

## 参设人寿股份，战略布局商业健康保险

### ——乐普医疗（300003）事件点评

#### 核心观点：

#### 1. 事件：

12月18日，公司公告为不断优化公司的经营结构和产业布局，促进公司的良性运行和可持续发展，公司拟以自有资金3亿元人民币，参与发起设立人寿保险股份有限公司。公司拟认购人寿股份3亿股股份，占其注册注册资本的10.4895%。

人寿股份拟经营范围如下：普通型保险，包括人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险；万能型保险；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）我国医保基金收支增速持续下台阶，商业健康险成为发展趋势

近年来我国医保基金收支增速持续下台阶。根据人社部数据，从医保基金筹资口径：虽然2011年7月社保法的实施带动医保筹资增速大幅提升，但随后持续回落，2016年筹资增速已降至14.5%。从医保基金支出口径：2009年至今支出增速持续下降，2016年已降至13.4%。2017年1-10月医保筹资和支出增速的回升主要系两保合一进度加快，即新农合纳入管理。

医保控费下医院终端药品销售数据已降至历史低位，未来或难以满足持续提升的健康医疗需求，商业健康保险将发挥重要作用。以医保控费为主，叠加招标降价和医院零价差等政策落地，医院终端药品销售增速持续下降，2017年1-9月整体增速已降至4.65%，为历史低位。我们认为在医保基金以收定支的大背景下，未来支出增速难有提升空间。但随着我国进入老龄化社会，以及疾病治疗渗透率的提升，单纯的依靠医保基金已经难以满足人民对创新医疗产品和新型高端医疗服务的追求，未来商业保险将发挥更主要的作用。

## 乐普医疗(300003.SZ)

### 推荐 维持评级

#### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

实习生: 李展韬

对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2017-12-18

A股收盘价(元)	24.26
A股一年内最高价(元)	25.14
A股一年内最低价(元)	16.27
上证指数	3267.92
市盈率-TTM	49.45
总股本(万股)	178165.29
实际流通A股(万股)	141166.39
限售的流通A股(万股)	36998.90
流通A股市值(亿元)	342.47

