

乐普医疗 (300003.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年04月25日

评级: 买入(维持)

市场价格: 22.82

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

联系人: 于佳喜

Email: yujx@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,660	10,609	11,801	14,213	16,892
增长率 yoy%	33%	0%	11%	20%	19%
净利润(百万元)	1,719	2,203	2,525	2,996	3,552
增长率 yoy%	-5%	28%	15%	19%	19%
每股收益(元)	0.91	1.17	1.34	1.59	1.89
每股现金流量	1.63	1.48	1.49	1.53	1.98
净资产收益率	14%	13%	13%	14%	14%
P/E	25.0	19.5	17.0	14.3	12.1
P/B	3.7	2.8	2.5	2.1	1.9

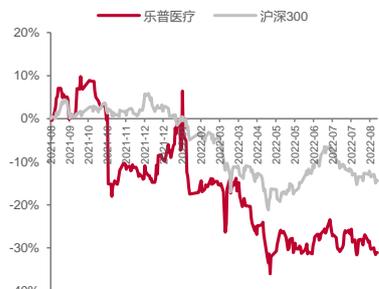
注: 股价信息截止至 2023 年 4 月 25 日

投资要点

- 事件: 公司公告 2022 年年报以及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 106.09 亿元, 同比下降 0.5%, 归母净利润 22.03 亿元, 同比增长 28.1%, 扣非净利润 21.42 亿元, 同比增长 15.50%**
- 分行业来看: 医疗器械是公司的业绩增长的主要来源, 2022 年医疗器械业务实现收入 58.79 亿元, 同比下降 4.71%; 药品实现收入 34.38 亿元, 同比增长 5.52%; 医疗服务及健康管理实现收入 12.93 亿元, 同比增长 4.91%。**
- 分季度来看: 公司 2022 年单四季度实现营业收入 28.48 亿元, 同比增长 40.62%, 归母净利润 3.93 亿元, 同比增长 294.56%, 扣非净利润 3.38 亿元, 同比增长 246.76%, 公司单季度业绩实现高速增长, 主要受 2021 年同期低基数影响。2023 年一季度公司实现营业收入 24.37 亿, 同比下降 4.39%, 归母净利润 5.97 亿, 同比增长 9.45%, 扣非净利润 5.62 亿, 同比增长 2.78%。Q1 业绩增速略有放缓, 主要受到新冠疫情后的短期扰动, 以及激励费摊销、汇率波动等影响。剔除相关非经营性因素后, 2023Q1 公司扣非归母净利润同比增速达到 15.61%。**
- 心血管板块持续高增, IVD、外科借助集采价加速放量, 常规业务整体增速 35%+。2022 年公司医疗器械板块收入 58.79 亿元, 同比下降 4.71%, 剔除应急产品后, 22 年器械板块常规业务增速达到 35.64%。公司医疗器械业务主要包括心血管介入、体外诊断、外科麻醉三大板块, 其中心血管介入在药物球囊、切割球囊、可吸收支架等创新产品组合驱动下保持高增, 2022 年创新产品组合营收同比增长 43.60%, 冠脉集采产品续标价格小幅上涨, 实现平稳过渡; 外科领域公司受益集采政策带来的国产替代保持快速增长, 22 年福建省吻合器集采公司多品牌中标, 有望实现延续此前增长趋势; 体外诊断板块公司实现近全产品线布局, 借助带量采购进一步拓展院内渠道, 2022 年江西生化集采公司申报项目全部中选, 未来有望快速打开终端市场, 提升终端占有率。**
- 药品板块增速稳健, 制剂+仿制药+创新药组合夯实远期增长基础。2022 年公司药品板块实现收入 34.38 亿元, 同比增长 5.52%, 其中制剂业务收入 29.89 亿元, 同比增长 6.06%, 原料药业务实现收入 4.49 亿元, 同比增长 2.06%。公司产品布局紧紧围绕心血管患者, 持续挖掘存量仿制药及中成药市场空间, 在糖尿病、高血压、高血脂等领域有 11 款产品进入上市审评阶段, 1 款产品正在临床, 同时公司积极寻找创新药合作机会, 未来药品业务有望持续稳定发展。**
- 加速布局 AI 医疗, 消费产品放量在即, 医疗服务有望加速。2022 年公司医疗服务及健康管理板块实现收入 12.92 亿元, 同比增长 4.91%, 剔除应急产品贡献后常规收入同比增长 11.73%。医疗服务是公司积极培育的创新业务, 公司基于人工智能技术在慢病患者心电监测、无创血糖检测、肌酐尿素氮连续监测等领域积极布局, 未来有望成为新的业绩增长点; 在消费医疗领域, 公司在医美、近视矫正、隐形正畸领域均有多款产品上市, 2023 年有望快速实现商业化, 带动医疗服务业务实现业绩加速。**
- 盈利预测与估值: 根据年报、一季报数据我们调整盈利预测, 预计国内疫情形势趋于缓和, 常规业务有望加速恢复, 预计 2023-2025 年公司收入 118.01、142.13、168.92 亿元, 同比增长 11%、20%、19% (调整前 23-24 年 115.69、137.90 亿元), 归母净利润 25.25、29.96、35.52 亿元, 同比增长 15%、19%、19% (调整前 23-24 年 24.04、28.68 亿元)。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。**

