器械龙头成长确定性高

乐普医疗(300003)

投资评级：买入（上调评级）

当前价格(元):	17.07
合理价格区间(元):	19.0~21.00

万明亮 研究员 执业证书编号：S0570517010001 wanmingliang@htsc.com

代雯 研究员 执业证书编号：S0570516120002 021-28972078 daiwen@htsc.com

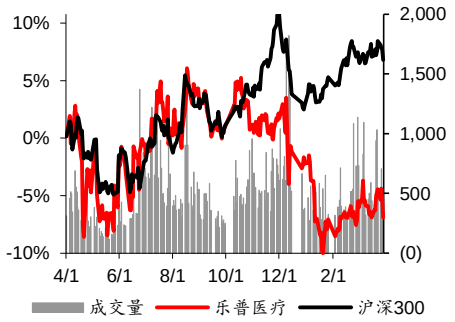
相关研究

1《乐普医疗(300003):主业持续增长，业务格局渐向国际拓展》2016.04

2《乐普医疗(300003):器械服务双高增长，药品整合大放异彩》2016.03

3《乐普医疗(300003):心血管业态闭环完善，多元化战略起航》2016.02

股价走势图



资料来源：Wind

2016年业绩基本符合预期

公司2016年实现营业收入34.7亿(+65.3%)，归属母公司股东净利润6.79亿（+30.4%），扣非净利润6.63亿（+30.3%），EPS 0.39元。业绩基本符合预期。公司拟不超过1.5亿元收购北京恩济和生物100%股权，并预告2017Q1归母净利润同比增长30%-40%。

器械业务稳健成长

16年器械收入17.96亿元（+21.4%），稳健成长。值得关注的是：1. 心血管支架收入9.6亿（+17.8%，预计略高于行业平均），nano（收入+40.4%）逐渐替代partner（收入-26.1%），保障了支架业务毛利率稳定。2. 新增外科吻合器业务收入1.39亿元，公司更换该业务营销团队，未来3年有望快速增长。3. IVD业务收入2.07亿（+48.8%），仍然基数很低。本次收购恩济和获得83个生化试剂注册证，有望与艾德康、雅联百得等诊断设备和渠道公司形成良好协同。4. 双腔起搏器16年获批，17年开始上市销售。有望逐步实现进口替代将初见端倪。5.可降解支架临床随访数据收集完毕。

药品业务超预期，预计持续快速增长

15年药品板块收入11.6亿（+31%）。值得关注的是：1. 氯吡格雷收入+123%超预期。16年新增8个省市中标（在山西、福建、广东独家中标），有望继续维持高增长。2. 阿托伐他汀收入+167%，医院端与药店端销售各占一半。16年该产品新增5个省市中标，未来继续覆盖更多药店，该产品市场潜力很大。3. 16年收购的氨氯地平、缬沙坦等重磅品种在转换包装后将在17年下半年销售，给药品业务带来纯增量。4. 药品一致性评价有序推进，预计氯吡格雷与阿托伐他汀BE实验在17年完成，氨氯地平、缬沙坦等品种药学及工艺一致性研究也将同步进行。

大健康全产业平台优势明显，上调为“买入”评级

预测17-19年EPS为0.50/0.64/0/78元，同比增长31%/29%/21%,当前股价对应的PE为34/27/22倍。考虑到公司致力于打造心血管大健康全产业链平台，未来业绩成长的确定性强，理应有一定的估值溢价，给予17年EPS 38-42倍，上调为“买入”评级，目标价19-21元。

风险提示：药品与高值耗材招标降价。

公司基本资料

总股本（百万股）	1,782
流通A股（百万股）	1,414
52周内股价区间（元）	16.50-37.88
总市值（百万元）	30,413
总资产（百万元）	9,500
每股净资产（元）	3.11

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,769	3,468	4,440	5,170	5,933
+/-%	65.93	25.25	28.04	16.44	14.76
净利润（百万元）	520.89	679.26	891.77	1,147	1,383
+/-%	23.09	30.40	31.29	28.65	20.55
EPS（元，最新摊薄）	0.29	0.38	0.50	0.64	0.78
PE（倍）	58.39	44.77	34.10	26.51	21.99

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

公司收入增长确定性高

17-19 年公司增长确定性高。器械业务中双腔起搏器、外科器械（吻合器）、基层医院介入耗材、以及体外诊断试剂预计都将保持 30%以上增长。药品板块，乐普药业的氯吡格雷和新东港的阿托伐他汀受益于新一轮招标将在基层与药店扩大覆盖范围，持续高增长。总体来说，公司未来 3 年增长的确定性较高。

图表1： 公司收入分析及关键假设（百万元）

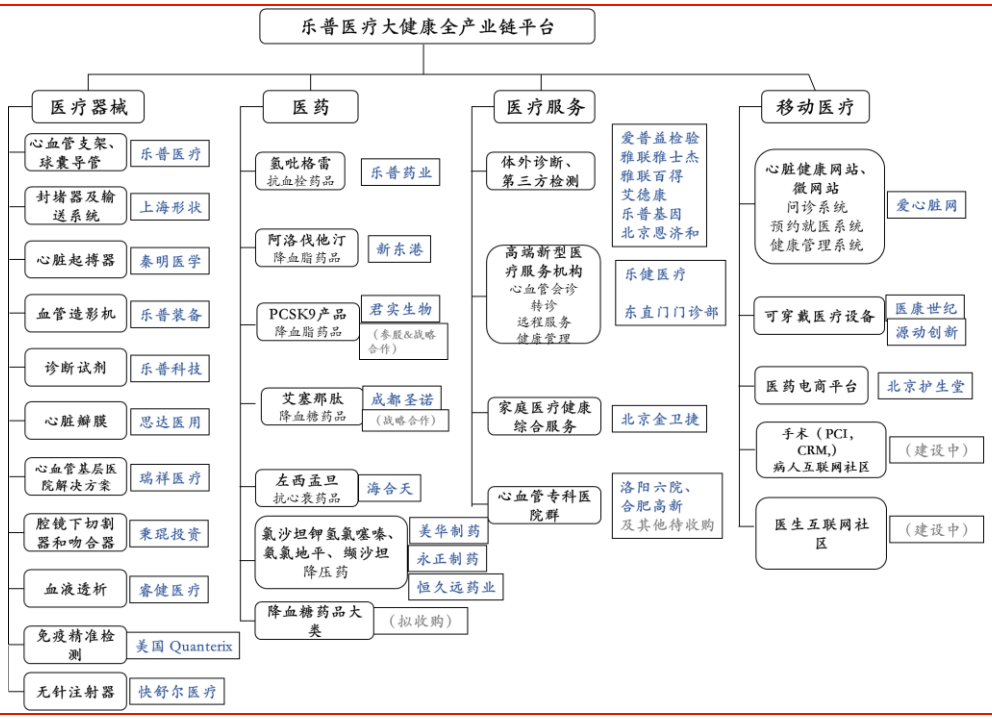
		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入		**3,468**	**4,440**	**5,170**	**5,933**
	医疗器械	**2,108**	**2,631**	**2,955**	**3,246**
	其中：				
	支架系统	965	1,032	1,084	1,138
	封堵器	102	107	112	118
	心脏起搏器	0	150	180	216
	外科器械（秉琨）	139	180	226	282
	基层医院介入耗材	406	528	634	697
	体外诊断试剂	207	289	376	451
	医学产品代理配送	343	343	343	343
	药品	**1,155**	**1,564**	**1,924**	**2,346**
	其中：				
	乐普药业	587	822	1,068	1,389
	新东港	559	742	855	957
	策略性业务	**60**	**72**	**83**	**92**
	医疗服务	**144**	**173**	**208**	**250**
收入增速		**25.2%**	**28.0%**	**16.4%**	**14.8%**
	医疗器械	**17.3%**	**24.8%**	**12.3%**	**9.8%**
	其中：				
	支架系统	17.7%	7.0%	5.0%	5.0%
	封堵器	1.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	心脏起搏器			20.0%	20.0%
	外科器械（秉琨）	127.7%	30.0%	25.0%	25.0%
	基层医院介入耗材	49.5%	30.0%	20.0%	10.0%
	体外诊断试剂	48.8%	40.0%	30.0%	20.0%
	医学产品代理配送	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	药品	**31.6%**	**35.3%**	**23.0%**	**22.0%**
	其中：				
	乐普药业	118.3%	40.0%	30.0%	30.0%
	新东港	-3.3%	32.8%	15.3%	11.9%
	策略性业务	**515.7%**	**20.0%**	**15.0%**	**10.0%**
	医疗服务	**70.9%**	**20.0%**	**20.0%**	**20.0%**

注：黄色标亮部分为关键假设。资料来源：华泰证券研究所

大健康全产业链平台持续完善

公司是国内最大的心血管器械、药品、保健品、服务的综合提供商。通过发展各种产品、服务，构建新型医疗业态。满足人们在血管疾病领域防病（诊断试剂、第三方医检所）、治病（器械、药品、心血管医院）、养病（心血管网络医院和保健品）全生命周期需求。其丰富的产品线与规模优势构筑了公司的核心竞争力，与下游基层医疗机构、药店、患者粘性高，难以被竞争对手所复制，因此未来持续增长的确定性高。

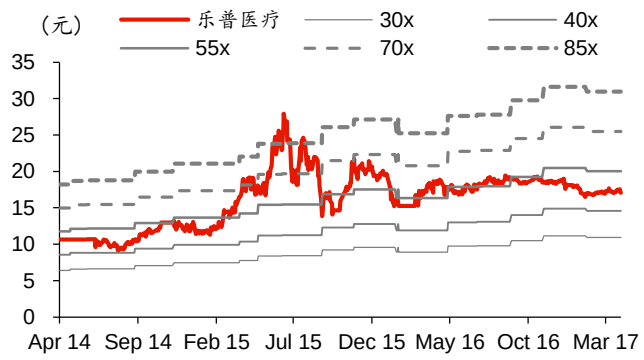
图表2： 乐普全产业链平台示意图



资料来源：华泰证券研究所

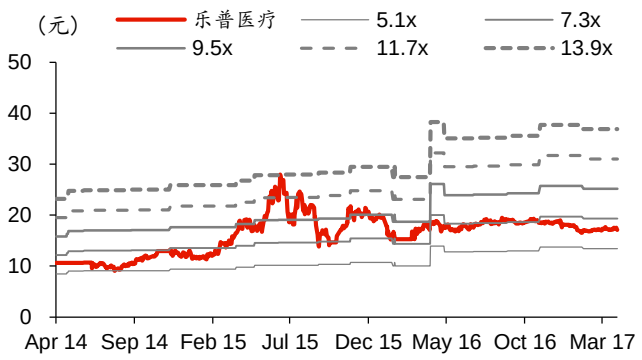
PE/PB - Bands

图表3： 乐普医疗历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 乐普医疗历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,815	4,143	5,116	6,315	7,970
现金	1,865	1,910	1,810	2,572	3,703
应收账款	1,183	1,219	1,561	1,818	2,086
其他应收账款	51.57	77.29	98.97	115.24	132.25
预付账款	121.46	110.38	145.87	170.38	194.76
存货	518.56	574.16	763.23	895.20	1,027
其他流动资产	75.98	252.27	737.13	744.14	827.79
非流动资产	3,915	5,357	5,396	5,459	5,545
长期投资	268.63	560.40	560.40	560.40	560.40
固定投资	898.78	1,106	1,028	973.12	944.17
无形资产	455.76	531.94	600.70	662.75	718.75
其他非流动资产	2,292	3,159	3,207	3,262	3,321
资产总计	7,730	9,500	10,512	11,773	13,515
流动负债	2,003	2,035	2,067	2,066	2,288
短期借款	600.43	649.66	444.02	258.51	296.67
应付账款	275.63	318.74	421.21	491.98	562.38
其他流动负债	1,127	1,067	1,202	1,316	1,428
非流动负债	388.60	1,452	1,452	1,452	1,452
长期借款	310.00	729.00	729.00	729.00	729.00
其他非流动负债	78.60	722.72	722.72	722.72	722.72
负债合计	2,391	3,487	3,519	3,518	3,739
少数股东权益	531.71	478.93	567.48	681.41	818.76
股本	871.79	1,782	1,782	1,782	1,782
资本公积	1,951	1,144	1,227	1,227	1,227
留存公积	1,986	2,526	3,418	4,565	5,948
归属母公司股	4,807	5,534	6,426	7,573	8,957
负债和股东权益	7,730	9,500	10,512	11,773	13,515

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	436.46	691.89	445.38	1,310	1,484
净利润	520.89	679.26	891.77	1,147	1,383
折旧摊销	136.13	177.63	201.46	214.30	228.84
财务费用	29.49	57.42	80.28	70.78	60.63
投资损失	(8.81)	2.21	2.21	2.21	2.21
营运资金变动	(351.69)	(334.07)	(827.72)	(246.88)	(337.26)
其他经营现金	110.44	109.44	97.38	122.76	146.17
投资活动现金	(1,216)	(1,439)	(255.71)	(292.21)	(330.37)
资本支出	164.70	123.09	222.01	258.51	296.67
长期投资	82.64	826.02	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	969.12	489.61	33.70	33.70	33.70
筹资活动现金	2,103	777.93	(289.55)	(256.29)	(22.47)
短期借款	365.43	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	310.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	59.79	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,199	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	169.27	777.93	(289.55)	(256.29)	(22.47)
现金净增加额	1,323	31.10	(99.88)	761.98	1,131

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,769	3,468	4,440	5,170	5,933
营业成本	1,237	1,354	1,789	2,090	2,389
营业税金及附加	30.72	48.62	62.26	72.49	83.20
营业费用	432.17	638.06	777.04	853.08	919.69
管理费用	347.34	476.54	577.23	594.57	682.35
财务费用	29.49	57.42	80.28	70.78	60.63
资产减值损失	16.83	26.54	8.83	8.83	8.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(8.81)	2.21	2.21	2.21	2.21
营业利润	684.04	864.21	1,143	1,478	1,787
营业外收入	21.26	29.92	30.00	30.00	30.00
营业外支出	4.36	3.17	3.17	3.17	3.17
利润总额	700.94	890.96	1,170	1,505	1,814
所得税	104.95	144.25	189.39	243.66	293.73
净利润	595.99	746.71	980.33	1,261	1,520
少数股东损益	75.10	67.45	88.56	113.93	137.34
归属母公司净利润	520.89	679.26	891.77	1,147	1,383
EBITDA	853.17	1,117	1,425	1,763	2,077
EPS (元)	0.29	0.38	0.50	0.64	0.78

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	65.93	25.25	28.04	16.44	14.76
营业利润	32.34	26.34	32.25	29.33	20.92
归属母公司净利润	23.09	30.40	31.29	28.65	20.55
获利能力 (%)					
毛利率	55.32	60.95	59.70	59.57	59.73
净利率	18.81	19.59	20.08	22.19	23.31
ROE	13.11	13.14	14.91	16.39	16.73
ROIC	16.65	16.34	17.65	20.21	22.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.94	36.70	33.47	29.88	27.67
净负债比率 (%)	38.07	39.54	33.34	28.07	27.43
流动比率	1.91	2.04	2.48	3.06	3.48
速动比率	1.65	1.75	2.11	2.62	3.04
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.40	0.44	0.46	0.47
应收账款周转率	2.77	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	6.51	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.38	0.50	0.64	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.39	0.25	0.74	0.83
每股净资产(最新摊薄)	2.70	3.11	3.61	4.25	5.03
估值比率					
PE (倍)	58.39	44.77	34.10	26.51	21.99
PB (倍)	6.33	5.50	4.73	4.02	3.40
EV_EBITDA (倍)	35.65	27.22	21.35	17.25	14.64

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com