

投资评级：增持(首次)

乐普医疗(300003)

目标价:38.0元

可降解贡献增量，带量采购有影响

市场数据 2019-11-06

收盘价(元)	31.79
一年内最低/最高(元)	18.03/33.87
市盈率	31.5
市净率	6.97

基础数据

净资产收益率(%)	19.13
资产负债率(%)	56.4
总股本(亿股)	17.82

最近12月股价走势



联系信息

沈瑞	分析师
SAC 证书编号: S0160517040001	021-68592283
shenr@ctsec.com	
张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	

相关报告

- 《乐普医疗(300003):药械双轮驱动高速增长,研发新品在望》 2018-10-30
- 《乐普医疗(300003):中报略超预期,广布局持续高增长》 2018-08-15
- 《乐普医疗(300003):中报略超预期,多亮点持续高增长》 2018-08-05

● 收入端略有放缓,利润端保持高速增长

公司前三季度营业收入 58.8 亿 (+28.3%), 增速较上半年放缓 4pp, 较去年同期下降 11pp。前三季度归母净利润 16.1 亿 (+40.1%), 增速较上半年下降 1.7pp, 基本持平, 较去年同期下降 14pp。扣非净利润 13.3 亿 (+35.6%), 较上半年下降 1.7pp, 基本持平, 较去年同期下降 5pp。

● 可降解贡献增量, 制剂氯吡格雷受带量采购影响

细分来看, 医疗器械第三季度营收 9 亿 (+31.67%), 其中生物可吸收支架(NeoVas)贡献新增量, 原有业务继续保持稳定较快增长。今年截至目前实现近年来的最快增长。原料药前三季度 5.4 亿 (+46%), 增速较快, 三季度因为个别客户延迟交付导致增速稍有放缓。

制剂业务受到带量采购影响, 医院端收入有所放缓, 氯吡格雷销售数量继续增长, 由于价格下降, 营业收入有所下降。阿托伐他汀在医院和 OTC 市场继续维持高速增长。制剂业务三季度 8.3 亿 (+12%), 前三季度收入 24.6 亿 (27%)。9 月 4+7 扩采招标中, 公司两大重磅产品氯吡格雷和阿托伐他汀均中标, 期限 2 年(可延长一年), 未来两年巨大放量且风险消除。另外甘精胰岛素已经开始报产。

● 毛利率及费用率保持稳定

前三季度毛利率 72.6%, 较上半年和去年同期下降 0.7pp, 保持持平。前三季度销售费用率 25.1%, 较上半年提升 0.6pp, 较去年同期下降 0.9pp, 基本持平。前三季度管理费用率 8.8%, 较上半年提升 1pp, 较去年同期下降 1pp。前三季度研发费用率 6.1%, 较上半年下降 0.3pp, 较去年同期提升 0.3pp, 基本持平, 主要是投入器械和 AI 以及原料药的研发。

● 盈利预测及评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.95/1.16/1.44 元, 对应 PE 为 31.8/25.9/20.9 倍, 给予目标价 38.0 元, 给予“增持”评级。

风险提示:带量采购冲击

表 1:公司财务及预测数据摘要

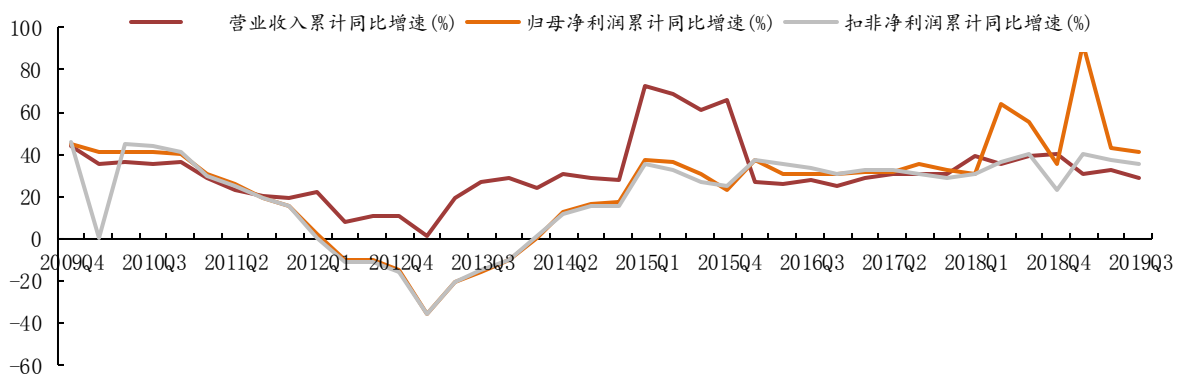
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4,538	6,356	8,356	8,952	10,713
增长率	30.9%	40.1%	31.5%	7.1%	19.7%
归属母公司股东净利润(百万)	899	1,219	1,695	2,075	2,570
增长率	32.4%	35.5%	39.0%	22.5%	23.8%
每股收益(元)	0.50	0.68	0.95	1.16	1.44
市盈率(倍)	59.8	44.2	31.8	25.9	20.9

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

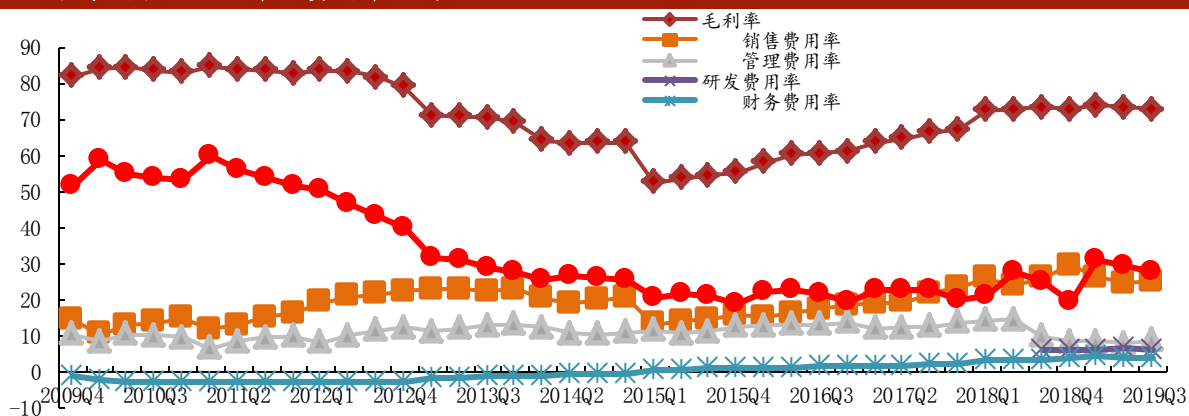
以才聚财,财通天下

图 1：各季度营业收入和利润累计同比增速



数据来源：财通证券研究所

图 2：各季度各项毛利率和费用率的情况



数据来源：财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,538	6,356	8,356	8,952	10,713	成长性					
减:营业成本	1,487	1,732	2,756	3,501	4,123	营业收入增长率	30.9%	40.1%	31.5%	7.1%	19.7%
营业税费	69	95	125	143	177	营业利润增长率	33.7%	24.8%	46.7%	22.5%	22.8%
销售费用	1,062	1,869	1,940	1,253	1,607	净利润增长率	32.4%	35.5%	39.0%	22.5%	23.8%
管理费用	613	529	1,170	1,226	1,478	EBITDA 增长率	33.0%	54.6%	16.6%	15.9%	16.6%
财务费用	107	226	310	232	123	EBIT 增长率	34.7%	61.6%	20.9%	16.4%	17.1%
资产减值损失	58	219	40	106	121	NOPLAT 增长率	35.9%	35.3%	44.2%	16.4%	17.1%
加:公允价值变动收益	0	-38	0	0	0	投资资本增长率	34.9%	7.4%	40.1%	-11.1%	23.0%
投资和汇兑收益	-8	131	100	100	100	净资产增长率	16.9%	-6.2%	4.8%	27.9%	25.0%
营业利润	1,156	1,442	2,116	2,591	3,183	利润率					
加:营业外净收支	40	31	47	39	39	毛利率	67.2%	72.7%	67.0%	60.9%	61.5%
利润总额	1,195	1,474	2,162	2,631	3,222	营业利润率	25.5%	22.7%	25.3%	28.9%	29.7%
减:所得税	202	219	337	410	503	净利润率	19.8%	19.2%	20.3%	23.2%	24.0%
净利润	899	1,219	1,695	2,075	2,570	EBITDA/营业收入	31.9%	35.2%	31.2%	33.8%	32.9%
						EBIT/营业收入	27.3%	31.6%	29.0%	31.5%	30.9%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	2,265	2,220	669	716	857	固定资产周转天数	89	68	55	50	41
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	70	58	80	85	81
应收账款	1,731	1,970	3,543	2,153	4,553	流动资产周转天数	369	308	263	231	226
应收票据	93	143	170	163	236	应收账款周转天数	120	105	119	115	113
预付账款	108	93	306	170	375	存货周转天数	51	42	50	60	59
存货	702	786	1,533	1,453	2,056	总资产周转天数	884	790	665	615	560
其他流动资产	260	494	275	343	371	投资资本周转天数	456	387	367	377	331
可供出售金融资产	971	1,965	1,127	1,354	1,482	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	14.0%	19.2%	25.9%	24.9%	24.7%
长期股权投资	794	1,062	1,102	1,283	1,445	ROA	7.8%	8.3%	11.6%	15.0%	14.7%
投资性房地产	100	87	86	82	76	ROIC	21.5%	21.5%	28.9%	24.0%	31.6%
固定资产	1,133	1,279	1,253	1,226	1,197	费用率					
在建工程	281	516	666	716	766	销售费用率	23.4%	29.4%	23.2%	14.0%	15.0%
无形资产	1,313	1,336	2,219	2,388	2,541	管理费用率	13.5%	8.3%	14.0%	13.7%	13.8%
其他非流动资产	3,040	3,162	2,828	2,771	2,557	财务费用率	2.4%	3.6%	3.7%	2.6%	1.1%
资产总额	12,791	15,113	15,778	14,818	18,512	三费/营业收入	39.3%	41.3%	40.9%	30.3%	29.9%
短期债务	1,464	1,883	3,868	1,067	1,107	偿债能力					
应付账款	1,185	650	2,050	1,611	2,628	资产负债率	45.1%	56.4%	56.2%	40.4%	40.4%
应付票据	99	91	196	186	258	负债权益比	82.0%	129.4%	128.5%	67.7%	67.7%
其他流动负债	469	2,445	989	1,267	1,728	流动比率	1.60	1.13	0.91	1.21	1.48
长期借款	1,192	2,622	800	800	800	速动比率	1.39	0.97	0.70	0.86	1.12
其他非流动负债	1,355	834	970	1,053	952	利息保障倍数	11.57	8.88	7.81	12.19	26.89
负债总额	5,763	8,525	8,873	5,984	7,474	分红指标					
少数股东权益	598	226	357	501	651	DPS(元)	0.13	0.17	0.24	0.29	0.36
股本	1,782	1,782	1,782	1,782	1,782	分红比率	25.2%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	4,395	4,334	4,766	6,550	8,605	股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%
股东权益	7,027	6,588	6,905	8,834	11,038						
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	994	1,255	1,695	2,075	2,570	EPS(元)	0.50	0.68	0.95	1.16	1.44
加:折旧和摊销	228	267	182	199	216	BVPS(元)	3.61	3.57	3.68	4.68	5.83
资产减值准备	58	219	0	0	0	PE(X)	59.8	44.2	31.8	25.9	20.9
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	8.4	8.5	8.2	6.5	5.2
财务费用	111	276	310	232	123	P/FCF	44.5	19.5	-39.8	96.7	92.7
投资收益	8	-131	-100	-100	-100	P/S	11.9	8.5	6.4	6.0	5.0
少数股东损益	95	36	130	145	150	EV/EBITDA	37.3	24.4	21.9	18.0	15.4
营运资金的变动	-1,376	564	-1,528	1,163	-1,807	CAGR(%)	30.7%	29.4%	34.7%	30.7%	29.4%
经营活动产生现金流量	913	1,501	689	3,714	1,152	PEG	1.9	1.5	0.9	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-1,700	-2,322	-205	-529	-416	ROIC/WACC	2.6	2.6	3.5	2.9	3.8
融资活动产生现金流量	974	768	-2,036	-3,137	-596	REP	3.2	3.0	1.7	2.1	1.3

资料来源:贝格数据,财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。