

乐普医疗 (300003)

证券研究报告

2023年05月27日

常规业务快速恢复，消费医疗开启新增长

事件：

2023年4月26日，公司同时发布2022年年报和2023年一季度报。2022年实现营业收入106.09亿元，同比下降0.47%；归母净利润22.03亿元，同比增长28.12%，扣非归母净利润21.42亿元，同比增长15.50%。2023年Q1实现营业收入24.37亿元，同比下降4.39%，归母净利润5.97亿元，同比增长9.45%，扣非归母净利润5.62亿元，同比增长2.78%。

点评：

常规业务恢复趋势良好，心血管介入创新产品组合正向发展

2023年Q1公司收入端略有下滑，主要系2022年Q1应急检测试剂销售收入基数高，而2023年1月常规业务医院端销售收入下降所致。分业务板块看：1) 医疗器械板块常规业务快速恢复。2023年1月，择期手术全国范围内基本停滞，2、3月手术量恢复增长。2023年Q1心血管介入创新产品组合仍实现同比正向增长。2) 药品板块收入与2022年同期基本持平。3) 医疗服务及健康管理板块营业收入同比增长16.06%。

期间费用率保持稳定，加大力度开拓海外市场

2023年Q1公司期间费用率保持稳定，销售费用率18.09%，同比下降0.37pct，管理费用率7.94%，同比提升1.02pct，研发费用率9.42%，同比提升1.09pct。未来公司拟计划在海外设立研发中心，尝试全球化研发，包括自有知识产权创新产品的临床及注册申请；拟在海外投资新建生产基地，提高产能支持全球产品供应；拟在海外建立具备客户服务能力的销售及分销网络，提高乐普全球品牌知名度。

持续推进AI赋能，消费医疗板块驱动新增长

2023年将是消费医疗创收元年，有望开启新一轮增长曲线：1) 齿科：子公司乐普乐齐专注儿童和成人隐形正畸，推出efree儿童生长趋势矫治器等系列特色产品；2) 眼科：子公司上海菁视代理并销售角膜塑形镜及配套护理产品，公司快速推进角膜塑形镜及配套护理产品的自主研发；3) 皮肤科：公司利用材料学研发平台，布局注射类皮肤科产品。另外，公司探索人工智能在后端治疗领域中的扩展应用，研制个体性智能专家系统。

盈利预测：我们预计公司2023-2025年营业收入分别为110.22/127.01/147.41亿元(2023/2024前值为115.86/137.20亿元)，收入下调原因系新冠相关业务收入下滑；归母净利润分别为24.97/29.60/33.15亿元(2023/2024前值分别为24.77/29.58亿元)，净利润上调主要系消费医疗收入提升，整体净利率有所提升，维持“买入”评级。

风险提示：集采所带来的降价风险、产品研发不及预期的风险、进入新领域带来的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,659.73	10,609.44	11,022.23	12,701.01	14,740.74
增长率(%)	32.61	(0.47)	3.89	15.23	16.06
EBITDA(百万元)	3,566.06	4,109.48	3,267.25	3,775.20	4,155.84
归属母公司净利润(百万元)	1,719.32	2,202.81	2,496.65	2,960.16	3,315.01
增长率(%)	(4.58)	28.12	13.34	18.57	11.99
EPS(元/股)	0.91	1.17	1.33	1.57	1.76
市盈率(P/E)	26.61	20.77	18.33	15.46	13.80
市净率(P/B)	3.99	3.02	2.62	2.29	2.00
市销率(P/S)	4.29	4.31	4.15	3.60	3.10
EV/EBITDA	11.15	9.77	12.71	9.48	8.68

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	24.33元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,880.61
流通A股股本(百万股)	1,614.99
A股总市值(百万元)	45,755.24
流通A股市值(百万元)	39,292.65
每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	30.45
一年内最高/最低(元)	26.41/16.66

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：聚源数据

相关报告

- 《乐普医疗-季报点评:常规业务保持增长，构建医疗器械研发创新生态圈》2022-11-03
- 《乐普医疗-半年报点评:介入无植入产品销售快速增长，持续加大研发投入》2021-09-09
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,797.55	5,467.28	5,799.59	12,238.46	12,073.39
应收票据及应收账款	1,714.89	2,007.00	2,574.21	1,486.03	3,226.27
预付账款	283.13	381.57	126.51	184.51	139.09
存货	1,938.93	2,266.59	1,883.67	284.84	1,834.59
其他	380.97	621.67	528.06	500.30	658.13
流动资产合计	8,115.47	10,744.11	10,912.04	14,694.14	17,931.47
长期股权投资	1,071.75	1,229.47	1,229.47	1,229.47	1,229.47
固定资产	2,182.28	2,604.62	3,093.48	3,342.07	3,433.51
在建工程	1,158.46	1,513.61	944.16	614.50	398.70
无形资产	2,110.13	2,357.97	2,222.52	2,087.07	1,951.61
其他	6,028.71	6,029.41	6,234.59	5,989.96	5,937.39
非流动资产合计	12,551.33	13,735.08	13,724.22	13,263.07	12,950.68
资产总计	20,698.66	24,484.03	24,667.27	27,979.78	30,901.62
短期借款	583.92	380.77	189.88	273.36	289.98
应付票据及应付账款	1,363.16	1,520.22	633.07	821.35	679.96
其他	1,385.25	3,422.35	2,198.30	2,219.49	2,561.60
流动负债合计	3,332.33	5,323.34	3,021.25	3,314.20	3,531.54
长期借款	1,209.51	731.55	379.75	546.73	579.96
应付债券	2,673.40	1,506.51	1,799.51	1,993.14	1,766.39
其他	1,209.89	552.15	745.24	835.76	711.05
非流动负债合计	5,092.80	2,790.21	2,924.51	3,375.63	3,057.40
负债合计	8,425.13	8,113.55	5,945.76	6,689.83	6,588.94
少数股东权益	799.68	1,224.28	1,271.74	1,328.02	1,391.04
股本	1,804.59	1,880.61	1,880.61	1,880.61	1,880.61
资本公积	983.71	3,243.08	3,243.08	3,243.08	3,243.08
留存收益	9,689.80	13,497.42	15,569.16	18,081.32	21,041.03
其他	(1,004.23)	(3,474.91)	(3,243.08)	(3,243.08)	(3,243.08)
股东权益合计	12,273.54	16,370.48	18,721.51	21,289.95	24,312.68
负债和股东权益总计	20,698.66	24,484.03	24,667.27	27,979.78	30,901.62

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,780.42	2,244.69	2,496.65	2,960.16	3,315.01
折旧摊销	465.20	489.27	276.04	296.52	309.81
财务费用	228.49	188.78	2.27	(81.02)	(121.10)
投资损失	396.88	75.33	208.67	226.96	170.32
营运资金变动	1,722.12	(339.73)	(1,547.42)	3,271.43	(3,457.67)
其它	(1,531.12)	132.38	(130.36)	82.42	104.87
经营活动现金流	3,061.99	2,790.71	1,305.86	6,756.47	321.24
资本支出	1,235.99	2,308.39	(133.09)	(10.52)	174.71
长期投资	233.19	157.72	0.00	0.00	0.00
其他	(2,329.64)	(4,065.44)	194.12	(340.44)	(475.61)
投资活动现金流	(860.46)	(1,599.33)	61.03	(350.96)	(300.89)
债权融资	4,716.56	4,178.91	3,339.70	3,740.02	3,788.80
股权融资	51.87	2,034.31	232.36	83.82	123.89
其他	(5,665.84)	(5,800.46)	(4,606.63)	(3,790.49)	(4,098.12)
筹资活动现金流	(897.41)	412.75	(1,034.57)	33.36	(185.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,304.12	1,604.13	332.32	6,438.87	(165.07)

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,659.73	10,609.44	11,022.23	12,701.01	14,740.74
营业成本	4,156.64	3,983.29	2,032.79	2,330.54	2,285.33
营业税金及附加	113.78	117.47	121.25	158.76	176.89
销售费用	2,109.19	2,033.69	3,097.25	3,480.08	4,338.20
管理费用	748.34	742.67	1,415.25	1,868.32	2,483.81
研发费用	907.94	957.06	1,000.77	1,207.21	1,510.04
财务费用	171.76	92.58	2.27	(81.02)	(121.10)
资产/信用减值损失	(9.45)	(37.95)	(22.79)	(23.40)	(28.05)
公允价值变动收益	29.34	4.42	(177.82)	26.14	41.84
投资净收益	(396.88)	(75.33)	(208.67)	(226.96)	(170.32)
其他	684.47	168.42	772.99	401.64	256.96
营业利润	2,144.60	2,623.14	2,988.94	3,559.70	3,967.13
营业外收入	63.65	14.13	50.20	42.66	35.66
营业外支出	62.10	25.49	35.43	41.01	33.97
利润总额	2,146.15	2,611.78	3,003.72	3,561.36	3,968.82
所得税	365.73	367.09	459.60	544.93	590.79
净利润	1,780.42	2,244.69	2,544.12	3,016.43	3,378.03
少数股东损益	61.09	41.88	47.46	56.28	63.02
归属于母公司净利润	1,719.32	2,202.81	2,496.65	2,960.16	3,315.01
每股收益(元)	0.91	1.17	1.33	1.57	1.76

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	32.61%	-0.47%	3.89%	15.23%	16.06%
营业利润	-0.21%	22.31%	13.95%	19.10%	11.45%
归属于母公司净利润	-4.58%	28.12%	13.34%	18.57%	11.99%
获利能力					
毛利率	61.01%	62.46%	81.56%	81.65%	84.50%
净利率	16.13%	20.76%	22.65%	23.31%	22.49%
ROE	14.98%	14.54%	14.31%	14.83%	14.46%
ROIC	19.22%	22.43%	20.94%	22.27%	32.79%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	40.70%	33.14%	24.10%	23.91%	21.32%
净负债率	7.49%	-7.87%	-13.14%	-39.92%	-34.08%
流动比率	2.44	2.02	3.62	4.44	5.08
速动比率	1.86	1.59	3.00	4.35	4.56
营运能力					
应收账款周转率	5.57	5.70	4.81	6.26	6.26
存货周转率	6.34	5.05	5.31	11.71	13.91
总资产周转率	0.55	0.47	0.45	0.48	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.91	1.17	1.33	1.57	1.76
每股经营现金流	1.63	1.48	0.69	3.59	0.17
每股净资产	6.10	8.05	9.28	10.61	12.19
估值比率					
市盈率	26.61	20.77	18.33	15.46	13.80
市净率	3.99	3.02	2.62	2.29	2.00
EV/EBITDA	11.15	9.77	12.71	9.48	8.68
EV/EBIT	12.53	10.85	13.89	10.28	9.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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