



2018 年 10 月 29 日

买入(首次评级)

当前价: 27.44 元

目标价: 元

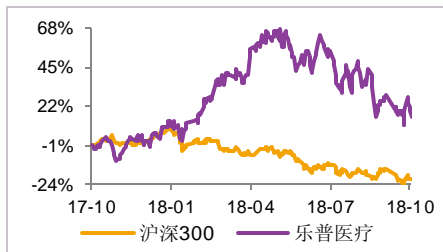
分析师: 李晨光

执业编号: S0300518070001

电话: 010-66235631

邮箱: lichenguang@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	4537	6539	8872	11315
(+/-)	30.9%	44.1%	35.7%	27.5%
归母净利润	899	1253	1642	2131
(+/-)	30.9%	41.3%	31.1%	29.8%
EPS(元)	0.44	0.61	0.80	1.04
P/E	64	45	34	27

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

乐普医疗(300003.SZ)

【联讯医药三季报点评】乐普医疗：业绩基本符合预期，梯队产品进展顺利

投资要点

✧ 乐普医疗发布三季度业绩，基本符合预期

公司公布 2018 年三季报业绩，1-9 月实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 45.84 亿、11.43 亿和 9.80 亿元，分别同比增长 39.3%、54.9%和 40.5%，收入和扣非归母净利润增速分别较中报提升 4.0 和 3.8 个百分点，增速有所提升，非经常性损益主要是处理子公司（包括 Viralytics、Comed B.V.等的一次性收益）的投资收益。3 季度单季度业绩较高，是由于新东港 45%的股权 3 月 29 日并表，根据中报推测，我们判断新东港 45%的股权 Q2、Q3 业绩为 7000 万元左右，扣除之后，Q1-Q3 和 Q3 单季度的扣非净利润增速分别为 30.3%和 31.9%，Q3 表现有所提升，基本符合预期。

分产品来看，我们判断支架系统增速接近 20%，Nano 支架的收入占比接近 50%，封堵器全年收入预计将达 1.25 亿左右，增速超过 20%，体外诊断产品维持高速增长，药品板块增速在 80%左右，氯比格雷和阿托伐他汀为代表的制剂业务仍然维持了一个较高的增速。

观察期间费用率可以发现，销售费用率，管理费用率（包含研发）和财务费用率分别为 26.0%、15.6%和 3.4%，相比中报分别提升 1.9、1.0 和 0.1 个百分点。

✧ 梯队产品进展顺利，潜力品种培育顺利

报告期内，双腔起搏器除了少数几个省份，已经基本在全国实现中标，上市后临床已在 27 个省份完成了病例植入，将有效的增加公司产品的市场说服力，医院业务培育方面，介入式导管室、心血管医院、远程心电监测站、“一键式”家庭医生服务、精准医疗、智能医疗设备等创新式业务正在稳健培育，虽然目前暂时没有盈利，但未来将成为公司转型的重要起步。

在研产品中，17 年 10 月投资的辽宁博鳌获得甘精、门冬胰岛素注射液，甘精胰岛素注射液 III 期临床试验已完成全部临床入组，目前公司对辽宁博鳌已经完成 40%的投资，未来将达到 75%的控股权；完全可降解支架 NeoVas 已经基本完成临床工作，并于今年陆续公布了部分数据，即将于四季度申请注册。数据结果与雅培公司的 Absorb GT1 和波士顿科学的 ABSORB III 临床随访数据较为接近，我们认为尽管这两款产品均已退市，但由于中国国内审批特点与国外并不相同，公司的产品仍有相当的获批可能性，不过可能会经历一个比较长的注册申请阶段。

✧ 投资建议

我们给予公司 18-20 年业绩收入增长分别为 44.1%、35.7%和 37.5%，实现 EPS 分别为 0.61、0.80 和 1.04 元，目前公司股价对应估值分别为 45/34/27 倍，公司对重磅药品进行基层推广，找到了正确的发展路径，同时多项业务



积极开展，投资逻辑清晰，我们给予公司“买入”评级。

✧ 风险提示

市场推广风险；

梯队产品研发风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5158	6588	8480	10846	经营活动现金流	961	808	1192	1703
现金	2265	2369	2900	3839	净利润	994	1382	1811	2350
应收账款	1725	2485	3371	4300	折旧摊销	285	194	206	218
其它应收款	104	150	203	259	财务费用	111	222	222	222
预付账款	108	165	214	265	投资损失	58	40	33	42
存货	702	1046	1420	1810	营运资金变动	-383	-1024	-1070	-1120
其他	254	373	373	373	其它	-9	-10	-10	-10
非流动资产	7632	8845	8548	8344	投资活动现金流	-1770	-1907	-169	-124
在建工程	281	224	215	195	资本支出	-850	-885	0	0
固定资产	1133	1104	1076	977	长期投资	-851	-900	-169	-124
无形资产	3699	3788	3698	3608	其他	1	-122	0	0
其他	2519	3729	3729	3279	筹资活动现金流	974	1207	-493	-639
资产总计	12790	13269	15264	17686	短期借款	2965	3008	0	0
流动负债	3217	3755	4432	5142	长期借款	-1552	-360	0	0
短期借款	1464	1464	1464	1464	其他	-439	-1441	-493	-639
应付账款	564	644	834	1033	现金净增加额	165	104	531	939
其他	1189	1647	2134	2645					
非流动负债	2547	2547	2547	2547	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	1192	1192	1192	1192	成长能力				
其他	1355	1355	1355	1355	营业收入	24.75%	44.09%	35.68%	27.54%
负债合计	5764	6302	6979	7689	营业利润	32.65%	39.34%	35.35%	29.76%
少数股东权益	598	706	859	1100	归属母公司净利润	30.93%	41.27%	31.07%	29.76%
归属母公司股东权益	6428	6261	7427	8897	获利能力				
负债和股东权益	12790	13269	15264	17686	毛利率	67.23%	67.19%	68.68%	69.56%
					净利率	21.63%	21.14%	20.42%	20.77%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	5.44%	7.89%	8.72%	9.44%
营业收入	4538	6539	8872	11315	ROIC	14.42%	19.42%	21.53%	23.54%
营业成本	1487	2145	2779	3444	偿债能力				
营业税金及附加	69	98	133	170	资产负债率	45.07%	47.49%	45.72%	43.48%
营业费用	1062	1635	2262	2942	净负债比率	82.04%	90.46%	84.22%	76.92%
管理费用	613	915	1286	1697	流动比率	1.60	1.75	1.91	2.11
财务费用	107	222	222	222	速动比率	1.39	1.48	1.59	1.76
资产减值损失	58	40	33	42	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.50	0.62	0.69
投资净收益	1	110	0	0	应收账款周转率	3.01	3.11	3.03	2.95
营业利润	1143	1593	2156	2798	存货周转率	2.33	2.45	2.25	2.13
营业外收入	44	60	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	5	8	0	0	每股收益	0.44	0.61	0.80	1.04
利润总额	1183	1645	2156	2798	每股经营现金	1.19	0.99	1.47	2.10
所得税	202	263	345	448	每股净资产	7.94	7.73	9.17	10.98
净利润	981	1382	1811	2350	估值比率				
少数股东损益	95	129	169	220	P/E	64	45	34	27
归属母公司净利润	887	1253	1642	2131	P/B	3.5	3.6	3.0	2.5
EBITDA	1579	2061	2584	3238	EV/EBITDA	33	25	20	16
EPS（元）	0.44	0.61	0.80	1.04					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李晨光，兰州大学药物化学硕士。2018 年 5 月加入联讯证券，现任医药行业分析师，证书编号：S0300518070001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com