基本状况

总股本(百万股)	1,881
流通股本(百万股)	1,615
市价(元)	22.82
市值(百万元)	42,916
流通市值(百万元)	36,854

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 乐普医疗 (300003): 业绩恢复快速增长, 创新产品放量逐步对冲集采负面影响
- 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

内容目录

常规业务保持良好增长，新冠基数影响表观增速.....	- 3 -
创新器械保持高增趋势，消费医疗有望成为新增长点.....	- 5 -
风险提示.....	- 7 -

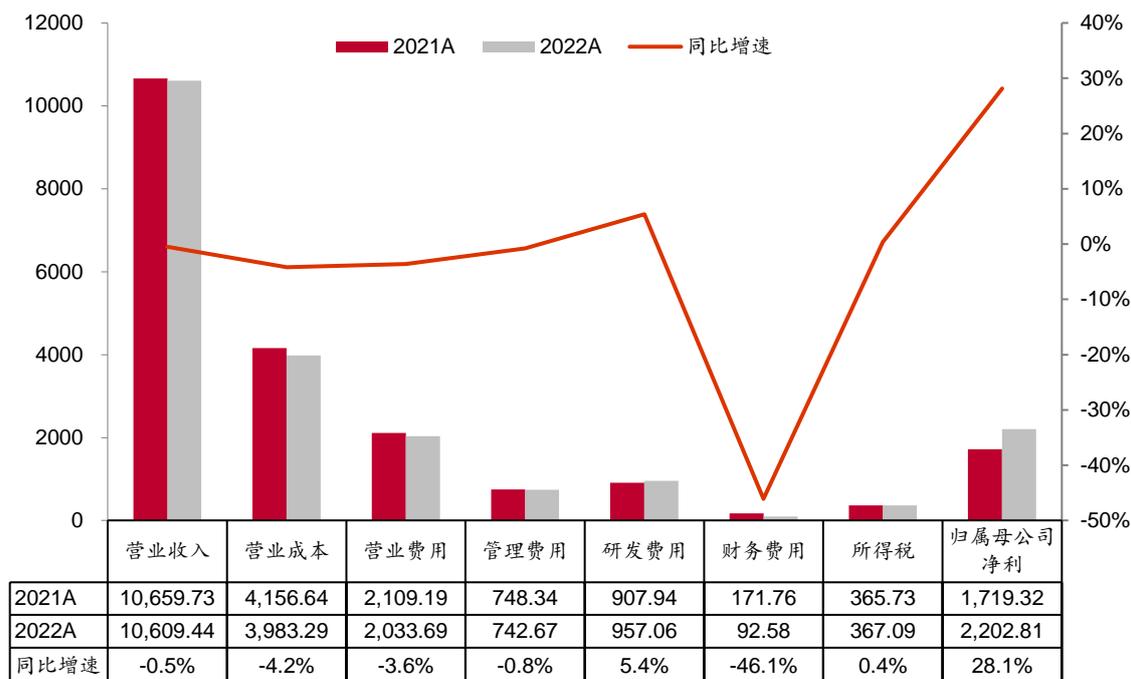
图表目录

图表 1: 乐普医疗主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 乐普医疗历年营业收入变化.....	- 3 -
图表 3: 乐普医疗历年归母净利润变化.....	- 3 -
图表 4: 乐普医疗历年扣非净利润变化.....	- 4 -
图表 5: 乐普医疗业务收入构成 (2022, 百万元)	- 4 -
图表 6: 乐普医疗期间费用率变化情况.....	- 4 -
图表 7: 乐普医疗利润率变化情况.....	- 4 -
图表 8: 乐普医疗分季度财务数据 (百万元)	- 5 -
图表 9: 乐普医疗分季度营业收入变化.....	- 5 -
图表 10: 乐普医疗分季度归母净利润变化.....	- 5 -
图表 11: 乐普医疗分季度扣非净利润变化	- 5 -
图表 12: 乐普医疗医疗器械收入变化情况.....	- 6 -
图表 13: 乐普医疗药品板块收入变化情况.....	- 7 -
图表 14: 乐普医疗财务报表预测.....	- 8 -

常规业务保持良好增长，新冠基数影响表观增速

- 2022 年实现营业收入 106.09 亿元，同比下降 0.5%，归母净利润 22.03 亿元，同比增长 28.1%，扣非净利润 21.42 亿元，同比增长 15.50%
- 分行业来看，医疗器械是公司的业绩增长来源，2022 年医疗器械业务实现收入 58.79 亿元，同比下降 4.71%；药品实现收入 34.38 亿元，同比增长 5.52%；医疗服务及健康管理实现收入 12.93 亿元，同比增长 4.91%。

图表 1: 乐普医疗主要财务指标变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 乐普医疗历年营业收入变化



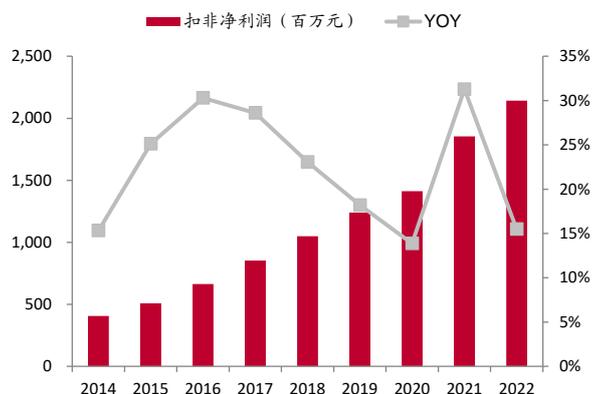
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 乐普医疗历年归母净利润变化



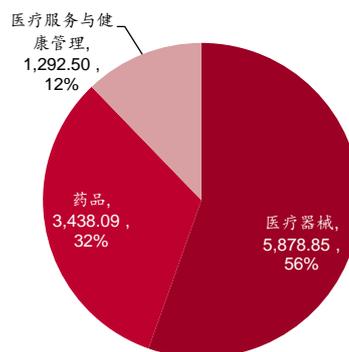
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 乐普医疗历年扣非净利润变化



来源: wind, 中泰证券研究所

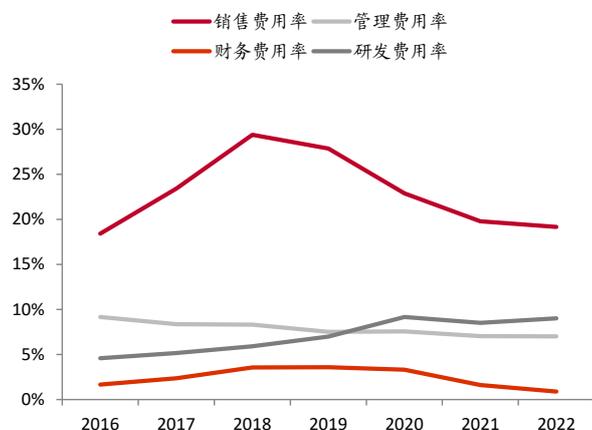
图表 5: 乐普医疗业务收入构成 (2022, 百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

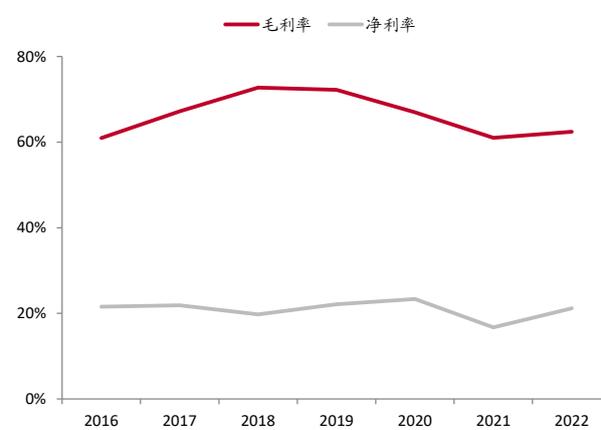
- 规模效应逐渐凸显, 盈利能力逐渐回归疫情前状态。**2022 年公司销售费用率 19.17%, 同比下降 0.62pp, 管理费用率 7.00%, 同比下降 0.02pp, 研发费用率 9.02%, 同比提升 0.50pp, 财务费用率 0.87%, 同比下降 0.74pp。公司期间费用率控制良好, 各项费用投入稳定, 同时伴随销售规模的扩大, 规模效应越发明显, 带动公司利润率改善。2022 年公司毛利率 62.46%, 同比提升 1.45pp, 净利率 21.16%, 同比提升 4.46pp。

图表 6: 乐普医疗期间费用率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 乐普医疗利润率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 分季度来看:** 公司 2022 年单四季度实现营业收入 28.48 亿元, 同比增长 40.62%, 归母净利润 3.93 亿元, 同比增长 294.56%, 扣非净利润 3.38 亿元, 同比增长 246.76%, 公司单季度业绩实现高速增长, 主要受 2021 年同期低基数影响。2023 年一季度公司实现营业收入 24.37 亿, 同比下降 4.39%, 归母净利润 5.97 亿, 同比增长 9.45%, 扣非净利润 5.62 亿, 同比增长 2.78%。Q1 业绩增速略有放缓, 主要受到新冠疫情后的短期扰动, 以及激励费摊销、汇率波动等影响, 剔除相关非经营性因素后, 2023Q1 公司扣非归母净利润同比增速达到 15.61%。

图表 8: 乐普医疗分季度财务数据 (百万元)

	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-Q1	2022-Q2	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	1,666.61	2,571.23	2,149.27	1,651.56	2,749.29	3,771.27	2,114.04	2025.13	2549.11	2784.4	2428.29	2847.64	2437.2
营收同比增长	-11.26%	25.86%	9.73%	-13.79%	64.96%	46.67%	-1.64%	22.62	-7.28	-26.17	14.86	40.62	-4.39
营收环比增长	-13.01%	54.28%	-16.41%	-23.16%	66.47%	37.17%	-43.94%	-4.21%	25.87%	9.23%	-12.79%	17.27%	-14.41%
营业成本	438.42	796.54	697.84	720.98	965.31	1,462.71	806.20	922.41	925.27	1096.13	905.31	1056.58	925.27
营业费用	422.74	393.60	442.87	579.58	500.00	458.36	390.84	760	470.56	352.42	426.6	784.1	470.56
管理费用	252.27	303.39	470.66	316.50	315.72	410.31	410.32	519.93	388.69	415.9	167.59	209.96	176.3
财务费用	62.51	66.01	78.14	60.01	41.64	59.12	40.00	31	29.25	36.81	16.4	10.11	29.25
营业利润	456.90	918.51	952.91	-179.14	914.88	1,251.45	222.46	-244.19	684.52	846.96	623.96	467.7	699.84
利润总额	463.21	928.82	956.53	-145.25	916.96	1,254.98	207.87	-233.65	679.51	847.57	628.26	456.44	730.96
所得税	73.89	134.16	130.03	-11.85	159.33	196.87	10.56	-1.02	117.38	112.77	89.13	47.82	112.64
归母净利润	383.86	756.48	832.69	-171.10	726.14	999.68	195.35	-201.84	545.39	722.63	542.08	392.71	596.92
扣非净利润	375.53	738.96	482.16	-183.77	682.55	1,035.09	367.41	-230.12	547.21	716.3	541.26	337.71	562.43

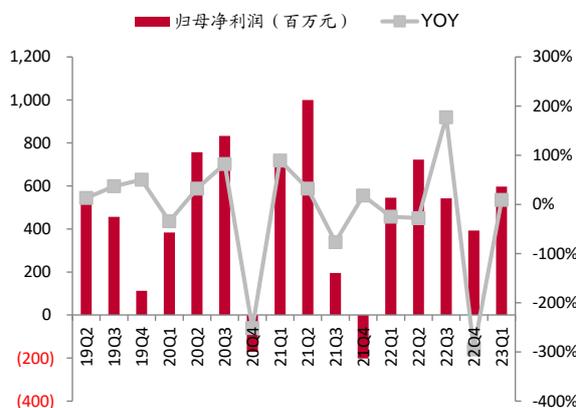
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 乐普医疗分季度营业收入变化



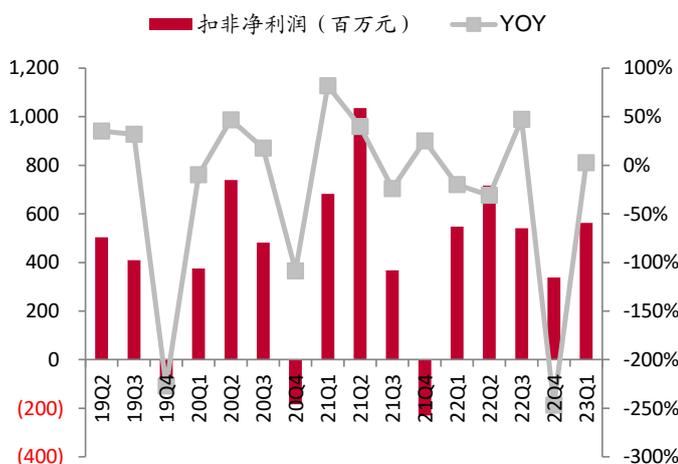
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 乐普医疗分季度归母净利润变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 乐普医疗分季度扣非净利润变化



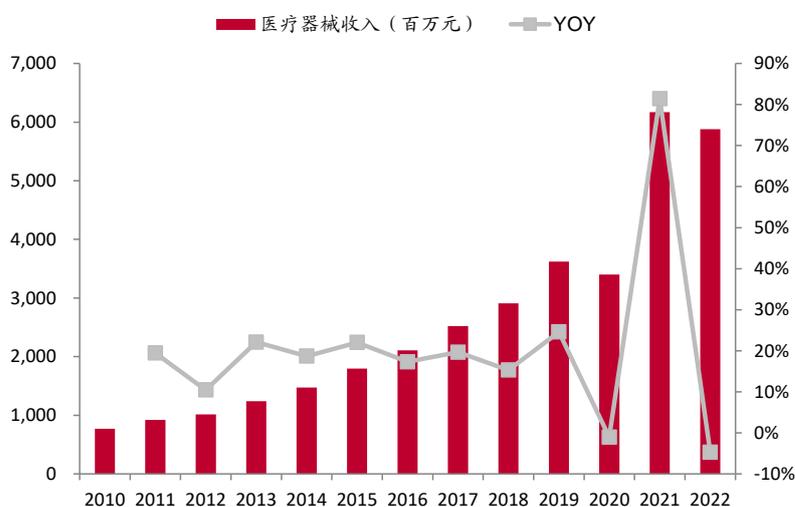
来源: wind, 中泰证券研究所

创新器械保持高增趋势, 消费医疗有望成为新增长点

- 心血管板块持续高增, IVD、外科借助集采价加速放量, 常规业务整体

增速 35+%。2022 年公司医疗器械板块收入 58.79 亿元, 同比下降 4.71%, 剔除应急产品后, 22 年器械板块常规业务增速达到 35.64%。公司医疗器械业务主要包括心血管植介入、体外诊断、外科麻醉三大板块, 其中心血管植介入在药物球囊、切割球囊、可吸收支架等创新产品组合驱动下保持高增, 2022 年创新产品组合营收同比增长 43.60%, 冠脉集采产品续标价格小幅上涨, 实现平稳过渡; 外科麻醉领域公司受益于集采政策带来的国产替代保持快速增长, 2022 年福建省吻合器集采公司多品牌中标, 未来有望实现延续此前的增长趋势; 体外诊断板块公司实现近全产品线布局, 借助带量采购进一步拓展院内渠道, 2022 年江西生化集采中公司申报项目全部中选, 未来有望快速打开终端市场, 提升市场占有率。

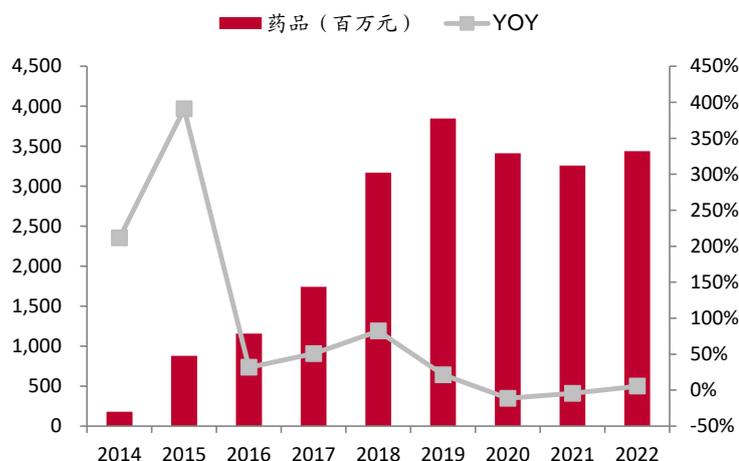
图表 12: 乐普医疗医疗器械收入变化情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **药品板块增速稳健, 制剂+仿制药+创新药组合夯实远期增长基础。**2022 年公司药品板块实现收入 34.38 亿元, 同比增长 5.52%, 其中制剂业务收入 29.89 亿元, 同比增长 6.06%, 原料药业务实现收入 4.49 亿元, 同比增长 2.06%。公司产品布局紧紧围绕心血管患者, 持续挖掘存量仿制药及中成药市场空间, 在糖尿病、高血压、高血脂等领域有 11 款产品进入上市审评阶段, 1 款产品正在临床, 同时公司积极寻找创新药合作机会, 未来药品业务有望持续稳定发展。
- **加速布局 AI 医疗, 消费产品放量在即, 医疗服务有望加速。**2022 年公司医疗服务及健康管理板块实现收入 12.92 亿元, 同比增长 4.91%, 剔除应急产品贡献后常规收入同比增长 11.73%。医疗服务是公司积极培育的创新业务, 公司基于人工智能技术在慢病患者心电监测、无创血糖检测、肌酐尿素氮连续监测等领域积极布局, 未来有望成为新的业绩增长点; 在消费医疗领域, 公司在医美、近视矫正、隐形正畸领域均有多款产品上市, 2023 年有望快速实现商业化, 带动医疗服务业务实现业绩加速。

图表 13: 乐普医疗药品板块收入变化情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **产品市场推广不达预期风险。**公司新产品双腔起搏器、后续即将上市的可降解支架等在市场上均处于发展早期,销售情况和市场推广教育有较大联系,未来可能出现推广不达预期的风险。
- **政策变化风险。**医药行业正处于改革深水区,公司目前业务占比较大的支架、药品均处于政策密集管控领域,其中支架所处的高值耗材面临集中招标采购降价的风险,同时器械端两票制、零差率等政策的落地进度尚不明朗,未来受政策影响可能较大。
- **产品研发失败风险。**公司的器械和药品均具有较强创新性,不管是创新医疗器械的研发还是仿制药的一致性评价,都可能出现研发失败的风险。