#### 相对上证指数表现图

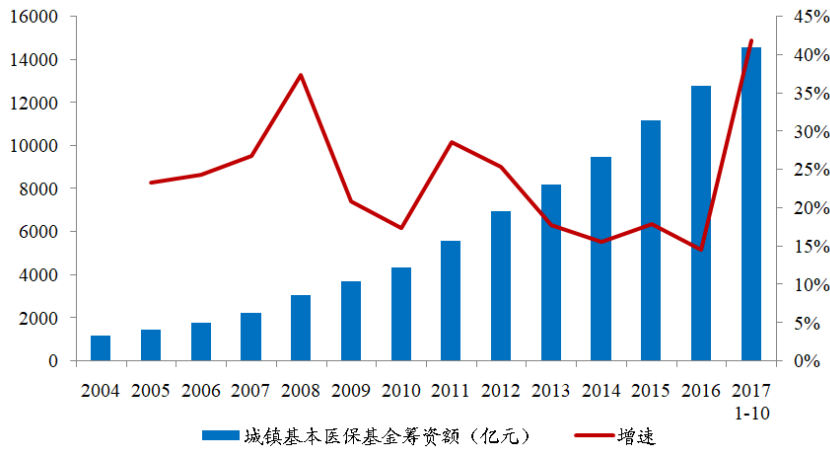


资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

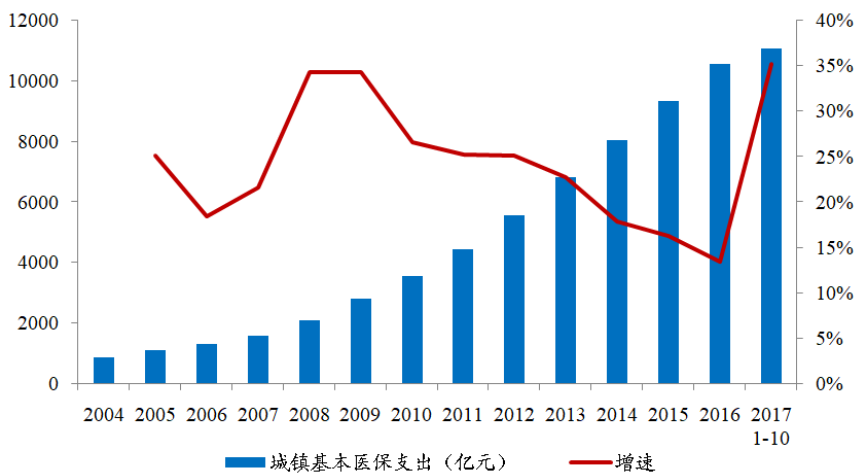
- 2017-10-26 乐普医疗三季报点评：业绩高增势头延续，里程碑式布局三代胰岛素
- 2017-9-14 乐普医疗事件点评：Absorb 停售非产品问题，坚定看好 NeoVas 光明前景
- 2017-8-29 乐普医疗半年报点评：业绩增速符合预期，继续看好逻辑不变
- 2017-04-27 乐普医疗一季报点评：业绩维持高速增长，全产业链布局成长性确定

图 1: 城镇基本医疗保险基金筹资额 (亿元) 及增速



资料来源: 人社部, 中国银河证券研究部

图 2: 城镇基本医疗保险基金支出额 (亿元) 及增速



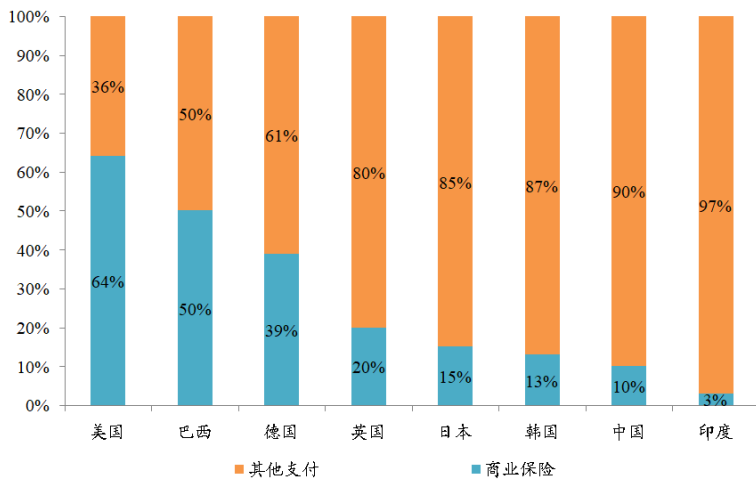
资料来源: 人社部, 中国银河证券研究部

## (二) 他山之石: 美国发达的商业健康保险可满足多元化医疗需求

从支付端考虑, 美国拥有全球最发达的商业健康保险, 造就了全球最大的药品市场, 可满足患者多元化的医疗需求。终端数据显示, 2016 年美国药品市场规模为 4500 亿美元, 约占全球总规模的 40%, 居全球首位。从支付端考虑, 主要系美国拥有全球最发达的商业健康保险: 首先, 商业健康保险在美国保险市场中处于主导地位。美国保监会数据显示, 2016 年商业健康保险总额已增长至 8268.6 亿美元, 占比总保费的 41.4%, 高于其他险种。其次, 美国商业健康保险赔款占个人支付医疗费用的比例为全球最高。2014 年美国商业健康保险赔款占个人支付的医疗费用比例为 64%, 远高于其他国家和地区, 中国仅为 10%。而且, 美国超过 60% 人口拥有商业健康保险。2013 年, 美国约有 2.01 亿人拥有健康商业保险, 占总人口比例的 64.2%, 其中 1.69 亿人由雇主支付, 3450 万人直接购

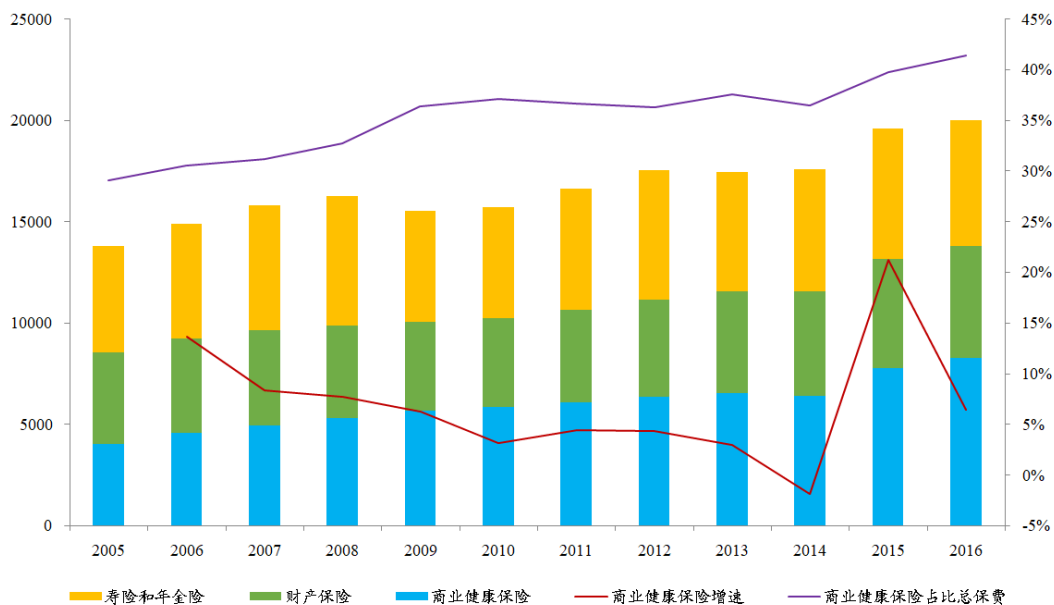
买。发达的商业健康保险使得诸多重磅新药在上市伊始即可报销，一方面可满足患者的多元化医疗需求，另一方面为美国成为全球最大药品市场奠定支付基础。

图 3: 2014 年各国商业健康险赔款占个人支付的医疗费用比例



资料来源: WHO, 中国银河证券研究部

图 4: 2005-2016 年美国商业健康保险收入 (亿美元)、增速及占比总保费情况



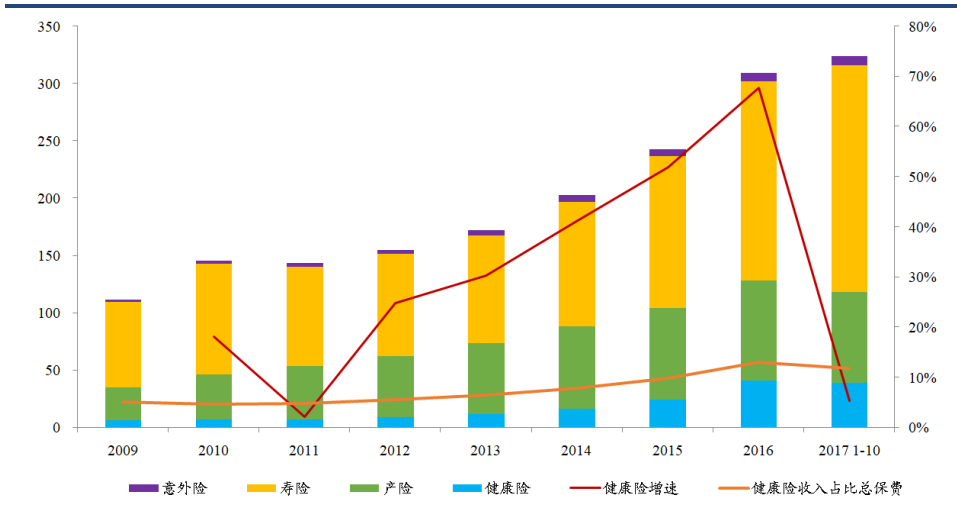
资料来源: 美国保监会 (<http://www.naic.org/>), 中国银河证券研究部

### （三）我国商业健康保险规模虽小，但发展前景广阔

目前我国商业健康保险整体规模较小，占个人支付医疗费用比例较低。虽然近年来我国健康商业保险增速较快，但整体规模仍较小：2016 年健康险规模仅 4042.5 亿元，占比总保费的 13%。2017 年 1-10 月规模为 3842 亿元，占比总保费的 11.9%。并且其支付作用不大，根据 WHO 数据，2014 年我国商业健康保险赔款占个人支付的医疗费用比例仅为 10%，远低于美国、德国等国家。

保监会修改《健康保险管理办法》将推动我国商业健康保险进入全新发展阶段。保监会在 11 月 15 日发布的《健康保险管理办法（征求意见稿）》，明确“健康保险是国家医疗保障体系的重要组成部分”，“鼓励保险公司不断丰富健康保险产品，改进健康保险服务，扩大健康保险覆盖面，并通过有效监管和市场竞争降低健康保险价格和运营成本，提升保障水平”。考虑到之前市面上大部分健康险名不副实的本质，我们认为此次保监会强调健康险的保障属性，同时鼓励保险公司不断丰富健康保险产品，有利于商业健康保险的发展。

图 5：2009 至 2017 年 1-10 月我国商业健康保险收入（亿元）、增速及占比总保费情况



资料来源：保监会，中国银河证券研究部

### （四）顺势而为参设人寿股份，新老业务有望协同发展

参设人寿股份一方面可优化公司投资结构，另一方面有助于开发符合国情的健康商业保险。我们认为公司此次战略性参与设立人寿股份是符合国家对商业健康保险政策发展规划下的顺势而为：考虑到保险牌照的稀缺性和中长期良好的投资回报率，我们认为可优化公司投资结构。同时，通过拥有董事席位，与保险公司建立长期战略股权关系，可确保双方在商业健康保险领域的深度合作，为公司带来持续稳健增长的市场需求。

参设人寿股份亦有助于加速公司产品换代与放量。根据《中国心血管病报告 2016》，目前我国心血管疾病患病总人数达 2.9 亿，心血管疾病占居民疾病死亡构成的 40% 以上，死亡率已远超肿瘤等其他疾病位居首位。公司作为布局完备的心血管大健康全产业链平台型企业，未来 2 年器械板块以 NeoVas 为首的具有里程碑式意义的新品将陆续获批上市，

药品板块新布局的三代甘精胰岛素也将于 2018 年 12 月 31 日前申报生产，医疗服务和新型医疗业态板块的布局也在持续完备。我们认为此次投资可发挥商业健康保险在创新药品、器械中的巨大支付作用，加速公司产品和服务的更新换代与放量。

### 3. 投资建议

作为心血管大健康全生态平台型企业，我们认为公司的心血管器械产品线齐全，未来里程碑式新品陆续获批，有望加速进口替代过程，实现业绩跨越式增长。公司药品板块在抗凝、降压、降脂和降糖领域的布局已基本完备，且销售团队真正掌控基层医疗机构和药店终端，未来有望凭借创新推广方式量价齐升。同时公司在医疗服务和新型医疗领域的布局亦将加速销售渠道下沉，促进各细分业务协同发展。战略性投资参股人寿股份不仅可优化公司投资结构，发展商业健康保险，同时有助于公司创新药械产品和医疗服务业务的换代与放量。我们认为公司业绩将维持高增长态势，预计 2017-2019 年归母净利润为 9.17/13.17/17.37 亿元，EPS 为 0.51/0.74/0.97 元，对应 PE 为 47/33/25 倍。维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

审批风险，短期内现金流收入风险，潜在现金流支出风险

附表 1. 主要财务指标

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1668.64	2768.72	3467.75	4501.36	6247.04	8123.20
营业收入增长率	28.03%	65.93%	25.25%	29.81%	38.78%	30.03%
净利润(百万元)	423.19	520.89	679.26	916.81	1317.14	1736.91
净利润增长率	17.02%	23.09%	30.40%	34.97%	43.67%	31.87%
EPS(元)	0.24	0.29	0.38	0.51	0.74	0.97
P/E	102.14	82.98	63.63	47.15	32.82	24.88
P/B	13.75	8.99	7.81	6.90	5.91	4.97
EV/EBITDA	32.85	23.94	38.58	27.64	20.64	16.30

资料来源：中国银河证券研究部

**附表 2: 公司财务报表 (百万元)**

报表预测 (百万元)						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1668.64	2768.72	3467.75	4501.36	6247.04	8123.20
减: 营业成本	608.28	1236.94	1354.14	1755.53	2405.11	3127.43
营业税金及附加	20.74	30.72	48.62	63.12	87.59	113.90
营业费用	341.34	432.17	638.06	829.37	1170.57	1526.85
管理费用	180.39	347.34	476.54	603.18	830.86	1080.39
财务费用	-10.52	29.49	57.42	60.58	37.77	9.20
资产减值损失	13.14	16.83	26.54	28.00	37.00	46.00
加: 投资收益	1.59	8.81	-2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	516.86	684.04	864.21	1161.58	1678.14	2219.43
加: 其他非经营损益	19.77	16.90	26.75	24.12	25.32	26.92
利润总额	536.64	700.94	890.96	1185.70	1703.46	2246.35
减: 所得税	84.40	104.95	144.25	177.86	255.52	336.95
净利润	452.24	595.99	746.71	1007.85	1447.94	1909.40
减: 少数股东损益	29.04	75.10	67.45	91.04	130.80	172.48
归属母公司股东净利润	423.19	520.89	679.26	916.81	1317.14	1736.91
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	449.69	1690.58	1699.40	2050.91	2703.07	3736.82
应收和预付款项	958.72	1414.06	1481.55	2243.18	2888.28	3742.86
存货	249.70	518.56	574.16	696.75	1044.42	1219.67
其他流动资产	0.04	17.80	173.10	173.10	173.10	173.10
长期股权投资	160.06	268.63	560.40	560.40	560.40	560.40
投资性房地产	17.20	66.89	100.91	89.08	77.25	65.42
固定资产和在建工程	727.51	1005.40	1164.35	955.45	737.55	510.65
无形资产和开发支出	934.07	2404.46	2782.74	2696.32	2609.89	2523.47
其他非流动资产	254.73	140.30	708.00	689.80	677.46	696.36
资产总计	3751.71	7526.68	9244.61	10154.99	11471.41	13228.74
短期借款	235.00	600.43	649.66	400.01	200.01	0.00
应付和预收款项	224.12	764.91	621.88	887.49	1145.99	1439.99
长期借款	0.00	310.00	1323.75	1323.75	1323.75	1323.75
其他负债	0.00	512.73	636.00	709.60	789.60	899.60
负债合计	459.12	2188.07	3231.28	3320.85	3459.34	3663.34
股本	812.00	871.79	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
资本公积	752.77	1951.39	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40
留存收益	1577.80	1983.72	2608.35	3338.13	4385.25	5766.10
归属母公司股东权益	3142.56	4806.90	5534.40	6264.18	7311.31	8692.15
少数股东权益	150.03	531.71	478.93	569.97	700.76	873.24

股东权益合计	3292.59	5338.61	6013.32	6834.14	8012.07	9565.40
负债和股东权益合计	3751.71	7526.68	9244.61	10154.99	11471.41	13228.74
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
经营性现金净流量	348.75	430.16	688.70	840.58	1147.12	1585.73
投资性现金净流量	-688.65	-1216.46	-1438.73	9.68	13.52	12.98
筹资性现金净流量	129.90	2103.11	777.93	-498.76	-508.49	-564.96
现金流量净额	-210.99	1319.13	30.38	351.51	652.16	1033.75

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，医药行业分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn