

业绩持续高增长，中标新东港 45% 股权

投资要点

- **业绩总结：**公司 2017 年实现营业收入 45.4 亿 (+31%)、归母净利润 9.0 亿 (+32%)、扣非后归母净利润 8.5 亿 (+29%)。公司预告 2018Q1 实现归母净利润 3.0-3.2 亿，同比增长 30-40%。
- **业绩维持高增长，重磅药品快速放量。**单季度来看，2017Q4 实现收入 12.5 亿 (+32%)、归母净利润 1.6 亿 (+18%)、扣非后归母净利润 1.6 亿 (+19%)。分板块来看，1) 医疗器械板块实现收入 25.2 亿 (+20%) 和净利润 6.4 亿 (+17%)。其中主导产品心脏支架实现收入 11.7 亿 (+21%)，高价格高毛利 Nano 支架收入增速更高达 34%，销售占比也达到 45%。潜力重磅品种双腔起搏器已完成 21 个省市的招标工作，上市后临床试验已在 27 个省市完成病例植入，有望复制心脏支架的国产替代进程。2) 药品板块实现收入 17.4 亿 (+51%) 和净利润 5.4 亿 (+71%)。其中制剂业务实现收入 13.7 亿 (+84%) 和净利润 5.1 亿 (+87%)，两大重磅品种氯吡格雷和阿托伐他汀分别实现收入 6.8 亿 (+54%) 和 3.7 亿 (+118%)，通过一致性评价后或进一步实现放量。3) 医疗服务板块实现收入 2.1 亿 (+48%)，处于培养阶段出现亏损 2028 万。从期间费率来看，市场推广力度加大导致销售费率提高 5.0pp 至 23.40%、融资规模扩大导致财务费用提高 0.7pp 至 2.36%。从盈利能力来看，综合毛利率提高 6.28pp 至 67.23%，主要是受益于重磅产品毛利率持续提高，净利率也随之提高 0.37pp 至 21.90%。
- **发行可转债收购新东港少数股权，阿托伐他汀一致性评价进入审评阶段。**公司出资 10.5 亿竞得新东港 45% 股权，拟发行可转换债券不超过 10.5 亿用于此次收购，转股价格不低于 33.88 元/股。交易完成后持股比例将达到 98.95%。2017 年新东港实现收入 6.8 亿 (+23%) 和 1.8 亿净利润 (+47%)，对应 17 年收购估值仅 13 倍。新东港主要收入来自于阿托伐他汀，17 年收入占比达 54%，保持翻倍以上增长。米内网数据统计显示 2016 年城市公立医院阿托伐他汀销售额达到 95 亿，同比增长 13%，其中原研厂商辉瑞占比 65%，新东港占比不到 2%，弹性增量巨大。新东港的阿托伐他汀通过一致性评价后有望进一步快速放量。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.70 元、0.95 元、1.26 元，对应 PE 为 43 倍、32 倍、24 倍，维持“买入”评级。考虑到 2018 年两大重磅药品通过一致性评价后业绩或将超预期+完全可降解支架有望于 2018 年获批提升估值，应该享受估值溢价，给予 2018 年 55 倍 PE，对应目标价 38.50 元。
- **风险提示：**产品销量或低于预期的风险、产品招标降价的风险、新产品获批进度或低于预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4537.64	5737.99	7565.05	9687.88
增长率	30.85%	26.45%	31.84%	28.06%
归属母公司净利润 (百万元)	899.09	1252.86	1687.25	2251.68
增长率	32.36%	39.35%	34.67%	33.45%
每股收益 EPS (元)	0.50	0.70	0.95	1.26
净资产收益率 ROE	14.14%	16.38%	18.55%	20.44%
PE	60	43	32	24
PB	7.67	6.83	5.75	4.74

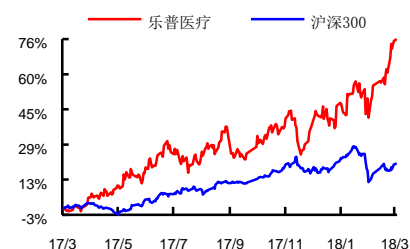
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
 执业证号: S1250517080004
 电话: 023-67791327
 邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.82
流通 A 股(亿股)	14.12
52 周内股价区间(元)	17.07-30.25
总市值(亿元)	538.95
总资产(亿元)	110.12
每股净资产(元)	3.45

