

乐普医疗 (300003)

定增获批，药品持续发力

	胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)
	0755-23976766	0755-23976735
	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514030007	S0880514030001

本报告导读：

药品拓展基层新市场，处于上量阶段，2017 年有望延续高增长，2018 年起搏器和完全可降解支架上市后将借平台实现快速放量，业绩有较大弹性，维持增持评级。

投资要点：

业绩高增长有望延续，重磅品种借平台放量。考虑氯吡格雷和阿托伐他汀钙制剂的高增长，2017 年整体业绩有望延续 30~40% 的高增长，2018 年，完全可降解支架上市，业绩弹性有望进一步加大，维持盈利预测 2016-18 年 EPS0.42/0.53/0.64 元。公司在心血管领域已初步形成以器械、制药、医疗服务和移动医疗四位一体的全产业链平台，重磅品种上市有望借平台快速上量，维持增持评级，维持目标价 22.4 元。

药品持续推动业绩持续高成长。目前氯吡格雷和阿托伐他汀钙片已在多省中标。公司结合药物支架在基层医院介入诊疗业务，开辟基层医疗机构+连锁药店的新市场，实现快速增长。并购整合获得缬沙坦和苯磺酸氨氯地平两大重磅降压药品种，与已有的渠道的实现销售协同。2017 年公司药品业务将继续放量增长，我们预计增速有望达到 60~80%。

重磅产品上市，2018 年具备业绩弹性。2016 年 10 月，公司自主研发的植入式双腔心脏起搏器获得医疗器械注册证，实现国产双腔起搏器的零突破，填补国内技术空白。目前起搏器进口 4~5 万的价格，公司拟低价启动市场，并争取医保报销，2017 年重点在市场推广，2018 年有望快速上量并贡献业绩。完全可降解支架预计 2018 年获批上市，并有望成为国内首创，具备显著的领先优势，预计首年销量 2~3 万个。作为全新一代的支架产品，根本解决患者远期血栓风险，我们预计完全可降解支架定价区间 2.7~3 万元。未来纳入医保，有望销量替换支架市场的 30~40%，按照目前 50 万例 PCI 手术推算，对公司业绩拉动具有较大的弹性。

风险提示：持续并购带来商誉大幅增加风险；平台建设带来费用增加

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,669	2,769	3,381	4,025	4,730
(+/-)%	28%	66%	22%	19%	18%
经营利润 (EBIT)	518	722	988	1,230	1,493
(+/-)%	24%	39%	37%	24%	21%
净利润	423	521	724	918	1,114
(+/-)%	17%	23%	39%	27%	21%
每股净收益 (元)	0.24	0.30	0.42	0.53	0.64
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	31.0%	26.1%	29.2%	30.6%	31.6%
净资产收益率 (%)	13.5%	10.8%	13.5%	15.0%	15.8%
投入资本回报率 (%)	15.4%	15.2%	17.6%	18.6%	21.2%
EV/EBITDA	25.8	18.3	14.0	11.1	8.7
市盈率	78.7	63.9	46.0	36.3	29.9
股息率 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：22.40

上次预测：22.40

当前价格：18.12

2016.12.22

交易数据

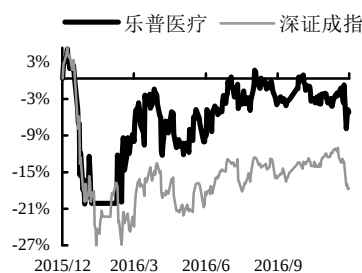
52 周内股价区间 (元)	17.46-41.17
总市值 (百万元)	31,593
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,744/1,372
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	589.15
日均成交值 (百万元)	109.70

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,714
每股净资产	2.70
市净率	6.7
净负债率	13.29%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.07	0.09
Q2	0.09	0.13
Q3	0.07	0.10
Q4	0.06	0.10
全年	0.30	0.42

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-1%	-8%
相对指数	3%	1%	12%

相关报告

《业绩符合预期，平台持续整合》2016.11.01

《双腔起搏器获批，开辟新蓝海市场》2016.10.14

《内生增长强劲，外延拓展加速》2016.08.27

《参股君实生物股权，探索布局单抗药物》2016.08.01

《完全整合乐普药业，业绩增长更靓丽》2016.04.26

模型更新时间: 2016.12.22

股票研究

必需消费

医药

乐普医疗 (300003)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.40

上次预测: 22.40

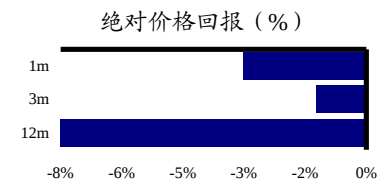
当前价格: 18.12

公司网址

www.lepumedical.com

公司简介

公司是一家专业从事冠脉支架、PTCA球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产和销售的企业,国内高端医疗器械领域能够与国外产品形成强有力竞争的为数较少的企业之一。自成立以来,相继完成了支架、导管等多项介入医疗核心产品的研制开发和产业化工作,在业内第一个获得国家药监局颁发的“冠状动脉支架输送系统”产品注册证(III类)、第一个研发并试制成功抗感染“药物中心静脉导管”。



52 周价格范围

17.46-41.17

市值 (百万)

31,593

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

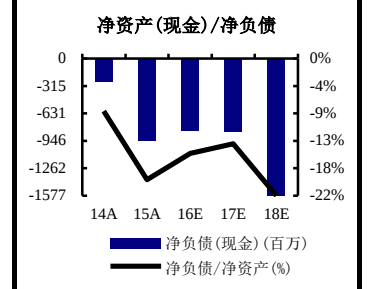
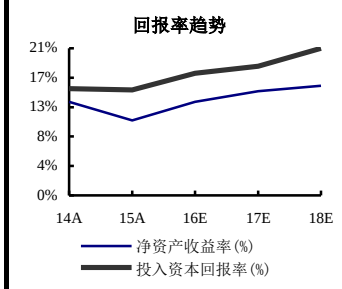
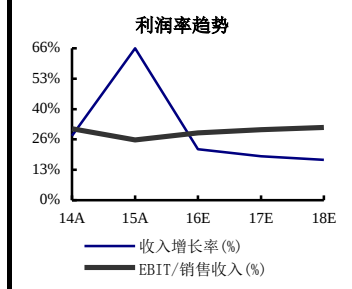
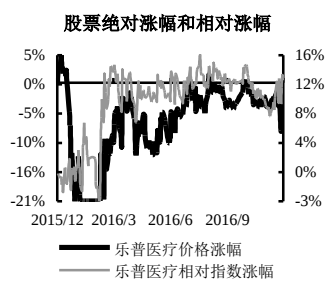
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,669	2,769	3,381	4,025	4,730
营业成本	608	1,237	1,429	1,704	1,988
税金及附加	21	31	38	45	52
销售费用	341	432	656	733	851
管理费用	180	347	270	314	345
EBIT	518	722	988	1,230	1,493
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	9	9	9	9
财务费用	-11	29	40	20	20
营业利润	517	684	957	1,218	1,482
所得税	84	105	146	185	224
少数股东损益	29	75	104	132	161
净利润	423	521	724	918	1,114
货币资金、交易性金融资产	507	1,865	1,140	1,162	1,896
其他流动资产	0	18	0	0	0
长期投资	185	399	399	399	399
固定资产合计	728	1,005	1,140	1,225	1,261
无形资产及其他资产	1,181	2,481	2,780	3,113	3,445
资产合计	3,830	7,730	7,359	8,561	9,694
流动负债	517	2,003	1,055	1,380	1,410
非流动负债	20	389	311	313	316
股东权益	3,144	4,810	5,359	6,102	7,042
投入资本(IC)	2,837	4,035	4,767	5,623	5,991
NOPLAT	436	614	840	1,046	1,269
折旧与摊销	72	136	144	194	244
流动资金增量	-136	-124	32	-438	0
资本支出	-124	-164	-560	-595	-595
自由现金流	249	462	456	206	918
经营现金流	348	436	506	802	1,514
投资现金流	-689	-1,216	-552	-586	-586
融资现金流	130	2,103	-679	-194	-193
现金流净增加额	-210	1,323	-724	21	735
收入增长率	28.0%	65.9%	22.1%	19.0%	17.5%
EBIT 增长率	24.4%	39.3%	36.9%	24.5%	21.4%
净利润增长率	17.0%	23.1%	39.0%	26.8%	21.3%
利润率					
毛利率	63.5%	55.3%	57.7%	57.7%	58.0%
EBIT 率	31.0%	26.1%	29.2%	30.6%	31.6%
净利率	25.4%	18.8%	21.4%	22.8%	23.5%
净资产收益率(ROE)	13.5%	10.8%	13.5%	15.0%	15.8%
总资产收益率(ROA)	11.0%	6.7%	9.8%	10.7%	11.5%
投入资本回报率(ROIC)	15.4%	15.2%	17.6%	18.6%	21.2%
存货周转天数	141	113	113	113	113
应收账款周转天数	159	132	132	132	132
总资产周转天数	761	762	814	722	704
净利润现金含量	0.82	0.84	0.70	0.87	1.36
资本支出/收入	7%	6%	17%	15%	13%
资产负债率	14.0%	30.9%	18.6%	19.8%	17.8%
净负债率	-8.6%	-19.8%	-15.5%	-13.9%	-22.4%
PE	78.7	63.9	46.0	36.3	29.9
PB	4.9	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	25.8	18.3	14.0	11.1	8.7
P/S	9.3	6.0	4.9	4.1	3.5
股息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%



