

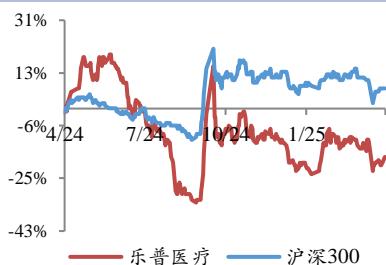
心血管创新器械持续高增长，药品业务拖累短期业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-22

收盘价（元）	11.06
近 12 个月最高/最低（元）	16.94/9.01
总股本（百万股）	1,881
流通股本（百万股）	1,616
流通股比例（%）	85.93
总市值（亿元）	208
流通市值（亿元）	179

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号: S0010521120002

邮箱: tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号: S0010523120002

邮箱: lichan@hazq.com

主要观点：

✓ 事件:

公司发布 2024 年年度报告以及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 61.03 亿元，同比下降 23.52%；归母净利润 2.47 亿元，同比下降 80.37%；扣非净利润 2.21 亿元，同比下降 80.28%，剔除提商誉和其他特定资产的减值影响后，公司 2024 年扣非净利润 4.38 亿元，同比下降 64.94%。

2025 年一季度公司实现营业收入 17.36 亿元，同比下降 9.67%，归母净利润 3.79 亿元，同比下降 21.44%，扣非净利润 3.37 亿元，同比下降 26.08%。

✓ 点评:

● 计提减值等因素拖累 2024 年净利润水平

2024 年单四季度公司实现营业收入 13.18 亿元，同比下降 23.41%，归母净利润-5.56 亿元，同比下降 482.51%，扣非净利润-5.13 亿元，同比下降 214.87%。公司单四季度业绩下滑明显，主要系计提部分应急产品存货跌价准备及个别公司商誉减值。2024 年公司商誉和其他特定资产共发生减值损失合计 25,128.08 万元，对归属于上市公司股东的净利润的影响为 21,666.94 万元。

费用端，2024 年公司销售费用率 23.54%，同比提升 3.19pp，管理费用率 13.10%，同比提升 2.87pp，研发费用率 12.61%，同比提升 1.59pp，财务费用率 0.69%，同比下降-0.37pp。伴随收入规模下降，公司期间费用率整体上升，其中财务费用因外汇波动汇兑收益增加而有所下降。2024 年公司毛利率 60.88%，同比下降 3.36pp，主要系药品板块因集采等政策影响，毛利率下降约 15pp。

● 心血管创新医疗器械高增长，药品业务加速转型

2024 年公司器械收入 33.26 亿元，同比下降 9.47%。其中冠脉介入植入 16.22 亿元，同比增长 6.35%，结构性心脏病收入 4.69 亿元，同比增长 44.03%。2024 年公司新获批的心血管植介入领域产品包括：冠脉血管内冲击波导管/设备、冠脉乳突球囊、射频房间隔穿刺针/设备、生物可降解房间隔缺损封堵器、经导管植入式主动脉瓣膜、锚定球囊、外周血管内冲击波导管/设备外周切割球囊、药物涂层外周球囊、冠脉乳突球囊等，进一步丰富了公司心血管植介入产品组合。公司对 2025 年表示谨慎乐观，预计医疗器械板块同比增长 10% 左右，其中心血管植介入业务(冠脉植介入、外周植介入、结构性心脏病)预计同比增长 10-15% 左右，增量部分除先心封堵器外，主要依靠 TAVR、外周药球、外周切割等产品。

2024 年公司药品板块实现收入 17.58 亿元，同比下降 42.25%，其

相关报告

- 【华安医药】公司点评：乐普医疗 (300003): 2024Q3 药品板块拖累业绩，归核聚焦再出发 2024-11-04

中原料药业务实现营业收入 3.49 亿元，同比下降 14.99%；制剂业务实现营收 14.09 亿元，同比下降 46.50%。受国家医保局“四同药品”价格专项治理影响，药品业务短期承压，公司积极调整战略部署，战略性收缩仿制药占比，逐步将资源转向创新药及皮肤科注射类产品的研发，自主研发度拉糖肽注射液、司美格鲁肽生物类似药、阿托品滴眼液等多款产品正有序推进临床试验。

公司子公司上海民为生物在心血管、内分泌、代谢疾病等多领域也已取得优异进展，其自主研发的 GLP-1/GCGR/GIP-Fc 融合蛋白候选药物 MWN101 注射液已完成肥胖和 II 型糖尿病的二期临床试验，该产品是国内第一家进入临床二期的 GLP-1/GCGR/GIP-Fc 三靶点 GLP-1 类产品。

● 投资建议

我们调整了盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入分别为 67.49 亿元、74.35 亿元和 82.13 亿元（2025-2026 年前值预测为 77.65 亿元和 88.82 亿元），收入增速分别为 10.6%、10.2% 和 10.5%，2025-2027 年归母净利润分别实现 9.04 亿元、10.75 亿元和 12.41 亿元（2025-2026 年前值预测为 15.29 亿元和 19.53 亿元），增速分别为 266.1%、18.9% 和 15.4%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 0.48 元、0.57 元和 0.66 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 23x、19x 和 17x，公司是心血管领域的平台型企业，短期内受到公司管理调整、费用支出、库存波动等因素影响业务，但公司潜在改善空间大，维持“买入”评级。

● 风险提示

心血管创新器械销售不及预期风险，如结构性心脏病领域的新产品放量不及预期，可能会导致公司整体的收入利润不及预期。
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6103	6749	7435	8213
收入同比（%）	-23.5%	10.6%	10.2%	10.5%
归属母公司净利润	247	904	1075	1241
净利润同比（%）	-80.4%	266.1%	18.9%	15.4%
毛利率（%）	60.9%	61.8%	62.6%	63.4%
ROE（%）	1.6%	5.6%	6.3%	6.9%
每股收益（元）	0.13	0.48	0.57	0.66
P/E	84.88	23.01	19.35	16.77
P/B	1.40	1.29	1.22	1.15
EV/EBITDA	20.34	13.46	12.75	11.01

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8436	9042	8685	9163	营业收入	6103	6749	7435	8213
现金	3718	4125	2914	3336	营业成本	2388	2578	2780	3002
应收账款	1531	1696	1984	2094	营业税金及附加	86	96	105	116
其他应收款	114	106	143	134	销售费用	1437	1589	1750	1933
预付账款	227	260	280	300	管理费用	799	844	929	1027
存货	2030	2128	2530	2505	财务费用	42	67	59	83
其他流动资产	816	728	834	795	资产减值损失	-288	-2	-6	-8
非流动资产	16137	16854	17653	18494	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1190	1229	1229	1229	投资净收益	-90	0	0	0
固定资产	3991	4471	4954	5500	营业利润	253	826	983	1134
无形资产	2019	2225	2510	2741	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	8937	8929	8960	9023	营业外支出	41	0	0	0
资产总计	24573	25896	26338	27657	利润总额	226	826	983	1134
流动负债	3613	4213	3977	4520	所得税	28	104	124	143
短期借款	302	302	302	302	净利润	197	722	859	991
应付账款	709	1068	857	1201	少数股东损益	-50	-182	-216	-249
其他流动负债	2601	2844	2819	3017	归属母公司净利润	247	904	1075	1241
非流动负债	4220	4220	4220	4220	EBITDA	1149	1668	1855	2110
长期借款	2016	2016	2016	2016	EPS (元)	0.13	0.48	0.57	0.66
其他非流动负债	2205	2205	2205	2205					
负债合计	7833	8434	8197	8740					
少数股东权益	1539	1357	1141	892					
股本	1881	1881	1881	1881					
资本公积	3534	3534	3534	3534					
留存收益	9787	10691	11585	12611					
归属母公司股东权	15201	16105	16999	18025					
负债和股东权益	24573	25896	26338	27657					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	735	2040	724	2512	成长能力				
净利润	197	722	859	991	营业收入	-23.5%	10.6%	10.2%	10.5%
折旧摊销	656	772	808	885	营业利润	-83.6%	226.5%	18.9%	15.4%
财务费用	167	141	141	141	归属于母公司净利	-80.4%	266.1%	18.9%	15.4%
投资损失	90	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-545	402	-1090	487	毛利率 (%)	60.9%	61.8%	62.6%	63.4%
其他经营现金流	912	323	1955	512	净利率 (%)	4.0%	13.4%	14.5%	15.1%
投资活动现金流	-744	-1492	-1613	-1734	ROE (%)	1.6%	5.6%	6.3%	6.9%
资本支出	-629	-1306	-1449	-1534	ROIC (%)	1.9%	3.4%	3.8%	4.3%
长期投资	-254	-186	-164	-200	偿债能力				
其他投资现金流	139	0	0	0	资产负债率 (%)	31.9%	32.6%	31.1%	31.6%
筹资活动现金流	-485	-141	-322	-356	净负债比率 (%)	46.8%	48.3%	45.2%	46.2%
短期借款	-738	0	0	0	流动比率	2.34	2.15	2.18	2.03
长期借款	473	0	0	0	速动比率	1.64	1.52	1.41	1.35
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	69	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.27	0.28	0.30
其他筹资现金流	-289	-141	-322	-356	应收账款周转率	3.72	4.18	4.04	4.03
现金净增加额	-486	407	-1211	423	应付账款周转率	3.04	2.90	2.89	2.92
					每股指标(元)				
					每股收益	0.13	0.48	0.57	0.66
					每股经营现金流薄	0.39	1.08	0.38	1.34
					每股净资产	8.08	8.56	9.04	9.58
					估值比率				
					P/E	84.88	23.01	19.35	16.77
					P/B	1.40	1.29	1.22	1.15
					EV/EBITDA	20.34	13.46	12.75	11.01

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李婵, 医药行业研究员, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。