

业绩符合预期维持高速增长，外延持续拓展布局胰岛素潜力标的

——乐普医疗（300003）三季度报点评

2017 年 10 月 27 日

强烈推荐/维持

乐普医疗

事件点评

事件：

公司发布 17 年三季报，营业收入 32.90 亿元，同比增长 30.34%；归母净利润 7.38 亿元，同比增长 35.83%；扣非净利润 6.98 亿元，同比增长 30.93%；公司第三季度营业收入为 11.08 亿元，同比增长 30.54%；归母净利润为 2.43 亿元，同比增长 46.28%；扣非净利润 2.07 亿元，同比增长 28.03%。

主要观点：

1. 业绩符合预期维持高速增长，药品板块表现靓丽

报告期内，营业收入 32.90 亿元，同比增长 30.34%；归母净利润 7.38 亿元，同比增长 35.83%；扣非净利润 6.98 亿元，同比增长 30.93%。报告期内公司医疗器械板块和药品板块销售规模扩大，其中医疗器械板块预计增速在 20%+，支架业务增速稳定，双腔起搏器目前中标省份已达到 21 个，IVD 板块同样表现亮眼增速在 30-40% 之间。药品板块延续高增速表现，板块整体增速在 50% 左右，主要产品氯吡格雷增速 50%+，阿托伐他汀增速 100%+。

其他财务指标方面，**销售费用 7.09 亿元**，同比增长 63.30%，剔除新增子公司影响（2228 万元），同比增长 58.17%，主要是公司在药品销售平台的整合、销售团队配置布局以及市场推广的投入等方面有所增加；**管理费用**，同比增长 25.86%，保持相对稳定，主要是研发投入加大以及业务扩展的行政费用加大所致；**财务费用 6809 万元**，同比增长 86.76%，主要系公司融资规模扩大使报告期利息支出增加所致，同时融资成本也有所提升。

2. 外延持续开拓产品线，布局胰岛素潜力企业

报告期内，公司继续加强外延拓展：（1）5.4 亿分次股权收购（75%）辽宁博鳌，布局二代和三代胰岛素。其中甘精胰岛素已获 CFDA 临床批件（临床批件号：2017L01599），正在进行临床研究，依合同约定应于 2018 年 12 月 31 日前报产，另外门冬胰岛素应于 2017 年 12 月 31 日前申报临床。博鳌方面已突破了胰岛素的高难度生产壁垒，收率和纯度都已达到行业领先水平，公司此次投资实现了公司在糖尿病领域的里程碑布局（胰岛素）。（2）全资子公司北京维康通达 1.02 亿收购北京镭镜医疗器械科技有限公司（51%），进一步强化外科产品在北京的销售渠道，巩固北京市场占有率，并为器械两票制提前布局。（3）自有资金 5000 万，成立深圳证鸿医

分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14805160800001

研究助理：祁瑞

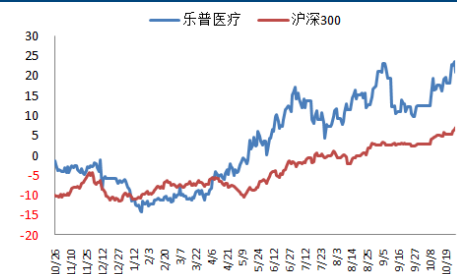
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	18.10-24.05
总市值（亿元）	411
流通市值（亿元）	326
总股本/流通 A 股（万股）	178165/141166
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.62

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《乐普医疗（300003）中报点评：业绩维持高速增长，平台型企业腾飞在即》
2017-08-29

疗健康创业投资基金，投资方向包括心、脑血管植介入器械、眼科器械、新型生物医用材料等医疗器械细分领域未上市优质企业的私募股权投资。公司在外延发展方向，不断拓展，多产品线布局，心血管领域优势愈发明显，各业务线协同效应显著。

3、心血管领域多业态协同发展，平台型企业腾飞在即

公司是以医疗器械、药品、医疗服务和新型医疗业态四位一体的心血管疾病全生态产业链平台，为用户提供防病、治病、养病全生命周期的医疗解决方案。未来看点进一步梳理，四大核业务协同发展：

1. 医疗器械：

现有支架产品稳定增长：

- ◆ Nano 接棒 Partner 继续保持快速增长，支架整体业务预计未来维持 15-20%增速。

增量产品提供业绩弹性：

- ◆ 可降解支架 NeoVas 目前已进入注册优先审批程序，预计 2018 年上市，2021 年可贡献 4-6 亿业绩弹性；
- ◆ 双腔起搏器有望实现进口替代、左心耳封堵器上市后对应 50 亿房颤潜在市场，未来均有望成为 10 亿规模产品；利用秉琨优势扩大吻合器产品品类和市占率；
- ◆ IVD 领域通过不断外延并购获得产品和技术资源，未来将继续以心脏 POCT 和血栓弹力图为发展主线，并在免疫（酶免/化学发光）、分子诊断（NIPT）等领域同时发力，未来有望保持 30%以上增长。

2. 药品：

制剂业务：受益于品牌+渠道+推广，未来继续保持高增长

- ◆ 核心产品氯吡格雷、阿托伐他汀作为核心产品继续发力，积极拓展基层医院和零售渠道，并将与分级诊疗和处方外流产生共振效应，未来有望整体保持 50-70%增速；
- ◆ 氨氯地平、缬沙坦、氯沙坦氢氯噻嗪等产品市场格局良好，未来与氯吡格雷及阿托伐他汀共同受益于一致性评价政策，各产品均是未来重磅品种，有望快速放量，市场容量均是十亿级别规模；
- ◆ PCSK9、艾塞那肽等战略品种存在想象空间。

原料药业务：作为战略储备，保持稳定

- ◆ 新东港拥有阿托伐他汀原料药优势地位，将持续为公司制剂业务保驾护航。

3. 医疗服务：

心血管慢病管理：扩大终端辐射面积，形成心血管疾病管理体系

- ◆ 通过慢病咨询中心、药店诊所等方式继续辐射终端心血管疾病患者，以远程心电监测、血糖仪等智能数据采集方式，为患者群体提供心血管实时监测管理与线上服务；继续研发、打造心血管相关的智能医疗设备新产品线，提供家用心血管健康管理模式，提高患者粘性，有利于公司药品业务在终端的持续扩容。

心血管治疗体系建设：打造专科医院—基层医院—药店诊所一体化集群

- ◆ 未来继续加速对心血管专科医院、基层医院合作介入导管室业务及药店诊所的连通，逐步形成互为补充的覆盖心血管疾病检验预防、诊断咨询、转诊导医、术后管理的线下医疗服务体系。同时带动造影仪、支架等设备和耗材业务的增长。

精准医疗（基因测序+NIPT）：未来趋势所向

- ◆ 无创产前检测（NIPT）有望继续放量；受益于人群健康意识的增强，乳腺癌/用药基因检测、冠心病风险评估等项目未来将逐步普及，板块整体将保持 50%以上的增长速度。

挖掘慢性肾病市场：血透市场空间巨大

- ◆ 以睿健医疗为血液净化领域的发展平台，加速透析系列产品的自主研发和外延并购，设立血透中心，推广该领域慢病管理服务，有望复制心血管领域的成功模式，成为未来新的业务增长点。

4. 新型医疗业态：

移动医疗：未来一系列心脑血管疾病相关便携设备即将问世（血压计、血糖/血脂仪、超声、凝血分析仪等），打造完整的便携疾病监测硬件体系。

心脑血管互联网社区：继续推广同心管家 APP 等在线平台，完成患者教育的同时增强公司及产品的影响力。

战略投资：新领域不断布局，战略培育新增长点。

结论：

预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 9.40 亿、12.79 亿、17.40 亿，对应增速分别为 38%、36%、36%，EPS 分别为 0.53 元、0.72 元、0.98 元，对应市盈率分别为 44X、32X、24X。公司作为一个内生与外延并重、强于创新研发、善于整合提效的平台公司，未来 3-5 年有望保持 30%-40%左右高速增长，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新产品支架上市延后；药品板块增长放缓

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	3815	4143	5079	6444	8320	营业收入	2769	3468	4509	5803	7585
货币资金	1865	1910	2483	3196	4177	营业成本	1237	1354	1630	1996	2485
应收账款	1183	1219	1585	2040	2666	营业税金及附加	31	49	63	81	106
其他应收款	52	77	100	129	169	营业费用	432	638	956	1224	1653
预付款项	121	110	97	81	60	管理费用	347	477	568	737	978
存货	519	574	691	846	1054	财务费用	29	57	70	72	72
其他流动资产	18	19	21	24	28	资产减值损失	16.83	26.54	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	3915	5357	4989	4871	4759	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	269	560	560	560	560	投资净收益	8.81	-2.21	11.00	5.00	5.00
固定资产	899	1106	1025	950	878	营业利润	684	864	1202	1667	2264
无形资产	456	532	479	431	388	营业外收入	21.26	29.92	29.00	29.00	29.00
其他非流动资产	35	50	50	50	50	营业外支出	4.36	3.17	2.78	2.78	2.78
资产总计	7730	9500	10068	11316	13079	利润总额	701	891	1228	1693	2291
流动负债合计	2003	2035	2659	2958	3442	所得税	105	144	199	274	371
短期借款	600	650	1220	1415	1760	净利润	596	747	1030	1419	1920
应付账款	276	319	378	463	577	少数股东损益	75	67	90	140	180
预收款项	103	104	109	115	122	归属母公司净利润	521	679	940	1279	1740
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	808	1039	1396	1856	2449
非流动负债合计	389	1452	794	794	794	BPS (元)	0.64	0.39	0.53	0.72	0.98
长期借款	310	729	729	729	729	主要财务比率					
应付债券	0	595	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	2391	3487	3452	3752	4235	成长能力					
少数股东权益	532	479	569	709	889	营业收入增长	65.93%	25.25%	30.02%	28.70%	30.71%
实收资本 (或股	872	1782	1782	1782	1782	营业利润增长	32.34%	26.34%	39.11%	38.63%	35.87%
资本公积	1951	1144	1144	1144	1144	归属于母公司净利	38.32%	36.10%	38.32%	36.10%	36.05%
未分配利润	1730	2234	2425	2684	3036	获利能力					
归属母公司股东	4807	5534	6046	6855	7955	毛利率 (%)	55.32%	60.95%	63.84%	65.60%	67.24%
负债和所有者权	7730	9500	10068	11316	13079	净利率 (%)	21.53%	21.53%	22.84%	24.45%	25.31%
现金流量表						总资产净利润 (%)	12.45%	6.74%	7.15%	9.33%	11.30%
单位: 百万元						ROE (%)	10.84%	12.27%	15.54%	18.66%	21.87%
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		偿债能力					
经营活动现金流	436	692	779	1084	1373	资产负债率 (%)	31%	37%	34%	33%	32%
净利润	596	747	1030	1419	1920	流动比率	1.90	2.04	1.91	2.18	2.42
折旧摊销	95	118	123	117	113	速动比率	1.65	1.75	1.65	1.89	2.11
财务费用	29	57	70	72	72	营运能力					
应付帐款的变化	0	-36	-366	-455	-626	总资产周转率	0.48	0.40	0.46	0.54	0.62
预收帐款的变化	0	1	5	6	8	应收账款周转率	3	3	3	3	3
投资活动现金流	-1216	-1439	380	-25	-25	应付账款周转率	14.56	11.67	12.93	13.78	14.58
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	-1008	358	0	0	每股收益 (最新摊	0.64	0.39	0.53	0.72	0.98
投资收益	9	-2	11	5	5	每股净现金流 (最新	1.52	0.02	0.32	0.40	0.55
筹资活动现金流	2103	778	-586	-347	-367	每股净资产 (最新摊	5.51	3.11	3.39	3.85	4.46
应付债券增加	0	595	-595	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	419	0	0	0	P/E	35.98	58.98	43.76	32.16	23.64
普通股增加	60	910	0	0	0	P/B	4.19	7.43	6.80	6.00	5.17
资本公积增加	1199	-807	0	0	0	EV/EBITDA	23.71	39.63	29.08	21.59	16.10
现金净增加额	1323	31	573	713	981						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016 年 12 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。