



中信证券研究部



田加强
首席医疗健康产业
分析师
S1010515070002



孙晓晖
医药分析师
S1010518110003

核心观点

公司 2019 年业绩快速增长持续，符合市场预期，2020Q1 受累于疫情因素预计扣非净利润同比下滑-20%至 0%区间，我们预计后续随着医院常规诊疗的恢复公司业绩有望较快修复。考虑到公司的长期管线布局以及“介入无植入”理念的推广，公司的长期投资价值显著，预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.22/1.52/1.88 元，现价对应 PE 30/24/19 倍，维持“买入”评级。

■ 2019 年内生增长超 30%，业绩符合市场预期。2019 年公司营业收入 77.96 亿元（+22.64%），EBITDA 值 26.66 亿元（+35.4%），归母和扣非净利润分别为 17.25 亿/12.41 亿（+41.57%/+18.21%）。若剔除掉商誉及其他非经常性因素影响，2019 年公司归母净利润为 15.17 亿元，同比增长 30.14%，且 2019 年公司经营活动现金净流量为 19.90 亿元，同比增长 32.64%，我们预计 2019 年公司内生业务增长继续保持 30%以上的较快增长，符合市场预期。公司发布 2020Q1 业绩预告，受累于 2020Q1 疫情因素，预计归母净利润为 3.32-4.20 亿元，同比下滑-43%至-28%；预计扣非净利润 3.33-4.16 亿元，同比下滑-20%至-0%，中值在-10%，我们预计后续随着医院常规诊疗的恢复公司业绩有望较快修复。

■ 器械板块：可降解支架贡献明显，器械创新管线打开长期成长空间。2019 年公司器械板块整体收入 36.23 亿元（+24.60%），其中，（1）支架系统：收入 17.91 亿元（+26.71%），包括冠脉支架收入 15.31 亿元（+23.34%）和配套耗材收入 2.60 亿元（+50.95%）。其中，NeoVas 可降解支架已在全国 29 个省份等几百家医院完成病例植入，我们预计收入 1.57 亿元，对器械板块的收入贡献明显；（2）封堵器：收入 1.30 亿元（+20.21%）；（3）起搏器：国产起搏器收入 0.47 亿元（+19.42%），已在 27 个省份完成招标采购；（4）IVD：已经形成 POCT、化学发光、生化制剂和大型诊断设备多品种产品组合，2019 年收入 3.96 亿元（+23.82%）；（5）吻合器等外科器械：收入 3.43 亿元（+38.59%），业务整合和产品拓展已逐渐落地，业绩增长明显。目前公司在器械领域的长期管线布局良好，在原有优势的心血管介入领域目前已构建了以可降解支架、药物球囊、切割球囊为核心的器械组合，有望引领行业“介入无植入”的发展，长期发展空间广阔。

■ 药品：原料药+制剂一体化优势显著，药品板块有望提供稳健现金流。公司进一步发挥协同优势及原料药+制剂一体化优势，2019 年药品板块收入 38.49 亿元，同比增长 21.34%，其中制剂业务收入 31.88 亿元（+20.36%），原料药业务收入 6.61 亿元（+26.29%）。2019 年公司氯吡格雷收入 11.28 亿元（-4.43%），主要受累于两省份的高开转低开因素；阿托伐他汀收入 12.46 亿元（+40.76%），继续保持快高增长；其他药品收入 8.15 亿元（+39.53%）。2019 年在 4+7 扩面的 25 个地区药品集采中，公司的氯吡格雷和阿托伐他汀均已中标，未来伴随集采的全国推广，公司产品在价格调整后终端市占率将明显提高。公司在药品板块的品种布局、协同优势显著，我们预计后续药品板块将为公司提供长期稳健的现金流。

乐普医疗 300003

评级	买入（维持）
当前价	36.22 元
总股本	1,782 百万股
流通股本	1,515 百万股
52 周最高/最低价	40.5/20.66 元
近 1 月绝对涨幅	5.60%
近 12 月绝对涨幅	37.66%

- **研发投入持续，费用率持续优化。**2019 年公司研发投入 6.31 亿元 (+33.71%)，占比营业收入的 8.09%，同比提升了 0.67 个百分点，主要系报告期内公司加快医疗器械产品和人工智能技术的研发力度、持续推进原料药研发等项目所致。2019 年公司费用率指标持续优化，整体期间费用率同比下降 1.24 个百分点，其中销售和管理（不含研发）费用率分别同比下降 1.54 和 0.80 个百分点。2019 年公司财务费用同比增长 23.90%至 2.80 亿元，我们预计后续随着补流及偿还债务资金的到位，公司的财务运营质量将进一步提高。
- **风险因素。**药品及耗材降价，新兴领域投资不达预期。
- **投资建议。**公司 2019 年业绩快速增长持续，符合市场预期，2020Q1 业绩预告受累于疫情因素预计扣非净利润同比下滑-20%至 0%区间，我们预计后续随着医院常规诊疗的恢复公司业绩有望较快修复。考虑到公司的长期管线布局以及“介入无植入”理念的推广，公司的长期投资价值显著，预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.22/1.52/1.88 元（原 2020/2021 年 EPS 预测值 1.28/1.65 元，2020 年为新增预测），现价对应 PE 30/24/19 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,356.30	7,795.53	8,438.00	10,219.41	12,215.94
营业收入增长率	40%	23%	8%	21%	20%
净利润(百万元)	1,218.69	1,725.31	2,173.02	2,712.25	3,344.12
净利润增长率	36%	42%	26%	25%	23%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.68	0.97	1.22	1.52	1.88
毛利率%	73%	72%	68%	68%	68%
净资产收益率 ROE%	19.16%	23.06%	23.32%	23.52%	23.42%
每股净资产 (元)	3.57	4.20	5.23	6.47	8.01
PE	53	37	30	24	19
PB	10	9	7	6	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,356	7,796	8,438	10,219	12,216
营业成本	1,732	2,165	2,702	3,262	3,933
毛利率	72.75%	72.23%	67.97%	68.08%	67.81%
营业税金及附加	95	96	101	123	147
销售费用	1,869	2,172	1,434	1,707	2,028
营业费用率	29.40%	27.86%	17.00%	16.70%	16.60%
管理费用	529	586	548	613	733
管理费用率	8.32%	7.52%	6.50%	6.00%	6.00%
财务费用	226	280	108	43	(7)
财务费用率	3.55%	3.59%	1.28%	0.42%	-0.05%
投资收益	131	195	106	144	148
营业利润	1,442	1,961	2,611	3,257	4,035
营业利润率	22.69%	25.16%	30.95%	31.87%	33.03%
营业外收入	42	107	64	71	81
营业外支出	11	5	7	7	6
利润总额	1,474	2,063	2,669	3,321	4,109
所得税	219	339	429	524	662
所得税率	14.86%	16.45%	16.06%	15.79%	16.10%
少数股东损益	36	(2)	67	84	103
归属于母公司股东的净利润	1,219	1,725	2,173	2,712	3,344
净利率	19.17%	22.13%	25.75%	26.54%	27.38%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,474	2,063	2,669	3,321	4,109
所得税支出	-219	-339	-429	-524	-662
折旧和摊销	267	325	273	292	304
营运资金的变化	-378	-380	652	-332	-452
其他经营现金流	357	321	-251	-150	-204
经营现金流合计	1,501	1,990	2,914	2,607	3,096
资本支出	-1,072	-563	-300	-290	-270
投资收益	131	195	106	144	148
其他投资现金流	-1,381	-283	54	72	96
投资现金流合计	-2,322	-651	-140	-74	-26
发行股票	13	3	0	0	0
负债变化	7,905	7,710	-1,464	0	0
股息支出	-285	-339	-339	-498	-596
其他融资现金流	-6,865	-8,923	-108	-43	7
融资现金流合计	768	-1,549	-1,910	-541	-590
现金及现金等价物净增加额	-54	-210	864	1,992	2,481

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,220	1,954	2,818	4,810	7,290
存货	786	1,005	992	1,129	1,323
应收账款	2,113	2,201	2,022	2,448	2,903
其他流动资产	587	475	531	588	655
流动资产	5,706	5,634	6,362	8,975	12,171
固定资产	1,279	1,479	1,481	1,473	1,437
长期股权投资	1,062	516	516	516	516
无形资产	1,336	1,483	1,493	1,503	1,509
其他长期资产	5,730	6,814	6,828	6,824	6,821
非流动资产	9,407	10,292	10,319	10,317	10,283
资产总计	15,113	15,926	16,681	19,292	22,454
短期借款	1,883	1,464	0	0	0
应付账款	741	822	1,069	1,308	1,542
其他流动负债	2,445	2,824	2,894	2,969	3,045
流动负债	5,069	5,111	3,963	4,277	4,587
长期借款	2,622	2,458	2,458	2,458	2,458
其他长期负债	834	353	353	353	353
非流动性负债	3,456	2,811	2,811	2,811	2,811
负债合计	8,525	7,921	6,774	7,087	7,398
股本	1,782	1,782	1,782	1,782	1,782
资本公积	91	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益合计	6,362	7,483	9,317	11,531	14,279
少数股东权益	226	522	589	673	777
股东权益合计	6,588	8,005	9,907	12,205	15,056
负债股东权益总计	15,113	15,926	16,681	19,292	22,454

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	40.08%	22.64%	8.24%	21.11%	19.54%
营业利润增长率	24.81%	35.97%	33.14%	24.72%	23.89%
净利润增长率	35.55%	41.57%	25.95%	24.82%	23.30%
毛利率	72.75%	72.23%	67.97%	68.08%	67.81%
EBITDA Margin	30.97%	34.23%	35.35%	34.94%	35.23%
净利率	19.17%	22.13%	25.75%	26.54%	27.38%
净资产收益率	19.16%	23.06%	23.32%	23.52%	23.42%
总资产收益率	8.06%	10.83%	13.03%	14.06%	14.89%
资产负债率	56.41%	49.74%	40.61%	36.74%	32.95%
所得税率	14.86%	16.45%	16.06%	15.79%	16.10%
股利支付率	23.39%	19.62%	22.92%	21.98%	21.51%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。