

新旧动能转换，研发迎来收获期

——乐普医疗 2025 年中报点评

核心观点

- 事件：**25H1 公司实现收入 33.7 亿元，同比-0.4%，归母净利润 6.9 亿元，同比-0.9%，扣非归母净利润 6.6 亿元，同比+2.3%，主要系正经历业务转型阵痛期，在结构性心脏病、AI+生命体征监测等业务增长的同时，原料药、IVD、外科麻醉等传统业务因竞争加剧、集采推进有所承压。值得注意的是，25H1 公司实现经营性净现金流 6.4 亿元，同比+300.5%，主要系加强费用资金管控、各项支出均有降低所致。
- 封堵器和介入瓣高速增长，“AI+生命体征监测”持续落地。**从医疗器械板块看，25H1 结构性心脏病产品营收 3.3 亿元，同比+32.1%，主要系公司在封堵器和介入瓣领域的投入迎来收获期，截至 25H1，MemoSorb®封堵器国内累计销售额已超 2 亿元、海外已植入超 60 例，ScienCrown®主动脉瓣膜已进入国内超 70 家临床中心并开展植入。冠脉介入营收 8.8 亿元，同比+3.6%，保持稳定增长；从医疗服务及健康管理板块看，乐普云智科技营收 2.8 亿元，同比+8.6%，主要系以 AI-ECG 为核心的生命体征监测产品矩阵丰富，广泛覆盖医院、居家、康复护理等服务场景；从药品板块看，仿制药营收 9.8 亿元，同比+3.9%，主要系零售渠道库存清理基本完成，阿托伐他汀和氯吡格雷以外的收入结构占比有所提升。
- 医美产品布局迎来收获期，GLP-1 三靶点减肥药国内进度领先。**截至 25H1，聚乳酸面部填充剂即“童颜针”正在积极商业化推广中。我们认为，基于公司可降解材料平台的聚乳酸材料有望不断迭代，持续推进在医美领域的渗透。注射用交联透明质酸钠凝胶即“玻尿酸”已进入申报注册阶段，有望于 25Q3 国内获批上市，注射用重组 A 型肉毒毒素已启动一期临床研究。综上，随着对再生医美针剂、玻尿酸和肉毒素三大品类的逐步覆盖，公司有望打造出医美新增长曲线。此外，截至 25H1，GLP-1/GCG/GIP 三靶点候选药物已完成肥胖和 2 型糖尿病的二期临床试验，作为国内首个进入临床二期的 GLP-1/GCG/GIP 三重受体激动剂，数据值得期待。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调费用预测、下调 25 年并上调 26-27 年收入预测，调整 2025-2027 年每股收益预测为 0.54/0.69/0.85（原预测 25-27 年为 0.54/0.61/0.67）元，根据可比公司给予 25 年 38 倍 PE，对应目标价 20.52 元，维持“买入”评级。

风险提示

研发进度和新产品商业化不及预期；集采或者市场竞争加剧带来的冲击；大额计提减值等风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,980	6,103	6,683	7,424	8,272
同比增长(%)	-24.8%	-23.5%	9.5%	11.1%	11.4%
营业利润(百万元)	1,547	253	1,202	1,546	1,886
同比增长(%)	-41.0%	-83.6%	375.0%	28.5%	22.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,258	247	1,009	1,297	1,594
同比增长(%)	-42.9%	-80.4%	308.6%	28.6%	22.9%
每股收益(元)	0.67	0.13	0.54	0.69	0.85
毛利率(%)	64.2%	60.9%	62.3%	63.2%	63.9%
净利率(%)	15.8%	4.0%	15.1%	17.5%	19.3%
净资产收益率(%)	8.1%	1.6%	6.4%	7.8%	9.2%
市盈率	28.7	146.4	35.8	27.9	22.7
市净率	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月28日）	19.22元
目标价格	20.52元
52周最高价/最低价	21.37/8.84元
总股本/流通A股（万股）	188,061/161,610
A股市值（百万元）	36,145
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025年08月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	4.46	24.48	74.6	106.84
相对表现%	0.36	16.55	58.24	71.02
沪深300%	4.1	7.93	16.36	35.82



证券分析师

伍云飞 wuyunfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

袁润璞 yuanrunpu@orientsec.com.cn

相关报告

25Q1 环比改善，看好全年业绩修复：—— 2025-04-30
乐普医疗 2024 年报&2025 年一季报点评
创新驱动的“药品+器械”综合平台：—— 2024-12-08
乐普医疗首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表（2025 年 8 月 28 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
康拓医疗	688314	37.52	1.09	1.42	1.85	34.48	26.50	20.32
爱迪特	301580	47.41	1.41	1.74	2.10	33.57	27.19	22.61
正海生物	300653	21.06	0.75	0.72	0.81	28.16	29.37	26.03
爱博医疗	688050	80.18	2.01	2.45	3.09	39.92	32.72	25.92
春立医疗	688236	21.83	0.33	0.53	0.66	66.98	41.42	33.20
华熙生物	688363	57.78	0.36	0.96	1.29	159.70	60.50	44.69
众生药业	002317	21.29	-0.35	0.37	0.45	-60.58	57.90	46.98
	最大值					159.70	60.50	46.98
	最小值					-60.48	26.50	20.32
	平均数					43.19	39.37	31.39
	调整后平均					41	38	30

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,221	3,718	5,496	5,592	6,093	营业收入	7,980	6,103	6,683	7,424	8,272
应收票据、账款及款项融资	1,921	1,807	1,536	1,807	2,049	营业成本	2,853	2,388	2,518	2,736	2,987
预付账款	320	227	252	285	312	销售费用	1,625	1,437	1,281	1,365	1,468
存货	2,289	2,030	1,865	2,182	2,378	管理费用	816	799	755	824	905
其他	574	654	556	604	630	研发费用	879	770	732	791	856
流动资产合计	9,325	8,436	9,704	10,470	11,463	财务费用	85	42	163	111	109
长期股权投资	1,354	1,190	1,258	1,267	1,238	资产、信用减值损失	195	344	60	61	60
固定资产	2,813	3,991	4,102	4,142	4,126	公允价值变动收益	3	0	3	2	2
在建工程	1,797	533	484	440	400	投资净收益	(17)	(90)	(15)	(15)	(15)
无形资产	1,818	2,019	1,902	1,779	1,662	其他	34	19	39	23	12
其他	7,915	8,404	7,007	6,916	6,878	营业利润	1,547	253	1,202	1,546	1,886
非流动资产合计	15,697	16,137	14,753	14,544	14,304	营业外收入	44	13	24	27	21
资产总计	25,022	24,573	24,457	25,014	25,767	营业外支出	37	41	34	37	37
短期借款	1,040	302	574	638	505	利润总额	1,554	226	1,192	1,535	1,870
应付票据及应付账款	1,029	797	903	961	1,039	所得税	262	28	173	225	260
其他	1,690	2,514	2,445	2,239	2,464	净利润	1,292	197	1,019	1,310	1,610
流动负债合计	3,759	3,613	3,922	3,838	4,008	少数股东损益	34	(50)	10	13	16
长期借款	1,542	2,016	2,016	2,016	2,016	归属于母公司净利润	1,258	247	1,009	1,297	1,594
应付债券	1,561	1,609	0	0	0	每股收益(元)	0.67	0.13	0.54	0.69	0.85
其他	663	596	578	578	578						
非流动负债合计	3,766	4,220	2,594	2,594	2,594	主要财务比率					
负债合计	7,525	7,833	6,516	6,432	6,602		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,521	1,539	1,549	1,562	1,578	成长能力					
实收资本(或股本)	1,881	1,881	1,881	1,881	1,881	营业收入	-24.8%	-23.5%	9.5%	11.1%	11.4%
资本公积	3,034	2,925	3,534	3,534	3,534	营业利润	-41.0%	-83.6%	375.0%	28.5%	22.0%
留存收益	10,928	10,222	10,977	11,605	12,173	归属于母公司净利润	-42.9%	-80.4%	308.6%	28.6%	22.9%
其他	134	173	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	17,498	16,740	17,941	18,582	19,165	毛利率	64.2%	60.9%	62.3%	63.2%	63.9%
负债和股东权益总计	25,022	24,573	24,457	25,014	25,767	净利率	15.8%	4.0%	15.1%	17.5%	19.3%
						ROE	8.1%	1.6%	6.4%	7.8%	9.2%
						ROIC	6.4%	1.2%	5.3%	6.4%	7.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	30.1%	31.9%	26.6%	25.7%	25.6%
净利润	1,292	197	1,019	1,310	1,610	净负债率	2.4%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	488	544	672	730	786	流动比率	2.48	2.34	2.47	2.73	2.86
财务费用	85	42	163	111	109	速动比率	1.84	1.77	1.99	2.15	2.25
投资损失	17	90	15	15	15	营运能力					
营运资金变动	(1,078)	49	830	(762)	(445)	应收账款周转率	4.4	3.7	4.4	4.5	4.3
其它	186	(188)	1,225	59	59	存货周转率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
经营活动现金流	990	735	3,924	1,464	2,133	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
资本支出	(1,219)	(406)	(515)	(512)	(521)	每股指标(元)					
长期投资	(91)	(3)	32	(21)	3	每股收益	0.67	0.13	0.54	0.69	0.85
其他	(576)	(335)	(145)	(5)	(46)	每股经营现金流	0.53	0.39	2.09	0.78	1.13
投资活动现金流	(1,886)	(744)	(627)	(537)	(564)	每股净资产	8.50	8.08	8.72	9.05	9.35
债权融资	(197)	1,615	(1,984)	(115)	201	估值比率					
股权融资	146	(109)	608	0	0	市盈率	28.7	146.4	35.8	27.9	22.7
其他	(242)	(1,992)	(144)	(716)	(1,269)	市净率	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1
筹资活动现金流	(293)	(485)	(1,519)	(830)	(1,068)	EV/EBITDA	17.7	44.6	18.4	15.7	13.5
汇率变动影响	(21)	9	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.0	126.8	27.4	22.6	18.8
现金净增加额	(1,209)	(486)	1,778	97	501						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。