

乐普医疗 (300003)

公司研究/深度报告

业绩增长确定性高，未来发展空间广阔

深度研究报告/医药

2018 年 06 月 25 日

报告摘要:

● 外延并购开启成长之路，打造“心血管+肿瘤”健康产业平台

公司以冠脉支架业务起家，2014 年由国有控股变更为民营控股后，确定了外延并购战略，目前已形成了医疗器械、药品、医疗服务和新型医疗业态四位一体的心血管疾病全生态产业链平台，并战略布局肿瘤个性化诊疗平台，搭建肿瘤免疫治疗平台，未来将逐步形成“心血管+抗肿瘤”两个平台的发展战略。

● 支架业务增长稳健，可降解支架利润弹性巨大

国内 PCI 例数持续增长，乐普作为支架行业第一梯队，市场份额稳定。随着价格较高的 Nano 支架销售占比持续提升，公司支架业务有望继续保持快速增长。公司可降解支架两年期随访结果表现良好，预计下半年获批，假设可降解渗透率于 2020 年达到 5%，参考国内目前可降解支架的研发进展以及相关企业的具体情况，预计 2020 年 NeoVas 占有率可达 90%，参考出厂单价 1.4 万元，预计 2020 年销售额可达 10 亿元以上，净利润可达 6.5 亿元。

● 两大核心药品持续高增长，多款重磅药品打开长期成长空间

公司两大核心药品氯吡格雷和阿托伐他汀收入增长迅速，2017 年收入规模分别为 6.80 亿和 3.64 亿元，增长率高达 54%、118%。氯吡格雷和阿托伐他汀作为两大百亿级产品，有望受益于一致性评价进一步提升市场份额，继续维持高增长。氨氯地平、缬沙坦等 30 至 50 亿级产品，目前一致性评价工作正在积极推进，有望借助现有销售渠道接力放量。此外，公司收购的甘精胰岛素目前处于 III 期临床，预计今年年底可申报生产，艾塞那肽预计今年可获批生产，糖尿病领域产品将陆续进入收获期。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内较为稀缺的平台型医药企业，心血管健康平台愈发完善，抗肿瘤健康平台持续加码，短期增长稳健，未来成长空间广阔。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 13.58、17.83、23.28 亿元，EPS 分别为 0.76、1.00、1.31 元，对应 PE 分别为 46X、35X、27X，估值低于同类上市公司平均水平，维持强烈推荐。

● 风险提示

支架行业竞争加剧；可降解支架获批进展不及预期；药品一致性评价进展低于预期；核心药品大幅降价。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,538	5,960	7,763	10,000
增长率 (%)	30.9%	31.3%	30.3%	28.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	895	1,358	1,783	2,328
增长率 (%)	31.8%	51.7%	31.3%	30.6%
每股收益 (元)	0.51	0.76	1.00	1.31
PE (现价)	69.0	45.8	34.9	26.7
PB	9.7	8.0	6.5	5.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

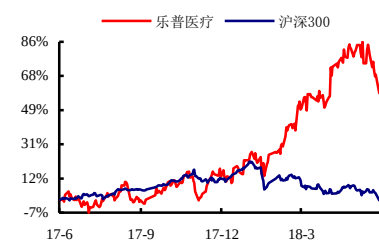
强烈推荐 维持评级

当前股价： 34.88 元

交易数据 2018-6-22

近 12 个月最高/最低	41.53/19.72
总股本 (百万股)	1,782
流通股本 (百万股)	1,412
流通股比例 (%)	79.23
总市值 (亿元)	621
流通市值 (亿元)	492

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

研究助理：刘闯

执业证号： S0100116060015

电话： 021-60876722

邮箱： liuchuang@mszq.com

相关研究

1. 乐普医疗(300003):业绩符合预期，核心品种持续高增长
2. 乐普医疗(300003):业绩符合预期，未来发展空间广阔
3. 乐普医疗(300003):布局多款高端产品，丰富肿瘤业务线

目录

一、深耕心血管领域，外延打开成长空间	3
(一) 民营机制奠定成长基石，外延并购掀开成长天花板	3
(二) 支架业务占比弱化，多产品线齐头并进	5
二、聚焦心血管大平台，布局肿瘤大健康	7
(一) 聚焦心血管“大平台”，共享广阔市场	7
1、深耕心血管领域多年，全产业链平台日益完善	7
2、我国心血管疾病形势严峻，公司核心业务持续受益	10
(二) 布局肿瘤“小平台”，注入长期增长动力	12
三、器械板块：核心产品增长稳健，多领域布局日益成熟	13
(一) 心血管器械平台：支架产品持续优化，起搏器市场有待开拓	14
1、支架产品结构持续优化，可降解利润弹性巨大	14
2、起搏器国产化需求旺盛，乐普双腔有望加快替代趋势	22
3、传统封堵器销售平稳，左心耳封堵器市场可期	24
(二) 全面布局体外诊断，发展前景可期	25
(三) 外科平台：吻合器增长迅速，潜在空间广阔	27
四、药品板块：心血管药物储备丰富，肿瘤药物加速布局	29
(一) 转型药品已获证明，销售规模持续高增长	29
1、产品储备丰富，多款重磅产品有望接力放量	29
2、销售体系持续优化，销售规模快速增长	29
(二) 两大核心品种持续高增长，多款产品进入放量期	31
1、氯吡格雷持续放量，一致性评价有望助力继续高增长	31
2、阿托伐他汀：降脂药第一大品种，市场份额有大幅提升空间	33
3、其他药品：降压药市场空间大，公司产品陆续进入放量期	34
(三) 糖尿病药品即将落地，储备肿瘤前沿用药	36
五、医疗服务持续布局，人工智能助力未来发展	37
六、投资分析与建议	39
插图目录	42
表格目录	43

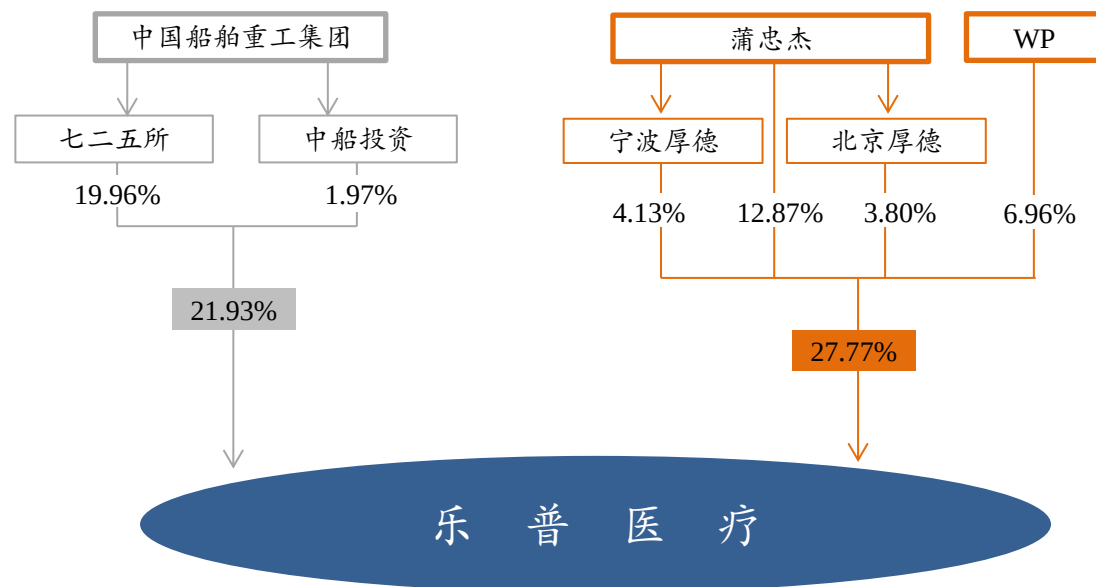
一、深耕心血管领域，外延打开成长空间

(一) 民营机制奠定成长基石，外延并购掀开成长天花板

乐普医疗成立于 1999 年，由蒲忠杰和中船重工共同设立，早期主要致力于心脏支架等冠状动脉介入医疗器械的研发、生产及销售，2005 年公司主导产品雷帕霉素药物支架获批上市，借助彼时旺盛的治疗需求以及国产品牌的高性价比优势，心脏支架销售快速增长，公司进入快速发展期，并于 2009 年登陆创业板。

乐普医疗早期作为国有控股企业，战略发展瓶颈逐渐显现，2014 年公司实际控制人由中船重工变更为董事长蒲忠杰先生，公司迎来了快速发展期，为公司后续快速发展奠定了基础。截止 2018 年 5 月底，蒲忠杰及其一致行动人等累计持有公司 27.77% 股权，中船重工合计持有公司 21.93% 股权。

图 1：乐普医疗股权结构



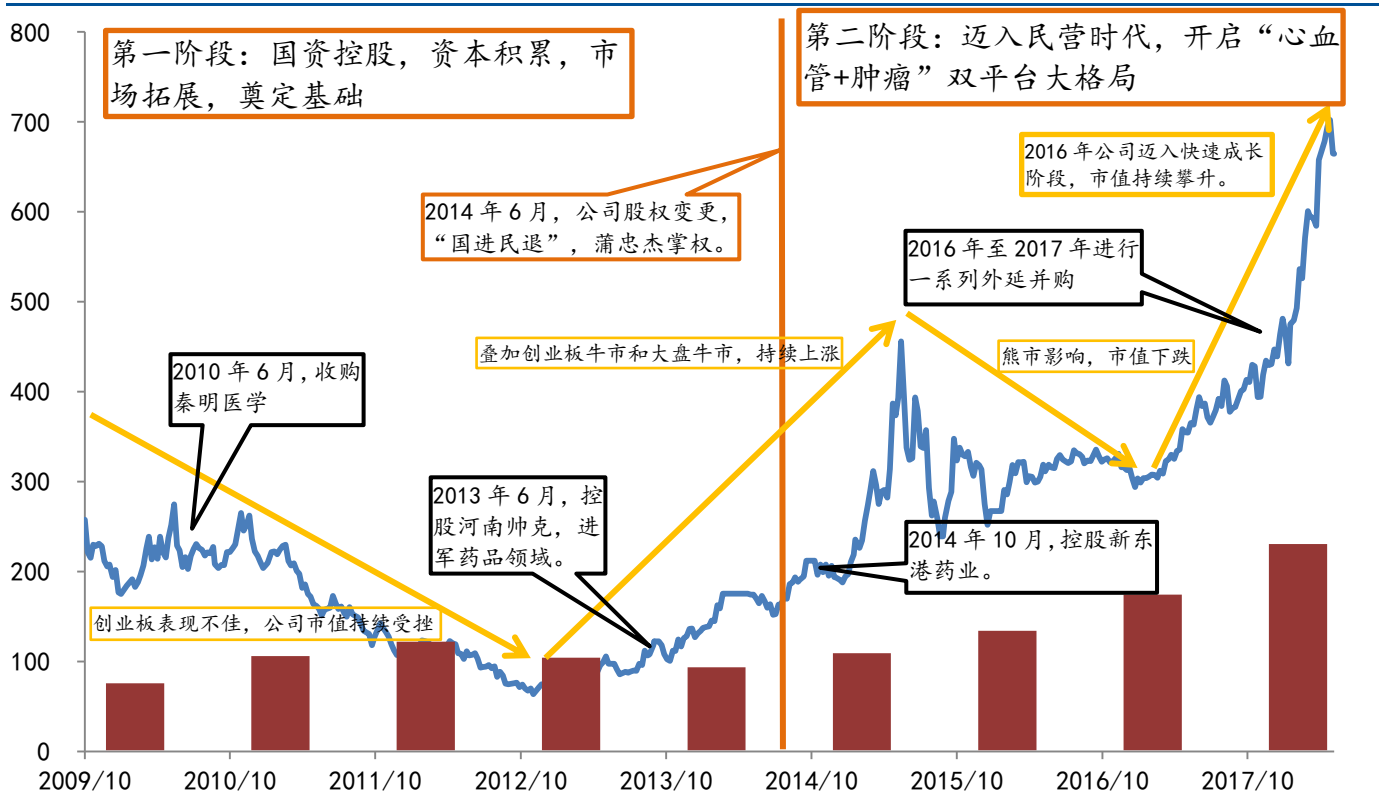
资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据股权结构变更节点，可将公司上市以来的发展历程分为两个主要阶段，即国营阶段和民营阶段，民营机制的灵活性为公司的发展注入了源源不断的动力，公司净利润和市值亦在民营阶段屡创新高。

