

Q2 业绩符合预期，关注医美、创新药、神经调控等新增长点

乐普医疗(300003.SZ)

核心观点

中报业绩符合预期，Q2 收入、利润迎来拐点。展望下半年，公司常规业务有望回归稳健增长，器械板块中，冠脉业务有望保持稳健增长趋势，结构性心脏病业务有望在可降解封堵器和 TAVR 等新产品的带动下保持较快增长，非心血管器械产品线有望保持平稳增长。随着公司仿制药板块渠道库存清理基本完成，上半年该板块重回正增长，下半年有望延续增长趋势。考虑到公司下半年利润基数较低，Q3 及 Q4 有望实现表观利润较快增长，且创新药管线临床进展、医美产品获批等有望持续带来催化。全年来看，公司收入端有望保持稳健增长，利润端在低基数下预计增速较快。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025 年上半年公司实现营业收入 33.69 亿元，同比-0.43%；归母净利润 6.91 亿元，同比-0.91%；扣非归母净利润 6.62 亿元，同比+2.33%。基本每股收益为 0.37 元/股。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6275 元（含税）

动态信息评述

业绩符合预期，Q2 业绩迎来拐点

上半年公司实现营业收入 33.69 亿元，同比-0.43%；归母净利润 6.91 亿元，同比-0.91%；扣非归母净利润 6.62 亿元，同比+2.33%。经计算，Q2 单季度收入 16.33 亿元，同比+11.72%；归母净利润 3.12 亿元，同比+45.05%；扣非归母净利润 3.25 亿元，同比+70.31%。业绩符合预期，公司二季度收入、利润迎来拐点。上半年公司医疗器械业务收入 17.76 亿元，同比增长 1.3%；其中，心血管植介入收入 12.39 亿元，同比增长 7.57%；外科麻醉业务收入 2.41 亿元，同比下降 10.29%；体外诊断业务收入 1.63 亿元，同比下降 17.35%。药品板块收入 11.17 亿元，同比下降 1.52%，主要由于去年同期仍有高基数影响。其中仿制药制剂收入 9.75 亿元，同比增长 3.89%；原料药收入 1.42 亿元，同比下降 27.44%。医疗服务及健康管理收入 4.75 亿元，同比下降 4.05%；其中合肥心血管医院营业收入 0.83 亿元，同比增长 3.51%。乐普云智科技收入 2.84 亿元，同比增长 8.64%。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

郑涛

zhengtaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060004

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2025 年 10 月 10 日

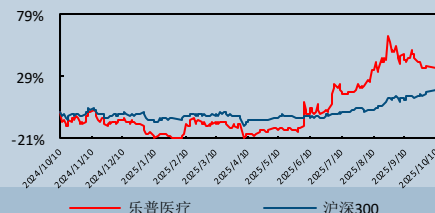
当前股价：17.43 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.49/-6.85	14.90/3.33	33.77/14.19
12 月最高/最低价 (元)			20.62/10.37
总股本 (万股)			188,061.21
流通 A 股 (万股)			161,609.94
总市值 (亿元)			327.79
流通市值 (亿元)			281.69
近 3 月日均成交量 (万)			4814.60
主要股东			
中国船舶重工集团公司第七二五研究所(洛阳船舶材料研究所)			12.98%

股价表现



创新药业务进展顺利，多个重点管线进入二期临床阶段

控股子公司上海民为生物自主研发的 MWN101 已完成肥胖和 2 型糖尿病的二期临床试验，该产品是国内第一个进入临床二期的 GLP-1/GCG/GIP 受体三重激动剂；MWN109 注射液在国内已经开启 II 期临床试验，澳洲 I 期临床试验接近尾声；口服 MWN109 片剂的 I 期临床试验 SAD 组已经完成，其药物活性较高且安全性较好，预计 15mg 剂量即可取得较好临床效果，澳洲 I 期临床同步推进中；MWN117 和 MWN110 处于临床前阶段，其中 MWN110 可用于减脂增肌，对标礼来 Bimagrumab 同类产品；MWN105 主要适应症 MASH，也在考虑肾病、司美不耐劳人群减重，超重或肥胖适应症已进入 II 期临床；MWN203 适应症血脂异常，目前正在 I 期临床试验阶段；MWX401 适应症高血压，下半年拟申报 IND。

医美产品陆续获批，重磅产品“三文鱼针”有望明年获批

2025 年 6-8 月，公司的“童颜针”（聚乳酸面部填充剂）、注射用透明质酸钠溶液、注射用交联透明质酸钠凝胶陆续获批上市。9 月 22 日，公司公告与美团在上海的核心主体公司——汉海信息技术（上海）有限公司，签署《战略合作协议》，将为公司医美板块销售新增线上合作渠道，与现有线下销售渠道（经销商、核心 KA）形成互补，构建全渠道销售网络。公司的重磅产品“三文鱼针”（注射用透明质酸钠复合溶液）和热玛吉（设备/耗材）预计也将在明年获批，进一步丰富公司的医美产品线。

公司积极布局神经调控及脑机接口领域，DBS 等多款产品有望陆续获批

在无创脑机接口领域，乐普医疗的控股子公司深圳睿瀚深耕多年，目前已取得 7 张 NMPA 二类注册证。在有创脑机接口领域，控股子公司乐普医电依托在起搏器领域的技术积累，布局开环刺激类神经调控产品，同时积极探索具备植入电信号采集和反馈功能的闭环脑机接口产品。目前其植入式脑深部神经刺激器（DBS）已经处于注册报批阶段，植入式心脏收缩力调节器（CCM）和植入式迷走神经刺激器（VNS）均处于临床阶段。

展望下半年，公司常规业务有望回归稳健增长，创新药、医美等新业务有望持续带来催化

器械板块中，冠脉业务有望保持稳健增长趋势，结构性心脏病业务有望在可降解封堵器和 TAVR 等新产品的带动下保持较快增长，非心血管器械产品线有望保持平稳增长。随着公司仿制药板块渠道库存清理基本完成，上半年该板块重回正增长，下半年有望延续增长趋势。考虑到公司下半年利润基数较低，Q3 及 Q4 有望实现表现利润较快增长，且创新药管线临床进展、医美产品获批等有望持续带来催化。全年来看，公司收入端有望保持稳健增长，利润端在低基数下预计增速较快。

毛利率逐步企稳，费用率基本稳定

上半年公司销售毛利率 64.26%（-0.04pp），毛利率逐步企稳。销售费用率 16.28%（-2.91pp），管理费用率 9.25%（-0.04pp），研发费用率 11.72%（+1.20pp），财务费用率 1.84%（+1.42pp），财务费用的增加主要系外币受汇率波动导致汇兑损失所致。经营活动产生的现金流量净额 6.36 亿元（+300%），主要系公司加强资金使用管控，各项支出均有不同程度降低所致。应收账款周转天数 93.8 天，同比下降 8.0 天，预计主要由于公司回款效率有所改善。其他财务指标正常。

短期关注新业务催化，中长期看好公司平台型布局的成长潜力

短期来看，公司心血管器械稳健增长，仿制药业务企稳回升，利润率有望持续修复；医美、创新药、神经调控等新业务有望带来新的增长点。中长期来看，公司持续加大研发投入，丰富的研发管线有望贡献长期成长动

力。公司作为国内心血管平台型企业，在研发、销售、品牌等方面的优势有望持续体现。预计 2025-2027 年收入分别为 68.62 亿元、76.75 亿元、85.52 亿元，增速分别为 12.4%、11.8%、11.4%。归母净利润分别为 10.97 亿元、13.18 亿元、15.66 亿元，增速分别为 344.4%、20.1%、18.8%。维持买入评级。

风险分析

1) 集中带量采购降价幅度超预期：未来不排除公司现有商业化产品品类纳入集中带量采购政策中，如果相关产品降价幅度超过市场预期，将影响公司的盈利能力。

2) 市场推广不及预期：如果目前商业化的产品扩展市场进度晚于市场预期，则相关公司的业绩增长或受到一定影响。

3) 在研管线进度不及预期：公司产品布局广，在创新医疗器械、消费医疗等领域均有产品布局，部分在研产品研发进度有可能不及预期，对公司后续收入及利润增长带来不利影响。

4) 医药行业合规要求提升影响超预期：医药行业合规要求提升可能持续对手术量、药品用量、耗材用量等造成影响。

5) 部分国内医疗政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,103	6,862	7,675	8,552
增长率(%)	-23.5%	12.4%	11.8%	11.4%
归属母公司股东净利润	247	1097	1318	1566
增长率(%)	-80.4%	344.4%	20.1%	18.8%
每股收益(EPS)	0.13	0.58	0.70	0.83
市盈率(P/E)	133	30	25	21

资料来源: Wind, 中信建投 注: 收盘日期截至 2025 年 10 月 10 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	5467	4221	3718	4180	4676	5210
应收款项	2132	1948	1762	1981	2216	2469
存货净额	2267	2289	2030	2208	2422	2604
其他流动资产	601	589	618	530	646	749
流动资产合计	10749	9325	8436	9208	10267	11339
固定资产	4118	4610	4524	5079	5507	5874
无形资产及其他	1370	1818	2019	3061	4215	5493
投资性房地产	7018	7915	8404	8404	8404	8404
长期股权投资	1229	1354	1190	1229	1268	1308
资产总计	24484	25022	24573	26981	29662	32418
短期借款及交易性金融负债	1941	1538	1893	5593	10397	15752
应付款项	1520	1029	797	907	984	1050
其他流动负债	1862	1192	922	1285	1337	1436
流动负债合计	5323	3759	3613	7786	12717	18238
长期借款及应付债券	2238	3103	3624	2124	624	(376)
其他长期负债	552	663	596	391	337	228
长期负债合计	2790	3766	4220	2515	962	(147)
负债合计	8114	7525	7833	10301	13679	18090
少数股东权益	1224	1521	1539	2266	3140	4171
股东权益	15146	15976	15201	14414	12843	10157
负债和股东权益总计	24484	25022	24573	26981	29662	32418
利润表（百万元）						
营业收入	10609	7980	6103	6862	7675	8552
营业成本	3983	2853	2388	2738	3015	3245
营业税金及附加	117	97	86	85	99	113
销售费用	2034	1625	1437	1372	1535	1710
管理费用	743	816	799	1508	1616	1706
财务费用	93	85	42	233	324	466
投资收益	(75)	(17)	(90)	(61)	(56)	(69)
资产减值及公允价值变动	42	168	288	166	208	221
其他收入	(984)	(1109)	(1296)	0	0	0
营业利润	2623	1547	253	1032	1238	1465
营业外净收支	(11)	7	(27)	(10)	(10)	(16)
利润总额	2612	1554	226	1021	1228	1449
所得税费用	367	262	28	148	180	202
少数股东损益	42	34	(50)	(225)	(270)	(319)
归属于母公司净利润	2203	1258	247	1097	1318	1566

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	2203	1258	247	1097	1318	1566
资产减值准备	29	127	123	(53)	19	18
折旧摊销	410	447	499	548	611	660
公允价值变动损失	(42)	(168)	(288)	(166)	(208)	(221)
财务费用	93	85	42	233	324	466
营运资本变动	(705)	(1648)	(519)	(93)	(471)	(464)
其它	1	(114)	38	779	855	1014
经营活动现金流	1896	(98)	99	2112	2124	2573
资本开支	0	0	(1654)	(1926)	(2004)	(2102)
其它投资现金流	(250)	4	(29)	0	0	0
投资活动现金流	(408)	(121)	(1519)	(1965)	(2043)	(2142)
权益性融资	21	(21)	7	0	0	0
支付股利、利息	(642)	(784)	(1046)	(1884)	(2889)	(4252)
其它融资现金流	2402	(1060)	2056	3700	4804	5355
融资活动现金流	182	(1028)	918	315	414	103
现金净变动	1670	(1247)	(503)	462	495	534
货币资金的期初余额	3798	5467	4221	3718	4180	4676
货币资金的期末余额	5467	4221	3718	4180	4676	5210

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

郑涛

同济大学生命科学学士，北京大学生物学博士，医疗器械领域分析师，主要覆盖 A 股、港股心血管介入医疗器械领域。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk