

乐普医疗 (300003)

证券研究报告

2018 年 12 月 01 日

氯吡格雷通过一致性评价，有望参与国家集采

事件：全资子公司乐普药业收到国家药品监督管理局核准签发的关于“硫酸氢氯吡格雷片”的《药品补充申请批件》，该药品 75mg 和 25mg 规格均通过了仿制药质量和疗效一致性评价，有望推动业绩增长。

根据《4+7 城市药品集中采购文件》的内容，12 月 6 日为申报材料提交时间，从时间上来看，乐普氯吡格雷大概率能够参与此次国家集采，从价格角度，乐普药业氯吡格雷价格约为原研药的 1/2，较竞争对手信立泰的价格低 20-25%，具备价格优势。

氯吡格雷百亿市场规模，乐普市占率稳步提升

硫酸氢氯吡格雷片是心血管疾病治疗领域市场容量超百亿的抗凝血用药，作为公司药品板块的战略性品种，其仿制药一致性评价、产能扩建、原料药供应保障等一直是公司重点推进的工作。根据 PDB 数据库，2017 年样本医院销量为 3.79 亿元，近年来销量增速逐渐趋缓，赛诺菲的氯吡格雷在全球销售额持续下滑，2017 年全球销售额下降至 14.7 亿欧元。在国内的市场份额中，乐普凭借性价比优势快速提升市场份额。

根据 PDB，从销量占比的角度，2017 年乐普药业销量占比为 21.52%，2018 年 Q3 进一步提升至 22.93%。同时根据米内网数据显示，乐普在乡镇卫生院的市场占有率已达 30% 以上。

通过一致性评价，助力公司药品推广

乐普药业的氯吡格雷通过一致性评价，与进口品牌、竞争对手（通过一致性评价）处于同一起跑线，有望利用价格、品牌、渠道优势进一步抢占市场份额。如若此次能中标 11 个城市的国家集采，除了带来业绩增量，还能建立一定的品牌影响力，依靠临床和零售药店双营销平台，推动公司产品在这些城市渗透。

乐普医疗近年来通过内生和外延，基本形成心血管全产业链布局，未来十年还将延续大病种战略继续扩展业务，包括糖尿病领域、肿瘤治疗、智慧智能医疗。

根据各业务板块业绩预测，若不包含投资收益，18-20 年净利润预计为 12.4 亿元（+38.2%）、16.5 亿元（+32.8%）、21.4 亿元（+30.0%），EPS 为 0.70、0.93、1.20 元。若考虑投资收益，18-20 年净利润预计为 13.6 亿元（+51.6%）、16.5 亿元（+21.0%）、21.4 亿元（+30.0%），EPS 为 0.76、0.93、1.20 元，对应 PE 为 40X、33X、26X。我们认为乐普平台化价值尚未被市场充分认识，维持“买入”评级。

风险提示：并购公司管理运营风险、并购引起的资金紧张风险、新产品研发失败风险、产品获批不达预期、商誉减值风险、国家集采不中标风险等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,467.75	4,537.64	5,944.86	7,582.71	9,463.77
增长率(%)	25.25	30.85	31.01	27.55	24.81
EBITDA(百万元)	1,088.38	1,447.43	2,180.46	2,535.91	3,203.84
净利润(百万元)	679.26	899.09	1,362.54	1,649.26	2,144.29
增长率(%)	30.40	32.36	51.55	21.04	30.02
EPS(元/股)	0.38	0.50	0.76	0.93	1.20
市盈率(P/E)	81.08	61.25	40.42	33.39	25.68
市净率(P/B)	9.95	8.57	7.82	6.66	5.58
市销率(P/S)	15.88	12.14	9.26	7.26	5.82
EV/EBITDA	28.93	30.01	25.30	21.47	16.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,781.65
流通 A 股股本(百万股)	1,407.12
A 股总市值(百万元)	55,070.89
流通 A 股市值(百万元)	43,494.12
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	53.79
一年内最高/最低(元)	41.69/21.42

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《乐普医疗-公司点评:AI-ECG 获批 FDA，为国内人工智能心电产品首项》 2018-11-21
- 2 《乐普医疗-季报点评:业绩保持高速增长，可降解支架有望四季度获批》 2018-10-29
- 3 《乐普医疗-公司点评:肿瘤免疫治疗布局高瞻远瞩，有望成为未来业绩重要驱动力》 2018-09-05



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,909.84	2,264.64	4,161.40	4,549.63	5,205.07
应收账款	1,296.43	1,730.79	2,235.24	2,823.46	4,121.53
预付账款	110.38	108.19	175.82	183.09	306.59
存货	574.16	702.33	873.40	1,117.91	1,377.92
其他	252.27	352.74	178.97	196.14	280.25
流动资产合计	4,143.09	5,158.71	7,624.84	8,870.23	11,291.37
长期股权投资	560.40	794.16	984.01	984.01	984.01
固定资产	1,105.59	1,132.67	1,181.57	1,122.68	1,041.31
在建工程	58.76	281.47	234.88	200.93	192.56
无形资产	714.18	1,535.80	1,442.39	1,348.97	1,255.56
其他	2,915.46	3,884.93	3,356.40	3,394.49	3,406.17
非流动资产合计	5,354.38	7,629.04	7,199.25	7,051.09	6,879.61
资产总计	9,500.45	12,790.72	14,826.08	15,923.97	18,173.51
短期借款	649.66	1,463.79	2,411.78	2,202.19	2,574.03
应付账款	448.36	1,184.80	1,463.53	1,743.71	1,711.74
其他	937.39	568.12	978.86	884.93	1,056.98
流动负债合计	2,035.41	3,216.70	4,854.16	4,830.83	5,342.75
长期借款	729.00	1,192.05	896.94	700.00	700.00
应付债券	594.75	1,191.75	1,191.75	1,191.75	1,191.75
其他	127.97	162.97	162.97	151.30	159.08
非流动负债合计	1,451.72	2,546.77	2,251.66	2,043.05	2,050.83
负债合计	3,487.12	5,763.47	7,105.83	6,873.89	7,393.58
少数股东权益	478.93	597.58	682.29	784.83	918.14
股本	1,781.65	1,781.65	1,781.65	1,781.65	1,781.65
资本公积	1,144.40	1,144.40	995.76	995.76	995.76
留存收益	3,670.58	4,395.07	5,256.30	6,483.60	8,080.13
其他	(1,062.24)	(891.45)	(995.76)	(995.76)	(995.76)
股东权益合计	6,013.32	7,027.25	7,720.25	9,050.09	10,779.93
负债和股东权益总	9,500.45	12,790.72	14,826.08	15,923.97	18,173.51

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	746.71	993.68	1,362.54	1,649.26	2,144.29
折旧摊销	177.63	228.43	268.60	286.25	303.16
财务费用	76.11	111.40	90.72	79.74	71.57
投资损失	2.21	8.03	(217.00)	(25.50)	(63.00)
营运资金变动	(294.73)	(1,334.68)	285.77	(736.34)	(1,650.85)
其它	(16.04)	906.28	92.39	111.83	145.39
经营活动现金流	691.89	913.13	1,883.02	1,365.24	950.58
资本支出	946.38	1,571.05	595.80	111.67	112.22
长期投资	291.77	233.76	189.85	0.00	0.00
其他	(2,676.87)	(3,505.02)	(476.80)	(186.83)	(169.11)
投资活动现金流	(1,438.73)	(1,700.21)	308.85	(75.16)	(56.89)
债权融资	1,973.41	3,990.60	4,548.14	4,157.50	4,550.53
股权融资	133.95	67.86	(488.00)	(75.66)	(67.35)
其他	(1,329.42)	(3,084.19)	(4,355.24)	(4,983.70)	(4,721.42)
筹资活动现金流	777.93	974.27	(295.10)	(901.86)	(238.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	31.10	187.20	1,896.76	388.22	655.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,467.75	4,537.64	5,944.86	7,582.71	9,463.77
营业成本	1,354.14	1,486.91	1,932.08	2,441.63	3,028.41
营业税金及附加	48.62	68.62	65.39	83.41	104.10
营业费用	638.06	1,061.77	1,391.10	1,759.19	2,176.67
管理费用	476.54	613.07	803.20	1,016.08	1,258.68
财务费用	57.42	107.22	90.72	79.74	71.57
资产减值损失	26.54	58.23	58.23	58.23	58.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.21)	(8.03)	217.00	25.50	63.00
其他	4.42	(5.88)	(434.00)	(51.00)	(126.00)
营业利润	864.21	1,155.71	1,821.14	2,169.93	2,829.11
营业外收入	29.92	44.37	31.85	35.38	37.20
营业外支出	3.17	4.61	4.04	3.94	4.20
利润总额	890.96	1,195.47	1,848.94	2,201.36	2,862.10
所得税	144.25	201.79	394.01	440.27	572.42
净利润	746.71	993.68	1,454.93	1,761.09	2,289.68
少数股东损益	67.45	94.59	92.39	111.83	145.39
归属于母公司净利润	679.26	899.09	1,362.54	1,649.26	2,144.29
每股收益（元）	0.38	0.50	0.76	0.93	1.20

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.25%	30.85%	31.01%	27.55%	24.81%
营业利润	26.34%	33.73%	57.58%	19.15%	30.38%
归属于母公司净利润	30.40%	32.36%	51.55%	21.04%	30.02%
获利能力					
毛利率	60.95%	67.23%	67.50%	67.80%	68.00%
净利率	19.59%	19.81%	22.92%	21.75%	22.66%
ROE	12.27%	13.98%	19.36%	19.95%	21.74%
ROIC	18.62%	20.69%	22.06%	25.21%	30.32%
偿债能力					
资产负债率	36.70%	45.06%	47.93%	43.17%	40.68%
净负债率	-6.38%	-5.64%	-6.37%	-17.72%	-17.01%
流动比率	2.04	1.60	1.57	1.84	2.11
速动比率	1.75	1.39	1.39	1.60	1.86
营运能力					
应收账款周转率	2.74	3.00	3.00	3.00	2.73
存货周转率	6.35	7.11	7.55	7.62	7.58
总资产周转率	0.40	0.41	0.43	0.49	0.56
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.50	0.76	0.93	1.20
每股经营现金流	0.39	0.51	1.06	0.77	0.53
每股净资产	3.11	3.61	3.95	4.64	5.54
估值比率					
市盈率	81.08	61.25	40.42	33.39	25.68
市净率	9.95	8.57	7.82	6.66	5.58
EV/EBITDA	28.93	30.01	25.30	21.47	16.95
EV/EBIT	34.16	35.00	28.86	24.21	18.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com