图表 14: 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,467	7,954	10,304	13,706	营业收入	10,609	11,801	14,213	16,892
应收票据	98	84	117	130	营业成本	3,983	4,404	5,473	6,560
应收账款	1,909	2,225	2,417	2,567	税金及附加	117	128	156	184
预付账款	382	361	486	560	销售费用	2,034	2,262	2,696	3,204
存货	2,267	2,026	2,490	2,952	管理费用	743	944	1,109	1,301
合同资产	0	0	0	0	研发费用	957	1,062	1,251	1,470
其他流动资产	627	728	788	888	财务费用	93	29	9	-20
流动资产合计	10,749	13,379	16,602	20,803	信用减值损失	-34	-30	0	0
其他长期投资	339	339	341	343	资产减值损失	-38	-15	0	0
长期股权投资	1,229	1,229	1,229	1,229	公允价值变动收益	4	0	0	0
固定资产	2,605	2,598	2,543	2,394	投资收益	-75	-10	-10	-10
在建工程	1,514	1,714	1,864	1,964	其他收益	84	82	83	82
无形资产	1,370	1,433	1,439	1,495	营业利润	2,623	3,008	3,598	4,273
其他非流动资产	6,679	6,693	6,693	6,694	营业外收入	14	14	13	14
非流动资产合计	13,735	14,006	14,110	14,120	营业外支出	25	25	25	25
资产合计	24,484	27,385	30,712	34,923	利润总额	2,612	2,997	3,586	4,262
短期借款	381	800	900	1,000	所得税	367	429	533	642
应付票据	183	202	251	301	净利润	2,245	2,568	3,053	3,620
应付账款	1,338	1,189	1,450	1,706	少数股东损益	42	48	57	68
预收款项	0	177	53	79	归属母公司净利润	2,203	2,520	2,996	3,552
合同负债	731	354	284	338	NOPLAT	2,324	2,593	3,061	3,603
其他应付款	479	479	479	479	EPS (按最新股本摊薄)	1.17	1.34	1.59	1.89
一年内到期的非流动负债	1,560	1,560	1,560	1,560					
其他流动负债	653	720	795	879	主要财务比率				
流动负债合计	5,323	5,481	5,773	6,341	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	732	742	722	732	成长能力				
应付债券	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入增长率	-0.5%	11.2%	20.4%	18.8%
其他非流动负债	552	552	552	552	EBIT增长率	16.7%	11.9%	18.8%	18.0%
非流动负债合计	2,790	2,800	2,780	2,790	归母公司净利润增长率	28.1%	14.4%	18.9%	18.6%
负债合计	8,114	8,281	8,553	9,131	获利能力				
归属母公司所有者权益	15,146	17,406	20,022	23,163	毛利率	62.5%	62.7%	61.5%	61.2%
少数股东权益	1,224	1,697	2,137	2,629	净利率	21.2%	21.8%	21.5%	21.4%
所有者权益合计	16,370	19,103	22,159	25,792	ROE	13.5%	13.2%	13.5%	13.8%
负债和股东权益	24,484	27,385	30,712	34,923	ROIC	21.2%	19.0%	18.9%	18.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	33.1%	30.2%	27.8%	26.1%
					债务权益比	28.9%	27.0%	23.6%	20.7%
					流动比率	2.0	2.4	2.9	3.3
					速动比率	1.6	2.1	2.4	2.8
					营运能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营活动现金流	2,791	2,803	2,882	3,733	应收账款周转天数	61	63	59	53
现金收益	2,827	3,087	3,560	4,092	应付账款周转天数	112	103	87	87
存货影响	-328	241	-464	-462	存货周转天数	190	175	149	149
经营性应收影响	-353	-267	-350	-237	每股指标 (元)				
经营性应付影响	313	48	186	331	每股收益	1.17	1.34	1.59	1.89
其他影响	332	-306	-51	8	每股经营现金流	1.48	1.49	1.53	1.98
投资活动现金流	-1,599	-389	-234	-134	每股净资产	8.05	9.26	10.65	12.32
资本支出	-1,238	-747	-600	-500	估值比率				
股权投资	-158	0	0	0	P/E	19	17	14	12
其他长期资产变化	-203	358	366	366	P/B	3	2	2	2
融资活动现金流	413	73	-298	-197	EV/EBITDA				
借款增加	-538	429	80	110					
股利及利息支付	-642	-648	-694	-850					
股东融资	2,116	1,084	1,600	1,342					
其他影响	-523	-792	-1,284	-799					

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。