

业绩延续快速增长，未来发展前景可期

——乐普医疗（300003）三季度跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年三季度报告。2019 年前三季度实现营业收入 58.80 亿元，同比增长 28.25%；归属于上市公司股东净利润 16.12 亿元，同比增长 40.99%；扣非归母净利润 13.29 亿元，同比增长 35.55%；实现 EPS 0.9105 元。

其中，2019 年第三季度，公司实现营业收入 19.59 亿元，同比增长 20.17%；归属于上市公司股东净利润 4.57 亿元，同比增长 36.91%；扣非归母净利润 4.09 亿元，同比增长 31.98%；实现 EPS 0.2582 元。

费用方面，销售费用 14.73 亿元，同比增长 23.85%；管理费用 5.17 亿元，同比增长 14.75%；财务费用 2.10 亿元，同比增长 34.83%；研发费用 3.57 亿元，同比增长 35.24%，主要系报告期公司加快医疗器械产品和人工智能技术的研发力度，持续推进原料药研发，以及其他研发项目有序开展所致。

经营性现金流净额 12.81 亿元，同比增长 35.23%。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩整体高速增长，期间费用控制良好

受益于 NeoVas 上市贡献业绩增量以及原料药国内外需求旺盛，公司业绩延续快速增长态势。2019 年前三季度公司实现营收 58.80 亿元（+28.25%），归母净利润 16.12 亿元（+40.99%），扣非归母净利润 13.29 亿元（+35.55%）。其中，19Q3 单季度实现营收 19.59 亿元（+20.17%），归母净利润 4.57 亿元（+36.91%），扣非归母净利润 4.09 亿元（+31.98%）。业绩延续快速增长态势，我们认为原因主要系一方面 NeoVas 上市贡献新业绩，另一方面原料药国内外需求旺盛，业绩显著增长。

期间费用控制良好，毛利率略有下降。公司前三季度期间费用率为 43.48%（-1.44pp），期间费用控制良好。其中，销售费用率 25.05%（-0.89pp），管理费用率 8.79%（-1.03pp），财务费用率 3.57%（+0.17pp），研发费用率 6.07%（+0.31pp）。报告期内，公司加快医疗器械产品和人工智能技术研发力度，同时持续推进原料药研发以及其他研发项目有序开展，公司持续加大研发投入，奠定未来高成长基础。毛利率方面，前三季度毛利率为 72.64%，较去年同期小幅下降 0.70pp。

乐普医疗（300003.SZ）

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：shenyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

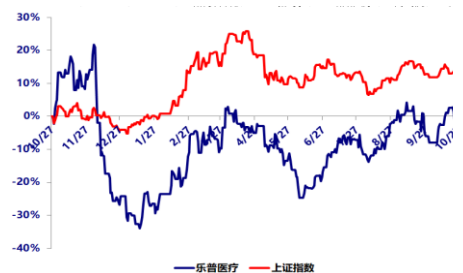
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-10-25

A 股收盘价(元)	27.38
A 股一年内最高价(元)	33.63
A 股一年内最低价(元)	17.90
上证指数	2954.93
市盈率-TTM	31.18
总股本（万股）	178165.29
实际流通 A 股(万股)	151524.97
限售的流通 A 股(万股)	26640.32
流通 A 股市值(亿元)	414.88

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2019-02-27 乐普医疗（300003）事件跟踪：NeoVas 获批上市，研发创新收获划时代成果
2. 2018-10-29 乐普医疗（300003）三季度跟踪：业绩增长势头强劲，双平台布局稳步推进
3. 2018-10-12 乐普医疗（300003）事件深度跟踪：投资 Rgenix，肿瘤免疫治疗平台布局再下一城
4. 2018-08-14 乐普医疗（300003）半年报跟踪：业绩保持高速增长，多维度布局确保中长期发展

(二) 可降解支架 NeoVas 优势明显，助力医疗器械板块高速率增长

医疗器械板块业务实现高速率增长，可降解支架 NeoVas 贡献较大业绩增量。前三季度医疗器械板块累计实现营收 26.53 亿元，同比增长 27.24%，实现近年来的最快增长。其中，19Q3 单季度医疗器械营收 9.07 亿元，同比增长 31.67%，相较 Q2 和 Q1 显著提高。我们认为，医疗板块收入实现高速增长，一方面来自于原有业务继续保持较快稳定增长，另一方面可降解支架 NeoVas 上市以来贡献较大业绩增量。NeoVas 于今年 3 月下旬开始销售，预计报告期内贡献收入近 2 亿元。

NeoVas 是国内首款获批的全降解支架，临床试验结果证明 NeoVas 安全性和有效性，靶血管弹性功能恢复明显受益。NeoVas 研发历时横跨近 10 年，临床研究入组 1400 多例，历经 4 年临床随访，其经过血运重建、支架降解吸收和血管修复三个阶段，支架最终完全降解，血管结构和功能得到恢复，实现“血管再造”的目标。同时，通过结构优化、新生内膜厚度的匹配设计和规范的 PSP 原则，全生命周期血栓发生率显著低于 Absorb，与金属支架无显著性差异。此外，我们对其 3 年期随机对照研究（RCT）、2 年期单组目标值研究（OPC）和 3 年期亚组影像学研究的分析如下：

RCT 研究结果表明 NeoVas 与金属架 Xience 在安全性和有效性无显著性差异。NeoVas 术后 1-3 年的 RCT 结果表明，NeoVas 的靶病变失败率（TLF）、患者水平复合终点（PoCE）和支架内血栓发生情况等指标与 Xience 支架相比均无统计学差异，证明具有相似的安全性和有效性。

表 1: NeoVas-RCT 术后 1-3 年临床研究结果

	1 年			2 年			3 年		
	NeoVas (N=278)	Xience (N=282)	p 值	NeoVas (N=276)	Xience (N=278)	p 值	NeoVas (N=273)	Xience (N=276)	p 值
靶病变失败率	4.3%	3.5%	0.64	5.4%	4.3%	0.54	6.9%(19)	6.1%(17)	0.71
患者水平复合终点	5.8%	6.4%	0.76	8.0%	7.6%	0.85	11.9%(33)	10.0%(28)	0.49
全因死亡	0.4%	0.4%	1.00	1.1%	0.7%	0.69	2.2%(6)	1.8%(5)	0.74
心源性死亡	0.4%	0.0%	0.50	0.7%	0.0%	0.25	0.7%(2)	0.7%(2)	0.99
全部血运重建	4.7%	5.3%	0.73	6.2%	6.1%	0.98	8.4%(23)	8.3%(23)	0.97
缺血驱动的 TLR	3.2%	2.5%	0.59	4.0%	3.2%	0.64	4.7%(13)	4.7%(13)	0.97
缺血驱动的 TVR	3.2%	3.2%	0.98	4.0%	4.0%	0.99	5.1%(14)	5.4%(15)	0.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：TLR——靶病变血运重建，TVR——靶血管血运重建

表 2: NeoVas-RCT 术后 1-3 年支架血栓发生情况

	NeoVas (N=273)	CoCr-EES (N=276)	p 值
确定的及可能的血栓	1.1%(3)	0.7%(2)	0.64
确定的	0.7%(2)	0.4%(1)	0.62
可能的	0.4%(1)	0.4%(1)	1.00
急性 (0-1 天)	0%(0)	0%(0)	1.00

亚急性（2-30 天）	0.4%(1)	0%(0)	0.50
晚期（31-365 天）	0%(0)	0%(0)	1.00
极晚期（>365 天）	0.7%(2)	0.7%(2)	1.00
1-2 年	0.4%(1)	0.4%(1)	1.00
2-3 年	0.4%(1)	0.4%(1)	1.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

OPC 研究表明 NeoVas 具有较高的安全性和有效性。根据对 1103 例植入病例的 2 年随访，TLF 为 5.0%，PoCE 为 8.3%，局部缺血导致的靶血管血运重建（iTVR）为 3.8%，支架内血栓发生率 0.8%，总体来看临床事件的发生率很低，表明 NeoVas 具有较高的安全性和有效性。

表 3：术后评价指标情况

评价指标	术后 1 年（n=1103）	术后 2 年（n=1098）
TLF	3.0%	5.0%
心源性死亡	0.2%	0.5%
TV-MI	1.5%	2.1%
iTLR	1.7%	3.3%
PoCE	5.4%	8.3%
全因死亡	0.5%	1.0%
MI	1.8%	2.5%
任何再次血运重建	3.9%	6.3%
iTVR	2.1%	3.8%
支架血栓	0.5%	0.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：TLF——靶病变失败率，TV-MI——靶血管心肌梗死，iTLR——局部缺血导致的靶病变血运重建，MI——心肌梗死

亚组影像学研究表明 NeoVas 在血管舒张弹性恢复上优于 DES 支架。影像学结果表明，NeoVas 组术后 3 年的血管弹性功能明显好于对照组，具有统计学意义（ $p=0.03$ ）。表明 NeoVas 具有理想的可修复性和安全性，在血管舒张弹性恢复上优于金属药物支架，可为患者靶血管的长期修复带来明显受益。

表 4：NeoVas-亚组术后 3 年影像学研究成果

评价指标	试验组	对照组	p 值
QCA			
术后 3 年血管弹性功能 （平均管腔直径变化率）	$3.2 \pm 3.0\%$	$2.0 \pm 2.6\%$	0.03
OCT			
术后即刻平均支架面积	$8.49 \pm 2.24 \text{ mm}^2$	$7.81 \pm 2.36 \text{ mm}^2$	0.35
术后 3 年平均支架面积	$8.38 \pm 2.71 \text{ mm}^2$	$8.21 \pm 2.90 \text{ mm}^2$	0.76

FFR			
术后即刻 FFR	0.92 ± 0.05	0.93 ± 0.05	0.32
术后 3 年 FFR	0.89 ± 0.07	0.90 ± 0.05	0.25

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：QCA——定量冠状动脉造影分析，OCT——光学相干断层成，FFR——血流储备分数

我们认为 NeoVas 作为国内唯一获批上市的全降解支架具有里程碑式意义，标志着公司医疗器械研发创新正式进入收获期。同时，产品卡位优势明显，将助力业绩实现跨越式增长。

（三）原料药国内外需求旺盛；两大主力品种中选带量集采扩面，制剂业务增速有望逐步回升

原料药业务国内外需求旺盛，受个别客户交付货物延迟所致 Q3 单季度增速同比下滑，但无碍整体板块高速增长。报告期内原料药业务累计实现收入 5.46 亿元，同比增长 46.01%，其中，19Q3 单季度收入 1.41 亿元，同比下降 6.93%，主要由于个别客户货物延迟交付所致，预计四季度将逐步向好。

制剂业务受国家带量集采影响，业绩增速放缓。报告期内制剂业务累计实现收入 24.59 亿元，同比增长 27.25%，19Q3 单季度收入 8.30 亿元，同比增长 12.56%。细分品种来看，其中，氯吡格雷虽销售数量仍有增长，但由于医院终端销售价格显著降低，导致收入较去年同期降低；阿托伐他汀钙在第三季度医疗机构和 OTC 市场均维持较高增速。

氯吡格雷与阿托伐他汀钙中选国家带量集采扩面，制剂业务增速有望逐步回升。公司两大主力品种氯吡格雷和阿托伐他汀钙于 9 月 24 日中选 25 个地区药品带量集采，公司将分享 2 大品种在中选省份约 70% 的市场份额。考虑到公司在中选省份原有市占率较低，同时，与实际出厂价相比两品种降幅较小，我们认为公司受益于此次集采扩面，制剂业务增速有望逐步回升。

3. 投资建议

公司 2019 年前三季度业绩保持高速稳健增长，我们继续看好公司未来发展前景。公司已发展成为心血管大健康全生态平台型企业。首先，我们认为医疗器械板块原有产品有望保持稳定增长，NeoVas 将推动业绩实现跨越式增长。其次，药品板块在抗凝、降压和降脂领域的布局持续完备，受益集采扩面，氯吡格雷和阿托伐他汀钙市占率有望大幅提升，未来有望贡献稳定的现金流。同时，降糖药平台已初步构建，未来有望成为新的利润增长点。再次，公司在医疗服务和新型医疗领域的布局亦将加速销售渠道下沉，促进各细分业务协同发展。最后，公司战略布局肿瘤免疫治疗领域并搭建行业竞争壁垒，未来有望成为业绩长期高速增长的新动能。我们看好公司未来发展前景，预计 2019-2021 年归母净利润为 16.89/21.86/28.92 亿元，EPS 为 0.95/1.23/1.62 元，对应 PE 为 29/22/17 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

NeoVas 销售不及预期，研发进度不及预期，整合不及预期，产品降价风险。

附表 1. 主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3467.75	4537.64	6356.30	8319.72	10739.06	13775.48
营业收入增长率	25.25%	30.85%	40.08%	30.89%	29.08%	28.27%
归母净利润（百万元）	679.26	899.09	1218.69	1688.94	2185.84	2891.88
归母净利润增长率	30.40%	32.36%	35.55%	38.59%	29.42%	32.30%
EPS（元）	0.381	0.505	0.684	0.948	1.227	1.623
P/E	71.82	54.26	40.03	28.88	22.32	16.87
P/B	8.81	7.59	7.67	6.32	5.15	4.13
EV/EBITDA	43.50	33.87	25.60	17.93	14.28	11.49

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表（百万元）

报表预测（百万元）						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3467.75	4537.64	6356.30	8319.72	10739.06	13775.48
减：营业成本	1354.14	1486.91	1732.19	2747.44	3546.38	4549.10
营业税金及附加	48.62	68.62	95.12	122.33	157.90	202.54
营业费用	638.06	1061.77	1868.58	1830.34	2550.53	3271.68
管理费用	476.54	613.07	528.64	1214.68	1503.47	1928.57
财务费用	57.42	107.22	225.89	210.26	149.16	111.66
资产减值损失	26.54	58.23	218.69	218.69	218.69	218.69
加：投资收益	-2.21	-8.03	131.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-376.17	70.00	35.00	10.00
营业利润	864.21	1133.77	1442.06	2045.99	2647.94	3503.24
加：其他非经营损益	26.75	39.76	31.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	890.96	1173.53	1473.53	2045.99	2647.94	3503.24
减：所得税	144.25	194.38	218.92	306.90	397.19	525.49
净利润	746.71	979.15	1254.61	1739.09	2250.75	2977.75
减：少数股东损益	67.45	94.59	36.18	50.15	64.91	85.87
归属母公司股东净利润	679.26	899.09	1218.69	1688.94	2185.84	2891.88
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1699.40	1984.72	1827.91	249.92	2814.81	3582.80
应收和预付款项	1481.55	1931.89	2399.33	3883.90	4226.47	6177.07
存货	574.16	702.33	785.66	1524.28	1457.38	2367.33
其他流动资产	173.10	254.42	285.19	285.19	285.19	285.19
长期股权投资	560.40	794.16	1062.10	1062.10	1062.10	1062.10
投资性房地产	100.91	99.91	87.47	76.29	65.11	53.94
固定资产和在建工程	1164.35	1414.14	1794.25	1306.92	819.58	332.25

无形资产和开发支出	2782.74	3698.81	3791.82	3594.74	3397.65	3200.57
其他非流动资产	708.00	1573.33	2578.87	2516.85	2454.84	2454.84
资产总计	9244.61	12453.72	14612.59	14500.19	16583.13	19516.07
短期借款	649.66	1463.79	1883.26	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	621.88	1402.99	1376.20	1737.42	1996.02	2515.32
长期借款	1323.75	2383.80	3219.04	3219.04	3219.04	3219.04
其他负债	636.00	175.89	1546.04	1546.04	1546.04	1546.04
负债合计	3231.28	5426.47	8024.54	6502.50	6761.10	7280.41
股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
资本公积	1144.40	1144.40	-5.32	-5.32	-5.32	-5.32
留存收益	2608.35	3503.62	4585.30	5944.77	7704.22	10031.97
归属母公司股东权益	5534.40	6429.67	6361.63	7721.10	9480.55	11808.30
少数股东权益	478.93	597.58	226.42	276.58	341.48	427.36
股东权益合计	6013.32	7027.25	6588.05	7997.68	9822.03	12235.66
负债和股东权益合计	9244.61	12453.72	14612.59	14500.19	16583.13	19516.07
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	688.70	937.01	1498.73	846.78	3142.22	1445.56
投资性现金净流量	-1438.73	-1700.21	-2322.02	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	777.93	974.27	767.60	-2424.76	-577.33	-677.57
现金流量净额	30.38	203.46	-36.28	-1577.98	2564.89	767.99

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

余宇，医药行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn