



公司研究

主要数据(截至 4 月 29 日收盘):

当前股价	32.03 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	18.05 亿股
流通股本	15.27 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师:

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 0592-5162118

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

医药生物/医疗器械 II / 医药器械 III

乐普医疗 (300003)

——创新产品组合进入放量期，中长期发展动力充足

事件:

公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年，公司实现营业收入80.39亿元，同比增长3.12%；归属于上市公司股东的净利润18.02亿元，同比增长4.44%，实现经营活动产生的现金流量净额20.9亿元，同比增长5%。2021年一季度，公司实现营业收入27.49亿元，同比增长64.96%；归属于上市公司股东的净利润7.26亿元，同比增长89.17%。

事件点评:

◆受疫情和国家集采影响，公司医疗器械板块整体收入微降、支架业务收入下滑。**1)** 医疗器械板块作为公司业务规模最大的板块，2020年实现营业收入340,039.81万元，同比下滑1.05%，下滑原因主要是由于器械代理业务的降低导致。其中，公司自产器械产品（包括泛心血管核心器械和非心血管器械）实现营业收入301,470.84万元，同比增长2.14%；器械代理业务实现营业收入38,568.97万元，同比下滑20.5%。**2)** 属于泛心血管核心器械的支架业务方面，2020年，受一季度疫情和四季度国家组织冠脉支架集采影响，传统金属药物支架经营业绩大幅下滑，支架系统（支架、球囊、配件及外贸）实现营业收入110,817.22万元，同比下滑38%；与集采相关的支架产品，实现销售收入8.45亿元，同比下滑38.5%。**3)** 公司结构型和心脏节律器械实现营业收入19,098.93万元，同比增长0.09%，保持市场领先地位。**4)** 非心血管器械（括体外诊断产品、外科器械、麻醉产品等）实现营业收入171,061.3万元，同比增长76.43%。

◆药品板块为公司提供长期稳定的现金流，收入下滑但利润稳定增长。2020年，药品板块受招标集采影响，实现营业收入341,167.43万元，同比下滑11.35%；制剂（仿制药）实现营业收入287,185.18万元，同比下滑9.91%；原料药实现营业收入53,982.25万元，同比下滑18.31%。2020年是实施集中采购的第一年，虽然集采后医疗机构药品销售价格显著降低，导致公司药品营销收入全年降低，但公司两大心血管药品（氯吡格雷和阿托伐他汀钙）的市场占有率较集采前显著上升，例如，公司主营的阿托伐



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

6. 中报点评：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_2020. 09. 01

他汀钙产品，由集采前的每年销量 9000 万盒左右到 2020 年提高到 3.2 亿盒。公司两款高血压药品（缬沙坦和氯氯地平），在零售市场销售收入都实现了成倍的增长，同时营销费用的显著降低，公司整个药品板块的净利润也实现了稳定的增长。

目前，公司的高端仿制药中，替格瑞洛片、盐酸倍他司汀片、阿卡波糖片、氯沙坦钾氢噻嗪片、单硝酸异山梨脂缓释片已获批上市，甘精胰岛素原料及注射液已报产，阿哌沙班片、磷酸西格列汀片、缬沙坦氯氯地平片正在进行一致性评价申请。公司拥有多种类、多品种的抗凝、降血脂、降血压、降血糖、抗心衰等 5 大心血管药品生产营销平台。借助临床、OTC 连锁药店和心血管病大数据医疗服务中心三个营销平台并重的优势，形成心血管药品的集成销售竞争优势，可确保药品板块业务的可持续性稳定发展。

◆医疗服务及健康管理板块实现高速增长。医疗服务及健康管理作为公司积极培育的新业务板块，通过“专科医院+互联网医院+大数据人工智能医疗”的平台服务，全面拓展并加快医疗机构端、OTC 药店端、大数据人工智能医疗端以及直接面向消费端的多个业务渠道的协调发展，促进公司医疗器械和药品经营业绩稳健增长。心血管医疗服务及健康管理主要包括医院诊疗服务、远程心电实时监测分析服务及心电监护相关产品、家用智能医疗器械产品、医学检验和体检服务等。2020 年，医疗服务及健康管理板块实现营业收入 122,659.52 万元，同比增长 140.36%。

