



2018 年 4 月 12 日

证券研究报告

公司研究

医疗器械 III / 医疗器械 II / 医药生物

乐普医疗 (300003)

—— 心血管产业链平台协同效应显著，抗肿瘤平台全面建设

主要观点：

◆**公司主要业务情况。**公司通过内生式发展和外延式扩张，逐步形成了医疗器械、医药产品、医疗服务和新型医疗业态四大业务板块，公司着力打造的心血管大健康全产业链生态已逐步完善。2017 年 4 季度开始公司全面建设抗肿瘤平台，打造以心血管健康为主、抗肿瘤平台为辅的“心血管+肿瘤”一大一小两个平台。2017 年，公司实现营业收入 45.38 亿元，医疗器械占比 55.57%，药品占比 38.39%，较上年提升 0.53 个百分点，当前医疗器械和药品是公司主要收入来源。公司的发展过程伴随着大规模并购，并购整合的成功实施非常关键，公司从源头上掌控未来管理。

◆**夯实器械业务基础，步入 AI 医疗器械领域，重磅创新产品有望梯次上市。**1) 2017 年公司无载体药物洗脱支架系统销售收入同比增长 33.85%。公司 Nano plus 支架在 2017 年第四季度实现全国所有省份的全覆盖。高值耗材的进口替代有望加速，公司市场份额有望进一步提升。公司全降解血管支架 NeoVas 是继金属药物洗脱支架后的全新一代产品，已获准优先办理注册审批，公司预计有望 2018 年获得生产注册。我们假设 2020 年可降解支架替换率达到 12%，届时全降解支架植入量将达到 15 万个，销售额达到 44.85 亿元的市场规模，将是公司未来两年业绩增长核心驱动力。公司心电图自动分析和诊断系统 AI ECG Platform，在诊断心律失常、心脏激动传导异常方面准确性达到 95%以上，可堪比心电图医学专家水平，公司正在申请 AI-ECG Platform FDA 注册，并积极推进国内 CFDA 和欧盟 CE 的注册工作，有望 2018 年取得 FDA 注册；双腔起搏器完成 21 个省级招标工作，同时该产品已纳入京津冀区域联盟采购目录；心脏封堵器

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	17.82 亿股
流通股本	14.12 亿股
ROE（摊薄）	13.98%
每股净资产	3.61 元
当前股价*	33.44 元

注：上述财务数据截止 2017 年年报
*4 月 10 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



销售额保持稳定，积极加快产品战略迭代，左心耳封堵器预计 2018 年四季度申请注册，在 2019 年底有望获得生产注册。2) 血管造影机推广促进基层医院介入诊疗及心血管科室合作业务；3) 体外诊断切入生化诊断领域；4) 吻合器销售业绩大幅提升，2017 年，吻合器等外科器械实现营业收入 22,092.48 万元，同比增长 59.17%。5) 用于建设全降解 NeoVas 支架、心电图自动分析和诊断系统 AI ECG Platform 和医用床旁检测设备及十几个种类的家用智慧医疗器械国际化产业基地已开工建设。

◆药品覆盖心血管疾病全领域，已成为公司业绩增长第一驱动力。1) 公司已初步完成了心血管疾病治疗领域的药品布局，产品覆盖整个降血脂、降血压、降血糖、抗凝和抗心衰等心血管疾病治疗领域。这些产品包括 100 亿市场空间的超级重磅产品 3 个，分别为正在销售的抗凝药硫酸氢氯吡格雷及降血脂用药阿托伐他汀钙，和临床试验接近尾声的甘精胰岛素注射液；30-50 亿市场空间的重磅产品 3 个，分别为正在销售的降血压用药苯磺酸氨氯地平和缬沙坦，及临床试验中的阿卡波糖。2017 年，公司药品板块整体实现销售收入 17.42 亿元，同比增长 50.76%，对公司业绩增长拉动率达到 16.91%，首次超过器械板块（11.94%）。2) 公司核心药品制剂招标工作进展顺利。硫酸氢氯吡格雷中标省份增至 28 个；阿托伐他汀钙中标省份增至 23 个。治疗心衰药品左西孟旦、降血压药品氯沙坦钾氢氯噻嗪两个品种新增进入 2017 国家医保目录，左西孟旦 2017 年完成 23 省份的招标工作、氯沙坦钾氢氯噻嗪亦完成多个省份的招标工作，2018 年有望放量。3) 公司全力推进药品一致性评价（BE）研究。公司有 22 个品种仿制药处在 BE 的不同阶段。其超重磅产品硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙已完成 BE，硫酸氢氯吡格雷在报产资料准备阶段，阿托伐他汀钙已报产。苯磺酸氨氯地平已完成 BE，在报产资料准备阶段。缬沙坦 BE 已开始备案，公司是首家备案 BE 的企业。投资参股的中美华世通产品苯甲酸阿格列汀（DDP4）已报生产，卡格列净（SGLT-2）、非布司他、依折麦布都在 BE 过程中，阿卡波糖正在准备 BE 备案。艾塞那肽在生产注册审评阶段。



◆**糖尿病领域实现里程碑布局。**公司投资糖尿病领域重磅药物，二、三代胰岛素原料药及制剂品种，完善公司药品板块糖尿病领域的产品布局，实现公司在糖尿病领域的里程碑布局。参股公司快舒尔研制的公司 Lejet 无针注射器，经过 2017 年一年的推广，已开发合作医院机构二百余家，多为区域性标杆医院，积累了丰富的临床和患者资源。无针注射器械将与公司正在注册的降血糖药物甘精胰岛素、艾塞那肽、门冬胰岛素联合应用，促进降血糖药物市场的普及应用，为公司的糖尿病全产业链建设打造基础。

◆**医疗服务板块重在业务培育，提高市场占有率。**医疗服务板块是公司心血管大健康全生态平台的重要组成部分。2017 年，医疗服务板块实现收入 2.13 亿元，同比增长 47.59%，其中乐普基因实现营业收入 1.29 亿元，同比增长 24.90%，合肥高新心血管病医院实现营业收入 4,793.72 万元。医疗服务板块是公司正在培育的新型业务板块，现阶段实现营业收入的快速增长及市场占有率的提高是主要目的。

◆**新型医疗业态保障公司未来健康可持续发展。**新型医疗业态是公司探索新产品、新领域，进行前瞻性、多元化战略布局的重要手段，是公司培育新的经济增长点，保障公司未来健康可持续发展的重要途径。目前，主要包括智慧医疗及人工智能、类金融业务及战略股权投资三部分内容。

◆**抢滩基层，掌握未来成长主战场。**在国家推行大病不出县，公立医院药品不加价的政策下，未来基层市县医院和零售门店的成长将是中国医疗产业成长的主战场。公司是第一个专业处方药生产企业建立独立 OTC 营销团队的企业，目前已有上千人的营销队伍，形成了自己的连锁药店专业处方药的推广模式；基层市县医院介入医疗中心的建设将是未来的发展趋势，也是大病不出市县政策落实的保障。目前公司为山东、河南等 28 个省 160 多家基层医疗机构建立介入导管室及心血管科室合作共建提供支持，依托医生专家资源指导和培养当地医师团队，并提供介入诊疗所需器械耗材、药品及医疗服务，带动基层心血管疾病诊疗水平的提高，促进了新技术的基层推



广和普及,未来公司将更加大力推进此进程; 公司从 2014 年开始, 累计投资 1.5 亿建立具有鲜明特色的乐普心血管网络医院, 并与 400 多家药店诊所合作, 建立远程医疗体系。目前, 日看病数量达 1000 人次公司通过在基层市县医院、连锁零售药店、网络医院等基层渠道的长期布局, 与竞争伙伴相比已经取得了较为明显的竞争优势和地位, 在基层市场为公司建立了又一新的护城河。

◆打造“心血管+肿瘤”平台, 服务心血管和肿瘤两大病种患者。

据《中国心血管病报告 2016》概要, 中国心血管病现患人数 2.9 亿人, 据中康 CMH 监测数据显示, 2017 年心血管系统用药总体规模 2891 亿元, 是份额占比最高的品类, 2015 年中国心血管介入器械市场规模达到了 320.5 亿元。根据国家癌症中心统计, 2015 年前 5 年内, 中国现存肿瘤患者约为 749 万人, 按人均每年花费 7 万元, 肿瘤治疗渗透率 60% 计算, 中国肿瘤医疗服务市场规模约为 3,200 亿元。公司战略是建设成为覆盖心血管病及肿瘤领域疾病预防、药物治疗、手术治疗、术后康复及慢病管理全生命周期的“心血管病全生态+抗肿瘤大健康”的国际化平台企业。公司心血管大健康全产业链生态初具雏形, 协同效应显著, 通过与北京人寿保险等公司战略合作开发系列化健康险种, 实行“医保+保险”多种叠加保障的慢病管理, 形成闭环服务体系。

◆肿瘤免疫治疗作为公司长期发展的新动能战略布局。公司现有产品组合(器械及药品)和今年可能上市的重磅产品 NeoVas 可降解支架及预计 2019 年底获批的甘精胰岛素, 可充分保障公司未来五年的成长; 但更长期的成长需要寻求新的成长动能来实施助推, 肿瘤免疫治疗即是公司确定的长期发展的新动能。2017 年 4 季度公司开始全面建设抗肿瘤平台, 并于今年年初, 公司使用自有资金 2 亿元人民币, 参股设立乐普生物, 将注入 PD-1 产品和 PD-L1 产品资产。PD-1 产品已于 2017 年 8 月获得 CFDA 临床批件(批件号: 2017L04642), 现正在开展一期临床试验。PD-L1 预计在 2018 年底应该获得 CFDA 临床批件并进入一期临床。PD-1 单抗是潜力巨大的肿瘤免疫治疗品种, 国外 2014 年产品上市, 2015 年全球销量即达到 15 亿美元。

投资建议：

我们暂未考虑全降解血管支架NeoVas上市业绩贡献，假设收购新东港45%股权募资发行的10.50亿元可转债全部按33.88元/股转股，并考虑转股摊薄影响。我们预计公司2018-2020年的净利润分别为12.65亿元、16.95亿元、21.27亿元，EPS分别为0.70元、0.94元、1.17元，对应P/E分别为47.77倍、35.57倍、28.58倍，目前医疗器械III PE（TTM）中位数为49.05倍，公司估值较为合理。考虑公司全降解血管支架NeoVas、心电图自动分析和诊断系统AI ECG Platform、左心耳封堵器等创新产品将有望梯次上市，心血管全产业链生态初具雏形，正全面建设抗肿瘤平台，我们看好公司长期发展前景，因目前估值较为合理，我们首次暂给予其“增持”投资评级。

风险提示：

产品价格下跌、新产品注册不及预期、药品一致性评价通过率不及预期、商誉减值风险。

主要财务数据

关键指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4537.64	5800.74	7302.21	8919.45
增长率（%）	30.85%	27.84%	25.88%	22.15%
归属母公司股东净利润（百万元）	899.09	1264.55	1695.04	2126.78
增长率（%）	32.36%	40.65%	34.04%	25.47%
基准股本（百万）	1781.65	1812.64	1812.64	1812.64
每股收益（元）	0.50	0.70	0.94	1.17
销售毛利率	67.23%	67.00%	67.00%	67.00%
净资产收益率	13.98%	16.77%	19.08%	20.11%

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目 录

1 公司主营业务情况	7
1.1 公司主营业务	7
1.2 2014 年开启公司实际控制人领航时代	7
1.3 “内生+外延”实现多元业务发展战略	8
1.4 审慎选择并购企业，从源头上掌控未来管理	11
2 夯实器械业务基础，步入 AI 医疗器械领域，重磅创新产品有望梯次上市	12
2.1 高值耗材将受益国产替代加速，支架、AI 创新产品前景可期	13
2.2 血管造影机推广促进基层医院介入诊疗及心血管科室合作业务	16
2.3 体外诊断切入生化诊断领域	16
2.4 吻合器销售业绩大幅提升	16
2.5 医疗产品代理配送业务	17
2.6 医疗器械国际化产业基地建设，将提升公司持续盈利能力	17
3 药品覆盖心血管疾病全领域，糖尿病领域实现里程碑布局	18
3.1 药品覆盖心血管疾病全领域，已成为公司业绩增长第一驱动力	18
3.2 进一步收购新东港 45% 股权，将显著提升公司今年业绩增速	21
3.3 糖尿病领域实现里程碑布局	22
4 医疗服务板块重在业务培育，提高市场占有率	24
4.1 乐普基因形成“高值服务+产品”一体化体系	25
4.2 合肥高新心血管病医院牵头建立安徽省心血管专科医联体	26
4.3 乐普网络医院已逐步建立三级远程医疗服务体系	26
4.4 心电检测数据云平台存储医疗心电数据达到 3400 万份	26
4.5 连通心血管专科医院、基层医院合作介入导管室业务及药店诊所	27
5 新型医疗业态保障公司未来可持续发展	27
6 抢滩基层，掌握未来成长主战场	29
7 打造“心血管+肿瘤”平台，服务心血管和肿瘤两大病种患者	30
7.1 战略定位建设“心血管病全生态+抗肿瘤大健康”的国际化平台企业	30
7.2 心血管、肿瘤市场规模大	31
7.3 心血管大健康全产业链生态协同效应显著	33
7.4 肿瘤免疫治疗作为公司长期发展的新动能战略布局	35
8 盈利预测	36

1 公司主营业务情况

1.1 公司主营业务

公司上市后，通过内生式发展和外延式扩张，逐步形成了医疗器械、医药产品、医疗服务和新型医疗业态四大业务板块，公司着力打造的心血管大健康全产业链生态已趋于完善。在医疗器械方面，公司是国内高端医疗器械领域能够与国外产品形成强有力竞争的少数企业之一，是国内领先的心血管病植介入诊疗器械与设备的高端医疗产品产业集团；在医药方面，公司产品覆盖了降血脂、降血压、降血糖、抗血栓、抗心衰等心血管药物的多个门类，在药品研发、生产、销售等方面均处于国内领先地位；在医疗服务方面，公司已完成在体外诊断、第三方检测、高端新型医疗服务机构等领域的布局；新型医疗业态是公司探索新产品、新领域，进行前瞻性、多元化战略布局的重要手段，是公司培育新的经济增长点，保障公司未来健康可持续发展的重要途径。新型医疗业态包括智慧医疗与人工智能、类金融业务及战略股权投资三部分内容。

2017 年 4 季度公司开始全面建设抗肿瘤平台，打造以心血管健康为主、抗肿瘤平台为辅“心血管+肿瘤”一大一小两个平台。

图表 1 公司主要业务板块

医疗器械	药品	医疗服务	新型医疗业态
<ul style="list-style-type: none"> • 心血管产业平台 • 外科&血液产业平台 • 诊断试剂产业平台 • 家用医疗器械 • 智能医疗器械 	<ul style="list-style-type: none"> • 降血脂 • 降血压 • 降血糖 • 抗凝 • 抗心衰 	<ul style="list-style-type: none"> • 精准医疗 • 心血管健康咨询管理中心 • 心血管慢病管理健康管理中心 • 远程心电监测 • 基层医院合作共建 	<ul style="list-style-type: none"> • 智慧医疗及人工智能、 • 类金融业务 • 战略股权投资

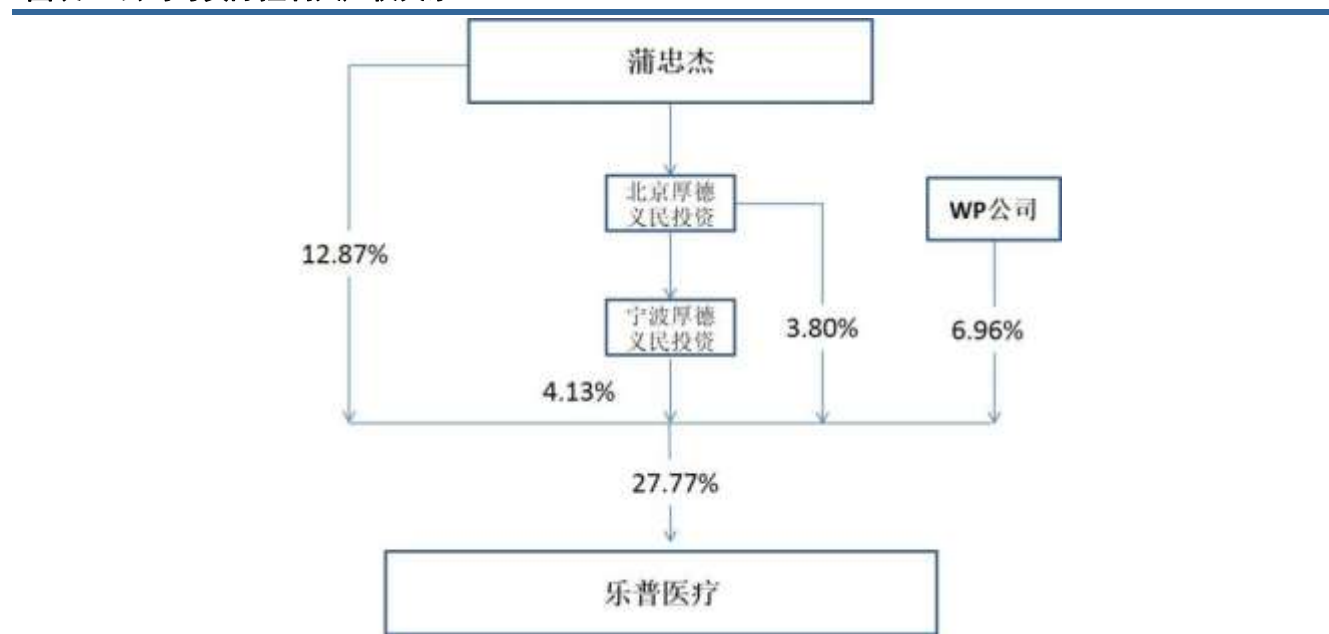
资料来源：公司公告、公司官网，长城国瑞证券研究所

1.2 2014 年开启公司实际控制人领航时代

2009 年，公司上市之初控股股东为中国船舶重工集团。2014 年 6 月，公司控股股东变更为蒲忠杰先生及其一致行动人、公司实际控制人变更为蒲忠杰。同年 7 月，公司第三届董事会第四次会议选举蒲忠杰为公司董事长，公司开启由实际控制人蒲忠杰先生领航的时代。公司拥有稳定且强大的高层管理团队，共 12 位副总经理高管团队，在管理过程中，采取集团下属企业共性的事业和资源由集团集中管理和配制，集团下属子公司的运营独立授权，充分调动和发挥两个层阶团队的积极性，既保证了公司所有资源的高效运用，又保证了下属企业的高速增长。公司采取责权

明确的集团高管负责制，总经理主持集团的全面工作，安排一位副总主管金融控股和投资者关系；安排一位副总主管全公司的财务体系；安排一位副总负责公司的对外投资；安排三位副总分别主管全公司的生产、质量、研发工作；安排三位副总分别主管公司药品、冠脉、电生理产品的营销；安排三位副总按事业部方式分别主管公司及细分市场的企业。目前，总经理亲自推进完全可降解支架获批上市、胰岛素临床入组报批上市以及新型抗肿瘤生物制药板块的战略布局工作。

图表 2 公司与实际控制人产权关系



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

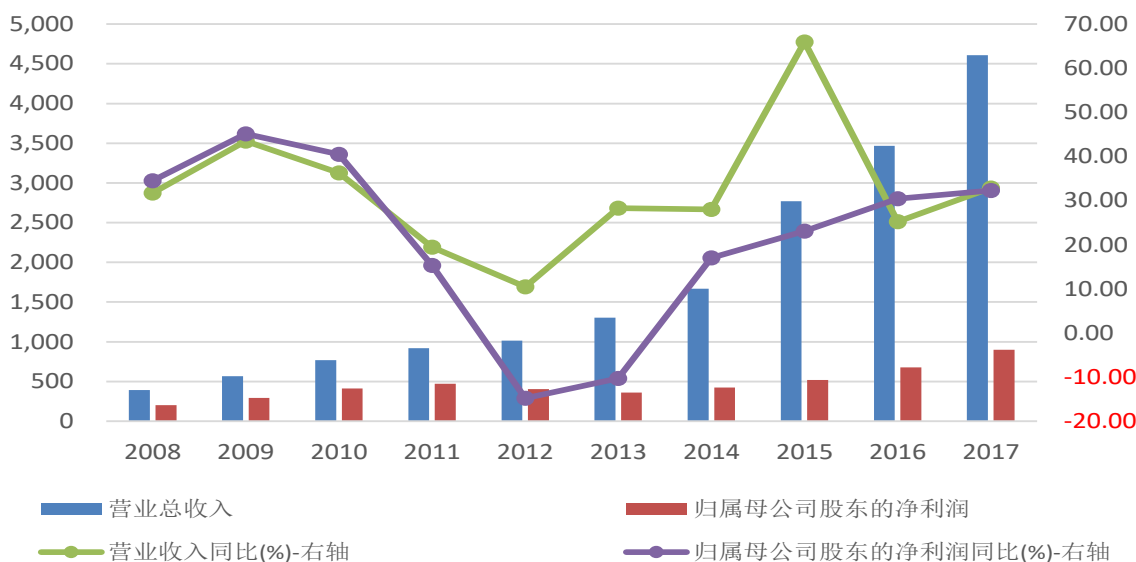
1.3 “内生+外延”实现多元业务发展战略

公司成立之初-2013 年公司一直致力于心血管介/植入治疗领域产品线的横向扩张和完善以及产业链的纵向延伸，先后完成了封堵器、心脏瓣膜、起搏器等高端心脏介/植入产品以及心血管领域大型医疗器械企业的并购，2008-2013 年期间营业收入 CAGR27.04%，净利润 CAGR12.12%。随着高端心血管介/植入医疗器械细分行业面临越来越激烈的市场竞争，主要依靠心血管支架单一产品盈利的模式已不能保证公司的持续发展，实施公司产品多元化战略成为发展的必然选择，2013 年公司收购新帅克 60%股权，获得心血管药物领域中的核心重磅产品硫酸氢氯吡格雷片，进军医药领域，药品迅速成长为公司的第二条业务主线，之后通过频繁并购公司相继进入医疗服务和新型医疗业态。2014-2017 年公司完成心血管大健康全产业链生态雏形的打造，期间营业收入 CAGR 37.12%，净利润 CAGR 25.55%。

盈利能力方面，2008-2014 年，因公司产品价格下降，毛利率、销售净利率、ROE 有所下降，近年随着公司多元发展，已逐步回升，2017 年分别为 67.23%、21.90%、15.17%，均较上年进一步提升。收入结构来看，公司医疗器械占比下降，药品收入占比逐步提升，2017 年，公司实现营业

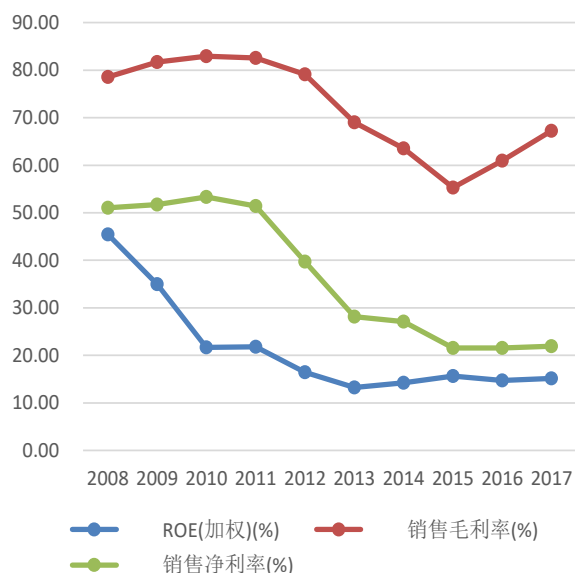
收入 45.38 亿元，医疗器械占比 55.57%，较上年下降 5.2 个百分点，药品占比 38.39%，较上年提升 0.53 个百分点，医疗服务占比 4.70%，策略型业务占比 1.34%，当前医疗器械和药品是公司主要收入来源。

图表 3 2008-2017 年公司总营业收入、净利润及同比增长情况



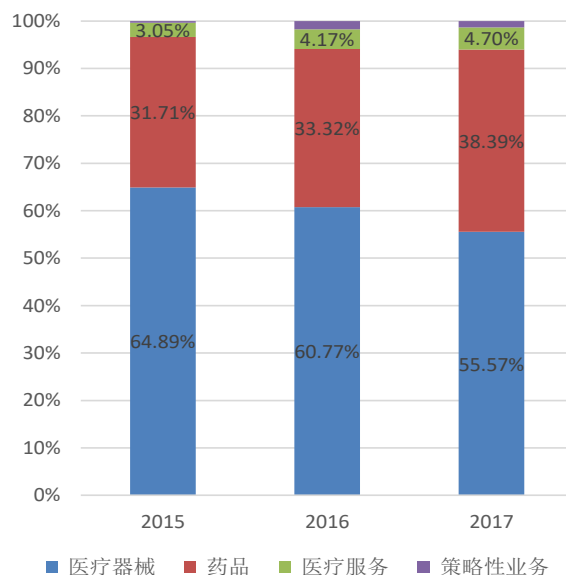
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 2008-2016 年公司盈利能力财务指标



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 5 2015-2016 年公司收入结构



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 6 公司发展历程

<p>初创业 1999—2001</p>	<p>1999 年 6 月，公司创立</p> <p>1999 年，经北京市科委认定，获得北京市高新技术企业证书</p> <p>2000 年，生产出国内第一支冠状动脉支架系统，率先获得国家食品药品监督管理局颁发的中国国产首个 LPCSRX 冠状动脉支架输送系统产品注册证书</p> <p>2001 年，LPCSRX 冠状动脉支架输送系统获得国家重点新产品证书</p>
<p>艰苦奋斗 2002—2005</p>	<p>2002 年，《冠状动脉支架输送系统》被认定为北京市高新技术成果转化项目。</p> <p>2002 年，公司启动药物涂层支架开发工作</p> <p>2003 年，公司重组增资扩股</p> <p>2004 年，公司介入医疗核心产品高技术产业化项目列入国家发改委高技术产业化示范工程专项计划</p> <p>2005 年，“血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统”成功获得产品注册证并上市销售</p>
<p>快速成长 2006—2011</p>	<p>销售额由 2005 年 3700 万元增至 2011 年 9.2 亿元，增长 25 倍。</p> <p>2007 年，引进战略投资伙伴美国华平投资集团 Brook 投资有限公司</p> <p>2007 年，成为国内第一家通过国家药监局《植入类医疗器械生产质量管理规范》（GMP）试点检查审核的血管支架生产企业。</p> <p>2008 年，乐普公司改制，正式更名为“乐普（北京）医疗器械股份有限公司”。</p> <p>销售额突破五亿元，成立乐普科技，并购天地协和、上海形状、瑞祥泰康。</p> <p>2009 年，成功在深圳证券交易所 A 股创业板上市，股票代码 300003。</p> <p>2010 年，并购卫金帆医学、北京思达、参股秦明医学仪器、进军心脏瓣膜与诊疗设备市场。</p> <p>2011 年，并购控股荷兰 COMEDB. V. 公司</p>
<p>稳定发展 2012—2013</p>	<p>2012 年，成为国内唯一拥有四类药物支架的企业；并购控股秦明医学仪器，合并成立乐普装备。</p> <p>2013 年，并购新帅克（主要品种心血管药物硫酸氢氯吡格雷片），进军药品领域。</p>
<p>走进新时代 2014 年—至今</p>	<p style="text-align: center;">2014 年</p> <p>收购北京海合天科技开发有限公司 71.39% 股权（主要产品心血管药物左西孟旦）</p> <p>收购北京金卫捷科技发展有限公司 51.00% 股权（IVD 和第三方检测服务）</p> <p>收购北京医康世纪科技有限公司 70% 股权（心血管和糖尿病可穿戴设备）</p> <p>收购北京乐健医疗投资有限公司 60% 股权（第三方医学检测）</p> <p>收购浙江新东港药业股份有限公司 51.00% 股权（心血管类、抗感染类以及神经系统类等系列药品，主导产品阿托伐他汀、诺氟沙星、瑞舒伐他汀等原料药、中间体及制剂。）</p> <p>收购北京雅联百得科贸有限公司 42.11% 股权（体外诊断试剂）</p> <p style="text-align: center;">2015 年</p>

收购烟台艾德康生物科技有限公司 75.404%股权
设立美国普林基因股份有限公司
收购江苏优加利健康管理有限公司 20%股权（远程心电监护）
收购深圳源动创新科技有限公司 20%股权（家庭智能心电、血糖、血压监控）
海南明盛达药业股份有限公司 64.615%股权
宁波秉琨投资控股有限公司 63.05%股权
设立乐普（深圳）金融控股有限公司
收购北京护生堂大药房（已更名为：北京乐普护生堂网络科技有限公司）100%股权

2016 年

河南美华制药有限公司 100%股权（拥有氯沙坦钾氢氯噻嗪降血压重磅品种药品，现名：乐普药业科技有限公司）
收购新乡恒久远药业有限公司 60%股权（核心产品为降血压重磅药品缬沙坦，现名：乐普恒久远药业有限公司）
收购北京永正制药有限公司 75%股权（普心血管药品供应平台，现名：乐普药业（北京）有限公司）
收购合肥高新心血管病医院 70%股权
进一步收购上海优加利健康管理有限公司 17.59%股权，持股比例达到 37.59%
收购四川睿健医疗科技有限公司 18%股权（血液透析产品）
收购北京快舒尔医疗技术有限公司 20.20%股权（主要产品胰岛素无针注射器）
乐健医疗子公司（持股 90%）北京乐普基因科技股份有限公司新三板挂牌
参股上海君实生物医药科技股份有限公司 4%股权

2017 年

收购北京恩济和生物科技股份有限公司 69.45%股权（生化诊断试剂），现名乐普（北京）诊断技术股份有限。
收购辽宁博鳌生物制药有限公司 20%股权（二代、三代胰岛素注射液）
参股新设立的北京人寿保险股份有限公司 10.49%股权
收购北京铨镜医疗器械科技有限公司 51%股权（销售医疗器械 I 类、II 类、III 类）

2018 一季度

进一步收购辽宁博鳌生物制药有限公司 20%股权，持股比例达到 40%，拟最终收购 75%股权。
收购新东港药业股份有限公司少数股东所持有的新东港药业 45%股权，持股比例达到 98.95%。

数据来源：公司公告、公司官网，长城国瑞证券研究所

1.4 审慎选择并购企业，从源头上掌控未来管理

公司已成为拥有国内外数十家子公司的产业集团构架体系，呈现出鲜明的集团化特征，发展过程伴随着大规模并购业务的实施，并购整合的成功实施非常关键。

公司在并购企业时，要求必须制定好未来该企业管理策略，如果推演表明未来管理上无论怎样安排都有整合的风险，公司就不做此并购。选择并购的企业时，首先看公司能否为并购企业提供强大的支撑和帮助，业务是否与现有业务存在相关、协同或延伸，在极端情况下（如原股东和

管理者都不合作) 公司还能否有能力管理好企业, 这是并购的最大考量。其次, 在并购进行前, 与原股东和原管理者就公司的未来发展战略和策略达成一致, 也就是价值观达成一致, 如果未能达成一致, 就不做。第三, 就未来公司的主要领导者人选达成一致, 不管是公司选派还是续用原来的人, 都应该已经准备好合适的管理团队进行执行。上述这三条都满足的情况下才能进行并购。由于并购之初就在发展战略、管理策略、管理人选上达成共识, 就从源头上掌控了并购企业的发展脉络, 确保了并购后企业按照既定的管理目标有序推进, 避免了并购后整合的风险, 极大的降低了集团管理的成本。至今公司的并购整合都非常成功, 仅欧洲 COMED 不甚成功, 2017 年公司已按审慎原则将其商誉全额减值, 损失金额 1,858.52 万元。

2 夯实器械业务基础, 步入 AI 医疗器械领域, 重磅创新产品有望梯次上市

公司医疗器械板块, 由心血管产业平台、外科&血液产业平台、诊断试剂产业平台、家用医疗器械、智能医疗器械六大平台构成, 主要产品包括血管支架、心脏起搏器、心脏封堵器、心脏瓣膜、心脏固定器、胰岛素无针注射器等。医疗器械板块是公司权重最大的板块, 2017 年, 该板块创造了公司 2012 年以来较快增长的态势, 实现营业收入 25.21 亿元, 同比增长 19.64%, 实现净利润 6.4 亿元, 同比增长 16.84%。

图表 7 公司医疗器械板块主要产品

平台	分类	产品
心血管产业平台	心血管介入产品	钴基合金支架系统 GuReater
		Nano plus 支架
		Partner 支架
		全降解支架 NeoVas (注册评审)
		球囊、导管、导丝、栓塞、穿刺针等
	CRM (Cardiac Rhythm Managemeng) 产品	Qinming 2312M 植入式心脏起搏器。Qinming8631D/DR 双腔起搏器 (2016 年 10 月上市)
		心脏起搏器电极导线、无菌导管鞘组、心脏腔起搏系统分析仪
	结构性心脏产品	记忆 ASDO 房间隔缺损封堵器、记忆 VSDO 室间隔缺损封堵器、左心耳封堵器 (在研)、无膜双腰封堵器 (在研)、纳米膜封堵器 (在研)、可降解封堵器 (在研); 记忆-Snare 圈套器。
	心脏外科手术耗材	GKS 双叶式机械心脏瓣膜、GK-3 单叶式机械心脏瓣膜
		一次性使用心脏固定器
	医疗设备	医用血管造影 X 射线机
		ACIST 血管造影注射系统

		心电图自动分析和诊断系统 AI ECG Platform (FDA 申报注册)
外科&血液产业平台		高通量聚醚砜中空纤维膜血液透析器
		腹腔镜吻合器
诊断试剂产业平台		POCT 产品系列、凝血诊断领域产品、电化学产品系列、分子诊断领域产品、免疫诊断领域、生化检测、基因检测等产品
家用医疗器械		胰岛素无针注射器等
智能医疗器械	医用产品	乐肝 LeScan 超声肝硬化检测仪、动脉硬化检测仪等
	家用产品	爱舒心手环、电子体温计、止鼾器等

数据来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

2.1 高值耗材将受益国产替代加速，支架、AI 创新产品前景可期

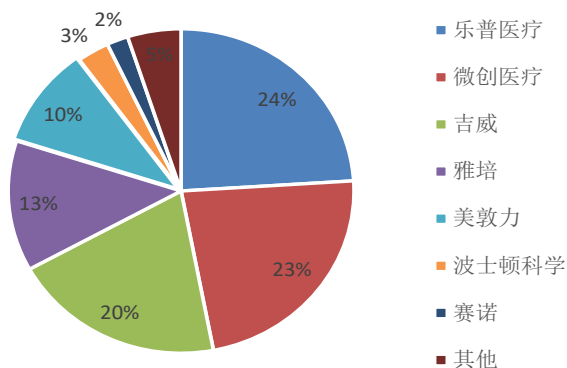
1) 支架系统、封堵器、起搏器将受益国产替代加速，全降解 NeoVas 支架、AI 动态心电分析诊断系统前景可期

冠脉介入治疗共经历了 4 次技术革新，经皮冠状动脉腔内血管成形术 (PTCA) - 裸金属支架 (tBMS) - 药物洗脱支架技术 (DES) - 完全生物可降解支架 (BDS)。据第 20 届全国介入心脏病学论坛数据，目前市场上对 DES 临床疗效的认可度最高，是 PCI 手术中的绝对主流产品，自 2013 年以来，DES 的使用比例始终维持在 99% 以上。同时，近年我国支架滥用得到有效控制，2015 年平均置入支架数约 1.5 个。2011 年 PCI 患者的平均置入支架数最高，达到 1.67 个，随后临床医师和患者逐渐趋于理性，平均置入支架数略有下降，2013 至 2015 年间均维持在 1.5 个左右。

公司支架产品主要有 Partner 血管内药物 (雷帕霉素) 洗脱支架系统、GuReater 钴基合金雷帕霉素药物洗脱支架系统、Nano plus 血管内无载体含药 (雷帕霉素) 洗脱支架系统，据智研资讯，2016 年，公司支架产品在国内血管支架市场占有率达到 24%，位居第一。2017 年公司无载体药物洗脱支架系统销售收入同比增长 33.85%。公司 Nano plus 支架在 2017 年第四季度实现全国所有省份的全覆盖，广东、北京、河南、河北等高值耗材 10 个大省市已经全部进入，今年销量增速有望超预期。公司原预计到 2020 年 Nano 支架在乐普医疗销售的金属支架的数量占比超过 60%，目前有望提前一年半或更早实现。国家集采方面，目前，河南等省的挂网招标已经开始，国产 11 家、进口 4 家，共有 15 家投标。近日山东省卫计委通报 2017 年高值耗材采购情况，在销售金额前 30 名生产企业名单中，公司排名第四，国产品牌中为第一。2017 年在山东实现支架终端销售额第一，销售额高达 1.96 亿，较国产第二名的 1.3 亿高 50%。山东是人口大省，也是中国市场的缩影，山东明确未来引导医疗机构优先采购国产高值医用耗材，结合近期国家卫计委高值耗材国家谈判以及国家人社部发布医保按病种付费推荐目录等事件，高值耗材的进口替代有望加速，公司市场份

额有望进一步提升。价格方面，因公司每个支架产品在不同的省份出现 2-3 个价格，在 90%以上的省份都是最低价，且价差微小，预计公司支架产品价格可维持目前的价格水平。

图表 8 2016 年国内血管支架市场竞争格局（按数量计算）



数据来源：智研咨询，长城国瑞证券研究所

药物洗脱支架较为成功的解决了血管再狭窄问题，但金属支架长期存在于血管之中，本身对于血管壁内皮重构仍有负面作用，对于血管的正常收缩舒张亦有一定影响。特别是当支架原位的血管再狭窄发生时，原有的金属支架内部难以展开新的支架，为二次治疗增添了障碍。针对药物洗脱支架的问题，一个解决方案是使固体支架在完成使命后逐渐消失。公司秉承“预研一代、注册一代和生产销售一代”的原则，由药物支架为基础，夯实步伐，已步入可降解医疗器械和人工 AI 智能医疗器械时代，确保未来年度创新产品分阶段分梯次上市，实现公司的跨越式增长。

公司自主研发核心重磅产品全降解血管支架 NeoVas 是继金属药物洗脱支架后的全新一代产品，实现了血管再通技术到血管再造技术的跨越，具有划时代意义。公司自 2009 年启动该项目研发，严格按照中国医疗器械行业法规进行设计开发、型式检验、动物实验及临床试验等各项研究工作，其实验结果表明了乐普医疗的全降解支架 NeoVas 性能达到国际领先水平，与美国雅培公司生产的 XIENCE 金属药物支架临床效果相当，充分证实了全降解支架 NeoVas 的安全性与有效性。该产品已获准按照《创新医疗器械特别审批程序（试行）》优先办理注册审批，在时间上早于主要竞争伙伴 3 年，公司预计有望 2018 年获得生产注册，成为国内第一个上市的国产完全可降解支架产品。如 2018 年获取 CFDA 批准注册，公司将以此为契机进一步调整优化 NeoVas、Nano、GuReater 和 Partner 产品销售结构及营销策略，进一步扩大国内市场份额，已经启动全降解支架（NeoVas）欧盟 CE 认证，并开展国际第二代全降解支架的临床研究。2016 年全国完成 PCI 66.6 万例，植入支架 100 万个，按 15% 的行业增速测算，到 2020 年，全国植入支架将达到 175 万个，根据雅培在欧盟和南美的可降解支架行业替换率，欧盟 5 年的替换率超过 15%，南美 3 年超过 20%（调研数据），以此为参照点，全降解血管 NeoVas 支架上市后，我们假设 2020 年可降解支架替

换率达到 12%，届时全降解支架植入量将达到 15 万个，销售额达到 44.85 亿元的市场规模，将是公司未来两年业绩增长核心驱动力。

2) 基于 AI 心电图诊断分析技术引领技术革命

公司自主研发基于人工智能技术的心电图自动分析和诊断系统 AI ECG Platform，既可以用于临床常规静态心电图分析和诊断，也可以用于动态心电图监测的自动分析和诊断。该产品诊断项目覆盖主要的心血管疾病，在诊断心律失常（34 种类型）、心脏激动传导异常（窦房阻滞、房室阻滞、室内阻滞、旁路传导）方面准确性达到 95%以上，可堪比心电图医学专家水平，较传统方法拥有绝对优势，已经能够全面检测全部 21 种类型的心脏病。公司正在申请 AI-ECG Platform FDA 注册，并积极推进国内 CFDA 和欧盟 CE 的注册工作，有望 2018 年取得 FDA 注册，2019 年一季度取得欧盟注册。据 Market Data Forecast 数据，2016 年，全球心电图机市场规模 43 亿美元，2021 年将达到 58 亿美元，年复合增长率达到 6.10%。AI 技术运用到心电图诊断分析上是该领域的技术革命，AI-ECG Platform 是国内首项实现产业化的 AI 医用技术，也是处于世界前列的用于心电分析和诊断的 AI 医用技术，公司作为行业技术的领导者，进一步加大了领跑的优势，加深了公司的技术护城河。

3) 双腔起搏器市场推广情况良好

公司自主研制的国内首款植入式双腔起搏器市场推广情况良好，在北京、重庆、杭州等全国主要地区召开了数场大型上市推广会、上百场医院级推广会，并已完成在黑龙江、吉林、陕西、四川、甘肃、宁夏、安徽、湖北、江西等 21 个省级招标工作，同时该产品已纳入京津冀区域联盟采购目录。2017 年 4 月，该产品启动了上市后临床试验，现已在 27 个省份完成病例植入。公司进一步整合心脏起搏器销售资源，加强 QinMing8631、QinMing8631DR 等国产起搏器产品市场推广力度，提高国产起搏器市场占有率。进一步研发全自动双腔起搏器等新产品，努力形成高中低端配置的单腔、双腔、全自动双腔、微小介入起搏器产品系列。

4) 心脏封堵器销售额保持稳定，积极加快产品战略迭代

2017 年公司心脏封堵器销售额保持稳定，公司正在加快新型封堵器产品研发进度，集中公司内外部资源，进一步调整优化封堵器产品结构，从先天性心脏病向结构性心脏病市场拓展，实现封堵器产品由传统-纳米膜-无膜-可降解-左心耳封堵器的战略迭代，并形成新的持续增长基础。公司重点推进的左心耳封堵器预计 2018 年四季度申请注册，在 2019 年底有望获得生产注册。

2.2 血管造影机推广促进基层医院介入诊疗及心血管科室合作业务

医用血管造影 X 射线机是心血管介入诊疗的必备设备，亦是建设基层医院介入导管室的核心组件。2017 年，公司通过对该系列产品性能的优化升级，进一步提升了其图像显示性能；新研制的悬吊式 Vicor-CV400 型血管造影机，采用悬吊 C 臂机架操作更加便利，显著提高了介入手术效率。公司通过与国际一流 X 线供应商战略合作，正在研制高清晰度、低 X 射线辐射剂量的高端医用血管造影 X 射线机，并致力于三维立体成像、图像精显、人工智能等高级软件辅助系统的开发。随着新型医用血管造影 X 射线机在中高端医疗机构的推广应用及融资租赁业务的协同辅助，使基层医院介入导管室的建设进程及心血管科室合作共建业务得到了有效促进。2017 年，公司新增签约基层医院合作介入导管室 30 家、已累计签约 220 家覆盖全国 28 个省区（不含意向签约），其中投入运营的基层医院合作介入导管室共计 160 家。2017 年，该业务实现设备及耗材营业收入 48,356.10 万元，整体业务继续保持稳定增长的态势。

2.3 体外诊断切入生化诊断领域

公司结合现有诊断试剂业务，通过外延并购和自主研发相结合，现已形成以 POCT 和血栓弹力图为拳头产品，以生化和免疫为重点领域，以分子诊断和质谱为发展重点的产业布局。

2017 年，公司通过投资北京恩济和生物科技股份有限公司（现已更名为：乐普（北京）诊断技术股份有限公司），快速获取涵盖心血管类、心肌类、血脂及糖代谢类、肝功类、肾功类等 12 大类 82 项生化诊断试剂产品，使公司迅速切入生化诊断领域，拓展了 IVD 板块产品线。通过研制创新公司不断拓展化学发光等免疫诊断试剂产品线，基于艾德康全自动管式化学发光仪而研发的心标、甲功系列已完成临床试验，肿瘤系列临床试验即将结束；基于化学发光的术前八项系列产品已启动注册流程。同时，公司继续加强高通量测序、荧光定量检测等分子诊断研发平台系列产品的研制，自主研发的用于早期预测 H 型高血压的 MTHFR 基因检测试剂盒处于注册阶段。公司在拓展 POCT 设备及配套诊断试剂方面，通过胶体金、荧光、全自动荧光三大检测平台并驾齐驱的模式，为不同需求的客户提供全方位检测服务，不断扩大主力产品市场占有率；通过加强二代血栓弹力图仪及配套试剂产品在输血科、产科、骨科等临床多科室的学术推广，促进其在各级医疗机构的广泛应用，现该产品已成功推向市场；通过完善大型全自动酶免设备、全自动血型仪及其配套诊断试剂产品的供应平台建设，采取设备投放与销售相结合的营销方式，促进设备及配套诊断试剂在各级医院机构的推广和应用。2017 年，公司体外诊断业务快速增长，乐普科技、乐普诊断及艾德康共实现营业收入 2.78 亿元，同比增长 34.59%。

2.4 吻合器销售业绩大幅提升

公司持续完善血管吻合器产品系列，吻合器产品质量得到有效提高、成本进一步降低，加大腹腔镜吻合器产品的市场推广力度，优化吻合器产品结构。在北京镭镜营销网络的互补和协同下，进一步强化了外科产品在北京的销售渠道，巩固并提升北京市场占有率，优化拓展其他重要省市的外科产品销售渠道，使得公司在外科领域的业绩快速提升。打造外科产品配送平台，为即将到来的医疗器械两票制进行提前布局，细分市场产品先行先试经验积累，为未来在两票制环境下，心血管器械主要产品的新型经营模式提供重要的实践依据。2017 年，吻合器等外科器械实现营业收入 22,092.48 万元，同比增长 59.17%，实现净利润 8,240.88 万元，同比增长 42.96%。其中核心产品腔内切割吻合器及其组件系列产品的销售业绩得到大幅提升。

2.5 医疗产品代理配送业务

公司依托乐普医电等公司开展医疗产品代理配送业务，努力打造国内优质的心血管高端医疗产品代理配送平台，积极开展公司系列产品及代理产品的销售配送。2017 年，通过持续调整代理配送业务产品结构，拓展高毛利率产品，公司综合医疗产品代理配送业务实现营业收入 30,624.50 万元，同比降低 10.79%。

图表 9 在研重要器械产品管线

重磅医疗器械	研发	动物实验	临床试验	申报注册	取证
可降解支架					
左心耳封堵器					
药物洗脱球囊					
可降解封堵器					
介入生物瓣膜					
AI-ECG Platform					
AI-ECG 监测					

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2.6 医疗器械国际化产业基地建设，将提升公司持续盈利能力

2017 年公司投资购置了深圳市南山区工业用地使用权，用于建设全降解 NeoVas 支架、心电图自动分析、诊断系统 AI ECG Platform 和医用床旁检测设备及十几个种类的家智慧医疗器械

国际化产业基地。该基地的建设有助于提升公司的业务规模和持续盈利能力，保障公司健康可持续发展，目前已开工建设。

3 药品覆盖心血管疾病全领域，糖尿病领域实现里程碑布局

3.1 药品覆盖心血管疾病全领域，已成为公司业绩增长第一驱动力

公司已初步完成了心血管疾病治疗领域的药品布局，产品覆盖整个降血脂、降血压、降血糖、抗凝和抗心衰等心血管疾病治疗领域，拥有多款市场空间广阔的产品，市场潜力大。这些产品包括 100 亿市场空间的超级重磅产品 3 个，分别为正在销售的抗凝药硫酸氢氯吡格雷（原研药品为赛诺菲“波立维”）及降血脂用药阿托伐他汀钙（原研药品为辉瑞“立普妥”），和临床试验接近尾声的甘精胰岛素注射液；30-50 亿市场空间的重磅产品 3 个，分别为正在销售的降血压用药苯磺酸氨氯地平（原研药品为辉瑞“络活喜”）和缬沙坦（原研药品为诺华“代文”），目前缬沙坦是国内首个申请备案 BE 的品种，及临床试验中的阿卡波糖（原研药品为拜耳“拜唐苹”）；逾 10 亿市场空间的产品近 10 个，包括氯沙坦钾氢氯噻嗪、艾塞那肽（GLP-1）、苯甲酸阿格列汀（DDP4）、门冬胰岛素（在研）、重组人胰岛素（在研）、替格瑞洛、利伐沙班、非布司他、依折麦布、卡格列净（SGLT-2）等。当前，各省市医保压力大，控制医药费用，降低药费占比趋势所在。未来在与国家、医院甚至大型连锁药店进行价格谈判时，可实行捆绑销售策略，降低医院总费用和药费占比，从而表现出强大的竞争优势。由于公司具有众多的心血管疾病用药，在产品的制造上，规模巨大，采购博弈能力明显，有可能在保证产品品质的情况下，降低制造成本；更重要的是，由于更多产品的联合营销，摊薄了每一产品的营销费用，最终极大降低了公司的营销费用率。

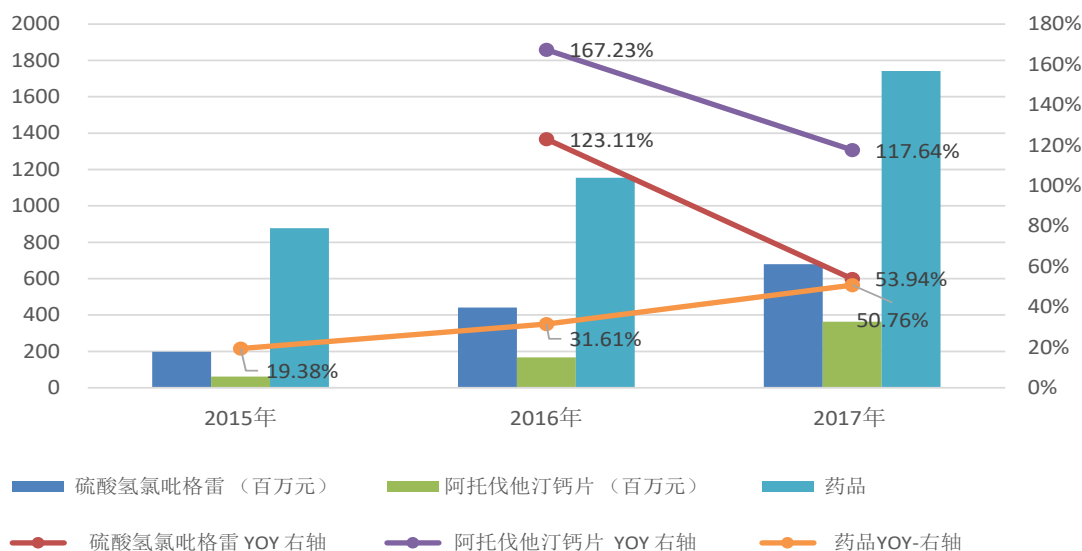
药品板块是目前成长最快的板块，已成为公司业绩增长第一驱动力。公司持续推进“医疗机构+药店 OTC+第三终端”的药品营销网络建设工作，通过实施品牌化战略、把控销售终端，加强产品学术推广及销售渠道差异化管理等工作，提高了公司药品在基层医院及药店端的认可度，实现了药品板块业绩的快速增长。公司药品在全国范围内销售及运营的核心竞争力已形成，公司心血管药品产业链协同竞争优势显著。2017 年，公司药品板块整体实现销售收入 17.42 亿元，同比增长 50.76%，对公司业绩增长拉动率（当年医药板块销售收入增加额与公司总收入增加额的比值*公司销售收入增速）达到 16.91%，首次超过器械板块（11.94%），已成为公司业绩增长第一驱动力。其中，药品制剂业务实现营业收入 13.71 亿元，同比增长 83.51%，实现净利润 5.13 亿元，同比增长 87.30%；原料药业务在环保力度持续加大的情况下仍实现营业收入 3.71 亿元，同比降低 9.15%。

公司核心药品招标工作进展顺利，销售收入持续高增长。2017 年，硫酸氢氯吡格雷实现销售

收入 6.80 亿元，同比增长 53.94%，中标省份增至 28 个；阿托伐他汀钙实现销售收入 3.64 亿元，同比增长 117.64%，中标省份增至 23 个。治疗心衰药品左西孟旦、降血压药品氯沙坦钾氢氯噻嗪两个品种新增进入 2017 国家医保目录，左西孟旦 2017 年完成 23 省份的招标工作、氯沙坦钾氢氯噻嗪亦完成多个省份的招标工作，2018 年有望放量。

销售渠道方面，公司进一步整合药品销售团队，强力推进降血脂、抗凝、降血压、降血糖、抗心衰等心血管药品以及其他药品市场销售，实现该业务板块持续快速增长。顺应国家药品销售两票制及招标政策，持续优化医疗机构、药店及第三终端销售渠道，加速推进一系列核心药品的市场推广，重点推进硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙片等核心药品销售，快速提高缬沙坦、氨氯地平降压大品种药品的销售业绩。药品销售中的临床销售占比约 4 成、OTC 约 3 成、第三终端约 3 成。

图表 10 药品板块、硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙销售额及增速



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所











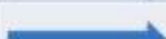

图表 11 公司重点药品品种

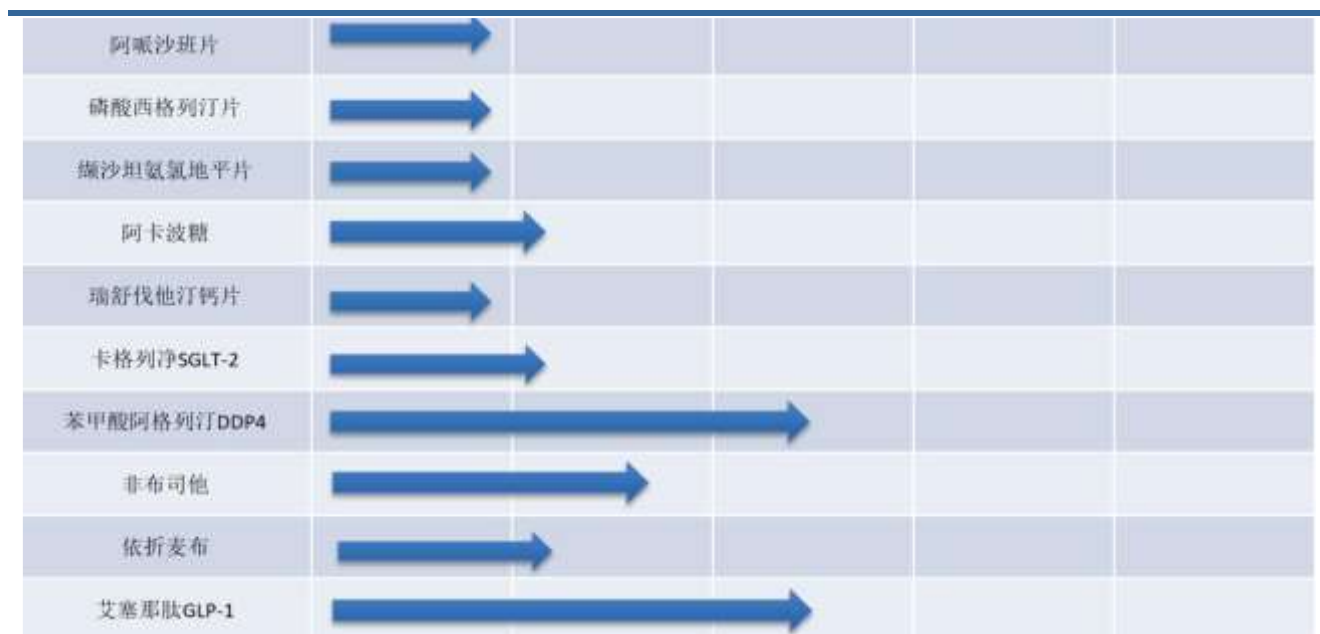
适应症	品种	市场规模
抗凝	硫酸氢氯吡格雷片	100 亿元级
抗凝	替格瑞洛	超过 10 亿元
抗凝	利伐沙班	超过 10 亿元
抗凝	替格瑞洛倍林达	
降血脂	阿托伐他汀钙片	100 亿元级
降血脂	瑞舒伐他汀	
降血脂	依折麦布	超过 10 亿元
抗心衰	左西孟旦（新增进入 2017 版医保目录）	

降血压	氯沙坦钾氢氯噻嗪片（新增进入 2017 版医保目录）	超过 10 亿元
降血压	苯磺酸氨氯地平片	30-50 亿元
降血压	缬沙坦胶囊	30-50 亿元
糖尿病	甘精胰岛素（在研）	100 亿元级
糖尿病	门冬胰岛素（在研）	超过 10 亿元
糖尿病	重组胰岛素（在研）	超过 10 亿元
糖尿病（降血糖）	阿卡波糖	30-50 亿
糖尿病（降血糖）	艾塞那肽（首仿，注册中）	超过 10 亿元
糖尿病（降血糖）	卡格列净（SGLT-2）	超过 10 亿元
糖尿病（降血糖）	苯甲酸阿格列汀（DDP4）	超过 10 亿元
高尿酸血症	非布司他	超过 10 亿元

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 12 公司 BE 品种项目进展

重磅仿制药	临床前研究	BE	报产/审评		
硫酸氢氯吡格雷（75mg）					
硫酸氢氯吡格雷（25mg）					
阿托伐他汀钙					
缬沙坦胶囊					
苯磺酸氨氯地平					
阿司匹林肠溶片					
氯沙坦钾氢氯噻嗪					
复方甘草酸苷					
单硝酸异山梨酯缓释片					
利伐沙班片					
替格瑞洛片					
替诺福韦酯片					



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

全力推进药品 BE 研究。公司集合内部优势资源，进一步完善药品 BE（一致性评价）研究专业团队，全力推进药品 BE 研究，有 22 个品种处在 BE 的不同阶段。其超重磅产品硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙已完成 BE，阿托伐他汀钙已报产，硫酸氢氯吡格雷在报产资料准备阶段。苯磺酸氨氯地平已完成 BE，也报产资料准备阶段。缬沙坦 BE 已开始备案，公司是首家备案 BE 的企业。投资参股的中美华世通产品苯甲酸阿格列汀 (DDP4) 已报生产，卡格列净 (SGLT-2)、非布司他、依折麦布都在 BE 过程中，阿卡波糖正在准备 BE 备案。艾塞那肽在生产注册审评阶段。未来目标完成替格瑞洛、利伐沙班、瑞舒伐他汀钙、阿卡波糖、替诺福韦酯、阿哌沙班、利伐沙班、非布司他、苯甲酸阿格列汀 (DDP4)、依折麦布、卡格列净 (SGLT-2) 等一系列品种 BE 研究。

3.2 进一步收购新东港 45%股权，将显著提升公司今年业绩增速

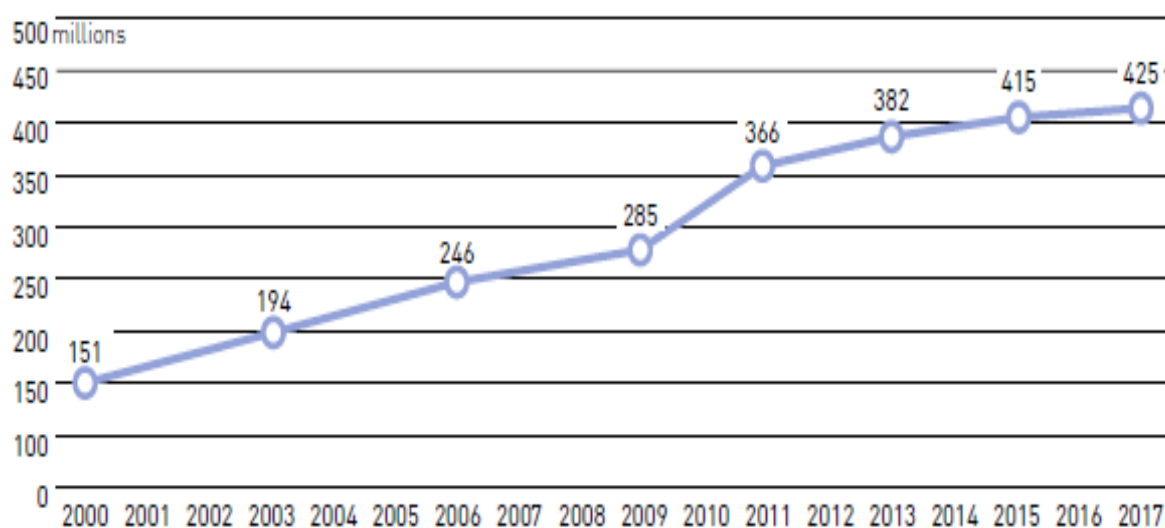
公司于 2014 年收购了浙江新东港药业股份有限公司 51.00% 股权，今年 3 月以 10.5 亿元的价格进一步收购新东港药业少数股东所持有的新东港药业 45% 股权，新东港药业产品包括制剂和原料药及中间体两大类。此次收购资金公司通过发行可转债募集 10.50 亿元，可转债初始转股价不低于 33.88 元/股。新东港核心产品阿托伐他汀钙为降血脂类超重磅药物，市场容量超过 100 亿，在国内阿托伐他汀制剂市场中包括原研在内的生产企业中，新东港药业增速最快；在仿制药一致性评价工作中，新东港药业的阿托伐他汀制剂已于 2018 年初获得正式受理，进入生产注册审评阶段，随着一致性评价工作的顺利推进，新东港业绩有望继续保持快速增长。通过进一步收购新东港药业 45% 股权，公司共持有新东港药业 98.95% 股权，更加有利于公司整合调配公司的研发和营销资源，进一步促进新东港药业的大发展，发挥新东港药业在整个集团公司中的战略作用，为

公司业绩增厚产生更加积极的作用。考虑新东港在 2018 年可能的快速增长，此次收购扣除银行资金成本的情况下，将使公司 2018 年的整体业绩增速提高 5-15%。

3.3 糖尿病领域实现里程碑布局

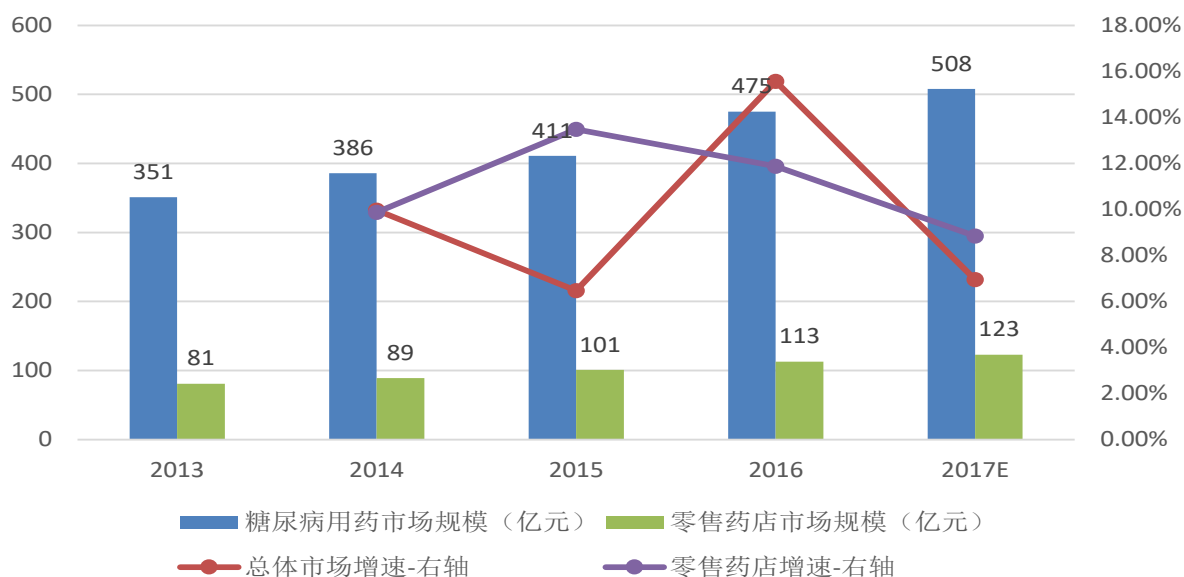
糖尿病是心血管疾病危险因素之一，糖尿病患者基数大，用药市场规模可观。国际糖尿病联盟（IDF）发布的数据显示近年来随着肥胖率的增加，2 型糖尿病的发病人数也在不断增加。2000 年全球糖尿病成人患者 1.51 亿，但到 2017 年已达到 4.25 亿，患者人数 17 年增加近 2 倍，预计到 2045 年，糖尿病患者可能达到 6.29 亿。其中中国 2017 年糖尿病患者数量达到 1.14 亿，预计到 2045 年，将到达 1.34 亿。糖尿病药物市场规模可观，根据 IMS 数据，2015 年全球糖尿病药物市场约有 600 亿美元左右。据中康 CMH 监测，2016 年国内糖尿病用药市场规模达到 475 亿元，同比增长 15.60%。2015 年国内糖尿病用药市场规模高达 413 亿元，同比增长 6.7%。其中胰岛素及其类似物的市场规模高达 176 亿元，占比 42.6%；口服降糖药占据了糖尿病用药市场份额的 56.6%，市场规模达到 233.6 亿元，同比增长 8.8%。

图表 13 全球 20-79 岁之间糖尿病患者数量（百万）



数据来源：IDF，长城国瑞证券研究所

图表 14 2013-2017E 糖尿病药物市场规模与增长率



数据来源：中康 CMH，长城国瑞证券研究所

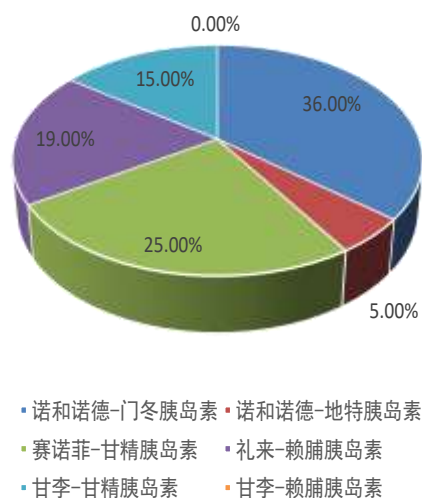
公司投资糖尿病领域重磅药物，二、三代胰岛素原料药及制剂品种，完善公司药品板块糖尿病领域的产品布局，实现公司在糖尿病领域的里程碑布局。根据国家发布的《中国心血管病 2017》的官方数据，目前中国 1.14 亿糖尿病患者中实际用药（含胰岛素）治疗的人数仅有 3671 万人，尚有 7729 万患者，尤其是基层市、县、乡的患者由于常规性体检普及度不高，尤以初期糖尿病检疗意识不强、依从性不高，没有进行科学有效的用药治疗，未来市场潜力巨大。因此，公司未来会深耕基层市县、社区和家庭服务网络，通过现有的血糖监测设备、胰岛素注射设备、糖尿病 APP 慢病管理平台以及基层连锁诊所药店提高糖尿病患者就诊率及用户粘性，为未来一系列重磅糖尿病产品的导入奠定坚实的基础。公司首先战略投资辽宁博鳌生物（已收购 40% 股权，拟最终拥有 75% 股权），目前博鳌生物甘精胰岛素及注射液入组顺利，预计 2019 年底获批，门冬胰岛素及注射液、重组人胰岛素及精蛋白锌重组人胰岛素混合注射液 30R 的临床申请已获得 CFDA 受理；其次入股中美华世通，在完善新型降血糖（DPP-4 抑制剂与 SGLT-2 抑制剂）的同时，增添降血脂胆固醇（依折麦布）、降高血酸（非布司他）、肾病用药、肝病用药以及创新药制剂和原料药等新产品，乐普集团心血管产品线更趋于丰富健全。

图表 15 2016 年零售药店口服降糖药畅销品种份额 TOP10

品种	2015	2016
阿卡波糖	22.71%	22.95%
二甲双胍	20.79%	21.79%
格列齐特	11.29%	10.33%
瑞格列奈	10.66%	9.77%
格列美脲	7.66%	8.16%
消渴	6.96%	6.14%
格列吡嗪	3.37%	3.22%
西格列汀	2.62%	3.03%
吡格列酮	2.10%	21.17%
伏格列波糖	1.80%	1.87%
	89.96%	108.43%

数据来源：中康 CMH，长城国瑞证券研究所

图表 16 2016 年三代胰岛素市场竞争格局



数据来源：中国产业信息网，长城国瑞证券研究所

参股公司快舒尔（持股 20.20%）研制的公司 lejet 无针注射器，经过 2017 年一年的推广，已开发合作医院机构二百余家，多为区域性标杆医院，积累了丰富的临床和患者资源。同时，整合公司现有的 OTC 及慢病资源，与连锁药店合作，扩大公司在糖尿病患者中的知名度，无针注射器械将与公司正在注册的降血糖药物甘精胰岛素、艾塞那肽、门冬胰岛素联合应用，促进降血糖药物市场的普及应用，为公司的糖尿病全产业链建设打造基础。

4 医疗服务板块重在业务培育，提高市场占有率

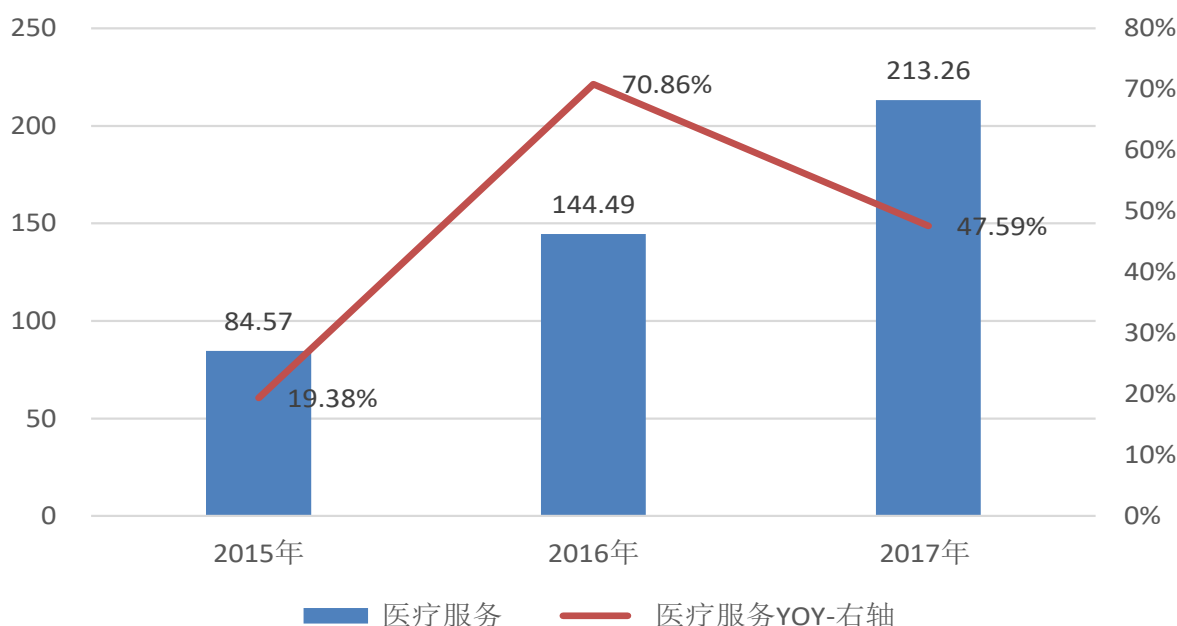
医疗服务板块是公司心血管大健康全生态平台的重要组成部分。公司持续布局乐普心血管慢病咨询健康管理中心、区域性心血管慢病咨询健康管理中心及基层诊所（即药店诊所）等三级远程医疗体系。主要产品、服务由基准医疗（乐普基因、爱普益医学检验中心、美国 Quanterix）、心血管健康咨询中心（乐普网络医院）、远程心电监测（优加利企业）、基层合作医院共建（介入医疗中心）构成。2017 年，医疗服务板块实现收入 2.13 亿元，同比增长 47.59%，其中乐普基因实现营业收入 1.29 亿元，同比增长 24.90%，合肥高新心血管病医院实现营业收入 4,793.72 万元。医疗服务板块是公司正在培育的新型业务板块，现阶段实现营业收入的快速增长及市场占有率的提高是主要目的，会造成短期的业务亏损，2017 年该业务共亏损 2,027.54 万元。

图表 17 医疗服务板块主要产品、服务

医疗服务	支撑平台	经营数据
精准医疗	乐普基因	2016 年: 营业收入 10,327.15 万元, 同比增长 83.93%。 2017 年: 营业收入 12,898.74 万元, 同比增长 24.90%。
	爱普益医学检验中心	
	美国 Quantarix (5.35%股权)	
心血管健康咨询中心	乐普网络医院	
远程心电监测	优加利企业 (国内心脏移动医疗整体解决方案服务商, 致力于心电生理数据监测技术和实时分析技术的研究)	
基层合作医院共建	合肥高新心血管病医院	2017 年: 营业收入 4,793.72 万元。
	介入医疗中心	

数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

图表 18 医疗服务板块收入及增速



数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

4.1 乐普基因形成“高值服务+产品”一体化体系

作为公司在精准医疗领域的重要布局, 乐普基因在妇幼、心血管和肿瘤领域持续加大研发投入, 开发新产品。乐普基因研发的无创产前耳聋基因检测项目是目前国内首家开发应用于胎儿的耳聋检测技术, 现已进入最后临床验证阶段; 针对心血管药物用药基因检测项目, 乐普基因成功开发了包括硝酸甘油用药基因检测, 高血压类用药如氯沙坦、缬沙坦、卡托普利和依那普利的用

药基因检测；针对国内乳腺癌高发情况，乐普基因研制了基于荧光定量 PCR 平台上，用于评估预后复发风险的乳腺癌 21 基因检测，该项目能够从基因层面为乳腺癌患者接受化疗治疗的受益程度提供判断依据，指导医生治疗方案的制定。

乐普基因现已形成以高通量测序和心血管分子诊断为核心、基础检验为基础的“高值服务+产品”的一体化体系，通过加大市场营销投入，现已与 1300 多家医疗机构建立了合作关系。2017 年，无创产前基因检测项目（NIPT）月检测样本量近 7000 例，维生素 D 质谱干血片分析、叶酸代谢基因和新生儿耳聋基因等妇幼健康相关检测业务协同发展；用于指导硫酸氢氯吡格雷片、华法林、硝酸甘油等药品的个性化治疗的四款心血管类分子诊断产品，自去年获得产品注册证以来，已在全国范围内进行了大力推广；“Lepcare”冠心病风险评估作为国内独家基于外周血液细胞中基因检测项目，销量增长迅速。基础检验服务保持稳定增长，乐普基因已在江苏和安徽建立精准医学实验室；全国重点合作医院的实验室共建业务也在稳步推进，现已在河北、河南、辽宁、山东、重庆等省市开展实验室共建合作，提供医学实验室整体解决方案。

4.2 合肥高新心血管病医院牵头建立安徽省心血管专科医联体

心血管专科医院方面，合肥高新心血管病医院牵头建立安徽省心血管专科医联体，在 2017 年内与亳州中西医结合医院、寿县安康医院、蒙城县第二人民医院等 41 家医院签订医联体合作协议，并依托公司控股的优加利的远程心电监测技术，与淮南博爱医院、涡阳北大等医院三方合作建立远程心脏大数据监护中心，现已正式开通。2017 年，合肥高新心血管医院依托公司的移动医疗设备及 AI 智能分析技术，利用医院在心血管医疗上的专科优势，建立安徽省首家智慧门诊部，并与合肥高新区多家社区医院合作，为合肥高新区近 2000 多居民提供智慧慢病管理服务。

4.3 乐普网络医院已逐步建立三级远程医疗服务体系

公司以北京东直门门诊部实体医疗机构为平台，与医院及医生专家合作，已逐步建立心血管远程网络医院平台辐射服务于全国 21 个主要省区市县的基层诊所的三级远程医疗服务体系，营造线上、线下全方位服务心血管患者的经营平台，在全国主要省市范围内远程会诊患者每周已达 6000 人，市场影响力持续提升。公司继续寻找心血管医院的投资并购标的，建设二三线城市心血管专科医院群，形成乐普心血管疾病诊断咨询、转诊导医、术后管理的医疗服务模式。公司继续布局心血管慢病咨询健康管理中心、区域性心血管慢病咨询健康管理中心及基层诊所（即药店诊所）等三级远程医疗体系，形成服务于基层群众的心血管健康管理模式。

4.4 心电检测数据云平台存储医疗心电数据达到 3400 万份

心电监测是心血管疾病诊断和评价的基石，公司通过提供融资租赁服务等形式积极推广优加

利远程心电监测的优势技术，形成面向基层医疗机构、服务于基层亚健康人群及患者的心血管健康管理模式。继续研发、打造心血管相关的智能医疗设备新产品线，提供家用心血管健康管理模式。

公司全力推进远程心电监测产品“心安宝（Iholter）”的市场推广工作，该产品的医院覆盖率得到快速提升。截止 2017 年末，优加利“心安宝”远程心电监测系统已在全国建立了 133 个远程心电大数据中心和 1562 个心电远程监测工作站，覆盖了包括首都医科大学附属北京安贞医院、中国人民解放军总医院、山东大学齐鲁医院等国内 1600 余家医疗机构，数据云平台累计存储各类型医疗心电数据达到 3400 万份，医患对“心安宝”远程心电监测系统的认可度得到进一步提升。

4.5 连通心血管专科医院、基层医院合作介入导管室业务及药店诊所

公司加快实施对心血管专科医院、基层医院合作介入导管室业务及药店诊所的连通，逐步形成互为补充的覆盖心血管疾病检验预防、诊断咨询、转诊导医、术后管理的线下医疗服务体系。2017 年，公司基层医院合作介入导管室已累计签约 220 家，覆盖全国 28 个省区，其中投入运营的基层医院合作介入导管室达到 160 家。

公司持续布局乐普心血管慢病咨询健康管理中心、区域性心血管慢病咨询健康管理中心及基层诊所（即药店诊所）等三级远程医疗体系。2017 年，公司已签约药店诊所 423 家，其中投入运营 264 家，日均接诊量超过 1000 人次，2017 年接受远程医疗服务的患者累计超过 15 万人次。同时，公司利用远程心电监测的技术优势，形成面向基层医疗机构、服务于基层亚健康人群及患者的心血管实时检测管理与线上服务；以心血管相关的智能医疗设备为抓手，提供家用心血管健康数据管理与线上服务模式；通过多种模式相结合，逐步建立辐射客户终端的心血管疾病预防、治疗及康复管理的线上医疗服务体系。

5 新型医疗业态保障公司未来可持续发展

新型医疗业态是公司探索新产品、新领域，进行前瞻性、多元化战略布局的重要手段，是公司培育新的经济增长点，保障公司未来健康可持续发展的重要途径。目前，主要包括智慧医疗及人工智能、类金融业务及战略股权投资三部分内容。

➤ 智慧医疗及人工智能

公司持续推进智能医疗设备的研发临床注册工作。2017 年，LBP50 全自动臂式电子血压计、电子体温计、Pocor 900 血糖仪（蓝牙）及血糖、酮体、尿酸检测仪已取得产品注册证；听诊器、凝血分析仪、全数字便携式超声诊断仪已申报注册；便携式动脉硬化检测仪及智能音乐电子血压

计即将取得临床报告。

心脑血管互联网社区建设工作持续推进，公司通过举办健康讲座、产品推广及社区论坛活动等线下渠道吸收用户。2017 年末，同心管家 APP 及微信公众号注册及关注用户达到 51 万人，活跃用户 8.6 万人。

护生堂电商平台通过重新规划主营品类、优化完善自有品牌产品线等策略，有效提升产品销售毛利率；同时为抵御市场竞争，新增 3 家线上店铺。线下药店中，1 家药店正式通过零售医保项目北京市人保局审核，3 家药店开通京东到家平台 O2O，药品递送做到 3 公里范围下单 1 小时送达、及全城次日达服务，药店运营能力得到稳步提升。2017 年，护生堂实现营业收入 3,715.00 万元。

人工智能是公司未来发展的重点工作和重要领域，现阶段公司处于各种医用人工智能产品的研制阶段，公司组织近百人的团队进行这方面的前瞻性研发，目前获得的第一个产业化项目就是 AI 动态心电分析诊断系统。

2017 年，智慧医疗和人工智能业务是公司正在培育的新型板块，主要为公司药品、器械、医疗服务三大板块提供互联互通的支撑作用，保障公司提供的产品及服务与患者、家庭、医生、医院的无障碍互联，提高三大板块有机协同效率，2017 年该业务共亏损 8,566.51 万元。

➤ 类金融业务

乐普金融作为公司拓展心血管领域医疗产业链为核心的金融业务管理平台，围绕融资租赁、应收帐款保理、供应链短融等业务，以乐普集团内部需求为主，实现多元化资金投放，服务于各级子公司、生态平台内产业链上下游公司以及医疗机构等。2017 年，乐普金融在医用血管造影机、诊断业务、一键式家庭医生系统、智慧医疗乐肝设备和血透业务等方面积极支持公司发展，并取得显著成绩，实现营业收入 2,263.90 万元，同比增长 16.14%，实现净利润 479.19 万元。

➤ 主要战略股权投资

确保公司稳定、高速、可持续性发展，围绕培育和拓展新型医疗业态，公司进行了具有前瞻性的战略布局。

公司投资美国 Quanterix 公司，在已有 IVD 业务基础上，纵向培育、高起点延伸到精准医疗技术领域。该公司研发的超高精密蛋白检测技术，是液体活检领域中最新应用技术。中国液体活检市场需求潜力巨大，公司将积极促使推进该技术在我国的落地和推广。

公司参股公司睿健医疗（证券代码：839941）持续推进慢性肾病血液净化领域的产业布局，并逐步搭建血透患者慢病管理服务配套医疗服务平台。

今年 3 月，公司公告，全资公司 Lepu Holdings Limited（乐普控股）拟使用 1,400 万美元，

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

通过股权转让方式收购 Waterstone Cayman 25% 股权。Waterstone Cayman 旗下控股公司华世通作为 Waterstone Cayman 在国内的营运平台公司，是一家主营降血糖（DPP-4 与 SGLT-2）、降血脂、肾病用药、创新药等制剂和原料药研发、生产和销售的高新技术企业。上述交易完成后，乐普医疗将间接持有华世通 20% 股权，并将在降血糖、降血脂、肾病用药等领域与华世通展开深度战略合作。

图表 19 公司战略投资股权公司

公司	业务简介	持股比例
上海君实生物医药科技股份有限公司	创新单克隆抗体药物和其他治疗性蛋白药物的研发与产业化	4.00%
北京快舒尔医疗技术有限公司	无针注射器产品	20.20%
北京人寿保险股份有限公司	人寿保险	10.49%
四川睿健医疗科技有限公司	血液净化系列产品及服务	18.00%
深圳源动创新科技有限公司	家庭智能心电、血糖、血压监控	20.00%
美国 Quanterix	超高精密蛋白检测	5.35%
陕西兴泰生物科技有限公司	下一代可降解药物支架	25.00%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

6 抢滩基层，掌握未来成长主战场

在国家推行大病不出县，公立医院药品不加价的政策下，未来基层市县医院和零售门店的成长将是中国医疗产业成长的主战场。公立医院药品不加价的政策导致了药品由过去的医院利润中心转化为成本中心，医院药品的销售，特别是慢病口服药的销售，将逐渐从医院转移至零售门店，企业在零售门店的竞争优势，才能保障公司未来的成长。自 2013 年起公司进入药品领域，就一直重视药品在 OTC 的经营和销售，当时公司的竞争伙伴受到在医院一品双规的政策保护，公司进入医院替代领先者极其困难，不得不从连锁药店开始经营。公司是第一个专业处方药生产企业建立独立 OTC 营销团队的企业，经过 5 年的努力，公司的两大超重磅产品（硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙）在全国主要药店里逐渐形成了自己的品牌，占据较大的市场份额。2015 年为适应公立医院药品不加价的大政策，公司率先建立了独立于医疗机构的连锁药店销售团队，目前已有上千人的营销队伍，形成了自己的连锁药店专业处方药的推广模式和特色，为公司未来所有心血管慢性病的用药在连锁药店的推广打下了坚实的基础。公司已经制定了三年滚动计划和策略，争取在 3 年内使得两款超重磅药物（硫酸氢氯吡格雷、阿托伐他汀钙）和两款重磅药物（苯磺酸氨氯地平、缬沙坦）迅速在 OTC 形成竞争优势，成为国内零售药店领域心血管慢性病的用药产品领导者。

基层市县医院介入医疗中心的建设将是未来的发展趋势，也是大病不出市县政策落实的保障。2017 年，公司切实践行国家分级诊疗的政策要求，积极拓展渠道，抢滩基层，拓展市场空间，通

过“乐普心血管疾病服务基层行”的创新模式，为各地区基层医疗机构建立介入导管室及心血管科室合作共建提供支持，依托医生专家资源指导和培养当地医师团队，并提供介入诊疗所需器械耗材、药品及医疗服务，从而带动了基层心血管疾病诊疗水平的提高，促进了新技术的基层推广和普及。公司为山东、河南等 28 个省 160 多家基层医疗机构建立介入导管室及心血管科室合作共建提供支持，依托医生专家资源指导和培养当地医师团队，并提供介入诊疗所需器械耗材、药品及医疗服务，带动基层心血管疾病诊疗水平的提高，促进了新技术的基层推广和普及。公司既可提供自主生产的导管室最重要也是最贵的设备血管造影机，也能提供心血管介入医疗中心使用的所有耗材，在基层开展此项业务，公司具有无法比拟的优势。

公司从 2014 年开始，累计投资 1.5 亿建立具有鲜明特色的乐普心血管网络医院，并与 400 多家药店诊所合作，建立远程医疗体系。目前，日看病数量达 1000 人次，为公司在门店连锁店的品牌建设和自产药物在连锁药店的品牌价值，既提供了公司与连锁药店谈判博弈的能力，又能尽快就地将心血管疾病患者管理起来，为未来的智能医疗提供大数据支撑。

公司通过在基层市县医院、连锁零售药店、网络医院等基层渠道的长期布局，与竞争伙伴相比已经取得了较为明显的竞争优势和地位，在基层市场为公司建立了又一新的护城河。

7 打造“心血管+肿瘤”平台，服务心血管和肿瘤两大病种患者

7.1 战略定位建设“心血管病全生态+抗肿瘤大健康”的国际化平台企业

公司战略是建设成为覆盖心血管病及肿瘤领域疾病预防、药物治疗、手术治疗、术后康复及慢病管理全生命周期的“心血管病全生态+抗肿瘤大健康”的国际化平台企业，集医疗器械、医疗药品、医疗服务以及新型医疗业态全产业链产品和服务最强供应商。公司各业务板块将发挥集成与协同效应，以病人和医生为核心，药械与服务的协同集成优势，形成线上与线下一体的网络优势，逐步凸显公司在战略布局、产品技术、生产能力、品牌与客户效应等综合优势，力争为中国三分之一心血管病患者和十分之一肿瘤患者服务。

公司战略定位的“心血管病全生态+抗肿瘤大健康”的医疗生态圈，是通过液体活检、基因测序等手段达到疾病预防的目的；通过多类型、多品种抗凝、降血脂、降血压、降血糖产品帮助中国多达 2.9 亿心血管病患者保持健康，创造性研发新型智慧降脂降糖产品，达到心血管病患者血脂血糖控制的人性化、科学化目标；通过国家领先的纳米微孔药物支架、完全可吸支架实现心血管病患者的血管再通再造；依托人工 AI 智能医疗手段，大幅度提升医院、家庭心血管病患者的心电科学诊断和远程心电监测科学化、精准化水平；攻克国际最新抗肿瘤的多种技术，不断提升癌症治疗精准化、治疗延寿化能力；以北京乐普网络医院为中心，借助人寿保险等类金融手段，

依托遍布国内主要省份、市县的心血管病连锁专科医院、连锁诊所药店等各类医疗服务机构，将高端医疗服务送到基层、社区和家庭。通过与北京人寿保险等公司战略合作开发系列化健康险种，实行“医保+保险”多种叠加保障的慢病管理，完善慢病管理体系，实现“无忧、健康、幸福和快乐”的养老生态，将为终端患者客户提供覆盖心血管及肿瘤疾病预防、治疗及康复管理体系。全面实施乐普器械、乐普医药、乐普生物、乐普智能、乐普智慧和乐普服务等品牌化战略。

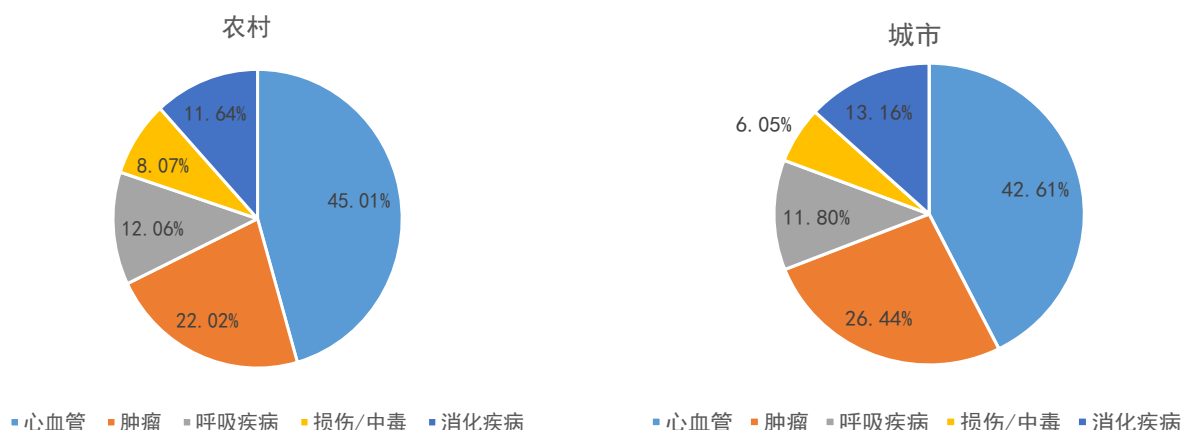
公司建设的“心血管病全生态+抗肿瘤大健康”平台体系，支付环节不可或缺，随着社保资金压力越来越大，健康服务需求升级换代加快，商业健康保险将是未来发展的主要趋势和社保的有机补充。2017 年底，公司参与设立北京人寿保险公司（持股 10.49%），布局支付环节，北京人寿保险公司已获准开业。公司致力于借助北京人寿保险公司积极推进心血管疾病、肿瘤等商业健康保险险种的开发与应用，以作为社保的有机补充。通过心血管疾病、肿瘤等健康保险合同的商业对接，被保险人可搭配使用公司的可穿戴智能家庭医疗器械、药品、手术资源等，既减少心血管疾病、肿瘤等疾病患者个人以及医疗保险公司的保费支出，又做到心血管疾病、肿瘤等疾病的提前预防、药物预防、手术治疗保障以及康复治疗监护的闭环服务。

7.2 心血管、肿瘤市场规模大

2017 年中国心血管系统用药总体规模 2891 亿元

据《中国心血管病报告 2016》概要，中国心血管病（CVD）患病率处于持续上升阶段。推算 CVD 患病人数 2.9 亿，其中脑卒中 1,300 万，冠心病 1,100 万，肺原性心脏病 500 万，心力衰竭 450 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万。国务院发布的《中国居民营养与慢性病状况报告（2015 年）》显示，中国 18 岁以上居民高血压患病率为 25.2%，根据 2016 年统计局统计公报，测算中国高血压患病人数为 2.9 亿。城乡居民疾病死亡构成比中，心血管病和肿瘤患者据前两位。2015 年农村、城市心血管病分别占死因的 45.01% 和 42.61%，肿瘤患者分别占死因的 22.02%、26.44%。

图表 20 2015 年城乡居民疾病死亡构成



数据来源：中国心血管病报告 2016，长城国瑞证券研究所

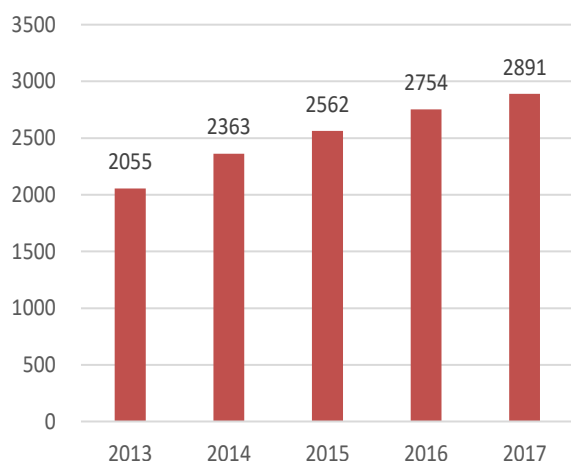
心血管系统用药主要包括心脏病治疗用药、血管保护剂、抗高血压药和降血脂药等。随着相关疾病发病率和死亡率的不不断上升，此类药物的用量也随之增长。

目前冠心病的治疗方式大致分为三类：药物治疗、介入治疗和搭桥手术。药物通过使心肌氧供和氧需达到新的平衡从而缓解症状；介入治疗则是通过球囊扩张和支架置入，使血管管腔恢复，血流重新通畅，适用于单支或多支局限性狭窄等病变；冠状动脉旁路移植术（搭桥手术）则适合于冠状动脉阻塞严重、弥漫钙化且多支多处病变、支架术有较高风险或影响预后时。据中康 CMH 监测数据显示，2017 年心血管系统用药总体规模 2891 亿元，是份额占比最高的品类。

2015 年中国心血管介入器械市场规模达到了 320.5 亿元

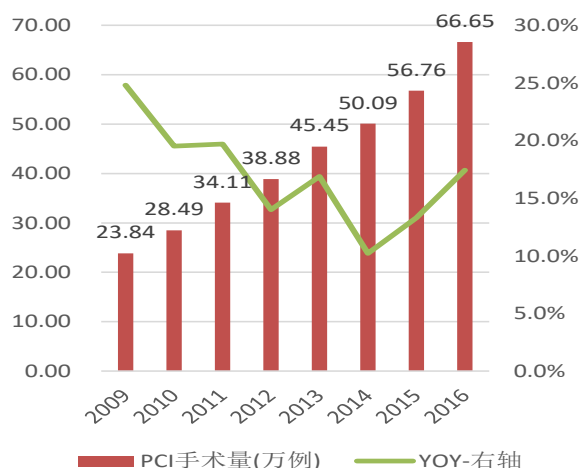
介入治疗是一种新型诊断与治疗心血管疾病技术，经过穿刺体表血管，在数字减影的连续投照下，送入心脏导管，通过特定的心脏导管操作技术对心脏病进行确诊和治疗的诊治方法。目前介入治疗已成为与传统的内科药物治疗、外科手术治疗相并列的三大现代医学治疗手段之一。随着技术的不断发展和临床应用的不断成熟，据智研咨询数据全球介入器械行业的市场规模 2016 年达到了 298 亿美元。2015 年我国心血管介入器械市场规模达到了 320.5 亿元。第二十届全国介入心脏病学论坛公布的数据，我国大陆 PCI 病例数增速，2014-2016 重回升势，分别为 10.22%、13.30%、17.43%，2016 年度达到 66.65 万例。

图表 21 心血管系统药物市场规模（亿元）



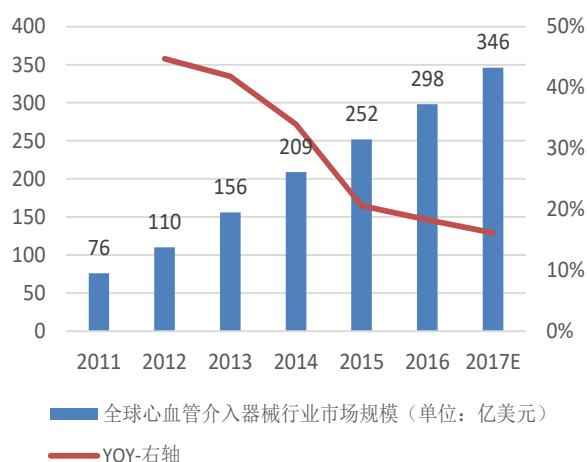
数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 22 PCI 手术量及增速



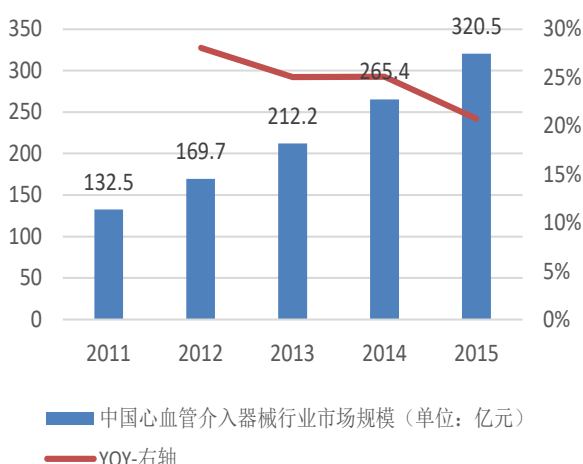
数据来源：CCIF，长城国瑞证券研究所

图表 23 全球心血管介入器械行业市场规模



数据来源：智研咨询，长城国瑞证券研究所

图表 24 中国心血管介入器械行业市场规模



数据来源：智研咨询，长城国瑞证券研究所

2015 年中国肿瘤医疗服务市场规模约为 3,200 亿元

根据国家癌症中心统计，2015 年前 5 年内，中国现存肿瘤患者约为 749 万人（其中男性患者 368 万人，女性患者 381 万人），按人均每年花费 7 万元，肿瘤治疗渗透率 60% 计算，中国肿瘤医疗服务市场规模约为 3,200 亿元。

7.3 心血管大健康全产业链生态协同效应显著

公司通过不断技术创新，不断外延并购，不断产品迭代，研制开发出各种技术先进、疗效确着的产品和医疗技术，为患者、家庭、医生、医院、养老机构等提供各种产品、装备和途径，在预防、治疗、康复、再预防的全生命周期为患者服务。心血管大健康全产业链生态协同效应显著

体现。

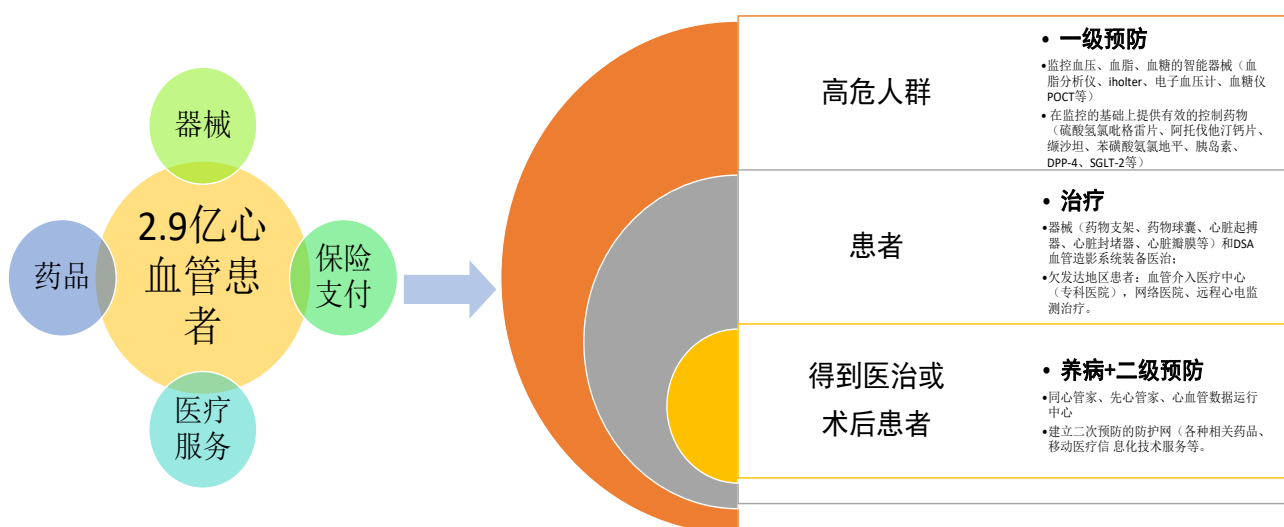
1) 为心血管疾病高危人群提供经济有效的预防手段，建立有效的一级预防防控网，把高危人群挡在走向心血管疾病的道路上。心血管疾病的主要影响因素为高血压、高血脂、高血糖即所谓的三高，公司的责任就是为此人群提供日常监控血压、血脂、血糖的智能器械（血脂分析仪、iholter、电子血压计、血糖仪 POCT 等），在监控的基础上提供有效的控制药物（硫酸氢氯吡格雷片、阿托伐他汀钙片、缬沙坦、苯磺酸氨氯地平、胰岛素、DPP-4、SGLT-2 等）。

2) 对于一级预防不成功而不幸患上心血管疾病的患者，公司首要责任就是为广大医生提供技术先进、经济有效的器械（药物支架、药物球囊、心脏起搏器、心脏封堵器、心脏瓣膜等）和 DSA 血管造影系统装备，通过医生把患者医治好；在医疗水平欠发达地区，公司还有责任建立先进的心血管介入医疗中心（专科医院），让患者就地得到及时、有效地医治或能方便得到上级大型、高端医疗机构远程就医（网络医院、远程心电监测）。

3) 对已经得到医治或术后的患者，提供各种贴心式的康复途径和措施（同心管家、先心管家、心血管数据运行中心等）；建立二次预防的防护网（各种相关药品、移动医疗信息化技术服务等），提高患者的处方依从性。

4) 大力发展各种先进医疗信息化技术（移动互联网+医疗、人工 AI 智能医疗技术、一键家庭医生救护系统等）把患者、家庭、社区、医生、医院互联互通起来；把一级预防、治疗、康复、二级预防有机结合起来，便捷高效的为心血管患者提供全生命周期、全方位的服务。

图表 25 乐普医疗服务患者全生命周期心血管生态体系



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

7.4 肿瘤免疫治疗作为公司长期发展的新动能战略布局

公司现有产品组合(器械及药品)和今年可能上市的重磅产品 NeoVas 可降解支架及预计 2019 年底获批的甘精胰岛素,可充分保障公司未来五年的成长;但更长期的成长需要寻求新的成长动能来实施助推,肿瘤免疫治疗即是公司确定的长期发展的新动能。

公司在多年前布局液体活检以及蛋白指纹图谱检验,精准基因检测、解析等,进而快速发现潜在的癌症敏感点,提前 3-5 年预防疾病的发生。

2016 年,公司战略参股(4%)公司君实生物(证券代码:833330),该公司是一家以开发治疗性抗体为主的研发型高科技公司,专注于创新单克隆抗体药物和其他治疗性蛋白药物的研发与产业化,在研产品主要覆盖心血管疾病、肿瘤和骨质疏松等领域。君实生物在研产品线丰富,拥有 PD-1、PCSK9、阿达木单抗、BlyS 单抗、BTLA、PD-L1 等 12 个创新产品。其中,PD-1 产品为国家重大新药创制,且国内第一家获批临床批文,目前处于临床 I 期,其临床数据优异,今年 3 月获得 CFDA 新药申请受理通知书。PD-1 单抗是潜力巨大的肿瘤免疫治疗品种,国外 2014 年产品上市,2015 年全球销量即达到 15 亿美元;PCSK9 品种是“后立普妥时代”最强大的大分子单抗生物降脂新药,目前已申报临床,研发进展国内排名第一;阿达木单抗已获得临床批件,即将开始 I 期临床;BlyS 单抗预计 2016 年三季度获得临床批件,研发进展排名国内第一。

2017 年 4 季度公司开始全面建设抗肿瘤平台,打造以心血管健康为主、抗肿瘤平台为辅“心血管+肿瘤”一大一小两个平台。今年年初,公司使用自有资金 2 亿元人民币,与公司董事长、实际控制人蒲忠杰先生控股的厚德科技共同设立乐普生物,持有其 20%股权。乐普生物作为布局肿瘤免疫的主要平台,旨在聚焦于抗体类和蛋白类药物等生物医药的研发、生产和销售;致力于为全球客户提供高效优质的抗体和重组蛋白 CMO 服务;致力于研制、开发、生产和销售肿瘤免疫治疗伴随诊断的各种生物标志物;致力于开发肿瘤免疫相关的基因治疗为基础的个体化疫苗。厚德科技承诺将其拥有的 PD-1 产品和 PD-L1 产品资产注入乐普生物,PD-1 产品已于 2017 年 8 月获得 CFDA 临床批件(批件号:2017L04642),现正在开展一期临床试验。PD-L1 预计在 2018 年底应该获得 CFDA 临床批件并进入一期临床。

公司战略定位清晰,主要以 PD-1(PD-L1)为基石的癌症免疫治疗,积极寻找与 PD-1(PD-L1)的诸如溶瘤病毒、IDO 等各种联合用药以进一步提高免疫治疗的效果是乐普集团肿瘤免疫治疗业务发展的最主要方向。

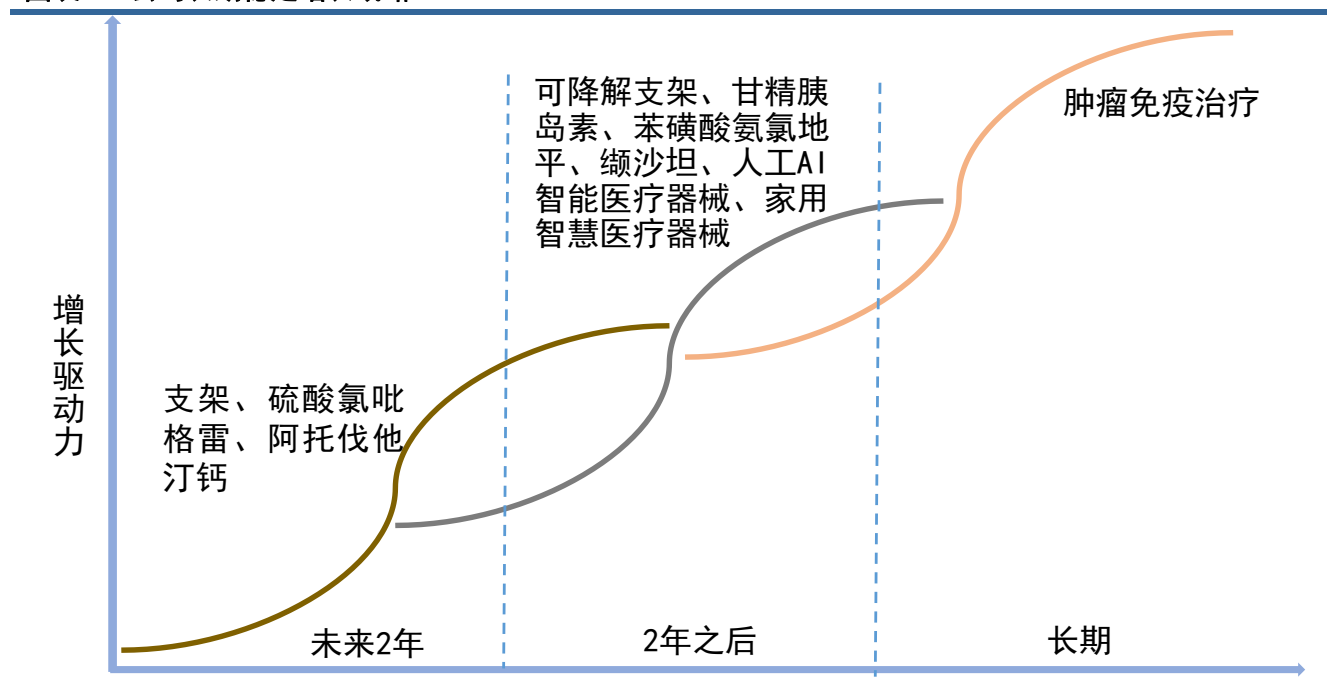
公司未来会继续投资推进药品研发,继续深入肿瘤免疫治疗领域,努力建设肿瘤免疫检验、伴随诊断、单抗治疗及溶瘤病毒组合治疗平台,打造生物创新核心竞争力,使公司以心血管健康

为主、抗肿瘤平台为辅的“大血管健康+抗肿瘤”一大一小两个平台。

8 盈利预测

从 2014 年起，公司制定了长期持续稳定成长的发展战略。既充分挖掘促进各业务板块的成长动能，也及时开创新建立与原业务板块有相关性、协同性的新业务板块，从 2013 年单一支架业务转化成目前“四位一体”的围绕心血管疾病的患者全生命周期服务的平台型业务模式。公司谨慎评价每块业务的成长周期，新型业务贡献产能的周期，让两次周期互补协调发展，保障公司的总体业务在长期时间内实现持续高增长。公司经过基本判断，在未来两年内，公司的高增长仍然依靠支架的稳定增长和两个超重磅产品（硫酸氯吡格雷、阿托伐他汀钙）的高速增长，即可实现。公司在二年后的高速增长依靠可降解支架、甘精胰岛素、两款重磅高血压药品和人工 AI 智能医疗器械、家用智慧医疗器械等高速增长。更长期的高速成长需要寻求新的成长动能来实施助推，肿瘤免疫治疗即是公司确定的长期发展的新动能，而在 2018 年初参股投资的乐普生物就是实施这种新动能的产业化平台。统筹各业务板块成长的周期性与互补性，确保公司稳定、高速、可持续性发展。

图表 26 公司长期稳定增长战略



资料来源：长城国瑞证券研究所

盈利预测中，我们暂未考虑全降解血管支架 NeoVas 上市业绩贡献，假设为收购新东港 45% 股权募资发行的 10.50 亿元可转债全部按 33.88 元/股转股，并考虑转股摊薄影响。

图表 27 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4537.64	5800.74	7302.21	8919.45	货币资金	2264.64	2900.37	3651.11	4459.72
减：营业成本	1486.91	1914.25	2409.73	2943.42	应收和预付款项	1937.30	2405.98	3003.71	3560.44
营业税金及附加	68.62	87.72	110.43	134.89	存货	702.33	941.02	1127.70	1399.19
营业费用	1061.77	1357.33	1708.66	2087.09	其他流动资产	254.42	254.42	254.42	254.42
管理费用	613.07	783.73	986.59	1205.10	长期股权投资	794.16	794.16	794.16	794.16
财务费用	107.22	99.22	41.34	-26.66	投资性房地产	99.91	87.80	75.68	63.57
资产减值损失	58.23	25.00	25.00	25.00	固定资产	1414.14	1170.85	927.56	684.27
投资收益	-8.03	0.00	0.00	0.00	无形资产	3698.81	3521.40	3344.00	3166.60
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1625.00	1525.73	1478.14	1478.14
其他经营损益	21.94	22.00	22.00	22.00	资产总计	12790.72	13601.74	14656.48	15860.51
营业利润	1155.71	1555.49	2042.45	2572.62					
其他非经营损益	39.76	39.00	39.00	39.00	短期借款	1463.79	1594.38	789.13	384.89
利润总额	1195.47	1594.49	2081.45	2611.62	应付和预收款项	682.88	1244.44	1715.47	1581.01
所得税	201.79	263.09	343.44	430.92	长期借款	1192.05	2383.80	2383.80	2383.80
净利润	993.68	1331.40	1738.01	2180.70	其他负债	2424.76	175.89	175.89	175.89
少数股东损益	94.59	66.85	42.97	53.92	负债合计	5763.47	5398.51	5064.29	4525.58
归母净利润	899.09	1264.55	1695.04	2126.78	股本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
					资本公积	1144.40	1249.40	1249.40	1249.40
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	3250.67	4507.76	5853.74	7542.55
经营活动现金流	913.13	983.26	1889.94	1567.73	归母股东权益	6429.67	7538.81	8884.79	10573.60
投资活动现金流	-1700.21	32.57	32.57	32.57	少数股东权益	597.58	664.43	707.41	761.32
融资活动现金流	974.27	-100.17	-1171.77	-791.68	股东权益合计	7027.25	8203.24	9592.19	11334.93
现金流量净额	179.59	915.66	750.73	808.62	负债和股东权益	12790.72	13601.74	14656.48	15860.51

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。