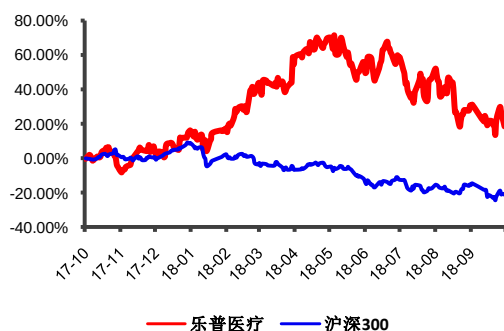


2018 年 10 月 29 日 乐普医疗 (300003): 制剂业务快速放量, 业绩符合预期 推荐 (维持)
医药生物
当前股价: 27.44 元
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,538	6,101	7,968	10,367
(+/-)	30.9%	34.5%	30.6%	30.1%
营业利润	1,156	1,605	2,136	2,814
(+/-)	33.7%	38.9%	33.1%	31.8%
归属母公司净利润	899	1,278	1,734	2,316
(+/-)	32.4%	42.2%	35.7%	33.6%
EPS (元)	0.50	0.72	0.97	1.30
市盈率	54.4	38.2	28.2	21.1

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	178165 / 140712
流通市值 (亿元)	386.1
每股净资产 (元)	3.81
资产负债率 (%)	53.79

股价表现 (最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

 邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **公司业绩符合预期。**公司前三季度实现营收 45.84 亿元, 同比增长 39.33%; 归属上市公司股东净利润 11.43 亿元, 同比增长 54.89%; 扣非后归属上市公司股东净利润 9.80 亿元, 同比增长 40.50%; 对应 EPS 0.64 元。其中 Q3 单季营收 16.30 亿元, 同比增长 47.14%; 归属上市公司股东净利润 3.34 亿元, 同比增长 37.35%; 扣非后归属上市公司股东净利润 3.10 亿元, 同比增长 49.54%, 公司业绩保持高增长。

● **器械业务保持稳定增长, 制剂业务延续高增长。**报告期内, 公司医疗器械板块保持稳定增长, 主力产品支架系统进一步扩大市场份额, 预计增速在 20% 左右。随着可降解支架的上市销售, 公司在支架系统领域的竞争优势将进一步扩大。

报告期内, 公司制剂业务延续高增长态势, 预计增速在 70% 左右。其中, 主打产品阿托伐他汀和氯吡格雷处于持续放量期, 目前两者的市场份额约为 5% 和 10%, 仍有较大的提升空间。公司阿托伐他汀于今年 7 月通过一致性评价, 有望通过带量采购加速市场份额的提高; 氯吡格雷预计于年底有望通过一致性评价。

● **盈利能力进一步提高, 期间费用有所上升。**报告期内, 公司销售毛利率为 73.34%, 同比上升 7.07pp, 预计主要受药品板块的快速增长及直销模式推进的影响; 公司销售净利率为 25.65%, 同比上升 1.04pp, 公司盈利能力进一步提升。报告期内, 公司销售费用率、管理费用率 (含研发费用) 和财务费用率分别为 25.94%、15.58% 和 3.40%, 分别同比上升 4.38pp、3.01pp 和 1.33pp, 主要系报告期内公司销售团队的加强、研发投入的增加和融资规模的扩大所致。

● **积极布局胰岛素和肿瘤领域，未来成长可期。**公司积极布局胰岛素和肿瘤领域的产品研发，为公司未来 3-5 年的长期发展注入新动力。公司甘精胰岛素目前的临床进度约为 80%，预计能在年底报产；乐普生物已有多项产品进入临床研究阶段，PD-1 最快能于明年四季度报产；公司在肿瘤免疫治疗领域具有长远布局，报告期内公司参与了致力于抗肿瘤新靶点研究的 Rgenix 公司的 C 轮融资。

● **盈利预测：**我们预测公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 12.78 亿元、17.34 亿元、23.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.97 元、1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 38.2 / 28.2 / 21.1 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**产品降价幅度超预期的风险；产品销售推广不达预期的风险；新产品进度不达预期的风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产：					营业收入	4,538	6,101	7,968	10,367
货币资金	2,265	3,378	4,098	5,101	营业成本	1,487	1,939	2,470	3,142
应收款	1,824	2,373	2,877	3,456	营业税金及附加	69	69	69	69
存货	702	862	1,029	1,222	销售费用	1,062	1,464	1,992	2,644
其他流动资产	368	400	450	500	管理费用	613	793	1,076	1,420
流动资产合计	5,159	7,012	8,454	10,279	财务费用	107	152	124	145
非流动资产：					费用合计	1,782	2,410	3,191	4,209
可供出售金融资产	971	1,000	1,100	1,200	资产减值损失	58	78	102	133
固定资产+在建工程	1,414	1,902	2,062	2,220	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	3,476	3,500	3,700	4,000	投资收益	-8	0	0	0
其他非流动资产	1,768	1,900	2,100	2,300	营业利润	1,156	1,605	2,136	2,814
非流动资产合计	7,632	8,302	8,962	9,720	加：营业外收入	44	1	1	1
资产总计	12,791	15,314	17,416	19,999	减：营业外支出	5	9	10	12
流动负债：					利润总额	1,195	1,596	2,126	2,803
短期借款	1,464	2,100	2,200	2,300	所得税费用	202	223	298	392
应付账款、票据	564	700	823	960	净利润	994	1,373	1,829	2,410
其他流动负债	1,189	1,260	1,380	1,500	少数股东损益	95	95	95	95
流动负债合计	3,217	4,060	4,403	4,760	归母净利润	899	1,278	1,734	2,316
非流动负债：					主要财务指标				
长期借款	1,192	1,193	1,193	1,193		2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	1,355	1,500	1,700	1,900	成长性				
非流动负债合计	2,547	2,693	2,893	3,093	营业收入增长率	30.9%	34.5%	30.6%	30.1%
负债合计	5,763	6,753	7,296	7,853	营业利润增长率	33.7%	38.9%	33.1%	31.8%
所有者权益					归母净利润增长率	32.4%	42.2%	35.7%	33.6%
股本	1,782	1,782	1,782	1,782	总资产增长率	34.6%	19.7%	13.7%	14.8%
资本公积金	1,144	1,144	1,144	1,144	盈利能力				
未分配利润	2,918	3,929	5,255	6,991	毛利率	67.2%	68.2%	69.0%	69.7%
少数股东权益	598	598	598	598	营业利润率	25.5%	26.3%	26.8%	27.1%
所有者权益合计	7,027	8,175	9,684	11,661	三项费用/营收	39.3%	39.5%	40.1%	40.6%
负债和所有者权益	12,791	14,929	16,981	19,514	EBIT/销售收入	0.0%	28.7%	28.2%	28.4%
现金流量表					净利润率	21.9%	22.5%	22.9%	23.3%
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	14.1%	16.8%	18.9%	20.7%
净利润	994	1373	1829	2410	营运能力				
折旧与摊销	228	151	170	191	总资产周转率	35.5%	39.8%	45.7%	51.8%
财务费用	111	152	124	145	资产结构				
存货的减少	-105	-160	-167	-193	资产负债率	45.1%	44.1%	41.9%	39.3%
营运资本变化	-363	-412	-382	-442	现金流质量				
其他非现金部分	47	11	-150	-250	经营净现金流/净利润	0.92	0.81	0.78	0.77
经营活动现金净流量	913	1115	1423	1862	每股数据（元/股）				
投资活动现金净流量	-1700	-279	-380	-400	每股收益	0.50	0.72	0.97	1.30
筹资活动现金净流量	974	277	-323	-458	每股净资产	3.94	4.59	5.44	6.55
现金流量净额	180	1,113	720	1,004					

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>