

方正证券研究所证券研究报告

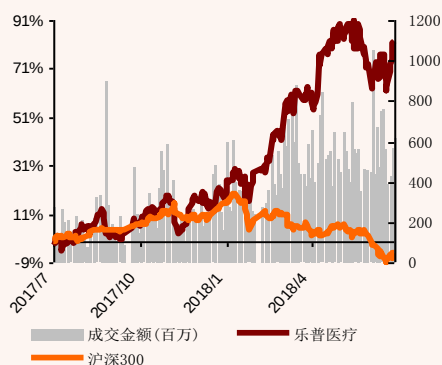
医药首席分析师：周小刚
执业证书编号：S1220517070001
TEL：
E-mail: zhouxiaogang@foundersec

联系人：

TEL：

E-mail：

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《器械药品持续较快增长，在研新品上市将推动公司持久稳定发展》2018. 04. 27

《业绩符合预期，药械合力推动公司业务高速增长》2018. 03. 13

《君实生物 PD-1 单抗新药申请获受理，乐普肿瘤及心血管外延布局持续推进》2018. 03. 11

请务必阅读最后特别声明与免责条款

阿托伐他汀一致性评价即将获批，有望贡献较显著利润增量

乐普医疗 (300003)

公司研究

医药生物行业

公司事件点评报告

2018. 07. 17/强烈推荐(维持)

事件：根据 CFDA 官网信息，近日，乐普医疗阿托伐他汀钙片（10/20mg）一致性评价进展变更为：“已发批件”，近期将通过一致性评价。

阿托伐他汀即将一致性评价获批，助力公司开拓三级医院市场。公司该产品 10/20mg 规格近日将通过一致性评价，是继德展健康（嘉林药业）10/20mg 规格阿托伐他汀一致性评价获批之后，国内第二家获批一致性评价的同类产品。公司 2017 年该产品销售额 3.64 亿元，占公司制药业务收入的 21%，其中 75% 收入来源于基层药店，25% 收入来源于医院，高等级医院份额较低，该产品通过一致性评价后，价格或将一定程度提升，并有望在高等级医院端快速抢占原研份额，实现量价齐升。

该产品获批有望贡献较显著的业绩弹性。目前，公司该产品市场份额很小，仅占约 2%，公司产品一致性评价获批，同时，公司器械业务在等级医院渠道、品牌口碑良好，渠道协同效应有望逐步显现。按照中性测算，若明年达到 4% 市场份额，有望增厚净利润 0.73 亿元，增速提高 5 个点，为公司带来较显著的业绩弹性。

器械板块增长稳健，药品板块主力产品中标省份增加+零售渠道布局完善推动药品业务大概率仍将维持高速增长。1 季度，公司器械业务实现稳健增长，主要营收来源的冠脉支架系统在产品结构改善下，实现较快增长。预计今年在 Nano 产品占比持续提升，全降解支架获批上市、双腔起搏器开始放量推动下，器械业务有望保持稳健增长。药品板块处于高速成长期。其中，主要产品氯吡格雷增速约 74%，阿托伐他汀增速约 167%，两者均实现高速增长。截止年报数据，氯吡格雷中标省份增至 28 个，阿托伐他汀中标省份增至 23 个，中标省份数量增加。同时，公司在零售药店渠道布局较为完善，预计药品业务仍然能够维持高速增长态势。公司氯沙坦钾氢氯噻嗪及左西孟旦新增进入 2017 年国家医保目录，两者竞争格局较好，预计有望逐步贡献增量。

药品器械在研进展顺利，在研管线丰富。公司目前在研管线丰富，在器械领域，公司可降解支架有望于年内获得生产注册，心耳封堵器及输送装置项目已完成临床植入及一年临床随访工作，目前正在进行随访数据的整理工作，预计在 2018 年四季度申请注册；心电图自动分析和诊断系统 AI-ECG Platform 的医疗器械注册已获得 FDA 受理，现处于注册审查中，有望在 2018

年内取得FDA注册；药物洗脱球囊和可降解封堵器现处于临床试验阶段。在药品领域，主要产品在研进展顺利，氯吡格雷75mg已申报CDE，预计11月份获批，苯磺酸氨氯地平完成临床实验，缬沙坦和盐酸倍他司汀等品种完成药学研究，处于临床实验阶段，氯沙坦钾氢氯噻嗪片和阿司匹林肠溶片已开启稳定性研究。同时，三代胰岛素甘精胰岛素进入三期阶段，4月已完成临床入组，门冬胰岛素及人胰岛素临床申请获得受理，GLP-1抑制剂艾塞那肽进入申报注册阶段，预计将于年内获批。总体上，公司在研管线丰富，重磅产品较多，为未来持续高速增长奠定坚实基础。

盈利预测：考虑新东港并表及澳大利亚Viralytics公司投资收益（暂不考虑可降解支架），我们测算公司2018-2020年EPS分别为0.74/0.88/1.13元，对应52/44/34倍PE。公司是心血管大健康平台型企业，器械大概率可能在控费政策下实现进口替代，药品部分受益于一致性评价，同时渠道布局完善，业绩增长稳定。公司通过外延并购逐步进入肿瘤免疫疗法领域，并进一步拓展在心血管领域的布局，为未来培育稳定的业绩增长点。我们看好公司在心血管及肿瘤领域的发展，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：全降解支架未获得批准、高值耗材降价超预期、药品一致性评价慢于预期、药品招标降价超预期、并购整合不及预期等。

盈利预测：

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	4537.64	5850.63	7624.32	9949.10
(+/-)(%)	30.85	28.94	30.32	30.49
净利润	877.15	1310.54	1564.55	2009.19
(+/-)(%)	29.13	49.41	19.38	28.42
EPS(元)	0.50	0.74	0.88	1.13
P/E	57.88	52.12	44.45	34.82

数据来源：wind 方正证券研究所

1 阿托伐他汀即将一致性评价获批，助力公司开拓三级医院市场

公司该产品 10/20mg 规格即将一致性评价获批，是继德展健康(嘉林药业) 10/20mg 规格阿托伐他汀一致性评价获批之后，国内第二家获批一致性评价的同类产品。公司 2017 年该产品销售额 3.64 亿元，占公司制药业务收入的 21%，其中 75%收入来源于基层药店，25%收入来源于医院，高等级医院份额较低，该产品通过一致性评价后，价格或将一定程度提升，并有望在医院端快速抢占原研份额，实现量价齐升。

图表1： 公司阿托伐他汀进口替代空间较大

	乐普药业	嘉林药业（德展健康）	辉瑞
获批剂型及规格	片剂：10mg, 20mg	片剂：10mg, 20mg	片剂：10mg, 20mg, 40mg
上市时间	片剂：10mg：2013 年； 20mg：2016 年	10mg：1999 年，20mg： 2009 年	10mg, 20mg, 40mg： 2005 年
中标省份数量	20(17 年新增中标:12)	20 (12)	22 (12)
平均中标价格	10mg: 2.93 元/片 20mg: 5.81 元/片	10mg: 3.50 元/片 20mg: 5.89 元/片	10mg: 6.2 元/片 20mg: 7.93 元/片 40mg: 15.6 元/片
样本医院销售额 (2017)	0.44 亿	3.98 亿	16.57 亿
复合增速 (2012-2016 年)	31%	20%	13%
市场份额	2%	18%	75%
医保目录	乙类	乙类	乙类

资料来源：中标数据网，样本医院数据，方正证券研究所

2 该产品获批有望贡献较显著的业绩弹性

目前，公司该产品市场份额很小，仅占约 2%，公司产品一致性评价获批，同时，公司器械业务在等级医院渠道，品牌良好，渠道协同效应有望逐步显现。按照中性测算，若明年达到 6%市场份额，有望增厚净利润 1.46 亿元，增速提高 10 个点，为公司带来较明显的业绩弹性。

图表2： 中性测算下明年阿托伐他汀增厚净利润 5.2%

市场份额	2%	3%	4%	5%	6%
销售额 (亿元)	3.64	5.46	7.28	9.10	10.92
预计净利润率	20%	20%	20%	20%	20%
净利润 (亿元)	0.73	1.10	1.46	1.83	2.19
增厚净利润百分比	0%	2.6%	5.2%	7.8%	10.4%

资料来源：样本医院数据，方正证券研究所

3 器械板块增长稳健, 药品板块主力产品中标省份增加+零售渠道布局完善推动药品业务大概率仍将维持高速增长

2018 年 1 季度, 公司器械业务实现稳健增长, 主要营收来源的冠脉支架系统在产品结构改善下, 实现较快增长。预计今年在 Nano 产品占比继续提升, 全降解支架获批上市、双腔起搏器开始放量推动下, 器械业务有望保持稳健增长。药品板块处于高速成长期。其中, 主要产品氯吡格雷增速约 74%, 阿托伐他汀增速约 167%, 两者均实现高速增长。截止年报数据, 氯吡格雷中标省份增至 28 个, 阿托伐他汀中标省份增至 23 个, 中标省份数量增加。同时, 公司在零售药店渠道布局较为完善, 预计药品业务仍然能够维持高速增长态势。公司氯沙坦钾氢氯噻嗪及左西孟旦新增进入 2017 年国家医保目录, 两者竞争格局较好, 预计有望逐步贡献增量。

图表3: 乐普主要产品中标省份及中标价格统计 (标黑体为新增中标省份)

产品	主要公司	中标省份	中标均价
氯吡格雷	赛诺菲	内蒙古、山东、海南、陕西、上海、广东、北京、河北、山西、辽宁、江苏、福建、河南、湖北、湖南、云南、宁夏、江西、四川、西藏	75mg: 17.13 元/片
	信立泰	内蒙古、山东、广西、海南、陕西、北京、河北、山西、辽宁、浙江、江苏、福建、河南、湖北、湖南、四川、云南、宁夏、上海、江西、广东、	75mg: 8.62 元/片 25mg: 3.31 元/片
	乐普药业	内蒙古、广西、海南、陕西、广东、北京、河北、山西、辽宁、江苏、浙江、福建、山东、河南、湖北、湖南、四川、云南、宁夏、江西、上海、西藏	75mg: 6.57 元/片 25mg: 2.53 元/片
阿托伐他汀	辉瑞	内蒙古、山东、广东、广西、辽宁、江苏、浙江、福建、湖北、湖南、宁夏、北京、河北、山西、黑龙江、上海、江西、河南、四川、云南、青海、西藏、	10mg: 6.2 元/片 20mg: 7.93 元/片 40mg: 15.6 元/片
	嘉林药业	天津、内蒙古、山东、广东、广西、辽宁、江苏、浙江、湖北、湖南、北京、河北、山西、上海、江西、河南、四川、云南、青海、西藏	10mg: 3.5 元/片 20mg: 5.89 元/片
	新东港	内蒙古、山东、广东、广西、辽宁、江苏、浙江、福建、湖北、湖南、宁夏、北京、河北、山西、上海、江西、河南、四川、云南、青海	10mg: 2.93 元/片 20mg: 5.81 元/片

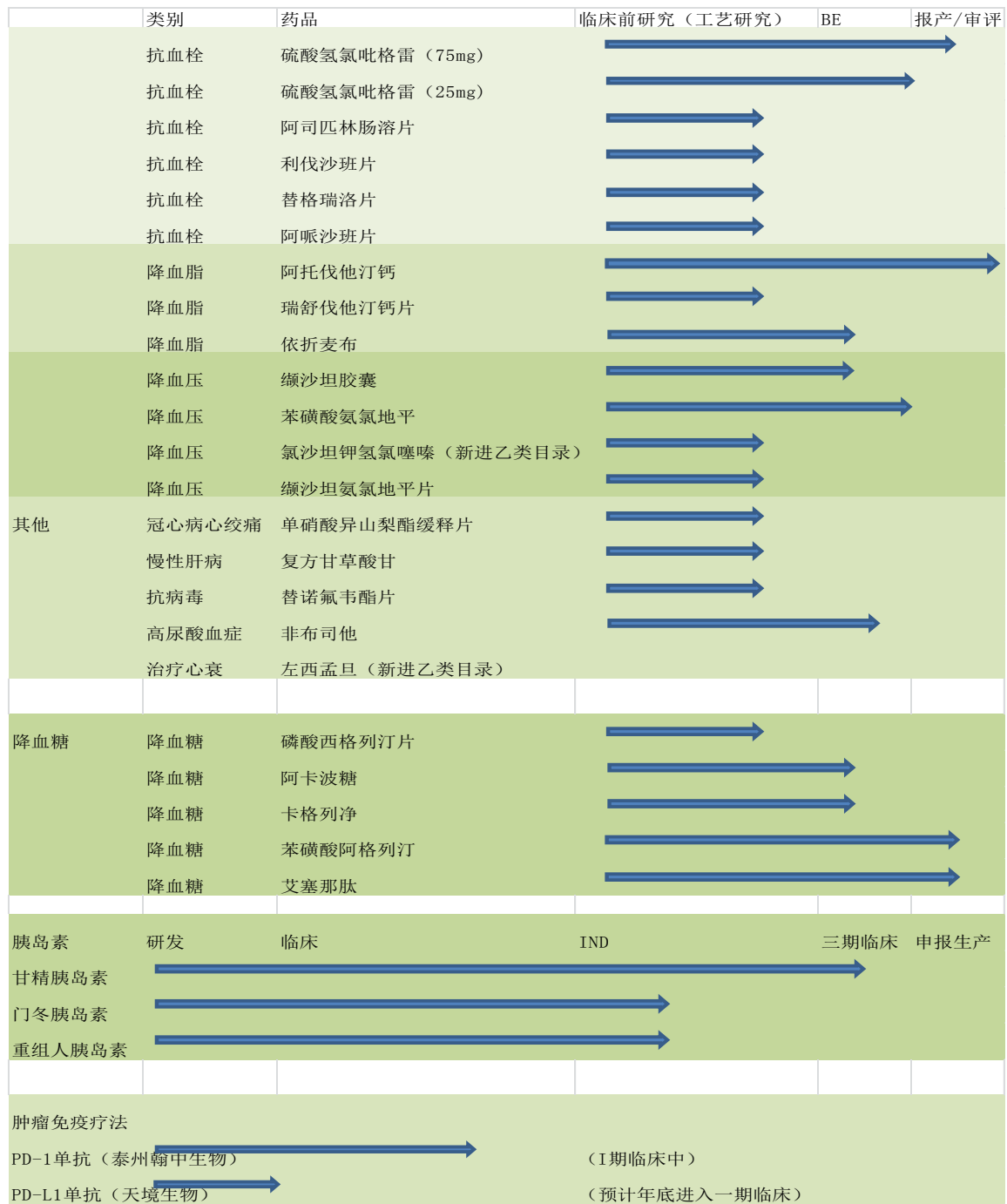
资料来源: 中标数据网, 方正证券研究所

4 药品器械在研进展顺利, 在研管线丰富

公司目前在研管线丰富, 在器械领域, 公司可降解支架有望于年内获得生产注册, 心耳封堵器及输送装置项目已完成临床植入及一年临床随访工作, 目前正在进行随访数据的整理工作, 预计在 2018 年

四季度申请注册；心电图自动分析和诊断系统 AI-ECG Platform 的医疗器械注册已获得 FDA 受理，现处于注册审查中，有望在 2018 年内取得 FDA 注册；药物洗脱球囊和可降解封堵器现处于临床试验阶段。在药品领域，主要产品在研进展顺利，氯吡格雷 75mg 已申报 CDE，预计 11 月份获批（前三），苯磺酸氨氯地平完成临床实验，缬沙坦和盐酸倍他司汀等品种完成药学研究，处于临床实验阶段，氯沙坦钾氢氯噻嗪片和阿司匹林肠溶片已开启稳定性研究。同时，三代胰岛素甘精胰岛素进入三期阶段，4 月已完成临床入组，门冬胰岛素及人胰岛素临床申请获得受理，GLP-1 抑制剂艾塞那肽进入申报注册阶段，预计将于年内获批。总体上，公司在研管线丰富，重磅产品较多，为未来持续高速增长奠定坚实基础。

图表4： 公司主要在研产品进展



资料来源：公司公告，方正证券研究所

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5158.71	7707.09	9943.06	12885.53	营业总收入	4537.64	5850.63	7624.32	9949.10
现金	2264.64	4210.10	5485.80	7121.59	营业成本	1486.91	2202.86	2839.75	3787.31
应收账款	1632.27	1946.69	2507.03	3260.18	营业税金及附加	68.62	82.40	109.94	143.52
其它应收款	98.52	108.94	143.83	187.71	营业费用	1061.77	1228.63	1639.23	2089.31
预付账款	108.19	176.05	220.93	294.15	管理费用	613.07	819.09	1067.40	1392.87
存货	702.33	883.06	1166.46	1554.86	财务费用	107.22	0.00	0.00	0.00
其他	352.74	382.25	419.02	467.04	资产减值损失	58.23	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7632.01	5150.70	5150.70	5150.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1952.44	1952.44	1952.44	1952.44	投资净收益	-8.03	120.00	-4.00	-4.00
固定资产	1414.14	1414.14	1414.14	1414.14	营业利润	1133.77	1637.65	1963.99	2532.09
无形资产	3794.00	1312.69	1312.69	1312.69	营业外收入	44.37	0.00	0.00	0.00
其他	471.43	471.43	471.43	471.43	营业外支出	4.61	0.00	0.00	0.00
资产总计	12790.72	12857.79	15093.76	18036.23	利润总额	1173.53	1669.26	1997.51	2566.01
流动负债	3216.70	1889.77	2461.32	3266.30	所得税	201.79	275.26	333.09	428.52
短期借款	1463.79	0.00	0.00	0.00	净利润	971.75	1394.00	1664.42	2137.49
应付账款	464.69	507.74	680.50	911.05	少数股东损益	94.59	83.46	99.88	128.30
其他	1288.23	1382.03	1780.81	2355.25	归属母公司净利润	877.15	1310.54	1564.55	2009.19
非流动负债	2546.77	2546.77	2546.77	2546.77	EBITDA	1535.68	1517.65	1967.99	2536.09
长期借款	1192.05	1192.05	1192.05	1192.05	EPS（元）	0.50	0.74	0.88	1.13
其他	1354.72	1354.72	1354.72	1354.72					
负债合计	5763.47	4436.54	5008.09	5813.07	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	597.58	681.05	780.92	909.22	成长能力				
股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65	营业收入	0.31	0.29	0.30	0.30
资本公积	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40	营业利润	0.31	0.44	0.20	0.29
留存收益	3250.67	4561.21	6125.76	8134.94	归属母公司净利润	0.29	0.49	0.19	0.28
归属母公司股东权益	6429.67	7740.20	9304.75	11313.94	获利能力				
负债和股东权益	12790.72	12857.79	15093.76	18036.23	毛利率	0.67	0.62	0.63	0.62
					净利率	0.19	0.22	0.21	0.20
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	0.14	0.17	0.17	0.18
经营活动现金流	913.13	780.61	1246.18	1605.87	ROIC	0.16	0.26	0.31	0.37
净利润	993.68	1394.00	1664.42	2137.49	偿债能力				
折旧摊销	228.43	0.00	0.00	0.00	资产负债率	0.45	0.35	0.33	0.32
财务费用	111.40	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.62	0.33	0.27	0.22
投资损失	8.03	-120.00	4.00	4.00	流动比率	1.60	4.08	4.04	3.94
营运资金变动	-467.69	-461.77	-388.72	-501.70	速动比率	1.39	3.61	3.57	3.47
其他	39.29	-31.61	-33.52	-33.92	营运能力				
投资活动现金流	-1700.21	2632.93	29.52	29.92	总资产周转率	0.41	0.46	0.55	0.60
资本支出	-715.77	2512.93	33.52	33.92	应收账款周转率	3.18	3.27	3.42	3.45
长期投资	-989.74	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	11.58	12.03	12.83	1

数据来源: wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所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致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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com