

2017年07月12日

公司研究•证券研究报告

乐普医疗 (300003.SZ)

业绩维持高增长，四位一体布局持续完善

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布2017年上半年业绩预告，公司预计2017上半年实现归母净利润4.91-5.28亿元，同比上升30%-40%。
- ◆ **器械板块增速稳健，重磅产品陆续上市**：支架业务是公司器械板块的核心业务，我们预计今年支架价格维稳或略有上升，主要有两方面的原因，一是经过前几年的降价之后，目前支架价格逐渐趋缓，未来继续降价的空间不大；二是公司支架产品结构有了较大的调整，Nano占比不断提升，而2016年Nano全国招标最低价为11,500元，PARTNER和GuReater分别为8,040.8和8,640元，价格较贵的产品占比的提升，进一步提升了公司整体支架的平均水平。同时，公司在研的可降解支架已经能达到国际领先水平，是公司支架业务的另一大看点。公司植入式双腔起搏器于2016年10月获批，填补了国内该领域的技术空白，也是国内唯一能与国外产品竞争的主流产品。公司植入式双腔起搏器有望逐渐代替国产单腔产品，目前还处于推广期，我们预计今年有望实现5000台的植入。体外诊断是公司器械板块未来仅次于心血管业务的另一块业务，公司近年来通过收购的方式不断丰富自身的体外诊断产品，已布局完成包括POCT、凝血、免疫诊断（酶免、化学发光）、分子诊断（荧光定量PCR、基因测序）、第三方检验、液体活检和生化检验的完整产业平台，其中POCT和血栓弹力图为公司的拳头产品，血栓弹力图应用广泛，可以应用于心内科、输血科、麻醉科、心外科等各大科室，需求量较大，有望进一步带动血液检测其他产品的发展。总体而言，我们预计2017年公司器械板块有望实现20%以上的增长。
- ◆ **招标进展顺利，药品板块实现高增长**：公司药品招标进展顺利，其中氯吡格雷实现了近20个省的中标，远好于上一轮的招标情况，其中氯吡格雷在2016年新中标的6个省份销售靓丽，增长迅速。公司另一主要产品阿托伐他汀目前市场占有率较低，但增速最快，本轮招标进展也很顺利，是未来公司未来几年最具潜力的药品。一致性评价方面，公司加速推进硫酸氯吡格雷、阿托伐他汀、缬沙坦、苯磺酸氨氯地平等产品的一致性评价工作，四大重磅产品均有望今年完成一致性评价。总体而言，我们预计公司药品板块未来能保持不低于60%的年均复合增长率。
- ◆ **四位一体布局持续完善，综合性心血管平台渐显**：公司近年来不断通过收购并购的方式积极丰富自身产品体系，目前已经形成了涵盖医疗器械、医药产品、医疗服务和新型医疗业态的四位一体的综合性心血管平台，心血管闭环业务逐渐形成。从业绩增长来看，我们认为，公司短期主要看硫酸氯吡格雷和阿托伐他汀的持续放量，预计2017年器械维持20%以上的增长，药品超过60%增长，全年有望实现30%-40%的业绩增长；中期主要看重磅产品可降解支架的上市以及双腔起搏器放量带来业绩的跳跃式增长；长期主要看公司心血管闭环带来的业绩放量。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.51、0.65和0.84元。给予增持-A建议，6个月目标价为25元，相当于2017年49倍的市盈率。

公司快报

医药 | 医疗器械 III

投资评级

增持-A(首次)

6个月目标价

25元

股价(2017-07-11)

21.81元

交易数据

总市值 (百万元)	38,857.85
流通市值 (百万元)	30,836.40
总股本 (百万股)	1,781.65
流通股本 (百万股)	1,413.87
12个月价格区间	16.35/22.54元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.68	25.87	36.01
绝对收益	7.0	18.9	16.42