目 录

1. 获定增批文，并购整合持续推进.....	4
2. 药品持续推动业绩持续高成长，	4
3. 医疗器械重磅产品上市，长期业绩具备弹性	5
4. 业绩高增长有望延续，重磅品种借平台放量	5
5. 风险提示：	5

1. 获定增批文，并购整合持续推进

12月8日公司非公开发行股票获得核准批复，有效期6个月。定增拟募集资金7.19亿元，用于收购乐普药业40%股权项目。考虑乐普药业剩余股权年初已完成交割并表，实际定增资金到位后，资金更多用于公司未来的并购整合。

此次定增核准发行不超过39334009股新股，按募资规模测算，底价为18.27元/股，对比12月15日收盘价（18.12元）略有溢价。定增对象不超过5家，我们预计定增有望按照预定募资规模完成。

2. 药品持续推动业绩持续高成长，

截止2016年3季度，公司药品收入实现83331.68万元，同比增25.96%，阿托伐他汀钙和氯吡格雷制剂增速继续保持翻倍的高速增长。考虑年初乐普药业剩余40%股权已完成收购，新东港产品结构优化，利润率提升，药品板块成为推动2016年业绩增长的重要动力。

目前氯吡格雷先后完成在北京、天津、山东、山西、浙江、福建、四川、湖北、湖南、广东、河北、上海等地的招标。渠道上，公司结合目前药物支架的基层医院介入诊疗业务，拓展基层机构+连锁药店新市场。考虑公司对终端影响提升，配合商业两票制政策的推广，公司出厂价未来有望逐步提升。

图 1：乐普药业氯吡格雷中标价格处于低位

生产企业	中标规格	包装转换比	价格区间	中标价格								
				陕西	重庆	四川	山东	广东	上海	湖北	广西	天津
赛诺菲	75mg	7	108-119	119	119.13	114.91	108.29	117.8765	117.73	-	-	108.29
	75mg	28	-	-	-	-	-	-	452.99	-	-	-
乐普	25mg	10	28-33	33.1	33.23	33.49	-	-	28.82	30.65	28.96	28.02
	25mg	20	57-65	64.5	64.79	61.39	-	57.332	-	59.77	57.92	-
	75mg	7	46-55	-	54.64	49.28	-	-	46.57	50.02	48.84	46.08
	75mg	10	-	76.7	77.4	84.55	-	73.881	-	70.53	68.87	-
信立泰	25mg	10	33-36	36.2	-	-	-	-	-	-	-	33.39
	25mg	20	69-76	70.6	75.51	69.65	-	-	68.55	-	-	-
	75mg	7	60-64	-	63.68	62.12	61.64	-	-	-	-	60.33
	300mg	2	-	-	-	110.58	-	-	-	-	-	88.04

资料来源：药智网，国泰君安证券研究

公司通过并购控股永正制药和恒久远药业，先后获得缬沙坦胶囊、苯磺酸氨氯地平降压药品种。降压药市场拥有广大的患者人群，据2012年国民营养与慢性病状况调查报告，中国18岁以上居民高血压患病率为25.2%，推测患病人数为2.7亿，国内市场空间约200亿元。因为国产批文众多，降压药市场品种格局较为分散，随着一致性评价工作的推进，品种的集中度有望大幅提升，公司已重点开展一致性评价工作，有望在未来的市场分割中占据优势。

考虑氯吡格雷和阿托伐他汀制剂的继续放量，缬沙坦和苯磺酸氨氯地平与公司渠道平台的销售协同效应，2017年公司药品业务有望延续高速增长，我们预计增速有望达到60~80%。

3. 医疗器械重磅产品上市，长期业绩具备弹性

2016 年 10 月，公司自主研发的植入式双腔心脏起搏器获得医疗器械注册证，实现国产双腔起搏器的突破，填补国内技术空白。由于进口价格昂贵，目前每年安装起搏器的病人仅为理论值的 1/9，若起搏器价格降低，植入水平提高后，年市场规模有望达到 80 亿的市场规模，成为心脏支架之后新的蓝海市场。目前起搏器进口 4~5 万的价格，公司拟低价启动市场，并争取医保报销，2018 年有望快速上量。

支架方面，公司研发的全降解聚合物基体药物（雷帕霉素）洗脱支架获得《创新医疗器械特别审批程序（试行）》的优先办理。目前该产品首次应用人体临床试验（FIM 试验）于 2014 年 9 月完成临床入组，其二年随访已于 2016 年 9 月完成；560 例多中心随机对照临床试验（RCT 试验）于 2015 年 11 月完成临床入组，已于 2016 年 12 月完成一年造影随访；825 例单组注册登记临床试验（REGISTRY 试验）于 2016 年 9 月完成临床入组，正在进行随访。

考虑优先的通道优势完全可降解支架预计，2018 年审批上市，并有望成为国内首创，具备显著的领先优势。定价方面，作为全新一代的支架产品，根本解决患者远期血栓风险，我们预计完全可降解支架定价区间在 2.7~3 万元之间。未纳入医保前，首年销量 2~3 万个，未来纳入医保，销量替换支架市场的 30~40%个，即 30~40 万个。考虑完全可降解支架的高盈利，对公司业绩拉动具有较大的弹性。

4. 业绩高增长有望延续，重磅品种借平台放量

考虑氯吡格雷和阿托伐他汀钙制剂的高增长，2017 年公司有望延续 30~40%的增长速度，2018 年，完全可降解支架上市，业绩弹性有望进一步加大，维持盈利预测 2016-18 年 EPS0.42/0.53/0.64 元。

公司在心血管领域已初步形成以器械、制药、医疗服务和移动医疗四位一体的全产业链平台，通过外延整合和自主研发获得重磅品种有望通过平台实现快速上量，维持增持评级。目前同类医疗器械公司平均估值 2016 年 PE 52X，给予一定溢价，2016 年 54X，维持目标价 22.4 元。

5. 风险提示：

1. 持续并购带来商誉大幅增加风险；
2. 平台建设带来费用增加；
3. 药品招标降价风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		