

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

乐普医疗(300003.SZ)

2011年实现三个突破

投资要点

● **营销策略优化促进业绩增长。**2010年公司进一步优化营销策略，加大主导产品从一线城市向二、三线城市的辐射，同时，对新收购公司进行营销整合，取得了满意的效果。营业收入、净利润同比分别增长36.26%、40.27%，每股收益0.51元。从各业务板块看，支架业务、封堵器业务、其他项业务收入同比分别增长31%、28%、219%，收入规模扩大推升公司综合毛利率3.15个百分点。

● **传统支架业务增长仍将保持，新产品稳步推进。**公司近期增长仍然要依靠有载体药物支架，预计未来2-3年可以保持30%左右的增速。同时，公司自主研发的无载体药物支架(Nano)已经获得生产注册证书，此外，还有多个项目处于注册申报和临床阶段。

● **2011年实现三个突破。**公司积极推进国际化战略，2010年已小有成绩，取得了1000万元的销售收入，2011年至少有2倍以上的增长；耗材业务方面公司已形成生产能力，将改变长期以来国内市场依赖国外耗材的局面；此外，公司先后收购的卫金帆、思达医用以及秦明医学等公司，经过营销整合，2011年将进入收获期。

● **给予“谨慎推荐”评级。**我们预计公司2010、2011、2012年实现净利润5.38亿元、7.02亿元、8.93亿元，同比增长31%、30%、27%，每股收益0.66元、0.86元、1.10元。给予2011年45倍PE估值，合理估值29.7元。公司短期估值较贵，静待调整买入。

医药生物

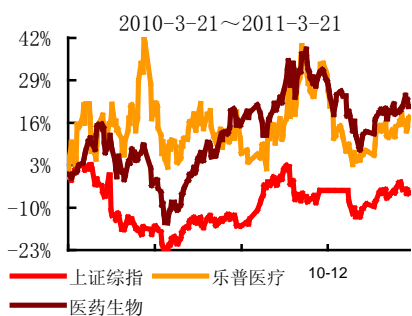
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	29.7

市场数据

市价(元)	27.20
上市的流通股(亿股)	2.81
总股本(亿股)	8.12
52周股价最高最低(元)	23.8-62.9
上证指数/深证成指	2906.89/12721.99
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

《毛利提升 结构优化》	2010-07-29
《毛利提升 结构优化》	2010-07-28

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	770	1036	1383	1784
增长率(%)	36	35	33	29
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	410.48	538.61	702.25	892.59
增长率(%)	40	31	30	27
毛利率(%)	83	82	80	79
净资产收益率(%)	20	21	21	21
EPS(元)	0.51	0.66	0.86	1.10
P/E(倍)	53.81	41.01	31.45	24.74
P/B(倍)	10.69	8.48	6.68	5.26

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、营销策略优化促进业绩增长	3
（一）各业务板块都取得了好成绩	3
（二）营销策略与时俱进，效果显著	3
二、传统支架业务增长仍将保持，新产品稳步推进	4
三、研发实力强，后续产品丰富	4
四、外延式并购有序推进，初步形成心脏介/植入高端产品产业链.....	4
五、2011 年实现三个突破	5
（一）海外市场突破	5
（二）耗材会有较大增长	5
（三）并购业务将实现大幅增长	5
六、公司盈利预测与估值	5
（一）核心假设	5
（二）盈利预测和估值	6

图表目录

图 1：公司近年营业收入	3
图 2：公司近年净利润	3
图 3：公司近年盈利水平	3
图 4：公司 2010 年收入构成	3
表 1：公司收入和毛利预测	5
表 2：盈利预测表	6
附录：财务预测表	7

