

# 乐普医疗 (300003): 收入增速放缓，海外增长是亮点

行业分类: 医疗器械

2012. 02. 29

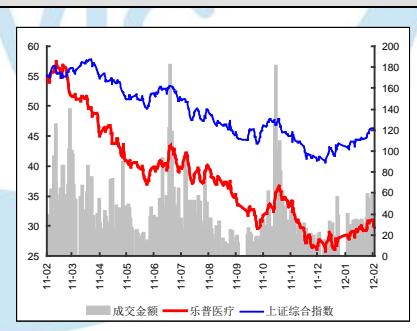
研究员: 张绍坤  
 (执业证书编号: S0640511010008)  
 联系人: 习志学, 沈文文  
 电话: 0755-83520492、83688575  
 Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	17.00
当前股价	14.61
投资评级	买入

## 基础数据

上证指数	2428.49
总股本 (亿)	8.12
流通 A 股 (亿)	2.81
流通 A 股市值 (亿)	41.11
总市值 (亿)	118.63
ROE	21.81%
资产负债率	4.15%
动态市盈率	21.49
动态市净率	5.07

## 近一年股价表现



## 事件回顾:

2011 年的年报显示, 公司年度营业收入为 91,984.62 万元, 同比增长 19.44%; 营业利润 53,742.11 万元, 同比增长 14.50%; 归属于母公司所有者的净利润 47,315.77 万元, 同比增长 15.27%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 46,839.24 万元, 同比增长 14.96%。

## 投资要点:

- ◆ 收入增速放缓。公司 2011 年营业收入和净利润的增速低于此前市场的预期, 主要是由于: 第一, 报告期内国内支架市场增速放缓, 介入医疗器械产品市场竞争更趋激烈; 第二, 公司新一代无载体药物支架市场投放进度低于预期, 即使投放市场, 医药消费升级也需要一定的时间。
- ◆ 加大创新研发力度。报告期内, 公司研发费用 6,620.52 万元, 销售收入占比为 7.20%, 远高于行业平均水平, 研发投入的增加也取得了预期的效果, 总计取得了产品注册证 12 项, 包括: 血管内无载体含药 (雷帕霉素) 洗脱支架系统、PTA 球囊扩张导管、一次性使用指引导管、靶向灌注导管 4 项心血管介/植入医疗器械; 心脏型脂肪酸结合蛋白试纸、心肌肌钙蛋白 I 检测试纸、超敏 C-反应蛋白检测试纸等 8 项心血管诊断试剂。有效的丰富了公司的产品线, 初步形成了“器材+试剂”的经营模式, 保证公司营业收入的稳定增长。
- ◆ 积极并购, 出口增长是亮点。2011 年 11 月, 公司在荷兰设立了子公司 Coop 公司, 通过 Coop 公司取得荷兰 Comed 公司 70% 的控股权, 通过 Comed 公司搭建出口销售网络, 布局国际市场, 实现出口销售收入的快速增长。公司产品已试销到 63 个国家和地区, 出口销售收入总额达 2502.51 万元, 同比增长 177%, 预计公司的海外收入会继续保持高速增长的趋势。

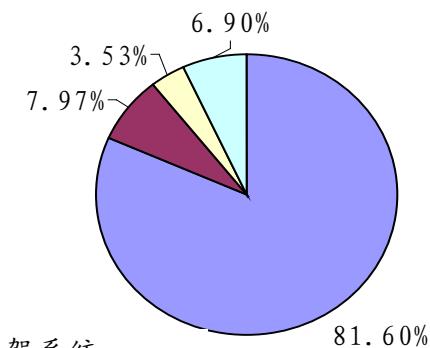
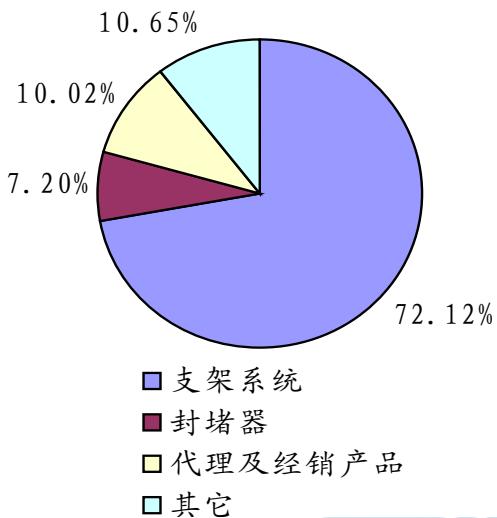
## 投资评级:

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.68 元、0.79 元、0.92 元, 对应的动态市盈率分别为 21.49 倍、18.49 倍和 15.88 倍, 考虑到公司海外销售收入增长迅速以及新产品进一步打开市场, 我们给予公司 25 倍的 PE, 目标价 17 元, 买入评级。

## 投资风险:

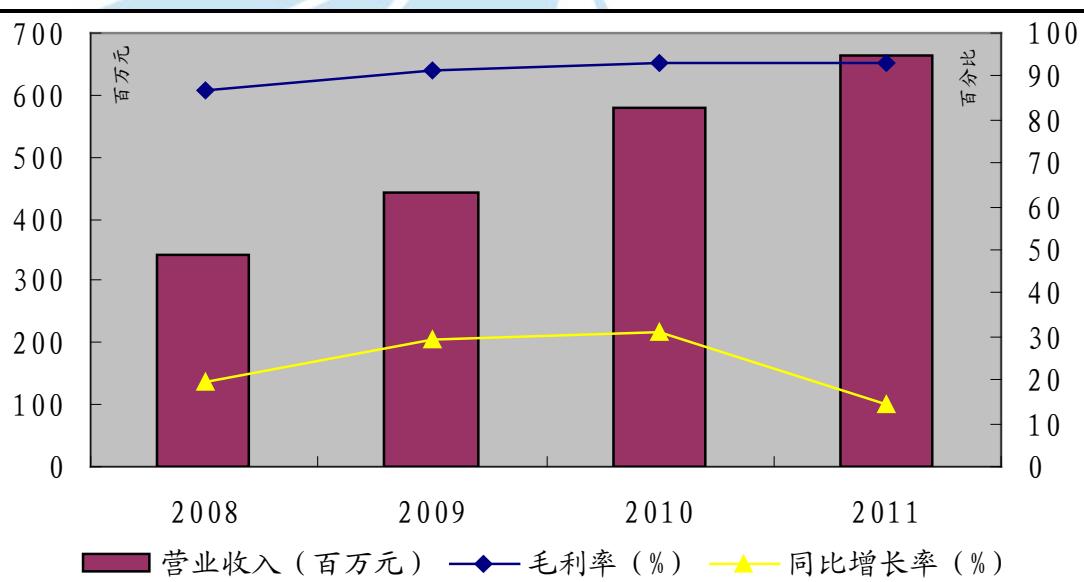
无载体药物支架市场投放进度低于预期; 海外销售低于预期

**一、公司基本面趋于稳定。** 公司的主营业务由支架系统、封堵器、代理及经销产品及其他产品构成，其中支架系统的销售收入占比最大。支架系统主要用于冠心病的介入治疗，其市场规模、增长速度与PCI手术数量一致，目前国内PCI手术惯用的支架体系为药物支架系统，公司在此领域一直扮演着细分行业领导者的角色，为了保持自身的竞争力，公司积极进行产品创新，将支架系统升级到无载体药物系统阶段，但由于招标推迟，新一代产品进入市场、实现消费替代仍需要一定的时间，因此，公司的支架系统业务的收入增速放缓，然而，医药消费升级的趋势不会改变，我们预计其仍然会保持一个良好的增长势头。对应先天性心脏病治疗市场的增长，封堵器仍然保持着比较平稳的增长速度。由于公司其它血管诊断试剂产品陆续投放市场，相关业务的收入预计会继续保持快速增长的趋势。海外销售方面，随着公司产品试销范围的扩大以及公司海外代理销售渠道的建立，海外收入有望继续保持高速增长。

