

2017 年 1-9 月业绩保持高速增长,符合预期; 持续多点布局战略,投资博鳌生物进军胰岛素产业

买入(维持)

2017 年 10 月 27 日

证券分析师 焦德智
S0600516120001
021-60199780
jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,467.7	4,500.9	5,774.7	7,327.4
同比	25.2%	29.8%	28.3%	26.9%
归母净利润 (百万元)	679.3	913.6	1,224.8	1,607.5
同比	30.4%	34.5%	34.1%	31.2%
ROE	12.3%	14.6%	17.0%	19.0%
每股收益 (元)	0.38	0.51	0.69	0.90
P/E	60.54	45.01	33.57	25.58
P/B	7.43	6.59	5.72	4.87

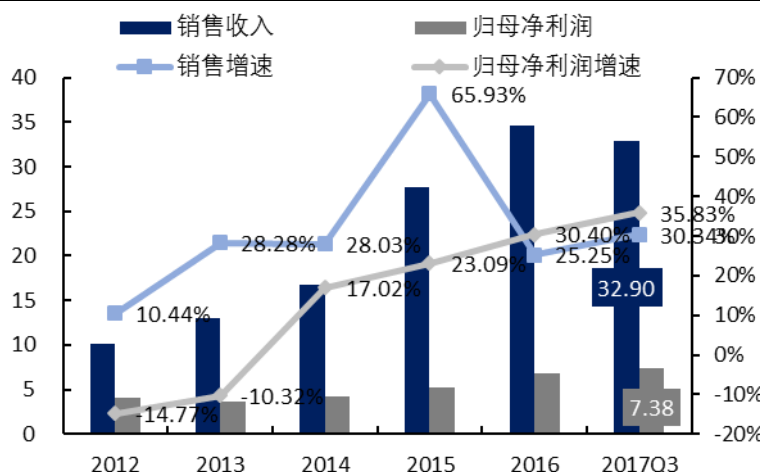
投资要点

一、事件: 公司发布 2017 年三季报, 以及同时发布 1) 拟参与设立深圳证鸿医疗健康创业投资基金, 2) 全资子公司投资北京铂镜医疗器械科技有限公司, 和 3) 投资辽宁博鳌生物制药有限公司等公告

2017 年 1-9 月, 公司实现销售收入 32.90 亿元, 同比增长 30.34%; 实现归属母公司净利润 7.38 亿元, 同比增长 35.83%; 扣非后归属母公司净利润 6.98 亿元, 同比增长 30.93%, 符合预期。

2017 年公司 Q3 单季度实现销售收入 11.08 亿元, 同比增长 30.54%; 实现归属母公司净利润 2.43 亿元, 同比增长 46.28%; 扣非后归属母公司净利润 2.07 亿元, 同比增长 28.03%, 符合预期。

图表 1: 公司销售收入与归母净利润增长情况 (亿元)



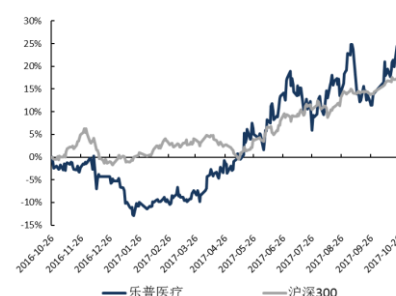
数据来源: wind, 东吴证券研究所

二、我们的观点: 公司稳步前行, 业绩保持高增长, 外延多点扩张布局未来

1、医疗器械、药品双动力保障业绩高速增长。

2017 年 1-9 月, 公司收入与净利润均实现高速增长, 销售收入和归母净利润分别达到 32.90 亿元和 7.38 亿元, 同比增长 30.34% 和 35.83%。公司的医疗器械板块和药品板块均实现高速增长, 成为公司业绩稳定高增长的保障。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	23.08
一年最低/最高价	16.27/24.05
市净率 (倍)	6.69
流通 A 股市值 (亿元)	326

基础数据

每股净资产 (元)	3.45
资产负债率 (%)	38.74
总股本 (亿股)	17.82
流通 A 股 (亿股)	14.12

相关研究

- 1、2017 年半年报点评: 器械、药品、服务多点开花结果, 维持业绩高速增长, 符合预期-20170829
- 2、非公开发行询价认购及缴款工作结束, 安全边际显著, 业绩保持高速增长-20161227
- 3、三代支架通过创新器械特别审批审核, 非公开发行获准-20161209

1) 医疗器械板块占比公司营业收入的 56%左右 (2017 年半年报数据), 是公司的核心业务之一。

公司医疗器械板块立足心血管科室, 以支架业务为基石, 不断扩张新产品线、新领域, 带动销售不断增长。

支架产品线中, 新一代血管内无载体含药 (雷帕霉素) 洗脱支架系统 (Nano) 已经成为公司的主力产品, 我们预计报告期内销售增速在 40% 以上。随着 Nano 支架的持续推广, 有效的替代了上一代支架的业务并抢占市场份额, 对公司的销售收入和毛利率等方面均有明显贡献。封堵器系列产品、双腔起搏器等产品也处于推广的高速爆发期, 成为心血管科室产品线重要的二线力量。

公司布局的其他医疗器械产品线, 包括血管造影机、IVD、外科产品、高值耗材代理等业务均保持了良好的发展势头, 我们预计报告期内增速均在 30% 以上, 部分产品增速更是高达 50% 以上。

2) 围绕心血管科室形成多个重磅药品品种梯队, 报告期内销售规模快速扩张。

公司在药品领域已经形成硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙的大品种第一梯队, 以及苯磺酸氨氯地平、缬沙坦、氯沙坦钾氢氯噻嗪等多个降血压重磅药品的二线梯队的阶梯。

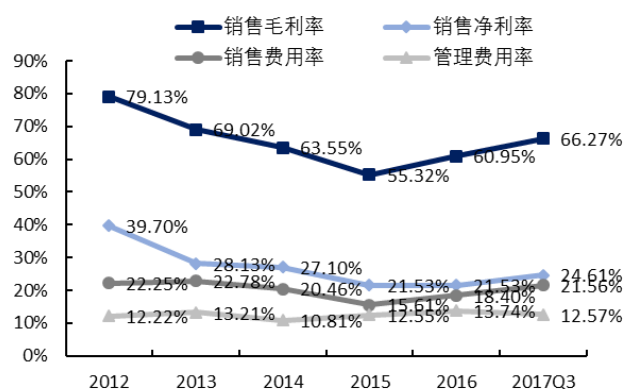
公司硫酸氢氯吡格雷目前市占率只有 10% 左右, 公司中标省份已经达到 23 个, 随着其他省份招标的逐渐落地, 公司产品具备较大的成长空间。我们预计在报告期内, 公司硫酸氢氯吡格雷的同比增长在 55% 左右。阿托伐他汀钙目前收入体量尚小, 公司中标省份逐渐增多, 以及公司大力的推广, 该产品有能力复制氯吡格雷高速增长的路径。

公司通过并购方式, 先后获得苯磺酸氨氯地平、缬沙坦、氯沙坦钾氢氯噻嗪等多个降血压重磅药品, 作为二线储备品种。这几个品种均具备亿元空间, 随着公司的药品质量一致性评价工作顺利推进, 为公司药品板块未来的高速发展带来确定性和稳定性。

2、公司整体毛利率和净利率水平保持稳步提高。

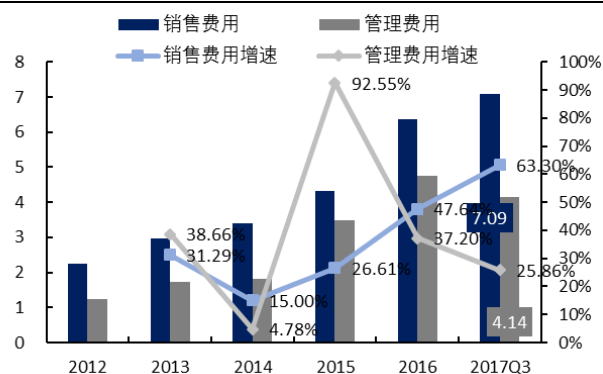
2017 年 1-9 月, 公司毛利率和净利率分别为 66.27% 和 24.61%, 好于 2016 年全年水平。公司通过成本控制、以及产品结构变化等方式, 使医疗器械和药品板块毛利率均有一定提升。报告期内, 公司的销售费用和管理费用增速分别为 63.30% 和 25.86%, 销售费用率和管理费用率分别为 21.56% 和 12.57%, 销售费用率略有提升, 管理费用率略有下降。在费用的有效控制下, 净利率比 2016 年全年水平提升了 3.1 个百分点, 达到 24.61%。

图表 2: 公司毛利率、净利率以及费用率变化情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 3: 公司销售费用和管理费用变化情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

3、公司保持多线外延扩张步伐，布局胰岛素、医疗器械流通等多个领域。

1) 公司公告拟参与设立深圳证鸿医疗健康创业投资基金。

公司拟使用自有资金人民币 5,000 万元，作为有限合伙人参与投资设立深圳证鸿医疗健康创业投资基金，该基金总募集规模不超过人民币 2 亿元。公司参与设立创投基金，主要侧重于心脑血管介入器械、眼科器械、新型生物医用材料、医疗人工智能、体外诊断等医疗器械细分领域的投资，是为公司筛选具备长期发展价值标的的有效手段。

2) 全资子公司投资北京镭镜医疗器械科技有限公司，布局医疗器械流通领域。

公司公告，全资子公司维康通达拟使用自有资金 10,200 万元对北京镭镜医疗器械科技有限公司（2017 年 1-7 月销售收入与净利润分别为 1,451.9 万元和 299.6 万元）进行增资，获得北京镭镜 51% 股权，对其实现控股。北京镭镜主要业务为代理销售江苏博朗森思吻合器、美敦力外科缝线、艾文泰颅面修复系统、巴德止血产品、强生妇科及止血产品、美敦力心脏瓣膜产品、骨科产 IOFIX 产品、骨科 Wright 产品等。北京镭镜主要配送北京和河北等地医院外科器械产品，拥有丰富的区域渠道资源，目前直接配送的医院有 31 家医院，通过二级配送商配送的医院有 12 家。

北京镭镜进入乐普体系，将为乐普在北京和河北等地区带来强大的销售渠道加成，有助于乐普医疗器械板块生产与销售的协同作用，进一步放大乐普在该区域内的竞争优势。同时，北京镭镜承诺 2018 年 12 月 31 日前，北京外科产品医院客户覆盖率不低于 80%，以及承诺 2018-2020 年销售收入分别为 2 亿、3.5 亿、5 亿。

3) 投资辽宁博螯生物制药有限公司，布局胰岛素大市场。

公司公告，拟通过项目里程碑节点、分次股权收购的方式，共使用自有资金 5.4 亿元，投资辽宁博螯生物制药有限公司，最终控股其 75% 股权。节点包括：

第一次股权投资：2,164 万元收购博螯生物 20% 股权，并投资 7,836 万元用于其未来研发临床，实现拥有其 20% 股权；

第二次股权转让：1.2 亿元收购博螯生物 20% 股权；

第三次股权转让：博螯生物甘精胰岛素注射液完成临床试验并向国家药监局申报生产后，1.2 亿元收购博螯生物 15% 股权

第四次股权转让：博螯生物取得甘精胰岛素原料药与注射液生产批文并通过 GMP 审核且有合格产品可上市销售后，2 亿元收购博螯生物 20% 股权。

博螯生物是一家专注于胰岛素及其原料药研发、生产、销售的制造企业。博螯生物产品包括重组人胰岛素（原料药）、甘精胰岛素（原料药）、门冬胰岛素（原料药）、重组人胰岛素注射液（小容量注射剂）、甘精胰岛素注射液（小容量注射剂）、门冬胰岛素注射液（小容量注射剂）等；目前在研产品包括三代胰岛素（胰岛素长效类似物甘精胰岛素、速效类似物门冬胰岛素）及二代胰岛素（基因重组蛋白质药物重组人胰岛素），其中甘精胰岛素已获 CFDA 临床批件，正在进行临床研究（临床试验登记号：CTR20170410）。

心血管疾病一直是公司布局的重要领域，并且公司已经拥有了“高血压”、“高血脂”、“高血糖”等多个“三高”治疗药品。胰岛素是糖尿病的重要治疗用药，我国胰岛素市场规模超 150 亿元。此次投资博螯生物，是看中其在胰岛素市场的巨大发展空间，以及博螯生物在该领域二、三代胰岛素原料药及制剂的研发能力。乐普布局胰岛素，进军又一药品大品种，为远期发展布下一枚坚实的棋子。

三、盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 45.01 亿元、57.75 亿元和 73.27 亿元, 同比增长 29.8%、28.3%和 26.9%; 归属母公司净利润为 9.14 亿元、12.25 亿元和 16.08 亿元, 同比增长 34.5%、34.1%和 31.2%; 对应 EPS 为 0.51 元、0.69 元和 0.90 元。公司“药品+器械+服务”三位一体的发展路径清晰, 在心血管治疗领域器械和药品均储备空间巨大的重磅品种。于此同时, 公司又在 IVD、医疗服务等领域取得了突破, 并积极布局了糖尿病、血液净化、生物创新药等大病种和医药发展大方向。鉴于公司业绩的高速增长与未来的市场空间, 我们维持公司的“买入”评级。

四、风险提示:

新品研发和上市低于预期; 药品销售和招标价格低于预期。

乐普医疗三大财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4143.1	5547.0	6899.2	8833.1	营业收入	3467.7	4500.9	5774.7	7327.4
现金	1909.8	2447.0	3235.7	4043.0	营业成本	1354.1	1620.4	2060.5	2605.1
应收票据&账款	1293.9	1996.2	2225.1	3131.2	营业税金及附加	48.6	63.1	81.0	102.7
其它应收款	81.7	91.3	130.7	151.0	营业费用	638.1	906.8	1169.3	1476.3
预付账款	110.4	190.7	192.2	291.9	管理费用	476.5	593.8	759.5	961.8
存货	574.2	598.9	892.8	993.2	财务费用	57.4	129.9	115.0	97.0
其他	173.1	222.8	222.8	222.8	资产减值损失	26.5	26.5	26.5	26.5
非流动资产	5357.4	5266.3	4929.3	4623.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	560.4	560.4	560.4	560.4	投资净收益	-2.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	1105.6	956.9	749.5	542.0	营业利润	864.2	1160.4	1562.9	2057.9
无形资产	531.9	627.8	541.3	454.9	营业外损益	26.7	21.1	21.1	21.1
其他	3159.4	3121.2	3078.1	3066.2	利润总额	891.0	1181.5	1584.0	2079.0
资产总计	9500.4	10813.3	11828.5	13456.6	所得税	144.3	177.2	237.6	311.8
流动负债	2035.4	1948.9	1892.5	2114.1	净利润	746.7	1004.3	1346.4	1767.1
短期借款	649.7	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	67.5	90.7	121.6	159.6
应付账款	388.0	468.1	620.5	755.8	归属母公司净利润	679.3	913.6	1224.8	1607.5
其他	997.8	1480.8	1272.0	1358.3	EBITDA	1129.2	1553.8	1941.4	2387.1
非流动负债	1451.7	2051.7	2051.7	2051.7	EPS（元）	0.38	0.51	0.69	0.90
长期借款	1323.8	1923.8	1923.8	1923.8					
其他	128.0	128.0	128.0	128.0					
负债合计	3487.1	4000.6	3944.2	4165.8	主要财务比率				
发行在外股本	1781.7	1781.7	1781.7	1781.7	营业收入增速	25.25%	29.79%	28.30%	26.89%
少数股东权益	478.9	569.6	691.3	850.9	归母公司净利润增速	30.40%	34.49%	34.07%	31.25%
归属母公司股东权益	5534.4	6243.0	7193.0	8439.9	毛利率	60.95%	64.00%	64.32%	64.45%
负债和股东权益	9500.4	10813.3	11828.5	13456.6	净利率	21.53%	22.31%	23.32%	24.12%
现金流量表					ROE	12.27%	14.63%	17.03%	19.05%
经营活动现金流	691.9	1081.6	1092.3	1178.9	ROIC	17.72%	18.34%	24.11%	29.71%
折旧摊销	177.6	310.5	310.5	279.2	资产负债率	36.70%	37.00%	33.34%	30.96%
营运资金变动	282.9	791.0	1408.7	1712.2	总资产周转率	0.37	0.42	0.49	0.54
投资活动现金流	-1438.7	-228.0	18.0	18.0	P/E	60.54	45.01	33.57	25.58
筹资活动现金流	777.9	-316.4	-321.6	-389.6	P/B	7.43	6.59	5.72	4.87
现金净增加额	33.6	537.2	788.7	807.3	EV/EBITDA	36.5	26.1	20.6	16.4
					每股净资产(元)	3.11	3.50	4.04	4.74

数据来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

