

乐普医疗 (300003)

证券研究报告

2020年02月24日

2019年业绩及现金流保持高速稳健增长

事件: 公司披露业绩快报, 2019年公司实现收入 77.5 亿元, 同比增长 22%, 归母净利润为 17.2 亿元, 同比增长 41%, 经营性现金流为 19.9 亿元, 同比增长 33%, 业绩实现快速增长, 同时现金流同向快速增长。其中 2019Q4 营收 18.7 亿元, 同比增长 6%, 主要是由于药品高开转低开所致, 归母净利润为 1.1 亿元, 同比增长 47%, 利润端同样实现高速增长。

2019 年公司非经常性业务对归属于上市公司股东的净利润的贡献约为 48,068.36 万元, 同时处于审慎评估, 预计商誉和其他特定投资资产共发生减值损失合计约 30,785.54 万元。剔除以上影响, 2019 年归属于上市公司股东的净利润为 15.2 亿元, 较上年同期同口径的 11.7 亿元增长 30.21%。

器械板块稳健增长, NeoVas 带来业绩新增量

2019 年医疗器械原有业务继续保持稳定增加, 新上市的生物可吸收支架 (NeoVas) 自 3 月下旬实现销售以来贡献新业绩增长。参考 2019 年三季报数据, 2019Q1-Q3 医疗器械业务累计实现营业收入 265,299.04 万元, 同比增长 27.24%, 实现近年来的最快增长。

基于“介入无植入”理念, 公司开发的第一代药物球囊, 经过 5 年的研发工作, 已于 2019 年完成临床试验, 临床试验结果优异。药物球囊 (冠脉) 于 2019 年 6 月获得 NMPA 的注册申请受理, 并通过首次 GMP 审核, 预计于 2020 年上半年取得注册批件。后续仍有相关重要产品处于研发当中。

两大重磅药品中选国家集采, 充分推动 OTC 市场

2019 年 9 月 24 日, 在国家医保局等部门指导下, 25 个省份和新疆生产建设兵团参与药品集中采购, 根据采购文件, 乐普的氯吡格雷和阿托伐他汀将获得中选供应省份的约 70% 采购量市场份额, 参考样本医院 2018 年乐普产品的全国销量市占率 (氯吡格雷 75mg 为 11.04%, 阿托伐他汀 10mg/20mg 为 3.42%), 乐普产品市占率有望得到明显提升, 对公司业绩带来正向贡献。

从此次中选情况来看, 对于乐普而言利好其院内销售。氯吡格雷原有院内渠道较强, 此次中选省份为原先薄弱的省份, 同时全国平均市占率较低, 在非中选地区仍可参与剩余 30% 市场的争夺。阿托伐他汀乐普早期在院内及 OTC 共同推广, 院内市占率更低, 国家集采将加速乐普产品进院, 同时品牌效应下有望推动 OTC 销售。

维持“买入”评级

我们预计 19-21 年公司净利润分别为 17.2/23.7/32.1 亿元, 对应 EPS 为 0.97/1.33/1.80 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 可降解支架推广不及预期、药物球囊注册不及预期、高值耗材降价风险、药品的采购合同签订等后续工作尚具有不确定性等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,537.64	6,356.30	7,754.06	10,491.24	14,152.68
增长率(%)	30.85	40.08	21.99	35.30	34.90
EBITDA(百万元)	1,682.18	2,275.59	2,560.10	3,245.89	4,171.98
净利润(百万元)	899.09	1,218.69	1,721.86	2,367.44	3,208.34
增长率(%)	32.36	35.55	41.29	37.49	35.52
EPS(元/股)	0.50	0.68	0.97	1.33	1.80
市盈率(P/E)	70.86	52.28	37.00	26.91	19.86
市净率(P/B)	9.91	10.02	8.60	6.93	5.49
市销率(P/S)	14.04	10.02	8.22	6.07	4.50
EV/EBITDA	25.82	16.74	25.39	19.30	14.90

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	35.76 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,781.65
流通 A 股股本(百万股)	1,511.68
A 股总市值(百万元)	63,711.91
流通 A 股市值(百万元)	54,057.60
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	51.40
一年内最高/最低(元)	38.30/20.55

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《乐普医疗-季报点评:前三季度业绩实现稳健增长, 行业龙头地位凸显》2019-10-28
- 《乐普医疗-公司点评:三季报预告业绩稳健增长, 器械和药品协同发展》2019-10-14
- 《乐普医疗-公司点评:两大重磅药品中选国家集采, 估值压制因素得到缓解》2019-09-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,264.64	2,220.46	620.32	1,210.06	1,927.84
应收票据及应收账款	1,725.18	2,112.71	3,056.98	3,129.94	5,216.21
预付账款	108.19	93.24	221.21	192.69	350.67
存货	702.33	785.66	1,041.32	1,553.90	1,909.24
其他	150.78	245.29	157.86	380.52	338.58
流动资产合计	4,951.13	5,457.36	5,097.69	6,467.10	9,742.54
长期股权投资	794.16	1,062.10	1,062.10	1,062.10	1,062.10
固定资产	1,132.67	1,278.62	1,440.73	1,534.22	1,573.56
在建工程	281.47	515.63	345.38	255.23	183.14
无形资产	1,535.80	1,630.29	1,551.74	1,473.19	1,394.64
其他	3,884.93	4,920.80	4,757.37	4,790.31	4,742.38
非流动资产合计	7,629.04	9,407.44	9,157.31	9,115.05	8,955.81
资产总计	12,790.72	15,113.29	14,460.30	15,803.60	18,923.43
短期借款	1,463.79	1,883.26	2,098.12	822.96	539.53
应付票据及应付账款	563.80	740.82	649.84	1,412.74	1,421.42
其他	1,189.11	2,445.16	1,871.68	2,499.51	3,095.34
流动负债合计	3,216.70	5,069.24	4,619.63	4,735.21	5,056.28
长期借款	1,192.05	2,622.45	1,110.23	310.16	605.03
应付债券	1,191.75	596.59	794.36	860.90	750.62
其他	162.97	236.97	175.97	191.97	201.63
非流动负债合计	2,546.77	3,456.00	2,080.56	1,363.03	1,557.28
负债合计	5,763.47	8,525.24	6,700.19	6,098.24	6,613.56
少数股东权益	597.58	226.42	352.30	514.57	697.67
股本	1,781.65	1,781.65	1,781.65	1,781.65	1,781.65
资本公积	1,144.40	90.67	90.67	90.67	90.67
留存收益	4,395.07	4,333.77	5,626.16	7,409.14	9,830.54
其他	(891.45)	155.54	(90.67)	(90.67)	(90.67)
股东权益合计	7,027.25	6,588.05	7,760.12	9,705.36	12,309.87
负债和股东权益总	12,790.72	15,113.29	14,460.30	15,803.60	18,923.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	993.68	1,254.87	1,721.86	2,367.44	3,208.34
折旧摊销	228.43	267.02	146.70	155.21	161.31
财务费用	111.40	276.35	266.83	147.66	53.83
投资损失	8.03	(131.04)	(131.04)	(131.04)	(131.04)
营运资金变动	(1,344.13)	334.60	(1,238.37)	476.26	(2,005.03)
其它	915.73	(501.29)	132.50	165.02	187.26
经营活动现金流	913.13	1,500.51	898.49	3,180.55	1,474.68
资本支出	1,571.05	898.53	121.00	64.00	40.33
长期投资	233.76	267.93	0.00	0.00	0.00
其他	(3,505.02)	(3,488.49)	(6.77)	(29.11)	37.07
投资活动现金流	(1,700.21)	(2,322.02)	114.23	34.89	77.40
债权融资	3,990.60	6,020.00	4,356.28	2,465.45	2,476.08
股权融资	69.48	(1,280.43)	(507.12)	(141.74)	(47.91)
其他	(3,085.81)	(3,971.97)	(6,462.01)	(4,949.41)	(3,262.47)
筹资活动现金流	974.27	767.60	(2,612.85)	(2,625.70)	(834.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	187.20	(53.91)	(1,600.13)	589.73	717.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,537.64	6,356.30	7,754.06	10,491.24	14,152.68
营业成本	1,486.91	1,732.19	2,171.14	3,042.46	4,104.28
营业税金及附加	68.62	95.12	114.01	156.64	210.40
营业费用	1,061.77	1,868.58	2,171.14	2,937.55	3,962.75
管理费用	378.32	528.64	387.70	524.56	707.63
研发费用	234.75	376.17	387.70	734.39	1,089.76
财务费用	107.22	225.89	266.83	147.66	53.83
资产减值损失	58.23	218.69	240.00	136.00	198.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(8.03)	131.04	131.04	131.04	131.04
其他	(5.87)	(262.45)	(262.07)	(262.07)	(262.07)
营业利润	1,155.71	1,442.44	2,146.57	2,943.02	3,956.84
营业外收入	44.37	42.05	42.05	42.05	42.05
营业外支出	4.61	10.58	10.58	10.58	10.58
利润总额	1,195.47	1,473.91	2,178.04	2,974.49	3,988.31
所得税	201.79	219.04	323.68	442.04	592.70
净利润	993.68	1,254.87	1,854.36	2,532.45	3,395.61
少数股东损益	94.59	36.18	132.50	165.02	187.26
归属于母公司净利润	899.09	1,218.69	1,721.86	2,367.44	3,208.34
每股收益(元)	0.50	0.68	0.97	1.33	1.80

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.85%	40.08%	21.99%	35.30%	34.90%
营业利润	33.73%	24.81%	48.82%	37.10%	34.45%
归属于母公司净利润	32.36%	35.55%	41.29%	37.49%	35.52%
获利能力					
毛利率	67.23%	72.75%	72.00%	71.00%	71.00%
净利率	19.81%	19.17%	22.21%	22.57%	22.67%
ROE	13.98%	19.16%	23.24%	25.76%	27.63%
ROIC	20.69%	20.82%	27.84%	30.26%	42.10%
偿债能力					
资产负债率	45.06%	56.41%	46.34%	38.59%	34.95%
净负债率	24.56%	57.67%	48.14%	12.94%	4.45%
流动比率	1.60	1.13	1.15	1.41	1.97
速动比率	1.39	0.97	0.92	1.08	1.59
营运能力					
应收账款周转率	3.01	3.31	3.00	3.39	3.39
存货周转率	7.11	8.54	8.49	8.09	8.17
总资产周转率	0.41	0.46	0.52	0.69	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.68	0.97	1.33	1.80
每股经营现金流	0.51	0.84	0.50	1.79	0.83
每股净资产	3.61	3.57	4.16	5.16	6.52
估值比率					
市盈率	70.86	52.28	37.00	26.91	19.86
市净率	9.91	10.02	8.60	6.93	5.49
EV/EBITDA	25.82	16.74	25.39	19.30	14.90
EV/EBIT	29.43	18.64	26.93	20.26	15.50

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com