相关研究

1. 乐普医疗 (300003): 君实生物 PD-1 单抗新药申请获得受理, 抗肿瘤产品线进入收获期 (2018-03-12)
2. 乐普医疗 (300003): 业绩延续高增长, 打造心血管产业链 (2018-01-30)
3. 乐普医疗 (300003): 业绩稳定增长, 重磅产品有望陆续获批上市 (2017-10-27)
4. 乐普医疗 (300003): 药品+器械双轮驱动业绩高增长 (2017-08-29)
5. 乐普医疗 (300003): 完全可降解支架注册受理, 放量值得期待 (2017-08-10)
6. 乐普医疗 (300003): 业绩延续高增长态势, 重磅产品陆续上市 (2017-07-11)

关键假设：

假设 1：2018-2020 年期间 Nano 心脏支架的销量增速分别为 30%、25%、25%；

假设 2：随着完全可降解支架上市，其他心脏支架在 2018-2020 年期间的销量增速分别为 10%、20%、30%；

假设 3：2018-2020 年期间氯吡格雷的销量增速分别为 40%、50%、40%；

假设 4：2018-2020 年期间阿托伐他汀的销量增速分别为 50%、80%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	4537.6	5737.9	7565.0	9687.8
	增速	30.9%	26.5%	31.8%	28.1%
	毛利率	67.2%	68.6%	69.9%	70.9%
器械板块	收入	2521.5	3022.1	3651.2	4522.0
	增速	19.6%	19.9%	20.8%	23.8%
	毛利率	67.0%	68.0%	69.0%	70.0%
器械-支架系统	收入	1171.4	1393.1	1705.7	2174.9
	增速	21.4%	18.9%	22.4%	27.5%
器械-支架系统-Nano	收入	522.5	679.2	849.0	1061.3
	增速	33.9%	30.0%	25.0%	25.0%
器械-支架系统-其它	收入	649.0	713.9	856.7	1113.6
	增速	12.9%	10.0%	20.0%	30.0%
器械-外科器械	收入	220.9	331.4	463.9	649.5
	增速	59.2%	50.0%	40.0%	40.0%
器械-体外诊断	收入	278.2	361.7	452.1	565.1
	增速	34.6%	30.0%	25.0%	25.0%
器械-其他	收入	850.9	936.0	1029.6	1132.5
	增速	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%
药品板块	收入	1741.9	2359.3	3468.1	4608.7
	增速	50.8%	35.4%	47.0%	32.9%
	毛利率	71.3%	73.0%	74.0%	75.0%
药品-氯吡格雷	收入	680.1	952.1	1428.1	1999.4
	增速	53.9%	40.0%	50.0%	40.0%
药品-阿托伐他汀钙	收入	363.8	545.6	982.1	1276.8
	增速	117.6%	50.0%	80.0%	30.0%
药品-原料药	收入	371.1	371.1	371.1	371.1
	增速	-9.1%	0.0%	0.0%	0.0%
药品-其他	收入	327.0	490.6	686.8	961.5
	增速	136.9%	50.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	274.3	356.5	445.7	557.1
	增速	33.9%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	43.1%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4537.64	5737.99	7565.05	9687.88	净利润	993.68	1291.60	1739.44	2321.32
营业成本	1486.91	1800.19	2278.72	2815.20	折旧与摊销	228.43	190.61	200.99	210.67
营业税金及附加	68.62	80.82	109.09	139.75	财务费用	107.22	130.13	142.11	118.66
销售费用	1061.77	1434.50	1966.91	2567.29	资产减值损失	58.23	25.00	25.00	25.00
管理费用	613.07	774.63	1021.28	1307.86	经营营运资本变动	-407.28	-460.37	-453.74	-596.56
财务费用	107.22	130.13	142.11	118.66	其他	-67.15	-21.52	-26.48	-24.84
资产减值损失	58.23	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	913.13	1155.46	1627.32	2054.26
投资收益	-8.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-512.57	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1187.64	207.58	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1700.21	-92.42	-300.00	-300.00
营业利润	1155.71	1492.73	2021.93	2714.12	短期借款	814.13	36.21	0.00	0.00
其他非经营损益	39.76	51.00	61.00	66.00	长期借款	463.05	200.00	200.00	200.00
利润总额	1195.47	1543.73	2082.93	2780.12	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	201.79	252.12	343.50	458.80	支付股利	0.00	-179.82	-250.57	-337.45
净利润	993.68	1291.60	1739.44	2321.32	其他	-302.91	-526.09	-142.11	-118.66
少数股东损益	94.59	38.75	52.18	69.64	筹资活动现金流净额	974.27	-469.70	-192.68	-256.11
归属母公司股东净利润	899.09	1252.86	1687.25	2251.68	现金流量净额	179.59	593.34	1134.63	1498.14
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2264.64	2857.98	3992.61	5490.76	成长能力				
应收和预付款项	1931.89	2489.48	3232.17	4145.12	销售收入增长率	30.85%	26.45%	31.84%	28.06%
存货	702.33	846.83	1074.34	1327.58	营业利润增长率	33.73%	29.16%	35.45%	34.23%
其他流动资产	259.84	66.08	87.12	111.57	净利润增长率	33.07%	29.98%	34.67%	33.45%
长期股权投资	794.16	794.16	794.16	794.16	EBITDA 增长率	35.67%	21.60%	30.41%	28.69%
投资性房地产	99.91	99.91	99.91	99.91	获利能力				
固定资产和在建工程	1414.14	1557.75	1690.99	1814.54	毛利率	67.23%	68.63%	69.88%	70.94%
无形资产和开发支出	3698.81	3674.10	3649.40	3624.69	三费率	39.27%	40.77%	41.38%	41.22%
其他非流动资产	1625.00	1615.48	1605.96	1596.44	净利率	21.90%	22.51%	22.99%	23.96%
资产总计	12790.72	14001.78	16226.66	19004.77	ROE	14.14%	16.38%	18.55%	20.44%
短期借款	1463.79	1500.00	1500.00	1500.00	ROA	7.77%	9.22%	10.72%	12.21%
应付和预收款项	870.49	973.72	1271.78	1599.24	ROIC	18.26%	19.61%	23.64%	27.92%
长期借款	1192.05	1392.05	1592.05	1792.05	EBITDA/销售收入	32.87%	31.60%	31.26%	31.42%
其他负债	2237.15	2249.92	2487.88	2754.66	营运能力				
负债合计	5763.47	6115.68	6851.71	7645.94	总资产周转率	0.41	0.43	0.50	0.55
股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65	固定资产周转率	4.05	4.68	5.43	6.30
资本公积	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40	应收账款周转率	3.18	3.06	3.12	3.09
留存收益	3250.67	4323.71	5760.39	7674.62	存货周转率	2.31	2.32	2.37	2.34
归属母公司股东权益	6429.67	7249.76	8686.44	10600.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.67%	—	—	—
少数股东权益	597.58	636.33	688.51	758.15	资本结构				
股东权益合计	7027.25	7886.09	9374.96	11358.83	资产负债率	45.06%	43.68%	42.22%	40.23%
负债和股东权益合计	12790.72	14001.78	16226.66	19004.77	带息债务/总负债	66.76%	66.78%	62.52%	58.64%
					流动比率	1.60	1.86	2.15	2.46
					速动比率	1.39	1.61	1.87	2.17
					股利支付率	0.00%	14.35%	14.85%	14.99%
					每股指标				
					每股收益	0.50	0.70	0.95	1.26
					每股净资产	3.94	4.43	5.26	6.38
					每股经营现金	0.51	0.65	0.91	1.15
					每股股利	0.00	0.10	0.14	0.19
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1491.35	1813.47	2365.03	3043.45					
PE	59.94	43.02	31.94	23.94					
PB	7.67	6.83	5.75	4.74					
PS	11.88	9.39	7.12	5.56					
EV/EBITDA	36.07	29.39	22.14	16.78					
股息率	0.00%	0.33%	0.46%	0.63%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn