

# NeoVas 带动器械板块加速成长，带动公司整体业绩增长 40.99%，符合预期

买入（维持）

2019 年 10 月 27 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

证券分析师 许汪洋

执业证号：S0600519060002  
021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2018A | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 6,356 | 8,462 | 11,149 | 13,898 |
| 同比（%）      | 40.1% | 33.1% | 31.8%  | 24.6%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,219 | 1,717 | 2,330  | 3,092  |
| 同比（%）      | 35.5% | 40.9% | 35.7%  | 32.7%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.68  | 0.96  | 1.31   | 1.74   |
| P/E（倍）     | 40.03 | 28.42 | 20.93  | 15.78  |

## 投资要点

■ **事件：**2019 年 1-9 月公司实现营业收入 58.80 亿元，比上年同期增长 28.25%；归属于上市公司股东的净利润 16.12 亿元，比上年同期增长 40.99%；实现扣非净利润 13.29 亿元，同比增长 35.55%，符合预期。

其中公司 2019Q3 实现营业收入 19.59 亿元，同比增长 20.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.57 亿元、同比增长 36.91%；实现扣非净利润 4.09 亿元，同比增长 31.98%。

■ **NeoVas 生物可吸收推动器械板块加速增长：**2019 年 1-9 月，公司延续了近年来的快速增长态势，尤其在报告期内 NeoVas 生物可降解支架上市之后，更是推动公司直接业务加速增长，带动公司进入新的发展时期。公司第三季度器械板块在 NeoVas 可降解支架的带东西实现销售收入 9.68 亿元，同比增 31.67%，增速较 Q2 和 Q1 显著提高。在此带动下，公司器械业务线 1-9 月累计实现销售收入 26.53 亿元，同比增长 27.24%，为近年来最快的增长水平。

同期，受到“4+7”带量采购政策执行之后的影响，氯吡格雷和阿托伐他汀等品种增速放缓。但公司通过积极应对变革，阿托伐他汀在三季度医院端和 OTC 端保持了快速的增长。公司整体制剂板块 Q3 实现收入 8.30 亿元，同比增长 12.56%；1-9 月累计实现销售收入 24.59 亿元，同比增长 27.25%。2019 年公司原料药板块进入快速放量期，1-9 月累计实现收入 5.46 亿元，同比增长 46.01%；但 Q3 因为个别客户延时交付导致单季度下降 6.93%，单季度实现收入 1.41 亿元。

■ **毛利率稳步攀升，费用控制良好，净利润率提升迅速。**2019 年 1-9 月毛利率为 72.64%，受到药品带量政策等影响，同比下降 0.70%。同期公司的净利润在费用控制良好下，得到提升。报告期内净利润率为 27.49%，同比提高 1.84 个百分点。公司前三季度管理费用率为 14.86%，同比下降 0.72 个百分点；销售费用率 25.05%，下降 0.89 个百分点，费用率整体呈现下降趋势，推动公司的净利润率显著提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019 年-2021 年营业收入为 84.62、111.49、138.98 亿元，归母净利润分别为 17.17、23.30、30.92 亿元，同比增长 40.9%、35.7%、32.7%。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，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，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)        | 27.38       |
| 一年最低/最高价      | 17.90/33.62 |
| 市净率(倍)        | 6.54        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 41487.54    |

## 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 4.19    |
| 资产负债率(%)    | 51.40   |
| 总股本(百万股)    | 1781.65 |
| 流通 A 股(百万股) | 1515.25 |

## 相关研究

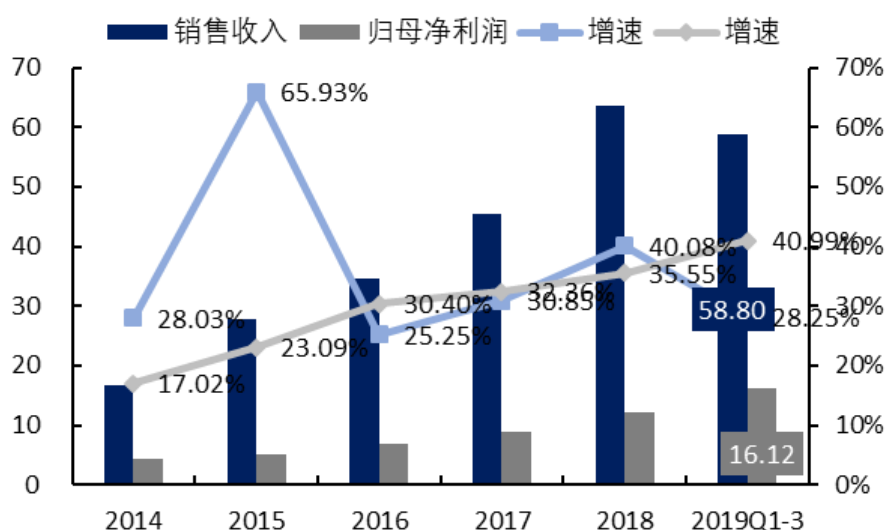
- 1、《乐普医疗 (300003)：三季度延续快速增长趋势，预计 1-9 月业绩增长 39%-42%》2019-10-15
- 2、《乐普医疗 (300003)：NeoVas 快速放量，成为又一带动公司业绩加速增长的超级引擎》2019-08-28
- 3、《乐普医疗 (300003)：业绩略超市场预期，内生实现增长 35%-45%》2019-07-11

## 1. 事件：公司发布 2019 年三季报，实现收入增长 28.25%，归母净利润增长 40.99%，符合预期

2019 年 1-9 月公司实现营业收入 58.80 亿元，比上年同期增长 28.25%；归属于上市公司股东的净利润 16.12 亿元，比上年同期增长 40.99%；实现扣非净利润 13.29 亿元，同比增长 35.55%，符合预期。

其中公司 2019 年 Q3 实现营业收入 19.59 亿元，同比增长 20.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.57 亿元、同比增长 36.91%；实现扣非净利润 4.09 亿元，同比增长 31.98%。

图 1：公司营业收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. NeoVas 生物可吸收推动器械板块加速增长

2019 年 1-9 月，公司延续了近年来的快速增长态势，尤其在报告期内 NeoVas 生物可降解支架上市之后，更是推动公司直接业务加速增长，带动公司进入新的发展时期。

公司第三季度器械板块在 NeoVas 可降解支架的带动下实现销售收入 9.68 亿元，同比增 31.67%，增速较 Q2 和 Q1 显著提高。在此带动下，公司器械业务线 1-9 月累计实现销售收入 26.53 亿元，同比增长 27.24%，为近年来最快的增长水平。

同期，受到“4+7”带量采购政策执行之后的影响，氯吡格雷和阿托伐他汀等品种增速放缓。但公司通过积极应对变革，阿托伐他汀在三季度医院端和 OTC 端保持了快速的增长。公司整体制剂板块 Q3 实现收入 8.30 亿元，同比增长 12.56%；1-9 月累计实现销售收入 24.59 亿元，同比增长 27.25%。

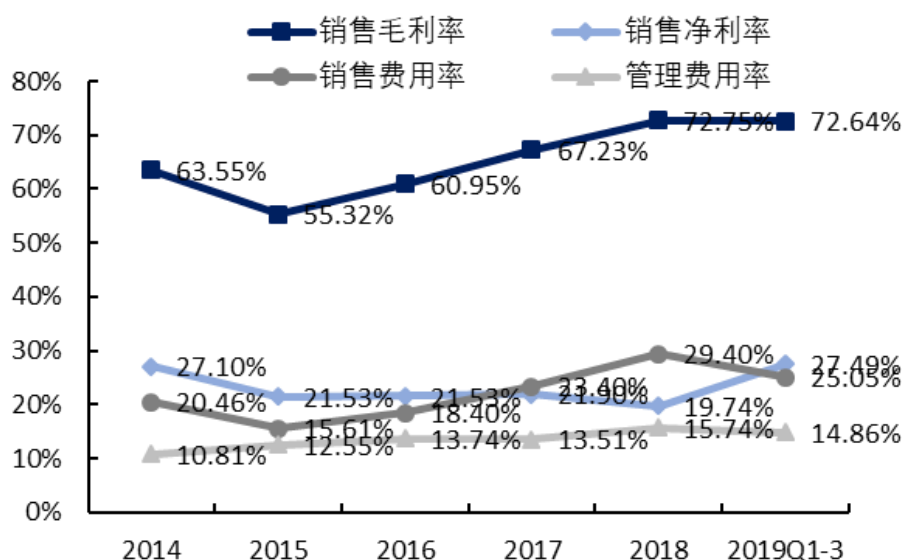
2019 年公司原料药板块进入快速放量期, 1-9 月累计实现收入 5.46 亿元, 同比增长 46.01%; 但 Q3 因为个别客户延时交付导致单季度下降 6.93%, 单季度实现收入 1.41 亿元。

### 3. 毛利率稳步攀升, 费用控制良好, 净利润率提升迅速

2019 年 1-9 月毛利率为 72.64%, 受到药品带量政策等影响, 同比下降 0.70 个百分点。同期公司的净利润在费用控制良好下, 得到提升。报告期内净利润率为 27.49%, 同比提高 1.84 个百分点。

公司前三季季度管理费用率为 14.86%, 同比下降 0.72 个百分点; 销售费用率 25.05%, 下降 0.89 个百分点, 费用率整体呈现下降趋势, 推动公司的净利润率显著提升。随着新产品市场推广逐渐完毕, 以及药品和器械带量采购政策的落地, 我们认为销售费用率将持续下降。

图 2: 公司的销售毛利率、净利率与销售费用率、管理费用率(含研发费用)变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2019 年-2021 年营业收入为 84.62、111.49、138.98 亿元, 归母净利润分别为 17.17、23.30、30.92 亿元, 同比增长 40.9%、35.7%、32.7%。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, 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, 我们维持公司的“买入”评级。

### 5. 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)        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表 (百万元)        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>5706</b>  | <b>6649</b>  | <b>6843</b>  | <b>9357</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>6356</b>  | <b>8462</b>  | <b>11149</b> | <b>13898</b> |
| 现金                 | 2220         | 1707         | 1104         | 2073         | 减:营业成本           | 1732         | 2302         | 3010         | 3613         |
| 应收账款               | 1970         | 2825         | 3493         | 4382         | 营业税金及附加          | 95           | 127          | 167          | 208          |
| 存货                 | 786          | 1191         | 1395         | 1709         | 营业费用             | 1869         | 2512         | 3294         | 4085         |
| 其他流动资产             | 730          | 925          | 852          | 1192         | 管理费用             | 529          | 1107         | 1444         | 1782         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>9407</b>  | <b>10525</b> | <b>11718</b> | <b>12775</b> | 财务费用             | 226          | 120          | 122          | 100          |
| 长期股权投资             | 1062         | 1318         | 1571         | 1822         | 资产减值损失           | 219          | 291          | 384          | 478          |
| 固定资产               | 1279         | 1863         | 2530         | 3111         | 加:投资净收益          | 131          | 40           | 54           | 75           |
| 在建工程               | 516          | 600          | 660          | 704          | 其他收益             | -38          | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产               | 1630         | 1829         | 2050         | 2243         | <b>营业利润</b>      | <b>1442</b>  | <b>2044</b>  | <b>2784</b>  | <b>3706</b>  |
| 其他非流动资产            | 4921         | 4915         | 4907         | 4894         | 加:营业外净收支         | 31           | 33           | 35           | 33           |
| <b>资产总计</b>        | <b>15113</b> | <b>17174</b> | <b>18561</b> | <b>22132</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1474</b>  | <b>2076</b>  | <b>2818</b>  | <b>3739</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>5069</b>  | <b>6112</b>  | <b>5838</b>  | <b>7031</b>  | 减:所得税费用          | 219          | 309          | 419          | 556          |
| 短期借款               | 1883         | 1883         | 1883         | 1883         | 少数股东损益           | 36           | 51           | 69           | 92           |
| 应付账款               | 650          | 831          | 1106         | 1219         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1219</b>  | <b>1717</b>  | <b>2330</b>  | <b>3092</b>  |
| 其他流动负债             | 2536         | 3398         | 2849         | 3929         | EBIT             | 1734         | 2230         | 2974         | 3873         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>3456</b>  | <b>3000</b>  | <b>2555</b>  | <b>2045</b>  | EBITDA           | 2001         | 2522         | 3369         | 4378         |
| 长期借款               | 3219         | 2763         | 2318         | 1808         |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 237          | 237          | 237          | 237          |                  |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>        | <b>8525</b>  | <b>9112</b>  | <b>8394</b>  | <b>9076</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 少数股东权益             | 226          | 277          | 347          | 438          | 每股收益(元)          | 0.68         | 0.96         | 1.31         | 1.74         |
|                    |              |              |              |              | 每股净资产(元)         | 3.57         | 4.37         | 5.51         | 7.08         |
| 归属母公司股东权益          | 6362         | 7784         | 9821         | 12618        | 发行在外股份(百万股)      | 1782         | 1782         | 1782         | 1782         |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>15113</b> | <b>17174</b> | <b>18561</b> | <b>22132</b> | ROIC(%)          | 11.8%        | 14.3%        | 17.0%        | 19.1%        |
|                    |              |              |              |              | ROE(%)           | 19.0%        | 21.9%        | 23.6%        | 24.4%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 毛利率(%)           | 72.7%        | 72.8%        | 73.0%        | 74.0%        |
| 经营活动现金流            | 1501         | 1952         | 1729         | 3300         | 销售净利率(%)         | 19.2%        | 20.3%        | 20.9%        | 22.2%        |
| 投资活动现金流            | -2322        | -1369        | -1533        | -1486        | 资产负债率(%)         | 56.4%        | 53.1%        | 45.2%        | 41.0%        |
| 筹资活动现金流            | 768          | -1097        | -799         | -845         | 收入增长率(%)         | 40.1%        | 33.1%        | 31.8%        | 24.6%        |
| 现金净增加额             | -35          | -513         | -603         | 969          | 净利润增长率(%)        | 35.5%        | 40.9%        | 35.7%        | 32.7%        |
| 折旧和摊销              | 267          | 292          | 395          | 505          | P/E              | 40.03        | 28.42        | 20.93        | 15.78        |
| 资本开支               | 1072         | 862          | 941          | 805          | P/B              | 7.67         | 6.27         | 4.97         | 3.87         |
| 营运资本变动             | -378         | -187         | -1133        | -413         | EV/EBITDA        | 26.46        | 20.95        | 15.77        | 11.83        |

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数据、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>