



公司研究

主要数据(截至 8 月 29 日收盘):

当前股价	26.70 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	17.82 亿股
流通股本	15.15 亿股

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

地址: 厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

医疗器械 III / 医疗器械 II / 医药生物

乐普医疗 (300003)

——药品业务业绩超预期, 器械 NeoVas 支架贡献凸显

事件:

公司发布2019年中报, 2019年上半年, 公司实现营业收入39.21亿元, 同比增长32.71%; 实现归属于上市公司股东的净利润11.55亿元, 同比增长42.68%; 经营活动产生的现金流量净额为7.03亿元, 同比增长31.59%。

事件点评:

◆业绩保持快速增长, 主要板块发展势头良好。1) 2019年上半年, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 11.55 亿元, 同比增长 42.68%, 保持快速增长。其中报告期内确认与君实生物相关的已实现投资收益和未实现浮动收益金额 20,692.37 万元, 对归属于上市公司股东的净利润的贡献为 17,588.52 万元。若剔除上述非经常性业务的影响, 公司扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 91,956.58 万元, 同比增长 37.21%。2) 公司主要板块发展势头良好。公司业务规模最大的医疗器械业务实现营业收入 17.46 亿元, 同比增长 25.06%, 实现净利润 5.44 亿元, 同比增长 23.10%; 药品板块实现营业收入 20.34 亿元, 同比增长 43.49%, 实现净利润 6.21 亿元, 同比增长 42.82%。

◆医疗器械业务稳定增长, NeoVas 支架贡献凸显。1) 医疗器械业务实现营业收入 174,617.74 万元, 同比增长 25.06%, 保持稳定增长。其中支架系统营业收入 151,816.83 万元 (同比+27.13), 支架系统中冠脉支架产品营业收入 79,848.10 万元 (同比+24.99%); 封堵器系列产品营业收入 6,812.05 万元 (同比+12.55%), 继续保持市场领先地位; 起搏器营业收入 2,239.38 万元 (同比+54.98%), 公司自主研制的双腔起搏器已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。截止报告期末, 该产品上市后临床试验工作进展顺利, 已在 27 个省份完成招标采购及病例植入; 公司体外诊断业务持续稳定增长, 实现营业收入 18,869.77 万元 (同比+24.97%); 吻合器等外科器械营业收入 15,210.78 万元 (同比+17.03%), 其中, 腔内切割吻合器及其组件系列产品销售收入 7,203.44 万元 (同比+22.80%)。2) NeoVas 支架贡献凸显,



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

3. 事件点评：乐普医疗（300003）_可降解支架获批上市，打开成长新空间_2019. 03. 01

未来放量可期。公司核心创新产品生物可吸收支架 NeoVas 支架系统于 2019 年 2 月正式获得 NMPA 的批准注册，生物可吸收支架开启了公司 PCI 技术进入“介入无植入”的新时代。NeoVas 支架为国内首个上市的生物可吸收支架，我们估计国内竞品最快在 2020 年上市，公司有望享有 2 年左右的市场独占期。NeoVas 自 2019 年 3 月下旬上市销售以来，市场推广进展顺利，先后在河南、山东等 28 个省份内的 300 多家医院完成病例植入。医疗器械板块在原有业务保持稳定增长的基础上，NeoVas 支架贡献了新的业绩增长，在冠脉支架销售结构中的占比为 10.18%（8128.54 万元），公司未来 2 年的业绩增长，主要来自 NeoVas 支架的放量增长。

◆药品板块业绩超预期，原料药增长强劲。**1)**在国家实施“4+7”集中采购的背景下，公司积极主动迎接挑战，调整药品板块的竞争和营销策略，药品板块实现营业收入 20.34 亿元（同比+43.49%），实现净利润 6.21 亿元（同比+42.82%），业绩超预期。其中，制剂业务实现营业收入 16.29 亿元（同比+36.31%），实现净利润 5.39 亿元（同比+32.87%）；原料药业务实现营业收入 4.05 亿元（同比+82.05%），实现净利润 8,266.75 万元（同比+178.77%），增长强劲，主要受益行业环保力度持续加大，行业市场集中度提升。**2)**公司药品制剂主要分为集采心血管制剂、非集采心血管制剂、非心血管制剂。**①**集采心血管制剂主要包括硫酸氢氯吡格雷和阿托伐他汀钙两个公司药品中的核心产品。报告期内硫酸氢氯吡格雷实现营业收入 57,116.65 万元（同比+0.91%）。其中，硫酸氢氯吡格雷 25mg 规格通过临床销售渠道实现营业收入 41,529.39 万元，其中“4+7”区域营业收入 5,504.72 万元、非“4+7”区域营业收入 36,024.67 万元；通过 OTC 销售渠道实现营业收入 5,805.54 万元；硫酸氢氯吡格雷 75mg 规格通过誉衡药业（总代理）实现营业收入 9,781.72 万元。阿托伐他汀钙实现营业收入 64,731.84 万元（同比+78.79%）。其通过临床销售渠道实现营业收入 35,853.94 万元，其中“4+7”区域营业收入 2,680.81 万元、非“4+7”区域营业收入 33,173.13 万元；通过 OTC 销售渠道实现营业收入 28,877.90 万元。报告期内，硫酸氢氯吡格雷和阿托伐他汀钙两款参与集采的制剂品种，在“4+7”区域内的销售占乐普药品制剂业务总营业收入的比重为 5.02%、占总毛利的比重为 5.39%。**②**非集采心血管制剂包括降血压（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）等心血管制剂药品，仍在市场培育期，上述非集采心血管制剂药品共实现营业收入 10,552.73 万元，同比增长 86.40%。**③**公司头孢派他、昔草酸甘片等多款非心血管制剂药品的销售状况良好，非心血管制剂共实现营业收入 30,498.20 万元，同比增长 44.95%。



◆医疗服务板块仍处于市场培育期。医疗服务板块是公司心血管大健康全生态平台的重要组成部分，包括医疗咨询、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。医疗服务板块是公司正在培育的新业务板块，现阶段提高该板块业务市场占有率，实现与器械板块、药品板块融合协同发展是主要目的，会造成短期的业务亏损。报告期内，医疗服务板块实现营业收入11,675.19万元，该业务共亏损1,367.36万元。

◆创新医疗器械获研发不断取得突破，糖尿病、肿瘤免疫产品研发稳步推进。1) 创新器械方面，公司核心创新产品生物可吸收支架 NeoVas 支架系统于2019年2月正式获得NMPA的批准注册；公司人工智能静态心电图辅助诊断软件 AI-ECG Platform，继2018年四季度获得美国 FDA 批准和欧盟 CE 认证后，2019年2月获得NMPA注册受理；乐普 AI-ECG 心电图人工智能自动分析诊断系统是国内首项实现新一代心电图自动分析，公司已将此项技术在全球范围内进行大规模的商业化推广应用；公司重磅产品左心耳封堵器及输送装置项目，已于2019年5月进行注册申报，并且于2019年7月顺利通过GMP 现场审核，预计于2020年初获批上市；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2019年6月获得NMPA的注册申请受理，并通过首次GMP审核，预计于2020年上半年取得注册批件。该产品是公司继可降解支架上市后，在推进心血管介入无植入时代进程的又一重磅产品。2) 糖尿病产品方面，2019年6月底，公司已按约定完成博鳌生物55%股权的收购，对其实现控股。博鳌生物甘精胰岛素及甘精胰岛素注射液获得NMPA报产申请受理，除甘精胰岛素外，门冬胰岛素注射液和精蛋白锌重组人胰岛素混合注射液临床申请已获批，目前处于临床入组实验中；阿卡波糖与原研一致性的仿制药注册申请获得CDE受理，公司在糖尿病领域的布局初见雏形。3) 肿瘤免疫治疗方面，公司参股子公司乐普生物旗下共6个产品已取得临床批件进入临床阶段，其中PD-1单抗和PD-L1单抗已经进入2期和3期；已经进入临床的6个产品除以CD20为靶点的ADC产品进行低剂量爬坡外，PD-1单抗、PD-L1单抗、溶瘤病毒、EGFR和HER2产品多个肿瘤适应症临床试验都初步获得其在人体临床研究中的良好的安全性和疗效性。

投资建议：

根据“4+7”带量采购的实际影响和NeoVas支架上市后放量节奏，我们更新了盈利预测，预计公司2019/2020/2021年归母净利润为16.25/20.84/25.28亿元，对应EPS为0.91/1.17/1.42元，对应P/E为29/23/19倍。考虑到公司NeoVas支架业绩贡献凸显，心电图自动分



析和诊断系统 AI-ECG 通过首次 GMP 审核，药品板块业绩超预期，创新医疗器械获研发不断取得突破，糖尿病、肿瘤免疫产品研发稳步推进，我们维持其“买入”投资评级。

风险提示：

创新医疗器械推广不及预期；高值耗材降价超预期；集中采购全国推进节奏超预期。

主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6356.30	7586.48	9779.37	11328.42
增长率(%)	40.08%	19.35%	28.91%	15.84%
归母净利润（百万元）	1218.69	1624.91	2083.81	2528.02
增长率(%)	35.55%	33.33%	28.24%	21.32%
EPS（元）	0.68	0.91	1.17	1.42
毛利率	72.75%	73.31%	73.40%	73.50%
净资产收益率（摊薄）	19.16%	21.14%	22.21%	22.10%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测

单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6356.30	7586.48	9779.37	11328.42	货币资金	2220.46	2181.67	2812.29	5225.14
减：营业成本	1732.19	2024.83	2601.31	3002.03	应收和预付款项	2414.55	2765.19	3891.12	3818.23
营业税金及附加	95.12	113.53	146.35	169.53	存货	785.66	953.72	1280.87	1297.94
营业费用	1868.58	2230.22	2874.87	3330.25	其他流动资产	285.19	285.19	285.19	285.19
管理费用	528.64	630.95	813.33	942.16	长期股权投资	1062.10	1022.10	982.10	942.10
研发费用	376.17	448.97	578.75	670.43	投资性房地产	87.47	76.29	65.11	53.94
财务费用	225.89	307.09	223.26	149.21	固定资产和在建工程	1794.25	1445.60	1096.95	748.30
资产减值损失	218.69	80.00	80.00	80.00	无形资产和开发支出	1630.29	3594.74	3397.65	3200.57
投资收益	131.04	-40.00	-40.00	-40.00	其他非流动资产	4833.33	2516.85	2454.84	2454.84
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	15113.29	14841.34	16266.13	18026.24
其他经营损益	0.38	0.38	0.38	0.38					
营业利润	1818.61	2160.24	3000.64	3615.63					
其他非经营损益	31.47	210.00	40.00	40.00	短期借款	1883.26	911.89	36.32	0.00
利润总额	1850.08	2370.24	3040.64	3655.63	应付和预收款项	885.10	1248.21	1845.37	1575.55
所得税	219.04	291.46	371.80	449.57	长期借款	2622.45	3219.04	3219.04	3219.04
净利润	1631.05	2078.78	2668.84	3206.05	其他负债	3134.43	1546.04	1546.04	1546.04
少数股东损益	36.18	4.89	6.27	7.61	负债合计	8525.24	6925.18	6646.77	6340.63
归母净利润	1218.69	1624.91	2083.81	2528.02	股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
					资本公积	-5.32	-5.32	-5.32	-5.32
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	4243.09	5908.52	7605.44	9664.09
经营活动现金流	1500.51	1753.13	2080.28	3031.69	归母股东权益	6361.63	7684.85	9381.77	11440.42
投资活动现金流	-2322.02	178.79	34.06	34.06	少数股东权益	226.42	231.31	237.58	245.19
融资活动现金流	767.60	-1578.15	-1483.72	-652.90	股东权益合计	6588.05	7916.16	9619.35	11685.61
现金流量净额	-34.50	353.77	630.62	2412.85	负债和股东权益	15113.29	14841.34	16266.13	18026.24

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。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，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，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。