1) 国营阶段：1999 年成立至 2014 年，公司以冠脉架起家，2005 年 Partner 支架获批上市，收入规模迅速提升，快速实现资本累积，2009 年登陆创业板，资金实力进一步提升，这一期间公司进行了初步的外延并购，为后期迅速发展奠定了一定基础。

1) 民营阶段：2014 年至今，2014 年 8 月公司董事长蒲忠杰先生成为公司实际控制人后，加速外延并购，业务范围快速拓展，产品线由器械拓展至器械+药物+医疗服务，公司构建了心血管平台，肿瘤平台亦在加速布局，长期发展逻辑愈发清晰。

图 2：公司上市以来市值变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：红色柱状图是归母净利润）

公司原来以心脏支架单品支撑发展，成长天花板低，通过外延并购持续丰富器械产品并横向拓展至药品等领域，极大地打开了公司长期成长的天花板。2010年以来公司先后对外投资超过 60 亿元，收购乐普装备、思达医用、秦明医学等丰富心血管耗材及设备，收购河南帅克药业（乐普药业）、新东港药业等强势进入药品领域，收购艾德康、恩济和、雅联百得等扩大体外诊断布局，收购洛阳六院、合肥高新心血管医院进入医疗服务领域。公司目前旗下拥有 50 余家控股或参股子公司，业务范围涉及医疗器械、药品、医疗服务以及金融投资等多个领域，逐步形成了以心血管领域为主的大健康平台。

表 1：公司上市后并购的部分标的情况

标的名称	股权比例	投资金额	时间	主要业务	2017 年营收
乐普装备	63.15%	23	2010	血管造影机	
思达医用	100%	150	2010	心脏瓣膜	
秦明医学	98.54%	221	2010、2012、2013	心脏起搏器及代理	
乐普药业	100%	1108	2013、2016	氯吡格雷等	1107 (+87%)
金卫捷	51%	36	2014	“一键式”智能终端	15 (+9%)
雅联百得	42.11%	154	2014	IVD 代理、三方检验	364 (-24%)
海合天	71.39%	125	2014	左西孟旦等	
乐健医疗	60%	97	2014	三方检验、健康服务	171 (+35%)
新东港	98.95%	1660	2014、2016、2018	阿托伐他汀	684 (+23%)
艾德康	75.40%	214	2015	IVD 研发销售	127 (+16%)

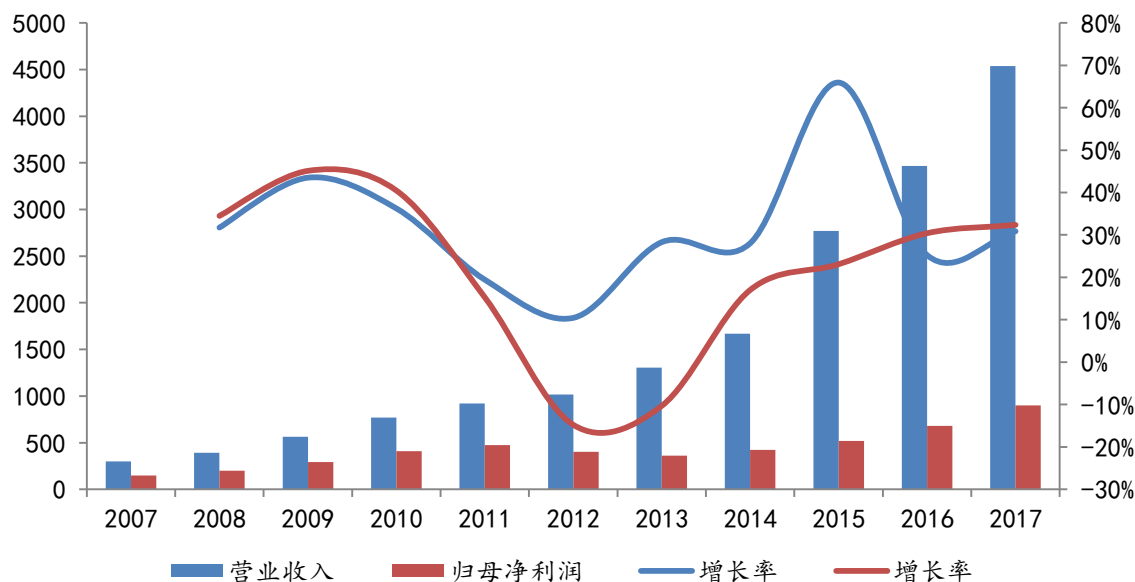
宁波秉琨	63.05%	677	2015	吻合器等	221 (+58%)
美华制药	100%	52	2016	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	
永正制药	75%	150	2016	氢氯地平	
恒久远	60%	90	2016	缬沙坦、卡托普利	
洛阳六院	100%	93	2016	二级甲等医院	
合肥高新	70%	108	2016	心血管病专科医院	48 (+504%)
恩济和	100%	150	2017	生化诊断试剂	
博螯生物	40%	220	2017	胰岛素	
乐普生物	20%	200	2018	单抗药物	

资料来源：公司公告，民生证券研究院（单位：百万元）

（二）支架业务占比弱化，多产品线齐头并进

2007 年以来，公司业绩整体保持快速增长，2007 年至 2017 年营收规模由 2.99 亿元增长至 45.38 亿元，年均增长率高达 31.26%，归母净利润由 1.50 亿元增长 9.00 亿元，年均增长 19.63%。2012 年，由于支架价格大幅下降，公司收入规模增速放缓，净利润连续两年下滑，随着支架降价因素消退以及产品线逐步丰富等，公司业绩开始恢复快速增长，2013 年至 2017 年收入规模和净利润年均增长率分别高达 36.60% 和 25.57%，业绩增长十分强劲。

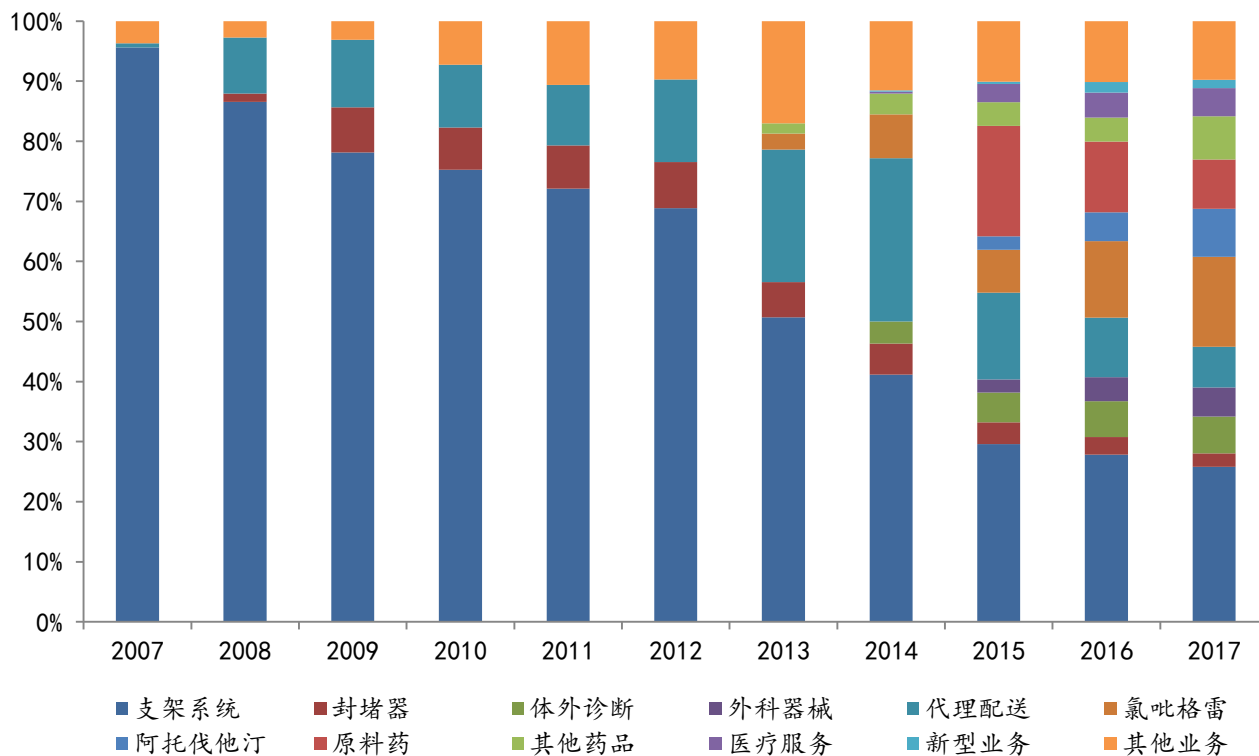
图 3：公司收入规模和净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产品结构端看，2013 年前公司收入主要来源于支架系统业务，2013 年控股秦明医学，医疗代理配送业务收入比例提升，同年通过收购河南帅克，以氯吡格雷为主的药品收入占比快速增长，2015 年控股新东港药业后，阿托伐他汀制剂和原料药迅速提升药品板块收入占比。2017 年公司支架收入占比已下降至 26% 以下，药品收入占比上升至 38%，体外诊断、外科器械以及医疗服务的业务占比亦在持续提升，公司业务结构日趋丰富。

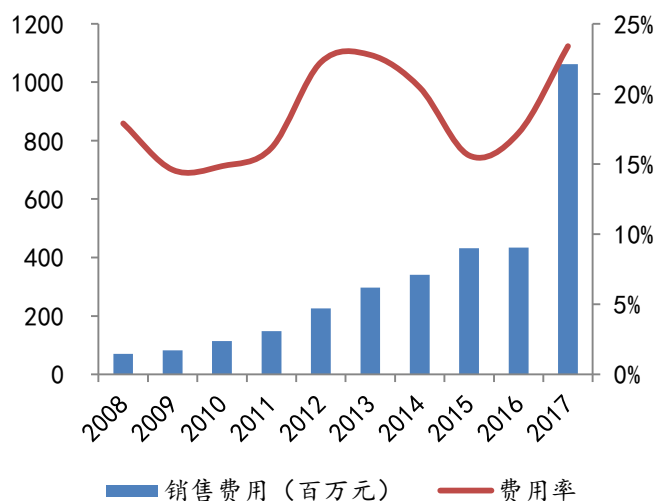
图 4：公司主要产品收入结构持续丰富



资料来源：公司公告，民生证券研究院

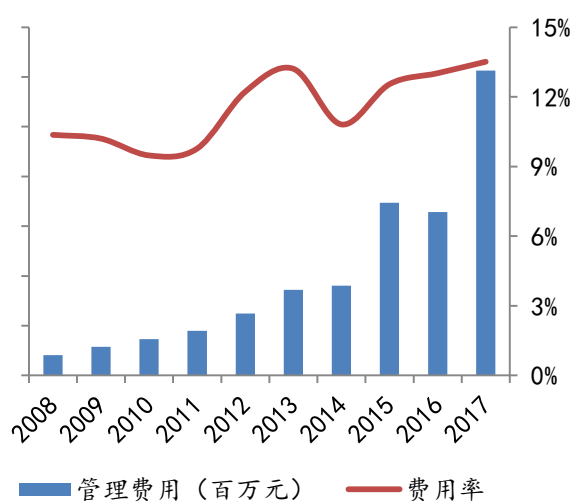
费用方面，公司销售费用率波动较大，2012 年由于支架降价导致收入增速放缓以及新产品的推广，销售费用率提升明显。随着公司收入规模的快速提升，2012 年后销售费用率逐步下滑，2017 年由于药品销售体系的整合以及加大器械产品的推广等，公司销售费用和费用率均大幅提升，预计随着公司销售体系的完善以及收入规模的提升，销售费用率有较大的改善空间。公司近年管理费用率处于稳中有升的趋势，预计将维持稳定小幅波动。

图 5：公司销售费用及费用率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：公司管理费用及费用率情况

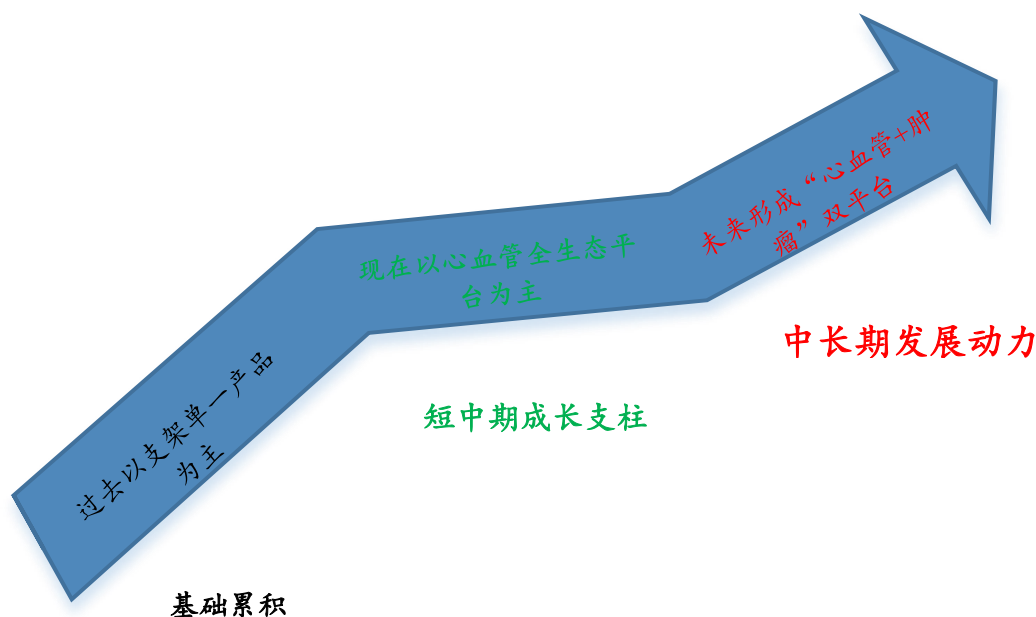


资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、聚焦心血管大平台，布局肿瘤大健康

公司依托冠脉支架业务深耕心血管领域多年，积累了丰富的医患资源，树立了拥有良好的口碑和品牌形象。借助资本积极外延并购，公司围绕心血管领域不断拓展产业链，现已构建了以医疗器械、药品、医疗服务和新型医疗业态四位一体的心血管全生态产业链平台。同时，公司近两年开始积极切入抗肿瘤领域，战略布局了肿瘤个性化诊疗平台，搭建肿瘤免疫治疗平台，为公司长期发展奠定基础。公司将围绕大健康领域，逐步强化“心血管+抗肿瘤”一大一小双平台的发展战略。

图 7：公司逐步形成“心血管+肿瘤”平台战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从公司未来成长看，心血管大平台将是公司短中期业绩增长的主要动力，肿瘤小平台则是公司中远期的重要增长点，从公司的研发管线布局来看，市场空间广阔的单抗药物将是公司抗肿瘤药的研发重点。心血管业务作为公司短中期发展的核心，我们将重点分析公司心血管大平台的成长性，肿瘤健康平台作为公司长期发展的战略布局，目前尚处于导入期，我们对肿瘤业务进行简单介绍。

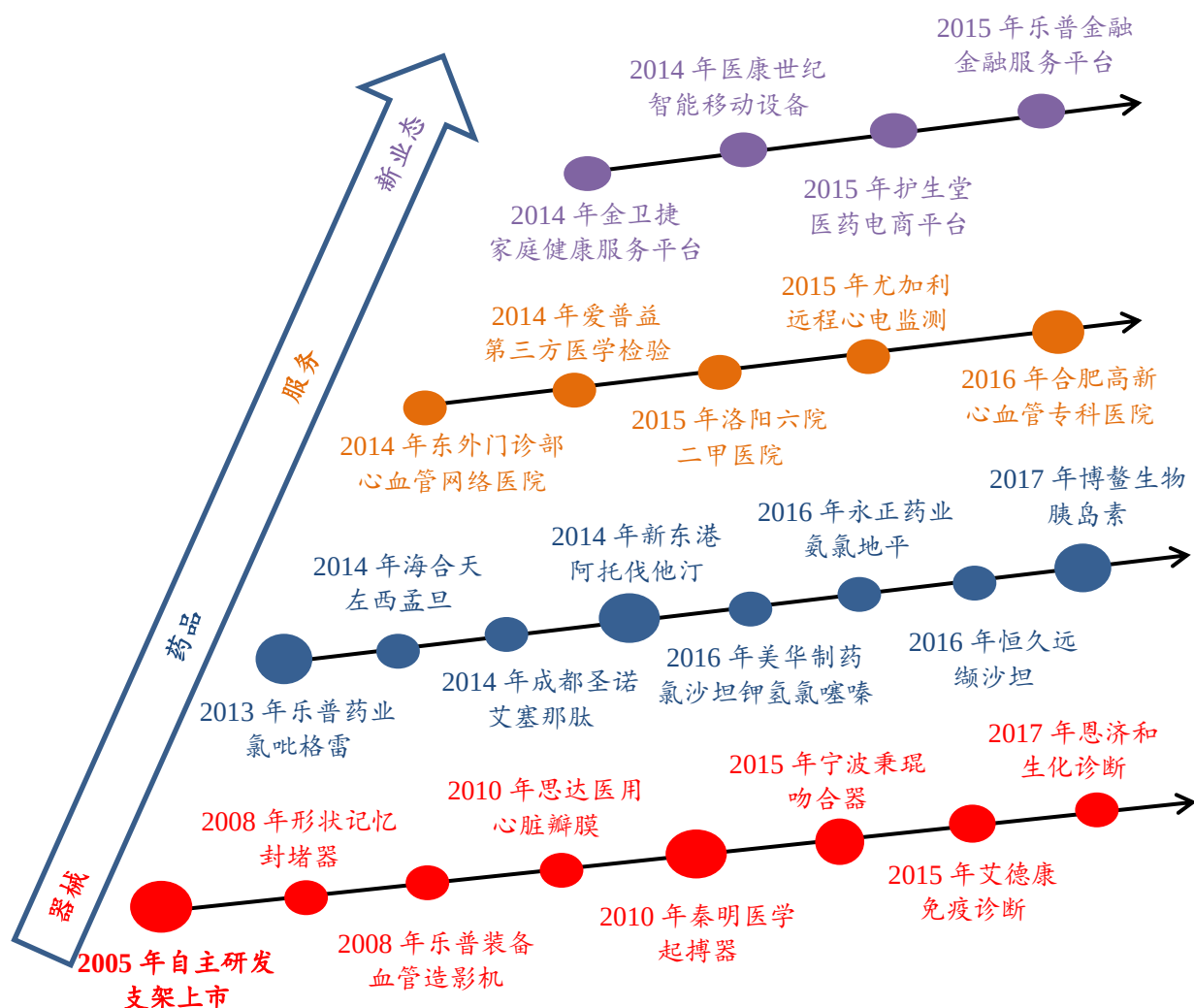
（一）聚焦心血管“大平台”，共享广阔市场

1、深耕心血管领域多年，全产业链平台日益完善

公司深耕心血管领域十余年，构建了医疗器械、药品、医疗服务和新型医疗业态四位一体的心血管医疗健康全产业链平台，可为用户提供防病、治病、养病全生命周期的医疗解决方案，奠定公司长期发展基础。

目前，公司器械布局成熟，心血管耗材和诊断设备产品丰富，外科器械和体外诊断发展稳健；药品业务布局日益完善，中短期业绩增长强劲；医疗服务正处于早期发展阶段，新型业务亦处于导入期；整体来看，公司各业务布局层次完善，未来增长衔接性较好。

图 8：公司心血管平台布局主要并购历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

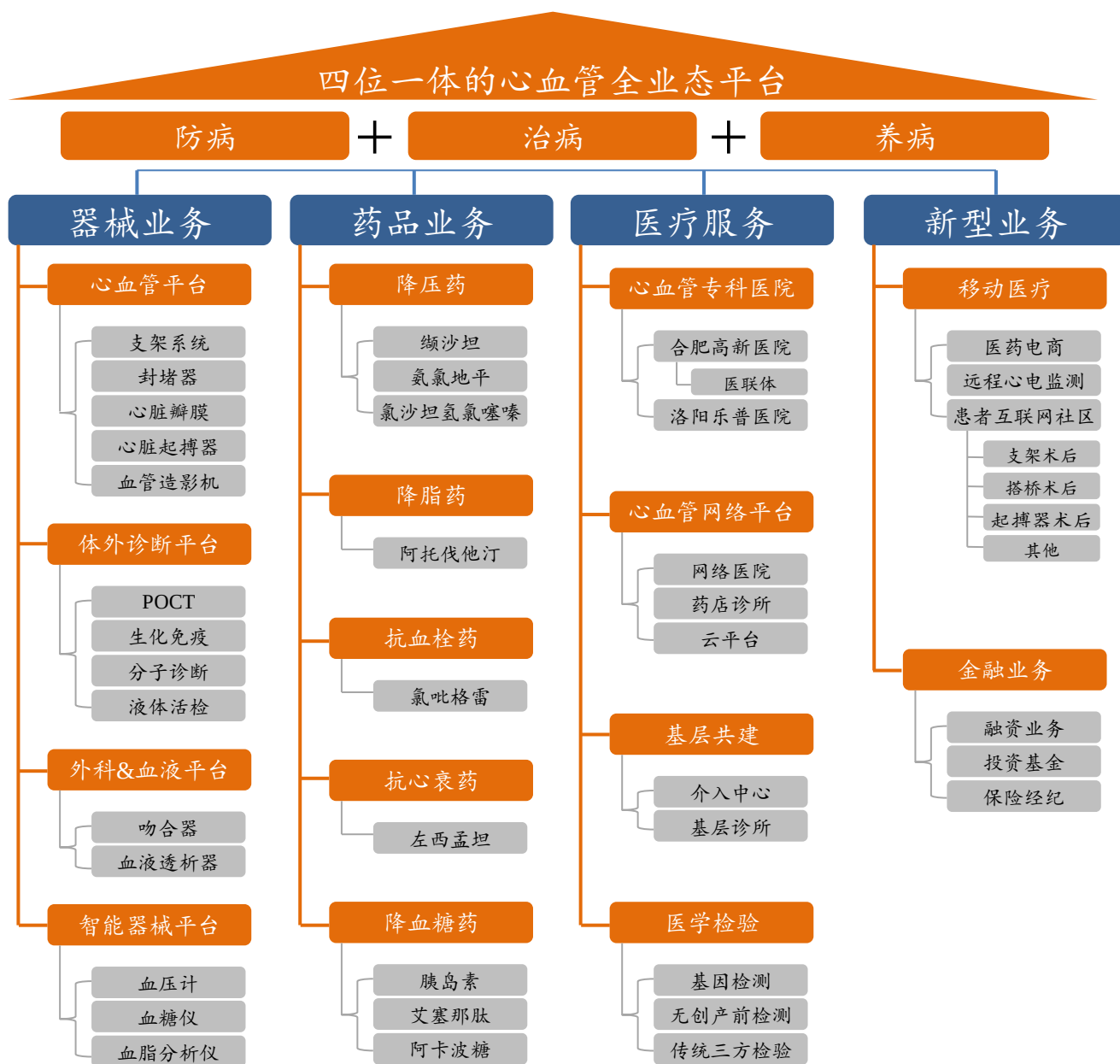
医疗器械业务：包括心血管器械、体外诊断、外科器械、智能医疗器械等。2005 年支架上市，2008 年收购上海形状记忆获得封堵器业务，2010 年收购思达医用获得心脏瓣膜业务，2010 年收购秦明医学获得起搏器业务（代理+自产），在心血管介入高值耗材领域形成了丰富的产品群；2010 年公司以乐普科技为主体布局体外诊断业务，2015 年、2017 年先后收购艾德康、收购恩济和，基本形成了覆盖 POCT、免疫、生化、分子的体外诊断平台；2015 年收购宁波秉琨，产品进一步拓展至以吻合器为主的外科器械领域。

药品业务：包括降压药、降脂药、抗血栓、抗心衰及降血糖药物，产品覆盖了心血管患者的多种用药需求；2010 年公司与河南天方药业合作，为进入药品领域奠定基础，2013 年收购河南新帅克，获得重磅产品氯吡格雷，正式进入心血管药物领域，2015 年收购新东港，获得另一个重磅产品阿托伐他汀，2016 年、2017 年先后收购美华制药、永正药业、恒久远药业等获得多款重磅降压药；2014 年与成都圣诺合作获得艾塞那肽，进入糖尿病领域，2017 年收购博螯生物获得胰岛素，并于 2017 年参股中美华世通获得阿格列汀、卡格列净等，降糖药产品线储备日趋完善。

医疗服务：公司于 2014 年确立医疗服务作为发展战略方向，同年并购乐健医疗获得东直门门诊部作为 2016 年建设心血管网络医院的平台，并表爱普益作为公司第三方医学检验的平台，2015 年、2016 年先后并购洛阳第六人民医院、合肥高新心血管医院布局心血管专科医院群。2018 年公司发布 AI-ECG Platform 心电图人工智能自动分析和诊断系统，公司搭建的三级远程医疗体系日趋完善。

新型医疗业务：2014 年公司组建移动医疗事业部，同年收购金卫捷，搭建家庭医疗健康服务平台，组建医康世纪，布局血糖仪等智能终端产品研发；2015 年收购护生堂，获得医药电商平台，移动医疗大健康生态闭环框架建设基本成型；此外，公司设立的乐普金融控股公司以及产业基金，可为公司整体布局提供金融服务以及战略投资。

图 9：公司心血管健康全生态平台

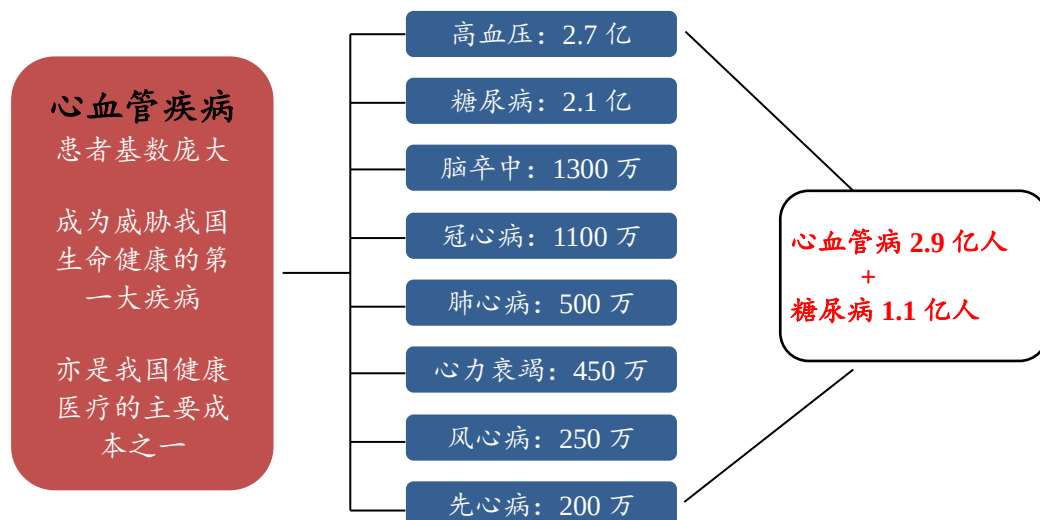


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、我国心血管疾病形势严峻，公司核心业务持续受益

中国心血管报告数据显示，我国心血管患病率持续上升，现有心血管疾病患者 2.9 亿，高血压患病人数约为 2.7 亿，冠心病 1100 万，心力衰竭 450 万，肺原性心脏病 500 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，预计患病人数还将进一步增长。此外，国际糖尿病联盟数据显示我国糖尿病患者人数已超过一亿人，并且呈持续增长趋势。

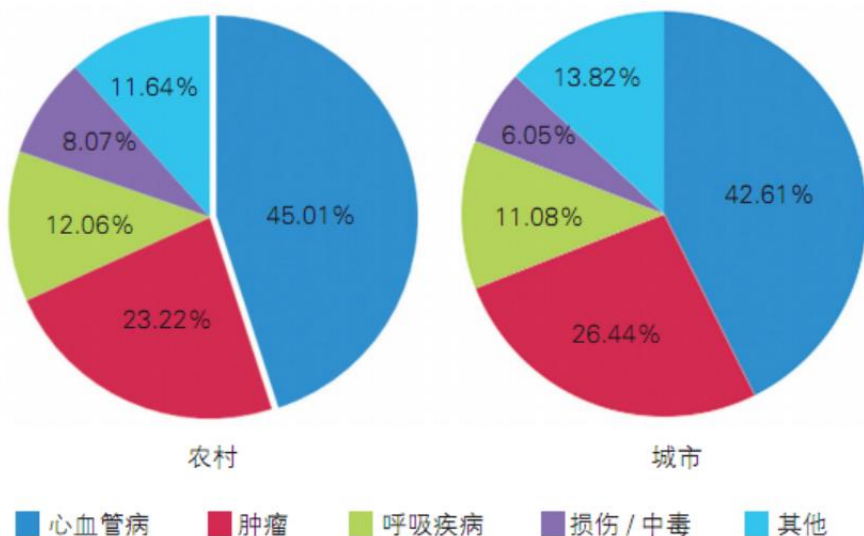
图 10：心血管疾病患者人数庞大



资料来源：中国心血管报告&公司公告，民生证券研究院

数据显示，2015 年我国心血管病死亡率位居城乡居民疾病死亡原因的首位，显著高于肿瘤、呼吸疾病及其他疾病，农村和城市的心血管病死亡原因占比分别高达 45% 和 43%，随着心血管患者的人数持续增长，预计心血管死亡原因占比仍将高居不下。

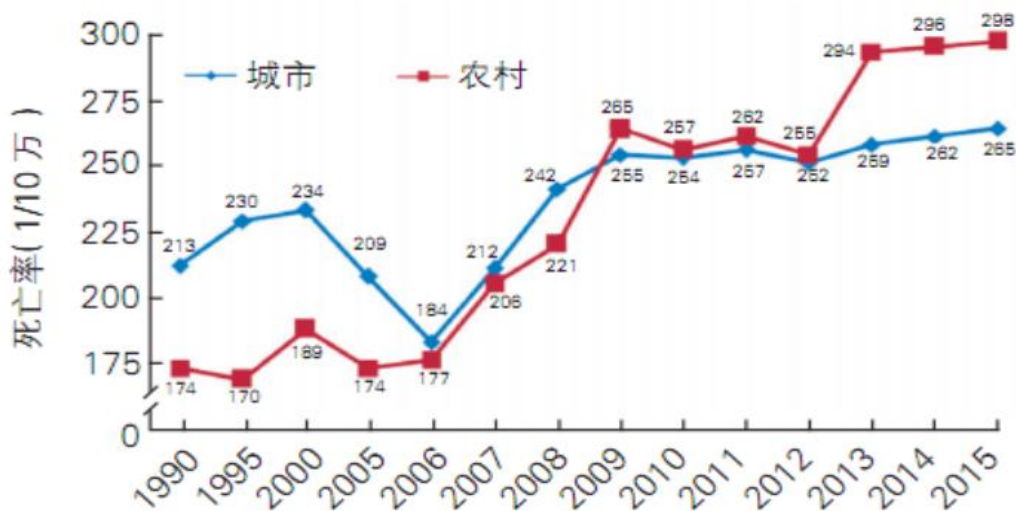
图 11：2015 年中国农村和城市居民主要疾病死因构成



资料来源：中国心血管病报告，民生证券研究院

2015 年我国农村心血管疾病死亡率为 298.42/10 万,城市心血管疾病死亡率为 264.84/10 万,其中城市居民冠心病死亡率为 110.67/10 万,农村居民冠心病死亡率为 110.91/10 万,且均有持续上升的趋势。

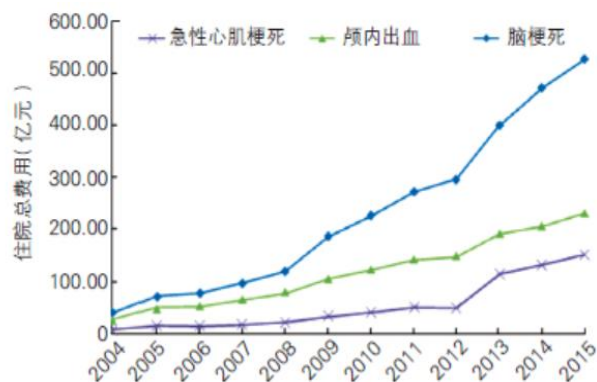
图 12: 我国心血管疾病死亡率变化趋势



资料来源: 中国心血管病报告, 民生证券研究院

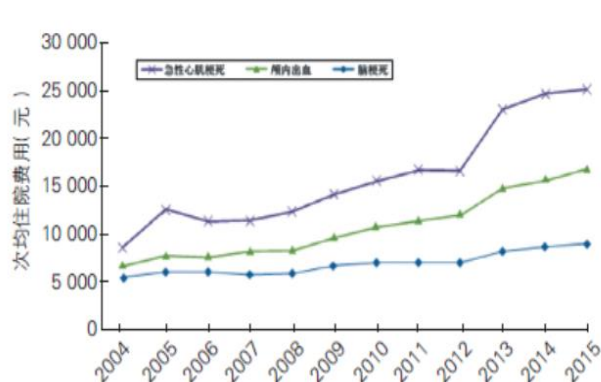
2015 年我国医院心脑血管病出院总人次为 1888 万, 占同期出院总人次的 13%, 其中心血管病占比 6.61%, 脑血管占比 6.25%。2015 年我国心脑血管疾病的住院费用中, 急性心肌梗死为 153.40 亿元, 颅内出血为 231.99 亿元, 脑梗死为 524.26 亿元, 2004 年以来的住院费用年均增长速度分别为 0.13%、18.06% 和 23.47%, 可见心血管市场空间十分广阔, 且将持续增长。

