

内生利润保持超 30% 较高增长，耗材集采不必过于悲观

——乐普医疗 (300003.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件:

公司发布 2019 年三季度报, 19Q1-3 实现收入 58.80 亿元、归母净利润 16.12 亿元, 扣非归母净利润 13.29 亿元, 分别同比增长 28.25%、40.99%、35.55%。实现 EPS 0.91 元, 业绩符合市场预期。

◆点评:

NeoVas 继续放量, 内生保持超 30% 较高增长。19Q1、19Q2、19Q3 收入同比增长 31%、35%、20%, 归母净利润同比增长 92%、13%、37%, 扣非归母净利润同比增长 40%、35%、32%。归母净利润增速波动较大原因在于非经常性损益; 收入和扣非净利润增速环比下降, 原因在于 4+7 扩围结果不确定, 原料药客户减少库存导致原料药 Q3 收入下滑 7%, 另外制剂产品降价综合导致。NeoVas 于 3 月下旬开始销售, 预计 19Q1-3 贡献收入近 2 亿元。剔除可降解支架, 预计原业务 19Q1-3 扣非归母净利润仍实现 25~30% 的较高增长。分板块看, 19Q1-3 器械收入 26.5 亿, 同比增长 27%; 制剂收入 24.6 亿, 同比增长 27%; 原料药收入 5.5 亿, 同比增长 46%。

两大品种双双中选, 后续耗材集采不必过于悲观。在 4+7 扩围中, 公司的氯吡格雷、阿托伐他汀两大主力品种顺利中选, 全国用量市占率将从现在的不到 10%, 迅速提升至 20-30%。我们认为该品种实际出厂价降幅较小, 有望于 2020 年显著贡献业绩, 业绩短期最大不确定性因素消除。后续高值耗材集采可能于 2020 年推广, 但耗材原本招采模式就是以医院为单位的低层次带量采购, 新政策并不会显著改变行业竞争要素, 不必过于悲观。

研发投入进入收获期, 打造创新器械产品群。公司 19Q1-3 研发投入 3.57 亿, 同比增长 35%。除了可降解支架已于 19 年 3 月获批, 一系列重磅产品有望自 19 年起陆续获批, 包括药物球囊、AI 系列产品、左心耳封堵器、纳米膜封堵器、第二代血栓弹力图仪、甘精胰岛素、DPP-4、GLP-1 等。

◆**盈利预测与投资评级:** 公司布局心血管和肿瘤两大药品细分领域, 远期空间大。我们维持 19-21 年 EPS 预测为 0.99/1.31/1.71 元, 分别同比 +45%/32%/31%, 对应 19-21 年 PE 为 28/21/16 倍, 维持“买入”评级。

◆**风险提示:** 降价超预期; NeoVas 放量低于预期; 并购整合不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,538	6,356	8,467	11,180	14,649
营业收入增长率	30.85%	40.08%	33.20%	32.05%	31.03%
净利润 (百万元)	899	1,219	1,763	2,326	3,052
净利润增长率	32.36%	35.55%	44.67%	31.95%	31.21%
EPS (元)	0.50	0.68	0.99	1.31	1.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.98%	19.16%	22.24%	23.65%	24.74%
P/E	54	40	28	21	16
P/B	7.6	7.7	6.2	5.0	4.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 25 日

买入 (维持)

当前价: 27.38 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)

021-52523872

songshuo@ebsec.com

市场数据

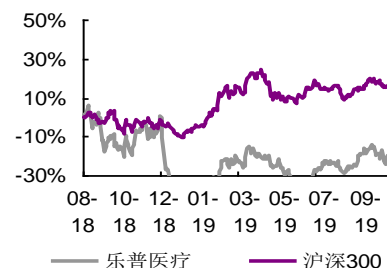
总股本(亿股): 17.82

总市值(亿元): 487.82

一年最低/最高(元): 17.90/33.63

近 3 月换手率: 59.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.35	7.23	-22.28
绝对	5.80	8.23	0.50

资料来源: Wind

相关研报

两大重磅药品 4+7 扩围中选, 最大不确定性因素消除——乐普医疗 (300003.SZ) 2019 年三季度报预告点评

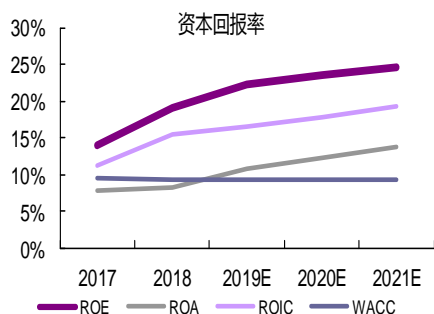
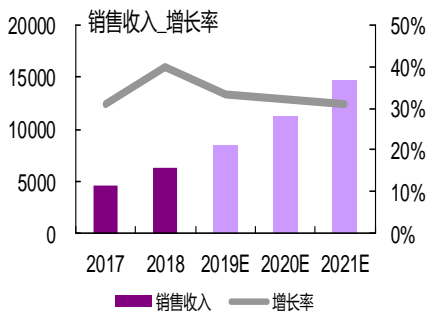
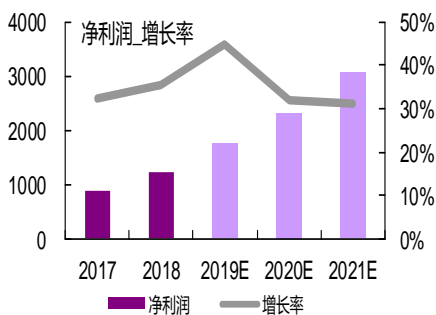
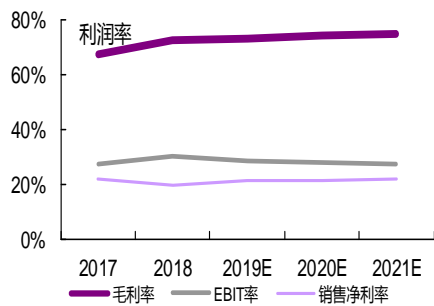
..... 2019-10-15

NeoVas 开始放量, 研发投入将进入密集收获期——乐普医疗 (300003.SZ) 2019 年中报点评

..... 2019-08-27

NeoVas 放量, 内生显著提速——乐普医疗 (300003.SZ) 2019 年中报预告点评

..... 2019-07-10



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,538	6,356	8,467	11,180	14,649
营业成本	1,487	1,732	2,267	2,859	3,721
折旧和摊销	228	267	76	91	106
营业税费	69	95	127	167	219
销售费用	1,062	1,869	2,286	3,354	4,497
管理费用	613	529	1,270	1,677	2,197
财务费用	107	226	325	358	376
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-8	131	0	0	0
营业利润	1,156	1,442	2,090	2,744	3,626
利润总额	1,195	1,474	2,118	2,815	3,726
少数股东损益	95	36	40	70	120
归属母公司净利润	899	1,219	1,763	2,326	3,052

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	12,791	15,113	16,551	19,442	23,104
流动资产	5,159	5,706	8,750	11,472	14,891
货币资金	2,265	2,220	4,233	5,590	7,325
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,632	1,970	2,887	3,772	4,829
应收票据	93	143	182	240	320
其他应收款	99	193	208	285	393
存货	702	786	1,027	1,317	1,696
可供出售投资	971	1,965	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	794	1,062	1,062	1,062	1,062
固定资产	1,133	1,279	1,536	1,775	1,999
无形资产	1,313	1,336	1,318	1,301	1,294
总负债	5,763	8,525	8,358	9,267	10,308
无息负债	1,773	2,505	2,757	3,343	4,172
有息负债	3,991	6,020	5,601	5,924	6,136
股东权益	7,027	6,588	8,193	10,175	12,796
股本	1,782	1,782	1,782	1,782	1,782
公积金	1,477	484	661	893	982
未分配利润	2,918	3,849	5,142	6,821	9,234
少数股东权益	598	226	266	336	456

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	913	1,501	1,507	2,029	2,679
净利润	899	1,219	1,763	2,326	3,052
折旧摊销	228	267	76	91	106
净营运资金增加	972	842	1,773	2,207	2,702
其他	-1,186	-827	-2,105	-2,596	-3,182
投资活动产生现金流	-1,700	-2,322	1,417	-293	-340
净资本支出	-716	-1,070	-16	-320	-340
长期投资变化	794	1,062	0	0	0
其他资产变化	-1,779	-2,315	1,433	27	0
融资活动现金流	974	768	-912	-379	-604
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,017	2,029	-419	323	212
无息负债变化	259	732	252	586	828
净现金流	180	-35	2,013	1,357	1,735

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.85%	40.08%	33.20%	32.05%	31.03%
净利润增长率	32.36%	35.55%	44.67%	31.95%	31.21%
EBITDA 增长率	34.13%	47.56%	14.26%	28.16%	28.70%
EBIT 增长率	35.20%	53.17%	26.23%	28.42%	29.06%
估值指标					
PE	54	40	28	21	16
PB	8	8	6	5	4
EV/EBITDA	35	24	21	17	13
EV/EBIT	42	28	22	17	14
EV/NOPLAT	50	33	26	20	16
EV/Sales	11	8	6	5	4
EV/IC	6	5	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	67.23%	72.75%	73.23%	74.43%	74.60%
EBITDA 率	32.56%	34.30%	29.42%	28.55%	28.05%
EBIT 率	27.53%	30.10%	28.52%	27.74%	27.32%
税前净利润率	26.35%	23.19%	25.01%	25.18%	25.44%
税后净利润率 (归属母公司)	19.81%	19.17%	20.82%	20.81%	20.84%
ROA	7.77%	8.30%	10.89%	12.33%	13.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.98%	19.16%	22.24%	23.65%	24.74%
经营性 ROIC	11.34%	15.59%	16.61%	17.95%	19.43%
偿债能力					
流动比率	1.60	1.13	1.57	1.79	2.03
速动比率	1.39	0.97	1.39	1.59	1.80
归属母公司权益/有息债务	1.61	1.06	1.42	1.66	2.01
有形资产/有息债务	2.24	1.84	2.33	2.69	3.20
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.68	0.99	1.31	1.71
每股红利	0.13	0.17	0.23	0.31	0.41
每股经营现金流	0.51	0.84	0.85	1.14	1.50
每股自由现金流(FCFF)	-0.20	0.11	0.25	0.13	0.27
每股净资产	3.61	3.57	4.45	5.52	6.93
每股销售收入	2.55	3.57	4.75	6.28	8.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