

中报点评

投资评级	增持
评级变动	维持
总股本	17.82亿股
流通股本	14.12亿股
ROE(摊薄)	12.82%
每股净资产	3.55元
当前股价*	32.95元

注：上述财务数据截止 2018 年半年报

*为 8 月 15 日收盘价

医疗器械 III / 医疗器械 II / 医药生物

乐普医疗 (300003)

——内源驱动力强劲，业绩维持快速增长

事件：

公司发布中报业绩，2018年上半年，公司实现营业收入29.55亿元，同比增长35.37%，实现归母净利润8.10亿元，同比增长63.48%；公司预告2018年Q3归母净利润为2.91亿-3.52亿元，同比增长20%-45%；同时公司发布第一期员工持股计划。

事件点评：

◆药械双轮驱动，公司内源性增长动力强劲。剔除处置澳洲 Viralytics 公司 13.04% 股权的 1.50 亿利润和关停荷兰子公司 Comed 约 0.32 亿损失等项目，公司 2018H1 扣非归母净利润为 6.70 亿元，同比增长 36.67%，主要由高速增长的药品板块和医疗器械板块贡献。同时公司收购的新东港 45% 股权于 Q2 并表，亦起到了增厚业绩的作用，至此公司共持有新东港（现已更名为浙江乐普药业）98.95% 股权。

◆药品板块表现亮眼，支撑业绩快速增长。1) 心血管药物快速放量进行中。公司的“医疗机构+药店 OTC+第三终端”营销战略效果显著，2018H1 药品板块实现营收 14.19 亿元，同比增长 70.63%，实现净利润 4.35 亿元，同比增长 70.71%。两大战略品种实现快速放量，报告期内氯吡格雷销售收入 5.66 亿元，同比增长 70.50%；阿托伐他汀销售收入 3.62 亿元，同比增长 146.89%。2) 药品招标取得阶段性成果。报告期内氯吡格雷和阿托伐他汀中标省份分别增至 29 个和 24 个。氯沙坦和左西孟旦新增入选 17 版医保目录，并分别完成 21 个和 23 个省份的招标工作。至此公司共有 69 款药物进入医保。

3) 仿制药一致性评价推进顺利。阿托伐他汀钙已于 2018 年 7 月通过国家药品质量和疗效一致性评价；氯吡格雷已申报评审，于 2018 年 6 月获得正式受理；氨氯地平已完成临床试验；缬沙坦处于临床

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

霍亮

执业证书编号：

S0200118070006

huoliang@gwgsc.com

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼



相关报告：

1. 公司研究：乐普医疗（300003）_心血管产业链平台协同效应显著，抗肿瘤平台全面建设_2018. 04. 12
2. 事件点评：乐普医疗（300003）_阿托伐他汀一致性评价通过，有望快速放量_2018. 07. 19

试验阶段。公司合计有 22 个仿制药品种处在一致性评价的不同阶段。

4) 持续战略收购快速获得新品种，完善心血管平台。报告期内，公司已完成对辽宁博鳌生物制药有限公司投资 2.2 亿元，获其 40% 股权。博鳌甘精胰岛素已全部入组，完成临床入窗随访 40%，门冬胰岛素和重组人胰岛素临床申请获 CFDA 受理，有望通过 Jet 无针注射器（已完成与全国三级以上 200 多家医院的合作），抢占胰岛素这一百亿级别的市场；同时艾塞那肽已进入申报注册阶段，2018 年有望获批报产。此外，公司间接持有华世通 20% 股权，获得苯甲酸、阿格列汀、卡格列净、依折麦布等品种，进一步完善心血管和糖尿病领域布局。

◆稳坐支架龙头，医疗器械管线稳扎稳打。1) **自产心血管耗材推广力度加大。**报告期内支架产品营收 7.12 亿，同比增长 20.76%；封堵器产品营收 0.60 亿元，同比增长 22.88%；双腔起搏器产品中标省份增至 25 个，已纳入京津冀区域联盟采购目录，等待核心省份的招标工作。2) **核心医疗器械有望进入全面收获期。**全降解药物洗脱支架系统（NeoVas）现处于注册审评中，有望在 2018 年内获得生产注册，考虑到竞品的研发进度，NeoVas 至少享有 3 年市场独占期；可降解封堵器尚处于临床试验阶段，已成功完成全球首例植入手术。此外，心电图自动分析和诊断系统 AI-ECG Platform 注册申请已获 FDA 受理，有望在 2018 年内取得 FDA 注册。3) **体外诊断产品和外科器械成长迅速，增加品牌影响力。**报告期内公司体外诊断营收 1.51 亿元，同比增长 23.45%；外科器械产品营收 1.30 亿元，同比增长 41.75%。

◆自研+投资布局免疫治疗，培育长期增长新动能。1) **公司投资 2 亿元参股设立乐普生物，从事蛋白类药物的研发。**乐普生物 PD-1 已完成临床 1 期，临床结果优异，进入临床 2 期；上报的 PD-L1 临床申请已获受理，即将进入临床 1 期。2) **外部投资补充免疫治疗管线。**公司以 1.14 亿元投资滨会生物获得 GM-CSF 溶瘤病毒，该产品可单独使用或和 PD-1/PD-L1 联用；公司战略投资 1.98 亿元参股公司君实生物，后者 PD-1 产品（特瑞普利单抗）有望在国内首家上市。



此外，公司还投资了一系列致力于肿瘤治疗性疫苗、单细胞测序、超高精密蛋白检测、MDSC 药物、GR 抑制剂、基因治疗等免疫治疗相关的海外高科技公司，将此类产品引入国内将成为公司未来的看点。

投资建议：

暂不考虑可降解支架上市的收入，预计2018-2020年的归母净利润分别为14.02亿元、17.00亿元、21.33亿元，对应EPS分别为0.79元、0.95元、1.20，当前股价对应P/E分别为42倍、35倍、27倍。考虑公司全降解血管支架NeoVas、心电图自动分析和诊断系统AI-ECG平台、左心耳封堵器等创新产品将有望梯次上市，阿托伐他汀一致性评价通过，氯沙坦和左西孟旦新增入选国家医保目录，心血管全产业链生态初具雏形。PD-1药物进入临床2期，PD-L1将开始临床1期，肿瘤免疫治疗研发推进顺利。我们看好公司长期发展前景，维持“增持”投资评级。

风险提示：

可降解支架上市不及预期；药品一致性评价通过不及预期；高值耗材降价超预期；商誉减值风险。

主要财务数据

关键指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4537.64	5800.74	7302.21	8919.45
增长率	30.85%	27.84%	25.88%	22.15%
归属母公司股东净利润 (百万元)	899.09	1401.82	1700.83	2133.28
增长率	32.36%	55.92%	21.33%	25.43%
基准股本(百万)	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
每股收益(元)	0.50	0.79	0.95	1.20
销售毛利率	67.23%	67.00%	67.00%	67.00%
净资产收益率	13.98%	18.33%	18.90%	19.95%

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



图表 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4537.64	5800.74	7302.21	8919.45	货币资金	2264.64	2900.37	3651.11	4459.72
减：营业成本	1486.91	1914.25	2409.73	2943.42	应收和预付款项	1937.30	2405.98	3003.71	3560.44
营业税金及附加	68.62	87.72	110.43	134.89	存货	702.33	941.02	1127.70	1399.19
营业费用	1061.77	1357.33	1708.66	2087.09	其他流动资产	254.42	254.42	254.42	254.42
管理费用	613.07	783.73	986.59	1205.10	长期股权投资	794.16	794.16	794.16	794.16
财务费用	107.22	97.21	37.25	-30.85	投资性房地产	99.91	87.80	75.68	63.57
资产减值损失	58.23	25.00	25.00	25.00	固定资产	1414.14	1170.85	927.56	684.27
投资收益	-8.03	0.00	0.00	0.00	无形资产	3698.81	3521.40	3344.00	3166.60
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1625.00	1525.73	1478.14	1478.14
其他经营损益	21.94	22.00	22.00	22.00	资产总计	12790.72	13601.74	14656.48	15860.51
营业利润	1155.71	1557.50	2046.54	2576.81					
其他非经营损益	39.76	171.79	39.00	39.00	短期借款	1463.79	1510.08	702.61	296.21
利润总额	1195.47	1729.29	2085.54	2615.81	应付和预收款项	682.88	1244.44	1715.47	1581.01
所得税	201.79	285.33	344.11	431.61	长期借款	1192.05	2383.80	2383.80	2383.80
净利润	993.68	1443.96	1741.43	2184.20	其他负债	2424.76	175.89	175.89	175.89
少数股东损益	94.59	42.15	40.60	50.92	负债合计	5763.47	5314.21	4977.77	4436.90
归母净利润	899.09	1401.82	1700.83	2133.28	股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
					资本公积	1144.40	1249.40	1249.40	1249.40
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	3250.67	4616.75	5967.33	7661.31
经营活动现金流	913.13	982.93	1889.27	1567.04	归母股东权益	6429.67	7647.81	8998.38	10692.36
投资活动现金流	-1700.21	143.44	32.57	32.57	少数股东权益	597.58	639.73	680.33	731.25
融资活动现金流	974.27	-210.71	-1171.10	-790.99	股东权益合计	7027.25	8287.53	9678.71	11423.61
现金流量净额	179.59	915.66	750.73	808.62	负债和股东权益	12790.72	13601.74	14656.48	15860.51

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归公司所有，未经公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。