安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 09 月 11 日

乐普医疗（300003.SZ）

公司快报

证券研究报告

医疗器械

雅培 Absorb 停止销售对 NeoVas 申报影响有限，高值耗材集采价格谈判利好 Nano 扩大市场份额

■**雅培 Absorb GT1 停止销售对公司 NeoVas 申报影响有限，可降解支架发展趋势不可阻挡：**9 月 8 日，美国雅培公司宣布停止第一代生物可吸收支架（Absorb GT1）的销售，全球可吸收支架的探路者选择暂时退出舞台。我们认为，雅培本次终止 Absorb GT1 的销售，仅是商业上的选择，与技术本身无关，长期来看可降解支架替代金属支架的行业趋势并未改变。雅培 Absorb 支架 2010 年在欧洲上市，2016 年在美国上市，合计销售额预计在 15 亿美元左右，仅占雅培血管器械业务 7 年来收入总额的 7%，作为雅培苦心经营多年的划时代产品，这一销售业绩并不乐观，并且，由于临床数据上的瑕疵（早期实验设计的因素，作为探路者所必须承担的风险）以及 FDA 黑框警告等事件因素，该产品始终处于学术界、产业界舆论的风口浪尖，公司形象维护压力巨大。整体来看，Absorb 支架生产成本高，推广费用大，但未能带来相应的投资回报，从商业角度来看，Absorb GT1 留在市场上的意义已经微乎其微。因此，技术层面上来说，预计 Absorb GT1 停止销售对乐普 NeoVas 的申报影响有限，可能审批周期会受事件催化有所拉长，但可降解支架的发展前景仍是乐观的，并且随着雅培的暂时退出，竞争格局显著优化，公司在国际市场上获得了弯道超车的契机。

■**“PSP”置入技巧和充分的医生教育是解决可降解支架不良事件的关键，汲取雅培经验，公司有望在探路过程中走得更远：**“PSP”置入技巧是（1）球囊预扩张（2）选择合适血管尺寸（3）高压后扩张）三种临床操作的总称，对解决可降解支架的靶病变失败风险意义重大。可降解支架相比金属支架缺少永久支撑作用，未贴壁部分溶解后，内皮的脱落可能导致远期风险的发生。因此，“PSP”技术与可吸收支架的远期预后密切相关。ABSORB II 和 ABSORB III 研究中，分别有 19.1% 和 18.3%的小血管应用（2.25mm 以下），后扩张的比例不到 70%。完全 PSP 植入的比例仅有 10%，这被普遍认为是导致不良事件发生率提升的关键因素。ABSORB III 2 年期数据排除小血管因素后，靶病变失败率与 XIENCE 支架未见显著性差异。而在 TCT 官网披露的 ABSORB IV 最新研究结果中，降低小血管置入、提高后扩张比例后，1 年期数据结果良好。总结来看，可降解支架未来的使用注定不只是现有金属产品的迭代，由于其降解特性，在临床的操作质控、医生的培训教育方面还有大量工作要完成。受益于雅培前期经验教训，乐普 NeoVas 支架在实验阶段已有条件充分考虑相关因素，有望在可降解支架的探路过程中走得更远。

投资评级 **买入-A**

维持评级

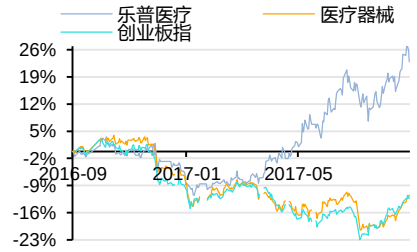
12 个月目标价： **27.00 元**

股价（2017-09-08） **22.78 元**

交易数据

总市值（百万元）	40,586.05
流通市值(百万元)	32,157.70
总股本（百万股）	1,781.65
流通股本(百万股)	1,411.66
12 个月价格区间	16.50/23.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.2	9.36	37.24
绝对收益	7.71	14.32	22.82

崔文亮 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

徐嘉辰 报告联系人

xujc1@essence.com.cn

010-83321076

相关报告

乐普医疗：中报业绩继续保持高速增长，三季度业绩预告 35-40%增长加速超预期/崔文亮	2017-08-28
乐普医疗：可降解支架 NeoVas 获得注册受理，划时代重磅品种上市更进一步/崔文亮	2017-08-09
乐普医疗：重磅药品及全降解支架有望相继驱动公司持续高增长，搭建心血管及慢性病全产业链闭环成长空间巨大/崔文亮	2017-06-21

