

投资评级 **买入** 维持

四度增持 两大预期差 买入评级

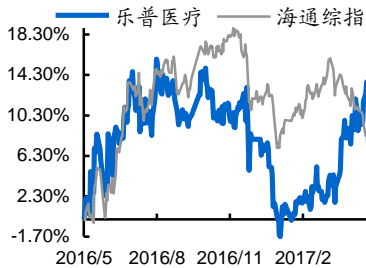
股票数据

6个月内目标价(元)	25.16
05月17日收盘价(元)	19.53
52周股价波动(元)	16.35-37.30
总股本/流通A股(百万股)	1782/1414
总市值/流通市值(百万元)	34796/27613

相关研究

《四度增持 两大预期差 “买入”评级》	2017.05.05
《支架及药品均超预期 整体符合预期》	2017.03.31

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.7	14.4	14.5
相对涨幅(%)	8.7	15.5	14.8

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

董事长四度增持 彰显发展信心。董事长去年12月以来,四度增持,合计增持金额约4853万元,均价17.71元/股,彰显发展信心。另外公司近期完成7亿元定增,增发价18.88元/股,5月17日收盘价19.53元/股,有良好的安全边际。

预期差一: 药品板块基本为内生式增长,而非外延,净利润空间有望超过20亿。2013年公司以3.9亿元收购新帅克60%的股份,对应13年PE为16倍,当时市场并不认可,复牌当天股价收跌9.77%,经过整合后,氯吡格雷呈现爆发式增长,对应2016年PE仅3倍。16年氯吡格雷和阿托伐他汀均实现了超过100%的增长,氯吡格雷、阿托伐他汀持续超预期的背后是乐普三大销售渠道(医院、基层、OTC)的完善,目前乐普已经布局药品市场规模达300亿元左右,如果按乐普的销售价格市场规模为150亿元左右(外资市场份额大、价格高)。心血管药品在OTC和基层占比超过30%,未来占比持续提高是确定性事件,乐普在这块品牌及销售渠道(800+销售人员)足够强大、布局足够早、产品线足够全(所有产品统一logo),我们估计OTC及基层医疗机构可以为乐普获得10%-15%市场份额;医院市场,招标顺利,凭借深耕心血管市场多年的优势,我们预计乐普可获得5%-10%市场份额。我们预计乐普现有品种在三大销售终端总体可获得20%左右的市场份额,对应30亿的销售收入、10亿的净利润。如果预期重点品种通过一致性评价、医保支付标准推广,估计重点产品市占率超过1/3,再考虑拓展降糖药、抗凝药等心血管重点品种,布局药品的市场规模将超过600亿,药品的净利润空间有望超过20亿。

预期差二: 三款10亿级新品次第上市,利润空间20亿以上。起搏器研发成功说明乐普已经领先国内企业,可吸收支架研发则把乐普提高到国际领先地位,器械研发能力国内冠军,研发线上3款10亿级品种。可吸收支架为第三代支架技术,相对目前金属支架具备优势,专家估计中期能替代现有支架20%市场份额,价格为现有支架的2倍多,竞争厂家3-4家,乐普在三代支架中占据先机,我们预计乐普可吸收支架2021年贡献利润近6亿元。双腔起搏器、左心耳封堵器亦为10亿级品种,公司大力推广下将实现快速放量,三款10亿级品种的收入空间在40亿以上,净利润空间在20亿以上。

盈利预测及投资建议。我们预计2017-21年公司年均复合增速30%+,2021年净利润近26亿,按目前估值体系,如果给予当年40倍估值,市值超过1000亿元。考虑未来5年成长的可预见性,参照恒瑞、爱尔等龙头公司估值,可以先提估值,估值拔到2017年50倍,目标价25.16元,“买入”评级。

风险提示。研发、并购整合不达预期,价格下跌风险、政策风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2768.72	3467.75	4432.13	5586.53	6987.20
(+/-)YoY(%)	65.93%	25.25%	27.81%	26.05%	25.07%
净利润(百万元)	520.89	679.26	896.50	1166.12	1519.41
(+/-)YoY(%)	23.09%	30.40%	31.98%	30.07%	30.30%
全面摊薄EPS(元)	0.29	0.38	0.50	0.65	0.85
毛利率(%)	55.32%	60.95%	61.67%	62.16%	62.62%
净资产收益率(%)	10.83%	12.46%	14.53%	16.29%	17.88%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

联系人:贺文斌

Tel:(010)68067998

Email:hwb10850@htsec.com

表 1 我们预计乐普医疗 2021 年归母净利润达 25.8 亿元

单位 (万元)	持股 (%)	2014	2015	2016H1	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
归母净利润		42319	52089	37745	67927	89650	116612	151941	198096	257840
YoY (%)			23.10%		30.41%	31.98%	30.07%	30.30%	30.38%	30.16%
器械归母净利润		38546	46568	30149	52600	60014	72462	91300	117841	154397
YoY (%)			20.80%	19.40%	12.95%	14.10%	20.74%	26.00%	29.07%	31.02%
传统器械净利润		38546	43590	27942	47753	53483	59901	57505	54630	51899
YoY (%)			13.10%	10.40%	9.55%	12.00%	12.00%	-4.00%	-5.00%	-5.00%
可吸收支架净利润							2311	16947	35590	58189
YoY (%)								633.30%	110.00%	63.50%
起搏器净利润						230	1586	5212	9990	19147
YoY (%)							589.60%	228.60%	91.70%	91.70%
左心耳封堵器净利								231	2331	4662
YoY (%)									909.10%	100.00%
秉琨投资净利润	63.1%	3264	8500	2303	5764	7493	9741	11689	14027	16131
YoY (%)					-32.19%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	15.00%
艾德康及IVD净利	75.4%	1374		1055	1608	2090	3345	5351	8562	13700
YoY (%)						30.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
药品归母净利润		4190	8973	12513	25540	40445	56965	72608	89664	108905
YoY (%)					183.00%	63.30%	40.20%	25.50%	27.00%	16.20%
新帅克净利润	100.0%	6983	11629	12091	21000	31500	41895	50274	57815	64753
YoY (%)				145.80%	73.68%	50.00%	33.00%	20.00%	15.00%	12.00%
美华制药净利润	100.0%					150	900	1800	2400	3000
YoY (%)										
北京永正制药净利	75.0%					300	1000	2000	4000	7000
YoY (%)										
新乡恒久远净利润	60.0%					300	1000	2000	4000	7000
YoY (%)										
其他药品							1000	2000	4000	8000
YoY (%)										
新东港药业净利润	53.9%	5767	6743	5068	10751	15552	21911	29352	37166	43937
YoY (%)				44.20%	59.45%	44.65%	40.89%	33.96%	26.62%	18.22%
原料药净利润			3431		3000	3150	3308	3308	3308	3308
YoY (%)					-12.56%	5.00%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%
制剂净利润			3312		7751	12402	18603	26045	33858	40630
YoY (%)					134.04%	60.00%	50.00%	40.00%	30.00%	20.00%
医疗服务和策略性业务				-2917	-6212	-6000	-6000	-5000	-2000	3000
差额		417	3452	2000	4000	4809	6815	6968	7409	8462

资料来源：公司 2014-2016 年半年报、年报，海通证券研究所（新帅克后改名乐普药业，并收购了美华、永正、恒久远等药企，模型中分开预测更好）

表 2 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
恒瑞医药	57.44	1.10	1.34	1.62	1.95	52	43	35	29
爱尔眼科	33.31	0.56	0.72	0.95	1.23	59	46	35	27
平均						56	45	35	28

资料来源：wind，海通证券研究所。收盘价日期 2017517，盈利预测为 wind 一致性预期。

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

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：京新药业,人福医药,新光药业,赛托生物,山大华特,天士力,凯莱英,同和药业,九强生物,翰宇药业,信立泰,华兰生物,片仔癀,嘉事堂,乐心医疗,康泰生物,丽珠集团,贝达药业,泰格医药,鱼跃医疗,信邦制药,迪安诊断,东阿阿胶,阳普医疗,康惠制药,华润万东,尔康制药,三诺生物,凯利泰,康弘药业

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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	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。