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

◆ 风险提示：研发不达预期、招标降价风险、竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,768.7	3,467.7	4,353.8	5,451.8	6,821.8
同比增长(%)	65.9%	25.2%	25.6%	25.2%	25.1%
营业利润(百万元)	684.0	864.2	1,168.6	1,520.0	1,949.0
同比增长(%)	32.3%	26.3%	35.2%	30.1%	28.2%
净利润(百万元)	520.9	679.3	909.9	1,166.8	1,501.5
同比增长(%)	23.1%	30.4%	34.0%	28.2%	28.7%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.51	0.65	0.84
PE	74.6	57.2	42.7	33.3	25.9
PB	8.1	7.0	6.7	5.8	4.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,768.7	3,467.7	4,353.8	5,451.8	6,821.8	年增长率					
减: 营业成本	1,236.9	1,354.1	1,698.0	2,112.6	2,592.3	营业收入增长率	65.9%	25.2%	25.6%	25.2%	25.1%
营业税费	30.7	48.6	54.5	68.4	88.9	营业利润增长率	32.3%	26.3%	35.2%	30.1%	28.2%
销售费用	432.2	638.1	790.4	948.0	1,226.6	净利润增长率	23.1%	30.4%	34.0%	28.2%	28.7%
管理费用	347.3	476.5	538.4	702.4	886.7	EBITDA 增长率	47.5%	28.8%	30.0%	24.5%	22.9%
财务费用	29.5	57.4	87.8	82.8	57.5	EBIT 增长率	40.9%	29.2%	36.3%	27.6%	25.2%
资产减值损失	16.8	26.5	18.8	20.7	22.0	NOPLAT 增长率	42.2%	27.3%	37.2%	27.6%	24.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.7%	22.3%	12.4%	1.4%	8.2%
投资和汇兑收益	8.8	-2.2	2.7	3.1	1.2	净资产增长率	62.1%	12.6%	6.6%	16.3%	17.8%
营业利润	684.0	864.2	1,168.6	1,520.0	1,949.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	16.9	26.7	21.1	21.6	23.2	毛利率	55.3%	61.0%	61.0%	61.3%	62.0%
利润总额	700.9	891.0	1,189.8	1,541.6	1,972.2	营业利润率	24.7%	24.9%	26.8%	27.9%	28.6%
减: 所得税	104.9	144.3	186.0	240.5	311.7	净利润率	18.8%	19.6%	20.9%	21.4%	22.0%
净利润	520.9	679.3	909.9	1,166.8	1,501.5	EBITDA/营业收入	30.5%	31.4%	32.5%	32.3%	31.7%
资产负债表						EBIT/营业收入	25.8%	26.6%	28.9%	29.4%	29.4%
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
货币资金	1,864.6	1,909.8	2,176.9	2,725.9	3,410.9	资产负债率	30.9%	36.7%	34.1%	31.4%	28.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	44.8%	58.0%	51.7%	45.8%	40.1%
应收帐款	1,234.4	1,296.4	1,872.1	2,149.0	2,842.7	流动比率	1.90	2.04	1.63	2.02	2.51
应收票据	58.2	74.7	60.7	120.4	113.1	速动比率	1.65	1.75	1.44	1.72	2.19
预付帐款	121.5	110.4	172.6	178.3	257.2	利息保障倍数	24.19	16.05	14.31	19.36	34.87
存货	518.6	574.2	557.8	917.2	959.4	营运能力					
其他流动资产	17.8	177.5	65.1	86.8	109.8	固定资产周转天数	92	104	87	63	45
可供出售金融资产	34.6	443.5	159.5	212.5	271.8	流动营业资本周转天数	96	64	87	101	104
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	360	413	374	366	366
长期股权投资	268.6	560.4	560.4	560.4	560.4	应收帐款周转天数	136	131	131	133	132
投资性房地产	66.9	100.9	100.9	100.9	100.9	存货周转天数	50	57	47	49	50
固定资产	898.8	1,105.6	1,001.4	897.3	793.2	总资产周转天数	752	894	795	680	612
在建工程	106.6	58.8	58.8	58.8	58.8	投资资本周转天数	431	461	429	365	306
无形资产	455.8	531.9	477.4	422.9	368.3	费用率					
其他非流动资产	2,083.6	2,556.3	2,458.6	2,441.2	2,459.3	销售费用率	15.6%	18.4%	18.2%	17.4%	18.0%
资产总额	7,729.9	9,500.4	9,722.3	10,871.6	12,305.9	管理费用率	12.5%	13.7%	12.4%	12.9%	13.0%
短期债务	600.4	649.7	1,741.2	1,329.4	1,159.0	财务费用率	1.1%	1.7%	2.0%	1.5%	0.8%
应付帐款	609.8	448.4	598.1	824.5	965.2	三费/营业收入	29.2%	33.8%	32.5%	31.8%	31.8%
应付票据	51.8	69.2	24.1	114.8	66.7	投资回报率					
其他流动负债	740.7	868.1	650.1	787.1	878.8	ROE	10.8%	12.3%	15.6%	17.3%	19.0%
长期借款	310.0	729.0	24.7	-	-	ROA	7.7%	7.9%	10.3%	12.0%	13.5%
其他非流动负债	78.6	722.7	273.8	358.4	451.6	ROIC	23.0%	19.3%	21.7%	24.6%	30.3%
负债总额	2,391.3	3,487.1	3,312.0	3,414.1	3,521.4	分红指标					
少数股东权益	531.7	478.9	572.8	707.2	866.1	DPS(元)	0.08	0.10	0.14	0.17	0.22
股本	871.8	1,781.7	1,781.7	1,781.7	1,781.7	分红比率	26.8%	25.7%	26.4%	26.3%	26.2%
留存收益	3,937.8	3,670.6	4,055.9	4,968.7	6,136.8	股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
股东权益	5,338.6	6,013.3	6,410.3	7,457.5	8,784.6	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	520.9	679.3	909.9	1,166.8	1,501.5	EPS(元)	0.29	0.38	0.51	0.65	0.84
加: 折旧和摊销	136.1	177.6	158.7	158.7	158.7	BVPS(元)	2.70	3.11	3.28	3.79	4.44
资产减值准备	16.8	26.5	-	-	-	PE(X)	74.6	57.2	42.7	33.3	25.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.1	7.0	6.7	5.8	4.9
财务费用	45.3	76.1	87.8	82.8	57.5	P/FCF	-233.2	45.7	131.4	53.9	40.5
投资损失	-8.8	2.2	-2.7	-3.1	-1.2	P/S	14.0	11.2	8.9	7.1	5.7
少数股东损益	75.1	67.5	93.9	134.4	158.9	EV/EBITDA	21.5	35.1	27.2	21.4	17.1
营运资金的变动	-349.0	-337.4	-665.4	-217.4	-635.7	CAGR(%)	29.7%	30.5%	30.4%	29.7%	30.5%
经营活动产生现金流量	436.5	691.9	582.1	1,322.1	1,239.7	PEG	2.5	1.9	1.4	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-1,216.5	-1,438.7	389.3	-67.0	-80.9	ROIC/WACC	2.2	1.9	2.1	2.4	3.0
融资活动产生现金流量	2,103.1	777.9	-704.3	-706.1	-473.8						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn