

业绩高增势头延续，里程碑式布局三代胰岛素

——乐普医疗（300003）三季度点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布2017年三季报。2017年1-9月公司实现营收32.90亿元，同比增长30.34%；实现归属上市公司股东净利润7.38亿元，同比增长35.83%；实现扣非归母净利润6.98亿元，同比增长30.93%。实现EPS 0.415元。其中，2017年第三季度，公司实现营收11.08亿元，同比增长30.54%；实现归母净利2.43亿元，同比增长46.28%；实现扣非归母净利2.07亿元，同比增长28.03%，实现EPS 0.136元。

报告期内公司业绩保持高速增长，主要系医疗器械板块及药品板块销售规模扩大所致。其中，医疗器械板块中自产耗材、IVD及外科产品均保持稳定增长；药品制剂业务保持高速增长。

财务方面，报告期内销售费用同比增长63.30%，剔除合并范围变化后增幅58.17%，主要系药品销售平台整合、销售团队配置布局、市场推广投入增加及两票制高开所致；财务费用同比增长86.76%，主要系融资成本提升及利息支出增加所致；非经常性损益同比增长281.85%，主要系子公司收到政府奖励资金所致；税金及附加同比增长61.11%，剔除口径变化因素后增幅33.87%，主要系销售扩大所致；

此外，公司发布公告：（1）拟使用自有资金5.4亿元，通过项目里程碑节点、分次股权收购的方式，收购博螯生物75%股权。（2）全资子公司维康通达拟使用自有资金1.02亿元增资北京锵镜，获得其51%股权并实现控股。（3）拟使用自有资金5000万元，参与设立深圳证鸿医疗健康创业投资基金。

2. 我们的分析与判断

（一）器械板块保持稳定增长

报告期内器械板块在自产耗材、体外诊断和外科业务的带动下保持稳定增长。我们预计公司器械板块业绩增速接近20%，主要系（1）自产耗材保持稳定增长。其中支架业务通过调整产品结构保持稳定增长，目前Nano架占比约46%，预计全年占比提升至50%，此外，公司基层医院共建业务不断推进，其合作介入导管室中大部分器械耗材份额被公司掌握。（2）IVD平台布局不断完备，保持较快增长。2017年7月公司已完成恩济和63.65%股权的收购，IVD平台布局进一步完善，未来有望借助渠道优势保持高增长。（3）外科业务保持可持续快速发展。公司自收购宁波秉琨63.05%股权后，以吻合器为切入点进入

乐普医疗(300003.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoyi@chinastock.com.cn)

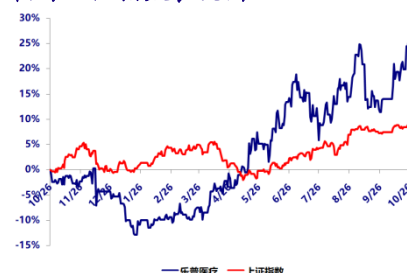
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-10-26

A股收盘价(元)	23.08
A股一年内最高价(元)	24.05
A股一年内最低价(元)	16.27
上证指数	3407.57
市盈率	51.60
总股本(万股)	178165.29
实际流通A股(万股)	141166.39
限售的流通A股(万股)	36998.90
流通A股市值(亿元)	325.81

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 2017-9-14 乐普医疗事件点评：Absorb 停售非产品问题，坚定看好 NeoVas 光明前景
2. 2017-8-29 乐普医疗半年报点评：业绩增速符合预期，继续看好逻辑不变
3. 2017-5-25 乐普医疗事件点评：拟不超1.4亿美元增资乐普欧洲，加快海外研发及并购步伐
4. 2017-4-27 乐普医疗一季报点评：业绩维持高速增长，全产业链布局成长性确定
5. 2017-4-14 乐普医疗深度报告：布局完备的心血管健康全生态平台型龙头腾飞在即

外科医疗器械领域。目前内部磨合期已基本结束，核心产品腔内切割吻合器销售业绩大幅提升，未来将通过学术推广和品牌建设等方式保持业绩可持续快速发展。

看好未来器械板块业绩提速。(1) NeoVas 有望 2018 年获批，且 Absorb 停售长期来看对公司构成利好，获批后有望带动业绩跨越式增长。(2) 双腔起搏器今年为导入期，明年起有望成为新的盈利增长点。截至 8 月底已在 27 个省份完成上市后临床试验病例植入，且已在河南、陕西等 13 个省份中标，预计全年中标省份将进一步扩大。我们预计今年全年销售不超过 3000 枚，未来将凭借价格和品质优势不断提高市场占有率，2018-2020 年计划分销销售 1 万、1.5 万和 2 万台，市占率分别为 12%、17% 和 20%，成为新的盈利增长点。**(3) 平台式布局渠道优势助力 IVD 业务高速增长。**公司器械业务已覆盖 95% 以上医院，IVD 有望借助渠道优势，在以 POCT、血栓弹力图仪等重点产品的带动下，呈现高增长态势。**(4) 左心耳封堵器研发进展顺利。**目前临床植入已完成，1 年随访工作接近尾声，处于数据整理阶段，产品有望 2018 年获批，市场竞争格局良好。

(二) 药品板块凭借创新商业模式保持高速增长

药品板块凭借销售渠道差异化管理和精准营销策略保持高速增长。终端医院药品销售数据显示 2017 年 1-8 月乐普药业整体营收增速 41.7%，考虑到公司产品主要销往基层医疗机构和零售药店，我们预计氯吡格雷实际业绩增速超过 50%。此外，我们估计阿托伐他汀继续保持 100% 以上增速，降压药增速约 30%。叠加原料药业务结构优化的原因，我们认为公司药品板块整体增速维持在 50% 左右，主要原因如下：**(1) 塑造品牌效应，建立完备营销网络。**公司持续推进“医疗机构+零售药店+第三终端”的药品营销网络建设工作，已在全国 31 个省份建立营销网络，销售人员超过千人。**(2) 销售渠道差异化管理，掌控基层医疗机构和药店终端。**对于基层医疗机构，公司积极组织学术推广，并消部分地区省级代理，削弱代理商的作用，为产品放量和提价创造空间；对于药店终端，公司通过药店销售人员培训，塑造良好品牌形象。**(3) 针对不同品种实施精准营销策略。**对于氯吡格雷和阿托伐他汀，以临床机构和 OTC 为主，第三终端为辅的策略；对于缬沙坦，则以 OTC 和第三终端为主，临床机构为辅的销售策略。此外，**公司积极推进一致性评价工作：**氯吡格雷预计在今年底完成 BE 试验，稳定性试验完成 80% 以上，明年 3-4 月申报；阿托伐他汀 BE 试验已完成，预计年底完成稳定性试验，有望国内第一家完成；苯磺酸氨氯地平 9 月进入 BE 试验，预计明年年中前后完成申报。

未来药品板块有望量价齐升。公司药品板块涵盖多款重磅心血管药品，未来有望量价齐升：**(1) 核心品种招标工作取得突破。**氯吡格雷已在北京、黑龙江等 23 个省份中标，阿托伐他汀已在北京、黑龙江等 21 个省份中标，相比上一轮取得突破性进展；**(2) 销售团队持续扩充，主力药店 OTC 销售团队已覆盖全国过半活跃药店，未来放量可期。**零售药店市场是在国家推进公立医院改革，药品零加成及严控药占比的政策环境下最具增长潜力的市场。公司着重在 OTC 市场发力，目前大型连锁药店覆盖率已超过 52%，活跃药店覆盖率超过 60%，且未来将继续拓展。**(3) 公司终端资源优势明显，两票制后低开转高开有望提升利润。**

(三) 收购博螯布局三代胰岛素，看好与前期布局协同加速城市地区进口替代，并有望凭借渠道优势导入基层市场

公司拟收购博螯生物 75% 股权，实现糖尿病治疗领域的里程碑式布局。公司公告拟使用自有资金 5.4 亿元，通过项目里程碑节点、分次股权收购的方式，收购博螯生物 75% 股权。博螯生物的二、三代胰岛素原料药及制剂品种，已突破胰岛素的高难度生产壁垒，收率和纯度均已达到行业领先水平。目前公司的甘精胰岛素正处于 III 期临床试验阶段(登记号 CTR20170410，样本数 500 人)，依约定，甘精胰岛素应于 2018 年 12 月 31 日前报产。门冬胰岛素应于 2017 年 12 月 31 日前申报临床。公司对博螯的股权收购方案如下：

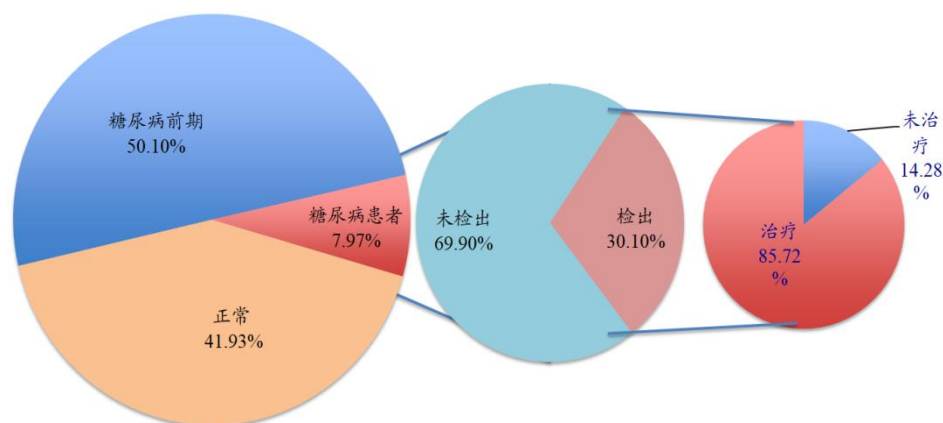
表 1. 公司通过项目里程碑节点、分次股权收购博螯生物的计划

股权收购节点	金额(万元)	获得股权	条件
第一次	2164	20%	另投资 7836 万元用于临床研究
第二次	12000	20%	无
第三次	12000	15%	甘精胰岛素完成临床试验并报产
第四次	20000	20%	取得甘精胰岛素原料药与注射用生产批文，并通过 GMP 审核且有合格产品可上市销售

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我国糖尿病患者人群基数大，用药水平极低，形势不容乐观。我国糖尿病患病情况不容乐观，据 IDF 统计，2015 年全球糖尿病患者总数为 4.15 亿，我国糖尿病患者人数达 1.096 亿，占全球患者总数的 26%。同时，我国有超过 50% 的人口为糖尿病前期患者，即已发生 IFG（空腹血糖受损）和 IGT（糖耐量减低），是易患糖尿病的高危人群。此外，我国糖尿病患者检出率仅 30.1%，治疗率约 25.8%。并且我国糖尿病用药水平极低：据 IDF 统计，2015 年我国糖尿病用药市场规模约 414 亿元，其中胰岛素 176 亿元。而全球糖尿病用药市场规模约 600 亿美元，胰岛素占 342 亿美元。我国糖尿病用药市场规模占全球约 10%，胰岛素市场规模仅占全球约 7%，相比于我国超过全球 1/4 的糖尿病患者，用药水平极低，糖尿病治疗市场潜力巨大。

图 1：2013 年我国糖尿病患者检出情况

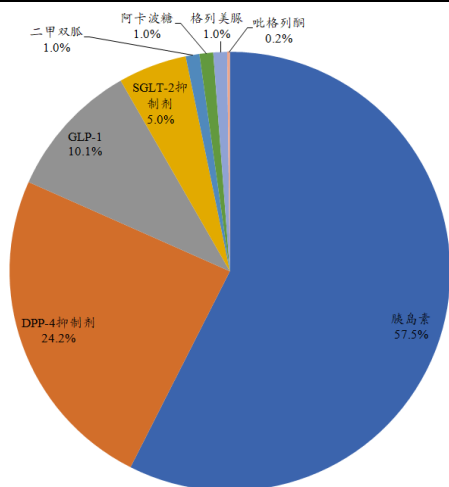


资料来源：JAMA，中国银河证券研究部

胰岛素是中后期糖尿病患者的必须用药，市场潜力巨大。三代胰岛素凭借血糖控制更好、低血糖风险更低等优点主导城市市场，基层地区仍以二代胰岛素为主。根据糖尿病治疗指南，糖尿病患者病程前期主要依靠口服降糖药物，必要时辅助胰岛素进行控制。

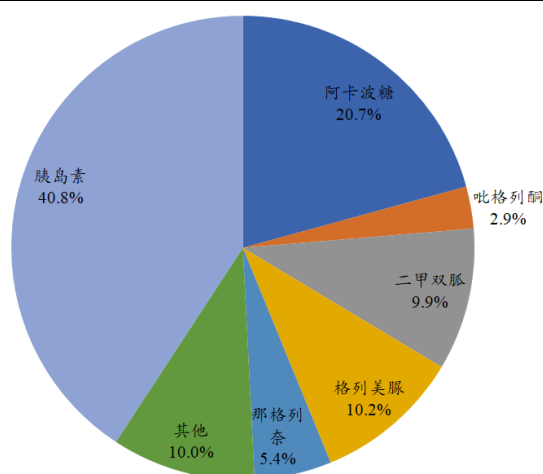
随着病程推进，中后期需依赖胰岛素类药物进行治疗。因此胰岛素在糖尿病用药市场占据较大份额，全球占近 60%，国内略低约 40%。目前胰岛素历经三代发展，第一代胰岛素为动物胰岛素，因其效果较差，存在免疫原性等副作用，已逐渐退出市场；第二代胰岛素为重组人源胰岛素，其解决了动物胰岛素免疫反应的问题，且价格相对有优势，但存在起效慢、作用持续时间短等缺点，不能模拟生理性胰岛素分泌模式；第三代胰岛素为胰岛素类似物，即对胰岛素肽链进行修饰，使其生理特性更接近人体自身分泌，相对前两代胰岛素具有血糖控制更好、低血糖风险更低、注射时间更灵活等优势，但价格相对昂贵。目前我国城市地区胰岛素市场以三代胰岛素为主，基层地区以二代胰岛素为主，未来随着人们生活水平的提高和医疗保健意识的加强，三代胰岛素市场潜力巨大。

图 2：2015 年全球糖尿病用药市场格局



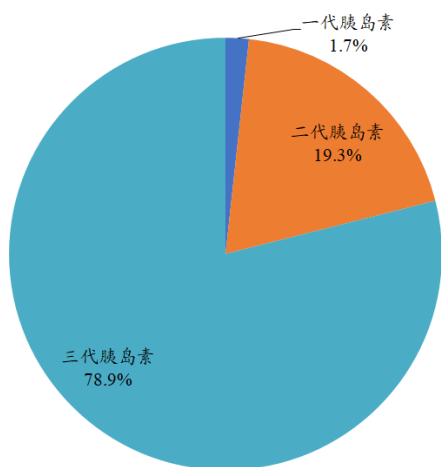
资料来源：中国银河证券研究部

图 3. 2017H1 国内样本医院糖尿病用药市场格局



资料来源：PDB，中国银河证券研究部

图 4. 2017H1 国内样本医院胰岛素市场格局

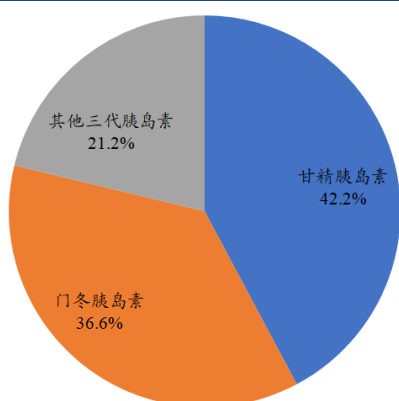


资料来源：PDB，中国银河证券研究部

注：PDB 无法完全反应基层用药情况且基层以二代胰岛素为主，因此实际二代胰岛素市场份额会更高

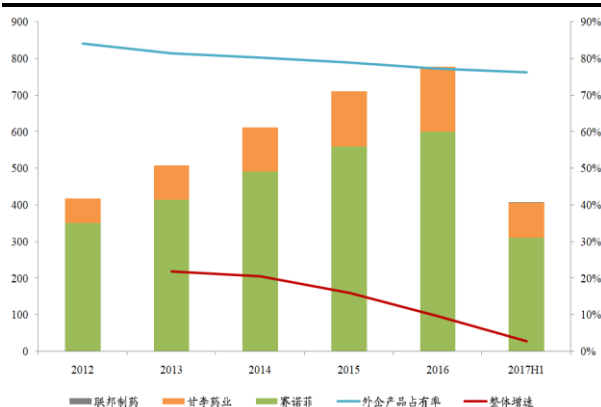
国内三代胰岛素市场以甘精和门冬胰岛素为主且被外企垄断，公司产品若成功上市有望与前期布局协同加速城市地区进口替代，并有望通过渠道优势导入基层市场。目前国内甘精和门冬胰岛素在研企业较多，绝大多数已进入 III 期临床，我们认为国内市场进口替代空间巨大。据 PDB 统计，2017 年上半年样本医院甘精胰岛素销售额 4.06 亿元，同比增长 2.7%，赛诺菲安万特占据 76% 的市场份额，相比 2012 年有所下滑。门冬胰岛素销售额 3.51 亿元，同比增长 5.4%，且市场份额被诺和诺德垄断。公司收购博螯生物后，若三代胰岛素能成功上市，将凭借前期布局和基层销售渠道优势导入城市和基层市场：（1）有望与 Lejet 等前期布局发挥协同作用加速城市市场进口替代。公司前期已在糖尿病慢病管理领域进行布局，包括智能血糖仪、血糖管理 APP、无针注射器 Lejet 和降糖药艾塞那肽（报生产待批）等。其中 Lejet 具有创新优势，其机理为通过注射器内压力装置产生高压，推动药管中胰岛素经过微孔形成液体柱，瞬间穿透皮肤到达皮下，进行弥散给药。与传统注射方式相比具有弥散吸收、平稳控糖、避免感染等优势，长期使用可显著降低胰岛素用量，提高胰岛素利用率，且注射过程中疼痛感明显降低，可显著增加患者依从性。由于城市地区消费水平较高，我们认为未来公司三代胰岛素产品可与前期布局形成协同作用，加速城市地区三代胰岛素的进口替代。（2）有望凭借基层渠道优势导入基层市场。截至 2017 年半年报，公司已签约基层药店诊所 479 家，其中投入运营 255 家，日均接诊量超过 600 万人次。且组建的医疗机构和药店 OTC 推广团队超过 1500 人，以向基层医院医生和药店销售人员进行学术推广的方式，成功覆盖了国内基层医疗机构和药店终端。公司三代胰岛素上市后将凭借渠道优势顺利导入基层市场。

