

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

医疗器械与服务

**乐普医疗 (300003)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年03月04日

# 可降解支架首家获批，创新产品驱动新一轮成长

**证券分析师：** 谢长雁      0755-82133263      xiecy@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517100003  
**联系人：** 张智聪      021-60933151      zhangzhicong@guosen.com.cn

## 事项：

2月27日，公司自主研发的重磅产品“生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统”（NeoVas）正式获得国家药品监督管理局批准的医疗器械注册证。

**国信医药观点：** 1) 国内首家可降解冠脉支架 NeoVas 正式获批，实现 PCI 手术从金属支架的“血管再通”到可降解支架“血管再造”的技术革命，乐普医疗作为国内心血管医疗器械制造龙头，研发实力已达到国际领先水平；2) 雅培的可降解支架出于商业化原因而退市，曾引发争议，而 NeoVas 和 Absorb China 的临床数据证明在遵照 PSP 原则的规范操作下，可降解支架在血运重建和安全性方面与金属药物洗脱支架无统计学差异，而支架降解后患者血管基本恢复至原位血管的弹性，表现出统计学优效，体现出可降解支架治疗的巨大优势；3) NeoVas 支架的研发进展领先国内同类产品 3 年以上，有望凭借公司在心血管领域的优势渠道快速放量，业绩弹性巨大。4) 风险提示：产品市场推广进展不及预期、产品招标降价、在研产品进度不及预期等。5) 投资建议：公司是国内心血管领域龙头，重磅创新产品 NeoVas 可降解支架上市为公司新一轮成长打开空间。由于可降解支架上市时间晚于预期以及药品板块收入增速可能受到带量采购影响，我们下调盈利预测，预计 19-20 年 EPS 为 0.97/1.28 元（前值为 0.98/1.29 元），对应当前股价 PE 为 26.6/20.2X，与国内其他医药创新龙头和医疗器械龙头相比，公司合理估值水平在 30~35x，对应合理估值 29.1~34.0 元，维持“买入”评级。

## 评论：

### ■ 国内首家可降解支架获批，公司医疗器械研制能力达到国际领先水平

NeoVas 是国内首款获准上市的生物可吸收支架，其支架基体和载药涂层分别由可吸收材料左旋聚乳酸（PLLA）和外消旋聚乳酸（PDLLA）制成，支架基体和涂层在体内逐步生物降解和吸收，无永久性支架存患者体内。目前除了雅培的 Absorb GT1 先后获得欧盟 CE 认证和 FDA 批准上市（2017 年出于商业化原因停止全球销售）外，仅有 4 款生物可吸收支架获得欧盟 CE 认证，可以在欧洲地区销售和推广。同时，全球还有 20 余款不同材质的生物可吸收支架产品在进行技术开发。NeoVas 支架的获批上市标志着我国在心血管植入器械领域的研发制造能力已达到国际领先水平，乐普医疗作为国内创新医疗器械研发的领军者，先发优势明显，有望在中短期内独享创新红利。

表 1：已获得欧盟 CE 认证的生物可吸收支架

生物可吸收支架	Absorb BVS	DESolve	ART Pure	Magmaris	Fantom
公司	雅培	Elixir	ART	Biotronik	REVA
基体材料	PLLA	PLLA	PDLLA	镁	酪氨酸聚碳酸酯
药物	依维莫司	Novolimus	无	西罗莫司	西罗莫司

壁厚 (mcm)	157	120	170	150	125
吸收时间 (月)	24-48	<24	6	9-12	36

资料来源:美国心脏病学会 ACC, 国信证券经济研究所整理

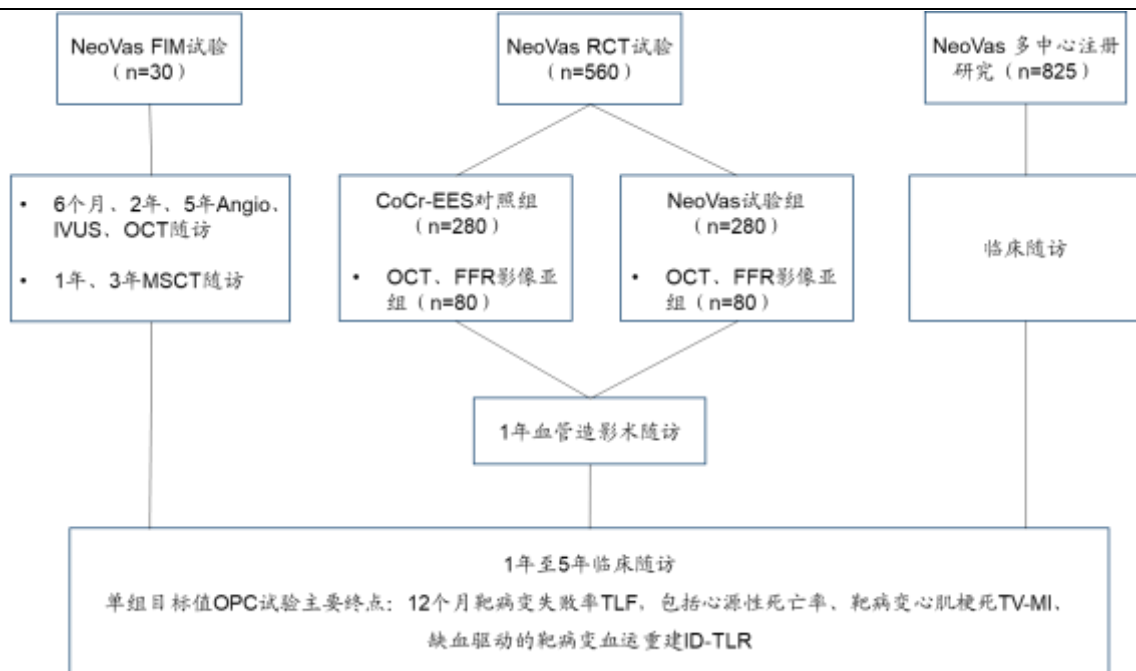
从“血管再通”到“血管再造”，我国 PCI 治疗进入“可降解时代”。冠脉支架先后经历了第一代金属裸支架 (BMS) 和第二代药物洗脱支架 (DES)，DES 包括了药物载体支架、载体可降解支架和无载体药物洗脱支架。目前药物洗脱支架在我国的市场份额超过 99%。二代药物洗脱支架很好的解决了 BMS 的过度内皮化引起的血管再狭窄率较高的问题，但在支架完成服役后，金属支架将永久遗留在血管中，这不仅影响了血管修复后的正常舒缩，也有可能导 致血管的全金属化。特别是当支架原位血管出现二次狭窄时，原有的金属支架内部难以展开新的支架，为患者的二次治疗增添了障碍。而第三代的生物可吸收支架在植入人体后，经过血运重建、支架降解吸收和血管修复三个阶段后，最终完全降解，血管的结构和功能得到恢复，实现了“血管再造”的目标。这是继金属支架“血管再通”后心血管治疗领域的又一次革命，是 PCI 技术的又一个里程碑。

■ NeoVas 临床数据回顾：有效性和安全性可与 DES 媲美，远期安全性由于国际同类产品

NeoVas 支架的临床研究由沈阳军区总医院韩雅玲院士担任主要研究者，浙江大学医学院附属邵逸夫医院傅国胜教授、中国医学科学院阜外医院徐波教授担任共同研究者，国内近 70 家医疗机构参加了该项研究。

NeoVas 生物可吸收支架三年临床随访数据表明，远期安全性远好于国际同类支架；与金属药物支架相比，在血运重建和安全性方面无统计学差异，但支架降解后患者血管基本恢复至原位血管的弹性，表现出统计学优效，实现了血管的再造，体现了 NeoVas 生物可吸收支架巨大的治疗优势，必将为冠心病患者与医生提供更加卓越、更加丰富的产品与解决方案。

图 1: NeoVas 支架的临床试验方案



资料来源:CIT2018、国信证券经济研究所整理

NeoVas 临床试验主要分为三部分：

- ✓ NeoVas FIM 研究共入组 30 例患者，分别在第 6 个月、2 年、5 年时对患者进行 IVUS、OCT 检查，1 年、3 年时进行 MSCT 检查；
- ✓ NeoVas 随机试验 (NeoVas RCT) 共入组 560 例患者，按 1:1 分为 NeoVas 组、CoCr-EES 组，1 年时对患者进行血管造影检查；

- ✓ NeoVas 多中心注册研究 (NeoVas Registry) 共入组 825 例患者, 分别在第 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年时对患者进行临床观察。
- ✓ NeoVas RCT 的试验组 (280 例) 与 NeoVas Registry (825 例) 共同构成了 NeoVas OPC 单组目标值研究。

**NeoVas RCT 研究: NeoVas 支架与金属支架 Xience 具有相似的安全性和有效性。** 随机对照研究 (RCT 研究) 共有 33 家研究中心参加, 共入组 560 例病例 (试验组 278 例, 对照组 282 例), 对照组为冠脉支架金标准产品雅培 Xience 支架, 现已完成 3 年临床随访。1 年临床随访率 100%, 2 年临床随访率 98.9%, 3 年临床随访率 98.8%。NeoVas RCT 的主要终点为造影结果展示的支架节段内晚期管腔丢失 (LL), 结果显示 NeoVas 组 LL 为 0.14mm, 与 Cocr-EES 组的 0.11mm 无显著性差异 ( $p=0.36$ ), 一年随访即达到非劣效。三年随访结果显示, NeoVas 的不良事件与金属支架 Xience 无统计学差异。研究结果表明: NeoVas 支架系统临床事件的发生率较低, 与金属支架 Xience 具有相似的安全性和有效性。

**表 2: NeoVas RCT 术后 1-3 年临床研究结果**

评价指标	1 年			2 年			3 年		
	NeoVas (N=278)	Xience (N=282)	P 值	NeoVas (N=278)	Xience (N=282)	P 值	NeoVas (N=278)	Xience (N=282)	P 值
靶病变失败 (TLF)	4.3%	3.5%	0.64	5.4%	4.3%	0.54	6.9%	6.1%	0.71
患者水平复合终点 (PoCE)	5.8%	6.4%	0.76	8.0%	7.6%	0.85	11.9%	10.0%	0.49
全因死亡	0.4%	0.4%	1.00	1.1%	0.7%	0.69	2.2%	1.8%	0.74
心源性死亡	0.4%	0.0%	0.50	0.7%	0.0%	0.25	0.7%	0.7%	0.99
全部血运重建	4.7%	5.3%	0.73	6.2%	6.1%	0.98	8.4%	8.3%	0.97
缺血驱动的 TLR	3.2%	2.5%	0.59	4.0%	3.2%	0.64	4.7%	4.7%	0.97
缺血驱动的 TVR	3.2%	3.2%	0.98	4.0%	4.0%	0.99	5.1%	5.4%	0.88

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**NeoVas OPC 研究:** 单组目标值研究 (OPC 研究) 共有 45 家研究中心参加, 共入组 1103 例病例 (包含来自随机对照试验组的 278 例), 现已完成 2 年临床随访, 1 年临床随访率 99.4%, 2 年临床随访率 99.5%。研究结果表明: 1103 例受试者术后 2 年随访结果再一次表明生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统临床事件的发生率很低, 表明 NeoVas 具有较高的安全性和有效性。

**表 3: NeoVas OPC 研究术后评价指标情况**

评价指标	术后 1 年 (n=1103)	术后 2 年 (n=1098)
TLF	3.0%	5.0%
心源性死亡	0.2%	0.5%
TV-MI	1.5%	2.1%
iTLR	1.7%	3.3%
POCE	5.4%	8.3%
全因死亡	0.5%	1.0%
MI	1.8%	2.5%
任何再次血运重建	3.9%	6.3%
iTVR	2.1%	3.8%
支架血栓	0.5%	0.8%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**NeoVas 亚组影像学研究:** 研究将随机对照研究中来自两家牵头单位的全部 166 例病例纳入影像学和功能学分析, 其中试验组和对照组各 83 例。受试者在支架植入前行血管造影、光学相干断层成像 (OCT) 检查, 植入术后行血管造影、OCT 及血流储备分数 (FFR) 检查, 术后 3 年时进行血管造影、OCT 及 FFR 随访, 经过定量冠状动脉造影分析 (QCA)、OCT、FFR 等影像学和功能学分析。研究结果表明: 相对于金属药物支架, NeoVas 生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统植入 3 年后, 具有良好的供血、内膜覆盖效果, 具有理想的可修复性和安全性, 在血管舒张弹性恢复上优于金属药物支架。

NeoVas 支架通过结构优化和新生内膜厚度的匹配设计, 及规范的 PSP 手术操作, 降低了急性、亚急性和极晚期血栓的发生风险, 其发生血栓的概率在全生命周期显著低于 Absorb 支架, 与金属支架无统计学差异。NeoVas 生物

可吸收支架通过支撑期、降解期和康复期后支架完全消失，实现了血管弹性功能的恢复，完成了从“血管再通”到“血管再造”，为预期寿命较长的年轻患者和医生提供了更加丰富的产品和解决方案。

表 4: NeoVas 亚组术后 3 年影像学研究成果

评价指标	试验组	对照组	P 值
<b>QCA</b>			
术后 3 年血管弹性功能 (平均管腔直径变化率)	3.2 ± 3.0%	2.0 ± 2.6%	0.03
<b>OCT</b>			
术后即刻评价支架面积	8.49 ± 2.24 mm <sup>2</sup>	7.81 ± 2.36 mm <sup>2</sup>	0.35
术后 3 年平均支架面积	8.38 ± 2.71 mm <sup>2</sup>	8.21 ± 2.90 mm <sup>2</sup>	0.76
<b>FFR</b>			
术后即刻 FFR	0.92 ± 0.05	0.93 ± 0.05	0.32
术后 3 年 FFR	0.89 ± 0.07	0.90 ± 0.05	0.25

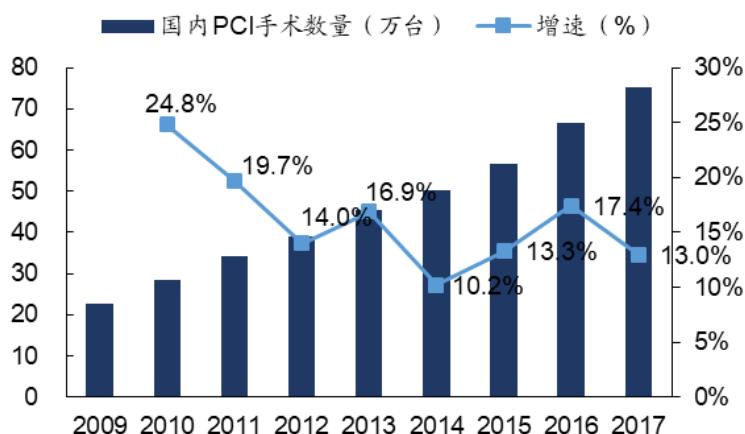
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 技术领先独享创新红利，显著增厚未来业绩

**技术国内领先，有望享有 3 年的市场独占期。**乐普的 NeoVas 生物可吸收支架国内首家获批，国内还有近 10 家企业在进行可降解支架的研发，其中微创医疗的 Firesorb 生物可吸收支架和先健科技的铁基可降解支架最值得关注。2018 年 9 月，微创医疗在 TCT2018 大会上公布了 Firesorb 支架 FUTURE-I 研究（首次用于人体冠心病治疗的安全性、有效性的前瞻性、单组观察临床试验）术后 2 年随访数据，预计 Firesorb 获批上市还需要 2~3 年时间。2018 年 2 月先健科技的铁基可降解支架的 FIM 研究获 CFDA 批准，2018 年 FIM 入组完成。由于需要做 1000 人以上的大临床，预计还需要 3~4 年时间完成临床试验。因此，乐普有望获得 3 年的国内市场独占期，从而快速占领市场，先发优势明显。

**临床推广有一定挑战，乐普在心血管专科渠道优势明显。**根据雅培 Absorb III 和 Absorb China 临床数据经验，可降解支架的临床应用需要严格遵从 PSP 原则（预扩张、参考血管直径、后扩张）的规范操作以及国内医生丰富的临床经验是 NeoVas 支架和 Absorb China 临床试验取得成功的关键因素。因此，乐普的 NeoVas 支架的临床推广也面临一定挑战。但我们认为，NeoVas 支架经过 4 年临床试验，国内 70 余家医疗机构参与，共完成 1400 余例患者的植入手术，部分医生已具备了相当的植入经验，加上国产二代药物洗脱支架已在国内获得广泛应用，PSP 原则和规范操作流程已被大部分主流医生掌握。乐普数年来通过与基础医疗机构共建导管室的方式，提升基础医疗机构的 PCI 手术能力，在国内积累了大量的医生资源和优势渠道，NeoVas 支架的临床推广水到渠成。

图 2: 2009-2017 年国内 PCI 手术量



资料来源:全国介入心脏病学论坛，国信证券经济研究所整理

**国内 PCI 手术量保持稳定增长，NeoVas 支架有望抢占高价竞品的市场份额。**自 2010 年以来，我国 PCI 手术量保持 10%~15% 的稳定增长，患者人均植入支架数量在 1.5~1.6 支之间，呈缓慢下降趋势，国内 PCI 手术和支架使用日益规范。根据第 21 届全国介入心脏病学论坛的最新数据，2017 年我国大陆地区 PCI 手术例数为 75.31 万例，对



应植入支架 110.71 万支，预计未来 3~5 年 PCI 手术仍将保持 13%~16% 左右的增长。我们保守估计未来 5 年国内支架植入数量保持 10%~13% 增长。对照雅培 Absorb 支架在欧洲的推广情况（5 年渗透率超过 15%）和国内患者的支付能力，我们判断未来 5 年 NeoVas 支架对于二代支架的替换率有望达到 8%~10%。

**可降解支架有望为公司贡献巨大业绩弹性。**对照 Absorb 支架在香港地区的定价水平，我们推测 NeoVas 支架国内终端价格可能在 2.5~3.0 万，出厂价 1.0~1.5 万，主要替代对象将是进口高端支架产品并可能对其他国产品牌的销售渠道造成一定冲击。根据公司 2018 年业绩快报，公司实现营收 63.47 亿元，归母净利润 12.34 亿元，以此为基数，我们测算未来 5 年 NeoVas 生物可吸收支架对于公司的营收和净利润增速的年化贡献分别在 6.5%~8.4% 和 16.5%~20.4%，5 年后的净利润规模约 14.1~18.9 亿元。

**表 5: 可降解支架的销售业绩弹性分析**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	相对 2018 年 年化业绩增速 贡献
支架数量(万支)	110.71	125.10	141.37	159.74	178.91	200.38	224.43	
增速		13%	13%	13%	12%	12%	12%	
<b>假设可降解支架在不同渗透率下的销量和收入与利润增量</b>								
假设渗透率 5%			1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	
销量 (万支)			1.4	3.2	5.4	8.0	11.2	
收入 (亿元)			2.0	4.5	7.5	11.2	15.7	4.5%
净利润 (亿元)			1.2	2.7	4.5	6.7	9.4	12.0%
假设渗透率 7.5%			1.5%	3.0%	4.5%	6.0%	7.5%	
销量 (万支)			2.1	4.8	8.1	12.0	16.8	
收入 (亿元)			3.0	6.7	11.3	16.8	23.6	6.5%
净利润 (亿元)			1.8	4.0	6.8	10.1	14.1	16.5%
假设渗透率 10%			2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	
销量 (万支)			2.8	6.4	10.7	16.0	22.4	
收入 (亿元)			4.0	8.9	15.0	22.4	31.4	8.4%
净利润 (亿元)			2.4	5.4	9.0	13.5	18.9	20.4%
假设渗透率 12.5%			2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	
销量 (万支)			3.5	8.0	13.4	20.0	28.1	
收入 (亿元)			4.9	11.2	18.8	28.1	39.3	10.1%
净利润 (亿元)			3.0	6.7	11.3	16.8	23.6	23.8%

资料来源: 国信证券经济研究所整理、预测 (假设可降解支架出厂价 1.4 万元, 净利率 60%)

### ■ 投资建议: 目标价 29.1~34.0 元, 维持“买入”评级

NeoVas 生物可吸收支架重磅产品上市, 为公司业绩的新一轮成长打开空间, 同时极大提升了公司抵御药品集采压力的能力。我们下调盈利预测, 预计 19-20 年公司 EPS 分别为 0.97/1.28 元 (前值为 0.98/1.29 元, 主要由于可降解支架获批时间晚于预期和药品板块收入增速可能受带量采购降价影响), 对应当前股价 PE 为 26.6/20.2x。公司是国内心血管领域龙头, 业绩确定性高, 业务向肿瘤免疫治疗、糖尿病和人工智能等方向快速延伸, 高管团队增持和员工持股计划提供安全边际, 相比于国内其他医药创新企业和医疗器械领域龙头已被低估, 我们认为公司 2019 年合理估值水平在 30~35x, 对应目标价 29.1~34.0 元, 维持“买入”评级。

**表 6: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 2-28	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (18E)	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
600276	恒瑞医药	72.00	2,654	0.87	1.07	1.45	1.87	82.5	67.3	49.7	38.5	20.9	2.3	买入
300760	迈瑞医疗	128.39	1,561	2.13	3.02	3.74	4.58	60.3	42.5	34.3	28.0	39.1	1.5	未评级
600196	复星医药	28.71	736	1.22	1.14	1.40	1.69	23.6	25.2	20.5	17.0	12.3	2.2	买入
000963	华东医药	31.93	466	1.22	1.53	1.92	2.39	26.2	20.9	16.6	13.4	21.2	0.8	买入
300003	乐普医疗	25.95	462	0.50	0.69	0.97	1.28	51.4	37.5	26.6	20.2	14.0	1.0	买入
002422	科伦药业	23.90	344	0.52	0.81	1.02	1.26	46.0	29.4	23.4	19.0	6.3	0.9	买入
600867	通化东宝	14.87	302	0.41	0.46	0.56	0.67	36.2	32.3	26.6	22.2	18.5	1.8	买入
002294	信立泰	24.28	254	1.39	1.47	1.60	1.81	17.5	16.5	15.2	13.4	24.0	1.8	未评级
002223	鱼跃医疗	23.50	236	0.59	0.70	0.87	1.05	39.8	33.6	27.0	22.4	11.3	1.6	买入

300463 迈克生物 19.12 107 0.67 0.81 1.00 1.28 28.5 23.6 19.1 14.9 15.0 1.0 买入

资料来源: 国信证券经济研究所整理、预期(未评级公司采用万得一致预期)

**表 7: 乐普医疗业绩拆分和盈利预测假设**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	备注
<b>营业收入(亿元)</b>	27.69	34.68	45.38	63.47	82.06	101.54	
<b>器械板块</b>	17.96	21.08	25.21	29.22	37.28	46.72	
自产耗材	9.26	10.12	12.33	14.62	20.97	28.46	
支架系统	8.19	9.65	11.71	13.82	16.17	18.76	
可降解支架					4.0	8.9	预计可降解支架 5 年渗透率达到 8%~10%
<b>新型介入诊疗业务</b>	2.72	4.06	4.84	5.56	6.12	6.73	
<b>外科器械</b>	0.61	1.39	2.21	2.65	3.18	3.82	
<b>体外诊断</b>	1.39	2.07	2.78	3.48	4.24	5.09	
<b>代理配送</b>	3.99	3.43	3.06	2.91	2.76	2.63	
<b>药品</b>	8.78	11.55	17.42	30.70	40.98	50.81	
氯吡格雷	1.98	4.42	6.80	11.90	14.28	15.00	
阿托伐他汀钙	0.63	1.67	3.64	8.37	11.29	12.20	
其他制剂	1.08	1.38	3.27	6.54	11.12	18.90	
原料药	5.09	4.08	3.71	3.90	4.29	4.71	
<b>医疗服务</b>	0.85	1.44	2.13	2.74	2.80	2.80	
<b>策略性业务</b>	0.10	0.60	0.61	0.80	1.00	1.20	
<b>增速</b>							
<b>营业收入</b>	66%	25%	31%	40%	29%	24%	
<b>器械板块</b>	22%	17%	20%	16%	28%	25%	
自产耗材	11%	9%	22%	19%	43%	36%	
支架系统	19%	18%	21%	18%	17%	16%	
<b>新型介入诊疗业务</b>	124%	50%	19%	15%	10%	10%	
<b>外科器械</b>		128%	59%	20%	20%	20%	
<b>体外诊断</b>	128%	49%	35%	25%	22%	20%	
<b>代理配送</b>	-12%	-14%	-11%	-5%	-5%	-5%	
<b>药品</b>	391%	32%	51%	76%	33%	24%	受带量采购影响, 下调氯吡格雷和阿托伐他汀钙两产品增速
氯吡格雷		123%	54%	75%	20%	5%	19/20 年预测增速前值为 50%/40%
阿托伐他汀钙		167%	118%	130%	35%	8%	19/20 年预测增速前值为 80%/60%
其他制剂		28%	137%	100%	70%	70%	其他新产品上市有望贡献部分增量
原料药		-20%	-9%	5%	10%	10%	

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理、预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2265	2718	3261	4120
应收款项	1824	2551	3298	4081
存货净额	702	956	1165	1355
其他流动资产	160	222	287	355
<b>流动资产合计</b>	<b>5159</b>	<b>6654</b>	<b>8219</b>	<b>10119</b>
固定资产	1414	1346	1248	1096
无形资产及其他	1313	1261	1210	1158
投资性房地产	4111	4111	4111	4111
长期股权投资	794	1024	1254	1484
<b>资产总计</b>	<b>12791</b>	<b>14396</b>	<b>16041</b>	<b>17969</b>
短期借款及交易性金融负债	1607	1580	1244	800
应付款项	564	767	935	1088
其他流动负债	1046	1480	1921	2351
<b>流动负债合计</b>	<b>3217</b>	<b>3827</b>	<b>4100</b>	<b>4239</b>
长期借款及应付债券	2384	2384	2384	2384
其他长期负债	163	203	233	253
<b>长期负债合计</b>	<b>2547</b>	<b>2587</b>	<b>2617</b>	<b>2637</b>
<b>负债合计</b>	<b>5763</b>	<b>6414</b>	<b>6716</b>	<b>6876</b>
少数股东权益	598	689	817	985
股东权益	6430	7293	8508	10107
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12791</b>	<b>14396</b>	<b>16041</b>	<b>17969</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.50	0.69	0.97	1.28
每股红利	0.16	0.21	0.29	0.38
每股净资产	3.61	4.09	4.78	5.67
ROIC	13%	15%	19%	22%
ROE	14%	17%	20%	23%
毛利率	67%	69%	71%	73%
EBIT Margin	29%	30%	30%	31%
EBITDA Margin	33%	33%	32%	33%
收入增长	31%	40%	29%	24%
净利润增长率	32%	37%	41%	32%
资产负债率	50%	49%	47%	44%
息率	0.6%	0.8%	1.1%	1.5%
P/E	51.4	37.5	26.6	20.2
P/B	7.2	6.3	5.4	4.6
EV/EBITDA	34.4	25.4	19.9	15.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>4538</b>	<b>6347</b>	<b>8206</b>	<b>10154</b>
营业成本	1487	1967	2380	2741
营业税金及附加	69	95	123	152
销售费用	1062	1555	2134	2741
管理费用	613	846	1119	1372
财务费用	107	114	94	59
投资收益	(8)	2	5	5
资产减值及公允价值变动	(58)	(128)	(50)	(50)
其他收入	22	0	0	0
营业利润	1156	1643	2312	3042
营业外净收支	40	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1195</b>	<b>1643</b>	<b>2312</b>	<b>3042</b>
所得税费用	202	279	393	517
少数股东损益	95	130	183	241
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>899</b>	<b>1234</b>	<b>1736</b>	<b>2284</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>899</b>	<b>1234</b>	<b>1736</b>	<b>2284</b>
资产减值准备	32	8	(3)	(7)
折旧摊销	206	186	204	211
公允价值变动损失	58	128	50	50
财务费用	107	114	94	59
营运资本变动	(1327)	(357)	(386)	(444)
其它	33	83	131	175
<b>经营活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>1281</b>	<b>1732</b>	<b>2269</b>
资本开支	(361)	(201)	(101)	(51)
其它投资现金流	(54)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(649)</b>	<b>(431)</b>	<b>(331)</b>	<b>(281)</b>
权益性融资	15	0	0	0
负债净变化	463	0	0	0
支付股利、利息	(282)	(370)	(521)	(685)
其它融资现金流	723	(27)	(336)	(444)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1101</b>	<b>(397)</b>	<b>(857)</b>	<b>(1129)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>355</b>	<b>453</b>	<b>544</b>	<b>859</b>
货币资金的期初余额	1910	2265	2718	3261
货币资金的期末余额	2265	2718	3261	4120
企业自由现金流	(395)	1190	1751	2327
权益自由现金流	792	1069	1336	1834

## 相关研究报告

- 《乐普医疗-300003-2018 年业绩预告点评：业绩持续高增长，降糖产品快速推进》 ——2019-02-01  
 《乐普医疗-300003-2018 年三季报点评：业绩持续高增长，期待可降解支架获批》 ——2018-10-30  
 《乐普医疗-300003-2018 年半年报点评：业绩保持高速增长，员工持股计划启动》 ——2018-08-14  
 《乐普医疗-300003-2017 年报点评：业绩符合预期，中长期增长动力充足》 ——2018-03-13  
 《乐普医疗-300003-重大事件快评：双喜临门凸显前瞻眼光》 ——2018-02-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032