

## 扣非业绩稳健增长，创新器械布局逐渐兑现

### 投资要点

- 事件:**公司发布2020年三季报,前三季度收入63.9亿元,同比增长8.6%,实现归母净利润19.7亿元,同比增长22.4%;实现扣非归母净利润16亿元,同比增长20.2%。
- 扣非业绩增长稳健。**分季度看,Q1/Q2/Q3单季度收入分别为16.7/25.7/21.5亿元,同比分别为-11.3%/+25.9%/+9.7%,Q1/Q2/Q3单季度归母净利润分别为3.8/7.6/8.3亿元,同比分别为-34.1%/+32.1%/+82.3%,Q1/Q2/Q3单季度扣非归母净利润分别为3.8/7.4/4.8亿元,同比分别为-9.8%/+46.8%/+17.8%,随着二季度以来国内疫情好转,植入器械和医疗服务已呈现良好的增长态势,同时新冠疫情相关产品的出口也贡献了相应的业绩。前三季度非经常损益3.8亿元,主要源于公司持有的君实生物股权的公允价值变动收益4.9亿元、以及公司因在三个子公司实施股权激励计划对应估算的股份支付费用1.3亿元,扣非后归母净利润增速20.2%,内生增长稳健。
- 器械板块成为公司收入增长动能。**分业务看,预计器械板块前三季度收入35亿元,同比增长31.8%,预计药品板块收入约26~27亿元,同比下滑10%左右,服务板块已回归正增长。器械板块Q2、Q3单季度收入增速分别为+72.37%和+36.96%,一方面非心血管自产器械中的疫情相关产品大幅增长贡献了主要增量,另一方面核心心血管介入产品与结构型和心脏节律器械业务收入逐季改善,其中生物可吸收支架(NeoVas)、药物球囊(Vesselin)、左心耳封堵器(MemoLefort)等新产品销售良好贡献了一定增量。药品板块由于核心品种氯吡格雷和阿托伐他汀集采导致价格降低,同时叠加原料药板块收入下降,总体收入端有一定下滑,但集采后费用下降,我们预计药品板块净利润仍维持稳健的增长。
- 研发力度持续加强,创新产品管线储备丰富。**2020年前三季度公司研发费用4.7亿元,同比增长30.6%,主要用于加快医疗器械产品和人工智能技术的研发力度。公司器械创新布局主要两个方向,一是介入无植入少植入的产品,包括冠脉介入、外周介入、先心病介入的植入器械和实现上述过程的辅助器械,二是介入瓣膜产品,包括介入治疗主动脉瓣、二尖瓣和三尖瓣置换或修复的新型器械。从进度看,切割球囊系统、新一代DSA设备(移动式C形臂X射线机)、MemoCarna纳米氧化膜房间隔缺损封堵器、全自动起搏器等创新器械产品预计将在接下来两年陆续取得注册证,将进一步丰富公司心血管器械的产品线布局。
- 盈利预测与投资建议。**考虑到君实生物带来的公允价值变动收益,预计公司2020-2022年归母净利润分别为24.2、26.4、34.8亿元,对应EPS分别为1.34、1.47、1.93元,对应PE分别为24、22、16倍。公司作为国内心血管创新药械平台型龙头企业,业绩增长点丰富,维持“买入”评级。
- 风险提示:**集采降价超出预期、新品放量不及预期、研发进展不及预期、并购整合不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7795.53	8755.69	10401.65	12918.78
增长率	22.64%	12.32%	18.80%	24.20%
归属母公司净利润(百万元)	1725.31	2422.61	2644.10	3484.94
增长率	41.57%	40.42%	9.14%	31.80%
每股收益EPS(元)	0.96	1.34	1.47	1.93
净资产收益率ROE	21.53%	24.67%	22.02%	23.27%
PE	33	24	22	16
PB	7.62	6.04	4.90	3.91

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn  
  
联系人: 周章庆  
电话: 021-68416017  
邮箱: zzq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	18.05
流通A股(亿股)	15.28
52周内股价区间(元)	27.5-45.53
总市值(亿元)	570.25
总资产(亿元)	188.20
每股净资产(元)	5.57

### 相关研究

- 乐普医疗(300003): Q2业绩大幅改善,器械板块维持高增长 (2020-08-31)
- 乐普医疗(300003): 疫情影响逐渐消除, Q2扣非业绩超预期 (2020-07-07)
- 乐普医疗(300003): 可降解支架放量,创新产品线布局前景广阔 (2020-03-31)
- 乐普医疗(300003): 业绩符合预期,看好可降解支架放量 (2020-02-22)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7795.53	8755.69	10401.65	12918.78	净利润	1723.79	2472.05	2698.07	3556.06
营业成本	2165.20	2572.12	2959.71	3567.47	折旧与摊销	325.06	319.05	319.05	319.05
营业税金及附加	96.23	119.79	139.90	172.37	财务费用	279.87	300.00	300.00	300.00
销售费用	2171.68	1954.51	2149.96	2579.95	资产减值损失	-206.02	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	586.00	673.90	808.67	970.41	经营营运资本变动	-376.21	-214.18	-252.90	-470.70
财务费用	279.87	300.00	300.00	300.00	其他	243.76	-412.95	21.38	34.80
资产减值损失	-206.02	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	1990.26	2433.97	3055.59	3709.21
投资收益	195.06	-60.00	0.00	0.00	资本支出	-1257.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	161.98	500.00	0.00	0.00	其他	606.36	531.72	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	50.00	60.00	60.00	投资活动现金流净额	-651.22	531.72	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1961.25</b>	<b>2888.30</b>	<b>3154.19</b>	<b>4163.60</b>	短期借款	-419.22	-1464.04	0.00	0.00
其他非经营损益	102.00	20.00	20.00	20.00	长期借款	-164.47	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2063.26</b>	<b>2908.30</b>	<b>3174.19</b>	<b>4183.60</b>	股权融资	-88.59	0.00	20.84	0.00
所得税	339.46	436.24	476.13	627.54	支付股利	-291.93	-345.06	-484.52	-528.82
<b>净利润</b>	<b>1723.79</b>	<b>2472.05</b>	<b>2698.07</b>	<b>3556.06</b>	其他	-584.65	-1772.28	-300.00	-300.00
少数股东损益	-1.51	49.44	53.96	71.12	筹资活动现金流净额	-1548.85	-3581.38	-763.68	-828.82
归属母公司股东净利润	1725.31	2422.61	2644.10	3484.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-205.42</b>	<b>-615.69</b>	<b>2291.91</b>	<b>2880.39</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	1953.98	1338.29	3630.20	6510.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2404.90	2986.07	3461.96	4278.46	销售收入增长率	22.64%	12.32%	18.80%	24.20%
存货	1004.83	1199.18	1390.10	1671.16	营业利润增长率	35.97%	47.27%	9.21%	32.00%
其他流动资产	270.67	104.72	122.52	149.75	净利润增长率	37.37%	43.41%	9.14%	31.80%
长期股权投资	516.12	516.12	516.12	516.12	EBITDA 增长率	32.60%	36.68%	7.58%	26.75%
投资性房地产	137.86	137.86	137.86	137.86	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2137.31	2023.90	1910.50	1797.09	毛利率	72.23%	70.62%	71.55%	72.39%
无形资产和开发支出	4727.65	4539.32	4350.99	4162.66	三费率	38.97%	33.45%	31.33%	29.80%
其他非流动资产	2772.97	2755.66	2738.35	2721.04	净利润率	22.11%	28.23%	25.94%	27.53%
<b>资产总计</b>	<b>15926.29</b>	<b>15601.11</b>	<b>18258.59</b>	<b>21944.73</b>	ROE	21.53%	24.67%	22.02%	23.27%
短期借款	1464.04	0.00	0.00	0.00	ROA	10.82%	15.85%	14.78%	16.20%
应付和预收款项	1217.11	1500.12	1731.63	2090.11	ROIC	23.65%	30.93%	33.25%	41.69%
长期借款	2457.98	2457.98	2457.98	2457.98	EBITDA/销售收入	32.92%	40.06%	36.28%	37.02%
其他负债	2782.21	1624.25	1815.83	2116.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7921.34</b>	<b>5582.35</b>	<b>6005.45</b>	<b>6664.34</b>	总资产周转率	0.50	0.56	0.61	0.64
股本	1781.65	1804.58	1804.58	1804.58	固定资产周转率	5.65	6.16	7.95	10.81
资本公积	2.09	-20.84	0.00	0.00	应收账款周转率	3.77	3.64	3.64	3.76
留存收益	5840.14	7917.69	10077.27	13033.39	存货周转率	2.39	2.31	2.28	2.32
归属母公司股东权益	7482.78	9447.15	11627.57	14583.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.22%	—	—	—
少数股东权益	522.17	571.61	625.57	696.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8004.95</b>	<b>10018.76</b>	<b>12253.15</b>	<b>15280.39</b>	资产负债率	49.74%	35.78%	32.89%	30.37%
负债和股东权益合计	15926.29	15601.11	18258.59	21944.73	带息债务/总负债	49.51%	44.03%	40.93%	36.88%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	1.10	2.03	2.69	3.27
EBITDA	2566.19	3507.34	3773.24	4782.65	速动比率	0.91	1.60	2.26	2.84
PE	33.05	23.54	21.57	16.36	股利支付率	16.92%	14.24%	18.32%	15.17%
PB	7.62	6.04	4.90	3.91	<b>每股指标</b>				
PS	7.32	6.51	5.48	4.41	每股收益	0.96	1.34	1.47	1.93
EV/EBITDA	22.06	15.72	14.00	10.44	每股净资产	4.15	5.24	6.44	8.08
股息率	0.51%	0.61%	0.85%	0.93%	每股经营现金	1.10	1.35	1.69	2.06
					每股股利	0.16	0.19	0.27	0.29

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn