



金元证券股份有限公司  
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健 - 医疗器械  
Healthcare - Medical Devices

2010 年 2 月 1 日

市场数据	2010 年 2 月 1 日
当前价格 (元)	41.8
52 周价格区间 (元)	39.44~86.00
总市值 (百万)	16970.80
流通市值 (百万)	1713.80
总股本 (万股)	40600
流通股 (万股)	3280
日均成交额 (百万)	142
近一月换手 (%)	98.16
Beta (2 年)	0.00
第一大股东	中国船舶重工集团公司 第七二五研究所
公司网址	www.lepumedical.com

收益率比较



魏芳 胡骥 (协助)  
+86 755 83025665  
huji@jyzq.cn

## 乐普医疗 (300003)

——介入手术器械进口替代的先锋，业绩保持快速增长

评级: 增持

目标价: 51.00 元

赢利预测	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入 (万元)	39,387	56,519	77,771	105,224
主营收入增长率%	31.7%	43.5%	37.6%	35.3%
净利润 (万元)	20,136	29,131	38,448	520,201
净利润增长率%	34.5%	44.7%	32.0%	35.30%
每股收益 (元)	0.55	0.78	1.02	1.39
PE	76	54	41	30

资料来源: 金元证券研究所

- **业绩有惊喜:** 公司发布业绩快报, 09 年公司实现营业收入 56,519.74 亿元, 较上年增长 43.5%; 实现净利润 2.91 亿元, 较上年增长 44.67%; 每股收益 0.78 元, 同比增 41.82%, 高于一致预期。
- **聚焦高成长细分行业:** 公司业务聚焦于正处于高速成长期心血管介入医疗市场, 作为细分行业内的领军企业, 将极大地受益于行业成长。冠状动脉介入 (PCI) 手术未来 5 年将保持 30% 的增长速度, 先心封堵器将保持 20% 的增长速度。
- **立足核心业务, 培育未来增长点:** 公司核心产品洗脱支架系统构筑了较强的竞争优势, 具有广阔的市场空间, 是公司最近和未来几年盈利的主要来源。先心封堵器产品销售规模不断扩大成为公司重要的盈利增长点。另外公司正在致力于鞘管、导丝等冠心病介入治疗辅助器械的国产化, 并开始介入电生理导管等市场。
- **盈利能力强:** 公司 2009 年毛利超过 80%, 净利润率达到了 51.54%。在主要产品价格下调背景下, 公司通过提高国产化率等手段积极挖掘内部潜力, 提高毛利水平, 2009 单位销售成本较 2008 年继续降低, 使得公司净利润率在原来较高的基础上进一步提高。
- **核心竞争力:** 研发能力强, 坚持“生产一代、注册一代、研制一代、预研一代”的整体布局; 营销网络稳定, 全国覆盖范围广。公司立足国内广阔的市场空间, 凭借自身强大的研发营销能力, 紧跟国际成熟应用的先进水平, 快速推出有竞争力的产品进行进口替代, 即保证了较大的盈利空间, 同时产品推出风险较小。
- **估值与评级**  
公司最近四年业绩复合增长率达 46.3%。公司处于高速成长行业, 具备核心竞争优势。我们给予公司目标价 51 元, 对应 10、11 年市盈率 50 倍 (行业平均 48 倍)、37 倍。我们认为公司是目前 A 股市场上医疗器械行业估值最具吸引力的投资品种之一。
- **股价表现催化剂**  
研制开发的第二代药物洗脱支架 (无载体药物支架) 注册通过上市; 开拓国际市场, 产品获得 CE 等市场准入证; 现金充沛, 收购相关公司或代理相关业务获得外延式增长。

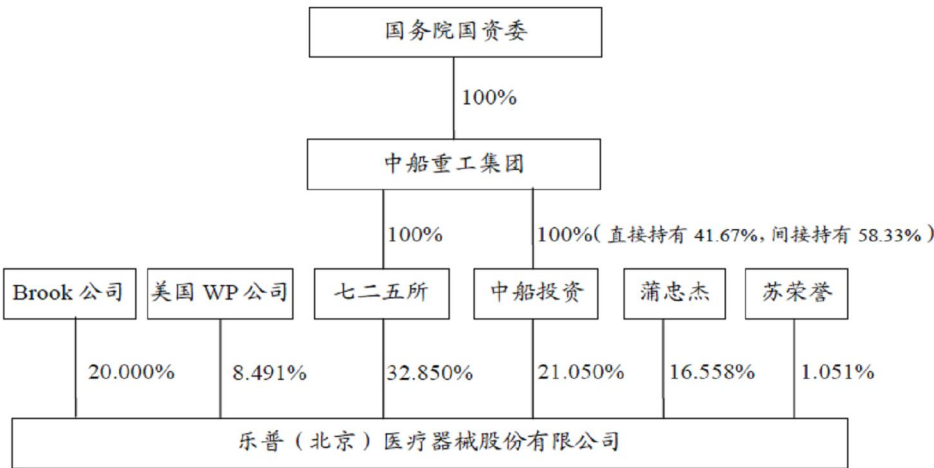
主营业务构成

公司成立于 1999 年，目前主要从事冠状动脉介入和先心病介入医疗器械的研发、生产和销售，是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少数企业之一。公司主要产品包括血管内药物(雷帕霉素)洗脱支架系统、PTCA 球囊扩张导管、先心病封堵器、导丝及其他介入产品等。

2008 年，公司完成全资收购天地和协（导管、导丝、鞘管等配套器械或介入配件）、上海形状（先心介入封堵器）和上海形记，并增资北京卫金帆（血管造影机），为完善公司介入医疗产品配套能力、丰富公司产品结构、增强公司市场综合竞争力提供了更多支持。

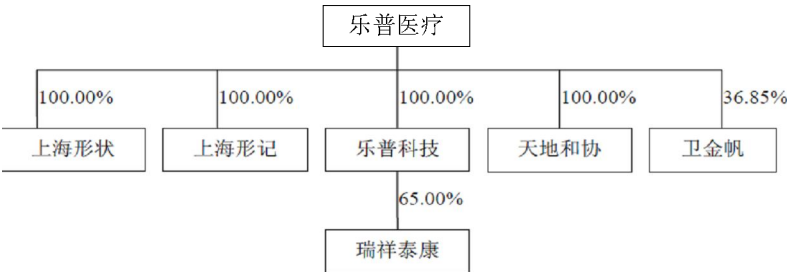
目前公司正在开展纳米微孔无载体药物支架和分叉药物支架等新一代血管支架产品的研发和产品注册工作。

图 1 公司股权结构



资料来源：招股说明书

图 2 公司主要控股公司



资料来源：招股说明书

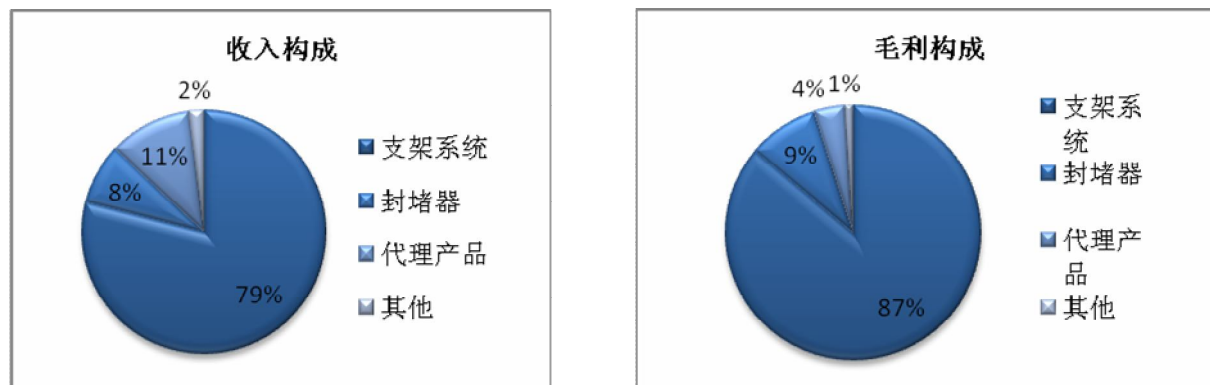
表 1 公司主营业务

运营主体	主营业务
乐普医疗	血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统、PTCA 球囊扩张导管、支架输送系统

上海形状、上海形记	动脉导管未闭（PDA）封堵器、房间隔缺损（ASD）封堵器、室间隔缺损（VSD）封堵器、输送装置及圈套器等
天地和协	中心静脉导管、鞘管、导丝等介入医疗和麻醉监护等
乐普科技	乐普医疗核心产品以外相关经营活动的对外投资主体
瑞祥泰康、卫金帆	血管造影机、体外循环导管

资料来源：招股说明书，金元证券研究所

图 3 公司收入及利润结构



资料来源：招股说明书，金元证券研究所

表 2 公司主营业务毛利率（%）

主要产品	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009年1-6 月
支架系统	71.97	75.86	86.75	90.19
封堵器			93.55	89.72
代理产品		25.70	16.22	25.81
其他产品	55.48	67.48	25.91	30.15
综合毛利率	<b>70.95</b>	<b>75.18</b>	<b>78.58</b>	<b>81.70</b>

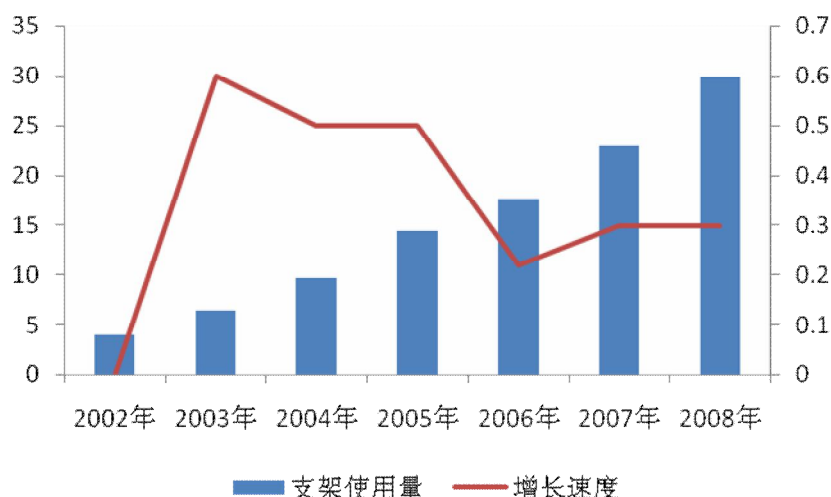
资料来源：招股说明书，金元证券研究所

### 公司立足核心业务，积极培育新的利润增长点

#### 1、洗脱支架系统是公司的支柱业务

由于心血管患者（尤其是冠心病患者）的急剧增加，以及革命性心血管治疗技术（介入治疗技术）的迅速推广和普及，血管内支架市场成为当前医药行业发展最为迅猛的市场之一。从 2004-2008 年复合增速超过 40%，预计在未来较长一段时间仍然将保持 30% 的增长速度。

图 4 国内支架使用量及增长速度（单位：万支）

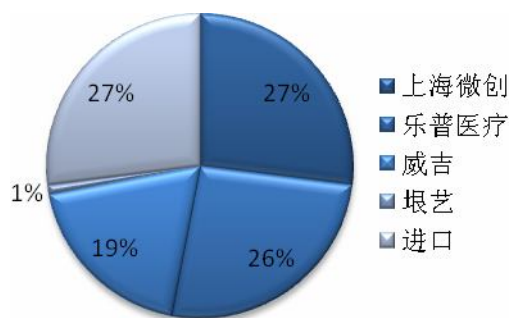


资料来源：招股说明书，金元证券研究所

公司药物洗脱支架产品的国外竞争对手主要为强生公司、波士顿公司和美敦力公司，它们代表了当今世界上支架产品发展的主流方向，占据了较大的国际市场份额。公司的国内竞争对手主要为微创医疗、山东吉威和大连垠艺。微创医疗是国内第一家获得药物支架系统生产技术的公司，产品投放市场时间早，具有较强的市场知名度；山东吉威则是国内药物支架企业中的后起之秀，大连垠艺也开始进入该市场。

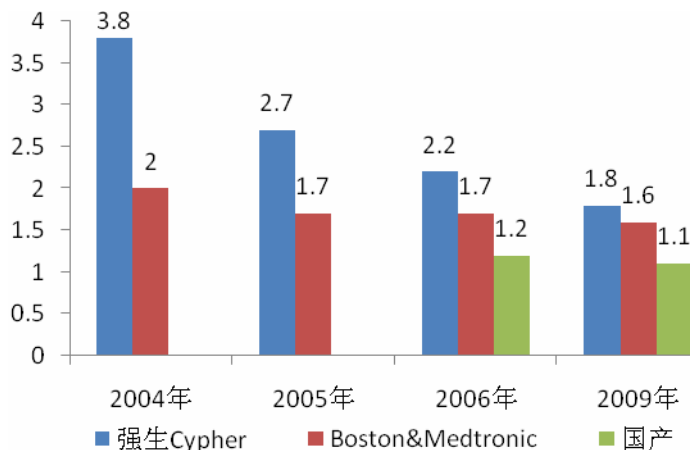
国外企业曾经是国内药物支架市场的绝对垄断者，一度牢牢占据市场主导地位。随着国内企业在药物支架技术上的陆续突破，国内企业相继推出具有自主知识产权的药物支架产品并逐步进入规模化生产阶段，凭借价格上绝对优势获得了 73% 的市场。乐普医疗以 25.8% 的市场份额排在第二位，其增长速度超过市场份额略高的上海微创。

图 5 国内主要厂家洗脱支架系统的市场份额



资料来源：招股说明书，金元证券研究所

图 6 洗脱支架系统国产、进口价格对比（单位：万元）



资料来源：招股说明书，金元证券研究所

表 3 公司支架系统市场份额

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
乐普医疗	<3%	18.2%	25.5%	25.8%

资料来源：招股说明书，金元证券研究所

2008 年公司的血管内支架系统合计销售 5.44 万套，营业收入 34090.4 万元，占公司营业收入的 96.55%，贡献毛利约 2.96 亿元，占公司毛利总额的 95.55%，是最主要的业务，其运营状况对公司业绩有决定性影响。从 2005 年到 2007 年，公司洗脱支架系统市场份额迅速增长。2007 年公司市场稳定在 25% 到 26% 之间，并有进一步增长的空间。

2007 年，公司自主批量生产球囊导管的投产工作获得成功，具备了为冠脉支架系统所配套球囊导管的规模化生产能力，使公司成为国内为数极少的具备自主技术批量生产加工 PTCA 球囊扩张导管的企业，改变了公司过去依靠 OEM 为支架系统提供配套输送系统的窘境。自 2008 年第二季度开始，公司逐步采用自主生产的球囊导管替代进口，使球囊导管的的生产成本显著降低，支架系统的毛利率则由 2007 年的 75.86% 提升到 2008 年的 86.75%，到 2009 年中期为 90.19%。

2010 年，公司通过自产化替代进口来降低成本尚有一定空间，但对毛利的影响将减弱，难以抵消每年 5% 到 10% 的正常降价。

公司研制开发的第二代药物洗脱支架——无载体药物支架已提交注册，相比第一代药物支架具有更好的安全性，预计终端零售价格将高于第一代药物支架，从而抵消第一代产品价格逐步下降的影响，在未来三年公司洗脱支架系统整体毛利将稳定在 90% 的水平。

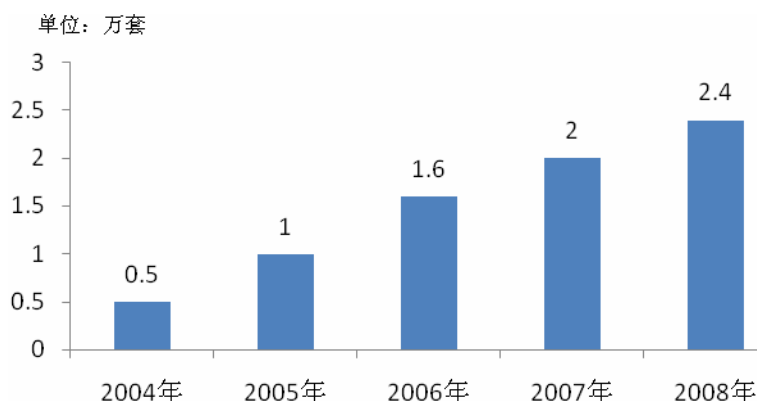
## 2、先心封堵器业务成为公司新的利润增长点

先天性心脏病（CHD，简称先心病）是胚胎期心脏血管发育异常而造成的一组出生缺陷病。它是人类发生率最高的一组出生缺陷，已经成为我国首位出生缺陷性疾病。据卫生部心血管病防治研究中心、中国医学科学院阜外心血管病医院胡胜寿教授在《正值 HYBIRD 技术时代》一文中估计，目前我国每年新出生的先天性心脏病患儿高达 13 万~15 万左右。先天性心脏病（先心病）是人类发生率最高的一组出生缺陷，已经成为我国首位出生缺陷性疾病。

先心病介入治疗大致分为两大类：一类用球囊扩张的方法解除血管及瓣膜的狭窄，另一类利用各种封堵器堵闭不应有的缺损。全球首个先心封堵器由美国 AGA 公司于上世纪 90 年代末研制成功，目前为止，全球范围内进入封堵器研制、生产、销售的公司并不多，市场仍处于培育阶段。预计国内未来几年封堵器的市场将保持 20% 的速度增长。



图 7 封堵器国内市场容量



资料来源：招股说明书，金元证券研究所

表 4 上海形状先心封堵器的市场份额

	2007年	2008 年	2009 年（1-6 月）
上海形状	<25%	25%	30%

资料来源：招股说明书，金元证券研究所

2003~2008 年间，上海形状及上海形记所处的先心病治疗器械细分市场容量保持了良好的增长速度，因而企业销售收入和盈利也达到较高的增长速度，2006 年至 2008 年销售收入平均增长率为 25%，2009 年 1-6 月销售收入较去年同期增长率为 64%，销售收入显著提高的原因在于，2008 年末乐普医疗完成对上海形状的收购，扩充了销售队伍和代理商渠道，提高了上海形状的市场影响力。2008 年和 2009 年 1-6 月上海形状的销售毛利率分别为 82.39% 和 85.3%。

目前，进口产品只有美国 AGA 医药有限公司。国内企业拥有所有相关产品注册证的只有先健科技（深圳）有限公司、北京华医圣杰科技有限公司、上海形状记忆合金材料有限公司三家，这三家公司基本占据了中国市场的 90%，相对垄断的局面。截止 2009 年 6 月上海形状销量约占国内市场份额的 30%，位居市场第二位，与北京华医圣杰的差距逐渐在缩小。

预计上海形状封堵器的市场份额有望进一步提高，占公司营收和利润的比重也将进一步提高。

### 3、介入治疗辅助器械和相关产品是公司未来重点培育的业务

公司目前该业务贡献利润很小，但市场空间较大。随着募集资金项目的投入，公司将重点培育子公司天地和协生产的冠心病介入治疗辅助器

械，包括介入导管（造影导管、PTCA 球囊扩张导管、药物中心静脉导管等）和介入导丝及鞘管等产品。

#### 4、代理和经销产品对盈利贡献较小，更重要的意义在于扩大公司营销影响力并为公司涉足相关业务做铺垫

公司从 2007 年起通过代理经销美国 EV3 公司颈动脉支架和保护伞系列外周介入产品、美国 LightLab 公司光学相干断层成像（OCT）系统、瑞士 Acrostak 公司耐高压球囊等产品，实现向相近的其他心血管介入医疗器械及诊疗设备领域渗透，是多家公司产品的中国境内总经销商。

公司医疗器械产品代理业务可以带动公司自有介入产品收入和利润增长外，也能贡献一部分利润。

2008 年和 2009 年 1-6 月，代理经销产品销售收入占当期营业收入的比例分别为 9.38%、11.12%，代理经销产品收入所占比重逐年有所上升。目前公司现金充足，为充分发掘公司营销网络的商业价值并为自身涉足相关业务做铺垫。公司可能会积极开拓公司业务相关产品经销业务。

#### 5、出口业务 2011 年有望对公司带来实质性贡献

2009 年，公司成立国际贸易部，实施公司产品的对外出口战略。由于医疗器械出口必须得到相关国家不同程度的准入许可，对公司业绩产生实质性的贡献可能需要两到三年的时间。

根据迈瑞等国内优势企业开拓国际市场的经验，预计到 2011 年随着公司产品 CE 注册的取得和一些国家的准入许可得到批准，公司相关产品出口可实现快速增长。预计出口产品平均毛利水平为 30%左右，但销售费用率会低于国内市场。

### 公司核心竞争力分析

#### 1. 高盈利、低风险的产品战略

公司立足于国内强劲增长的市场需求，凭借强大的研发能力和稳定的营销网络，紧跟临床需求，紧跟国际较成熟应用的先进水平，快速推出有竞争力的产品进行进口替代，即保证了较大的盈利空间和相对的技术优势，同时产品推出风险较小。

#### 2. “生产一代、注册一代、研制一代、预研一代”研发平台

公司坚持“生产一代、注册一代、研制一代、预研一代”的整体研发布局。这一研发布局非常适合高端医疗器械行业更新换代频繁的特点，也为公司技术实力的积累奠定基础。

公司十年来已经建立依托多项与介入医疗器械开发紧密相关的专有平

台：医用精密导管制造技术平台、支架设计技术平台、支架制造技术平台、医疗器械表面涂膜技术平台、医疗器械表面微孔制造技术平台、形状记忆合金制造技术平台和医疗器械检验技术平台。这些技术平台为公司今后产品的开发与创新提供了基础和保障，是公司的核心竞争优势。在技术创新和产品开发的同时，积极构建公司知识产权体系，现拥有和正在申请中的专利 78 项，国外专利 4 项，为公司今后的创新和发展提供了知识产权的保障和防御竞争的壁垒。

### 3. 销售网络稳定

公司于药物支架产品上市之初即组建了营销中心，营销中心下设南、北销售区、市场部三大部门，目前营销中心已有 108 名销售员工。公司先后在北京、上海、广州、重庆、杭州、西安、沈阳、乌鲁木齐等地设立了联络处，初步建立了遍布全国 28 个省市的营销网络，已经与 150 多家经销商建立了长期稳定的合作关系，授权医院 800 余家，约占全国开展冠状动脉介入手术的医院的 85% 左右，营销网络和营销队伍在同行业中具有优势。

公司在大力建设营销网络能力和品牌知名度的同时，也积极深度挖掘其营销网络的价值，依托已有的营销网络与国外企业合作经营推广与公司产品不构成竞争的相关产品，并取得良好的经济和市场效果，为公司进一步吸引与国外企业的战略合作、促进企业的进一步成长提供了竞争优势。

## 盈利预测及投资评级

表 5 盈利预测

盈利预测	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（万元）	39,387	56,519	77,771	105,224
主营收入增长率%	31.7%	43.5%	37.6%	35.3%
毛利率%	78.58%	81.82%	80.20%	80.50%
销售费用率%	17.89%	14.23%	14.20	14.50
管理费用率%	10.36%	10.87%	10.50	10.50
销售费用	7,047	8,043	11,821	15,257
管理费用	4,081	6,144	8,166	11,049
财务费用	-446	-500	0	0
净利润（万元）	20,136	29,131	38,448	520,201
净利润增长率%	34.5%	44.7%	32.0%	35.30%
每股收益（元）	0.55	0.78	1.02	1.39
PE	76	54	41	30

资料来源：Wind，金元证券研究所

公司最近四年业绩复合增长率达 46.3%。我们预计公司在未来三年的复合增长速度为 36%。公司处于高速成长行业，具备较高的进入壁垒，公司具有相对的竞争优势，整体毛利和净利率分别高达 80% 和 51%。另外



公司现金充足，如果开拓新的相关业务或国际市场顺利，存在业绩远超预期的机会。

我们给予公司目标价 51 元，对应 10、11 年 PE 为 50 倍（医疗器械行业目前整体平均市盈率为 48 倍，过去三年行业平均市盈率为 48 倍）、37 倍。我们认为公司是目前 A 股市场医疗器械行业上市公司中估值最具吸引力的投资品种之一。

### 风险因素分析

公司经营主要风险为产品大幅降价风险，公司业务相对单一，盈利依赖于洗脱支架系统。如果该产品市场价格大幅下降，公司业绩难以支撑上述估值。带来产品价格下降的主要因素有：

1. 目前洗脱支架系统国内厂家有四家，国外三家。因为目前产品毛利较高，如果竞争对手快速扩张或新进入竞争者使得市场竞争加剧，产品价格下跌可能超出正常水平。
2. 医院改革方案试点可能触发医院采购的神经，降低终端采购价格，带来公司产品出厂价格相应大幅下调。
3. 如果新一代产品快速替代，现有产品价格可能快速下降。

**金元证券股票投资评级标准：****增持：**股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上；**中性：**股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%；**减持：**股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.