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

■**高值耗材价格谈判整体来看利大于弊，有望成为 Nano 支架进一步扩大市场份额的催化剂：**9 月 7 日，卫计委发布《关于开展国家高值医用耗材价格谈判企业申报工作的通知》，将冠脉支架系统纳入谈判试点品种。这次事件并不孤立，早在 2004 年，卫计委便在八省市启动过高值耗材集采的试点，2008 年亦有过尝试，从结果来看，造成支架产品的小幅降价对公司业绩影响并不显著，而像 2012 年大幅度的行政强制降价我们认为基本不会再次出现（Partner 从 10800 降至 8040 元）；另一方面，既然是谈判，降低价格所换取的是更广阔市场的准入通行证，公司目前正值 Nano 支架替代 Partner 的关键时期，受制于各省招标进度，Nano 进驻各省市场是一个缓慢的过程，本次谈判有望成为高毛利 Nano 支架加速替代先代产品的催化剂；再者，从报表收入来看，公司支架平均出厂价仅 4000 元左右，渠道加成较高，本次谈判有望直接带来集采订单，渠道商话语权减弱，渠道利润有望成为终端降价的缓冲垫。综上，我们认为，本次支架产品集采价格谈判预计降价幅度会在合理范围，出厂价影响预计较小，Nano 市场有望进一步做大，行业集中度有望提升，龙头价值愈发凸显。

■**投资建议：**NeoVas 可降解支架获批时间预计有所后延，前期推广力度增大预计带动销售费用率短期上升。我们预计，公司 2017~2019 年收入增速分别为 28.79%、30.21%、31.24%，EPS 分别为 0.52/0.68/0.91 元，相对当前股价，PE 分别为 44X、34X、25X。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 27.00 元。

■**风险提示：**可降解支架审批进度不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,768.7	3,467.7	4,466.2	5,815.2	7,631.6
净利润	520.9	679.3	917.9	1,212.8	1,615.6
每股收益(元)	0.29	0.38	0.52	0.68	0.91
每股净资产(元)	2.70	3.11	3.42	4.13	5.07

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	77.9	59.8	44.2	33.5	25.1
市净率(倍)	8.4	7.3	6.7	5.5	4.5
净利润率	18.8%	19.6%	20.6%	20.9%	21.2%
净资产收益率	11.2%	12.4%	15.2%	16.6%	18.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	22.2%	18.6%	21.4%	21.6%	29.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,768.7	3,467.7	4,466.2	5,815.2	7,631.6
减:营业成本	1,236.9	1,354.1	1,642.2	2,104.9	2,684.1
营业税费	30.7	48.6	62.5	81.4	106.8
销售费用	432.2	638.1	848.6	1,128.1	1,587.4
管理费用	347.3	476.5	607.4	808.3	1,053.2
财务费用	29.5	57.4	114.7	122.2	114.1
资产减值损失	16.8	26.5	25.0	20.0	15.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	8.8	-2.2	5.0	5.0	5.0
营业利润	684.0	864.2	1,170.7	1,555.2	2,076.1
加:营业外净收支	16.9	26.7	23.0	22.0	25.0
利润总额	700.9	891.0	1,193.7	1,577.2	2,101.1
减:所得税	104.9	144.3	185.0	244.5	325.7
净利润	520.9	679.3	917.9	1,212.8	1,615.6

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,864.6	1,909.8	2,456.4	3,023.9	3,815.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,234.4	1,296.4	2,280.4	2,150.5	3,681.7
应收票据	58.2	74.7	86.9	116.1	162.3
预付帐款	121.5	110.4	205.6	162.1	319.5
存货	518.6	574.2	630.4	886.2	1,136.6
其他流动资产	17.8	177.5	63.8	68.4	103.3
可供出售金融资产	34.6	443.5	159.5	212.5	271.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	268.6	560.4	745.8	941.1	1,165.2
投资性房地产	66.9	100.9	128.6	165.7	198.6
固定资产	898.8	1,105.6	1,183.0	1,287.3	1,327.9
在建工程	106.6	58.8	12.7	-51.3	-104.0
无形资产	605.6	714.2	844.2	989.5	1,068.3
其他非流动资产					
资产总额	7,729.9	9,500.4	10,945.4	11,884.6	14,878.2
短期债务	600.4	649.7	1,530.6	1,533.7	1,600.8
应付帐款	609.8	448.4	563.7	853.7	999.3
应付票据	51.8	69.2	21.0	117.4	70.6
其他流动负债					
长期借款	310.0	729.0	1,246.5	182.5	1,070.6
其他非流动负债					
负债总额	2,391.3	3,487.1	4,289.5	3,842.9	5,001.8
少数股东权益	531.7	478.9	569.7	689.7	849.4
股本	871.8	1,781.7	1,781.7	1,781.7	1,781.7
留存收益	3,937.8	3,670.6	4,304.5	5,570.4	7,245.3
股东权益	5,338.6	6,013.3	6,655.9	8,041.7	9,876.4

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	65.9%	25.2%	28.8%	30.2%	31.2%
营业利润增长率	32.3%	26.3%	35.5%	32.8%	33.5%
净利润增长率	23.1%	30.4%	35.1%	32.1%	33.2%
EBITDA 增长率	47.5%	28.8%	36.3%	29.7%	28.7%
EBIT 增长率	40.9%	29.2%	39.5%	30.5%	30.6%
NOPLAT 增长率	42.2%	27.3%	40.6%	30.5%	30.6%
投资资本增长率	52.1%	22.3%	29.5%	-3.7%	29.0%
净资产增长率	62.1%	12.6%	10.7%	20.8%	22.8%
利润率					
毛利率	55.3%	61.0%	63.2%	63.8%	64.8%
营业利润率	24.7%	24.9%	26.2%	26.7%	27.2%
净利润率	18.8%	19.6%	20.6%	20.9%	21.2%
EBITDA/营业收入	30.5%	31.4%	33.2%	33.1%	32.5%
EBIT/营业收入	25.8%	26.6%	28.8%	28.8%	28.7%
运营效率					
固定资产周转天数	92	104	92	76	62
流动营业资本周转天数	96	64	108	110	116
流动资产周转天数	360	413	398	375	369
应收帐款周转天数	136	131	144	137	138
存货周转天数	50	57	49	47	48
总资产周转天数	752	894	824	707	631
投资资本周转天数	447	479	469	399	342
投资回报率					
ROE	11.2%	12.4%	15.2%	16.6%	18.0%
ROA	7.7%	7.9%	9.2%	11.2%	11.9%
ROIC	22.2%	18.6%	21.4%	21.6%	29.3%
费用率					
销售费用率	15.6%	18.4%	19.0%	19.4%	20.8%
管理费用率	12.5%	13.7%	13.6%	13.9%	13.8%
财务费用率	1.1%	1.7%	2.6%	2.1%	1.5%
三费/营业收入	29.2%	33.8%	35.2%	35.4%	36.1%
偿债能力					
资产负债率	30.9%	36.7%	39.2%	32.3%	33.6%
负债权益比	44.8%	58.0%	64.4%	47.8%	50.6%
流动比率	1.90	2.04	2.07	1.94	2.58
速动比率	1.65	1.75	1.84	1.67	2.26
利息保障倍数	24.19	16.05	11.20	13.73	19.20
分红指标					
DPS(元)	0.08	0.10	-	-	-
分红比率	26.8%	25.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	596.0	746.7	917.9	1,212.8	1,615.6
加:折旧和摊销	136.1	177.6	198.1	246.4	286.4
资产减值准备	16.8	26.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	45.3	76.1	114.7	122.2	114.1
投资损失	-8.8	2.2	-5.0	-5.0	-5.0
少数股东损益	75.1	67.5	90.8	119.9	159.8
营运资金的变动	393.3	-294.7	-1,293.2	452.4	-1,792.2
经营活动产生现金流量	436.5	691.9	23.4	2,148.7	378.7
投资活动产生现金流量	-1,216.5	-1,438.7	5.7	-517.2	-474.9
融资活动产生现金流量	2,103.1	777.9	517.5	-1,064.0	888.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.29	0.38	0.52	0.68	0.91
BVPS(元)	2.70	3.11	3.42	4.13	5.07
PE(X)	77.9	59.8	44.2	33.5	25.1
PB(X)	8.4	7.3	6.7	5.5	4.5
P/FCF	-181.2	49.7	96.4	87.4	56.2
P/S	14.7	11.7	9.1	7.0	5.3
EV/EBITDA	39.0	28.9	27.7	20.6	16.0
CAGR(%)	30.8%	33.5%	30.7%	30.8%	33.5%
PEG	2.5	1.8	1.4	1.1	0.8
ROIC/WACC	2.8	2.4	2.7	2.7	3.7
REP	2.8	2.6	2.3	2.3	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。