图 5. 2017H1 国内样本医院三代胰岛素用药格局



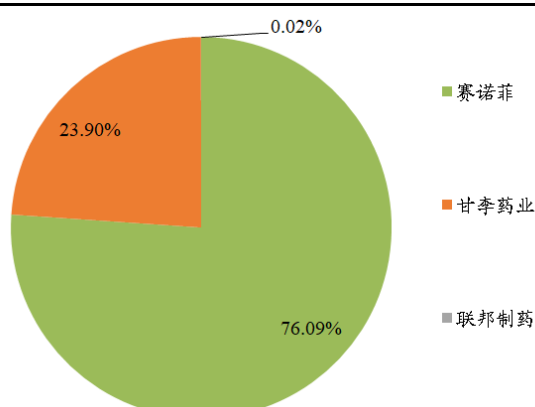
资料来源：PDB，中国银河证券研究部

图 6：样本医院甘精胰岛素销售额（百万元）及增速



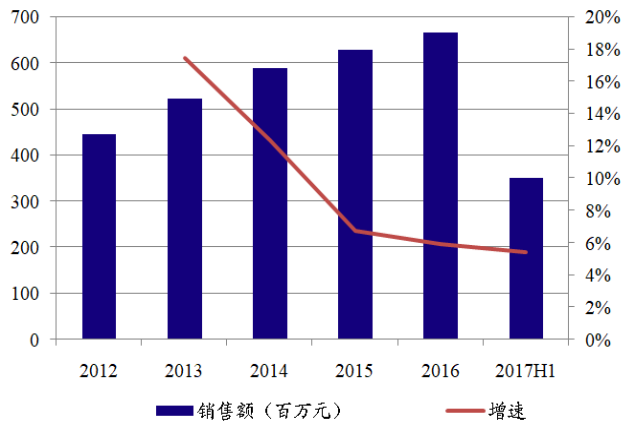
资料来源：PDB，中国银河证券研究部

图 7. 2017H1 国内甘精胰岛素市场竞争格局



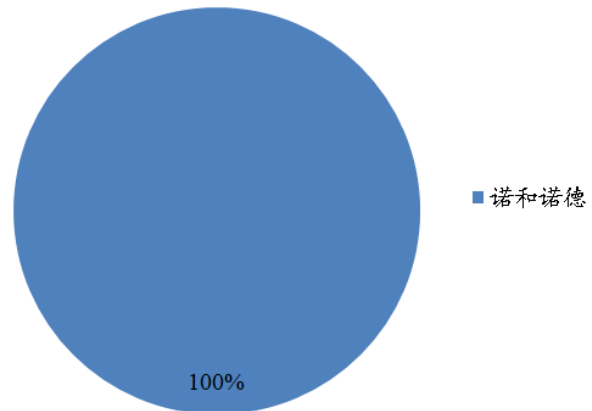
资料来源：PDB，中国银河证券研究部

图 8: 样本医院门冬胰岛素销售额及增速



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

图 9. 2017H1 国内门冬胰岛素市场竞争格局



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

表 2. 国内甘精、门冬胰岛素在研企业及研发进度

药品	国内在研企业	研发进展	药品	国内在研企业	研发进展
甘精胰岛素	通化东宝	III 期临床	门冬胰岛素	甘李药业	III 期临床
	宜昌东阳光长江药业	III 期临床		通化东宝	III 期临床
	博螯生物	III 期临床		海正药业	III 期临床
	新时代药业	III 期临床		联邦制药	I 期临床
	海正药业	III 期临床			
	江苏万邦生化	III 期临床			

资料来源: 药智网, 中国银河证券研究部

(四) 投资北京铂镜强化北京销售渠道, 提前布局器械两票制

北京铂镜在北京地区渠道优势明显。公司公告全资子公司维康通达拟使用自有资金 1.02 亿元增资北京铂镜, 获得其 51% 股权并实现控股。北京铂镜是一家专注于代理销售外科类医疗器械产品的公司, 主要配送给北京和河北等地医院, 在北京拥有较多医院配送渠道, 且在部队医院和“首医系”医院拥有非常良好的业务关系, 目前直接配送的医院共 31 家, 通过二级配送商配送的医院共 12 家。按约定, 首先铂镜现任二股东庞春燕实现对铂镜 100% 控股, 随后与维康通达共同增资, 完成后北京铂镜注册资本增至 2 亿元, 庞春燕持有 49% 股权, 维康通达持有 51% 股权。

控股北京铂镜将助力公司器械流通配送平台建设, 加速外科产品放量, 并探索器械两票制下的新营销模式。北京铂镜及庞艳春承诺 2018 年 12 月 31 日前, 北京外科产品医院客户覆盖率不低于 80%; 承诺 2018-2020 年销售额分别为 2 亿、3.5 亿、5 亿; 承诺不进行外科产品同业竞争。考虑到维康通达是公司未来的医疗器械流通配送平台, 且已在北京市药监局备案。我们认为 (1) 投资北京铂镜将强化外科产品在京销售渠道, 巩固北京市场占有率。(2) 助力探索两票制下医疗器械的新营销模式。本次投资系提前布局即将到来的器械两票制, 有助于实现外科器械细分市场的经验积累, 以探索两票制下医疗器械的新营销模式。

（五）拟参设医疗健康创投基金，助力提升并购能力，寻找优质标的

拟参设基金侧重于心脑血管植介入等医疗器械细分领域未上市优质公司的私募股权投资，有助于提升公司并购能力、寻找优质标的。公司公告拟使用自有资金 5000 万元，参与设立深圳证鸿医疗健康创业投资基金，该基金总募集规模不超过 2 亿元，主要侧重于心、脑血管植介入器械、眼科器械、新型生物医用材料、医疗人工智能、体外诊断等医疗器械细分领域未上市优质企业的私募股权投资。我们认为公司非常擅长并购整合，此次参设将进一步提升公司在国内医疗健康领域的并购能力，并助力寻找符合公司未来发展战略的医疗器械细分领域优质标的，进一步丰富产品结构，保持技术领先优势。

（六）Absorb 停售非产品问题，坚定看好 NeoVas 光明前景

Absorb II/III 临床不良事件率上升系未遵循操作原则，并非产品问题。由于全降解支架（BVS）较厚，在植入中需遵循**血管尺寸选择（RVD ≥ 2.25mm）**和**PSP 原则**，且 PSP 中充分预扩尤为**重要**，可有效降低不良事件发生率。我们深入研究了 ABSORB 系列（II/III/Japan/China）RCT 试验发表在《New England》、《Lancet》等顶级医学学术期刊的成果，发现与 ABSORB II/III/Japan 相比，ABSORB China 的 3 年随访结果最好，BVS 组和 DES 组间的靶病变失败率、支架内血栓率均无显著性差异，证实 BVS 非劣效性。我们认为主要有以下原因：（1）**ABSORB China 入组患者病变部位血管直径尺寸最符合 BVS 植入要求**。与 ABSORB II/III/Japan 组相比，ABSORB China 参考血管直径（RVD）均值最大，且患者间血管尺寸相差最小；（2）**ABSORB China 最严格遵循 PSP 原则，尤其是满足“充分预扩张”要求**。ABSORB III 的预扩张率和扩张压力未知。ABSORB II 虽然预扩率达 100%，但扩张压力未知。ABSORB Japan 预扩张率为 100%，但预扩压力在 BVS 和 DES 组间无显著差异，且低于 ABSORB China。ABSORB China 真正做到充分预扩，预扩张率接近 100%，且 BVS 组预扩张压力显著高于 DES 组。

表 3. ABSORB 系列 RCT 试验受试者情况、PSP 原则执行情况及 2-3 年随访结果

	Absorb II			Absorb III			Absorb Japan			Absorb China		
	BVS 组	DES 组	p 值	BVS 组	DES 组	p 值	BVS 组	DES 组	p 值	BVS 组	DES 组	p 值
受试者情况												
患者数量	335	166		1322	686		266	134		238	237	
血管病变数	364	182		1385	713		275	137		251	252	
RVD（mm）	2.59±0.38	2.63±0.4	0.36	2.67±0.45	2.65±0.46	无显著差异	2.72±0.44	2.79±0.46	0.11	2.81±0.03	2.82±0.03	0.83
PSP 原则												
预扩张率	100%	99%	0.11	未提供相关数据			100%	100%	1	99.6%	98.0%	0.22
预扩张压力 （atm）				未提供相关数据			11.6±3.8	11.9±3.7	0.52	12.4±3.3	11.8±3.3	0.04
后扩张率	61%	59%	0.67	65.6%	51.2%	<0.001	82.2%	77.4%	0.25	63.00%	54.40%	0.05
后扩张压力 （atm）				未提供相关数据			15.5±4.2	16.0±3.9	0.24	16.8±3.8	16.9±3.4	0.69
过程中最大扩张压力(atm) [§]	14.23±3.43	15.03±3.33	0.01	15.4±3.0	15.4±3.2	0.83						
随访结果												

	3 年随访结果			2 年随访结果			2 年随访结果		3 年随访结果		
TLF	10%	5%	0.04	10.9%	7.7%	0.03	6.5%	3.8%	5.5%	4.7%	0.68
RVD≥2.25mm TLF				9.4%	7.0%	无显著差异					
支架内 血栓率							3.1%	1.5%	0.9%	0	0.5

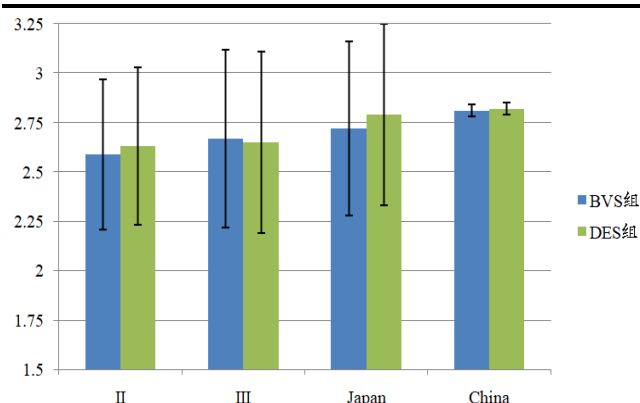
资料来源:《The New England Journal of Medicine》,《The Lancet》, 中国银河证券研究部

注: RVD: 参考血管直径-Reference Vessel Diameter; TLF: 靶病变失败率-Target Lesion Failure;

数字表示方法: 均值±标准差, $p < 0.05$ 为具有显著性差异。\$: 代表植入前/中/后扩张中最大球囊直径/扩张压力。

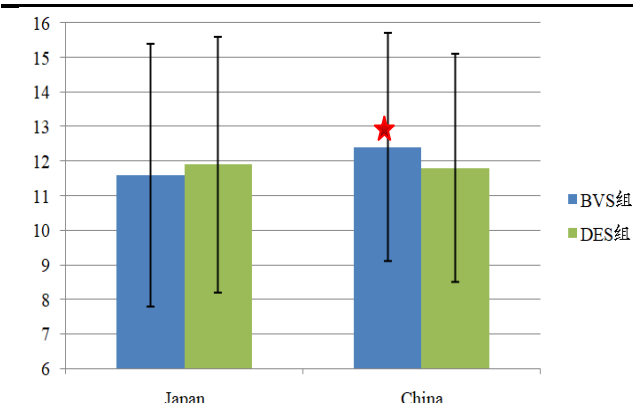
详细数据及分析请见前期报告《Absorb 停售非产品问题, 坚定看好 NeoVas 光明前景》

图 10: ABSORB 受试者参考血管直径 (mm) 对比



资料来源: 柳叶刀, 新英格兰, 中国银河证券研究部

图 11: ABSORB Japan/China 预扩张压力 (atm) 对比



资料来源: 柳叶刀, 新英格兰, 中国银河证券研究部

*: ABSORB China 中 BVS 组预扩压力显著高于 DES 组 ($p < 0.05$)

因此我们认为雅培 Absorb 不良事件率上升并非产品技术问题, 而是由于其只是经验性地提出 PSP 原则, 却忽略培训医生相关的理论依据和判据, 导致医生在临床 BVS 植入是依从性差, 抑或未满足“充分”、抑或未满足“预扩”要点, 且忽略患者血管尺寸选择问题。相比之下, ABSORB China 具有后发优势, 严格遵守血管尺寸选择和 PSP 原则, 因此 3 年随访结果证实非劣效性。

雅培 Absorb 在商业推广中出现战略性失误, 且 DES 主战场面临被侵吞风险, 停售系商业行为。Absorb 在技术层面无任何问题, 2016 年经 FDA 批准进入美国市场时, 安全性方面 9 票赞成、1 票反对; 有效性方面 10 票赞成; 获益-风险方面 9 票赞成、1 票弃权。我们认为 Absorb 停售主要系 2 方面原因: (1) 产品商业推广出现战略性失误。即忽略 BVS 对于患者的巨大长期收益, 任由舆论将不良事件发生率作为 BVS 的主要判据, 在患者中形成较差印象。(2) DES 支架市场面临被波科抢占风险。雅培支架系统产品全年销售额近 26 亿美元, Absorb 占比不到 1%, 且研发和推广成本远高于 DES。随着波科 Synergy 支架的迅速推广, 雅培 DES 市场份额面临被抢占风险。因此雅培在“前路不明, 后有追兵”的窘境下, 停售 Absorb 并研发下一代 BVS, 将精力集中在 BVS 主战场。

长期来看, Absorb 停售事件对公司构成利好, 坚定看好 NeoVas 光明前景。NeoVas1 年非劣效结果充分证实其有效性和安全性, 我们认为虽然雅培事件短期内对公司构成部分舆论负面影响, 但长期来看构成利好: (1) NeoVas 将独享国内 BVS 市场。BVS 市场空间广阔, 虽然推广成本加大, 但可加强医生黏性, 预计未来 3 年公司有望独享国内市

场。(2) NeoVas 国际化进程加快。Absorb 在台湾、香港、东南亚、印度及欧洲市场拥有一定的医生和患者人群。未来 NeoVas 通过 CE 认证后,可填补上述市场空缺,满足临床需求。(3) 为 Nano 支架欧洲市场放量带来机会。5 年前 Nano 支架在欧洲的临床试验结果良好,但当时公司判断 BVS 是未来发展趋势,因而暂停 Nano 在欧洲的临床和推广工作。现在 Absorb 退市,亦为 Nano 国际市场推广带来机会。

对于 Absorb 停售对公司影响的详细分析,请见我们前期的点评报告《Absorb 停售非产品问题,坚定看好 NeoVas 光明前景》。

3. 投资建议

公司已初步完成由心血管器械龙头向心血管健康全生态平台型企业的转型。我们认为公司的心血管器械产品线齐全,未来 2 年具有填补国产空白里程碑式意义的新品陆续获批,有望乘医保控费东风加速进口替代过程,实现业绩跨越式增长;公司通过外延式并购进入心血管用药领域,目前在抗凝、降压、降脂和降糖领域的布局已基本完备,获得的药品自身极具成长潜力,且销售团队推广能力强,基层渠道优势明显,未来有望量价齐升;同时公司在医疗服务和新型医疗领域的布局亦将加速销售渠道下沉,促进各细分业务协同发展。公司业绩将维持高增长态势,我们暂不上调盈利预测,预计 2017-2019 年归母净利为 9.17/13.17/17.37 亿元, EPS 为 0.51/0.74/0.97 元,对应 PE 为 45/31/24 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

外延式并购整合不及预期、研发进度不及预期、器械注册不及预期、药品招标降价风险

附表 1. 主要财务指标

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1668.64	2768.72	3467.75	4501.36	6247.04	8123.20
营业收入增长率	28.03%	65.93%	25.25%	29.81%	38.78%	30.03%
净利润(百万元)	423.19	520.89	679.26	916.81	1317.14	1736.91
净利润增长率	17.02%	23.09%	30.40%	34.97%	43.67%	31.87%
EPS(元)	0.24	0.29	0.38	0.51	0.74	0.97
P/E	97.17	78.94	60.54	44.85	31.22	23.67
P/B	13.09	8.55	7.43	6.56	5.62	4.73
EV/EBITDA	31.25	22.76	36.72	26.29	19.61	15.47

资料来源:中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1668.64	2768.72	3467.75	4501.36	6247.04	8123.20
减: 营业成本	608.28	1236.94	1354.14	1755.53	2405.11	3127.43
营业税金及附加	20.74	30.72	48.62	63.12	87.59	113.90
营业费用	341.34	432.17	638.06	829.37	1170.57	1526.85
管理费用	180.39	347.34	476.54	603.18	830.86	1080.39
财务费用	-10.52	29.49	57.42	60.58	37.77	9.20
资产减值损失	13.14	16.83	26.54	28.00	37.00	46.00
加: 投资收益	1.59	8.81	-2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	516.86	684.04	864.21	1161.58	1678.14	2219.43
加: 其他非经营损益	19.77	16.90	26.75	24.12	25.32	26.92
利润总额	536.64	700.94	890.96	1185.70	1703.46	2246.35
减: 所得税	84.40	104.95	144.25	177.86	255.52	336.95
净利润	452.24	595.99	746.71	1007.85	1447.94	1909.40
减: 少数股东损益	29.04	75.10	67.45	91.04	130.80	172.48
归属母公司股东净利润	423.19	520.89	679.26	916.81	1317.14	1736.91
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	449.69	1690.58	1699.40	2050.91	2703.07	3736.82
应收和预付款项	958.72	1414.06	1481.55	2243.18	2888.28	3742.86
存货	249.70	518.56	574.16	696.75	1044.42	1219.67
其他流动资产	0.04	17.80	173.10	173.10	173.10	173.10
长期股权投资	160.06	268.63	560.40	560.40	560.40	560.40
投资性房地产	17.20	66.89	100.91	89.08	77.25	65.42
固定资产和在建工程	727.51	1005.40	1164.35	955.45	737.55	510.65
无形资产和开发支出	934.07	2404.46	2782.74	2696.32	2609.89	2523.47
其他非流动资产	254.73	140.30	708.00	689.80	677.46	696.36
资产总计	3751.71	7526.68	9244.61	10154.99	11471.41	13228.74
短期借款	235.00	600.43	649.66	400.01	200.01	0.00
应付和预收款项	224.12	764.91	621.88	887.49	1145.99	1439.99
长期借款	0.00	310.00	1323.75	1323.75	1323.75	1323.75
其他负债	0.00	512.73	636.00	709.60	789.60	899.60
负债合计	459.12	2188.07	3231.28	3320.85	3459.34	3663.34
股本	812.00	871.79	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
资本公积	752.77	1951.39	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40
留存收益	1577.80	1983.72	2608.35	3338.13	4385.25	5766.10
归属母公司股东权益	3142.56	4806.90	5534.40	6264.18	7311.31	8692.15
少数股东权益	150.03	531.71	478.93	569.97	700.76	873.24

股东权益合计	3292.59	5338.61	6013.32	6834.14	8012.07	9565.40
负债和股东权益合计	3751.71	7526.68	9244.61	10154.99	11471.41	13228.74
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	348.75	430.16	688.70	840.58	1147.12	1585.73
投资性现金净流量	-688.65	-1216.46	-1438.73	9.68	13.52	12.98
筹资性现金净流量	129.90	2103.11	777.93	-498.76	-508.49	-564.96
现金流量净额	-210.99	1319.13	30.38	351.51	652.16	1033.75

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn