

# 2019 年业绩符合预期，传统优势产品增长稳定，研发管线丰富带来良好增长预期 买入（维持）

2020 年 04 月 02 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 7,796 | 10,052 | 12,997 | 16,853 |
| 同比（%）      | 22.6% | 28.9%  | 29.3%  | 29.7%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,725 | 2,255  | 2,880  | 3,781  |
| 同比（%）      | 41.6% | 30.7%  | 27.7%  | 31.3%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.97  | 1.27   | 1.62   | 2.12   |
| P/E（倍）     | 37.73 | 28.87  | 22.60  | 17.22  |

## 投资要点

■ **2019 年公司业绩增长 41.57%符合预期：**公司发布 2019 年年报，2019 年实现收入 77.96 亿元，同比增长 22.64%；归母净利润 17.25 亿元，同比增长 41.57%；扣非后归母净利润 12.41 亿元，同比增长 18.21%，符合预期。公司同时发布了 2020 年第一季度业绩预告，预计归母净利润同比下降 28-43%，扣非归母净利润同比下降 0-20%。

■ **医疗器械板块增长平稳，支架系统等传统优势产品保持较好势头，外科器材增长迅速：**医疗器械板块仍然是公司核心部分，2019 年该板块实现营收 36.23 亿元，同比增长 24.60%，增长势头平稳。该板块中，支架系统作为传统优势产品占比最高，增长态势良好，公司支架系统 2019 年实现营业收入 17.91 亿元，同比增长 26.71%。公司体外诊断业务 2019 年实现营业收入 3.96 亿元，同比增长 23.82%，增速较快，2019 年多个重要产品拿证，关键仪器设备被批准上市，预期未来仍会保持增速。外科器材业务增长最快，2019 年实现营业收入 3.43 亿元，同比增长 38.59%。

■ **药品板块增长稳定，两款产品集采中标，多个品种有望通过一致性评价，创新品种拿证有望带来放量：**药品板块 2019 年实现营业收入 38.49 亿元，同比增长 21.34%。原料药业务 2019 年实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 26.29%，业绩持续增长，制剂业务 2019 年实现营业收入 31.88 亿元，同比增长 20.36%。

■ **公司研发投入增加，研发管线丰富：**公司 2019 年研发投入为 6.31 亿元，同比增长 34%，研发投入占营收比例为 8.09%。公司研发管线丰富，多款产品即将获批上市。

■ **拟非公开发行股票募资 31.8 亿，进一步优化股东结构，降低资产负债率：**公司近日发布非公开发行股票预案，拟非公开发行股票募资 31.8 亿元，发行股票数为 10457.09 万股，发行价格为 30.4 元/股，用于补充流动资金和偿还债务。认购对象包括中国国新、GIC、润晖投资、民和投资、苏州民投和深创投。定增资金将进一步加快公司在创新器械领域的研发进度，进一步降低公司资产负债率，优化股东股权结构，进一步增加公司的行业竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020 年-2022 年归母净利润分别为 22.55、28.80、37.81 亿元，同比增长 30.7%、27.7%、31.3%。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，我们维持公司的“买入”评级。

■ **风险提示：**行业变动风险、产品推广销售不达预期。

## 股价走势



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 36.54       |
| 一年最低/最高价      | 20.40/41.09 |
| 市净率(倍)        | 8.70        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 55367.22    |

## 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 4.20    |
| 资产负债率(%)    | 49.74   |
| 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)：NeoVas 带动器械板块加速成长，带动公司整体业绩增长 40.99%，符合预期》2019-10-27

2、《乐普医疗 (300003)：三季度延续快速增长趋势，预计 1-9 月业绩增长 39%-42%》2019-10-15

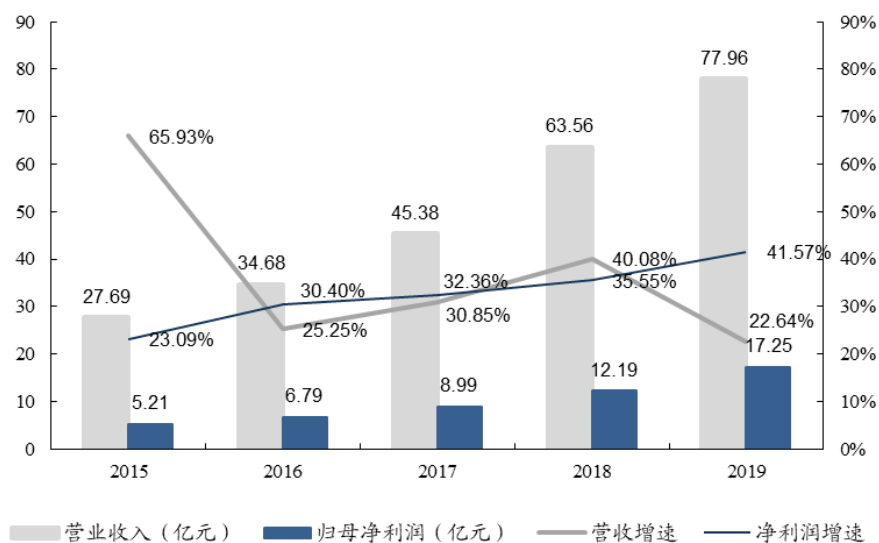
3、《乐普医疗 (300003)：NeoVas 快速放量，成为又一带动公司业绩加速增长的超级引擎》2019-08-28

## 1. 事件：2019 年公司业绩增长 41.57%符合预期

公司发布 2019 年年报，2019 年实现收入 77.96 亿元，同比增长 22.64%；归母净利润 17.25 亿元，同比增长 41.57%；扣非后归母净利润 12.41 亿元，同比增长 18.21%，符合预期。

公司同时发布了 2020 年第一季度业绩预告，预计归母净利润同比下降 28-43%，扣非归母净利润同比下降 0-20%。

图 1：2015-2019 年公司收入与归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 我们的观点：

### 2.1. 医疗器械板块增长平稳，支架系统等传统优势产品保持较好势头，外科器材增长迅速

医疗器械板块仍然是公司核心部分，2019 年该板块实现营收 36.23 亿元，同比增长 24.60%，增长势头平稳。该板块中，支架系统作为传统优势产品占比最高，增长态势良好，外科器材业务增长最快，2019 年收入超出预期。

#### 1) 心血管领域器械：

公司支架系统 2019 年实现营业收入 17.91 亿元，同比增长 26.71%，其中，冠脉支架产品实现营业收入 15.31 亿元，同比增长 23.34%。无载体的 Nano 支架系统销量占比保持稳步提升，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，销售情况良好，先后在全国 29 个省份等几百家医院完成病例植入，贡献了新的业绩增长，2019 年收入 1.83 亿元，在冠脉支架销售结构中的占比为 10.24%。

随着可吸收支架在医院的推广工作的进行,未来看好持续放量。配套辅助耗材(球囊导管、导丝等)实现营业收入 2.60 亿元,同比增长 50.95%,增长迅速,紫杉醇药物球囊(冠脉)于 2019 年 6 月获得 NMPA 的注册申请受理,7 月通过首次 GMP 审核,预计 2020 年取得注册批件;切割球囊系统的上市前临床研究已顺利完成,于 2020 年 1 月获得 NMPA 注册申请的受理,随着新产品的注册我们预计该业务未来仍会保持快速增长。

封堵器和起搏器收入增长平稳,封堵器 2019 年实现营收 1.30 亿元,同比增长 20.21%,起搏器 2019 年收入为 4699 万元,同比增长 19.42%。封堵器新产品即将获批,左心耳封堵器已于 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;新型纳米膜封堵器已申报注册,现处于评审阶段;纳米膜室缺(VSD)和动脉导管未闭(PDA)封堵器已完成临床试验;生物可吸收封堵器已正式进入临床试验入组,研发进展顺利。起搏器公司正在加大推广力度,目前公司已完成 27 个省的招标采购工作,自主研发的双腔起搏器已纳入京津冀区域联盟采购目录及以陕西为核心的省际联盟采购目录。

## 2) 体外诊断业务:

公司体外诊断业务 2019 年实现营业收入 3.96 亿元,同比增长 23.82%,增速较快,2019 年多个重要产品拿证,关键仪器设备被批准上市,预期未来仍会保持增速。大型全自动管式化学发光仪在 2019 年成功取证上市,配套的化学发光诊断试剂涵盖了心肌标志物、肿瘤标志物、炎症标志物、传染病、甲功、激素等系列产品,其中心肌标志物、肿瘤标志物共计 10 个产品已取得注册证,全自动化学发光免疫分析仪于 2019 年 7 月批准上市,心肌肌钙蛋白 I、肌红蛋白、肌酸激酶同工酶、N-末端脑钠肽前体四项配套诊断试剂于 2019 年 8 月批准上市。甲功、肿瘤标志物、传染病、激素等系列配套试剂也将陆续注册上市。

## 3) 外科器械领域:

外科器械 2019 年实现营业收入 3.43 亿元,同比增长 38.59%,业绩增长迅速。公司吻合器在国内市场具备优势,未来预期仍会保持快速增长。公司正在进行第二代腔镜下吻合器的研制开发,2019 年已完成产品型检,并进行注册申报。

## 2.2. 药品板块增长稳定,两款产品集采中标,多个品种有望通过一致性评价,创新品种拿证有望带来放量

药品板块 2019 年实现营业收入 38.49 亿元,同比增长 21.34%。原料药业务 2019 年实现营业收入 6.61 亿元,同比增长 26.29%,业绩持续增长,制剂业务 2019 年实现营业收入 31.88 亿元,同比增长 20.36%。在药品业务板块公司打造“制剂+原料药”一体化运营平台的同时,积极开展境内外原料药的营销工作,2019 年 9 月,公司两款药品硫酸氢氯吡格雷片和阿托伐他汀钙片在联采办组织的 25 个地区药品集中采购中中选,在未来 2-3 年内有望实现市占率的明显提升。此外,降血压药品苯磺酸氨氯地平、缬沙坦分

别在 2019 年 10 月和 11 月获得一致性评价通过，将推动药品板块业绩的持续增长。

公司创新品种获批有望带来放量。甘精胰岛素及甘精胰岛素注射液获得 NMPA 报产申请受理，门冬胰岛素注射液混合注射液已经处于临床实验中；阿卡波糖片与原研一致性的仿制药注册完成第一轮技术审评，公司已提交补充资料，现处于第二轮审批中。

### 2.3. 医疗服务板块布局良好，市场占有率有望提高

医疗服务板块实现营业收入 2.65 亿元，同比增长 18.19%。该板块处于发展初期，目前公司规划为提高市占率，实现与器械板块、药品板块融合协同发展。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。

## 3. 公司研发投入增加，研发管线丰富

公司 2019 年研发投入为 6.31 亿元，同比增长 34%，研发投入占营收比例为 8.09%，公司研发人员 2005 人，相比 2018 年 1769 人有明显增加。公司研发管线丰富，在器械领域，预期上市产品包括：紫杉醇药物洗脱球囊、切割球囊、左心耳封堵器、AI-ECG Platform、纳米膜封堵器、腔镜吻合器、全自动起搏器、人工智能监护。

在药品领域，研发进展顺利，多款品种预期在一到两年内上市，氯吡格雷、阿托伐他汀、苯磺酸氨氯地平、缬沙坦已通过一致性评价，预期一到两年上市品种包括：甘精胰岛素、阿卡波糖、倍他司汀、替格瑞洛、利伐沙班、阿哌沙班、卡格列净、西格列汀、乐伐替尼等。丰富的研发管线带来较高的业绩增长预期。

表 1：乐普医疗产品研发进展

| 板块    | 产品        | 研发进展                                            |
|-------|-----------|-------------------------------------------------|
| 心血管领域 | 紫杉醇药物洗脱球囊 | 于 2019 年 6 月获得 NMPA 的注册申请受理，7 月通过首次 GMP 审核      |
| 心血管领域 | 切割球囊      | 上市前临床研究已顺利完成，于 2020 年 1 月获得 NMPA 注册申请的受理。       |
| 心血管领域 | 左心耳封堵器    | 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 |
| 心血管领域 | 纳米膜封堵器    | 已申报注册，现处于评审阶段                                   |

|        |                           |                                       |
|--------|---------------------------|---------------------------------------|
| 心血管领域  | 纳米膜室缺(VSD)和动脉导管未闭(PDA)封堵器 | 已完成临床试验                               |
| 心血管领域  | 生物可吸收封堵器                  | 已正式进入临床试验入组                           |
| 外科器械领域 | 腔镜吻合器                     | 2019 年已完成产品型检，并进行注册申报                 |
| 人工智能领域 | AI-ECG Platform           | 提交美国 FDA、欧盟 CE 和国内 NMPA 产品注册          |
| 人工智能领域 | 人工智能监护                    | 提交美国 FDA、欧盟 CE 和国内 NMPA 产品注册          |
| 药品板块   | 苯磺酸氨氯地平                   | 2019 年 10 月和 11 月获得一致性评价通过            |
| 药品板块   | 缬沙坦                       | 2019 年 10 月和 11 月获得一致性评价通过            |
| 药品板块   | 甘精胰岛素                     | 于 2019 年 6 月获得 NMPA 药品报产申请受理          |
| 药品板块   | 倍他司汀                      | 在 CDE 进入技术审评                          |
| 药品板块   | 替格瑞洛                      | 原研一致性评价的新仿制药申请于 2019 年 10 月获得 CDE 的受理 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4. 拟非公开发行股票募资 31.8 亿，进一步优化股东结构，降低资产负债率

公司近日发布非公开发行预案，拟非公开发行股票募资 31.8 亿元，发行股票数为 10457.09 万股，发行价格为 30.4 元/股，用于补充流动资金和偿还债务。认购对象包括

中国国新、GIC、润晖投资、民和投资、苏州民投和深创投。定增资金将进一步加快公司在创新器械领域的研发进度，进一步降低公司资产负债率，优化股东股权结构，进一步增加公司的行业竞争力。

图 2：非公开发行认购情况

| 序号 | 控制人/管理人名称 | 发行对象                                        | 认购股份数量<br>(万股) | 认购方式 |
|----|-----------|---------------------------------------------|----------------|------|
| 1  | 中国国新      | 国新投资                                        | 1,644.20       | 现金认购 |
| 2  | 中国国新      | 国新央企运营基金                                    | 1,644.20       | 现金认购 |
| 3  | GIC       | GIC                                         | 1,644.20       | 现金认购 |
| 4  | 润晖投资      | Cephei QFII China Total<br>Return Fund Ltd. | 1,644.20       | 现金认购 |
| 5  | 民和投资      | 民和志威                                        | 2,236.11       | 现金认购 |
| 6  | 苏州民投      | 翼朴苏栩                                        | 986.52         | 现金认购 |
| 7  | 深创投       | 深创投                                         | 657.68         | 现金认购 |
|    | 合计        |                                             | 10,457.09      |      |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

我们预计 2020 年-2022 年归母净利润分别为 22.55、28.80、37.81 亿元，同比增长 30.7%、27.7%、31.3%。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，我们维持公司的“买入”评级。

## 6. 风险提示

行业变动风险、产品推广销售不达预期。

乐普医疗三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表(百万元)         | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | <b>5634</b>  | <b>5559</b>  | <b>6986</b>  | <b>10452</b> | <b>营业收入</b>      | <b>7796</b>  | <b>10052</b> | <b>12997</b> | <b>16853</b> |
| 现金                | 1954         | 98           | 861          | 1373         | 减:营业成本           | 2165         | 2814         | 3675         | 4814         |
| 应收账款              | 2167         | 3166         | 3729         | 5212         | 营业税金及附加          | 96           | 124          | 160          | 208          |
| 存货                | 1005         | 1323         | 1717         | 2264         | 营业费用             | 2172         | 3015         | 3938         | 5081         |
| 其他流动资产            | 509          | 972          | 680          | 1602         | 管理费用             | 586          | 1608         | 2100         | 2696         |
| <b>非流动资产</b>      | <b>10292</b> | <b>11650</b> | <b>12800</b> | <b>13260</b> | 财务费用             | 280          | 222          | 229          | 201          |
| 长期股权投资            | 516          | 1047         | 1305         | 706          | 资产减值损失           | -206         | -266         | -343         | -445         |
| 固定资产              | 1479         | 2048         | 2687         | 3419         | 加:投资净收益          | 195          | 106          | 144          | 148          |
| 在建工程              | 658          | 690          | 748          | 857          | 其他收益             | 162          | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 2009         | 2241         | 2447         | 2681         | <b>营业利润</b>      | <b>1961</b>  | <b>2639</b>  | <b>3381</b>  | <b>4447</b>  |
| 其他非流动资产           | 5630         | 5624         | 5613         | 5597         | 加:营业外净收支         | 102          | 58           | 64           | 74           |
| <b>资产总计</b>       | <b>15926</b> | <b>17209</b> | <b>19787</b> | <b>23712</b> | <b>利润总额</b>      | <b>2063</b>  | <b>2697</b>  | <b>3445</b>  | <b>4522</b>  |
| <b>流动负债</b>       | <b>5111</b>  | <b>4773</b>  | <b>5109</b>  | <b>5902</b>  | 减:所得税费用          | 339          | 444          | 567          | 744          |
| 短期借款              | 1464         | 1464         | 1464         | 1464         | 少数股东损益           | -2           | -2           | -3           | -3           |
| 应付账款              | 738          | 1066         | 1289         | 1795         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1725</b>  | <b>2255</b>  | <b>2880</b>  | <b>3781</b>  |
| 其他流动负债            | 2909         | 2243         | 2356         | 2643         | EBIT             | 2256         | 2831         | 3586         | 4635         |
| <b>非流动负债</b>      | <b>2811</b>  | <b>2534</b>  | <b>2254</b>  | <b>1965</b>  | EBITDA           | 2581         | 3179         | 4040         | 5215         |
| 长期借款              | 2458         | 2181         | 1901         | 1612         |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 353          | 353          | 353          | 353          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>7921</b>  | <b>7307</b>  | <b>7364</b>  | <b>7868</b>  | 每股收益(元)          | 0.97         | 1.27         | 1.62         | 2.12         |
| 少数股东权益            | 522          | 520          | 518          | 514          | 每股净资产(元)         | 4.20         | 5.27         | 6.68         | 8.60         |
|                   |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 1782         | 1782         | 1782         | 1782         |
| 归属母公司股东权益         | 7483         | 9381         | 11905        | 15330        | ROIC(%)          | 14.6%        | 17.2%        | 18.7%        | 20.1%        |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>15926</b> | <b>17209</b> | <b>19787</b> | <b>23712</b> | ROE(%)           | 21.5%        | 22.8%        | 23.2%        | 23.8%        |
|                   |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 72.2%        | 72.0%        | 71.7%        | 71.4%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 销售净利率(%)         | 22.1%        | 22.4%        | 22.2%        | 22.4%        |
| 经营活动现金流           | 1990         | 1412         | 3022         | 2169         | 资产负债率(%)         | 49.7%        | 42.5%        | 37.2%        | 33.2%        |
| 投资活动现金流           | -651         | -1599        | -1460        | -892         | 收入增长率(%)         | 22.6%        | 28.9%        | 29.3%        | 29.7%        |
| 筹资活动现金流           | -1549        | -1669        | -799         | -765         | 净利润增长率(%)        | 41.6%        | 30.7%        | 27.7%        | 31.3%        |
| 现金净增加额            | -205         | -1856        | 763          | 512          | P/E              | 37.73        | 28.87        | 22.60        | 17.22        |
| 折旧和摊销             | 325          | 347          | 454          | 580          | P/B              | 8.70         | 6.94         | 5.47         | 4.25         |
| 资本开支              | 563          | 827          | 892          | 1059         | EV/EBITDA        | 26.77        | 21.98        | 17.05        | 13.07        |
| 营运资本变动            | -380         | -1304        | -395         | -2241        |                  |              |              |              |              |

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>