

公司研究

主要数据(截至 8 月 31 日收盘):

| | |
|------|----------|
| 当前股价 | 38.76 元 |
| 投资评级 | 买入 |
| 评级变动 | 维持 |
| 总股本 | 18.05 亿股 |
| 流通股本 | 15.38 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

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

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

医药生物/医疗器械 II /医药器械 III

乐普医疗 (300003)

——疫情短期影响不改长期竞争能力，创新器械将陆续
夯实公司长期增长基础

事件:

公司发布2020年中报，报告期内，公司（含子公司，下同）实现营业收入42.38亿元，同比增长8.08%；实现归属于上市公司股东的净利润11.40亿元，同比降低1.30%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润11.14亿元，同比增长21.20%；实现经营活动产生的现金流量净额11.37亿元，同比增长61.72%。

事件点评:

◆剔除减值以及非经常性业务的影响，公司业绩维持快速增长。公司收入增速相对上年同期下降 24.63 Pct，主要因公司核心药品中标国家集采价格下调和发票低开所致。报告期末，公司对收购的体外诊断业务部分技术知识产权进行审慎评估计提减值准备 5,630.77 万元，对归属于上市公司股东的净利润金额的影响为 5,020.95 万元。报告期内，非经常性损益对公司归属于上市公司股东的净利润影响金额为 2,585.02 万元，主要是公司收到的政府补助；上年同期主要由君实生物相关收益形成的非经常性损益 23,581.08 万元，同比显著降低。报告期内扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长 21.20%。若剔除上述计提特定减值以及非经常性业务的影响，归属于上市公司股东的净利润为 116,470.59 万元，较上年同期口径的 91,956.58 万元增长 26.66%。从收入结构来看，器械收入占比重回第一，占比达 53%，未来随着公司创新器械上市，预计器械板块收入占比将进一步提升。海外收入占比首次超过 20%，达到 20.27%，主要系海外疫情影响，公司监护仪、诊断仪、血氧仪等生命体征监护产品销量增加所致，该类订单第三、四季度仍有一定的持续性。

◆医疗器械板块核心心血管介入产品受疫情影响收入增速下滑，非心血管器械收入高速增长。报告期内，公司医疗器械板块实现营业收入 22.55 亿元，同比增长 29.16%，继续保持了较快的增长态势。报告期内，自产器械产品实现营业收入 20.77 亿元，同比



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
4. 中报点评: 乐普医疗 (300003) —— 药品业务业绩超预期, 器械NeoVas支架贡献凸显_2019. 08. 30
5. 年报点评: 乐普医疗 (300003) —— 药品业绩增长稳定, 器械迎来重大收获季_2020. 04. 06

增长 36.84%。自产器械产品包括泛心血管核心器械和非心血管器械, 其中泛心血管核心器械包括核心心血管介入产品、结构型和心脏节律器械及非心血管器械。核心心血管介入产品包括心脏冠脉介入和外周介入产品。报告期内, 公司核心心血管介入产品实现营业收入 6.79 亿元, 由于第一季度营业收入显著降低, 尽管二季度得到恢复, 上半年营业收入同比降低 25.41%。报告期内, 血管内无载体药物支架系统 (Nano) 的营业收入稳定增长, 在金属支架销售结构中的占比为 47.92%。生物可吸支架 (NeoVas) 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。结构型和心脏节律器械包括结构性心脏病器械、心脏节律器械。报告期内, 公司结构型和心脏节律器械实现营业收入 9,199.39 万元, 同比降低 5.54%, 保持市场领先地位。公司自产双腔起搏器完成青海和贵州两地区的招标采购工作, 已纳入招采的省份增至 29 个。非心血管器械包括体外诊断产品、外科器械、麻醉产品、人工智能医疗相关产品和家用医疗器械等。报告期内, 公司非心血管器械实现营业收入 13.0 亿元, 同比增长 155.38%。非心血管器械高速增长, 主要来自人工智能医疗相关产品和家用医疗器械的增长。

◆器械产品代理配送业务收入下滑。公司依托乐普医电、维康通达及乐普恒通等公司在各地区开展器械产品代理配送业务, 努力打造国内优质的心血管高端器械产品代理配送平台, 积极开展公司自产产品及部分代理产品的销售配送业务。报告期内, 代理配送业务收入 17,797.25 万元, 较上年同期降低 21.95%。

◆药品板块集采产品价格下调医疗机构端收入下滑, 零售药店端稳定增长, 原料药收入下滑。药品板块主要分为原料药业务和制剂业务 (仿制药), 是公司长期稳定的现金流业务。报告期内, 药品板块实现营业收入 18.54 亿元, 同比降低 8.87%; 原料药业务实现营业收入 3.07 亿元, 同比降低 24.15%。报告期内, 制剂业务实现营业收入 15.46 亿元, 同比降低 5.06%。由于集采导致硫酸氢氯吡格雷和阿托伐他汀钙, 在医疗机构销售价格大幅降低, 尽管两大产品在医疗机构销售数量快速增长, 而营业收入显著降低, 上述两大药品在零售药店实现了稳定增长, 两者综合制剂业务营业收入仅降低 5.06%。

◆医疗服务板块收入小幅下滑。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, 受新冠肺炎疫情疫情影响, 医疗服务板块实现营业收入 1.08 亿元, 同比降低 7.69%。

◆器械研发未来 2-3 年进入创新器械收获季，药品研究重在补齐糖尿病药物版图，进行高端仿制药研发。公司持续加大研发投入，本报告期研发投入 3.45 亿元，研发强度达 8.14%，较上年同期增加 0.95 Pct。研发投入的增加主要系报告期内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，以及其他研发项目继续有序开展所致。1) 未来 2-3 年多系列创新器械有望陆续注册上市。第二代药物球囊系列产品已有多项产品送型式检验，包括冠脉小血管用药物球囊、ACS 用药物球囊、冠脉原位病变用药物球囊等产品，其中 3 项产品于 2020 年上半年启动临床试验研究。第三代雷帕霉素药物球囊，药物涂层技术研究已经取得突破性进展，于 2020 年上半年开展动物体内实验研究。公司已开发出各种外周适应症的载药量 ($\leq 1.5 \mu\text{g}/\text{mm}^2$) 显著降低的紫衫醇药物球囊，预计年内大部分进入临床试验阶段。公司也已开发出雷帕霉素微球外周载药球囊，预计明年下半年进入临床试验。完全可降解封堵器系统目前已完成全部临床试验入组，处于术后随访阶段，临床随访结果良好，将于 2020 年第四季度申报注册，预计 2022 年第一季度获批。生物可降解卵圆孔未闭封堵器，已启动临床试验，预计 8 月底开始入组，2021 年 1 月入组完成，2021 年第四季度取得临床总结报告并上报国家药监局注册受理，2023 年第一季度取得注册证。公司研制开发了具有自主知识产权的可完全回收的经导管植入式主动脉瓣膜系统，目前已经完成动物实验安全性验证，即将完成动物实验有效性验证和型式检验，预期将于 2020 年下半年取得动物实验报告和型检报告，随后启动全球临床试验研究。经心尖二尖瓣修复系统正在动物实验和型式检验阶段，计划 2020 年下半年取得动物实验报告和型检报告后，将进入中国临床试验阶段；采用创新设计结构的经导管二尖瓣修复系统已完成了前期的实验验证，2020 年将进行正式动物实验研究，并同时开展型式检验，预计 2021 年进入临床试验研究。我们认为公司抓住核心药品带量采购黄金窗口期，未来 2-3 年推动第二、三代药物球囊、完全可降解封堵器、主动脉瓣膜系统、经心尖二尖瓣修复系统等重大创新器械上市，将进一步扩大与竞争伙伴的领先地位，夯实公司未来的长期增长基础。2) 公司在药品研发方面，目前着重进行两方面工作，一是补齐糖尿病药物版图和建立监测、药物治疗闭环。二是高端仿制药的研发。公司已具备硫酸氯吡格雷、替格瑞洛、阿卡波糖、缬沙坦、苯磺酸氨氯地平、阿托伐他汀、瑞伐他汀等泛心血管疾病的常用药物，为进一步建立泛心血管疾病的药物生态，需要进行各种复方高端制剂的研发和补短板，着重进行以下产品的研发：①硫酸氯吡格雷和阿司匹林复方：处于药学研究阶段，完成了中试生产及生产验证，正在进行稳定性考察；②氯沙坦



钾氯噻嗪：复方大规格（100/25mg）在 CDE 审评中，已完成了研制及生产现场查，及补充资料提交；新增小规格（50/12.5mg）补充研究正在进行中试生产；③缬沙坦氯氯地平：已完成药学研究，正在进行 BE 临床研究。

◆**资产结构显著改善，销售回款更为及时。**自 2018 年以来，公司持续调整资产结构，降低负债比例，资产结构显著改善，资产负债率由 2018 年末 56.41% 降至本报告期末 48.46%。本报告期销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比为 101.35%，较上年同期提升 3.99 Pct，销售回款更为及时，经营活动产生的现金流量净额 11.37 亿元，同比增长 61.72%。

投资建议：

我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 22.53/28.26/34.99 亿元，EPS 分别为 1.26/1.59/1.96 元，当前股价对应 P/E 分别为 31/24/20 倍。考虑两大品种硫酸氢氯吡格雷和阿托伐他汀钙医疗机构端集采中标，零售药店端销售收入稳定增长；尽管公司医疗器械板块核心心血管介入产品受疫情影响收入增速下滑，进入三季度后 PCI（用于经皮冠状动脉腔内形成术）手术已基本恢复，核心心血管介入产品销量有望回升；未来 2-3 年公司多个系列创新器械有望获批上市，迎来收获季。疫情仅对公司短期业绩造成一定的影响，未对公司的核心竞争优势和长期增长潜力造成影响，我们维持其“买入”评级。

风险提示：

疫情对公司业务影响时间和规模超预期；集中采购执行情况不及预期；创新医疗器械推广不及预期；高值耗材降价超预期。

表1：主要财务数据及预测

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 7,795.53 | 9,950.02 | 11,972.02 | 14,320.09 |
| 增长率 | 22.64% | 27.64% | 20.32% | 19.61% |
| 归母净利润（百万元） | 1,725.31 | 2,252.66 | 2,825.67 | 3,499.44 |
| 增长率 | 41.57% | 30.57% | 25.44% | 23.84% |
| EPS（元） | 0.97 | 1.25 | 1.58 | 1.95 |
| 毛利率 | 72.23% | 71.59% | 71.92% | 72.26% |
| 净资产收益率（摊薄） | 23.06% | 23.84% | 23.71% | 23.37% |

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

表 2：盈利预测（单位：百万元）

| 利润表 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产负债表 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 7,795.53 | 9,950.02 | 11,972.02 | 14,320.09 | 货币资金 | 1,516.72 | 1,935.91 | 3,333.31 | 4,462.12 |
| 减:营业成本 | 2,165.20 | 2,827.16 | 3,362.09 | 3,972.68 | 应收和预付款项 | 2,489.52 | 4,268.03 | 3,858.41 | 5,856.50 |
| 营业税金及附加 | 96.23 | 122.83 | 147.79 | 176.77 | 存货 | 1,004.83 | 1,392.27 | 1,458.39 | 1,909.98 |
| 营业费用 | 2,171.68 | 2,771.88 | 3,335.16 | 3,989.29 | 其他流动资产 | 172.69 | 172.69 | 172.69 | 172.69 |
| 管理费用 | 586.00 | 747.95 | 899.95 | 1,076.45 | 长期股权投资 | 516.12 | 466.12 | 416.12 | 366.12 |
| 研发费用 | 586.00 | 747.95 | 899.95 | 1,076.45 | 投资性房地产 | 137.86 | 137.86 | 137.86 | 137.86 |
| 财务费用 | 279.87 | 259.50 | 179.53 | 87.28 | 固定资产和在建工程 | 2,137.31 | 2,221.46 | 2,305.61 | 2,389.76 |
| 资产减值损失* | -206.02 | -150.00 | -150.00 | -150.00 | 无形资产和开发支出 | 4,727.65 | 4,675.11 | 4,622.57 | 4,570.02 |
| 投资收益 | 195.06 | -50.00 | -50.00 | -50.00 | 其他非流动资产 | 2,628.60 | 2,542.04 | 2,455.49 | 2,455.49 |
| 公允价值变动 | 161.98 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 资产总计 | 15,331.31 | 17,811.49 | 18,760.45 | 22,320.55 |
| 其他经营损益 | -554.46 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | | | | | |
| 营业利润 | 2,505.17 | 3,570.71 | 4,397.51 | 5,367.62 | | | | | |
| 其他非经营损益 | 102.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 短期借款 | 1,464.04 | 1,539.05 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2,607.17 | 3,670.71 | 4,497.51 | 5,467.62 | 应付和预收款项 | 1,231.92 | 1,671.64 | 1,694.25 | 2,201.09 |
| 所得税 | 339.46 | 423.53 | 536.27 | 668.84 | 长期借款 | 2,457.98 | 2,457.98 | 2,457.98 | 2,457.98 |
| 净利润 | 2,267.71 | 3,247.18 | 3,961.24 | 4,798.78 | 其他负债 | 2,172.42 | 2,172.42 | 2,172.42 | 2,172.42 |
| 少数股东损益 | -1.51 | -1.98 | -2.48 | -3.07 | 负债合计 | 7,326.36 | 7,841.10 | 6,324.65 | 6,831.49 |
| 归母净利润 | 1,725.31 | 2,252.66 | 2,825.67 | 3,499.44 | 股本 | 1,781.65 | 1,781.65 | 1,781.65 | 1,781.65 |
| | | | | | 资本公积 | -252.20 | -252.20 | -252.20 | -252.20 |
| 现金流量表 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 留存收益 | 5,953.32 | 7,920.74 | 10,388.62 | 13,444.96 |
| 经营活动现金流 | | | | | 归母股东权益 | 7,482.78 | 9,450.20 | 11,918.08 | 14,974.42 |
| 净额 | 1992.78 | 652.36 | 3237.23 | 1422.65 | | | | | |
| 投资活动现金流 | | | | | 少数股东权益 | 522.17 | 520.19 | 517.71 | 514.64 |
| 净额 | -651.22 | 233.55 | 233.55 | 233.55 | | | | | |
| 融资活动现金流 | | | | | 股东权益合计 | 8,004.95 | 9,970.39 | 12,435.79 | 15,489.06 |
| 净额 | -1548.85 | -466.72 | -2073.38 | -527.39 | | | | | |
| 现金流量净额 | -202.90 | 419.18 | 1397.41 | 1128.81 | 负债和股东权益 | 15,331.31 | 17,811.49 | 18,760.45 | 22,320.55 |

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所
说明：*损失以“-”号填列

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。