推出腹腔镜吻合器等相关器械和耗材，报告期内外科业务在血管吻合器带动下保持稳定增长；(4) **基层医院共建持续推进，实现业绩稳定增长**。心梗患者的抢救只能通过支架植入，因此在基层医院建立导管介入医疗中心意义重大。公司目前已在山东、河南、河北、辽宁、山西和陕西等 140 多家基层医院组建多个介入医疗中心，实现业绩稳定增长，预计未来每年新增 30-40 家基层医院。

(二) 药品板块通过创新推广方式持续量价齐升

报告期内药品板块凭借创新式的医疗结构+药店 OTC 推广方式，实现业绩持续快速增长。报告期内公司药品制剂业务营收增速 94.8%，净利增速 54%，我们分析系通过药品创新推广方式保持高速增长，公司拥有 1500 余人的基层医疗机构和药店 OTC 推广团队，真正掌控基层医院和药店终端，削弱代理商的作用，助力产品量价齐升。此外，报告期内左西孟旦、氯沙坦钾氢氯噻嗪新增进入国家医保目录，公司亦围绕左西孟旦组建医疗机构销售团队，有助于产品加速放量。

表 1: 公司主要药品制剂进入医保情况

药品用途	药品	医保类型	备注
抗凝血	氯吡格雷	乙类	急性期使用不超过 12 个月；非急性期使用需有阿司匹林不能耐受的证据
降血脂	阿托伐他汀钙	乙类	
	缬沙坦	乙类	
	卡托普利	甲类	
降血压	苯磺酸氨氯地平	甲类	
	硝苯地平	甲类	
	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	乙类	
抗心衰	左西孟旦	乙类	限规范治疗效果不佳的急性失代偿性心力衰竭短期治疗

资料来源：人社部，中国银河证券研究部

(三) 医疗服务与新型医疗业态布局持续完备

公司在医疗服务和新型医疗业态领域的布局可凸显其心血管全产业链闭环效应，促进器械和药品业务协同发展。(1) 医疗服务中，三级网络医院服务体系初具规模，可巩固基层销售渠道，增强患者黏性。目前公司的三级网络医院服务体系中，已形成了以乐普北京心血管网络医院为一级平台，合肥高新心血管病医院和洛阳市第六人民医院为二级区域中心，400 余家基层诊所为三级基层服务诊所，同时作为公司产品的线下销售和配送基

地，真正服务于基层患者，目前接受远程医疗服务患者累计超过 10 万人，解决医疗资源的部分配置问题。(2) **新型医疗业态中，正快速发展移动医疗服务。**公司控股优加利的医疗级远程心电实时监测仪器已覆盖 200 多家境内各级医疗卫生机构，形成面向基层医疗机构、服务于基层亚健康人群及患者的心血管健康管理模式。同时公司拥有 25 万人次的心电大数据，正开发人工智能心电监控系统。此外，支架术后康复管理“同心管家”APP 注册用户已达 26.5 万人，活跃用户 2.8 万人。

(四) 新品研发与一致性评价进展顺利

报告期内公司在研新品研发进展顺利：(1) **全降解支架 NeoVas 的 RCT 造影随访数据证明其安全性和有效性，有望 2018 年上半年获批。**报告期内 NeoVas 支架的 RCT 试验已完成一年造影随访，REGISTRY 试验已部分完成一年临床随访。根据 RCT 试验造影随访结果，与雅培的药物洗脱支架 Xience 相比，NeoVas 与 Xience 的内膜覆盖率相近，而愈合指数明显优于 Xience 支架。1 年的非劣效结果证明 NeoVas 支架能达到国际领先水平，与金属支架临床效果类似，充分证实其安全性和有效性。我们预计该产品有望在 2018 年上半年拿到国内首家全降解支架注册证，助推业绩实现跨越式增长。(2) **左心耳封堵器进入特别审批程序，有望 2018 年获批。**公司产品已完成临床植入，并部分完成一年临床随访工作。且根据 2017 年 4 月 21 日 CFDA 发布的创新医疗器械特别审批申请审查结果，公司的左心耳封堵器进入特别审批程序。我们预计公司左心耳封堵器有望在 2018 年获批上市，市场竞争格局良好。(3) **艾塞那肽收到 CDE 反馈，有望以国内首仿身份进军糖尿病用药市场。**公司在 2014 年 10 月与成都圣诺签署技术合作协议，获得艾塞那肽原料药及注射剂的全部技术及相应权益。目前艾塞那肽已收到药品审评中心反馈，极有可能以国内首仿药的身份进军糖尿病用药市场。

药品一致性评价工作处于全力快速推进之中。作为药品研发工作的重点和产品高质量属性的证明，公司正从人、财、物和医疗资源等方面全方位有序快速推进重点品种的一致性评价工作。目前氯吡格雷和阿托伐他汀钙的药学研究及处方工艺优化研究进展顺利，已取得阶段性成果。苯磺酸氨氯地平 and 缬沙坦的药学及工艺一致性研究正在加紧推进之中。我们预计上述 4 个品种有望在 2017 年完成一致性评价，其他品种将在 2018 年前完成。

(五) 着眼拓展国际营销渠道，打造国际业务运营平台

基于心血管医疗全产业链布局，打造国际业务运营平台。为扩宽国际营销渠道，强化对国际区域心血管领域医疗产业链上下游的影响力，报告期内公司以 7.4 亿元购买 T501-0082 号宗地使用权，用于公司建设围绕心血管领域医疗产业为核心的国际业务运营平台。该平台将促进公司国际、国内心血管领域业务协调发展，进一步提升公司业务规模和持续盈利能力，保障公司健康可持续发展。

3. 投资建议

公司已初步完成由心血管器械龙头向心血管健康全生态平台型企业的转型。我们认为公司的心血管器械产品线齐全,未来2年具有填补国产空白里程碑式意义的新品陆续获批,有望乘医保控费东风加速进口替代过程,实现业绩跨越式增长;公司通过外延式并购进入心血管用药领域,获得的药品自身极具成长潜力,且销售团队推广能力强,基层渠道优势明显,未来有望量价齐升;同时公司在医疗服务和新型医疗领域的布局亦将加速销售渠道下沉,促进各细分业务协同发展。我们认为公司业绩将维持高增长态势,预测2017-2019年归母净利为9.17/13.17/17.37亿元,EPS为0.51/0.74/0.97元,对应PE为36/25/19倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

器械注册不及预期、药品招标降价风险、外延式并购整合不及预期

附表 1. 主要财务指标

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1668.64	2768.72	3467.75	4501.36	6247.04	8123.20
营业收入增长率	28.03%	65.93%	25.25%	29.81%	38.78%	30.03%
净利润(百万元)	423.19	520.89	679.26	916.81	1317.14	1736.91
净利润增长率	17.02%	23.09%	30.40%	34.97%	43.67%	31.87%
EPS(元)	0.24	0.29	0.38	0.51	0.74	0.97
P/E	78.60	63.86	48.97	36.28	25.25	19.15
P/B	10.58	6.92	6.01	5.31	4.55	3.83
EV/EBITDA	25.26	18.35	29.76	21.24	15.79	12.37

资料来源:中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1668.64	2768.72	3467.75	4501.36	6247.04	8123.20
减: 营业成本	608.28	1236.94	1354.14	1755.53	2405.11	3127.43
营业税金及附加	20.74	30.72	48.62	63.12	87.59	113.90
营业费用	341.34	432.17	638.06	829.37	1170.57	1526.85
管理费用	180.39	347.34	476.54	603.18	830.86	1080.39
财务费用	-10.52	29.49	57.42	60.58	37.77	9.20
资产减值损失	13.14	16.83	26.54	28.00	37.00	46.00
加: 投资收益	1.59	8.81	-2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	516.86	684.04	864.21	1161.58	1678.14	2219.43
加: 其他非经营损益	19.77	16.90	26.75	24.12	25.32	26.92
利润总额	536.64	700.94	890.96	1185.70	1703.46	2246.35
减: 所得税	84.40	104.95	144.25	177.86	255.52	336.95
净利润	452.24	595.99	746.71	1007.85	1447.94	1909.40
减: 少数股东损益	29.04	75.10	67.45	91.04	130.80	172.48
归属母公司股东净利润	423.19	520.89	679.26	916.81	1317.14	1736.91
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	449.69	1690.58	1699.40	2050.91	2703.07	3736.82
应收和预付款项	958.72	1414.06	1481.55	2243.18	2888.28	3742.86
存货	249.70	518.56	574.16	696.75	1044.42	1219.67
其他流动资产	0.04	17.80	173.10	173.10	173.10	173.10
长期股权投资	160.06	268.63	560.40	560.40	560.40	560.40
投资性房地产	17.20	66.89	100.91	89.08	77.25	65.42
固定资产和在建工程	727.51	1005.40	1164.35	955.45	737.55	510.65
无形资产和开发支出	934.07	2404.46	2782.74	2696.32	2609.89	2523.47
其他非流动资产	254.73	140.30	708.00	689.80	677.46	696.36
资产总计	3751.71	7526.68	9244.61	10154.99	11471.41	13228.74
短期借款	235.00	600.43	649.66	400.01	200.01	0.00
应付和预收款项	224.12	764.91	621.88	887.49	1145.99	1439.99
长期借款	0.00	310.00	1323.75	1323.75	1323.75	1323.75
其他负债	0.00	512.73	636.00	709.60	789.60	899.60
负债合计	459.12	2188.07	3231.28	3320.85	3459.34	3663.34
股本	812.00	871.79	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
资本公积	752.77	1951.39	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40
留存收益	1577.80	1983.72	2608.35	3338.13	4385.25	5766.10
归属母公司股东权益	3142.56	4806.90	5534.40	6264.18	7311.31	8692.15
少数股东权益	150.03	531.71	478.93	569.97	700.76	873.24

股东权益合计	3292.59	5338.61	6013.32	6834.14	8012.07	9565.40
负债和股东权益合计	3751.71	7526.68	9244.61	10154.99	11471.41	13228.74
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	348.75	430.16	688.70	840.58	1147.12	1585.73
投资性现金净流量	-688.65	-1216.46	-1438.73	9.68	13.52	12.98
筹资性现金净流量	129.90	2103.11	777.93	-498.76	-508.49	-564.96
现金流量净额	-210.99	1319.13	30.38	351.51	652.16	1033.75

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn