

乐普医疗 (300003)

高增长延续，产品线厚积薄发

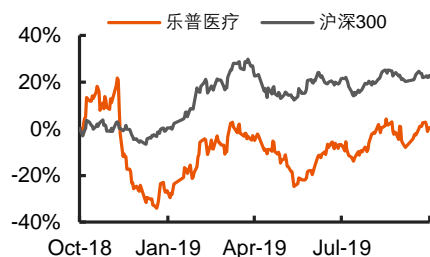
强烈推荐 (维持)

现价: 27.38 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.lepumedical.com
大股东/持股	中国船舶重工集团公司第七二五研究所 (洛阳船舶材料研究所) /13.70%
实际控制人	WP MEDICAL TECHNOLOGIES, INC
总股本(百万股)	1,782
流通 A 股(百万股)	1,515
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	487.82
流通 A 股市值(亿元)	414.88
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	51.4

行情走势图



相关研究报告

- 《乐普医疗*300003* 环境变化中保持高速增长，在研品种丰富》 2019-08-28
- 《乐普医疗*300003*高速增长持续，可吸收支架上市销售》 2019-04-28
- 《乐普医疗*300003*药械齐步发展，大平台保持快速增长》 2019-03-30
- 《乐普医疗*300003*氯吡格雷通过一致性评价，有望受益于带量采购试点》 2018-11-30

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

倪亦道 投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司发布 2019 年三季报：前三季度实现营收 58.80 亿元 (+28.25%)，实现归属净利润 16.12 亿元(+40.99%)，扣非后归属净利润为 13.29 亿元(+35.55%)。符合预期。

平安观点:

■ NeoVas 带动器械板块业绩加速，药品增速有所放缓:

公司 Q3 单季度实现营收 19.59 亿元 (+20.17%)，实现归属净利润 4.57 亿元 (+36.91%)，扣非后归属净利润为 4.09 亿元 (+31.98%)。

从业务分类看，Q3 公司核心业务医疗器械板块共实现收入 9.07 亿元 (+31.67%)，增长提速源于可吸收支架 NeoVas 的起量。截至 Q3，NeoVas 已进入超过 600 家医院，推广进度符合之前预期。药品板块则因为多项因素增速有所放缓，其中：原料药板块实现收入 1.41 亿元 (-6.93%)，因产品交付进度问题有所下滑；制剂板块实现收入 8.30 亿元 (+12.56%)，核心品种中氯吡格雷受到带量采购影响量增价降，收入同比下降，阿托伐他汀钙公司未参与上轮带量采购，继续保持较快增长。公司 Q3 整体毛利率为 71.30% (-3.02PP)，主要系受到氯吡格雷带量采购影响。

费用率方面，Q3 公司销售费用率为 26.27% (-3.10PP)，带量采购的执行同样也降低了销售费用率；管理费用率为 10.51% (-1.33PP)，研发费用率为 5.44% (-0.22PP)。

■ 在研产品丰富，保障未来增长动力:

药品与器械的增长主要由产品的升级迭代和领域开拓驱动。公司在研产品丰富，有望在未来陆续问世，为公司后续增长提供支持。

器械方面，公司在自身优势的心血管领域备有药物球囊、多款封堵器、新一代起搏器、植入式除颤器、TAVR 等，覆盖了大部分该领域的重要或创新产品，同时还有腔镜吻合器、多个 IVD 品种、外周球囊导管等其他器械领域的创新产品在研。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,538	6,356	8,540	11,056	13,877
YoY(%)	30.9	40.1	34.4	29.5	25.5
净利润(百万元)	899	1,219	1,648	2,179	2,798
YoY(%)	32.4	35.5	35.2	32.2	28.4
毛利率(%)	67.2	72.7	72.8	73.4	73.5
净利率(%)	19.8	19.2	19.3	19.7	20.2
ROE(%)	14.1	19.0	21.1	21.8	21.9
EPS(摊薄/元)	0.50	0.68	0.92	1.22	1.57
P/E(倍)	54.3	40.0	29.6	22.4	17.4
P/B(倍)	7.6	7.7	6.3	4.9	3.8

药品方面，公司旗下博鳌生物的甘精胰岛素及其制剂已经报产，苯磺酸氨氯地平、缬沙坦、阿卡波糖、倍他司汀等重磅级药物一致性评价已接近完成，更有类似 SGLT-2、DPP-4、PD-L1 等创新药物在研。

■ **高值耗材集采与药品不同，应理性看待：**

继药物首次带量采购后，市场一直担忧高值耗材的集采与带量采购也会如仿制药一样激烈。经过这段时间江苏等地区的试点，我们认为高值耗材与药品的差异决定了两者在集采或带量采购时也会产生不同，市场应理性看待。

高值耗材缺乏客观的“一致性”验证，主要通过型号分类和临床主观感受区分，实际执行时品规较多、质控健全且口碑领先的龙头企业拥有很大优势，很难出现“光脚取代穿鞋”的情况。另一方面，高值耗材的出厂价和进院价中间价差较大，集采主要挤压的是渠道利润，对出厂价影响有限。

■ **维持“强烈推荐”评级：**公司从心脏支架向多领域延伸，现覆盖心血管器械、检验、手术器械、心血管药品、医疗服务等多个领域，并积极介入创新药研发，已形成以心血管为主的综合平台。公司正从仿制药红利时期向创新器械放量时期转变，深厚的研发管线为其后续的增长带来保障。维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.92、1.22、1.57 元的预测，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**1) 产品降价风险：高值耗材产品是医疗降价的重点领域，若降价幅度超预期可能影响公司增长速度；2) 产品推广不及预期：若公司新推出产品不能充分融入平台实现快速放量，会对业绩增长造成负面影响；3) 产品临床/上市/招标不及预期：公司多个产品在研发或推广阶段，若临床/上市/招标结果不及预期，可能减弱公司后续增长动能。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5706	7487	9060	11653
现金	2220	2562	3317	4163
应收票据及应收账款	2113	3044	3632	4747
其他应收款	209	211	332	350
预付账款	93	177	173	267
存货	786	1208	1321	1840
其他流动资产	285	285	285	285
非流动资产	9407	10486	11530	12536
长期投资	1062	1312	1563	1816
固定资产	1279	1832	2360	2884
无形资产	1630	1829	2050	2243
其他非流动资产	5436	5513	5557	5593
资产总计	15113	17973	20590	24188
流动负债	5069	6860	7662	8913
短期借款	1883	2903	3565	3590
应付票据及应付账款	741	1007	1210	1562
其他流动负债	2445	2951	2887	3761
非流动负债	3456	3138	2731	2226
长期借款	3219	2901	2494	1989
其他非流动负债	237	237	237	237
负债合计	8525	9998	10393	11140
少数股东权益	226	260	302	356
股本	1782	1782	1782	1782
资本公积	91	91	91	91
留存收益	4243	5925	8146	10998
归属母公司股东权益	6362	7716	9894	12692
负债和股东权益	15113	17973	20590	24188

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1501	1708	2151	3095
净利润	1255	1681	2221	2852
折旧摊销	267	290	384	483
财务费用	226	299	345	345
投资损失	-131	-97	-53	-5
营运资金变动	-378	-476	-758	-595
其他经营现金流	262	10	12	15
投资活动现金流	-2322	-1281	-1387	-1499
资本支出	1072	829	793	753
长期投资	-1070	-250	-268	-253
其他投资现金流	-2320	-703	-862	-999
筹资活动现金流	768	-1244	-626	-790
短期借款	419	-140	47	-16
长期借款	835	-318	-407	-505
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1054	0	0	0
其他筹资现金流	567	-786	-266	-270
现金净增加额	-35	-817	139	806

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6356	8540	11056	13877
营业成本	1732	2320	2943	3680
营业税金及附加	95	128	166	208
营业费用	1869	2660	3427	4267
管理费用	529	713	912	1138
研发费用	376	512	663	833
财务费用	226	299	345	345
资产减值损失	219	83	97	120
其他收益	39	35	39	49
公允价值变动收益	-38	-10	-12	-15
投资净收益	131	97	53	5
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1442	1946	2582	3325
营业外收入	42	45	47	50
营业外支出	11	15	19	24
利润总额	1474	1976	2610	3351
所得税	219	294	389	499
净利润	1255	1681	2221	2852
少数股东损益	36	34	42	54
归属母公司净利润	1219	1648	2179	2798
EBITDA	2036	2489	3255	4098
EPS (元)	0.68	0.92	1.22	1.57

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	40.1	34.4	29.5	25.5
营业利润(%)	24.8	34.9	32.7	28.8
归属于母公司净利润(%)	35.5	35.2	32.2	28.4
获利能力				
毛利率(%)	72.7	72.8	73.4	73.5
净利率(%)	19.2	19.3	19.7	20.2
ROE(%)	19.0	21.1	21.8	21.9
ROIC(%)	12.0	13.0	14.5	15.9
偿债能力				
资产负债率(%)	56.4	55.6	50.5	46.1
净负债比率(%)	59.9	51.6	36.2	18.7
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.92	1.22	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.96	1.21	1.74
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.33	5.55	7.12
估值比率				
P/E	40.0	29.6	22.4	17.4
P/B	7.7	6.3	4.9	3.8
EV/EBITDA	26.0	21.4	16.2	12.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033