

乐普医疗 (300003)

介入无植入产品销售快速增长，持续加大研发投入

事件：

8月28日，公司发布2021年半年报，2021年上半年实现营业收入65.21亿元，同比增长53.87%，比2019年同期增长66.31%；归母净利润17.26亿元，同比增长51.34%，比2019年同期增长49.44%；实现扣非后归母净利润17.18亿元，同比增长54.12%。上半年整体业务持续高速增长。Q2单季度公司实现营业收入37.71亿元，同比增长46.67%；实现归母净利润10.00亿元，同比增长32.15%。

点评：

介入无植入产品大幅增长，抵消冠脉支架集采影响

在冠脉支架全国集采执行期，以药物球囊、可降解支架、切割球囊产品等产品为代表的介入无植入系列产品实现快速增长。2021H1公司介入无植入产品组合实现营业收入3.64亿元，同比增长1951.55%，环比增长75.58%。外周球囊、膝下球囊和非顺应性外周球囊导管等产品相继获批上市，全资子公司研发的完全可降解封堵器系统作为全球第一款可降解封堵器产品，获得药监局受理，未来伴随产品结构优化，公司业绩有望进一步增长。

药品业务保持稳定，借助品牌优势寻求集采下的稳定发展

药品板块是公司长期稳定的现金流业务。2021H1药品板块实现营业收入17.82亿元，同比下降3.87%。其中，制剂业务实现营业收入15.59亿元，同比增长0.82%；毛利率79.99%，同比下降4.42个百分点。原料药实现营业收入2.23亿元，同比下降27.44%，主要系海外业务受疫情影响所致。2021年3月，《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020年）》正式实施，公司84项产品进入目录，其中新进入4项。未来公司将积极参与国家集采，借助心血管领域的品牌优势，实现药品板块的稳定发展。

持续加大研发投入，在研项目进展良好

2021H1公司研发费用投入4.46亿元，同比增长29.44%。公司产品研发创新主要包括，1) 泛心血管植入领域，尤其“介入无植入”领域药物球囊、可降解支架、切割球囊产品后续在研产品梯队丰富；2) 自主研发人工智能心电技术平台，应用范围逐步扩展至高血压、糖尿病等多个领域。公司在人工智能医疗应用的优势有望进一步带动OTC渠道销售。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2021-2023年归母净利润为25.72/29.15/35.17亿元（前值为31.3（2021E）/41.1（2022E）亿元，净利润调整主要系带量采购以后，核心品种冠脉支架价格有较大变化），对应PE为19/16/14倍。考虑到公司在心血管领域的研发布局有望带来良好的发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：核心产品价格波动风险；研发获批不及预期风险；新领域转型风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,795.53	8,038.67	11,210.69	12,190.12	13,983.60
增长率(%)	22.64	3.12	39.46	8.74	14.71
EBITDA(百万元)	3,623.99	3,556.20	3,551.21	3,811.32	4,488.64
净利润(百万元)	1,725.31	1,801.93	2,572.08	2,915.40	3,516.92
增长率(%)	41.57	4.44	42.74	13.35	20.63
EPS(元/股)	0.96	1.00	1.43	1.62	1.95
市盈率(P/E)	27.76	26.58	18.62	16.43	13.62
市净率(P/B)	6.40	4.85	3.96	3.33	2.80
市销率(P/S)	6.14	5.96	4.27	3.93	3.42
EV/EBITDA	16.49	13.83	12.90	11.32	9.21

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	26.54元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,804.58
流通A股股本(百万股)	1,538.84
A股总市值(百万元)	47,893.58
流通A股市值(百万元)	40,840.76
每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	42.55
一年内最高/最低(元)	37.20/24.55

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《乐普医疗-半年报点评:心血管器械龙头不忘初心，二季度业绩恢复明显，看好全年发展》2020-08-28
- 《乐普医疗-季报点评:受门诊量影响Q1业绩略有下滑，依然看好全年发展》2020-04-29
- 《乐普医疗-年报点评报告:2019年业绩保持高速增长，长期发展值得期待》2020-03-31



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,953.98	2,433.98	2,022.86	4,483.71	6,647.49
应收票据及应收账款	2,200.70	2,114.71	4,215.38	1,831.45	5,105.02
预付账款	88.76	170.01	190.84	185.57	263.66
存货	1,004.83	1,423.74	1,727.48	1,769.45	2,256.72
其他	294.40	377.86	472.10	339.66	568.88
流动资产合计	5,542.66	6,520.30	8,628.66	8,609.85	14,841.78
长期股权投资	516.12	838.56	838.56	838.56	838.56
固定资产	1,478.82	2,079.04	2,266.32	2,365.77	2,399.51
在建工程	658.49	627.44	412.46	295.48	207.29
无形资产	2,008.82	1,899.63	1,727.55	1,555.47	1,383.39
其他	5,629.66	6,135.56	5,206.79	5,634.67	5,550.76
非流动资产合计	10,291.91	11,580.22	10,451.69	10,689.95	10,379.51
资产总计	15,926.29	18,156.87	19,212.53	19,393.21	25,315.27
短期借款	1,464.04	1,901.89	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	822.27	821.04	1,716.20	1,016.96	2,072.38
其他	2,824.20	2,088.97	3,678.79	2,116.90	3,888.12
流动负债合计	5,110.50	4,811.91	5,394.99	3,133.85	5,960.50
长期借款	2,457.98	1,115.22	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,218.63	605.08	607.90	810.54
其他	352.86	473.68	354.50	393.68	407.29
非流动负债合计	2,810.84	2,807.53	959.58	1,001.58	1,217.83
负债合计	7,921.34	7,619.44	6,354.57	4,135.44	7,178.33
少数股东权益	522.17	664.64	771.90	893.48	1,040.15
股本	1,781.65	1,804.58	1,804.58	1,804.58	1,804.58
资本公积	2.09	959.18	959.18	959.18	959.18
留存收益	5,842.23	8,285.04	10,281.48	12,559.71	15,292.22
其他	(143.19)	(1,176.00)	(959.18)	(959.18)	(959.18)
股东权益合计	8,004.95	10,537.43	12,857.96	15,257.77	18,136.94
负债和股东权益总计	15,926.29	18,156.87	19,212.53	19,393.21	25,315.27

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,723.79	1,877.08	2,572.08	2,915.40	3,516.92
折旧摊销	325.06	443.13	259.77	269.62	276.53
财务费用	321.70	268.92	73.09	(64.00)	(109.49)
投资损失	(195.06)	153.80	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2,209.69)	(859.68)	740.52	(236.32)	(1,088.38)
其它	2,024.45	206.46	96.62	125.02	147.92
经营活动现金流	1,990.26	2,089.70	3,742.07	3,009.73	2,743.50
资本支出	901.52	1,102.57	179.18	40.82	36.39
长期投资	(545.97)	322.44	0.00	0.00	0.00
其他	(1,006.76)	(2,120.46)	(294.19)	(88.86)	(89.37)
投资活动现金流	(651.22)	(695.45)	(115.01)	(48.04)	(52.97)
债权融资	5,281.12	5,337.58	1,731.29	1,803.62	1,951.79
股权融资	(751.48)	641.93	148.03	68.30	113.78
其他	(6,078.49)	(6,742.95)	(5,917.51)	(2,372.76)	(2,592.33)
筹资活动现金流	(1,548.85)	(763.44)	(4,038.18)	(500.84)	(526.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(209.81)	630.81	(411.12)	2,460.85	2,163.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,795.53	8,038.67	11,210.69	12,190.12	13,983.60
营业成本	2,165.20	2,653.77	3,634.48	4,020.83	4,640.76
营业税金及附加	96.23	90.48	144.11	152.38	167.80
营业费用	2,171.68	1,838.78	2,242.14	2,438.02	2,656.88
管理费用	586.00	606.68	849.77	924.01	1,048.77
研发费用	543.91	736.13	1,038.11	1,116.61	1,258.52
财务费用	279.87	266.67	73.09	(64.00)	(109.49)
资产减值损失	(206.02)	(20.98)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	161.98	451.86	(10.64)	3.44	1.25
投资净收益	195.06	(153.80)	0.00	0.00	0.00
其他	(159.63)	(580.10)	21.28	(6.88)	(2.51)
营业利润	1,961.25	2,149.18	3,218.35	3,605.70	4,321.60
营业外收入	106.86	72.82	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.86	18.69	11.38	11.64	11.50
利润总额	2,063.26	2,203.31	3,206.98	3,594.06	4,310.10
所得税	339.46	326.23	527.64	557.08	646.51
净利润	1,723.79	1,877.08	2,679.34	3,036.98	3,663.58
少数股东损益	(1.51)	75.15	107.26	121.58	146.67
归属于母公司净利润	1,725.31	1,801.93	2,572.08	2,915.40	3,516.92
每股收益(元)	0.96	1.00	1.43	1.62	1.95

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.64%	3.12%	39.46%	8.74%	14.71%
营业利润	35.97%	9.58%	49.75%	12.04%	19.85%
归属于母公司净利润	41.57%	4.44%	42.74%	13.35%	20.63%
获利能力					
毛利率	72.23%	66.99%	67.58%	67.02%	66.81%
净利率	22.13%	22.42%	22.94%	23.92%	25.15%
ROE	23.06%	18.25%	21.28%	20.30%	20.57%
ROIC	25.37%	24.74%	27.50%	29.96%	37.27%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49.74%	41.96%	33.08%	21.32%	28.36%
净负债率	41.56%	27.56%	-2.27%	-17.57%	-25.89%
流动比率	1.10	1.37	1.62	2.78	2.51
速动比率	0.91	1.07	1.30	2.21	2.13
营运能力					
应收账款周转率	3.61	3.73	3.54	4.03	4.03
存货周转率	8.71	6.62	7.12	6.97	6.95
总资产周转率	0.50	0.47	0.60	0.63	0.63

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.96	1.00	1.43	1.62	1.95
每股经营现金流	1.10	1.16	2.07	1.67	1.52
每股净资产	4.15	5.47	6.70	7.96	9.47
估值比率					
市盈率	27.76	26.58	18.62	16.43	13.62
市净率	6.40	4.85	3.96	3.33	2.80
EV/EBITDA	16.49	13.83	12.90	11.32	9.21
EV/EBIT	17.90	15.52	13.91	12.18	9.82

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