

## AI-ECG Platform 技术领先, 集采利好重磅品种放量

### 投资要点

- **事件:** 全资子公司凯沃尔电子自主研发的心电图人工智能自动分析诊断系统“AI-ECG Platform”获得美国 FDA 注册批准。
- **AI-ECG Platform 技术领先, 全球市场应用广泛。** AI-ECG Platform 是在美国获批的第一个人工智能心电产品, 技术处在全球领先地位, 预计 2019 年将在中国获批。老龄化进程加快和心血管疾病患病率升高, 催生巨大的心血管疾病诊疗市场。心电图是各种心血管疾病最简单、快捷、经济的临床检查方法, 在临床诊疗中发挥重要作用。乐普的 AI-ECG Platform 对心律失常、房室肥大、心肌缺血、心肌梗死等心血管疾病的诊断明显优于传统方法, 准确性超过 95%。乐普的 AI-ECG Platform 在全球处于领先地位, 应用范围广泛, 包括 1) 为缺少专业心电医生的基层医疗机构提供快速心电诊断分析; 2) 人工智能快速诊断, 提高大型医院专科医生的工作效率; 3) 进入家庭或作为可穿戴设备实现及时监测。
- **集中采购利好重磅品种放量, 推动业绩高增长。** 近期国家发布 11 个城市 31 个药品品种的带量采购方案, 阿托伐他汀和氯吡格雷也在其中。从销量占比来看, 此次集采的量占 2019 年 11 个城市总销量的 30% 左右, 占全国市场销量的 10% 左右。由于此次集中采购采用最低价中标, 中标价很可能在全国进行联动, 原研企业和首仿企业大幅度降价的可能性比较小。乐普的阿托伐他汀和氯吡格雷价格优势明显, 分别比首仿低 15% 和 40% 左右, 降价压力极小。乐普市场份额提升空间大, 阿托伐他汀和氯吡格雷的全市占率分别在 4% 和 10% 左右, 且以基层和零售药店为主, 在 11 个大城市的销售占比很少, 如果中标将显著提升销售规模, 推动业绩大幅度增长。
- **持续完善心血管产品线, 保障业绩持续高增长。** 在心血管领域, 公司通过自主研发和外延并购持续扩张产品线, 覆盖了器械、药品、服务、新型业态的多维度全方位发展, 获得更多患者并提供全方位心血管健康管理产业链。心血管产品线重磅产品包括: 首个国产双腔起搏器正在全国大规模推广放量; 国内首个完全可降解支架 NeoVas 获批在即; 心电图自动分析和诊断系统 AI-ECG Platform 已获得美国 FDA 上市许可; 左心耳封堵器已完成 1 年临床随访预计 Q4 将申请注册; 100 亿级别的重磅产品氯吡格雷和阿托伐他汀正在高速放量, 30-50 亿级的品种苯磺酸氨氯地平、缬沙坦, 另外还有更多 10 亿级别的品种形成丰富的产品组合。器械+药品协同推动业绩高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78 元、1.03 元、1.37 元, 对应 PE 分别为 38 倍、29 倍、22 倍。公司业绩持续高增长, 重磅产品有望陆续获批, 员工持股对公司长期发展坚定看好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期的风险、产品招标降价的风险、新产品获批进度或低于预期的风险、其他不可预知的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4537.64	5737.99	7565.05	9687.88
增长率	30.85%	26.45%	31.84%	28.06%
归属母公司净利润(百万元)	899.09	1380.85	1829.22	2434.69
增长率	32.36%	53.58%	32.47%	33.10%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.78	1.03	1.37
净资产收益率 ROE	14.14%	17.75%	19.43%	21.19%
PE	59	38	29	22
PB	7.56	6.62	5.53	4.53

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平  
执业证号: S1250517080004  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	17.82
流通 A 股(亿股)	14.07
52 周内股价区间(元)	21.37-39.8
总市值(亿元)	530.93
总资产(亿元)	153.93
每股净资产(元)	3.81

### 相关研究

1. 乐普医疗(300003): 业绩延续高增长, 药品持续高速放量 (2018-10-28)
2. 乐普医疗(300003): 员工持股计划落地, 打造肿瘤免疫治疗产业链 (2018-09-05)
3. 乐普医疗(300003): 业绩持续高增长, 员工持股看好公司长期发展 (2018-08-14)
4. 乐普医疗(300003): 阿托伐他汀通过一致性评价, 高速放量值得期待 (2018-07-18)
5. 乐普医疗(300003): 心血管产品线持续扩张, 布局肿瘤治疗和降糖药 (2018-04-26)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4537.64	5737.99	7565.05	9687.88	净利润	993.68	1423.55	1866.55	2484.37
营业成本	1486.91	1800.19	2278.72	2815.20	折旧与摊销	228.43	247.19	257.57	267.26
营业税金及附加	68.62	80.82	109.09	139.75	财务费用	107.22	129.80	141.20	117.14
销售费用	1061.77	1405.81	1891.26	2470.41	资产减值损失	58.23	25.00	25.00	25.00
管理费用	613.07	745.94	945.63	1210.98	经营营运资本变动	-411.99	-461.36	-455.26	-598.26
财务费用	107.22	129.80	141.20	117.14	其他	-62.44	-123.88	-28.83	-23.27
资产减值损失	58.23	25.00	25.00	25.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>913.13</b>	<b>1240.31</b>	<b>1806.23</b>	<b>2272.24</b>
投资收益	-8.03	100.00	0.00	0.00	资本支出	-512.57	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1187.64	307.58	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1700.21</b>	<b>7.58</b>	<b>-300.00</b>	<b>-300.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1155.71</b>	<b>1650.43</b>	<b>2174.15</b>	<b>2909.40</b>	短期借款	814.13	36.21	0.00	0.00
其他非经营损益	39.76	51.00	61.00	66.00	长期借款	463.05	200.00	200.00	200.00
<b>利润总额</b>	<b>1195.47</b>	<b>1701.43</b>	<b>2235.15</b>	<b>2975.40</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	201.79	277.88	368.60	491.02	支付股利	-174.60	-179.82	-276.17	-365.84
净利润	993.68	1423.55	1866.55	2484.37	其他	-128.31	-525.77	-141.20	-117.14
少数股东损益	94.59	42.71	37.33	49.69	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>974.27</b>	<b>-469.37</b>	<b>-217.36</b>	<b>-282.99</b>
归属母公司股东净利润	899.09	1380.85	1829.22	2434.69	<b>现金流量净额</b>	<b>179.59</b>	<b>778.52</b>	<b>1288.86</b>	<b>1689.26</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2264.64	3043.17	4332.03	6021.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1931.89	2489.48	3232.17	4145.12	销售收入增长率	30.85%	26.45%	31.84%	28.06%
存货	702.33	850.18	1081.56	1334.93	营业利润增长率	33.73%	42.81%	31.73%	33.82%
其他流动资产	259.84	66.08	87.12	111.57	净利润增长率	33.07%	43.26%	31.12%	33.10%
长期股权投资	794.16	794.16	794.16	794.16	EBITDA 增长率	35.67%	35.95%	26.91%	28.02%
投资性房地产	99.91	99.91	99.91	99.91	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1414.14	1523.80	1623.09	1712.70	毛利率	67.23%	68.63%	69.88%	70.94%
无形资产和开发支出	3698.81	3651.47	3604.13	3556.79	三费率	39.27%	39.76%	39.37%	39.21%
其他非流动资产	1625.00	1615.48	1605.96	1596.44	净利率	21.90%	24.81%	24.67%	25.64%
<b>资产总计</b>	<b>12790.72</b>	<b>14133.72</b>	<b>16460.13</b>	<b>19372.89</b>	ROE	14.14%	17.75%	19.43%	21.19%
短期借款	1463.79	1500.00	1500.00	1500.00	ROA	7.77%	10.07%	11.34%	12.82%
应付和预收款项	870.49	973.72	1271.78	1599.24	ROIC	18.26%	21.60%	25.56%	30.31%
长期借款	1192.05	1392.05	1592.05	1792.05	EBITDA/销售收入	32.87%	35.33%	34.01%	34.00%
其他负债	2237.15	2249.92	2487.88	2754.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5763.47</b>	<b>6115.68</b>	<b>6851.71</b>	<b>7645.94</b>	总资产周转率	0.41	0.43	0.49	0.54
股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65	固定资产周转率	4.05	4.75	5.63	6.67
资本公积	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40	应收账款周转率	3.18	3.06	3.12	3.09
留存收益	3250.67	4451.70	6004.75	8073.59	存货周转率	2.31	2.30	2.35	2.32
归属母公司股东权益	6429.67	7377.75	8930.80	10999.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.67%	—	—	—
少数股东权益	597.58	640.29	677.62	727.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7027.25</b>	<b>8018.04</b>	<b>9608.42</b>	<b>11726.95</b>	资产负债率	45.06%	43.27%	41.63%	39.47%
负债和股东权益合计	12790.72	14133.72	16460.13	19372.89	带息债务/总负债	66.76%	66.78%	62.52%	58.64%
					流动比率	1.60	1.91	2.24	2.58
					速动比率	1.39	1.66	1.96	2.28
					股利支付率	19.42%	13.02%	15.10%	15.03%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1491.35	2027.43	2572.92	3293.79	每股收益	0.50	0.78	1.03	1.37
PE	59.05	38.45	29.03	21.81	每股净资产	3.94	4.50	5.39	6.58
PB	7.56	6.62	5.53	4.53	每股经营现金	0.51	0.70	1.01	1.28
PS	11.70	9.25	7.02	5.48	每股股利	0.10	0.10	0.16	0.21
EV/EBITDA	35.53	25.80	19.91	15.10					
股息率	0.33%	0.34%	0.52%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn