

扣非净利润增速 36.67%符合预期,器械药品 板块稳定快速增长,未来新品值得期待 买入 (维持)

2018 年 08 月 14 日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,538	6,214	8,301	11,021
同比 (%)	30.9%	36.9%	33.6%	32.8%
净利润 (百万元)	899	1,366	1,820	2,409
同比 (%)	32.4%	51.9%	33.2%	32.4%
每股收益 (元/股)	0.50	0.77	1.02	1.35
P/E (倍)	68.39	45.01	33.79	25.53

投资要点

■ **器械板块维持稳定增长,新产品即将获批有望带来业绩增量:**报告期内,医疗器械板块实现营业收入 13.96 亿元,同比增长 15.56%,实现净利润 4.42 亿元,同比增长 20.55%。该板块收入增速低于利润增速,主要原因为公司逐步加大高毛利产品的占比,战略性退出低毛利、回款困难的医疗产品代理配送业务,医疗器械板块中主要高毛利产品的营收增速均在 20% 以上。公司的可降解支架 NeoVas 获批在即,我们预计该产品有望在 2018 年内正式获批。该产品已处于注册审评阶段,在时间上早于主要竞争伙伴 3 年。OCT 观察支架吸收已经获得 3 年临床随访数据, RCT 试验完成 2 年期随访,随访结果较好。

■ **药品板块实现快速放量,推动公司业绩增长:**药品板块是目前成长最快的板块,该板块实现营业收入 14.18 亿元,同比增长 70.63%,实现净利润 4.35 亿元,同比增长 70.71%。其中:药品制剂业务实现营业收入 11.95 亿元,同比增长 94.22%,实现净利润 4.05 亿元,同比增长 79.60%;原料药业务实现营业收入 2.23 亿元,同比增长 3.28%。2018 年上半年,氯吡格雷完成在贵州省的招标工作,中标省份已增至 29 个;阿托伐他汀完成在贵州省的招标工作,中标省份已增至 24 个,该产品目前已完成仿制药一致性评价未来增速将进一步增加。

■ **公司推出首期员工持股计划,激励机制合理公司长期发展值得期待:**公司发布首期员工持股计划:持股总人数不超过 200 人,资金总额不超过 6 亿元,员工自筹资金不超 3 亿元,持股股份约 1852.42 万股,将通过二级市场购买、大宗交易等方式取得。锁定期 12 个月,存续期 24 个月。通过员工持股计划,公司员工与股东的利益绑定,有效调动提高员工的积极性。同时对公司的管理进一步完善,有效留住人才,对公司的长期发展起到较大的促进作用。

■ **盈利预测与投资评级:**考虑新东港股权收购,我们上调盈利预测,预计 2018 年-2020 年,公司营业收入分别为 62.14 亿元、83.01 亿元和 110.21 亿元,归母净利润分别为 13.66 亿元、18.20 亿元和 24.09 亿元,对应 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元和 1.35 元。我们认为公司“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。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.51
一年最低/最高价	20.43/41.54
市净率(倍)	9.73
流通 A 股市值(百万元)	48559.76

基础数据

每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	52.92
总股本(百万股)	1781.65
流通 A 股(百万股)	1407.12

相关研究

- 1、《乐普医疗 (300003): 阿托伐他汀钙通过一致性评价, 公司药品业务稳健推进》2018-07-17
- 2、《乐普医疗 2018Q1 业绩点评: 药品器械双轮驱动高速增长, 重磅产品持续推进, 收购新东港少数股权带来业绩增厚》2018-04-27

3、《【东吴医药】乐普医疗 2017 三季报点评: 2017 年 1-9 月业绩保持高速增长 符合预期, 持续

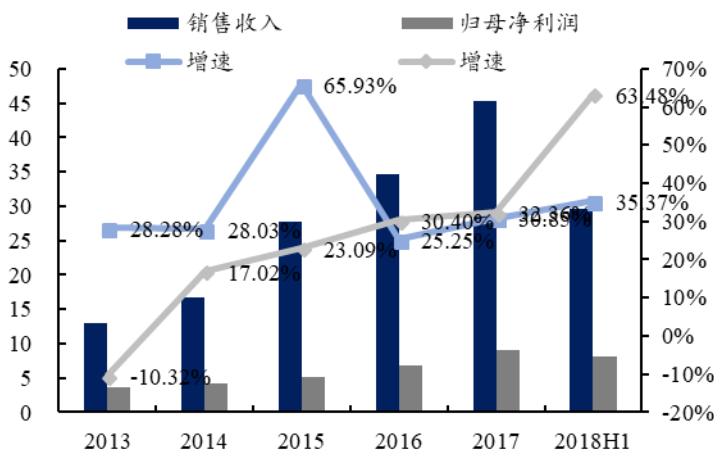
1. 事件：

公司发布 2018 年半年报：上半年实现营收 29.55 亿元，同比增长 35.37%；实现归属于上市公司股东净利润 8.10 亿元，同比增长 63.48%；实现扣非归母净利润 6.70 亿元，同比增长 36.67%。

同时公司发布 2018 年前三季度业绩预告：预计归母净利为 11.01 - 11.62 亿元，同比增长 49%-57%。扣非归母净利同比增长 35%-45%。其中，预计第三季度归母净利 2.92 - 3.52 亿元，同比增长 20%-45%。扣非归母净利同比增加 35%-55%。

公司发布首期员工持股计划：持股总人数不超过 200 人，资金总额不超过 6 亿元，员工自筹资金不超 3 亿元，持股股份约 1852.42 万股，将通过二级市场购买、大宗交易等方式取得。锁定期 12 个月，存续期 24 个月。

图 1：2013-2018H1 乐普医疗营业收入与净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 核心观点：器械板块增速稳定，药品板块快速增长，新产品陆续推出，公司未来整体向好

公司上半年公司业绩实现快速增长，扣非归母净利润增速达 36.67%。

公司出售 Viralytics 公司 13.04% 的股权带来股权投资收益 1.5 亿元，关闭 Comed 带来损失 3200 万元。

1. 器械板块维持稳定增长，新产品即将获批有望带来业绩增量

报告期内，医疗器械板块实现营业收入 13.96 亿元，同比增长 15.56%，实现净利润 4.42 亿元，同比增长 20.55%。该板块收入增速低于利润增速，主要原因为公司逐步加大高毛产品的占比，战略性退出低毛利、回款困难的医疗产品代理配送业务，医疗器械

板块中主要高毛利产品的营收增速均在 20% 以上。

公司支架产品实现营业收入 7.12 亿元，同比增长 20.76%。其中，血管内无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统（Nano）在支架系统销售结构中的占比为 45%。

公司双腔起搏器系列产品中标省份增至 23 个，并已纳入京津冀区域联盟采购目录。目前，该产品上市后临床试验已在 27 个省份完成病例植入。

公司封堵器系列产品实现营业收入 6052.59 万元，同比增长 22.88%，继续保持市场领先地位。

公司的可降解支架 NeoVas 获批在即，我们预计该产品有望在 2018 年内正式获批。该产品已处于注册审评阶段，在时间上早于主要竞争对手 3 年。OCT 观察支架吸收已经获得 3 年临床随访数据，RCT 试验完成 2 年期随访，随访结果较好。

2. 药品板块实现快速放量，推动公司业绩增长

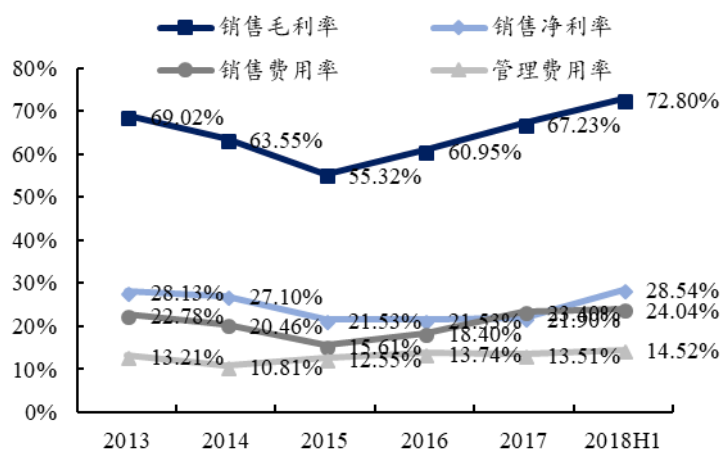
药品板块是目前成长最快的板块，该板块实现营业收入 14.18 亿元，同比增长 70.63%，实现净利润 4.35 亿元，同比增长 70.71%。其中：药品制剂业务实现营业收入 11.95 亿元，同比增长 94.22%，实现净利润 4.05 亿元，同比增长 79.60%；原料药业务实现营业收入 2.23 亿元，同比增长 3.28%。

2018 年上半年，氯吡格雷完成在贵州省的招标工作，中标省份已增至 29 个；阿托伐他汀完成在贵州省的招标工作，中标省份已增至 24 个，该产品目前已完成仿制药一致性评价未来增速将进一步增加。

3. 公司费用率基本维持稳定，产品结构调整带来毛利率提升

公司不断提高高毛利产品的占比，带来整体毛利率的持续提升。由于公司销售费用率和管理费用率维持稳定，因此毛利率提升的部分直接带来了公司净利率的提高。随着产品结构的进一步调整和新产品的陆续上市，我们认为公司的毛利率有望进一步提高。

图 2：2013-2018H1 乐普医疗毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4. 公司推出首期员工持股计划，激励机制合理公司长期发展值得期待。

公司发布首期员工持股计划：持股总人数不超过 200 人，资金总额不超过 6 亿元，员工自筹资金不超过 3 亿元，持股股份约 1852.42 万股，将通过二级市场购买、大宗交易等方式取得。锁定期 12 个月，存续期 24 个月。

通过员工持股计划，公司员工与股东的利益绑定，有效调动提高员工的积极性。同时对公司的管理进一步完善，有效留住人才，对公司的长期发展起到较大的促进作用。

3. 盈利预测与投资建议

考虑新东港股权收购，我们上调盈利预测，预计 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 62.14 亿元、83.01 亿元和 110.21 亿元，归母净利润分别为 13.66 亿元、18.20 亿元和 24.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元和 1.35 元。我们认为公司“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。

4. 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

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5159	5357	6711	7847	营业收入	4538	6214	8301	11021
现金	2265	1348	1686	1039	减:营业成本	1487	2032	2698	3571
应收账款	1632	2272	2944	3981	营业税金及附加	69	83	118	157
存货	702	1042	1274	1791	营业费用	1062	1429	1926	2579
其他流动资产	559	694	807	1035	管理费用	613	789	1054	1400
非流动资产	7632	8649	9722	10925	财务费用	107	36	33	25
长期股权投资	794	1026	1254	1482	资产减值损失	58	55	81	116
固定资产	1133	1629	2188	2872	加:投资净收益	-8	-0	-4	-4
在建工程	281	388	465	524	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1536	1725	1942	2184	营业利润	1156	1789	2388	3170
其他非流动资产	3888	3881	3873	3864	加:营业外净收支	40	28	31	33
资产总计	12791	14006	16434	18772	利润总额	1195	1816	2420	3203
流动负债	3217	3520	4530	4782	减:所得税费用	202	307	408	541
短期借款	1464	1464	1464	1464	少数股东损益	95	144	191	253
应付账款	465	606	816	1066	归属母公司净利润	899	1366	1820	2409
其他流动负债	1288	1450	2251	2252	EBIT	1374	1923	2523	3299
非流动负债	2547	2175	1808	1459	EBITDA	1602	2185	2871	3752
长期借款	2384	2012	1645	1296					
其他非流动负债	163	163	163	163	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5763	5695	6338	6241	每股收益(元)	0.50	0.77	1.02	1.35
少数股东权益	598	741	933	1186	每股净资产(元)	3.61	4.25	5.14	6.37
					发行在外股份(百万股)	1782	1782	1782	1782
归属母公司股东权益	6430	7569	9163	11345	ROIC(%)	10.9%	13.8%	16.3%	18.6%
负债和股东权益	12791	14006	16434	18772	ROE(%)	14.1%	18.2%	19.9%	21.2%
					毛利率(%)	67.2%	67.3%	67.5%	67.6%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	19.8%	22.0%	21.9%	21.9%
经营活动现金流	913	636	2355	1566	资产负债率(%)	45.1%	40.7%	38.6%	33.2%
投资活动现金流	-1700	-1278	-1425	-1660	收入增长率(%)	30.9%	36.9%	33.6%	32.8%
筹资活动现金流	974	-274	-592	-553	净利润增长率(%)	32.4%	51.9%	33.2%	32.4%
现金净增加额	180	-916	338	-647	P/E	68.39	45.01	33.79	25.53
折旧和摊销	228	261	348	453	P/B	9.56	8.12	6.71	5.42
资本开支	716	785	845	976	EV/EBITDA	39.88	29.72	22.45	17.34
营运资本变动	-468	-1172	-40	-1578					

数据来源: 贝格数据, 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>