

Q2 业绩大幅改善，创新器械步入收获期 买入（维持）

2020 年 08 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003
021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,796	9,043	10,605	12,954
同比（%）	22.6%	16.0%	17.3%	22.1%
归母净利润（百万元）	1,725	2,217	2,819	3,562
同比（%）	41.6%	28.5%	27.2%	26.4%
每股收益（元/股）	0.96	1.23	1.56	1.97
P/E（倍）	38.85	30.24	23.77	18.81

投资要点

■ **事件：**2020 年上半年实现营业收入 42.4 亿元，同比增长 8.1%；实现归母净利润 11.4 亿元，同比下降 1.3%；实现扣非后归母净利润 11.1 亿元，同比上升 21.2%。

■ **非经常性损益拖累业绩，Q2 大幅反弹：**上半年公司非经常性损益为 2585 万元，对比去年同期因出售君实生物股权形成的非经常性损益 2.4 亿元大幅减少，直接拖累了公司归母净利润增速。分季度看，随着国内疫情趋稳，公司 Q2 业绩出现大幅反弹，单季度实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 25.9%；实现归母净利润 7.6 亿元，同比增长 32.1%；实现扣非净利润 7.4 亿元，同比上升 46.8%，业绩相对于 Q1 大幅回升。

■ **非心血管器械高速增长，带量采购影响制药业务：**上半年公司医疗器械板块实现收入 22.6 亿元，同比增长 29.2%，其中核心心血管介入业务受疫情影响较大，共实现销售收入 6.8 亿元，同比下降 25.4%，结构型和心脏节律器械实现收入 0.9 亿元，同比下降 5.5%；器械产品代理配送业务实现收入 1.8 亿元，同比下降 22%。我们预计，随着下半年国内医院业务正常化，公司心血管介入业务将恢复增长。在抗疫产品推动下，公司非心血管器械大幅增长，上半年实现收入 13.1 亿元，同比增长 155.4%。上半年公司药品板块实现收入 18.5 亿元，同比降低 8.9%，其中制剂业务实现收入 15.5 亿元，同比下降 5.1%，主要系集采导致公司两大核心药品硫酸氯氮吡格雷和阿托伐他汀钙大幅降价所致；原料药实现收入 3.1 亿元，同比下降 24.2%，主要是受客户转型及未中标影响。我们认为随着公司在零售市场的发力，集采给公司的负面影响将会逐步淡化，药品板块收入有望企稳回升。上半年公司医疗服务板块实现收入 1.1 亿元，同比下降 7.7%，我们预计随着下半年国内疫情趋稳，医疗服务业务收入将显著回升。

■ **重磅产品陆续获批，看好公司未来前景：**公司在泛心血管领域深耕多年，实现了器械+药品+服务等全方位布局，渠道和品牌优势显著。上半年切割球囊、药物球囊和左心室封堵器等重磅产品陆续获批，将进一步巩固公司在心血管领域的优势地位，并有望凭借公司心血管渠道迅速放量，打开公司未来成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 22.17 亿、28.19 亿和 35.62 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.23 元、1.56 元和 1.97 元。当前股价对应估值分别为 30 倍、24 倍、19 倍。考虑到公司 1、疫情企稳后核心心血管支架业务有望快速回升，2、公司多款新产品上市，打开未来成长空间，参考可比公司估值和增速，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产品降价超预期的风险；新品放量不及预期的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.14
一年最低/最高价	24.86/46.96
市净率(倍)	7.95
流通 A 股市值(百万元)	57123.12

基础数据

每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	48.46
总股本(百万股)	1804.58
流通 A 股(百万股)	1538.05

相关研究

- 1、《乐普医疗 (300003)：2019 年业绩符合预期，传统优势产品增长稳定，研发管线丰富带来良好增长预期》2020-04-02
- 2、《乐普医疗 (300003)：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》2019-10-27
- 3、《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

乐普医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,634	6,523	7,865	11,183	营业收入	7,796	9,043	10,605	12,954
现金	1,954	2,130	2,856	4,766	减:营业成本	2,165	2,702	3,196	3,972
应收账款	2,201	2,522	3,017	3,748	营业税金及附加	96	99	138	168
存货	1,005	1,229	1,414	1,871	营业费用	2,172	2,035	2,333	2,850
其他流动资产	475	642	579	799	管理费用	1,130	1,356	1,432	1,684
非流动资产	10,292	10,952	11,640	12,532	财务费用	280	247	182	154
长期股权投资	516	733	980	1,257	资产减值损失	-206	-59	-1	-1
固定资产	1,479	1,711	1,960	2,316	加:投资净收益	195	-53	-23	7
在建工程	658	643	640	681	其他收益	28	30	30	30
无形资产	2,009	2,241	2,447	2,681	营业利润	1,961	2,641	3,334	4,167
其他非流动资产	5,630	5,624	5,613	5,597	加:营业外净收支	102	20	50	110
资产总计	15,926	17,475	19,505	23,716	利润总额	2,063	2,661	3,384	4,277
流动负债	5,111	5,107	4,916	6,146	减:所得税费用	339	399	508	641
短期借款	1,464	1,464	1,464	1,464	少数股东损益	-2	45	58	73
应付账款	822	1,128	1,179	1,688	归属母公司净利润	1,725	2,217	2,819	3,562
其他流动负债	2,824	2,515	2,273	2,994	EBIT	2,256	2,763	3,461	4,301
非流动负债	2,811	2,434	2,045	1,680	EBITDA	2,581	3,093	3,857	4,778
长期借款	2,458	2,081	1,692	1,327					
其他非流动负债	353	353	353	353					
负债合计	7,921	7,541	6,961	7,825	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	522	567	625	698	每股收益(元)	0.96	1.23	1.56	1.97
					每股净资产(元)	4.15	5.18	6.59	8.41
归属母公司股东权益	7,483	9,366	11,919	15,193	发行在外股份(百万 股)	1782	1805	1805	1805
负债和股东权益	15,926	17,475	19,505	23,716	ROIC(%)	23.9%	28.9%	31.4%	36.1%
					ROE(%)	21.5%	22.8%	23.0%	22.9%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	72.2%	70.1%	69.9%	69.3%
经营活动现金流	1,990	3,012	2,636	4,032	销售净利率(%)	22.1%	24.5%	26.6%	27.5%
投资活动现金流	-651	-1,041	-1,105	-1,361	资产负债率(%)	49.7%	43.2%	35.7%	33.0%
筹资活动现金流	-1,549	-1,796	-805	-761	收入增长率(%)	22.6%	16.0%	17.3%	22.1%
现金净增加额	-205	176	726	1,910	净利润增长率(%)	41.6%	28.5%	27.2%	26.4%
折旧和摊销	325	330	397	478	P/E	38.85	30.24	23.77	18.81
资本开支	563	443	441	616	P/B	8.96	7.17	5.63	4.42
营运资本变动	-380	123	-840	-225	EV/EBITDA	27.52	22.52	17.79	13.91

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>