渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

公司季报点评

整体业绩稳健增长，药品制剂业务表现突出

——乐普医疗（300003）一季报点评

分析师： 任宪功 SAC NO: S1150511010012 2017 年 04 月 27 日

医药生物——医疗器械

证券分析师

任宪功

010-68784237

renxg@bhzq.com

助理分析师

王斌

SAC NO S1150116090003

022-23861355

wangbin_bhzq@163.com

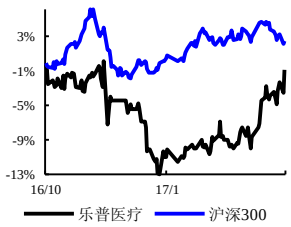
评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 18.67

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《内生外延双轮驱动，全产业链平台优势尽显——乐普医疗(300003)调研简报》2017-04-18

事件：

公司发布了 2017 年 1 季报。报告期内公司实现营业收入 10.32 亿元，同比增长 29.16%；归属上市公司股东净利润 2.32 亿元，同比增长 31.16%，基本符合预期。

投资要点：

- **收入稳健增长，多项业务齐头并进**

报告期内公司营业收入同比增长 29.16%，主要是由于医疗器械板块中的支架系统、血管吻合器、基层医院业务以及药品板块销售收入快速增长所推动。受益于支架、外科器械及 IVD 等业务继续保持稳定增长，医疗器械实现营业收入 57672.06 万元，同比增长 19.49%。根据公开报道，2016 年我国 PCI 手术例数超过 66 万例，同比增速为 17.4%，增速已经连续 3 年出现回升，我们认为随着 PCI 手术在县级等基层医院的逐步推广，渗透率的提升将持续助推 PCI 手术例数维持稳定增长，从而带动公司医疗器械板块之中占主导地位的支架产品销售收入继续提升。药品制剂业务高速增长，实现营业收入 29249.82 万元，同比增长 94.78%；制剂产品之中阿托伐他汀钙招标进展顺利，在 2017 年完成了黑龙江、福建等 4 省市的招标工作，由于之前阿托伐他汀钙在 OTC 渠道的销量占到了 50-70%，在新一轮招标完成后产品在医院市场的销售规模有望持续提升。在其他板块之中，医疗服务实现营业收入 4358.82 万元，同比增长 90.74%，乐普基因中基因检测、无创产筛等第三方检测业务也呈现稳步增长态势。整体来看，公司多项业务发展态势良好，内生性增长动力充足。

- **销售费用提升较大，短期投入的增加有利于未来持续增长**

公司 1 季度整体毛利率为 63.53%，相比于去年同期增加了 5.51%，主要是由于高毛利产品如药品制剂等销售收入大幅增长所拉动。费用方面，1 季度销售费用为 19454.24 万元，同比增长 61.34%，剔除新增子公司的影响之后同比增长 54.18%，销售费用率由 15.10%提高到了 18.86%，主要系新收购药品公司的整合，公司的药品品种进一步丰富，在药品销售平台的整合、销售团队的配置布局以及市场推广的投入方面都有所增加。财务费用为 1707.11 万元，增幅为 69.80%，主要系随着公司融资规模扩大，利息支出增加所致。管理费用为 12356.11 万元，同比增长 20.53%，管理费用率相比于去年同期略有降低。公司 1 季度总体费用率为 32.49%，相比于去年同期增加了 3.3%。我们认为公司于 2016 年新获得了苯磺酸氨氯地平、缬沙坦、氯沙坦钾氢氯噻嗪等重磅品种，短期内销售费用的提升虽然拉低了利润，但从长期来看有利于新产品的推广，提高公司药品制剂板块增长潜力。

- **着眼未来抢先布局，研发项目稳步推进**

报告期内，公司研发支出 5672.43 万元，较上年同期增长 35.76%，占自产产

品销售收入的 6.24%。主要研究项目进展顺利，完全可降解聚合物支架项目多中心随机对照临床试验（RCT 试验）已完成一年造影随访，单组注册登记临床试验（REGISTRY 试验）已部分完成一年临床随访。左心耳封堵器及输送装置项目已完成临床植入，已部分完成一年临床随访工作。药品方面，公司全力快速推进药品质量一致性评价研究，硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙等产品的药学研究及处方工艺优化研究进展顺利，取得阶段研究成果。正在加紧推进苯磺酸氨氯地平、缬沙坦等品种药学及工艺一致性研究。未来随着可降解支架的上市，公司支架产品品种将更加齐全，有助于支架产品整体竞争力的提升；主导产品一致性评价通过之后，在招标之中划分竞价组时将具有一定优势，有利于维护产品价格体系，加快进口替代进程。

● 盈利预测和投资评级

公司已经实现了在心血管疾病全产业链领域的布局，涉及器械、药品、诊断和医疗服务等诸多领域。总体来看，公司各项业务均具有较好的成长性，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.51 元、0.68 元和 0.87 元，维持“增持”投资评级。

风险提示：新产品推广进度不及预期；内部整合效果不佳；商誉出现减值。

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2769	3468	4241	5181	6201
(+/-)%	65.93%	25.25%	22.29%	22.18%	19.68%
经营利润（EBIT）	737	952	1254	1639	2047
(+/-)%	40.15%	29.16%	31.80%	30.70%	24.88%
归母净利润	521	679	907	1214	1546
(+/-)%	23.16%	30.32%	33.58%	33.85%	27.34%
每股收益（元）	0.29	0.38	0.51	0.68	0.87

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1691	1699	2332	2850	3411
应收票据和账款	1241	1294	2061	2038	2868
预付款项	121	110	189	158	243
其他应收款	52	77	80	112	118
存货	519	574	594	759	802
其他流动资产	18	173	173	173	173
长期股权投资	269	560	560	560	560
固定资产	899	1106	1085	1006	1086
在建工程	107	59	82	164	80
长期应收款	29	149	149	149	149
无形资产	456	532	628	541	455
长期待摊费用	42	63	31	0	0
商誉	1799	2069	2069	2069	2069
资产总计	7527	9245	10620	11153	12574
短期借款	600	650	1354	549	1323
应付票据及账款	327	388	215	483	322
预收款项	103	104	155	162	217
其他应付款	334	130	130	130	130
其他流动负债	513	606	606	606	606
长期应付款	0	30	30	30	30
专项应付款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	310	1324	1324	1324	724
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	2188	3231	3813	3284	3352
股东权益合计	5339	6013	6807	7869	9222

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	596	747	998	1334	1700
折旧与摊销	136	177	190	190	164
经营活动现金流	430	689	295	1746	861
投资活动现金流	-1216	-1438	-82	--82	-80
融资活动现金流	2103	778	420	-1146	-220
现金净变动	1319	30	633	517	561
期初现金余额	350	1669	1699	2332	2850
期末现金余额	1669	1699	2332	2850	3411

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2769	3468	4241	5181	6201
营业成本	1237	1354	1614	1869	2156
营业税金及附加	31	49	59	73	87
销售费用	432	638	770	941	1126
管理费用	347	477	524	641	767
财务费用	29	57	81	69	47
资产减值损失	17	27	19	19	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	-2	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	684	864	1174	1570	2000
营业外收支净额	17	28	0	0	0
税前利润	701	891	1174	1570	2000
减：所得税	105	144	176	234	300
净利润	596	747	998	1334	1700
归属于母公司的净利润	521	679	907	1214	1546
少数股东损益	75	67	90	121	154
基本每股收益	0.29	0.38	0.51	0.68	0.87
稀释每股收益	0.29	0.38	0.51	0.68	0.87

财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营收增长率	65.93%	25.25%	22.29%	22.18%	19.68%
EBIT 增长率	40.15%	29.16%	31.80%	30.70%	24.88%
净利润增长率	31.79%	25.29%	33.60%	33.77%	27.37%
盈利性					
销售毛利率	55.32%	60.95%	61.94%	63.92%	65.24%
销售净利率	21.53%	21.53%	23.52%	25.76%	27.41%
ROE	10.84%	12.27%	14.55%	16.91%	18.45%
ROIC	17.35%	12.83%	14.14%	15.42%	18.72%
估值倍数					
PE	63.68	48.97	36.65	27.40	21.51
P/S	12.01	9.59	7.84	6.42	5.36
P/B	6.92	6.01	5.33	4.63	3.97
股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
EV/EBITDA	20.07	31.23	24.97	19.34	16.15

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长（金融行业研究＆研究所主持工作）
张继袖
+86 22 2845 1845

副所长
谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组
郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组
王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组
林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究
伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组
任宪功（部门经理）
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信＆电子行业研究小组
徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究
安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究
姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究
李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究
张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究
刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究
任宪功（部门经理）
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究＆部门经理
崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究
潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究
祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究
郝倞
+86 22 2386 1600

基金研究
刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究
王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究＆部门经理
周喜
+86 22 2845 1972

策略研究
宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站
冯振 债券•经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化•套期保值模型研究

综合质控＆部门经理
郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售•投资顾问
朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合
白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津
天津市南开区宾水西道 8 号
邮政编码：300381
电话：（022）28451888
传真：（022）28451615

北京
北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层
邮政编码：100037
电话： （010）68784253
传真： （010）68784236

渤海证券研究所网址： www.ewww.com.cn