

乐普医疗 (300003.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

常规业务快速增长,创新器械产品持续发力

业绩简述

4月25日,公司发布2022年年度报告及2023年第一季度报告。2022年公司实现收入106.09亿元,同比-0.5%;实现归母净利润22.03亿元,同比+28%;扣非归母净利润21.42亿元,同比+16%。分季度来看,2022Q4实现收入28.48亿元,同比+41%;归母净利润3.93亿元,扭亏为盈;扣非归母净利润3.38亿元,扭亏为盈。2023Q1公司实现收入24.37亿元,同比-4%;归母净利润5.97亿元,同比+9%;扣非归母净利润5.62亿元,同比+3%。

经营分析

常规业务快速增长,创新器械产品表现亮眼。2022年尽管部分医院业务在管控下受到一定影响,公司常规业务依然实现稳定增长。主营业务中医疗器械业务实现收入58.79亿元,同比-5%,若扣除部分应急产品收入影响,常规业务实现36%增速,其中心血管介入创新产品组合实现收入44%的增长,创新器械产品增长迅速。

重磅产品研发推进顺利,一季度常规业务快速恢复。2022年公司研发费用率9.0%,同比+0.5pct,目前研发管线产品组合丰富,重磅血流储备分数测量仪(FFR设备)已获药监局批准,有望为公司贡献新的增量。2023Q1公司毛利率达到67.0%,同比+3.3pct,利润率明显提升主要系医疗器械板块常规业务呈现快速恢复态势,高毛利产品占比提升,预计未来收入有望重回正常增长轨道。

聚焦AI医学应用,相关产品商业化节奏领先。公司是国内医药行业中最早涉足人工智能医学应用的规模性企业之一,2020年成立人工智能研究院,逐步把人工智能医学应用聚焦至慢病患者生命体征监测、血液生物标志物检测、心血管介入相关医学影像学应用三大领域。人工智能相关设备和服务累计已实现营业收入5.9亿元,未来AI有望为公司带来新的竞争优势和增长点。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司未来在心血管介入领域创新器械产品的发展潜力,预计2023-2025年公司归母净利润分别为25.40、30.09、35.97亿元,同比增长15%、18%、20%,EPS分别为1.35、1.60、1.91元,现价对应PE为17、14、12倍,维持“买入”评级。

风险提示

医保控费政策风险;新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;商誉减值风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

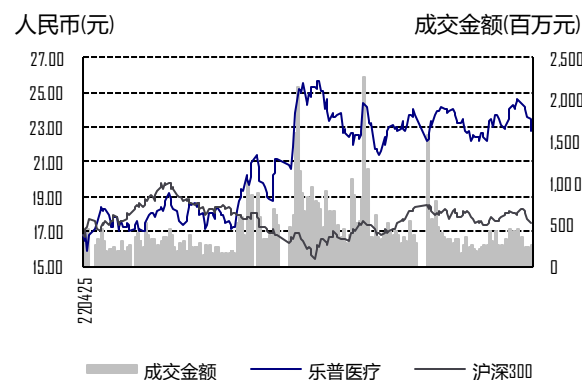
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):22.82元

相关报告:

- 《常规业务高速发展,器械板块成为增长核心-乐普医疗2022 三季...》,2022.10.28
- 《国产心血管平台型企业,创新产品布局加速-乐普医疗深度报告》,2022.10.10



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,660	10,609	11,655	13,604	15,718
营业收入增长率	32.61%	-0.47%	9.86%	16.72%	15.54%
归母净利润(百万元)	1,719	2,203	2,540	3,009	3,597
归母净利润增长率	-4.58%	28.12%	15.32%	18.44%	19.55%
摊薄每股收益(元)	0.953	1.171	1.351	1.600	1.913
每股经营性现金流净额	1.70	1.48	1.58	1.89	2.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.98%	14.54%	15.09%	15.84%	16.61%
P/E	23.75	19.61	16.89	14.26	11.93
P/B	3.56	2.85	2.55	2.26	1.98

来源:公司年报、国金证券研究所

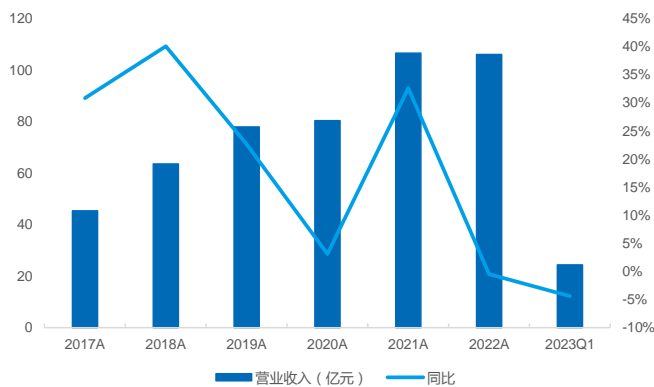
常规业务快速增长，创新器械产品表现亮眼

2022 年公司尽管部分医院业务在管控下受到一定影响，公司常规业务整体依然实现稳定增长。

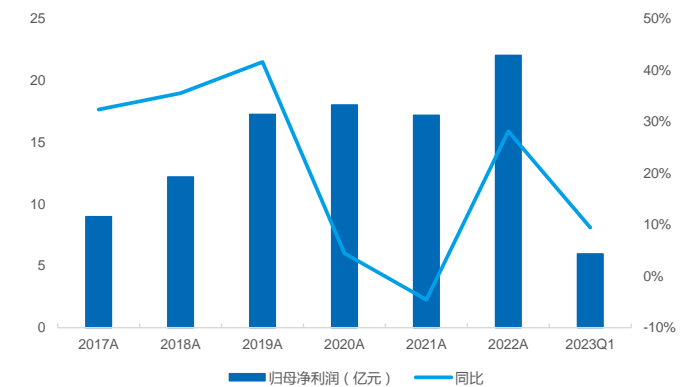
2022 年主营业务中，公司医疗器械业务实现收入 58.79 亿元，同比-5%，若扣除部分应急产品收入影响，常规业务实现 36% 的增速，其中心血管介入创新产品组合实现收入 44% 的增长，创新器械产品增长迅速。药品类业务实现收入 34.38 亿元，同比+6%，其中仿制药实现收入 29.89 亿元 (+6%)，原料药实现收入 4.49 亿元 (+2%)。医疗服务及健康管理业务实现收入 12.93 亿元，同比+5%，同样剔除相关应急产品贡献影响后，常规业务收入增速达到 12%。

分地区来看，公司国内业务实现收入 95.29 亿元，同比+38%；公司国外实现收入 10.81 亿元，同比-71%，主要系新冠抗原试剂产品出口下降，国外业务占总收入比例达到 10%。

图表1: 2017A-2023Q1 公司营业收入及增速



图表2: 2017A-2023Q1 公司归母净利润及增速

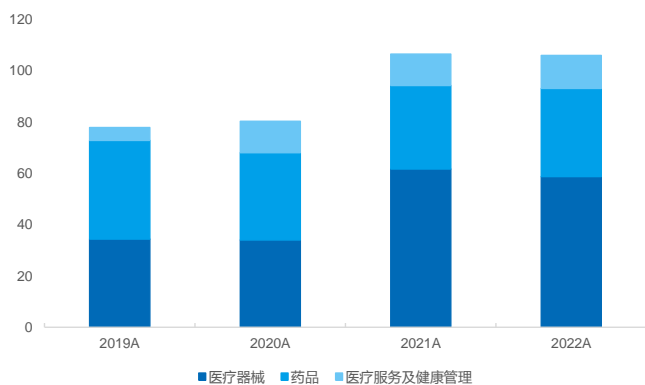


来源：公司公告，国金证券研究所

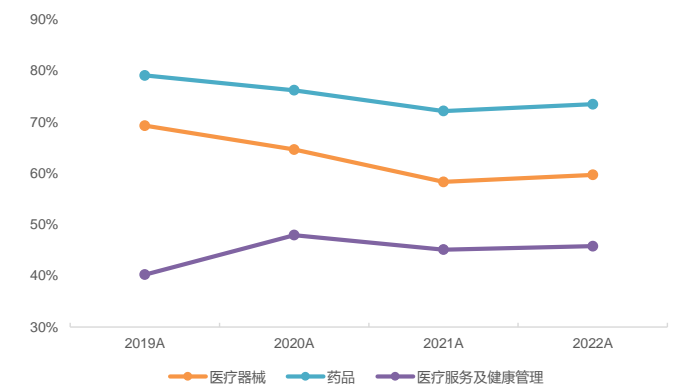
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，2022 年公司医疗器械业务实现毛利率为 59.7%，同比+1.4pct；药品业务实现毛利率 73.5%，同比+1.3pct；医疗服务及健康管理业务实现毛利率为 45.8%，同比+0.7pct，三大业务线毛利率同步实现提升。

图表3: 2019-2022 公司收入结构变化



图表4: 2019-2022 公司各业务毛利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

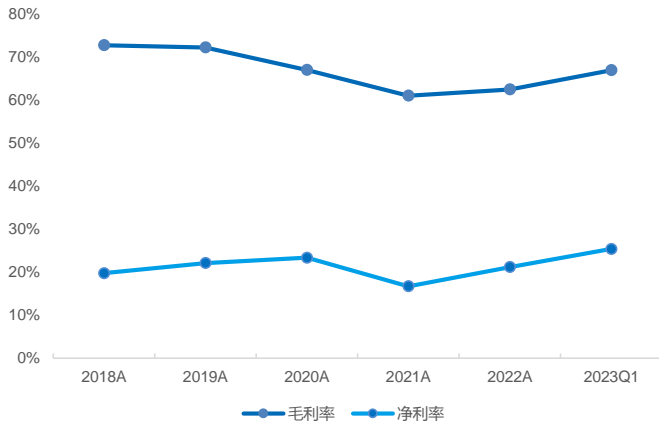
重磅产品研发推进顺利，一季度常规业务快速恢复

2022 年公司综合毛利率达到 67.0%，同比+1.5pct；净利率达到 25.4%，同比+4.5pct。公司全年销售费用率 19.2%，同比-0.6pct；管理费用率 7.0%，同比基本持平；研发费用率 9.0%，同比+0.5pct。目前公司研发管线已覆盖冠脉介入、外周介入、结构性心脏病、心脏节律管理及电生理等细分领域，产品组合丰富且处于生命周期不同阶段。公司重磅血流储备分数测量仪 (FFR 设备) 已获得药监局批准的注册证，2023 年开始有望为公司贡献新的增量。

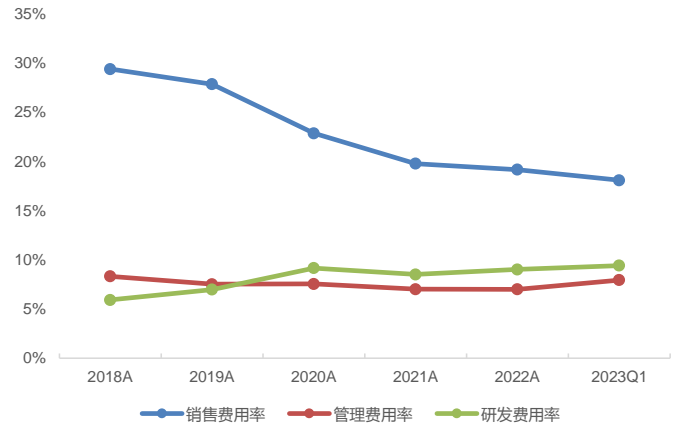
2023Q1 公司毛利率达到 67.0%，同比+3.3pct；净利率达到 25.4%，同比+3.3pct，利润率明显提升主要系医疗器械板块常规业务呈现快速恢复的增长态势，高毛利产品占比提升。一月疫情下择期手术全国范围内基本停滞，二、三月实现恢复性高速增长，预计未来有望

重回正常增长轨道。

图表5: 2018A-2023Q1 公司利润率变化



图表6: 2018A-2023Q1 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

聚焦 AI 医学应用, 相关产品商业化节奏领先

公司是国内医药行业中最早涉足人工智能医学应用的规模性企业之一。2020 年公司就已经成立了人工智能研究院, 逐步把人工智能医学应用聚焦至慢病患者生命体征监测(心电、血压)、血液生物标志物检测(血糖、肌酐、尿素氮等)、心血管介入相关医学影像学应用(DSA、心脏超声)这三大领域。人工智能相关设备和服务累计已实现营业收入 5.9 亿, 未来 AI 有望为公司带来新的竞争优势和增长点。

风险提示

医保控费政策风险: 若公司未来出现新产品纳入集采降价, 或医院 DRGs/DIP 实施后对耗材使用出现限制, 将可能对公司业绩造成显著影响。

新产品研发不达预期风险: 若公司在研产品推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

商誉减值风险: 公司过去通过并购方式拓展了仿制药、封堵器等各类业务, 若未来出现进一步商誉减值, 将可能对公司业绩造成负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,039	10,660	10,609	11,655	13,604	15,718	货币资金	2,434	3,798	5,467	6,374	8,236	10,545
增长率		32.6%	-0.5%	9.9%	16.7%	15.5%	应收款项	2,355	1,974	2,266	2,388	2,750	3,178
主营业务成本	-2,654	-4,157	-3,983	-4,272	-4,972	-5,725	存货	1,424	1,939	2,267	1,960	2,246	2,586
%销售收入	33.0%	39.0%	37.5%	36.7%	36.6%	36.4%	其他流动资产	363	437	749	704	761	821
毛利	5,385	6,503	6,626	7,384	8,632	9,994	流动资产	6,577	8,147	10,749	11,426	13,994	17,130
%销售收入	67.0%	61.0%	62.5%	63.4%	63.5%	63.6%	%总资产	36.2%	39.4%	43.9%	45.4%	50.3%	55.1%
营业税金及附加	-90	-114	-117	-128	-150	-173	长期投资	3,613	3,004	2,896	2,896	2,896	2,896
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,706	3,341	4,118	4,288	4,318	4,354
销售费用	-1,839	-2,109	-2,034	-2,238	-2,612	-3,018	%总资产	14.9%	16.1%	16.8%	17.1%	15.5%	14.0%
%销售收入	22.9%	19.8%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	无形资产	4,839	5,581	5,922	5,748	5,852	5,948
管理费用	-607	-748	-743	-793	-884	-1,022	非流动资产	11,580	12,551	13,735	13,719	13,844	13,965
%销售收入	7.5%	7.0%	7.0%	6.8%	6.5%	6.5%	%总资产	63.8%	60.6%	56.1%	54.6%	49.7%	44.9%
研发费用	-736	-908	-957	-1,049	-1,224	-1,415	资产总计	18,157	20,699	24,484	25,145	27,837	31,095
%销售收入	9.2%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	3,004	834	1,941	1,560	1,560	1,560
息税前利润 (EBIT)	2,113	2,624	2,775	3,176	3,762	4,367	应付款项	1,105	1,691	2,002	1,918	2,232	2,570
%销售收入	26.3%	24.6%	26.2%	27.3%	27.7%	27.8%	其他流动负债	703	808	1,380	975	1,125	1,297
财务费用	-267	-172	-93	-18	26	71	流动负债	4,812	3,332	5,323	4,453	4,917	5,427
%销售收入	3.3%	1.6%	0.9%	0.2%	-0.2%	-0.5%	长期贷款	1,115	1,210	732	732	732	732
资产减值损失	-59	-39	-72	-61	-81	-22	其他长期负债	1,692	3,883	2,059	1,830	1,798	1,775
公允价值变动收益	452	29	4	30	0	0	负债	7,619	8,425	8,114	7,015	7,446	7,933
投资收益	-154	-397	-75	-50	-50	-50	普通股股东权益	9,873	11,474	15,146	16,830	18,993	21,650
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	1,805	1,805	1,881	1,881	1,881	1,881
营业利润	2,149	2,145	2,623	3,077	3,656	4,365	未分配利润	6,923	8,121	9,590	11,489	13,652	16,309
营业利润率	26.7%	20.1%	24.7%	26.4%	26.9%	27.8%	少数股东权益	665	800	1,224	1,299	1,398	1,512
营业外收支	54	2	-11	0	0	0	负债股东权益合计	18,157	20,699	24,484	25,145	27,837	31,095
税前利润	2,203	2,146	2,612	3,077	3,656	4,365	比率分析						
利润率	27.4%	20.1%	24.6%	26.4%	26.9%	27.8%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-326	-366	-367	-462	-548	-655	每股指标						
所得税率	14.8%	17.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.999	0.953	1.171	1.351	1.600	1.913
净利润	1,877	1,780	2,245	2,615	3,108	3,711	每股净资产	5.471	6.358	8.054	8.949	10.099	11.512
少数股东损益	75	61	42	75	99	114	每股经营现金净流	1.158	1.697	1.484	1.579	1.886	2.194
归属于母公司的净利润	1,802	1,719	2,203	2,540	3,009	3,597	每股股利	0.400	0.300	0.300	0.341	0.450	0.500
净利率	22.4%	16.1%	20.8%	21.8%	22.1%	22.9%	回报率						
							净资产收益率	18.25%	14.98%	14.54%	15.09%	15.84%	16.61%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.92%	8.31%	9.00%	10.10%	10.81%	11.57%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	11.11%	12.62%	11.49%	12.20%	13.11%	13.66%
净利润	1,877	1,780	2,245	2,615	3,108	3,711	增长率						
少数股东损益	75	61	42	75	99	114	主营业务收入增长率	3.12%	32.61%	-0.47%	9.86%	16.72%	15.54%
非现金支出	502	561	640	519	587	581	EBIT增长率	-5.36%	24.19%	5.77%	14.44%	18.44%	16.08%
非经营收益	1	512	248	161	176	174	净利润增长率	4.44%	-4.58%	28.12%	15.32%	18.44%	19.55%
营运资金变动	-290	209	-342	-325	-323	-339	总资产增长率	14.01%	14.00%	18.29%	2.70%	10.71%	11.70%
经营活动现金净流	2,090	3,062	2,791	2,969	3,547	4,126	资产管理能力						
资本开支	-555	-982	-903	-437	-630	-680	应收账款周转天数	96.9	64.4	61.4	65.0	65.0	65.0
投资	-405	-344	-670	30	0	0	存货周转天数	167.0	147.6	192.7	170.0	170.0	170.0
其他	265	466	-26	-50	-50	-50	应付账款周转天数	102.6	82.9	113.3	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-695	-860	-1,599	-457	-680	-730	固定资产周转天数	94.4	74.7	89.6	80.6	68.5	59.0
股权募资	57	52	2,116	-215	0	0	偿债能力						
债权募资	-99	-514	-687	-565	0	0	净负债/股东权益	27.36%	7.49%	-9.56%	-15.74%	-23.13%	-30.33%
其他	-721	-435	-1,016	-782	-972	-1,064	EBIT利息保障倍数	7.9	15.3	30.0	174.5	-146.7	-61.7
筹资活动现金净流	-763	-897	413	-1,561	-972	-1,064	资产负债率	41.96%	40.70%	33.14%	27.90%	26.75%	25.51%
现金净流量	600	1,293	1,625	951	1,895	2,332							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-10	买入	21.13	21.13~31.69
2	2022-10-28	买入	24.79	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402