

氯吡格雷通过一致性评价，国产替代趋势逐渐清晰

买入（维持）

2018 年 11 月 30 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,538	6,214	8,301	11,021
同比（%）	30.9%	36.9%	33.6%	32.8%
净利润（百万元）	899	1,366	1,820	2,409
同比（%）	32.4%	51.9%	33.2%	32.4%
每股收益（元/股）	0.50	0.77	1.02	1.35
P/E（倍）	62.02	40.82	30.65	23.15

投资要点

■ **氯吡格雷通过一致性评价，国产替代趋势逐渐清晰：**近日《4+7 城市药品集中采购文件》在上海药事所网站发布，要求 2018 年 12 月 6 日申报材料，当天下午信息公开并完成议价谈判确认。中标品种数明确为 1 家，采购周期为 12 个月。按照目前议价谈判确认中标资格，氯吡格雷通过一致性评价者大于三家，低价者中标，乐普无论在 75mg 还是 25mg 当中价格均具备优势，预计将以价换量产生较大的业绩增量。

■ **带量采购利好一致性评价：**上海市医疗机构第三批集中带量招标采购中标结果显示，中标企业全部为仿制药厂家，除山德士之外，其余全为本土仿制药企业。我们认为此次带量采购的核心是通过以价换量，利好有价格优势的国产企业，带量采购将明显降低医药公司的销售费用，价格低的企业将实现低毛利、低销售费用的方式，真正实现节省企业的交易成本，净化流通环境，降低药价。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 62.14 亿元、83.01 亿元和 110.21 亿元，归母净利润分别为 13.66 亿元、18.20 亿元和 24.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元和 1.35 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。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.30
一年最低/最高价	21.34/41.54
市净率(倍)	8.22
流通 A 股市值(百万元)	44042.86

基础数据

每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	53.79
总股本(百万股)	1781.65
流通 A 股(百万股)	1407.12

相关研究

1、《乐普医疗(300003)：AI-ECG Platform 获得美国 FDA 批准，人工智能取得重大突破》

2018-11-22

2、《乐普医疗(300003)：Q3 单季度扣非净利润增长 49.54%，超市市场预期，经营活动现金流加速明显》2018-10-29

1. 事件：

乐普（北京）医疗器械股份有限公司全资子公司乐普药业股份有限公司收到国家药品监督管理局核准签发的关于“硫酸氢氯吡格雷片”的《药品补充申请批件》，该药品 75mg 和 25mg 规格均通过了仿制药质量和疗效一致性评价。

2. 核心观点：氯吡格雷通过一致性评价，国产替代趋势逐渐清晰

（1）氯吡格雷通过一致性评价，国产替代趋势逐渐清晰。

氯吡格雷用于预防和治疗因血小板高聚集引起的心、脑及其他动脉循环障碍疾病，如近期发作的脑卒中、心肌梗死和确诊的外周动脉疾病，是心血管疾病治疗领域市场容量超百亿的抗凝血用药。

近日《4+7 城市药品集中采购文件》在上海药事所网站发布，要求 2018 年 12 月 6 日申报材料，当天下午信息公开并完成议价谈判确认。中标品种数明确为 1 家，采购周期为 12 个月。按照目前议价谈判确认中标资格，氯吡格雷通过一致性评价者大于三家，低价者中标，乐普无论在 75mg 还是 25mg 当中价格均具备优势，预计将以价换量产生较大的业绩增量。

目前国内的生产厂家包括：Sanofi(赛诺菲)、乐普药业和信立泰。从目前中标价看，乐普药业 75mg 价格低于原研 57.9%，低于信立泰 13.2%，乐普药业销量市占率为 11%。全国来看，赛诺菲 75mg 占比 87%，但赛诺菲定价较高，我们估计赛诺菲将退出 75mg 的价格竞争，而信立泰虽然市占率较低但是价格较高，预计也不会降价，乐普有望在 11 个试点城市获得新增销量约 8000 万支，实现以价换量。

25mg 市场中，乐普药业价格低于信立泰 16.5%，市占率为 27%。11 省市中带量采购中信立泰的占比较高，为 44%，如果信立泰退出 25mg 的竞争，乐普有望在 11 个试点城市获得新增销量约 2.5 亿支，但因为信立泰在试点城市占自身的销售比重过高，最终的新增销售额还取决于信立泰的价格策略。

但历史数据也可以看出，乐普药业的氯吡格雷上市至今，每年的市占率均在不断提升，我们预期乐普有望在此次带量采购中受益。

表 1：氯吡格雷竞争格局

销量		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	均价（元）	11 省市带量采购试点占比
Sanofi(赛诺菲)	75mg	100%	100%	98%	95%	93%	90%	87%	15.98	28%
	25mg	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
乐普药业	75mg	0%	0%	2%	5%	7%	9%	11%	6.72	32%

	25mg	0%	0%	8%	15%	23%	26%	27%	2.84	7%
信立泰	75mg	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	7.74	5%
	25mg	100%	100%	92%	85%	77%	74%	73%	3.40	44%

资料来源：pdb、东吴证券研究所

(2) 带量采购利好一致性评价

带量采购将以通过一致性评价的产品试点，按照“不分质量层次，唯一中标，70%市场份额”的思路执行，通过带量采购的方式推动药价下降。根据2017年12月29日上海市医药集中招标采购事务管理所发布的《集中带量招标采购文件》显示，投标企业需具备多项资格，如各个品种还需通过一致性评价或是原研进口药等要求。

上海市医疗机构第三批集中带量招标采购中标结果显示，中标企业全部为仿制药厂家，除山德士之外，其余全为本土仿制药企业。我们认为此次带量采购的核心是通过以价换量，利好有价格优势的国产企业，带量采购将明显降低医药公司的销售费用，价格低的企业将实现低毛利、低销售费用的方式，真正实现节省企业的交易成本，净化流通环境，降低药价。

3. 盈利预测与投资建议

我们预计2018年-2020年，公司营业收入分别为62.14亿元、83.01亿元和110.21亿元，归母净利润分别为13.66亿元、18.20亿元和24.09亿元，对应EPS分别为0.77元、1.02元和1.35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，维持公司的“买入”评级。

4. 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

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5159	5357	6711	7847	营业收入	4538	6214	8301	11021
现金	2265	1348	1686	1039	减:营业成本	1487	2032	2698	3571
应收账款	1632	2272	2944	3981	营业税金及附加	69	83	118	157
存货	702	1042	1274	1791	营业费用	1062	1429	1926	2579
其他流动资产	559	694	807	1035	管理费用	613	789	1054	1400
非流动资产	7632	8649	9722	10925	财务费用	107	36	33	25
长期股权投资	794	1026	1254	1482	资产减值损失	58	55	81	116
固定资产	1133	1629	2188	2872	加:投资净收益	-8	-0	-4	-4
在建工程	281	388	465	524	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1536	1725	1942	2184	营业利润	1156	1789	2388	3170
其他非流动资产	3888	3881	3873	3864	加:营业外净收支	40	28	31	33
资产总计	12791	14006	16434	18772	利润总额	1195	1816	2420	3203
流动负债	3217	3520	4530	4782	减:所得税费用	202	307	408	541
短期借款	1464	1464	1464	1464	少数股东损益	95	144	191	253
应付账款	465	606	816	1066	归属母公司净利润	899	1366	1820	2409
其他流动负债	1288	1450	2251	2252	EBIT	1374	1923	2523	3299
非流动负债	2547	2175	1808	1459	EBITDA	1602	2185	2871	3752
长期借款	2384	2012	1645	1296					
其他非流动负债	163	163	163	163	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5763	5695	6338	6241	每股收益(元)	0.50	0.77	1.02	1.35
少数股东权益	598	741	933	1186	每股净资产(元)	3.61	4.25	5.14	6.37
					发行在外股份(百万股)	1782	1782	1782	1782
归属母公司股东权益	6430	7569	9163	11345	ROIC(%)	10.9%	13.8%	16.3%	18.6%
负债和股东权益	12791	14006	16434	18772	ROE(%)	14.1%	18.2%	19.9%	21.2%
					毛利率(%)	67.2%	67.3%	67.5%	67.6%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	19.8%	22.0%	21.9%	21.9%
经营活动现金流	913	636	2355	1566	资产负债率(%)	45.1%	40.7%	38.6%	33.2%
投资活动现金流	-1700	-1278	-1425	-1660	收入增长率(%)	30.9%	36.9%	33.6%	32.8%
筹资活动现金流	974	-274	-592	-553	净利润增长率(%)	32.4%	51.9%	33.2%	32.4%
现金净增加额	180	-916	338	-647	P/E	62.02	40.82	30.65	23.15
折旧和摊销	228	261	348	453	P/B	8.67	7.37	6.09	4.92
资本开支	716	785	845	976	EV/EBITDA	36.31	27.11	20.46	15.81
营运资本变动	-468	-1172	-40	-1578					

数据来源: 贝格数据, 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>