◆公司创新医疗器械产品线布局丰富，引领行业进入“介入无植入”时代。2020 年，公司又有多款重磅创新产品获批上市，包括冠脉药物球囊 Vesselin(2020.06 获批上市)、切割球囊 Vesscide (2020.12 获批上市)、左心耳封堵器 MemoLefort (2020.06 获批上市)、人工智能心电图机 B120Ai、C120AI (2020.07 获批上市) 等。依托公司可吸收支架和材料制造平台技术等 5 大平台技术，公司在创新医疗器械板块形成了丰富的产品线布局，未来将按计划推进生物可吸收支架、冠脉药物球囊、冠脉声波球囊、冠脉超声成像导管及设备、生物可吸收外周支架、外周药物球囊、外周切割球囊、外周声波球囊、外周超声成像导管及设备、Sinocrown 主动脉瓣 TAVI3.0 等创新器械全球化临床进度；按计划推进二尖瓣产品、可降解房间隔封堵器和可降解卵圆孔未封闭封堵器、全自动起搏器、冷冻球囊、配套设备及系统等创新器械国内临床进度，加快研发三尖瓣产品、可降解左心耳封堵器、多功能起搏器和肿瘤消融产品，丰富瓣膜产品和封堵器产品、起搏器和冷热消融产品研制管线。



◆公司重要在研创新器械产品进度情况。目前，公司第一代 NeoVas 生物可吸收支架已于 2019 年 2 月获批上市，新一代可降解支架正在研发阶段。药物球囊方面，第一代冠脉药物球囊已于 2020 年 6 月获批上市，第二代药物球囊系列产品已于 2020 年上半年启动临床试验研究，第三代雷帕霉素药物球囊已完成全面动物实验研究，正在进行型式检验工作。外周类治疗器械方面，公司开发的低剂量紫衫醇药物球囊已于 2020 年进入临床试验阶段，雷帕霉素微球外周载药球囊目前已进入型检阶段，外周切割球囊预计 2021 年取得型检报告。可降解空间隔封堵器系统目前已完成临床试验，术后 6 个月封堵成功率 100%，证明产品安全有效，该产品已于 2021 年 2 月获得国家药品监督管理局的注册受理，预计 2022 年取得注册证。生物可降解房间隔缺损封堵器目前进入临床前准备工作，预计 2021 年 4 月份启动临床入选，2022 年取得临床试验报告并上报国家药监局注册受理。生物可降解卵圆孔未闭封堵器已进入临床试验入组阶段，预计 2022 年取得临床总结报告并上报国家药监局注册受理，预计 2023 年内取得注册证。二尖瓣修复、二尖瓣夹系统等产品预计 2021 年进入临床试验阶段。公司秉承“预研一代、注册一代和生产销售一代”的原则，由冠脉药物支架为基础，已步入生物可吸收医疗器械和人工 AI 智能医疗器械时代，确保未来年度国际化创新器械为主体的众多新型产品分阶段分梯次上市，实现公司的跨越式增长。

◆2021 年一季度公司介入无植入创新产品组合收入快速增长，进入放量期，新冠相关体外诊断产品收入可观。随着国家组织冠脉支架集中带量采购的实施，公司传统支架业务显著下降，但介入无植入创新产品组合（可降解支架、药物球囊、切割球囊等）都实现了显著增长。2021Q1，国内冠脉产品实现总销售额 2.11 亿元，较去年同比增长 23.5%，介入无植入创新产品组合实现销售收入 1.32 亿元，较去年同期同比增长 1400%，较 2020 年第四季度环比增长 320%，介入无植入创新产品组合占冠脉产品总销售额比重快速提升至 62.6%，新型创新产品正逐渐成为冠脉产品的主力军。

2020 年一季度公司营业收入为 274,929.11 万元，较上年同期增加 108,268.55 万元，增幅为 64.96%。新冠疫情相关的体外诊断产品业务收入为 60,655.04 万元，除新冠疫情相关产品外的公司原有基本业务收入增幅为 28.57%。

投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 23.97/27.81/31.99 亿元，EPS 分别为 1.33/1.54/1.77 元，当前



股价对应 P/E 分别为 24/21/18 倍。考虑公司创新产品组合进入放量收获期，药品板块稳定增长且提供稳定现金流，创新器械产品线布局丰富、中长期发展动力充足，我们维持其“买入”投资评级。

风险提示：

介入无植入创新器械组合市场拓展不及预期；在研创新医疗器械研发进度不及预期；高值医用耗材、药品集采的风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,038.67	10,187.82	12,011.51	13,960.06
增长率(%)	3.12	26.74	17.90	16.22
净利润(百万元)	1,801.93	2,396.88	2,780.58	3,198.68
增长率(%)	4.44	33.02	16.01	15.04
EPS(元/股)	1.00	1.33	1.54	1.77
市盈率(P/E)	32.08	24.11	20.79	18.07
市净率(P/B)	5.85	4.84	4.10	3.48

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,433.98	3,056.35	3,603.45	4,805.66	营业收入	8,038.67	10,187.82	12,011.51	13,960.06
应收账款	2,246.26	3,486.97	3,265.87	4,574.68	营业成本	2,653.77	3,447.85	4,154.88	4,875.17
预付账款	170.01	166.19	238.95	236.42	营业税金及附加	90.48	114.67	135.19	157.13
存货	1,423.74	1,731.52	2,070.78	2,390.67	营业费用	1,838.78	1,854.18	2,162.07	2,512.81
其他	302.66	411.34	389.49	423.08	管理费用	606.68	560.33	654.63	758.03
流动资产合计	6,576.64	8,852.35	9,568.54	12,430.50	财务费用	266.67	336.20	393.98	456.49
长期股权投资	838.56	838.56	838.56	838.56	资产减值损失	-20.98	-30.00	-30.00	-30.00
固定资产	2,079.04	2,246.69	2,308.23	2,306.01	信用资产减值损失	-37.536	-35	-35	-35
在建工程	627.44	379.46	230.68	141.41	公允价值变动收益	451.86	100.00	100.00	100.00
无形资产	1,899.63	1,727.55	1,555.47	1,383.39	投资净收益	-153.80	-100.00	-100.00	-100.00
其他	6,135.56	6,081.44	6,027.31	5,973.19	其他	156.03	1,027.94	1,194.94	1,373.38
非流动资产合计	11,580.22	11,273.70	10,960.25	10,642.56	营业利润	2,149.18	2,876.65	3,345.81	3,857.05
资产总计	18,156.87	20,126.05	20,528.79	23,073.06	营业外收入	72.82	72.82	72.82	72.82
短期借款	1,901.89	2,572.67	900.16	0.00	营业外支出	18.69	18.69	18.69	18.69
应付账款	1,036.37	1,588.00	1,574.54	2,136.26	利润总额	2,203.31	2,930.78	3,399.95	3,911.19
其他	1,873.64	2,176.21	1,982.69	2,256.88	所得税	326.23	433.95	503.42	579.11
流动负债合计	4,811.91	6,336.88	4,457.39	4,393.13	净利润	1,877.08	2,496.84	2,896.53	3,332.08
长期借款	1,115.22	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	75.15	99.96	115.96	133.39
应付债券	1,218.63	605.08	605.08	605.08	归属于母公司净利润	1,801.93	2,396.88	2,780.58	3,198.68
其他	473.68	473.68	473.68	473.68	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	2,807.53	1,078.76	1,078.76	1,078.76	成长能力				
负债合计	7,619.44	7,415.64	5,536.15	5,471.89	营业收入	3.12%	26.74%	17.90%	16.22%
少数股东权益	664.64	764.59	880.55	1,013.95	营业利润	9.58%	33.85%	16.31%	15.28%
股本	1,804.58	1,804.58	1,804.58	1,804.58	归属于母公司净利润	4.44%	33.02%	16.01%	15.04%
资本公积	959.18	959.18	959.18	959.18	盈利能力				
留存收益	8,285.04	10,141.23	12,307.51	14,782.65	毛利率	66.99%	66.16%	65.41%	65.08%
其他	-1,176.00	-959.18	-959.18	-959.18	净利率	22.42%	23.53%	23.15%	22.91%
股东权益合计	10,537.43	12,710.40	14,992.64	17,601.17	ROE	18.25%	20.06%	19.70%	19.28%
负债和股东权益总计	18,156.87	20,126.05	20,528.79	23,073.06	ROIC	24.74%	27.37%	30.36%	34.63%
					偿债能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	41.96%	36.85%	26.97%	23.72%
经营活动现金流	2,089.70	2,589.59	3,432.89	3,487.41	流动比率	1.37	1.40	2.15	2.83
资本支出	1,102.57	5.00	5.00	5.00	速动比率	1.07	1.12	1.68	2.29
长期投资	322.44	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-2,120.46	-285.84	-210.00	-210.00	应收账款周转率	3.55	3.55	3.56	3.56
投资活动现金流	-695.45	-280.84	-205.00	-205.00	存货周转率	6.62	6.46	6.32	6.26
债权融资	5,337.58	4,303.96	2,631.45	1,731.29	总资产周转率	0.47	0.53	0.59	0.64
股权融资	639.99	-109.72	-384.33	-446.84					
其他	-6,741.01	-5,880.62	-4,927.91	-3,364.65	每股指标(元)	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	-763.44	-1,686.38	-2,680.78	-2,080.20	每股收益	1.00	1.33	1.54	1.77
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.16	1.44	1.90	1.93
现金净增加额	630.81	622.37	547.11	1,202.20	每股净资产	5.47	6.62	7.82	9.19

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。