

增持 维持

乐普医疗 (300003)

2014 年 11 月 10 日

大健康平台初步成型，有望成为全产业链整合的典范

2014 年 10 月 16 日收盘价：26.11 元（因收购和增发于 10 月 17 日起停牌）

6 个月目标价：30.8 元

医药行业分析师：王威

SAC 执业证书编号：S0850513110004

ww9460@htsec.com

0755-82780398

医药行业首席分析师：周锐

SAC 执业证书编号：S0850513110003

邮箱：zr9459@htsec.com

电话：0755-82780398

11 月 7 日晚公告：

1) **5.76 亿收购新东港药业 51% 股权，15 年动态市盈率 9.3 倍。**阿托伐他汀是目前全球处方量最多的降胆固醇药物，新东港为国产拥有阿托伐他汀制剂生产批文的 4 家企业之一（北京嘉林药业、新东港药业、天方药业、广东百科制药），且公司阿托伐他汀钙原料药及中间体占据全球 50% 以上的市场份额。

2) **非公开发行 0.696 亿股，发行价为 21.55 元/股，募集资金不超过 15 亿元，主要补充流动资金。**增发前蒲忠杰先生及其一致行动人合计持有 29.30% 股份；本次发行完成后，蒲忠杰先生及其一致行动人合计持有 27.97% 股份（蒲忠杰本次将通过“兴证资管-兴业银行 αDX2014115 号定向资产管理计划”间接认购 858.7 万股股份）。

点评：

医疗器械板块业务已经触底回升。公司是国内心血管医疗器械产品线最全的企业，目前产品包括心血管介入支架、球囊导管、封堵器及输送系统、心脏起搏器、心脏瓣膜、诊断试剂、中心静脉导管、压力传感器、血管造影机、心血管治疗基层医院解决方案等，涵盖冠心病、结构性心脏病、心脏节律、预先和术后诊断及诊疗设备等五大领域。**我们判断：**随着各省招标和降价的推进，心血管支架业务已经触底，未来 2-3 年有望保持 15% 左右增速；2017 年完全可降解支架有望上市（正在开展二期临床），该产品有望带动心血管支架业务再次进入爆发期。2013 年，我国 PCI 手术量达 45.45 万例，使用支架近 70 万套，预计未来将保持 15% 以上的增长。另外，公司植入式双腔起搏器 2015 年有望上市。公司拥有以心血管医患客户为中心的强大营销网络，包括 1200 多家医院（覆盖中国 90% 以上的 PCI 医院）、数百家经销商以及数百人的销售团队。

2015-2016 年药品领域并购对公司业绩拉动明显。近 2 年公司在药品领域连续发力：1) 2013 年，乐普医疗收购了河南新帅克 60% 股权，获得了多年处于全球销量排名第 2 位并在中国已成为单一专科药销售额“冠军”的核心产品硫酸氢氯吡格雷，正式进入了心血管药品领域。2) 2014 年，乐普医疗收购了治疗心脏衰竭的核心药品左西孟旦、奈西利肽，治疗 2 型糖尿病的艾塞那肽，在心血管药品领域中快速扩张。3) 本次收购新东港药业。预计 2015-2016 年收入分别为 10.46 亿和 12.13 亿，净利润分别为 1.21 亿和 1.39 亿。氯吡格雷和阿托伐他汀等重磅药品的收购并表 2015-2016 年将对公司业绩形成显著拉动。公司并将进一步加大外延式并购的力度和频率，重点收购心血管相关的大品种和新品种药品，用 1-2 年时间构建国内领先的心血管及糖尿病制药平台。未来 2-3 年内，公司心血管药品业绩将持续快速增长，实现与器械基本匹配的利润贡献。

医疗服务潜力巨大。公司今年通过投资雅联百得及雅联雅士杰、收购乐健医疗，迅速完成了在体外诊断及第三方检验、第三方检测、会诊中心等领域的布局。公司未来将以东直门全科门诊部为平台，建立由全国知名专家合伙的面向高端人群的会诊咨询、转诊导医、术后管理的新型医疗服务机构和面向全国基层医院的远程会诊中心；以北京爱普益医学检验中心为平台，建立面向全国医院和患者的以技术领先引领的第三方检验中心。未来3年内，公司将建立分布在二三级城市、与当地名医共同投资的心血管专科医院群。

借助移动手段，构建大健康生态圈。未来5年内，公司将围绕自己在心血管领域积累的丰富资源，构建大健康生态圈：1) 打造移动医疗设备、O2O平台、问诊/预约就医/健康管理系统APP、家庭健康服务平台、远程会诊中心、第三方检测中心、高端新型医疗服务机构、心血管专科医院群等多个入口平台，形成多个互联网大社区(包括手术患者互联网社区、可穿戴设备构建的健康管理互联网社区、医生社区构建的健康管理互联网社区、社区医院构建的健康管理互联网社区、自由医疗机构构建的患者互联网社区)，实现“线上线下的融合；2) 基于上述入口平台和互联网大社区，公司将构建起囊括医生、医院、手术人群、诊疗人群、预防人群等各类利益主体的大健康生态圈，形成新的流量中心和数据中心，在心血管医疗这一垂直细分领域深度整合产业链，依托线下销售网络和线上电商平台形成全新商业模式；3) 公司将开创和建立围绕心血管疾病的移动医疗平台，建立心血管疾病可穿戴(家庭)设备及健康管理的云端服务平台，建立心血管医生与患者参与的互联网社区，促进心血管疾病大数据建立及应用。另外，公司之前通过投资设立了医康世纪、收购金卫捷科技，布局心血管和糖尿病可穿戴医疗设备；且公司研发的移动血糖仪、移动体外诊断设备及移动心电图仪即将取得产品注册证。

并购基金也在同步布局。公司参与设立乐普-金石健康基金，该基金主要为健康产业寻找和培育优质项目，资产规模达10亿元；参与设立山蓝医疗健康基金，该基金以投资医疗器械、移动医疗、生物医药、健康服务领域早期项目和成长阶段项目为方向，资产规模达3亿元。

维持“增持”评级，6个月目标价30.8元。考虑并购并表之后，我们预测14-16年EPS分别为0.53、0.77、1.01元。考虑到公司大健康平台已初步成型，给予6个月目标价30.8元，对应15年40倍PE(参考行业估值水平)。

主要不确定因素。新产品研发和推广进度、并购进度、招标进度。

表1 乐普医疗利润表预测(百万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1303.27	1625.40	3167.24	3837.01
营业收入 YOY	28.28%	24.72%	94.86%	21.15%
营业成本	403.77	589.63	1506.49	1787.34
销售费用	296.83	325.08	452.92	510.32
管理费用	172.15	178.79	329.39	391.37
财务费用	-18.78	-19.55	-23.71	-33.07
期间费用	450.20	484.33	758.60	868.62
期间费用率	34.54%	29.80%	23.95%	22.64%
营业利润	420.97	519.22	851.05	1122.67
利润总额	431.96	527.22	859.05	1130.67
减：所得税	65.31	84.35	137.45	180.91
净利润	366.65	442.86	721.60	949.76
归属母公司所有者净利润	361.65	426.86	624.87	816.12
归属净利润 YOY	-10.32%	18.03%	46.39%	30.61%
全面摊薄每股收益(元)	0.45	0.53	0.77	1.01

资料来源：WIND，公司年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

医药行业：王威、周锐

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：鱼跃医疗、新华医疗、和佳股份、三诺生物、阳普医疗、凯利泰、蒙发利、理邦仪器、乐普医疗、东富龙、华润三九等。

投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准	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%。
2. 投资建议的评级标准	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。