

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

支架系统增速放缓, 海外业务值得期待

——乐普医疗(300003)2011年中报点评

核心观点

1、业绩略低于预期, 费用控制良好。公司8月12日公布2011年中报, 上半年实现营业收入4.69亿元, 比上年同期增长22.57%; 实现营业利润3.01亿元, 比上年同期增长24.79%, 归属普通股股东的净利润2.63亿元, 比去年同期增长25.88%, 实现EPS为0.32元, 业绩略低于预期。各项费用控制良好, 上半年三项费用率为18.78%, 比去年同期减少1.9个百分点。

2、支架系统稳定增长, 其它介入类器械增长潜力逐步显现。公司主营产品包括支架系统、封堵器、代理产品和心脏瓣膜等。

支架系统: 进入稳定增长期。支架系统是公司收入和利润的主要来源。上半年支架系统营收同比增17.28%, 成本同比增24.85%, 毛利率同比小幅下降0.43个百分点, 销量增速趋缓和毛利率下降拉低了公司上半年的业绩。目前公司已上市的支架系统包括药物洗脱支架系统 (Partner™) 和无载体支架系统 (Nano™), 二者采取切割营销的方式进行市场推广。公司的支架系统已由前期的年均30%左右的增长率逐步放缓, 进入稳定增长阶段。我们认为药物洗脱支架系统销售增速放缓, 以及无载体支架系统市场开拓不达预期是导致上半年支架系统增速低于预期的可能原因。

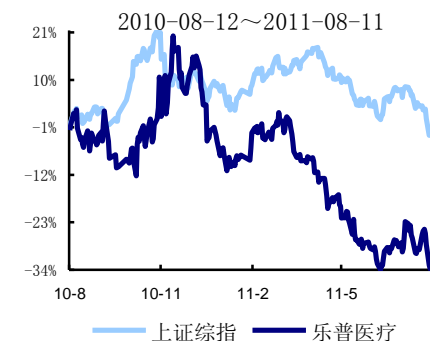
其它介入类器械: 增长潜力逐步显现。上半年封堵器营收同比增27.96%, 成本增45.94%, 毛利率同比下降1.41个百分点。其他主营产品的营收同比大幅增长189.98%, 毛利率较上年大幅提高14.22个百分点, 营收和毛利率大幅增长的原因是控股子公司思达医用的心脏瓣膜产品从本报告期纳入此产品分类, 心脏瓣膜产品的毛利率相对较高, 使得其他类产品的指标增长较快。

3、新品研发取得重要进展, 国际化战略也有重要突破。公司研发能力突出, 上半年取得四个产品注册证, 目前共有注册申报产品7项, 临床试验产品3项。同时公司也在积极开拓海外市场, 目前已在40个国家建立了代理销售体系, 上半年海外销售额同比大幅增长321.78%。此外公司还取得了PTA球囊导管等四个产品CE认证, 目前已累计共获得15个产品CE认证, 海外业务有可能成为公司重要的增长点。

4、维持公司“短期-推荐”、“长期-A”的投资评级。考虑到公司支架系统产品销售增速放缓, 我们小幅下调公司11-13年EPS分别为0.66元、0.8元、0.96元, 对应的动态PE分别为29倍、24倍、20倍, 继续维持公司“短期-推荐”、“长期-A”的投资评级。

风险提示: 支架系统产品降价风险、新品研发风险、海外拓展可能不达预期风险。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	81200.00
流通A股(万股)	28138.67
52周内股价区间(元)	16.91-34.24
总市值(亿元)	153.39
总资产(亿元)	22.27
每股净资产(元)	2.54
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-调研简报-乐普医疗(300003):无载体药物支架上市推动公司业绩增长》 2011-04-14
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-乐普医疗(300003):支架系统持续增长, 参控企业高成长》 2011-03-18
- 3.《国都证券-公司研究-调研简报-乐普医疗(300003):新产品获批在即, 外延式扩展推动长期成长》 2011-01-19

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	770	1011	1233	1474
同比增速(%)	36.25	31.34	21.91	19.53
净利润(百万)	411	536	651	779
同比增速(%)	40.46	30.52	21.51	19.54
EPS(元)	0.51	0.66	0.80	0.96
P/E	37	29	24	20

研究员: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

执业证书编号: S0940511030001

联系人: 王寅

电话: 010-84183363

Email: wangyin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 分季度业绩比较

单位: 万元	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q2 同比	2010H1	2011H1	2011H1 同比
营业收入	18483	19789	18140	20598	23721	23190	17.18%	38272	46911	22.57%
营业成本	2946	2998	3287	3922	3640	3995	33.24%	5944	7635	28.44%
收入同比增长率	35.38%	37.07%	33.41%	38.87%	28.34%	17.18%		36.25%	22.57%	
毛利率	84.06%	84.85%	81.88%	80.96%	84.66%	82.77%		84.47%	83.73%	-0.74%
毛利	15537	16791	14853	16676	20081	19195	14.32%	32328	39276	21.49%
销售费用	1902	3038	2831	3663	2798	3250	6.99%	4940	6048	22.43%
销售费用率	10.29%	15.35%	15.61%	17.78%	11.80%	14.02%		12.91%	12.89%	-0.02%
管理费用	1553	2436	1729	1579	1549	2435	-0.06%	3990	3984	-0.15%
管理费用率	8.40%	12.31%	9.53%	7.66%	6.53%	10.50%		10.42%	8.49%	-1.93%
财务费用	(458)	(559)	(568)	(687)	(614)	(606)	8.41%	(1017)	(1221)	20.00%
财务费用率	-2.48%	-2.83%	-3.13%	-3.34%	-2.59%	-2.61%		-2.66%	-2.60%	0.06%
费用合计	2998	4915	3992	4555	3732	5079	3.33%	7913	8811	11.35%
费用率	16.22%	24.84%	22.01%	22.11%	15.73%	21.90%		20.67%	18.78%	-1.89%
营业利润	12515	11592	10736	12092	16157	13926	20.14%	24107	30083	24.79%
营业利润率	67.71%	58.58%	59.18%	58.71%	68.11%	60.05%		62.99%	64.13%	1.14%
利润总额	12498	11597	10902	12268	16249	13939	20.20%	24095	30189	25.29%
所得税	1620	1533	1380	1668	2061	1797	17.23%	3152	3857	22.36%
所得税率	12.96%	13.22%	12.66%	13.60%	12.68%	12.89%		13.08%	12.78%	-0.31%
净利润	10878	10065	9522	10600	14188	12143	20.65%	20942	26331	25.73%
净利率	58.85%	50.86%	52.49%	51.46%	59.81%	52.36%	17.18%	54.72%	56.13%	1.41%
少数股东损益	20	5	0	(9)	0	0	33.24%	25	0	-100.00%
净利润增速	41.24%	41.22%	40.79%	38.67%	30.43%	20.65%		20917	26331	25.88%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表 2：主要产品盈利预测

单位:万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
支架系统						
收入	34090	44165	57949	72964	86287	100022
收入增长率	19.28%	29.55%	31.21%	25.91%	18.26%	15.92%
毛利率	86.75%	91.16%	93.28%	93.10%	93.36%	93.49%
1、药物洗脱支架系统	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	34090	44165	57949	70118	70118	59600
收入增长率	19.28%	29.55%	31.21%	21.00%	0.00%	-15.00%
毛利率	86.75%	91.16%	93.28%	93.00%	93.00%	92.80%
2、无载体支架	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入				2846	12935	32338
收入增长率					354.55%	150.00%
毛利率				95.50%	95.00%	94.50%
3、分叉支架	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入					3234	8084
收入增长率						150.00%
毛利率					94.5%	94.5%
封堵器	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	536	4235	5419	6936	9017	11722
收入增长率		689.99%	27.96%	28.00%	30.00%	30.00%
毛利率	93.55%	86.07%	90.96%	91.00%	91.00%	91.00%
代理及经销产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	3692	6360	8027	10515	13670	17087
收入增长率	1601.33%	72.25%	26.20%	31.00%	30.00%	25.00%
毛利率	16.22%	27.02%	33.12%	32.50%	32.50%	32.50%
心脏瓣膜	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入			2298	3033	3943	5047
收入增长率				32.00%	30.00%	28.00%
毛利率				60.90%	65.74%	69.96%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

表 3: 预测利润表

单位: 百万	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	565.20	770.10	1011.41	1233.03	1473.80
增长率(%)	43.50	36.25	31.34	21.91	19.53
营业成本	103.25	131.53	181.76	217.96	253.45
毛利率(%)	35.25	36.63	38.20	40.61	41.61
营业税金及附加	1.18	2.18	2.02	2.47	2.95
资产减值准备	(0.42)	2.65	2.02	2.47	2.95
销售费用	82.43	114.34	148.68	182.49	221.07
管理费用	57.65	72.97	94.06	112.21	132.64
财务费用	(6.11)	(22.72)	(17.19)	(12.33)	(7.37)
公允价值变动净收益	0.00	19.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(5.14)	546.71	797.28	1138.98
营业利润	327.48	469.35	605.53	735.74	879.51
增长率(%)	63.32	43.32	29.02	21.50	19.54
期间费用率(%)	23.70	21.37	22.30	22.90	23.50
加: 营业外收入	4.25	4.81	4.05	4.93	5.90
减: 营业外支出	0.31	1.51	0.51	0.62	0.74
利润总额	331.42	472.65	609.07	740.06	884.66
增长率(%)	64.31	42.61	28.86	21.51	19.54
减: 所得税	39.07	62.01	73.09	88.81	106.16
实际税负比率(%)	11.79	13.12	12.00	12.00	12.00
净利润	292.36	410.64	535.99	651.25	778.50
增长率(%)	45.33	40.46	30.52	21.51	19.54
减: 少数股东损益	0.15	0.16	0.27	0.33	0.39
属于母公司的净利润	292.21	410.48	535.72	650.93	778.11
同比增长	45.11	40.47	30.51	21.51	19.54
每股收益(元)	0.36	0.51	0.66	0.80	0.96
市盈率(倍)	52.49	37.37	28.63	23.56	19.71

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			