

NeoVas 快速放量, 成为又一带动公司业绩加速增长的超级引擎

买入 (维持)

2019 年 08 月 27 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

证券分析师 许汪洋

执业证号: S0600519060002

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 6,356 | 8,809 | 12,247 | 15,583 |
| 同比 (%) | 40.1% | 38.6% | 39.0% | 27.2% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,219 | 2,032 | 2,989 | 3,927 |
| 同比 (%) | 35.5% | 66.8% | 47.1% | 31.4% |
| 每股收益 (元/股) | 0.68 | 1.14 | 1.68 | 2.20 |
| P/E (倍) | 38.99 | 23.38 | 15.90 | 12.10 |

投资要点

■ **事件:** 2019 年 H1 公司实现营业收入 39.21 亿元, 比上年同期增长 32.71%; 归属于上市公司股东的净利润 11.55 亿元, 比上年同期增长 42.68%; 实现扣非净利润 9.20 亿元, 同比增长 37.21%, 符合预期。其中公司 2019Q2 实现营业收入 20.43 亿元, 同比增长 34.51%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.73 亿元、同比增长 13.03%; 实现扣非净利润 5.03 亿元, 同比增长 35.21%。

■ **NeoVas 生物可吸收支架上市即爆发, 成为带动器械板块增长的又一动力。** 2019 年 H1 医疗器械板块收入增长 25.06%, 净利润增长 23.10%, NeoVas 带动下增长动力强劲。公司支架系统实现营业收入 9.09 亿元, 同比增长 27.64%, 增速显著快速 2018 年同期水平。其中, 冠脉支架产品实现营业收入 7.98 亿元, 同比增长 24.99%; 配套辅助耗材 (球囊导管、导丝等) 实现营业收入 1.10 亿元, 同比增长 50.79%。在 2019 年 2 月 NeoVas 生物可吸收支架获批上市后的 4 个月, 即完成 8128.5 万元, 达到冠脉支架收入的 10.18%。

■ **药品板块应对行业新变化, 实行原料药+制剂一体发展模式, 报告期内保持快速增长。** 2019 年药品行业政策出台了“4+7”带量采购政策执行之后, 公司积极应对, 顺应变革, 制定了原料药+制剂一体发展的大战略, 同时借助“药店 OTC+医疗机构+第三终端”的全面销售渠道, 在药品板块保持了高速增长。公司药品板块实现营业收入 20.34 亿元, 同比增长 43.49%。其中, 制剂业务实现营业收入 16.29 亿元, 同比增长 36.31%, 实现净利润 5.38 亿元, 同比增长 32.87%; 原料药业务实现营业收入 4.05 亿元, 同比增长 82.05%, 实现净利润 8266.75 万元, 同比增长 178.77%。

■ **毛利率稳步攀升, 费用控制良好, 净利润率提升迅速。** 毛利率逐年攀升, 2019 年 H1 毛利率达到 73.31%。公司费用控制良好, 管理费用率为 15.11%, 销售费用率 24.44%, 整体呈现下降趋势。在毛利率提升和费用率下降带动下, 公司的净利润率快速上升, 2019 年 1-6 月达到 29.56%。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2019 年-2021 年营业收入为 88.09、122.47、155.83 亿元, 归母净利润分别为 20.32、29.89、39.27 亿元, 同比增长 66.8%、47.1%、31.4%。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, 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, 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) | 26.67 |
| 一年最低/最高价 | 17.90/35.10 |
| 市净率(倍) | 6.73 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 40411.71 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 3.96 |
| 资产负债率(%) | 53.11 |
| 总股本(百万股) | 1781.65 |
| 流通 A 股(百万股) | 1515.25 |

相关研究

- 1、《乐普医疗 (300003): 业绩略超市市场预期, 内生实现增长 35%-45%》2019-07-11
- 2、《乐普医疗 (300003): NeoVas 生物可吸收支架获批, 2019 年业绩加速增长动力十足》2019-03-31
- 3、《乐普医疗 (300003): 氯吡格雷通过一致性评价, 国产替代趋势逐渐清晰》2018-12-01

1. 事件：公司发布 2019 年半年报，实现收入增长 32.71%，归母净利润增长 42.86%，符合预期

2019 年 H1 公司实现营业收入 39.21 亿元，比上年同期增长 32.71%；归属于上市公司股东的净利润 11.55 亿元，比上年同期增长 42.68%；实现扣非净利润 9.20 亿元，同比增长 37.21%，符合预期。

其中公司 2019Q2 实现营业收入 20.43 亿元，同比增长 34.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.73 亿元、同比增长 13.03%；实现扣非净利润 5.03 亿元，同比增长 35.21%。

2. NeoVas 生物可吸收支架上市即爆发，达到冠脉支架收入的 10.18%

2019 年上半年公司实现了稳步的快速增长，尤其是在国家医药政策变革时期尤为可贵。乐普医疗秉承亿研发创新为发展基石，响应国家政策的变化，坚定的坚持致力于建立一个伟大的全方位的为心血管患者服务的企业的发展规划，在报告期内实现重磅新产品 NeoVas 生物可吸收支架的上市销售，并在迅速成为爆品，实现销收入 8128.5 万元，占比，冠脉支架产品收入的 10.18%。

报告期内另一款重磅产品——完全由公司自主研发的血管内药物（紫杉醇）洗脱球囊导管（冠脉），于 6 月获得国家药品监督管理局下发的《受理通知书》。加上 2018 年获得美国 FDA 批准注册和欧盟 CE 认证的 AI-ECG Platform（心电分析和诊断的 AI 医用技术），公司在心血管领域三大核心新产品均获得实质性的突破进展，引领我国心血管器械进入新的“可降解”和“AI”时代。

公司协同医疗器械、医药、医疗服务和新型医疗业态四大业务板块，打造四位一体的心血管大健康产业生态圈，在研发、生产、销售领域全面推进，驱动公司持续稳健发展。2019 年 1-6 月延续了公司快速增长态势，实现收入和归母净利润分别为 39.21 亿元和 11.55 亿元，同比增长分别为 32.71%和 42.68%，其中报告期内确认与君实生物相关的已现投资收益和未浮动收益金额 20,692.37 万元，对归属于上市公司股东的净利润贡献为 17,588.52 万元，剔除后的扣非归母净利润较上年同期增长 37.21%。

2.1. 2019 年 H1 医疗器械板块收入增长 25.06%，净利润增长 23.10%，NeoVas 带动下增长动力强劲

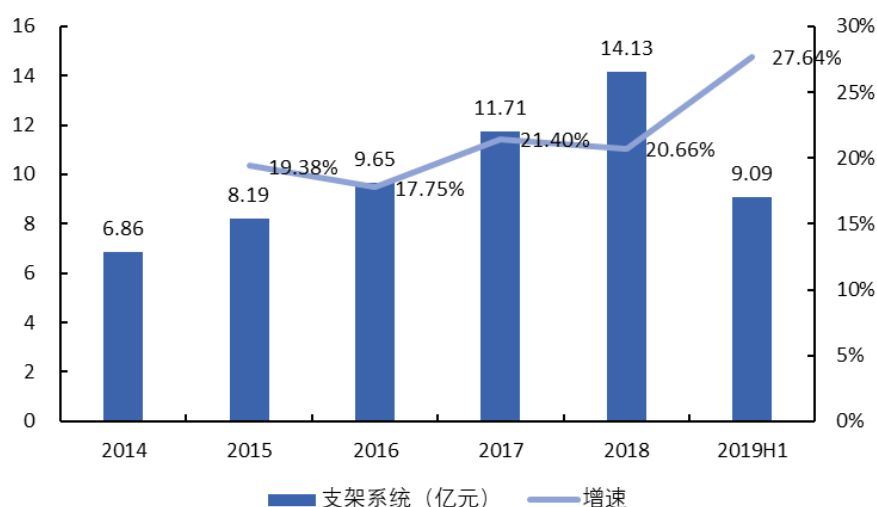
2019 年乐普医疗进一步强化公司在心血管介入器械领域的龙头地位，NeoVas 生物可吸收支架获批上市，迅速成为爆品，成为带动器械板块增长的又一新动力。除此之外，传统金属支架、封堵器、起搏器、以及 IVD、外科手术器械、人工智能器械等多个领域

取得突破进展，共同构成了器械板块销售的稳定高速增长。

1) 支架系统增长迅猛，NeoVas 上市就达到冠脉支架收入的 10.18%。

公司支架系统实现营业收入 9.09 亿元，同比增长 27.64%，增速显著快速 2018 年同期水平。其中，冠脉支架产品实现营业收入 7.98 亿元，同比增长 24.99%；配套辅助耗材（球囊导管、导丝等）实现营业收入 1.10 亿元，同比增长 50.79%。公司在实现支架系统快速增长的同时，贯彻“研发一代、注册一代和生产销售一代”的策略，厚积薄发，在 2019 年 2 月 NeoVas 生物可吸收支架获批上市后的 4 个月，即完成 8128.5 万元，达到冠脉支架收入的 10.18%。

图 1：公司的支架系统销售收入变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 心血管科室销售平台能力凸显，封堵器、起搏器等心脏病植入器械销售增长稳健。

2019 年 1-6 月，公司封堵器系列产品实现营业收入 6812.05 万元，同比增长 12.55%，维持稳定增长，进一步夯实市场领先地位。

公司自主研发的双腔起搏器，在报告期内纳入京津冀区域联盟采购目录及省际联盟采购目录，先后完成在浙江、山东两个省份的备案采购工作。公司在全国范围内的 27 个省份完成病例植入，已在 27 个省份完成招标采购。1-6 月，公司起搏器实现营业收入快速成长，达到 2,239.38 万元，同比增长 54.98%。

3) IVD 形成以 POCT 和血栓弹力图为核心带动板块增长的趋势。

报告期内，公司 IVD 业务板块实现收入 1.89 亿元，同比增长 24.97%。公司 IVD 产品线丰富，形成现阶段以 POTC 和血栓弹力图销售为主，同步开发多种检验试剂和检测项目，进一步丰富公司该领域的产品系列。

4) 外科器械降低成本，开拓市场，实现 17.03% 的增长。

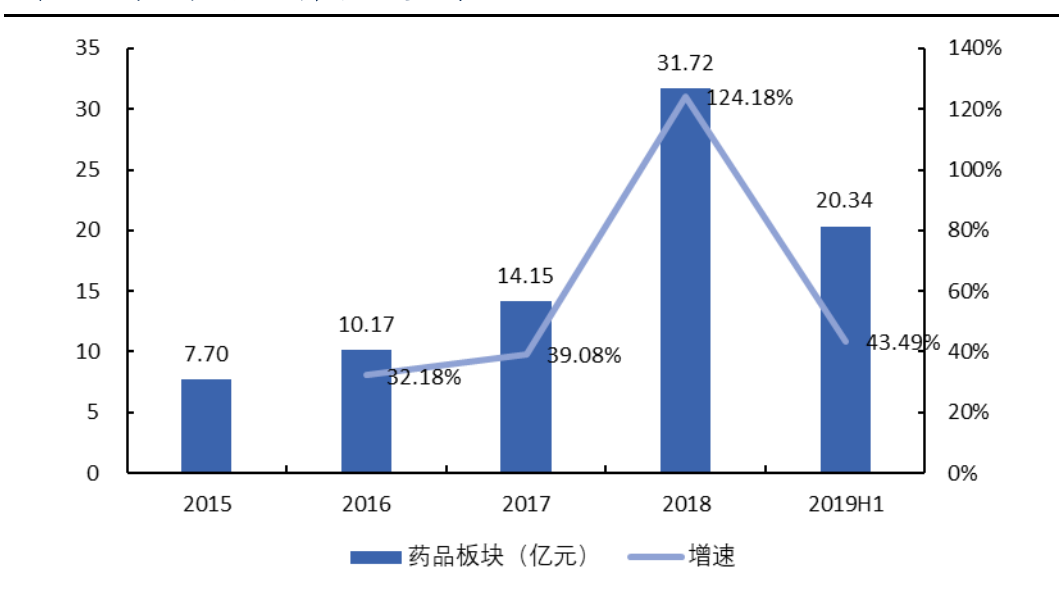
公司持续对外科器械得产品和销售渠道进行优化和升级,产品上提高品质和稳定性,渠道上拓展市场和加强学术推广,在2019年1-6月实现收入1.52亿元,同比增长17.03%,其中的核心产品腔内切割吻合器及其组件系列产品实现销售收入7203.44万元,同比增长22.80%。

5) 公司充分发挥平台销售优势,在器械代理配送业务上实现2.28亿元,同比增长12.85%。

2.2. 药品板块应对行业新变化,实行原料药+制剂一体发展模式,报告期内保持快速增长

2019年药品行业政策出台了“4+7”带量采购政策执行之后,公司积极应对,顺应变革,制定了原料药+制剂一体发展的大战略,同时借助“药店+医疗机构+第三终端”的全面销售渠道,在药品板块保持了高速的增长。公司药品板块实现营业收入20.34亿元,同比增长43.49%。其中,制剂业务实现营业收入16.29亿元,同比增长36.31%,实现净利润5.38亿元,同比增长32.87%;原料药业务实现营业收入4.05亿元,同比增长82.05%,实现净利润8266.75万元,同比增长178.77%。

图2: 公司的药品板块销售收入变化情况(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

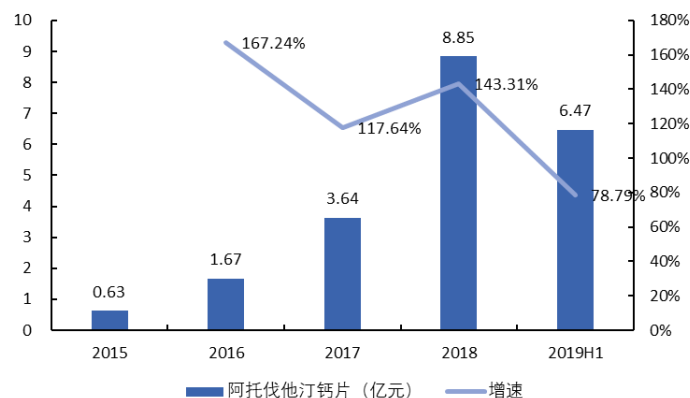
公司药品板块的核心产品硫酸氢氯吡格雷增速放缓,同期阿托伐他汀钙片则保持了高速增长。其中硫酸氢氯吡格雷实现营业收入5.71亿元,同比增长0.91%;阿托伐他汀钙片实现营业收入6.47亿元,同比增长78.79%。降血压(苯磺酸氨氯地平、缬沙坦、氯沙坦钾氢氯噻嗪)、抗心衰(左西孟旦)等非集采心血管制剂药品保持了高速增长态势,报告期内实现营业收入1.06亿元,同比增长86.40%。

图4: 公司硫酸氢氯吡格雷销售情况

图5: 公司阿托伐他汀钙片销售情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

原料药板块增长快速, 报告期内实现营业收入和利润分别为 4.05 亿元和 8266.75 万元, 同比增长 82.05% 和 178.77%, 是拉动公司业绩增长重要组成部分。公司重视原料药对制剂产品的支撑, 尤其在政策变化时期, 原料药更是凸显价值, 成为来动公司增长又一稳定器。

2.3. 医疗服务与新型医疗业态板块稳步推进, 逐步完善公司心血管大健康全生态平台建设

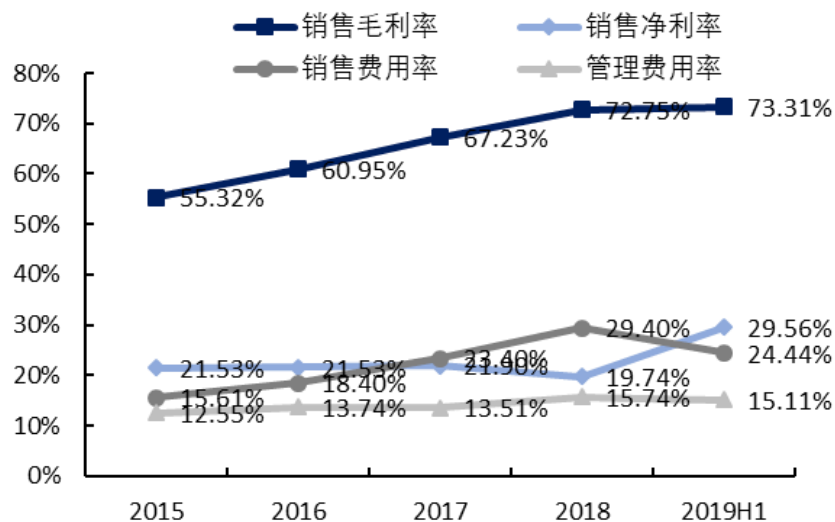
公司医疗服务板块致力于服务心血管大健康全生态平台, 内容上涵盖医疗咨询、诊断、治疗、监测、检测、转诊陪诊和家庭医生咨询急救系统医疗服务 7 个领域, 包括乐普心血管网络医院、乐普心血管病专科医院、全国远程心电实时监测服务中心、与市县基层医院合作的介入导管室、乐普基因检测中心医疗服务、同心管家 APP 医疗服务、“一键式”家庭医生咨询急救系统医疗服务。2019 年 1-6 月, 公司医疗服务板块实现营业收入 11,675.19 万元, 净利润为-1,367.36 万元。

新型医疗业态是长期战略发展的重要领域, 主要用于探索新产品、新领域, 是公司前瞻性、多元化战略布局远期发展方向, 确保公司长期保持技术和模式的领先。报告期内公司持续在智慧医疗、类金融服务领域投入, 为公司的长期发展开山铺路。

3. 毛利率稳步攀升, 费用控制良好, 净利润率提升迅速

公司自 2015 年以来, 毛利率逐年攀升, 2019 年 H1 毛利率达到 73.31%。公司费用控制良好, 管理费用率为 15.11%, 主要原因系研发费用高增长所致, 报告期内研发费用同比增长高达 44.79%。销售费用率 24.44%, 整体呈现下降趋势。随着新产品市场推广逐渐完毕, 以及药品和器械带量采购政策的落地, 我们认为销售费用率将持续下降。在毛利率提升和费用率下降的双重带动下, 公司的净利润率快速上升, 2019 年 1-6 月达到 29.56%。

图 6: 公司的销售毛利率、净利率与销售费用率、管理费用率 (含研发费用) 变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2019 年-2021 年营业收入为 88.09、122.47、155.83 亿元，归母净利润分别为 20.32、29.89、39.27 亿元，同比增长 66.8%、47.1%、31.4%。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，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，我们维持公司的“买入”评级。

5. 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) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 5706 | 6991 | 7650 | 11083 | 营业收入 | 6356 | 8809 | 12247 | 15583 |
| 现金 | 2220 | 1754 | 1386 | 3042 | 减:营业成本 | 1732 | 2378 | 3123 | 3818 |
| 应收账款 | 1970 | 3022 | 3918 | 4912 | 营业税金及附加 | 95 | 130 | 183 | 232 |
| 存货 | 786 | 1257 | 1425 | 1854 | 营业费用 | 1869 | 2590 | 3600 | 4622 |
| 其他流动资产 | 730 | 958 | 921 | 1275 | 管理费用 | 529 | 1064 | 1439 | 1812 |
| 非流动资产 | 9407 | 10640 | 12061 | 13271 | 财务费用 | 226 | 101 | 109 | 71 |
| 长期股权投资 | 1062 | 1318 | 1571 | 1822 | 资产减值损失 | 219 | 161 | 268 | 387 |
| 固定资产 | 1279 | 1960 | 2826 | 3540 | 加:投资净收益 | 131 | 40 | 54 | 75 |
| 在建工程 | 516 | 618 | 707 | 771 | 其他收益 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1630 | 1829 | 2050 | 2243 | 营业利润 | 1442 | 2425 | 3580 | 4716 |
| 其他非流动资产 | 4921 | 4915 | 4907 | 4894 | 加:营业外净收支 | 31 | 33 | 35 | 33 |
| 资产总计 | 15113 | 17631 | 19711 | 24354 | 利润总额 | 1474 | 2458 | 3615 | 4749 |
| 流动负债 | 5069 | 6220 | 5907 | 7287 | 减:所得税费用 | 219 | 365 | 537 | 706 |
| 短期借款 | 1883 | 1883 | 1883 | 1883 | 少数股东损益 | 36 | 60 | 89 | 117 |
| 应付账款 | 650 | 880 | 1129 | 1328 | 归属母公司净利润 | 1219 | 2032 | 2989 | 3927 |
| 其他流动负债 | 2536 | 3456 | 2895 | 4076 | EBIT | 1734 | 2611 | 3767 | 4868 |
| 非流动负债 | 3456 | 3025 | 2634 | 2147 | EBITDA | 2001 | 2908 | 4182 | 5412 |
| 长期借款 | 3219 | 2788 | 2397 | 1910 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 237 | 237 | 237 | 237 | 重要财务与估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 8525 | 9245 | 8541 | 9434 | 每股收益(元) | 0.68 | 1.14 | 1.68 | 2.20 |
| 少数股东权益 | 226 | 287 | 375 | 492 | 每股净资产(元) | 3.57 | 4.55 | 6.06 | 8.10 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 1782 | 1782 | 1782 | 1782 |
| 归属母公司股东权益 | 6362 | 8100 | 10795 | 14428 | ROIC(%) | 11.8% | 16.3% | 20.1% | 21.6% |
| 负债和股东权益 | 15113 | 17631 | 19711 | 24354 | ROE(%) | 19.0% | 25.0% | 27.6% | 27.1% |
| | | | | | 毛利率(%) | 72.7% | 73.0% | 74.5% | 75.5% |
| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 销售净利率(%) | 19.2% | 23.1% | 24.4% | 25.2% |
| 经营活动现金流 | 1501 | 2069 | 2131 | 4113 | 资产负债率(%) | 56.4% | 52.4% | 43.3% | 38.7% |
| 投资活动现金流 | -2322 | -1489 | -1781 | -1678 | 收入增长率(%) | 40.1% | 38.6% | 39.0% | 27.2% |
| 筹资活动现金流 | 768 | -1047 | -718 | -779 | 净利润增长率(%) | 35.5% | 66.8% | 47.1% | 31.4% |
| 现金净增加额 | -35 | -466 | -368 | 1656 | P/E | 38.99 | 23.38 | 15.90 | 12.10 |
| 折旧和摊销 | 267 | 297 | 415 | 544 | P/B | 7.47 | 5.87 | 4.40 | 3.29 |
| 资本开支 | 1072 | 977 | 1168 | 958 | EV/EBITDA | 25.83 | 17.73 | 12.36 | 9.19 |
| 营运资本变动 | -378 | -381 | -1416 | -470 | | | | | |

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数据、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>