



# 业绩略超预期，器械创新持续推进不改器械龙头地位

## 乐普医疗(300003)

### 事件概述

公司公告2019年业绩快报，营业收入77.54亿元，同比增长21.99%；营业利润19.57亿元，同比增长35.65%；实现归属于上市公司股东的净利润为17.22亿元，同比增长41.34%。

### 分析判断：

#### ▶ 经营性净利润增长符合预期，创新器械贡献增长

因集采原因导致收入放缓，(1)江苏省支架集采从10月开始实行，(2)“4+7”扩面12月开始在全国实行。但是集采对公司净利润端影响有限，出货价格下降但是销售费用下降明显。公司2019年确认投资收益及其他非经常损益预计为4.81亿元，计提商誉及其他减值合计3.08亿元，剔除商誉减值和非经常性业务的影响，2019年主营业务利润为15.18亿元，同比增长30.21%，保持快速增长。

我们认为：医疗器械原有业务继续保持稳定增长，可吸收支架(NeoVas)自3月实现销售贡献新增长点。公司原料药业务国内外需求旺盛、业绩显著增长；制剂业务因国家集采影响医疗机构的营销增长有所放缓，但OTC渠道的成长较为显著，整体制剂业务保持了相对稳定的增长。

#### ▶ 药品板块最困难时期已过，增量品种陆续上市

药品板块未来作为公司的重要现金流业务，最困难时期已经过去，受第一轮仿制药4+7集采阿托伐他汀和氯吡格雷落标影响，2019Q2开始是公司最困难的时期，而随着4+7集采扩面中公司产品积极中标并2019年12月始在全国各省陆续执行，公司最困难时期已经过去。未来公司药品板块有望继续保持平稳增长，主要是：(1)持续获批多个新品种带来增量销售和利润，特别是2020年有望获批的甘精胰岛素；(2)其他品种陆续通过一致性评价带来的增量，如氨氯地平 and 缬沙坦先后通过一致性评价带来新增量。

#### ▶ 创新器械持续获批，公司器械龙头地位不改

可降解支架上市后迅速增长，后续获批创新器械品类不断增长，公司药品板块贡献的利润占比将持续下降；公司医疗器械板块未来几年有望持续保持30%以上复合增长。

公司原有支架业务受高值耗材集采影响不大。我们判断，江苏省集采中公司支架中标价格没有击穿产品出厂价，中标后在江苏省PCI支架市场份额反而实现提升。我们判断，由于公司原有支架市场份额排名第一，优势显著，未来其他地区集采

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	35.76
股票代码：	300003
52周最高价/最低价：	36.68/20.66
总市值(亿)	637.12
自由流通市值(亿)	540.58
自由流通股数(百万)	1,511.68



#### 分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话：

#### 研究助理：谭国超

邮箱：tangc@hx168.com.cn  
联系电话：

#### 相关研究

- 乐普医疗深度报告：可降解支架高速放量，创新驱动的器械龙头  
2019.11.19
- 乐普医疗业绩预告点评：经营性净利润保持高速增长，业绩符合预期  
2020.02.02
- 乐普医疗：利好双重：公司入选新型冠状病毒核酸检测单位，多个产品获得NMPA注册批准  
2020.02.07

中，仍有望维持份额领先优势，价格击穿出厂价的概率不大。综上，我们认为，高值耗材集采挤出的主要是产品原有留在流通环节的溢价和水分，对公司的影响不大。

### ► 疫情对公司主营业务影响有限

春节前后几周原本 PCI 手术的淡季，而 PCI 手术是刚性需要，我们判断，疫情对公司 2020 年主营支架业务影响不大。此外，公司生产的产品品类包括额温枪、血氧仪、监护仪/AI 监护仪、温度计、PCR 检测分析仪、凝血分析仪、IVD 业务等，需求短期内得到提升，采购增加，在一定程度上对公司构成利好。

### 投资建议

根据本次业绩预告，我们调整接下来收入，考虑到公司高毛利产品获批而维持 2020/2021 年盈利预测不变，我们预计，2019~2021 年收入 77.54/96.93/121.16 亿元（对收入 83.26/106.58/134.29 亿元进行了调整），同比增长 22%/25%/25%，归母净利润 17.22/23.85/30.92 亿元（原预测 18.50/23.85/30.92 亿元），同比增长 44%/36%/30%（2018 年计提减值、2019 年投资收益显著影响 2019 年表观净利润增速），EPS 0.99/1.34/1.74 元，当前股价对应 2019~2021 年 PE 36X/26X/20X，考虑可降解支架处于高速增长期、药品板块甘精胰岛素、器械板块药物球囊、左心耳封堵器等多个重磅品种有望于 2020 年获批上市，未来 5 年，公司还将在器械板块和药品板块持续迎来新产品获批高峰期，业务结构持续优化，保持快速增长，维持“买入”评级。

### 风险提示

可降解支架销售低于预期；新产品获批进度低于预期；药品集采及高值耗材集采导致产品降价超出预期；其他产品销售低于预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4537.64	6356.30	7754.34	9692.50	12115.62
YoY (%)	30.85%	40.08%	21.99%	24.99%	25.00%
归母净利润(百万元)	899.09	1218.69	1722.47	2384.97	3091.83
YoY (%)	32.36%	35.55%	41.34%	38.46%	29.64%
毛利率 (%)	67.23%	72.75%	72.28%	73.52%	74.25%
每股收益 (元)	0.50	0.68	0.97	1.34	1.74
ROE	13.98%	19.16%	22.25%	23.55%	23.39%
市盈率	69.06	50.95	36.05	26.03	20.08

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6356.30	7754.34	9692.50	12115.62	净利润	1254.87	1721.07	2396.96	3107.37
YoY (%)	40.08%	21.99%	24.99%	25.00%	折旧和摊销	267.02	0.00	0.00	0.00
营业成本	1732.19	2149.50	2567.00	3120.00	营运资金变动	-378.48	27.07	-467.34	-514.02
营业税金及附加	95.12	115.24	144.80	180.73	经营活动现金流	1500.51	1692.66	2038.95	2652.68
销售费用	1868.58	2238.68	2557.85	3245.77	资本开支	-1069.61	-466.82	-155.05	-126.31
管理费用	528.64	726.99	898.88	1128.80	投资	-1255.14	427.00	-200.00	0.00
财务费用	225.89	207.13	197.48	181.43	投资活动现金流	-2322.02	440.86	-205.05	53.69
资产减值损失	218.69	307.86	100.00	100.00	股权募资	12.82	0.00	0.00	0.00
投资收益	131.04	480.68	150.00	180.00	债务募资	1407.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	1442.44	1956.64	2789.23	3616.37	筹资活动现金流	767.60	-1168.13	-229.33	-229.33
营业外收支	31.47	112.00	70.00	90.00	现金净流量	-53.91	965.38	1604.57	2477.04
利润总额	1473.91	2068.64	2859.23	3706.37	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	219.04	347.57	462.28	599.00	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1254.87	1721.07	2396.96	3107.37	营业收入增长率	40.08%	21.99%	24.99%	25.00%
归属于母公司净利润	1218.69	1722.47	2384.97	3091.83	净利润增长率	35.55%	41.34%	38.46%	29.64%
YoY (%)	35.55%	41.34%	38.46%	29.64%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.68	0.97	1.34	1.74	毛利率	72.75%	72.28%	73.52%	74.25%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率率	19.74%	22.19%	24.73%	25.65%
货币资金	2220.46	3185.84	4790.41	7267.45	总资产收益率 ROA	8.06%	10.67%	12.54%	13.68%
预付款项	93.24	139.19	160.30	192.75	净资产收益率 ROE	19.16%	22.25%	23.55%	23.39%
存货	785.66	845.12	1055.80	1273.87	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2606.49	2720.10	3432.19	4179.44	流动比率	<b>1.13</b>	<b>1.30</b>	<b>1.63</b>	<b>2.06</b>
流动资产合计	5705.85	6890.25	9438.70	12913.51	速动比率	0.95	1.11	1.42	1.82
长期股权投资	1062.10	435.10	635.10	635.10	现金比率	0.44	0.60	0.83	1.16
固定资产	1278.62	1278.62	1278.62	1278.62	资产负债率	56.41%	50.64%	45.50%	40.41%
无形资产	1336.23	1336.23	1336.23	1336.23	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	9407.44	9251.40	9576.45	9692.76	总资产周转率	0.46	0.50	0.55	0.58
资产合计	15113.29	16141.65	19015.15	22606.27	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1883.26	1883.26	1883.26	1883.26	每股收益	0.68	0.97	1.34	1.74
应付账款及票据	740.82	685.37	868.40	1055.17	每股净资产	3.57	4.35	5.68	7.42
其他流动负债	2445.16	2746.69	3040.20	3337.19	每股经营现金流	0.84	0.95	1.14	1.49
流动负债合计	5069.24	5315.32	5791.86	6275.62	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2622.45	2622.45	2622.45	2622.45	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	833.56	236.97	236.97	236.97	PE	50.95	36.05	26.03	20.08
非流动负债合计	3456.00	2859.41	2859.41	2859.41	PB	5.83	7.61	5.82	4.46
负债合计	8525.24	8174.73	8651.27	9135.03					
股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65					
少数股东权益	226.42	225.02	237.00	252.54					
股东权益合计	6588.05	7966.92	10363.87	13471.24					
负债和股东权益合计	15113.29	16141.65	19015.15	22606.27					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

谭国超：中山大学理学毕业，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与新时代证券研究所，具备医疗产业临床一线、一级市场投资和二级市场研究经验。2019年11月加入华西证券研究所，主要负责A+H股医疗器械标的。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。