一、营销策略优化促进业绩增长

（一）各业务板块都取得了好成绩

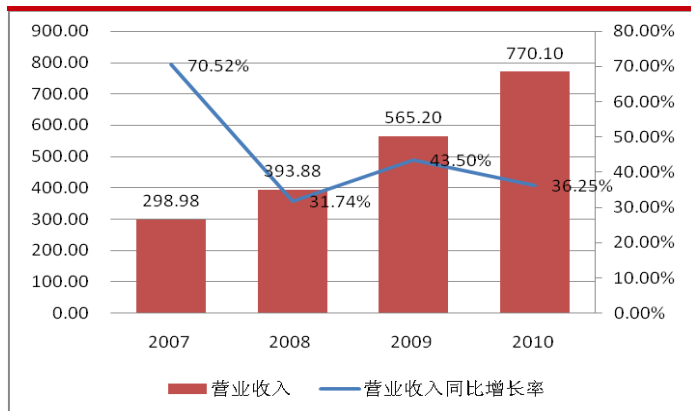
2010 年公司实现销售收入 77,010.09 万元、净利润 41,048.27 万元，同比分别增长 36.25%、40.47%，每股收益 0.51 元。分配预案 10 派 2.5 元。

在各业务板块中，支架业务仍然是公司主要盈利来源，2010 年实现收入近 8 亿元，同比增长 31%，毛利率高达 93.28%，同比增加 2.12 个百分点。

封堵器业务实现销售收入 5419 万元，同比增长 28%，毛利率 90.96%，同比增长 4.9 个百分点。2011 年，我国将加大对儿童先天性心脏病的免费救治投入，将促进封堵器产品的快速增长。

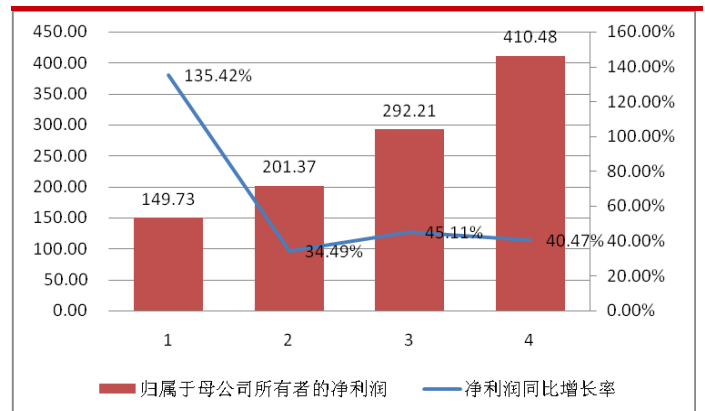
其他项业务实现销售收入 5616 万元，同比大涨 219%，主要是公司收购的天地和协公司的重症监护产品放量。

图 1：公司近年营业收入



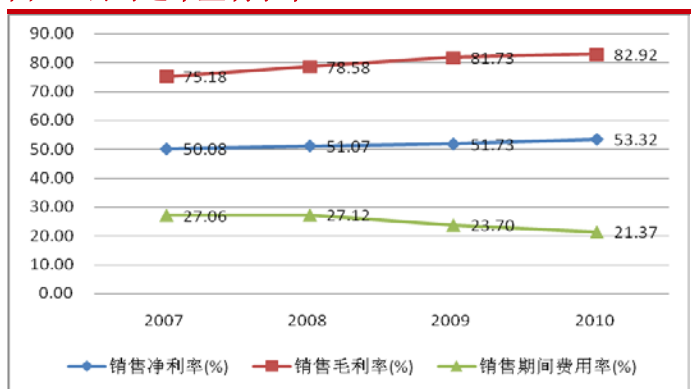
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



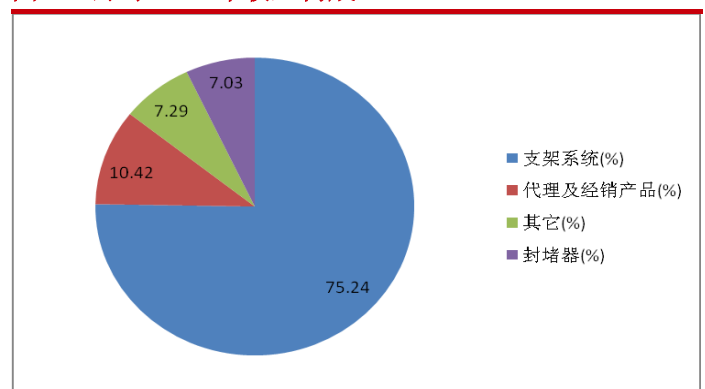
资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近年盈利水平



资料来源：公司资料，民族证券

图 4：公司 2010 年收入构成



资料来源：公司资料，民族证券

（二）营销策略与时俱进，效果显著

面对市场竞争日益加剧的发展趋势，公司牢固树立用户第一、市场先行的营销战略，继续加快落实主导产品由一线城市向二三线城市辐射的策略，实现了在保持原有一线城市平稳较快增长的基础上，有效地促进了二三线城市的快速增长。公司进一步完善了经销商绩效评价体系，在不断开发新经销商的同时对现有经销商队伍进行了适当的结构优化调整，继续加强对营销团队和代理商的管理和培训，以持续提高公司营销网络的整体技术营销能力。

对于全资收购的卫金帆、思达医用以及参股秦明医学，公司结合其所处行业的营销特点，加快资源整合优化，对现有营销渠道、人员进行了资源整合，进一步提高公司及下属子公司的营销能力。同时积极组织公司及下属子公司参加各项具有较高国际国内影响力的介入器械学术会议和产品展览会，对外宣传和展示公司形象、扩大公司产品品牌效应，使公司核心产品药物支架、封堵器及相关介入配件产品市场竞争力进一步加强。

二、传统支架业务增长仍将保持，新产品稳步推进

支架的发展经历了裸支架、有载体药物支架、无载体药物支架等过程，裸支架具有再狭窄的缺陷，有载体药物支架虽然解决了裸支架存在的再狭窄问题，但会导致远期血栓、长期使用阿司匹林和硫酸氯吡格雷治疗导致的安全性问题和经济负担等弊端。

我国目前的支架手术主要采取有载体药物支架，已基本形成了寡头垄断的格局，主要是乐普、微创、吉威、国外品牌等几家厂商，市场份额占比大约为 27%、28%、18%、25%，市场格局基本稳定，未来支架业务的增长还要依赖于整体行业的增速。目前我国需要支架的心血管病人超过 2000 万人，每年新增 100 万人，而通过接入治疗和搭桥手术的病人充其量不过 30 万人，由此可见，公司的有载体药物支架业务未来几年仍能保持较好的增长。

在推进有载体药物支架业务的同时，公司积极开展无载体药物支架的开发工作。2011 年 2 月，公司自主研发的血管内无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统（商品名：Nano），取得了国家食品药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》，准许注册生产。相对于载体药物洗脱支架而言，该产品不需要载体而直接附着在经过特殊处理的支架上，从而使支架既有载体药物支架的有效性又避免了裸支架的在狭窄问题和载体支架远期血栓形成问题。

三、研发实力强，后续产品丰富

随着整个介入医疗器械行业竞争的日益加剧，技术创新成为持续赢得市场核心竞争力的关键。公司继续坚持“生产销售一代、研制注册一代、预先研究一代”的产品研发创新体系，坚持以心血管药物支架、封堵器为核心，球囊扩张导管等介入辅助器械为重点，同时开拓电生理导管、心脏介入瓣膜、心血管疾病诊断试剂盒三大研发方向。

公司一直非常注重研发，2010 年共投入 5,602 万元，同比增长了 104.64%，开展研发项目 33 项，其中新增研发项目 17 项，共取得国内发明和实用新型技术专利 10 项。在研制注册的产品中，公司重大研发项目无载体药物支架已进入国家药监局行政审批程序，于 2011 年 1 月 19 日取得产品注册证书；分叉支架等 4 个项目已进入注册申报阶段；双药物支架系统等 9 个项目正在开展临床试验；介入生物瓣膜输送系统等 11 个项目的产品样品试制完成并通过型式检。同时，公司还加强了血管造影机等大型医疗器械诊疗设备的数字化研发工作。

四、外延式并购有序推进，初步形成心脏介/植入高端产品产业链

公司以心脏介/植入领域为主攻方向，加快拓宽核心产品的新领域步伐，积极推进收购兼并与公司主营业务相近或相关的医疗器械和诊疗设备企业的进程，使公司主导产品业务领域实现了迅速扩张。

2010 年 4 月，公司出资 2,268 万元完成收购金帆新天地公司持有卫金帆公司 63.15% 的股权，卫金帆公司成为公司的全资子公司；2010 年 6 月，公司与天方药业及其所属的天方中药共同签署《投资及合作框架协议》，积极探讨进入心血管药物领域；2010 年 11 月，公司出资 15,000 万元完成对思达医用的全资收购，使公司一步跨入国内心脏介入瓣膜领域的前列；2010 年 12 月，公司出资 4,810 万元参股秦明医学获得 30.46% 的股权，成为心脏起搏器领域国内唯一拥有产品注册许可证的企业第二大股东。

通过以上一系列的并购与合作，迅速进入了心脏介/植入多个高端领域，将公司的产品线

扩大到先心封堵器、血管造影机、心脏瓣膜以及心脏起搏器等新领域。实现了公司整体技术平台的拓展，丰富完善了公司产业链，进一步提升公司在心脏介/植入诊疗器械领域的综合竞争力。

五、2011 年实现三个突破

（一）海外市场突破

公司积极推进国际化发展战略，通过参加国际上最具影响力的心血管学术研讨会和相关展览会，如欧洲 EuroPCR、美国 TCT 和拉美 SOLACI，使公司产品逐步得到了各国专家和医生的广泛认可。截至目前，公司 PTCA 球囊导管、中心静脉导管、鞘管等 13 项产品通过 CE 认证；公司已经获得 14 种产品在 12 个国家的共 58 个注册证，为海外市场销售奠定了基础。目前，公司国外营销体系初步形成，共在 39 个国家建立了代理商销售体系，产品主要销往南美、欧洲、东南亚等国家，2010 年出口业务销售金额近 1,000 万元，预计 2011 年将至少实现 3000 万元的收入。

随着公司药物支架、裸支架、封堵器、介入瓣膜等产品获得 CE 认证、国外营销网络的不断健全，公司国际化战略的实施将取得新的突破。

（二）耗材会有较大增长

按照国外支架和辅助耗材的消耗比例 7:3 的市场容量计算，国内介入手术辅助耗材有 10 个亿左右的市场。目前国内耗材基本都是国外产品供应，现在公司已经形成生产能力，预计 2011 年至少实现 5000 万元的收入。

（三）并购业务将实现大幅增长

公司在 2010 年先后收购的卫金帆公司、思达医用以及秦明医学，经过营销整合，充分利用公司的渠道和品牌优势，2011 年将进入收获期。如生产心脏瓣膜的思达医用公司去年实现 1300 万收入，今年将实现大幅增长。

六、公司盈利预测与估值

（一）核心假设

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
支架系统	57949	75333	96426	120533
增长率 (%)	31.21%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率 (%)	93.28%	93.28%	93.28%	93.28%
封堵器	5419	7044	9157	11905
增长率 (%)	27.96%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	90.96%	90.96%	90.96%	90.96%
其他	5616	11231	20216	30324
增长率 (%)	219.05%	100.00%	80.00%	50.00%
毛利率 (%)	39.40%	40.00%	40.00%	40.00%
代理和经销产品	8027	10033	12542	15677
增长率 (%)	26.20%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	33.12%	33.00%	33.00%	33.00%

总收入	77009	103642	138342	178439
增长率 (%)	36.25%	34.58%	33.48%	28.98%
营业成本率	17.08%	18.49%	20.12%	21.23%
毛利率 (%)	82.92%	81.51%	79.88%	78.77%

资料来源：民族证券

(二) 盈利预测和估值

预计公司 2011、2012、2013 年实现营业收入 10.36 亿元、13.38 亿元、17.84 亿元，同比增长 34.58%、33.48%、28.98%；实现净利润 5.39 亿元、7.02 亿元、8.93 亿元，同比增长 31%、30%、27%，每股收益 0.66 元、0.86 元、1.10 元。给予 2011 年 45 倍 PE 估值，合理估值 29.7 元。公司短期估值较贵，静待调整买入。公司长期发展前景看好，高成长仍将延续，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

表 2：盈利预测表

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	770	1036	1383	1784
营业成本	132	192	278	379
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	114	150	197	250
管理费用	73	93	118	143
财务费用	-23	-21	-21	-18
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	469	619	808	1026
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	473	619	808	1026
所得税	62	81	105	133
净利润	411	539	703	893
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	410	539	702	893
EBITDA	449	599	787	1009
EPS (元)	0.51	0.66	0.86	1.10

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1566	2473	3202	4059
现金及等价物	1214	1988	2537	3186
应收帐款	169	228	304	392
存货	102	148	216	293
其它流动资产	81	109	145	187
非流动资产	631	629	751	951
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	389	466	553	714
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	183	104	138	178
其它非流动资产	59	59	59	59
资产总计	2197	3102	3952	5010
流动负债	150	219	318	433
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	33	49	71	96
其它流动负债	117	170	247	336
非流动负债	10	278	327	376
长期借款	0	263	305	347
其它非流动负债	10	15	22	30
负债合计	160	497	645	809
少数股东权益	0	0	1	1
归属于母公司所有者权益	2066	2605	3307	4200
负债和股东权益	2227	3102	3952	5010

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	370	471	622	809
净利润	411	539	703	893
资产减值准备	3	0	0	0
折旧和摊销	17	17	21	27
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-23	-21	-21	-18
营运资本变动	-37	-64	-81	-93
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-305	-15	-142	-227
资本支出	-263	-15	-142	-227
其它	-42	0	0	0
融资活动现金流	-102	289	69	68
权益性融资	-100	0	0	0
负债净变化	-24	268	49	50
财务费用	23	21	21	18
现金净增加额	-37	745	549	649
期初现金余额	1280	1243	1988	2537
期末现金余额	1243	1988	2537	3186

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	770	1036	1383	1784
营业成本	132	192	278	379
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	114	150	197	250
管理费用	73	93	118	143
财务费用	-23	-21	-21	-18
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	469	619	808	1026
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	473	619	808	1026
所得税	62	81	105	133
净利润	411	539	703	893
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	410	539	702	893
EBITDA	449	599	787	1009
EPS（元）	0.51	0.66	0.86	1.10

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	36.3%	34.6%	33.5%	29.0%
营业利润	43.3%	32.0%	30.4%	27.1%
归属母公司净利	40.5%	31.2%	30.4%	27.1%
获利能力				
毛利率	82.9%	81.5%	79.9%	78.8%
净利率	53.3%	52.0%	50.8%	50.0%
ROE	19.9%	20.7%	21.2%	21.3%
ROIC	18.1%	18.1%	18.8%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	7.3%	16.0%	16.3%	16.1%
流动比率	10.4	11.3	10.1	9.4
速动比率	9.7	10.6	9.4	8.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
应付帐款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.66	0.86	1.10
每股经营现金	0.46	0.58	0.77	1.00
每股净资产	2.54	3.21	4.07	5.17
估值比率				
P/E	55.7	42.5	32.6	25.6
P/B	11.1	8.8	6.9	5.4
EV/EBITDA	70.7	53.1	40.4	31.5

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn