CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

乐普医疗 300003.SZ

目标估值：NA
当前股价：17.07 元
2017 年 03 月 31 日

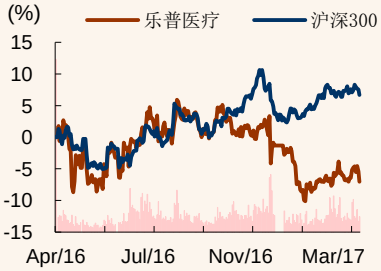
业务多点开花，平台日益完善，持续高成长可期

基础数据

上证综指	3210
总股本（万股）	178165
已上市流通股（万股）	141387
总市值（亿元）	304
流通市值（亿元）	241
每股净资产（MRQ）	3.1
ROE（TTM）	12.3
资产负债率	36.7%
主要股东	中国船舶重工集团公
主要股东持股比例	19.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-8	-0
相对表现	1	-13	-7



资料来源：港澳资讯、招商证券

相关报告

1、《乐普医疗（300003）—业绩符合预期，董事长连续增持彰显信心》2017-03-01

2、《乐普医疗（300003）—平台日益完善，业绩高速增长，继续推荐》2016-12-16

3、《乐普医疗（300003）—心血管全产业链平台日益完善，继续推荐》2016-03-31

李珊珊
0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

李勇剑
0755-83271617
liyj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

公司公布年报：16 年收入增 25%，净利增 30%，基本符合预期。预告一季报净利增 30%-40%。器械和药品板块均保持较快增长，医疗服务和新型医疗业态布局持续推进。后续器械新品种将逐步推出；药品板块高增长仍有望持续，公司心血管平台更加完善，业绩持续高增长值得期待。基于我国庞大的心血管疾病市场以及公司可能的国际化发展策略，我们认为乐普未来的成长空间巨大，维持推荐。

- **16 年净利增 30%，符合预期，一季报预增 30%-40%。**16 年收入 35 亿，增 25%，净利 6.8 亿，增 30%，扣非净利 6.6 亿，增 30%，基本符合我们预期，公司延续快速增长。剔除新增乐普药业 40%股权、艾德康 75.40%股权、宁波秉琨 63.05%股权、护生堂 100%股权等外延因素，公司内生净利 6.1 亿，增 20%，内生增长动力依然强劲。

- **财务指标：毛利率提升 5.6%，期间费用率提升 5.6%，经营性现金流净额增加 59%。**毛利率提升主要与药品板块毛利率提升 22%有关，我们判断药品板块毛利率提升一方面来自制剂业务占比加大，另一方面新东港原料药产品结构调整后毛利率提升 13%。销售费用增加 48%，主要来自并表因素以及药品渠道开拓。管理费用增加 37%，主要来自并表和研发投入、移动医疗及医疗服务等新业务的投入加大以及业务扩展后带来的管理成本上升。财务费用增加 95%，主要是融资规模扩大导致利息支出增加，但体量较小，对公司业绩影响有限。经营性现金流净额 6.9 亿，增加 59%，主要因为公司严控原料药票据结算节奏，制剂药品资金回流较快，控制器械板块终端医院及代理商信用额度。应收账款 12 亿，同比仅增加 3%，其中医院客户 6.6 亿，增加 18%，非医院客户 6.3 亿，下降 7.8%。

- **器械板块多点开花，后续新品推出值得期待。**器械整体收入 21 亿，增长 17%，净利 5.2 亿，增 7%。**支架**收入 9.6 亿，增 18%，其中 Partner 下降 26%，Nano 增长 40%，占比进一步提升。封堵器收入 1 亿，增 1%；吻合器收入 1.4 亿。海外业务 1.2 亿，增 16%。介入治疗实现设备和耗材收入 4 亿，增 50%。IVD 收入 2 亿，增 49%。**器械板块未来看点：**支架业务中高毛利 **Nano 支架**占比提升，在研**全降解支架**通过创新医疗器械特别审批审核，预计 18 年上半

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2769	3468	4335	5418	6740
同比增长	66%	25%	25%	25%	24%
营业利润(百万元)	684	864	1146	1494	1933
同比增长	32%	26%	33%	30%	29%
净利润(百万元)	521	679	894	1159	1494
同比增长	23%	30%	32%	30%	29%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.50	0.65	0.84
PE	58.4	44.8	34.0	26.2	20.4
PB	6.3	5.5	4.9	4.2	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

年获批，新品毛利空间是现有产品 3-5 倍。新获批**双腔起搏器**力争 17 年植入 5000 台。预计整个器械板块在全降解支架上市前可维持 20%-25%增长，全降解支架上市后有望实现跨越式增长。

- **药品板块继续高增长，外延仍然值得期待。**药品板块收入 12 亿，增 32%，实现利润 3.5 亿，增 122%。扣除少数股东损益的影响后，实现归属于上市公司股东的净利润为 3 亿。综合考虑分摊母公司对乐普药业销售、研发、管理的相关成本，药品板块实际实现净利润 3.1 亿，增 100%。其中乐普药业收入 5.9 亿，增 118%，净利 2.4 亿，增 108%。新东港收入 5.6 亿，其中制剂收入 1.6 亿，增 150%；原料药 4 亿，下降 22%，实现净利 1 亿，增 129%。公司药品板块两大主力品种氯吡格雷 2016 年收入 4.4 亿（15 年 1.98 亿），阿托伐他汀 2016 年收入 1.67 亿（15 年 6254 万），两者均为临床刚需用药，基层医院和药店端仍有较大开拓空间，仍有高速增长潜力。未来不排除在糖尿病治疗领域有产品引入。药品板块基数不高，产品可开拓空间大，未来有望保持 60%以上增速。

- **医疗服务和新型医疗业态持续推进。医疗服务收入 1.4 亿，增 71%:** 收购安徽省高新心血管专科医院，逐步建设二三线城市心血管专科医院群。截止 2016 年底基层县医院合作导管室一百余家。继续布局乐普心血管网络医院、区域性心血管网络医院及基层诊所（即药店诊所）等三级远程医疗体系，公司已签约药店诊所四百余家，接受远程医疗服务患者十万余人。网络医院仍处于投入建设期，尚未实现营业收入，相关成本费用 2526 万。乐普基因新三板上市，2016 年实现收入 1 亿，增长 84%。持续推进“一键式”家庭医生服务和健康体检业务的市场推广工作，新安装完成“一键式”智能呼叫终端设备 13300 台，总装机量九万余台，实现收入 1354 万元，增 7%。**新型医疗业态：（1）移动医疗：**同心 APP 及微信公众号注册及关注用户达到 26.5 万人，活跃用户 2.8 万人。护生堂电商收入 3915 万。移动医疗业务仍处于培育期，相关各项投入共计 6173 万。**（2）金融业务**收入 1949 万。**（3）战略股权投资：**投资睿健医疗 18%股权，战略布局慢性肾病血液净化领域；以 20.2%股权投资快舒尔胰岛素无针注射器；投资美国 Quanterix 公司 5.35%股权，该公司研发的超高精密蛋白检测技术，是液体活检领域中最新应用技术；投资君实生物，其旗下的 PCSK9 品种是“后立普妥时代”最强大的大分子单抗体生物降脂新药。

- **董事长和高管多次增持，彰显信心，股价具备安全边际。**公司董事长蒲总自 16 年 12 月至今已连续 3 次增持公司股票，累计金额 3096 万，均价 17.33 元/股。高级副总经理郭同军先生分别于 16 年 11 月和 17 年 1 月增持，累计金额 1480 万，均价 18.23 元/股。此外 16 年 12 月公司以 18.88 元/股的价格定增募资 7 亿。当前股价 17 元，低于高管增持价和定增价，具备一定安全边际。

- **维持推荐。**公司心血管全产业链平台战略执行力非常强，内生和外延双轮驱动公司业绩保持较快增长，长期看好，预测 17 年净利增 32%，维持推荐。

- **风险提示：产品价格下跌，业务整合风险。**

图 1 乐普医疗四位一体心血管医疗大健康全产业链平台

资料来源：公司公告，招商证券

表 1: 乐普医疗 2016 年母公司、合并报表经营分析

单位：百万元、%	合并报表 2016A	合并报表 增长(率)	母公司报表 2016A	母公司报表 增长(率)
营业收入	3,468	25.2%	903	1.1%
营业利润	864	26.3%	386	-1.6%
利润总额	891	27.1%	390	-1.6%
净利润	679	30.4%	355	1.6%
扣非后净利润	663	30.3%		
EPS	**0.38**	**30.4%**	**0.20**	**1.6%**
扣非后 EPS	0.37	30.3%		
每股经营现金流(元)	**0.39**	**58.5%**	**0.09**	**-41.5%**
毛利率	**61.0%**	**5.6%**	**78.7%**	**2.2%**
营业费用率	18.4%	2.8%	22.9%	0.6%
管理费用率	13.7%	1.2%	21.3%	6.1%
财务费用率	1.7%	0.6%	6.5%	3.5%
期间费用率	33.8%	4.6%	50.7%	10.3%
利润率	25.7%	0.4%	43.2%	-1.2%
实际所得税率	16.2%	1.2%	9.0%	-2.9%
净利率	**21.5%**	**0.0%**	**39.3%**	**0.0%**
ROA（年化总资产收益率）	8.7%	-1.6%		
ROE（年化净资产收益率）	13.1%	0.0%		
ROIC（投入资本回报率）	10.2%	-1.2%		
营业周期（天）	270	28		
存货周转天数	145	33		
应收账款周转天数	125	-5		
资产负债率	36.7%	6%		

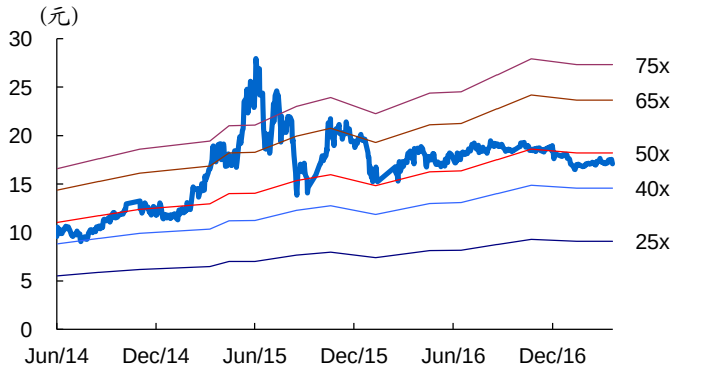
资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 乐普医疗单季度、季度累计经营分析

单位:百万元	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	15A	16A
一、营业总收入	947	428	432	444	629	703	643	794	799	877	849	943	2769	3468
二、营业总成本	485	283	296	323	464	514	484	629	582	623	631	765	2093	2601
其中:营业成本	302	160	157	161	299	320	280	338	335	333	328	358	1237	1354
营业税金及附加	11	4	7	5	7	7	7	10	8	10	10	21	31	49
销售费用	128	77	92	100	83	101	104	144	121	152	162	204	432	638
管理费用	45	39	41	55	71	71	81	125	103	115	111	148	347	477
财务费用	-4	-3	-3	-1	1	6	14	6	10	8	18	21	29	57
资产减值损失	2	6	2	3	3	10	-2	6	6	4	3	14	17	27
三、其他经营收益	39	0	0	2	2	2	2	3	2	1	-2	-4	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	0	0	2	2	2	2	3	2	1	-2	-4	9	-2
四、营业利润	501	145	136	123	167	191	166	160	219	255	216	174	684	864
加：营业外收入	4	4	2	14	5	18	6	-8	8	4	7	11	21	30
减：营业外支出	0	0	0	0	0	1	0	3	0	1	1	2	4	3
五、利润总额	505	149	138	136	172	208	172	149	227	259	222	183	701	891
减：所得税	77	23	22	20	28	28	24	25	37	41	39	28	105	144
六、净利润	428	125	116	116	144	180	149	124	190	219	183	155	596	747
减：少数股东损益	0	8	8	12	15	20	21	19	13	18	17	20	75	67
七、归属母公司净利润	427	117	108	105	128	160	128	105	177	201	166	136	521	679
EPS	**0.65**	**0.07**	**0.06**	**0.06**	**0.07**	**0.09**	**0.07**	**0.06**	**0.10**	**0.11**	**0.09**	**0.08**	**0.29**	**0.38**
收入增长率	**-2.2%**	**36.9%**	**25.4%**	**25.8%**	**72.8%**	**64.2%**	**48.8%**	**78.7%**	**27.0%**	**24.8%**	**32.0%**	**18.8%**	**65.9%**	**25.2%**
毛利率	68.1%	62.6%	63.7%	63.8%	52.5%	54.5%	56.4%	57.4%	58.0%	62.0%	61.3%	62.1%	55.3%	61.0%
营业利润率	52.9%	33.8%	31.4%	27.7%	26.6%	27.1%	25.9%	20.1%	27.4%	29.1%	25.4%	18.5%	24.7%	24.9%
净利率	45.1%	27.4%	24.9%	23.6%	20.4%	22.7%	19.8%	13.3%	22.1%	22.9%	19.6%	14.4%	18.8%	19.6%
营业费率	13.5%	17.9%	21.2%	22.4%	13.2%	14.4%	16.2%	18.1%	15.1%	17.4%	19.1%	21.6%	15.6%	18.4%
管理费率	4.8%	9.2%	9.6%	12.4%	11.3%	10.1%	12.5%	15.7%	12.8%	13.1%	13.1%	15.7%	12.5%	13.7%
财务费率	-0.4%	-0.8%	-0.7%	-0.1%	0.2%	0.8%	2.1%	0.7%	1.3%	0.9%	2.1%	2.2%	1.1%	1.7%
实际税率	15.3%	15.6%	16.0%	14.8%	16.5%	13.4%	13.8%	16.7%	16.4%	15.7%	17.5%	15.1%	15.0%	16.2%
净利润增长率	**11.5%**	**24.0%**	**23.4%**	**20.5%**	**37.3%**	**36.0%**	**18.6%**	**0.5%**	**37.7%**	**25.7%**	**30.2%**	**28.9%**	**23.1%**	**30.4%**

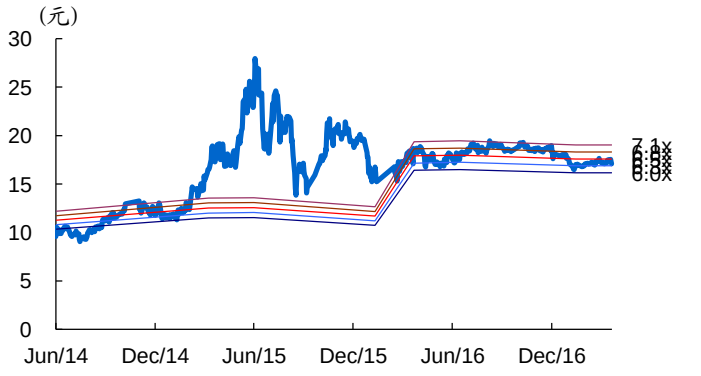
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 乐普医疗历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 3: 乐普医疗历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3815	4143	4424	5777	7513
现金	1865	1910	1686	2364	3294
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	58	75	93	117	145
应收款项	1183	1219	1499	1874	2332
其它应收款	52	77	97	121	150
存货	519	574	692	857	1043
其他	139	288	357	444	549
非流动资产	3915	5357	5480	5589	5685
长期股权投资	269	560	560	560	560
固定资产	899	1106	1294	1461	1608
无形资产	456	532	479	431	388
其他	2292	3159	3147	3137	3129
资产总计	**7730**	**9500**	**9904**	**11366**	**13198**
流动负债	2003	2035	1630	1952	2315
短期借款	600	650	0	0	0
应付账款	276	319	389	482	587
预收账款	103	104	127	158	192
其他	1023	963	1113	1312	1536
长期负债	389	1452	1452	1452	1452
长期借款	310	729	729	729	729
其他	79	723	723	723	723
负债合计	**2391**	**3487**	**3082**	**3403**	**3767**
股本	872	1782	1782	1782	1782
资本公积金	1949	1227	1227	1227	1227
留存收益	1986	2526	3246	4271	5592
少数股东权益	532	479	568	683	831
归属于母公司所有者权益	4807	5534	6254	7280	8600
负债及权益合计	**7730**	**9500**	**9904**	**11366**	**13198**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	436	692	977	1167	1452
净利润	521	679	894	1159	1494
折旧摊销	136	178	194	208	220
财务费用	45	76	55	33	27
投资收益	(9)	2	2	2	2
营运资金变动	(369)	(297)	(266)	(362)	(452)
其它	112	53	98	126	161
投资活动现金流	(1216)	(1439)	(319)	(319)	(319)
资本支出	(165)	(123)	(319)	(319)	(319)
其他投资	(1052)	(1316)	0	0	0
筹资活动现金流	2103	778	(881)	(170)	(203)
借款变动	1086	273	(650)	0	0
普通股增加	60	910	0	0	0
资本公积增加	1197	(722)	0	0	0
股利分配	(232)	(249)	(175)	(134)	(174)
其他	(9)	566	(57)	(36)	(29)
现金净增加额	1323	31	(224)	678	930

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2769	3468	4335	5418	6740
营业成本	1237	1354	1654	2049	2495
营业税金及附加	31	49	61	76	95
营业费用	432	638	798	997	1240
管理费用	347	477	594	742	923
财务费用	29	57	55	33	27
资产减值损失	17	27	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	684	864	1146	1494	1933
营业外收入	21	30	30	30	30
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	701	891	1173	1520	1959
所得税	105	144	190	246	317
净利润	596	747	983	1275	1643
少数股东损益	75	67	89	115	148
归属于母公司净利润	521	679	894	1159	1494
EPS（元）	0.29	0.38	0.50	0.65	0.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	66%	25%	25%	25%	24%
营业利润	32%	26%	33%	30%	29%
净利润	23%	30%	32%	30%	29%
获利能力					
毛利率	55.3%	61.0%	61.8%	62.2%	63.0%
净利率	18.8%	19.6%	20.6%	21.4%	22.2%
ROE	10.8%	12.3%	14.3%	15.9%	17.4%
ROIC	9.7%	10.5%	13.3%	14.7%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	30.9%	36.7%	31.1%	29.9%	28.5%
净负债比率	11.8%	14.5%	7.4%	6.4%	5.5%
流动比率	1.9	2.0	2.7	3.0	3.2
速动比率	1.6	1.8	2.3	2.5	2.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	3.2	2.5	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	2.8	2.9	3.2	3.2	3.2
应付帐款周转率	6.5	4.6	4.7	4.7	4.7
每股资料（元）					
每股收益	0.29	0.38	0.50	0.65	0.84
每股经营现金	0.24	0.39	0.55	0.65	0.81
每股净资产	2.70	3.11	3.51	4.09	4.83
每股股利	0.14	0.10	0.08	0.10	0.13
估值比率					
PE	58.4	44.8	34.0	26.2	20.4
PB	6.3	5.5	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	37.0	28.8	21.4	17.2	13.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，9 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

团队荣誉：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名。2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。