

乐普医疗(300003.SZ)/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年8月26日

评级：买入(维持)

市场价格：9.60元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,881
流通股本(百万股)	1,616
市价(元)	9.60
市值(百万元)	18,054
流通市值(百万元)	15,515

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 乐普医疗(300003): 器械龙头走出集采阴影, 更多创新产品组合有望驱动快速成长
- 乐普医疗(300003): 植入性器械增长快速恢复, 业绩保持快速增长
- 乐普医疗(300003): 业绩快速增长, 医疗器械板块持续发力

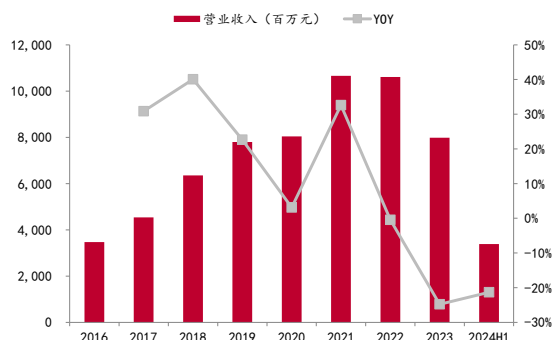
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,609	7,980	7,254	8,340	9,656
增长率 yoy%	0%	-25%	-9%	15%	16%
净利润(百万元)	2,203	1,258	1,603	1,893	2,253
增长率 yoy%	28%	-43%	27%	18%	19%
每股收益(元)	1.17	0.67	0.85	1.01	1.20
每股现金流量	1.48	0.53	1.16	1.10	1.23
净资产收益率	13%	7%	9%	9%	10%
P/E	8	14	11	10	8
P/B	1	1	1	1	1

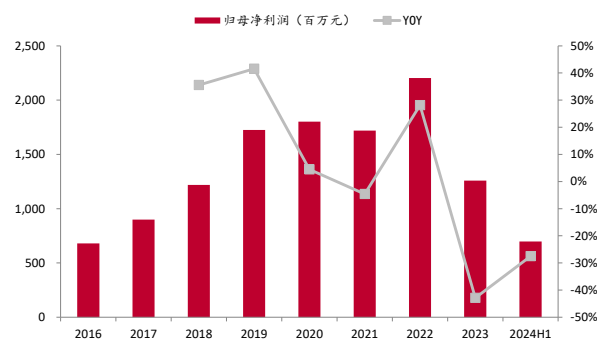
注：股价信息截止至2024年8月26日

投资要点

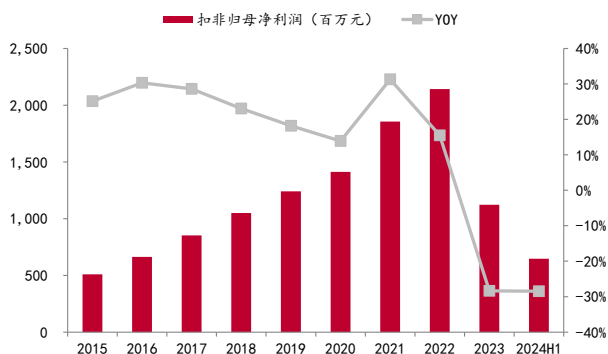
- **事件：公司发布2024年半年报，2024年上半年公司实现营业收入33.84亿元，同比下降21.33%，归母净利润6.97亿元，同比下降27.48%，扣非净利润6.47亿元，同比下降28.48%。**
- **分季度来看：公司2024年单二季度实现营业收入14.62亿元，同比下降21.58%，归母净利润2.15亿元，同比下降40.92%，扣非净利润1.91亿元，同比下降44.31%，公司单季度收入增速有所放缓，主要受医疗整顿、集采等外部政策因素影响，同时部分资产减值处理对当期利润造成一定压制。**
- **创新器械组合表现亮眼，政策、基数等影响外科、IVD短期增速。**2024年上半年公司器械收入17.54亿元，同比下降13.01%，其中心血管介入业务收入11.51亿元，同比增长16.92%。受到部分应急产品基数以及耗材集采、医疗整顿等因素影响，板块整体增速有所下降。
- **冠脉介入业务**，2024H1收入8.51亿元，同比增长10.21%，公司持续推进新产品迭代，2024年年初至今，公司先后推出一性使用冠脉血管内冲击波导管、冠脉乳突球囊扩张导管、锚定球囊扩张导管等多款特色品种，同时IVUS、压力传感器等产品研发工作也在稳步推进，未来创新产品有望逐步成为冠脉业务的核心业绩增长点。
- **结构性心脏病业务**，2024H1收入2.49亿元，同比增长53.63%，可降解封堵器贡献核心动力来源，子公司乐普心泰凭借三代氧化膜单鞘封堵器、四代全降解封堵器不断占领终端市场，收入利润快速提升，成为先天性心脏病领域的行业先锋，同时公司进一步完善结构心产品布局，经导管植入式主动脉瓣膜已进入注册阶段，可吸收卵圆孔封堵器、可降解左心耳封堵器等顺利进入临床，未来有望陆续获批助力公司业务提速。
- **外科麻醉业务**，2024H1收入2.69亿元，同比下降3.87%，公司多款产品在各省际联盟集中采购中顺利中标，目前正着力开拓商业化销售渠道，加快产品放量，同时也在积极探索可吸收材料、药械结合等新技术在外科领域的应用，助力板块平稳发展。
- **体外诊断业务**，2024H1收入1.98亿元，同比下降57.15%，主要因2023H1同期仍有部分新冠应急产品形成基数效应，同时也与部分产品竞争加剧价格回落有关，公司目前正积极调整板块人员配置，优化运营效率。
- **政策扰动下药品板块表现平稳，眼科、血糖等多款新品进展顺利。**2024H1公司药品业务实现收入11.35亿元，同比下降29.05%，其中制剂收入9.39亿元，同比下降33.15%，原料药收入1.96亿元，同比增长0.52%。因反腐、集采等因素影响，实体药店进货意愿下降，引发库存清理，市场价格有所波动，板块业务出现一定下滑，预计1-2个季度后零售渠道药品业务调整有望结束，全年来看原料药业务或将相对稳定，制剂板块有望重新小幅回升。公司聚焦心血管、内分泌等领域加快创新品种研发推进，针对II型糖尿病和肥胖的MWN101 II期临床试验已经顺利开展，度拉糖肽注射液生物类似药进入III期临床，司美格鲁肽类似物已开展I期临床试验，阿托品滴眼液已完成I期临床试验，未来相关产品有望带动药品业务迎来快速增长。
- **应急需求回落影响服务板块表现，心血管服务增收增利。**2024H1公司医疗服务及健康管理实现收入4.96亿元，同比下降27.80%，其中乐普云智科技实现收入2.62亿元，同比下降29.17%，主要因生命体征监测相关的家用医疗器械产品需求自然下降，合肥心血管医院营业收入8061.25万元，同比增长17.25%，公司围绕心血管专科医院、医学诊断实验室、药械电商平台等，提供一体化心血管疾病医疗服务及健康管理方案，目前已逐步从持续增收向稳定盈利转变，未来有望成为公司业绩增长的又一重要拼图。
- **盈利预测与投资建议：**根据财报数据，我们调整盈利预测，预计多款创新产品有望驱动业绩增长，监管政策趋紧可能造成短期影响，预计2024-2026年公司收入72.54、83.40、96.56亿元，同比增长-9%、15%、16%（调整前87.63、100.17、115.24亿元），归母净利润16.03、18.93、22.53亿元，同比增长27%、18%、19%（调整前21.02、24.53、28.89亿元）。公司当前股价对应2024-2026年PE约11、10、8倍，考虑到公司可吸收支架等创新产品进入放量阶段，创新器械在研管线成长性强，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品市场推广不达预期风险，政策变化风险，产品研发失败风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 乐普医疗历年营业收入变化/百万元


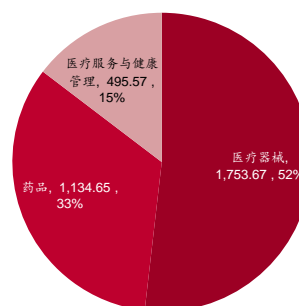
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 乐普医疗历年归母净利润变化/百万元


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 乐普医疗历年扣非净利润变化/百万元


来源: wind, 中泰证券研究所

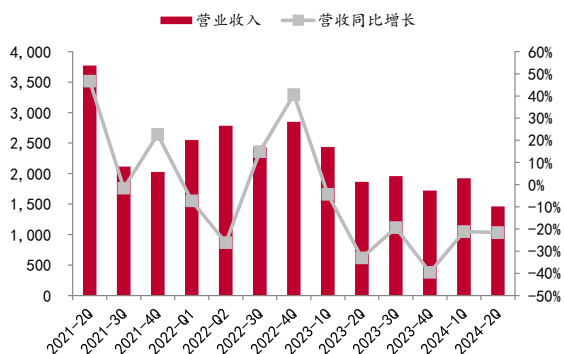
图表 4: 公司三大主要业务收入构成 (2024H1, 百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

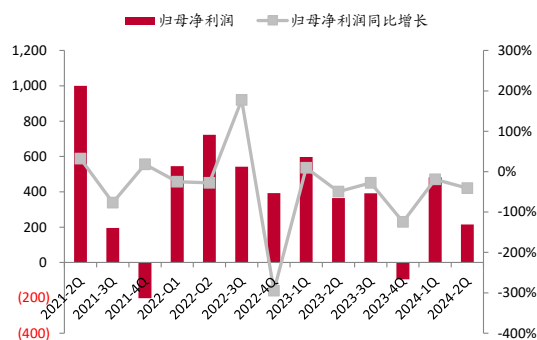
图表 5: 乐普医疗分季度财务数据/百万元

	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-Q1	2022-Q2	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q
营业收入	3,771.27	2,114.04	2,025.13	2,549.11	2,784.4	2,428.29	2,847.64	2,437.2	1,864.26	1,957.77	1,720.67	1,922.03	1,461.86
营收同比增长	46.67%	-1.64%	22.62%	-7.28%	-26.17%	14.86%	40.62%	-4.39%	-33.05%	-19.38%	-39.58%	-21.14%	-21.58%
营收环比增长	37.17%	-43.94%	-4.21%	25.87%	9.23%	-12.79%	17.27%	-14.41%	-23.51%	5.02%	-12.11%	11.70%	-23.94%
营业成本	1,462.71	806.20	922.41	925.27	1,096.13	905.31	1,056.58	925.27	704.5	674.30	669.02	636.46	571.42
营业费用	458.36	390.84	760	470.56	352.42	426.6	784.1	470.56	362.93	389.80	431.07	334.35	345.12
管理费用	410.31	410.32	519.93	388.69	415.9	167.59	209.96	176.3	184.02	186.90	251.28	142.93	171.30
财务费用	59.12	40.00	31	29.25	36.81	16.4	10.11	29.25	-18.65	7.87	41.28	0.87	13.38
营业利润	1,251.45	222.46	-244.19	684.52	846.96	623.96	467.7	699.84	413.85	417.79	15.73	609.22	192.75
利润总额	1,254.98	207.87	-233.65	679.51	847.57	628.26	456.44	730.96	414.88	427.05	-18.39	607.21	188.82
所得税	196.87	10.56	-1.02	117.38	112.77	89.13	47.82	112.64	35.19	21.83	92.48	114.45	-8.43
归母净利润	999.68	195.35	-201.84	545.39	722.63	542.08	392.71	596.92	364.56	392.11	-95.40	481.87	215.37
归母净利润同比增长	32.15%	-76.54%	17.97%	-24.89%	-27.71%	177.49%	-294.57%	9.45%	-49.55%	-27.67%	-124.29%	-19.27%	-40.92%

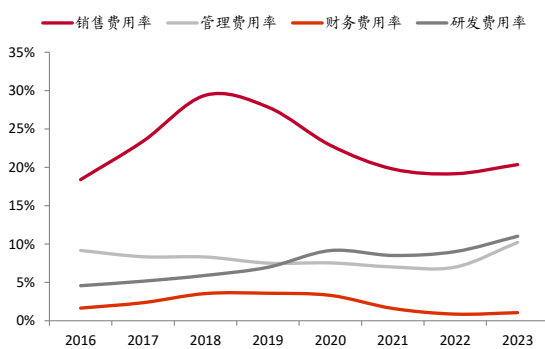
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 乐普医疗分季度营业收入变化/百万元


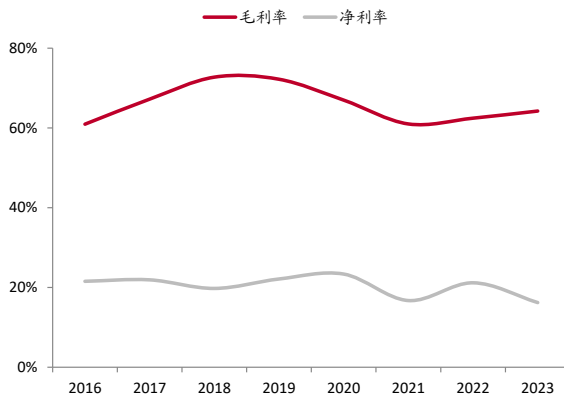
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 乐普医疗分季度归母净利润变化/百万元


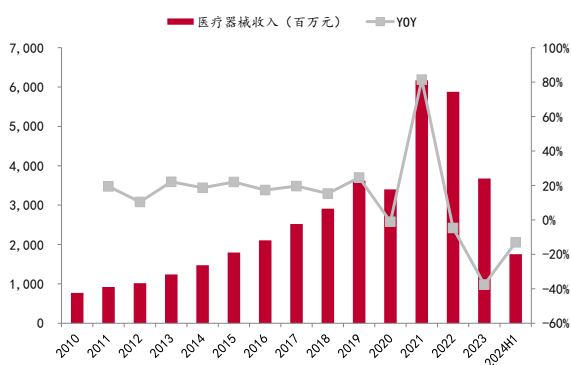
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 乐普医疗期间费用率变化情况


来源: wind, ifind, 中泰证券研究所

图表 9: 乐普医疗利润率变化情况


来源: wind, ifind, 中泰证券研究所

图表 10: 乐普医疗医疗器械收入变化情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 乐普医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,221	4,262	5,389	6,713	营业收入	7,980	7,254	8,340	9,656
应收票据	85	0	0	0	营业成本	2,853	2,660	3,047	3,509
应收账款	1,753	1,630	1,810	2,073	税金及附加	97	79	91	105
预付账款	320	245	305	356	销售费用	1,625	1,391	1,582	1,832
存货	2,289	2,261	2,590	2,983	管理费用	816	580	659	734
合同资产	0	0	0	0	研发费用	879	653	734	830
其他流动资产	657	509	528	570	财务费用	85	16	-13	-29
流动资产合计	9,325	8,907	10,622	12,694	信用减值损失	-30	-30	-30	-30
其他长期投资	300	299	300	300	资产减值损失	-165	-10	-10	-10
长期股权投资	1,354	1,354	1,354	1,354	公允价值变动收益	3	0	0	0
固定资产	2,813	2,907	3,050	3,237	投资收益	-17	-10	-10	-10
在建工程	1,797	1,897	1,897	1,797	其他收益	135	82	83	82
无形资产	1,818	1,917	2,049	2,242	营业利润	1,547	1,918	2,277	2,714
其他非流动资产	7,616	7,659	7,706	7,744	营业外收入	44	13	13	14
非流动资产合计	15,697	16,034	16,355	16,674	营业外支出	37	25	25	25
资产合计	25,022	24,941	26,977	29,369	利润总额	1,554	1,906	2,265	2,703
短期借款	1,040	97	226	335	所得税	262	272	336	407
应付票据	168	123	157	177	净利润	1,292	1,634	1,929	2,296
应付账款	861	532	619	723	少数股东损益	34	30	36	43
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,258	1,603	1,893	2,253
合同负债	270	102	117	135	NOPLAT	1,363	1,647	1,918	2,271
其他应付款	552	552	552	552	EPS (按最新股本摊薄)	0.67	0.85	1.01	1.20
一年内到期的非流动负债	498	498	498	498					
其他流动负债	370	335	354	374	主要财务比率				
流动负债合计	3,759	2,239	2,522	2,794	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,542	1,642	1,842	2,042	成长能力				
应付债券	1,561	1,561	1,561	1,561	营业收入增长率	-24.8%	-9.1%	15.0%	15.8%
其他非流动负债	663	663	663	663	EBIT增长率	-39.4%	17.2%	17.2%	18.7%
非流动负债合计	3,766	3,866	4,066	4,266	归母公司净利润增长率	-42.9%	27.4%	18.1%	19.0%
负债合计	7,525	6,105	6,589	7,061	获利能力				
归属母公司所有者权益	15,976	17,284	18,801	20,677	毛利率	64.2%	63.3%	63.5%	63.7%
少数股东权益	1,521	1,552	1,588	1,631	净利率	16.2%	22.5%	23.1%	23.8%
所有者权益合计	17,498	18,836	20,389	22,308	ROE	7.2%	8.5%	9.3%	10.1%
负债和股东权益	25,022	24,941	26,977	29,369	ROIC	12.1%	13.8%	14.3%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率	30.1%	24.5%	24.4%	24.0%
					债务权益比	30.3%	23.7%	23.5%	22.9%
					流动比率	2.5	4.0	4.2	4.5
					速动比率	1.9	3.0	3.2	3.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	83	84	74	72
					应付账款周转天数	139	94	68	69
					存货周转天数	287	308	287	286
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.67	0.85	1.01	1.20
					每股经营现金流	0.53	1.16	1.10	1.23
					每股净资产	8.50	9.19	10.00	11.00
					估值比率				
					P/E	14	11	10	8
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA				

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。