

买入 维持

乐普医疗 (300003)

2011 年 03 月 03 日

后续产品丰富，辅助耗材是重要增长点

3 月 3 日收盘价：26.86 元

6 个月目标价：37.5 元

消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingping@htsec.com
021-23219405
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

我们最近调研了乐普医疗，就无载体药物支架等问题与公司高管进行了沟通。我们对公司的基本判断是：公司是医疗器械行业完成进口替代成功的典范，由于支架行业的景气以及公司新产品的推出，明年净利润仍然有望保持 40%左右的增长。

1. 我们预计支架产品 2011 年 30%左右的增长

我们认为 30%的增长主要来自两个方面：（1）原有产品 partner（有载体药物支架）的增长；（2）新获批无载体药物支架 Nanoplus 的增长。后者是公司支架市占率达到 30%左右的情况下仍然能保持 30%增长的重要原因。支架的发展经历了以下过程：裸支架→有载体药物支架→无载体药物支架，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，但也导致了以下几个弊端：A、远期血栓；B、长期实施双药阿司匹林和硫酸氯吡格雷血小板治疗；C、长期血小板治疗隐患，又增加了患者的经济负担；D、限制对安全性要求较高的患者对药物支架的使用，无法享受药物支架带来的有效性上的巨大效益；E、在大量患者中，医生究竟应该选用药物支架还是裸支架存在两难局面，容易形成伦理方面的争议。无载体药物支架将裸支架的安全性和有载体药物支架的有效性完美结合，具有良好的前景。

2. 无载体药物支架的特点决定了首先针对无法使用有载体药物支架的病人推广

无载体药物支架对安全性要求更高的患者中具备独特的不可替代的作用，如有些患者短期需要手术，采用有载体药物支架需要长期服用抗凝血药物，可能就无法进行手术。所以我们预计公司首先对安全性要求更好的患者推广无载体药物支架。我们预计随着无载体药物支架的逐步推广，将来在公司支架收入构成中的比重将越来越高。

3. 介入手术辅助耗材和出口是今年重要增长点

国外支架和辅助耗材的消耗比例约为 7:3，按照支架市场容量来估算，国内介入手术辅助耗材有 10 个亿左右的市场。目前公司该类产品销售额较少，这是公司今年新的增长点，将来成长空间也较大。介入手术辅助耗材相对支架来说，风险较小。出口方面，据公告，9 月 13 日，公司得到 TÜV Rheinland LGA Products GmbH 的确认，取得了 8 项产品的 CE 认证证书（其中 4 项属再次认证产品），产品出口主要通过经销商销售。我们预计介入手术耗材和出口今年能够过亿。

4. 公司具有丰富、完整的产品线和新产品研发梯度

我们选取几个重点产品介绍：（1）双药、抗体支架主要是公司防止无载体支架不占市场主导地位所研发的替代产品，抗体支架接触血液的是抗体，内皮化更快；双药支架具有更好的生物相容性。（2）完全可降解支架现在采用的材料主要有两种：镁合金材料、高分子材料，公司镁合金完全可降解支架体外实验数据良好，即将进入动物实验阶段，无载体支架是公司战略品种。（3）介入瓣膜支架是公司未来发展的重点之一，目前市场价 20 万美金一个，动物实验已进入尾声。

表 1 公司新产品研发梯度（括号里是预期获批时间）

生产销售一代	注册研制一代	预先研究一代
Partner 药物支架	无载体药物支架（最近已获批）	介入瓣膜支架（2015）
先心封堵器	分叉药物支架（2011）	血栓抽吸导管
圈套器	钴基涂层可降解药物支架（2011）	IABP 设备
中心静脉导管介入配件	抗体药物联合支架（2013）	心脏瓣膜
桡动脉压迫器	双药物支架（2013）	卵圆孔未闭封闭器
压力传感器	周边血管支架	完全可降解支架（2014）
血管造影机	电生理导管	...
...	...	...

资料来源：公司产品资料，海通证券研究所

5. 目标价 37.5 元，建议长期买入

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.50 元、0.70 元和 0.92 元。考虑到公司无载体药物支架的推出，高增长有望持续，并且公司长期发展定位清晰、异于竞争对手，后续产品丰富，我们建议长期买入，维持“买入”的投资评级以及 37.5 元的目标价。

表 2 公司产品收入预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
支架系统	收入（百万元）	340.90	441.65	596.22	775.09	984.37
	同比（%）		29.55	35.00	30.00	27.00
	毛利率（%）	86.75	91.16	93.00	90.00	90.50
介入手术耗材	收入（百万元）				80.00	112.00
	同比（%）					40.00
	毛利率（%）				80.00	80.00
出口	收入（百万元）				60.00	78.00
	同比（%）					30.00
	毛利率（%）				60.00	60.00
代理及经销产品	收入（百万元）	36.92	63.60	89.04	120.21	156.27
	同比（%）		72.25	40.00	35.00	30.00
	毛利率（%）	16.22	27.02	32.00	30.00	28.00
封堵器	收入（百万元）	5.36	42.35	48.70	56.00	66.08
	同比（%）		689.99	15.00	15.00	18.00
	毛利率（%）	93.55	86.07	89.00	86.00	86.00
心脏瓣膜	收入（百万元）			22.69	30.00	54.00
	同比（%）				32.22	80.00
	毛利率（%）			83.83	81.67	81.48
其他	收入（百万元）	10.69	17.60	32.43	86.62	141.09
	同比（%）		64.64	84.26	167.07	62.89
	毛利率（%）	25.91	32.46	38.28	43.71	43.56
合计	收入（百万元）	393.88	565.20	789.09	1207.92	1591.81
	同比（%）		43.50	39.61	53.08	31.78
	毛利率（%）	78.58	81.73	83.36	78.17	77.48

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 公司预测利润表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	565.20	789.09	1207.92	1591.81
营业成本	103.25	131.33	263.75	358.51
营业税金及附加	1.18	1.00	1.56	2.47
销售费用	82.43	125.58	194.84	247.41
管理费用	57.65	83.99	125.65	165.80
财务费用	-6.11	-13.21	-16.68	-20.81
投资收益	0.27	3.00	4.00	5.00
营业利润	327.48	463.40	642.80	843.43
利润总额	331.42	463.40	642.80	843.43
归属于母公司净利润	292.21	408.55	566.71	743.59
摊薄每股收益（元/股）	0.36	0.50	0.70	0.92

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 风险提示

减持风险、医改降价风险。

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。