

2018年4月27日

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn
021-60199764

药品器械双轮驱动高速增长，重磅产品持续推进，收购新东港少数股权带来业绩增厚

买入(维持)

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,537.6	5,950.4	7,734.4	9,888.8
同比	30.9%	31.1%	30.0%	27.9%
归母净利润(百万元)	899.1	1,207.5	1,641.3	2,144.9
同比	32.4%	34.3%	35.9%	30.7%
ROE	14.0%	16.3%	18.8%	20.5%
每股收益(元)	0.50	0.68	0.92	1.20
P/E	71.1	53.0	39.0	29.8
P/B	9.9	8.6	7.3	6.1

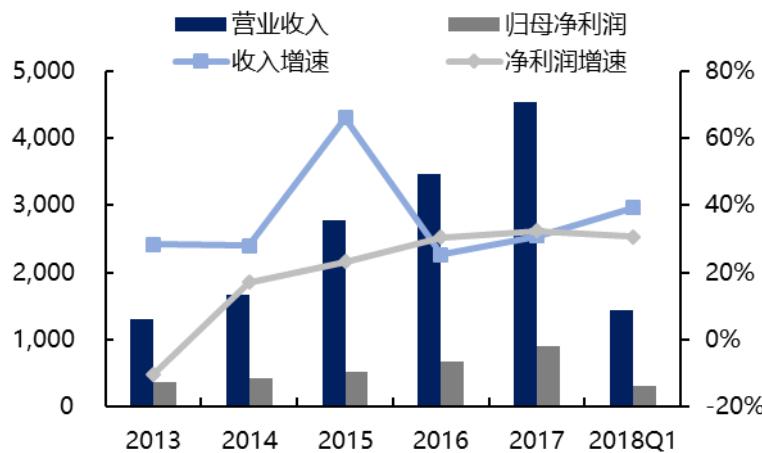
投资要点

一、事件：

公司发布2018年度一季度报告，公司实现营业收入143,581.92万元，同比增长39.18%；实现归属于上市公司股东的净利润30,318.69万元，同比增长30.70%。

同时，公司发布2018年半年度业绩预告，预计公司上半年实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长50%-70%，预计上半年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同期有30%-40%之间的增长。

图表1：公司营收和归母净利润变化情况(百万元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

二、我们的观点

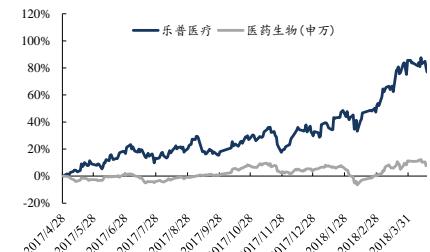
1、器械板块稳健增长，Neovas可降解支架上市带来新的增长点。

2018Q1，公司医疗器械板块持续增长，实现营业收入68,987.61万元，同比增长19.62%。其中支架系统、IVD和外科器械继续保持稳定增长。

1) 支架系统：目前公司具有Nano\GuReater\Partner三款支架。2017年，公司支架系统实现收入11.71亿元，同比增长21.40%。我们估计2018Q1支架系统的增速约23%，延续2017年的态势。目前高端Nano销售额占比约37%，由于高端Nano已经完成所有省份覆盖，我们预期随着Nano占比不断提升，公司支架系统有望实现收入和毛利率双升。

2) IVD板块：公司结合现有诊断试剂业务，通过外延并购和自主研制相结合，现已形成以POCT和血栓弹力图为拳头产品，以生化和免疫为

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.90
一年最低/最高价	18.11/36.90
市净率(倍)	10.35
流通A股市值(亿元)	507

基础数据

每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	49.68
总股本(亿股)	17.82
流通A股(亿股)	14.12

相关研究

- 1、2017年1-9月业绩保持高速增长，符合预期；持续多点布局战略，投资博鳌生物进军胰岛素产业
- 2、器械、药品、服务多点开花结果，维持业绩高速增长，符合预期

重点领域，以分子诊断和质谱为发展重点的产业布局。2017年，公司IVD板块实现营业收入2.78亿元，同比增长34.59%。我们估计2018Q1公司IVD板块的增速约30%，实现快速增长，我们认为乐普IVD产品布局已初步完成，未来三年将呈现快速增长态势。

3) 外科器械产品：公司外科业务在核心产品腔内切割吻合器带动下实现业绩大幅提升，2017年，公司外科器械收入2.21亿元，同比增长59.17%。我们估计2018Q1外科器械设备板块增速约53%，实现快速增长。

4) NeoVas处于注册审评中，有望在2018年内获得生产注册。

公司重磅产品NeoVas向SFDA申报的医疗器械注册申请已于2017年8月获得注册受理。NeoVas临床试验研究结果优秀，一年期随访结果与Cocr-EES相比达到非劣性，主要终点（支架节段内晚期管腔丢失）和次要终点（心绞痛再发生率）无显著性差异，且膜内覆盖率与支架异位率的结果显著优于对照组，预计2018年下旬获批，并适时启动NeoVas欧盟CE认证，开展国际第二代全降解支架的临床研究。根据海外经验，欧盟5年、南美3年可降解支架行业替换率分别为15%和20%，我们预计到2020年我国替换率将达到8%-9%，实现销售额将达到45亿。

图表2：医疗器械板块研发进展



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2、药品板块快速增长，一致性评价进展顺利，在研品种丰富。

2018年Q1，公司药品板块快速增长，实现营业收入68,671.30万元，同比增长72.88%，其中制剂业务高速增长，实现营业收入58,765.32万元，同比增长100.91%。药品板块是目前成长最快的板块，公司持续推进“医疗机构+药店OTC+第三终端”的药品营销网络建设工作，通过实施品牌化战略、把控销售终端。

1) **核心品种：**我们预计氯吡格雷收入增长约74%，阿托伐他汀增速约167%，延续2017年态势。

2) **一致性评价：**抗血栓药品硫酸氢氯吡格雷已完成正式BE试验，2018年上半年可申报评审；降血脂药品阿托伐他汀钙已于2018年初获得正式受理，进入审评阶段；降血压药品苯磺酸氨氯地平已完成临床试验；缬沙坦和盐酸倍他司汀等品种已完成药学研究，处于临床试验阶段；氯沙坦钾氢氯噻嗪片和阿司匹林肠溶片已开启稳定

性研究。

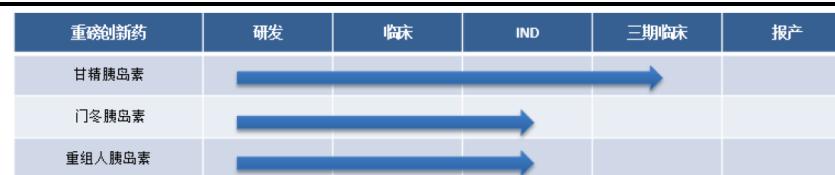
3) 在研品种: 三代胰岛素药品甘精胰岛素及甘精胰岛素注射液已获 CFDA 临床批件, 进入临床试验阶段, 临床入组顺利, 预计 2018 年可以报产; 三代门冬胰岛素、二代胰岛素药品重组人胰岛素及精蛋白锌重组人胰岛素混合注射液 30R 的临床申请获得 CFDA 受理; 降糖药艾塞那肽 (GLP-1) 已进入申报注册阶段, 预计 2018 年可获批报产。

图表 3: 一致性评价进展



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 4: 胰岛素研发进展

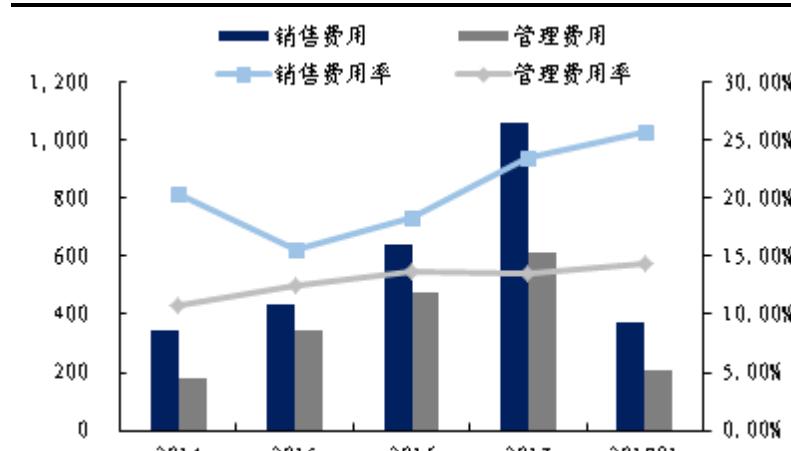


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3、销售费用率、管理费用率有所增加, 研发费用大幅增长。

2018Q1, 公司销售费用率 25.79%, 同比提升 6.93pp; 管理费用率 14.29%, 同比提升 2.31pp, 主要原因是公司继续加大产品的市场推广力度, 同时持续通过研发投入提升整体竞争力。2018Q1, 公司研发支出 9255.65 万元, 较上年同期增长 63.17%。

图表 5: 公司销售费用率、管理费用率变化情况 (百万元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4、收购子公司新东港 45% 少数股东股权，二季度合并报表带来业绩增厚。

公司以 10.5 亿元竞得控股子公司新东港药业 45% 股权，竞拍股权之前公司持有新东港股权 53.95%，目前合计持有股权 98.95%。2017 年新东港净利润 1.59 亿元。新东港于二季度开始合并报表，将进一步增厚业绩。

三、盈利预测与投资建议

暂不考虑完全可降解支架等上市以及新东港收购的股权所增厚的业绩，我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 59.50 亿元、77.34 亿元和 98.89 亿元，归母净利润分别为 12.08 亿元、16.41 亿元和 21.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.68 元、0.92 元和 1.20 元。我们认为公司“药品+器械+服务”三位一体的发展路径清晰，在心血管治疗领域器械和药品均储备空间巨大的重磅品种。与此同时，公司又在 IVD、医疗服务等领域取得了突破，并积极布局了糖尿病、血液净化、生物创新药等大病种和医药发展大方向。鉴于公司业绩的高速增长与未来的市场空间，我们维持公司的“买入”评级。

四、风险提示

新品研发和上市低于预期；药品销售和招标价格低于预期。

乐普医疗三大财务预测表(百万元)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,158.7	5,459.5	7,730.8	10,397.7	营业收入	4,537.6	5,950.4	7,734.4	9,888.8
现金	2,264.6	1,683.8	2,992.8	4,395.3	营业成本	1,486.9	1,949.8	2,534.4	3,240.4
应收票据&账款	1,725.2	2,233.8	2,912.1	3,667.2	营业税金及附加	68.6	79.8	103.7	132.6
其它应收款	98.5	132.0	167.6	215.5	营业费用	1,061.8	1,392.3	1,809.8	2,313.9
预付账款	108.2	178.4	194.1	282.2	管理费用	613.1	803.9	1,045.0	1,336.1
存货	702.3	971.6	1,204.2	1,577.6	财务费用	107.2	155.6	108.6	78.1
其他	259.8	259.8	259.8	259.8	资产减值损失	58.2	33.9	33.9	33.9
非流动资产	7,632.0	7,142.7	6,653.5	6,211.8	投资净收益	-8.0	-	-	-
固定资产	1,132.7	1,162.0	909.8	657.7	营业利润	1,133.8	1,534.9	2,099.0	2,753.8
无形资产	1,312.7	1,358.4	1,181.0	1,003.6	营业外损益	61.7	35.1	35.1	35.1
其他	5,186.7	4,622.4	4,562.6	4,550.5	利润总额	1,195.5	1,570.0	2,134.1	2,789.0
资产总计	12,790.7	12,602.2	14,384.2	16,609.5	所得税	201.8	235.5	320.1	418.3
流动负债	3,216.7	1,928.1	2,214.9	2,486.1	净利润	993.7	1,334.5	1,814.0	2,370.6
应付账款	563.8	684.3	938.0	1,136.2	少数股东损益	94.6	127.0	172.7	225.7
其他	2,652.9	1,243.8	1,276.9	1,349.9	归母净利润	899.1	1,207.5	1,641.3	2,144.9
非流动负债	2,546.8	2,546.8	2,546.8	2,546.8	EBITDA	1,507.2	2,157.2	2,674.2	3,251.0
长期借款	2,383.8	2,383.8	2,383.8	2,383.8	EPS (元)	0.50	0.68	0.92	1.20
其他	163.0	163.0	163.0	163.0	主要财务比率				
负债合计	5,763.5	4,474.9	4,761.7	5,032.9	营业收入增速	30.9%	31.1%	30.0%	27.9%
股本	1,781.7	1,781.7	1,781.7	1,781.7	归母净利润增速	32.4%	34.3%	35.9%	30.7%
少数股东权益	597.6	724.6	897.3	1,123.0	毛利率	67.2%	67.2%	67.2%	67.2%
归属母公司股东权益	6,429.7	7,402.7	8,725.2	10,453.6	净利率	21.9%	22.4%	23.5%	24.0%
负债和股东权益	12,790.7	12,602.2	14,384.2	16,609.5	ROE	14.0%	16.3%	18.8%	20.5%
现金流量表					ROIC	17.9%	18.4%	23.5%	29.4%
经营活动现金流	913.1	1,219.3	1,682.6	1,843.3	资产负债率	45.1%	35.5%	33.1%	30.3%
折旧摊销	228.4	455.4	455.4	407.8	总资产周转率	35.5%	47.2%	53.8%	59.5%
营运资金变动	152.2	125.5	1,984.5	2,395.7	P/E	71.1	53.0	39.0	29.8
投资活动现金流	-1,700.2	29.8	29.8	29.8	P/B	9.9	8.6	7.3	6.1
筹资活动现金流	974.3	-1,830.0	-403.4	-470.7	EV/EBITDA	43.3	29.9	23.7	19.1
现金净增加额	179.6	-580.8	1,309.0	1,402.5	每股净资产(元)	3.61	4.15	4.90	5.87

数据来源: wind 资讯, 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。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,并注明出处为东吴证券研究所,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>