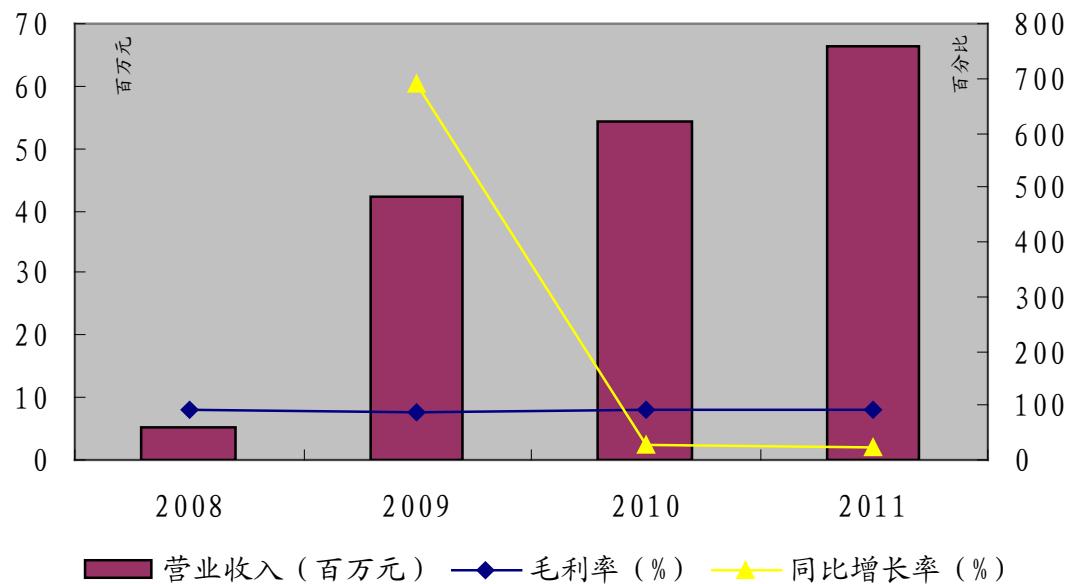
**图表 1：2011年公司营业收入构成**
**图表 2：2011年公司营业利润构成**


数据来源：wind, 中航证券研究所

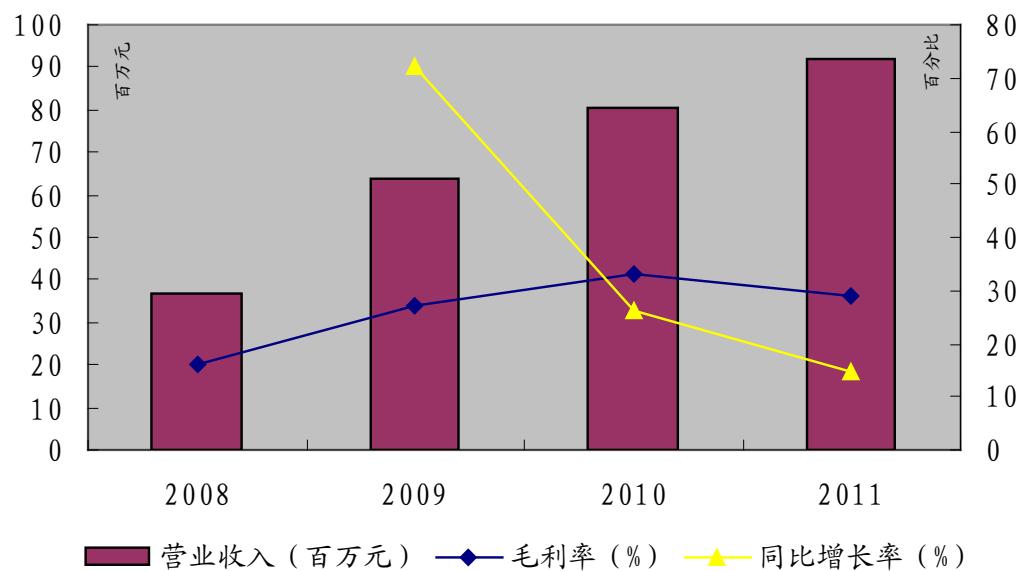
数据来源：wind, 中航证券研究所

**图表 3：公司支架系统营业收入变动情况**


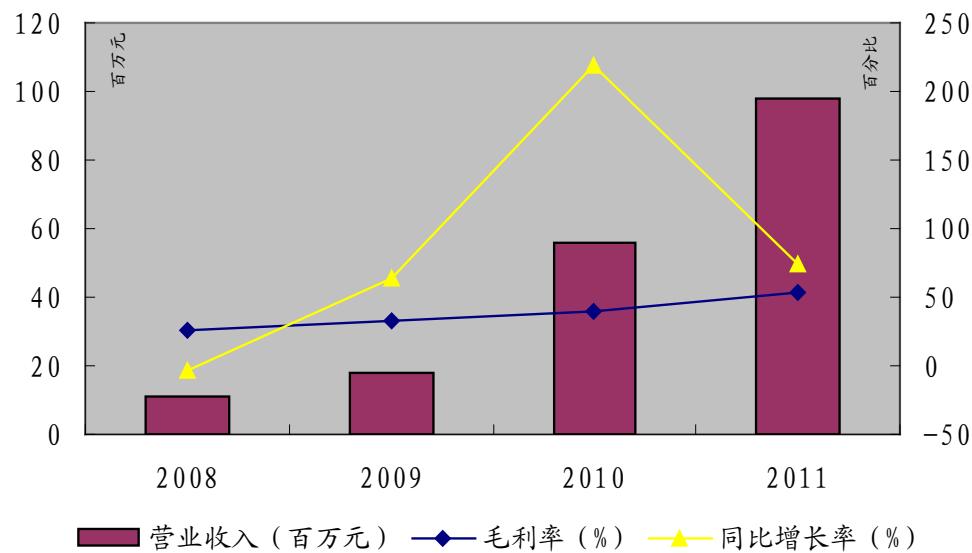
数据来源：wind, 中航证券研究所

**图表 4: 公司封堵器营业收入变动情况**


数据来源: wind, 中航证券研究所

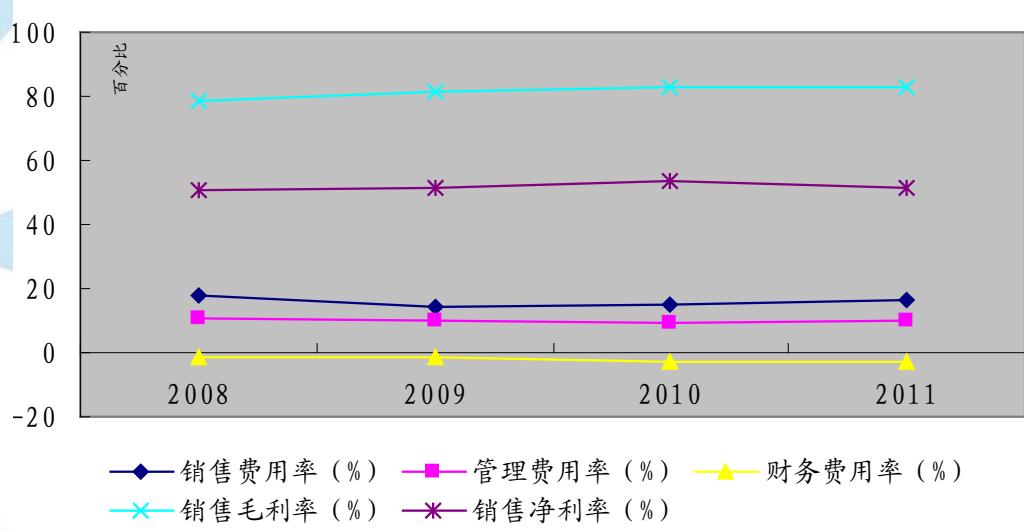
**图表 5: 公司代理及经销产品营业收入变动情况**


数据来源: wind, 中航证券研究所

**图表 6: 公司其它业务营业收入变动情况**


数据来源: wind, 中航证券研究所

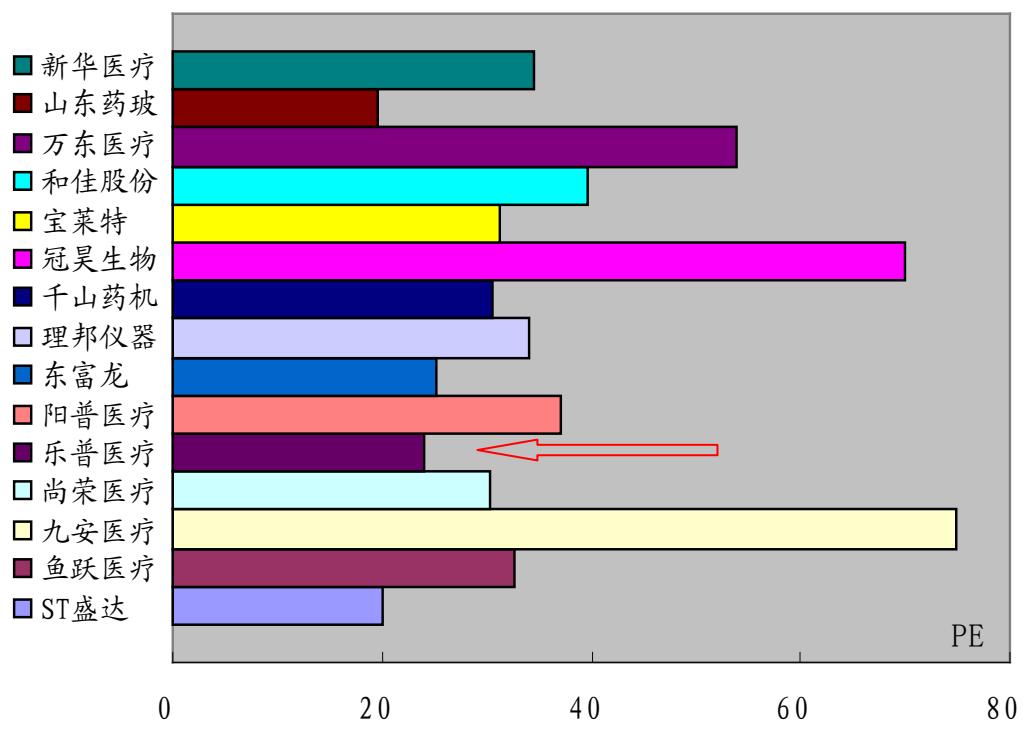
**二、费用控制合理。**报告期内,公司各项费用控制良好,同比变化不大。由于PCI手术介入治疗的器械市场属于高端医疗市场,医药消费形成品牌偏好,短期内很难改变,对后来者进入市场形成壁垒,预计公司的相关产品仍能保持较高的盈利能力。

**图表 7: 公司各项费率的年度变动情况**


数据来源: wind, 中航证券研究所

**三、估值无明显优势。**相对于医药行业整体25倍左右的PE,细分的医疗器械行业整体估值相对偏高,估值无明显优势。在整个医疗器械行业来看,乐普医疗估值相对偏低。

图表 8：用预测法测算的医疗器械行业 2011 年的估值情况



数据来源: wind, 中航证券研究所



图表 9: 公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
<b>支架系统</b>						
营业收入 (百万元)	441.65	579.49	663.42	765.92	886.55	<b>1043.03</b>
增加额 (百万元)	100.75	137.84	83.93	102.50	120.63	<b>156.48</b>
增长幅度 (%)	29.55	31.21	14.48	15.45	15.75	<b>17.65</b>
毛利率 (%)	91.16	93.28	93.38	93.05	92.55	<b>91.86</b>
<b>封堵器</b>						
营业收入 (百万元)	42.35	54.19	66.24	79.59	94.04	<b>111.11</b>
增加额 (百万元)	36.99	11.84	12.05	13.35	14.45	<b>17.07</b>
增长幅度 (%)	690.11	27.96	22.24	20.15	18.15	<b>18.15</b>
毛利率 (%)	86.07	90.96	91.36	90.85	90.25	<b>89.36</b>
<b>代理及经销产品</b>						
营业收入 (百万元)	63.60	80.27	92.21	106.28	122.50	<b>141.19</b>
增加额 (百万元)	26.68	16.67	11.94	14.07	16.22	<b>18.69</b>
增长幅度 (%)	72.26	26.21	14.87	15.26	15.26	<b>15.26</b>
毛利率 (%)	27.02	33.12	29.09	28.45	28.15	<b>27.66</b>
<b>其它</b>						
营业收入 (百万元)	17.60	56.16	97.99	153.11	192.54	<b>231.53</b>
增加额 (百万元)	6.91	38.56	41.83	55.12	39.43	<b>38.99</b>
增长幅度 (%)	64.64	219.09	74.48	56.25	25.75	<b>20.25</b>
毛利率 (%)	32.46	39.4	53.42	51.75	48.26	<b>45.73</b>
<b>其他假设</b>						
销售费用/营业收入 (%)	14.58	14.85	16.15	16.35	16.75	<b>16.75</b>
管理费用/营业收入 (%)	10.20	9.48	9.77	9.75	9.75	<b>9.75</b>
税率 (%)	11.79	13.12	12.86	12.95	12.92	<b>12.93</b>

数据来源: 中航证券金融研究所, wind

图表 10: 盈利预测表

资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1672	2657	3348	4163	<b>营业收入</b>	920	1105	1296	1527
现金	1116	2176	2579	3433	营业成本	161	213	263	324
应收账款	292	153	388	258	营业税金及附加	10	8	10	12
其他应收款	27	21	35	31	营业费用	149	181	217	256
预付账款	79	95	111	131	管理费用	90	108	126	149
存货	119	172	188	256	财务费用	-27	-37	-53	-68
其他流动资产	39	41	47	54	资产减值损失	5	3	4	4
<b>非流动资产</b>	771	783	742	699	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	53	53	53	53	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	288	375	395	383	<b>营业利润</b>	537	634	734	854
无形资产	4	1	-1	-3	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	427	355	295	267	营业外支出	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	2443	3440	4091	4862	<b>利润总额</b>	543	639	739	859
<b>流动负债</b>	91	120	127	151	所得税	70	83	95	111
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	473	556	643	748
应付账款	29	47	50	69	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	62	73	77	82	归属母公司净利润	473	556	643	748
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10	EBITDA	535	630	721	831
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.68	0.79	0.92
其他非流动负债	10	10	10	10					
<b>负债合计</b>	101	130	137	161					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	812	812	812	812					
资本公积	741	1153	1153	1153					
留存收益	789	1345	1988	2736					
归属母公司股东权益	2342	3310	3953	4701					
<b>负债和股东权益</b>	2443	3440	4091	4862					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	291	648	345	783	<b>成长能力</b>				
净利润	473	556	643	748	营业收入	19.4%	20.1%	17.3%	17.9%
折旧摊销	25	33	40	44	营业利润	14.5%	18.0%	15.7%	16.4%
财务费用	-27	-37	-53	-68	归属于母公司净利润	15.3%	17.5%	15.7%	16.3%
投资损失	-5	-5	-5	-5	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-206	105	-290	68	毛利率 (%)	82.5%	80.7%	79.7%	78.8%
其他经营现金流	31	-5	9	-5	净利率 (%)	51.4%	50.3%	49.6%	49.0%
<b>投资活动现金流</b>	-168	-38	5	4	ROE(%)	20.2%	16.8%	16.3%	15.9%
资本支出	133	42	0	0	ROIC(%)	38.3%	48.4%	45.1%	56.7%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-35	4	5	4	资产负债率 (%)	4.1%	3.8%	3.4%	3.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-221	450	53	68	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	18.32	22.22	26.34	27.61
长期借款	0	0	0	0	速动比率	17.02	20.78	24.87	25.91
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	5	413	0	0	总资产周转率	0.39	0.38	0.34	0.34
其他筹资现金流	-226	37	53	68	应收账款周转率	4	5	5	5
<b>现金净增加额</b>	-98	1060	403	855	应付账款周转率	5.13	5.62	5.44	5.45
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.58	0.68	0.79	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.80	0.42	0.96
					每股净资产(最新摊薄)	2.88	4.08	4.87	5.79
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.57	21.76	18.81	16.18
					P/B	5.17	3.66	3.06	2.57
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

数据来源: 天软估值, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：[www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。