图 13: 心血管住院总费用



资料来源: 中国心血管病报告, 民生证券研究院

图 14: 心血管住院次均费用



资料来源: 中国心血管病报告, 民生证券研究院

心血管疾病作为最常见的慢性病, 多数患者需长期服药, 目前我国心血管疾病就诊率和诊疗水平仍然较低, 例如心脏支架和心脏起搏器的使用水平大幅低于发达国家, 高血压控制率较低, 糖尿病的用药水平尤其胰岛素的使用水平亦有较大提升空间。我们认为, 我国心

管疾病诊疗市场空间巨大，公司深入布局心血管领域，产品种类十分丰富，核心产品心脏支架、氯吡格雷、阿托伐他汀以及处于销售导入期的双腔起搏器、缬沙坦、氨氯地平等均为心血管疾病的重磅医用耗材和药品，将为公司持续稳定发展提供坚实基础。

（二）布局肿瘤“小平台”，注入长期增长动力

公司在心血管大健康平台日趋成熟之际，积极推进肿瘤健康平台的搭建。公司战略性布局肿瘤个性化诊疗平台，2015 年投资普林基因，布局基因测序，进入精准医疗领域。2018 年初设立的乐普生物，将作为公司布局肿瘤免疫治疗的主要平台进行创新药物的研发。2017 年底公司产子设立北京人寿保险公司，可为公司布局肿瘤商业健康保险提供平台。

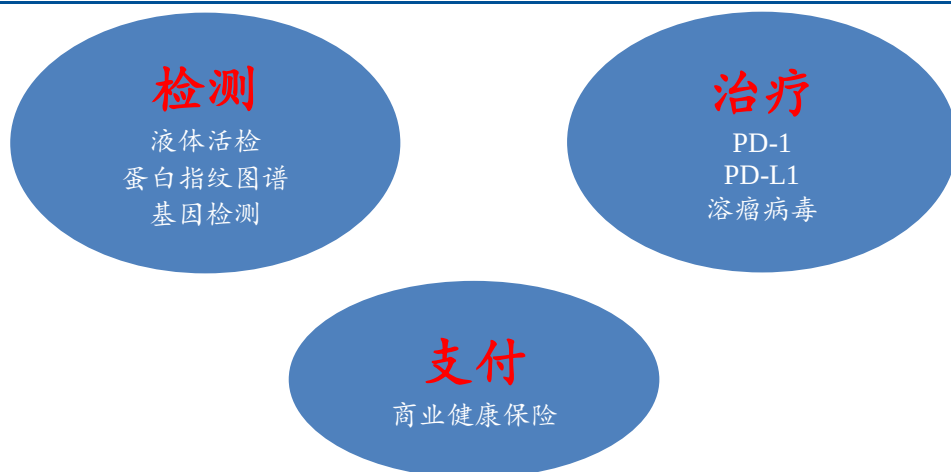
表 2：公司肿瘤业务布局历程

	控股比例	时间	业务	交易金额
普林基因	70%	2015 年	基因诊断	1000 万美元
美国 Quanterix	5.35%	2016 年	液体活检	1100 万美元
君实生物	4%	2016 年	单抗药物	9000 万元
人寿保险	10.49%	2017 年	商业保险	3 亿元
乐普生物	20%	2018 年	单抗药物	2 亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

乐普生物作为肿瘤免疫治疗的主要平台，将陆续开展国际上成熟、临床医用效果显著、多种技术路径的肿瘤免疫创新药物的研发，确定了以 PD-1/PD-L1 药物为基石的癌症免疫治疗，积极寻找各种联合用药以进一步提供免疫治疗效果为公司肿瘤免疫治疗的主要方向。

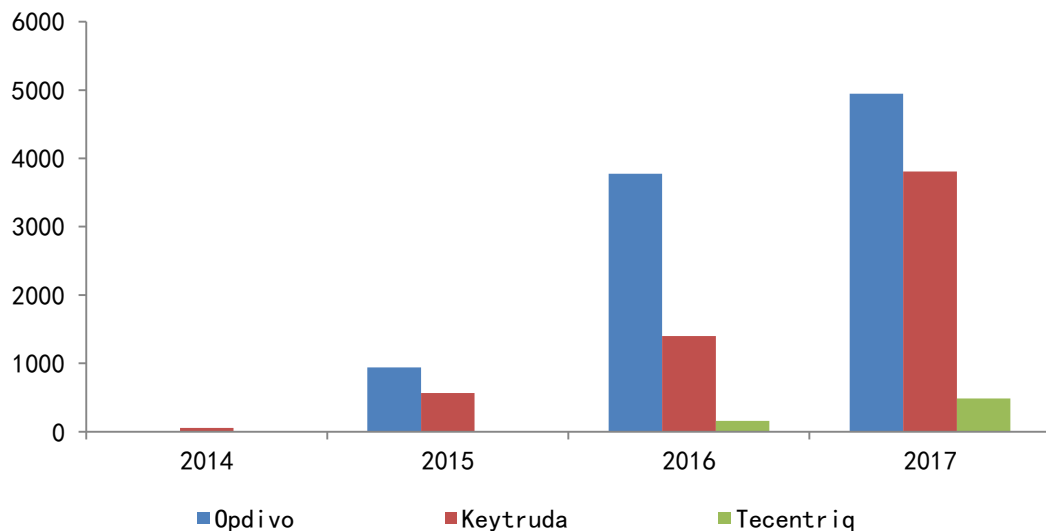
图 15：公司抗肿瘤大健康平台



资料来源：公司公告，民生证券研究院

PD-1/PD-L1 作为潜力较大的抗肿瘤单抗药物，市场销售规模增长迅速，2017 年全球单抗主要产品 Opdivo、Keytruda、Tecentriq 合计销售规模已超 92 亿美元，较 2016 年整体增长 70% 以上。中国 PD-1/PD-L1 市场尚处于起步阶段，各多个药企正积极布局，公司布局以 PD-1/PD-L1 为基石的肿瘤免疫治疗，将为公司长期发展奠定基础。

图 16: 全球主要 PD-1/PD-L1 药物销售额 (百万美元)

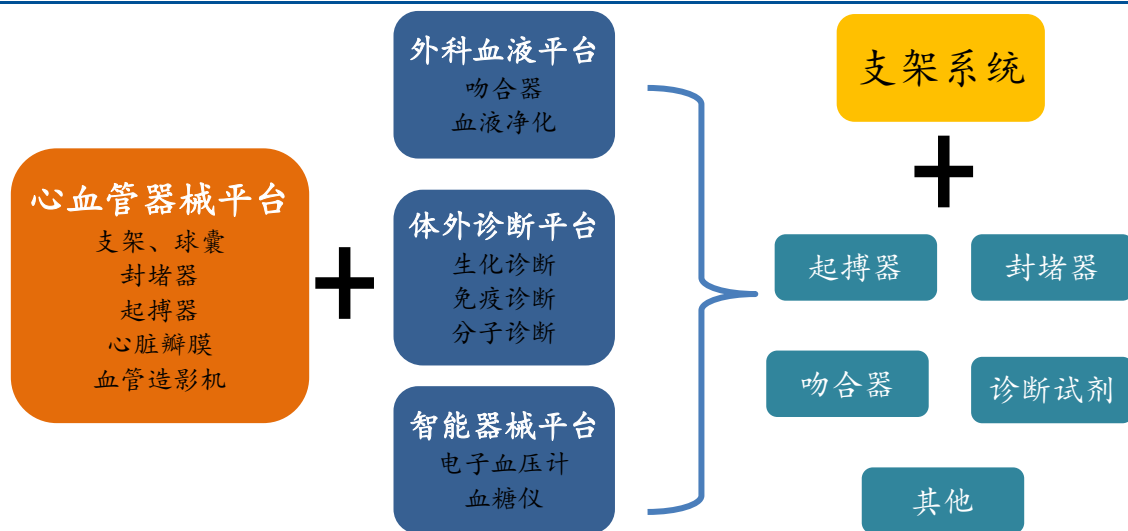


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三、器械板块: 核心产品增长稳健, 多领域布局日益成熟

医疗器械作为起家业务, 目前仍是公司的核心业务, 根据收入规模及战略布局, 我们将器械板块分为心血管器械核心平台+X 平台, 包体外诊断平台、外科和血液净化平台以及智能医疗器械平台等, 产品结构可分为核心产品支架系统+X 产品, 如起搏器、封堵器、吻合器以及诊断试剂等。

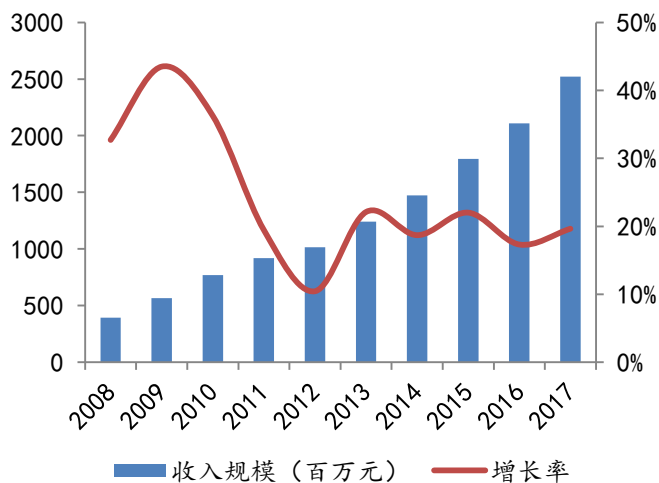
图 17: 公司医疗器械板块布局



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

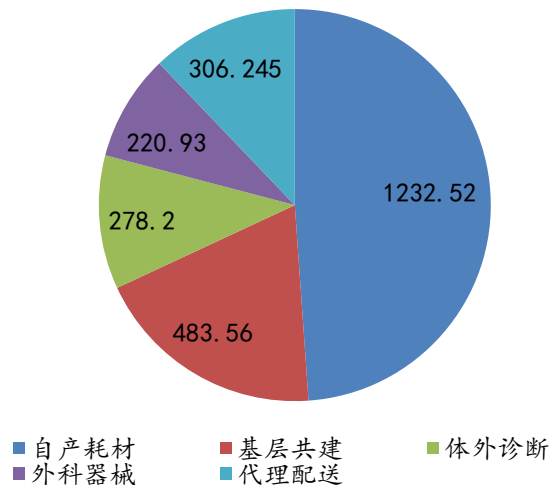
2008 年至 2017 年, 公司医疗器械业务收入规模由 3.94 亿元增长至 25.22 亿元, 年复合增长率 22.91%, 2017 年收入增速为 18.58%, 继续维持快速增长。自产耗材作为器械板块主要产品, 2017 年收入 12.33 亿元, 占器械板块收入 48.88%, 其中核心产品支架系统收入 11.71 亿元。

图 18: 公司器械板块收入规模持续增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 19: 2017 年器械板块收入结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从平台战略规划看, 心血管器械平台仍是公司未来主要的器械平台, 体外诊断和外科器械平台将是公司持续拓展的方向, 基层共建板块将是带动公司产品销售的重要平台。从现在产品布局看, 支架系统将继续保持着公司核心产品地位, 起搏器、诊断试剂、吻合器等产品将是未来器械板块的持续增长点。

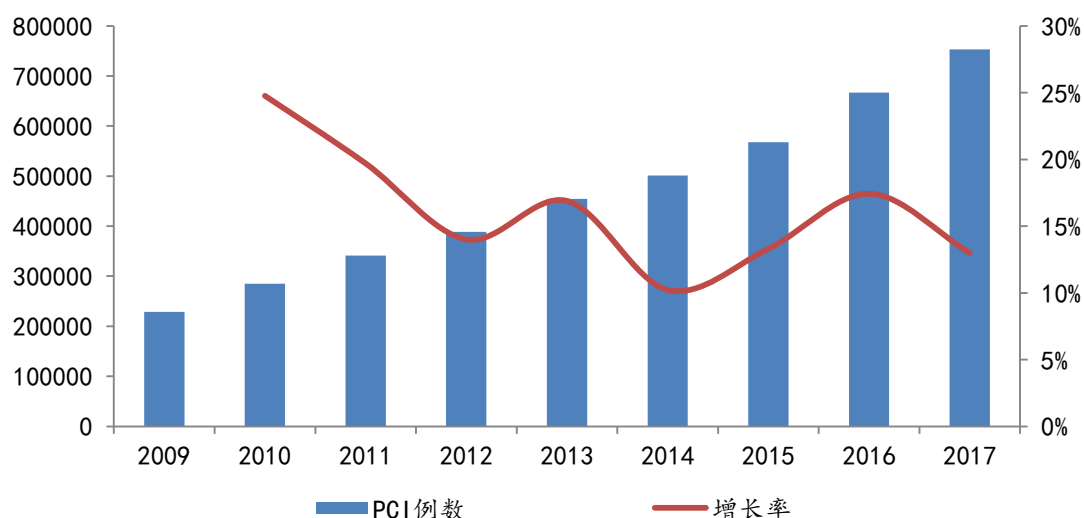
（一）心血管器械平台：支架产品持续优化，起搏器市场有待开拓

1、支架产品结构持续优化，可降解利润弹性巨大

（1）国内 PCI 手术量持续增长，基层市场贡献有望放大

经皮冠状动脉介入 (PCI) 作为冠心病治疗的重要方式, 手术例数逐年攀升。国家卫生计生委 PCI 网络申报数据显示, 全国 PCI 手术总例数从 2009 年的 22.84 万例增长至 2017 年的 75.31 万例, 2009 至 2017 年 PCI 手术的年复合增长率为 16.09%。

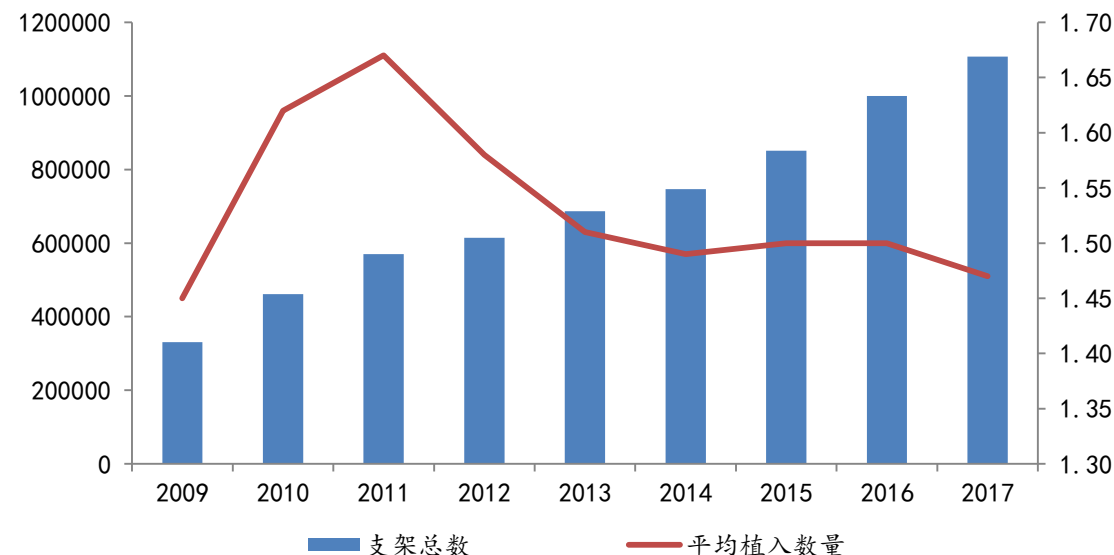
图 20: 国内 PCI 例数持续增长



资料来源: 中国介入心脏病学大会, 民生证券研究院

PCI 手术平均的支架使用量经过前期波动后,近年基本趋于平稳,每例 PCI 平均植入量约 1.5 个,支架使用量增长趋于整体与手术例数增速保持一致,预计整体支架消耗量将与 PCI 例数保持同步增长。

图 21: 国内 PCI 手术平均支架数趋于稳定

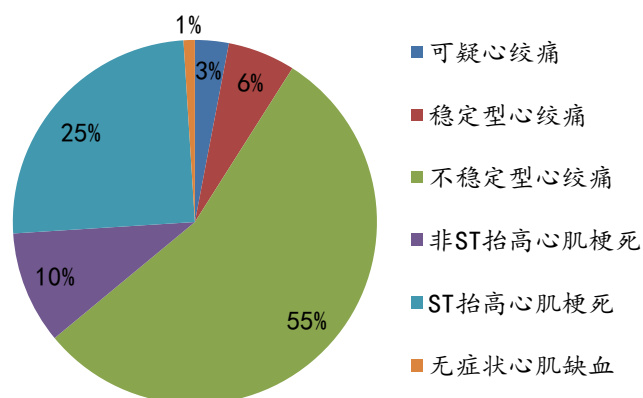


资料来源: 中国介入心脏病学大会, 民生证券研究院

从适应症分布看,2017 年 PCI 治疗适应症主要分布在心绞痛和心肌梗死,不稳定型心绞痛占比 55%,ST 抬高心肌梗死 (STEMI) 占比约 25%。根据《中国经皮冠状动脉介入治疗指南(2016)》,STEMI 患者需要立即进行 PCI 治疗,但由于我国县级医院 PCI 开展率较低,基层 STEMI 患者往往无法得到及时治疗,死亡率也选择高于省级医院。

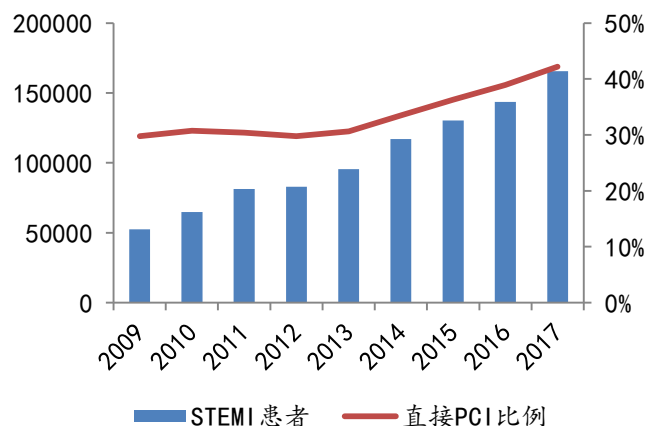
数据显示,2017 年我国 STEMI 患者超过 16 万人,直接 PCI 的患者比例约为 42%,较 2016 年有所提升,但参考欧美发达国家 STEMI 患者直接 PCI 的患者比例高达 90%左右,我国 STEMI 患者直接 PCI 治疗率仍有较大的增长空间。

图 22: 2017 年国内 PCI 适应症分布



资料来源: 中国介入心脏病学大会, 民生证券研究院

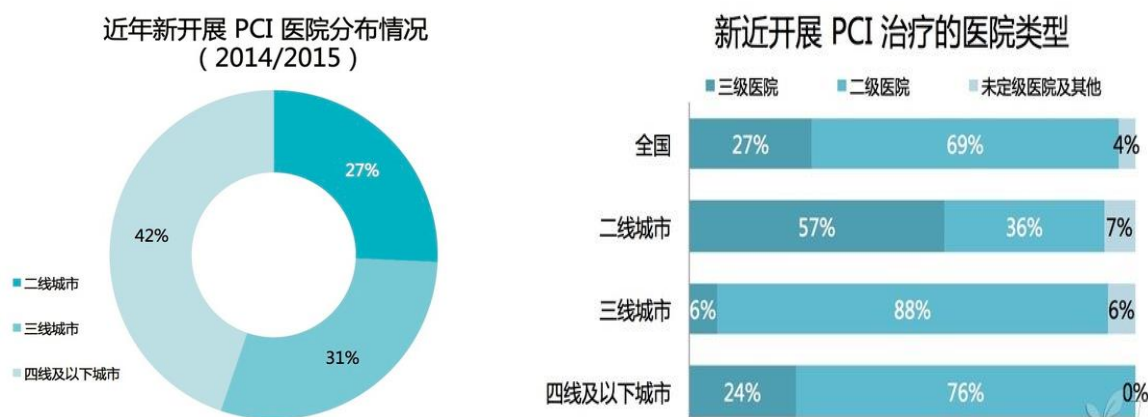
图 23: 国内 STEMI 患者直接 PCI 比例逐渐攀升



资料来源: 中国介入心脏病学大会, 民生证券研究院

目前，一线城市的三级医院 PCI 手术量已趋于饱和，二三线城市的基层市场将成为行业增长的主要动力。分级诊疗的推行，将持续改善基层医疗条件，PCI 需求有望释放。据调查，近两年新开展 PCI 的医院主要分布在二线及以下城市，其中四线及以下城市最多；从医院等级来看，二级医院占绝大多数。因此在分级诊疗和医保统筹等政策推动下，三四线城市、二级医院将是未来 PCI 的潜力市场，将对整个 PCI 市场的扩容起到重要作用。

图 24：国内新开展 PCI 治疗的医院类型



资料来源：丁香园，民生证券研究院

2011 年，卫生部放开二级医院开展心脏介入手术，公司借助此次契机，提出“心血管疾病医疗服务基层行”的创新模式，通过提供自产血管造影机等设备，帮助基层二级医院建立介入导管治疗室并牵线三甲医院对口培养当地医疗队伍，同时提供介入导管治疗室运行所需的医疗器械耗材、药品及技术支持，为公司的冠脉支架等业务提供新的增长动力。

图 25：公司医用血管造影 X 射线机

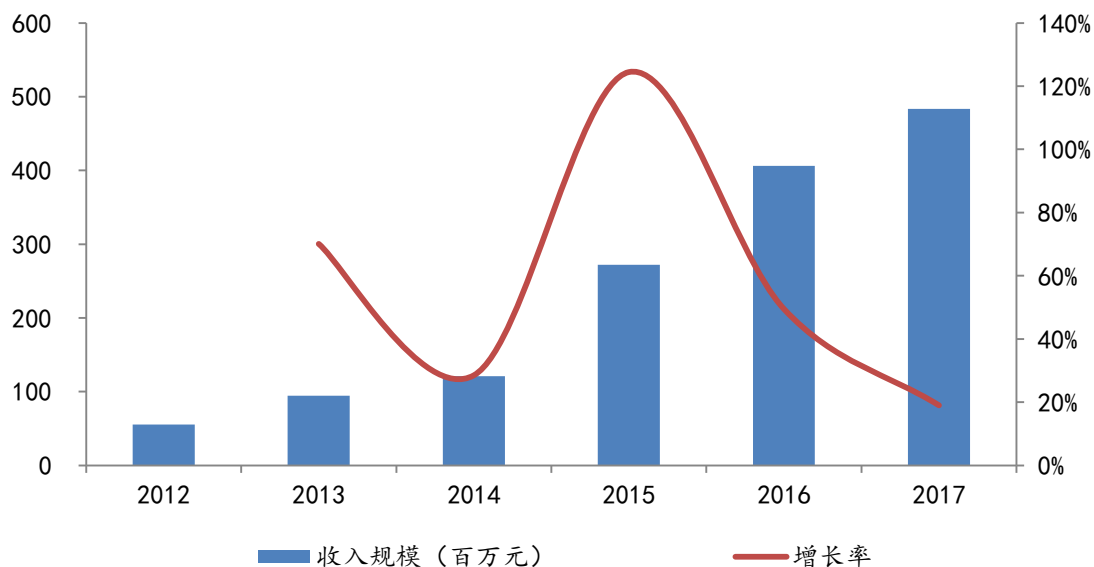


资料来源：公司网站，民生证券研究院

2012 至 2017 年，公司基层共建业务收入（包括诊疗设备和介入耗材）由 0.55 亿增长至 4.84 亿元，增长十分迅速。2017 年显示，公司 2017 年新增签约基层医院合作介入导管室 30

家，累计签约 28 个省区的 220 家基层医院，投入运营的医院合作介入导管室已达 160 家。我们预计，基层市场将成为公司支架业务的重要增长点。

图 26：公司基层合作共建业务收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（2）乐普支架处于国内第一梯队，产品升级保持价格竞争力

公司支架系统目前主要拥有三款即药物洗脱支架 Partner、无载体药物支架 Nano 和可降解涂层支架 GuReater。2005 年上市的 Partner 支架销售趋于成熟，2011 年新一代无载体含药洗脱支架系统 Nano 上市后，正逐步替换 Partner 支架，2013 年上市的钴基合金支架系统 GuReater 亦保持较快的增长速度。

图 27：乐普三款主要支架系统

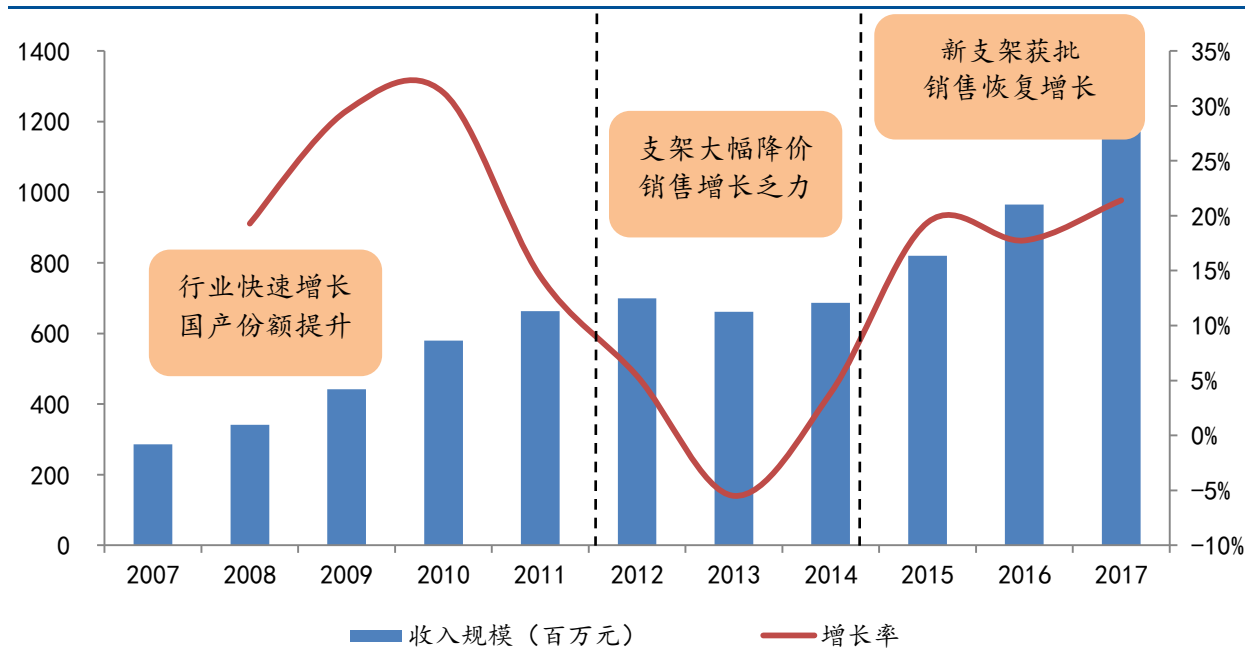


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2007 年至 2011 年，公司支架业务收入增长强劲，年均复合增长 23.4%，2013 年前后支架遭遇大幅降价，支架业务收入承受较大压力。随着 Nano 支架的销售占比逐渐提升以及降

价压力的消除,2015 年公司支架业务重新恢复快速增长,2014 至 2017 年复合增长率为 19.50%,2017 年支架收入 11.71 亿元,同比增长 21.40%。

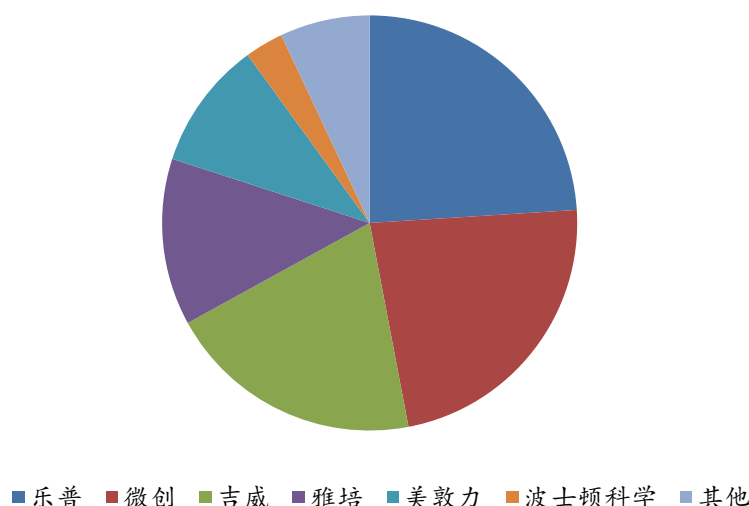
图 28: 乐普支架业务持续增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

国内冠脉支架行业经过多年竞争，市场格局已十分成熟，乐普作为第一梯队，其市场销量占比接近 24%，与微创、吉威累计占据 70% 左右的市场份额，雅培、美敦力和波士顿科学等处于国内第二梯队，合计占有 20% 的市场份额，其他国产品牌占据少数份额。

图 29: 国内心脏支架市场份额占比情况



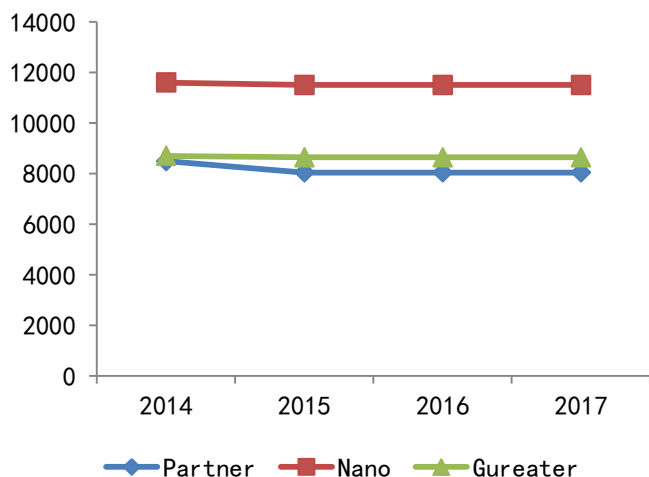
资料来源：智研咨询，民生证券研究院

我们判断，在下一代支架完全可降解支架成熟应用于临床之前，国内支架行业竞争格局将保持相对稳定，公司支架业务增速将主要来自于行业自然增速以及产品结构升级。公司近

几年的支架收入增速略高于行业 PCI 例数的平均增速，很大程度上由于价格较高的 Nano 产品逐步替代价格较低的 Partner 支架所致。2017 年，公司 Partner 支架销量占比持续下滑，Nano 支架销量占比增长至 40 左右%，GuReater 支架占比超过 15%。

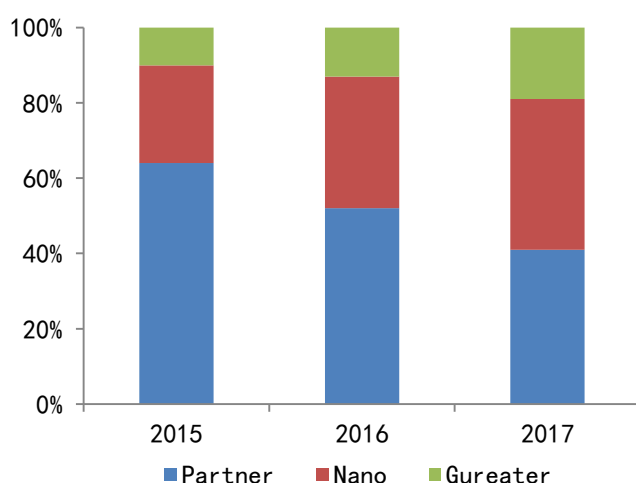
Nano 支架在 2017 年第四季度已经实现了全国所有省份的全覆盖，广东、北京、河南、河北等高值耗材几个大省已经全部进入，预计 Nano 支架占比将继续提升，带动支架整体业务收入继续保持快速增长。

图 30：三种支架全国招标最低价（元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31：公司三种支架近三年销售结构（销量）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价格作为支架收入的另一重要影响因素，我们认为对公司影响微乎其微。首先，支架经过前些年的大幅降价后，支架整体价格趋于稳定，大幅降价的风险弱化，仅有部分省份的小幅下调风险，近期的京津冀医用耗材联合采购中，公司三款支架的终端价均没有下调；其次，公司作为国产心血管介入耗材领军企业，产品种类较为丰富，临床口碑卓越，市场地位突出，对下游经销商有较强的话语权，产品终端价的降幅将很大程度上将由经销商承担，且公司拥有多款支架产品，可通过产品结构的优化消除价格下调风险。

(3) 可降解支架是趋势，乐普NeoVas支架研发顺利

1986 年，法国医师成功实施了世界上第一例冠脉支架手术，金属裸支架(Bare Metal Stent, BMS)应运而生，其延展性和支撑性构成了维持支架物理性扩张的基础，但裸支架与人体组织的不相容性导致了对患者的长期刺激，特别是表面处理不够等问题破坏血管内壁平滑结构，同时炎症反应刺激内皮细胞，导致血管再狭窄和支架内血栓，相关术后恢复问题突出。2001 年上市的药物洗脱支架以金属裸支架作为结构基础，在其上附着有生物相容性较好的涂层和缓释药物，减少对血管壁刺激的同时抑制内膜纤维细胞增生，目前国内 99% 以上的 PCI 手术均使用 DES。

可降解支架作为新一代介入治疗的革命性产品，可在植入后将血管重新塑形后逐渐溶解消失，避免了支架长期存留引起的不良后果且可再次进行介入手术。目前，可降解支架已成为支架领域的研发热点。

表 3: 心脏支架技术发展历程

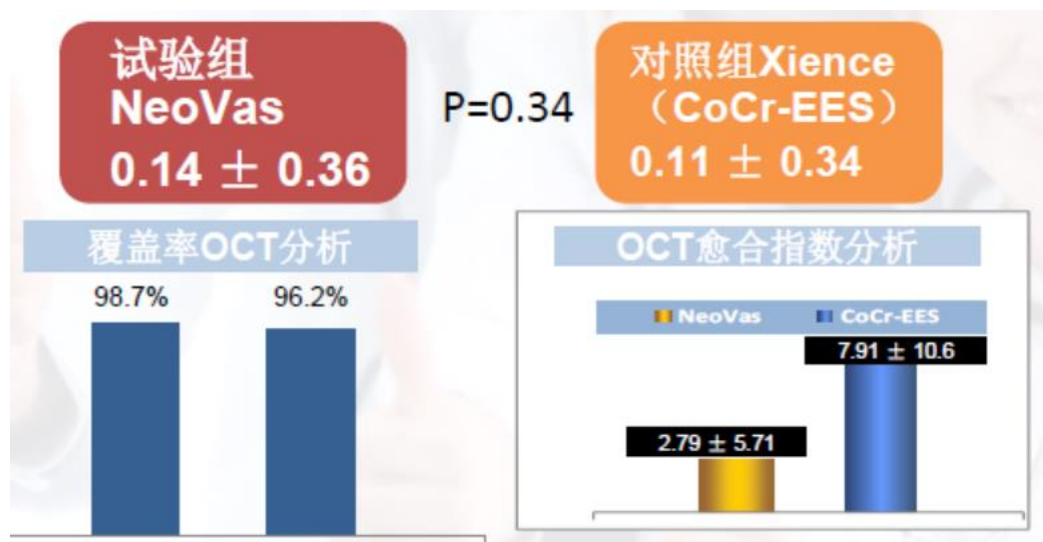
支架类型	技术特点	优点	缺点	上市时间
球囊支架	支架依靠球囊来张开, 球囊加压, 释放支架	原理简单, 容易生产	支架释放操作复杂	1977 年
金属支架	自行扩张, 材料为医用不锈钢及镍钛合金等	影像设备下易显示, 操作简单	易形成血栓, 再狭窄率高	1986 年
药物支架	金属支架表面覆盖雷帕霉素、紫杉酮等药物	可显著降低血管再狭窄率	终生服用抗凝剂	2001 年
可降解支架	一定时间内支架材料可完全降解	支架完全降解, 可多次进行手术	技术尚未成熟	2012 年

资料来源: 民生证券研究院整理

目前, 国内可降解支架研发进展较快的有乐普医疗、雅培、华安生物和微创医疗等, 雅培于 2017 年宣布暂停生产其可降解支架, 其国内注册进度或将受到一定影响, 乐普医疗和华安生物都已进入国家医疗器械创新审批通道, 预计 2018 年下半年有望获批, 微创医疗目前正处于 II 临床试验, 落后乐普约 2 年时间。

乐普医疗的临床实验结果表明, 一年的 OCT 亚组分析结果表明, NeoVas 支架的内膜覆盖率与 Xience 支架类似, 而愈合指数显著优于 Xience 支架。一年的非劣效结果充分证明 NeoVas 全降解支架性可达到国际领先水平, 与金属支架临床果近似, 充分证实 NeoVas 安全性、有效性。

图 32: 公司可降解支架一年期临床结果



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

第十六届中国介入心脏病学会 (CIT 2018) 上公布的 NeoVas 两年期临床随机对照结果表明两年期的靶病变失败率 (TLF)、心脏死亡 (cardiac death)、靶血管心肌梗死 (TV-MI) 以及支架内血栓等临床事件与对照组无显著差异。

表 4：公司可降解支架两年期临床结果表现良好

	NeoVas 支架	CoCr-EES 支架
样本量	276	278
随访时间	720 天	720 天
靶病变失败率	5.4%	4.3%
死亡	1.1%	0.7%
心脏死亡	0.7%	0%
心肌梗死	1.8%	1.1%
靶血管心肌梗死	1.4%	1.1%
支架内血栓	2	1
急性血栓	0	0
亚急性血栓	1	0
晚期血栓	0	0
极晚期血栓	1	1

资料来源：中国介入心脏病学会，民生证券研究院

(4) NeoVas预计下半年获批，利润弹性巨大

乐普可降解支架已于 2017 年 8 月份申报生产，并进入国家创新医疗器械特别审批程序，预计乐普可降解支架明年获批确定性较高，大概率将成为国内首家可降解获批的国产企业。公司可降解支架获批后有望凭借自身优势占据可降解支架市场，甚至进一步提高乐普支架在国内市场的份额占比，促进乐普持续发展。

假设未来三年 PCI 数量保持 15% 的年均增长，平均植入量为 1.5 个，可降解渗透率于 2020 年达到 5%，预计可降解支架使用数可达 8.6 万个。参考国内目前可降解支架的研发进展以及相关企业的具体情况，我们预计 2020 年 NeoVas 占有率可达 90%，使用量将达 7.7 万个，参考出厂单价 1.4 万元，预计 2020 年销售额可达 10 亿元以上，净利润可达 6.5 亿元。

表 5：公司可降解支架业绩弹性大（预测值）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PCI 数量（万例）	66.65	75.31	86.61	99.60	114.54
行业增速	17%	13%	15%	15%	15%
平均植入量	1.5	1.47	1.5	1.5	1.5
支架总量（万支）	99.97	110.71	129.92	149.40	171.82
可降解渗透率	-	-	1%	3%	5%
可降解支架数（万支）			1.30	4.48	8.59
NeoVas 市占率			100%	100%	90%
NeoVas 销量			1.30	4.48	7.73
出厂单价（元）			15000	15000	14000
销售额（百万元）			195	672	1082
净利率			60%	60%	60%
净利润（百万元）			117	403	649

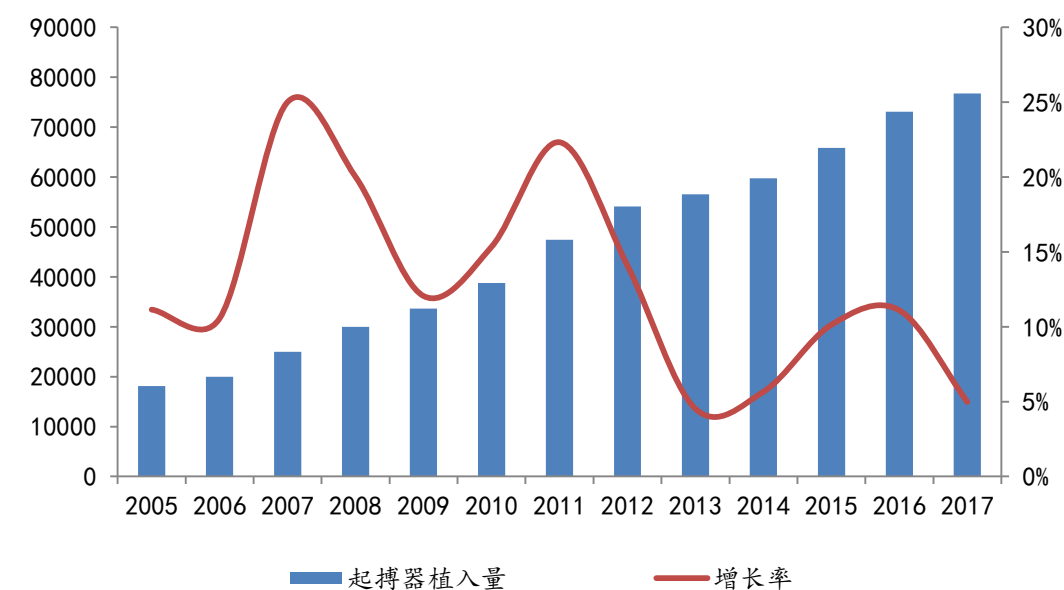
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、起搏器国产化需求旺盛，乐普双腔有望加快替代趋势

(1) 国内起搏器植入量尚小，市场空间有待打开

心脏起搏器是一种植入于体内的电子治疗仪器，主要适应证有病态窦房结综合征、房室传导阻滞、房颤伴缓慢心室率。目前，起搏器可分为单腔起搏器、双腔起搏器、三腔起搏器以及三腔除颤起搏器，单腔和双腔起搏器是国内最常用的两种起搏器，其中双腔起搏器临床使用最多，三腔起搏器和三腔除颤起搏器每年植入量仅为数千例。

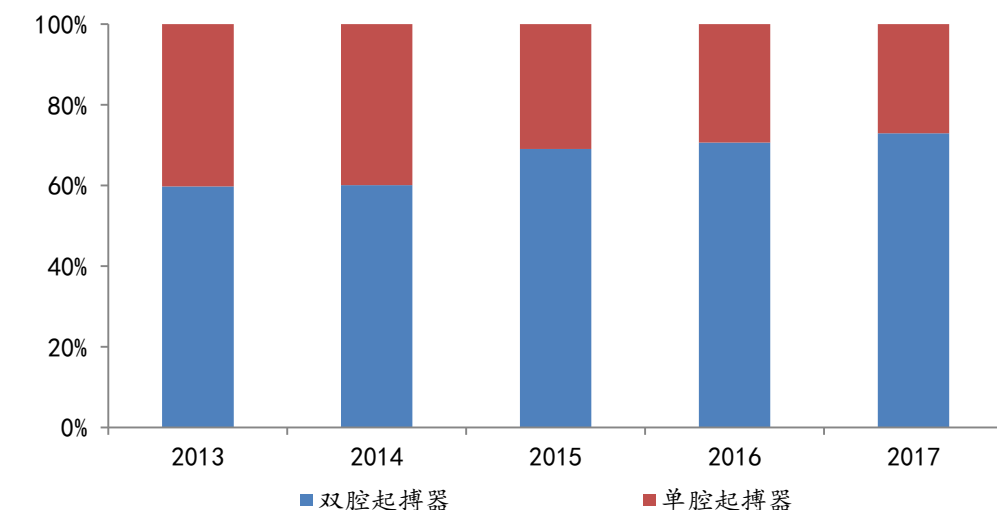
图 33：2005 年-2017 年国内起搏器植入量及增速情况（单腔+双腔）



资料来源：全国介入心脏病学论坛，民生证券研究院

数据显示，2017 年我国大陆地区单腔和双腔起搏器植入总量为 76717 例，由于双腔起搏器可以更好地模拟正常心脏生理状态，临床效果优势明显，植入量占比持续提升，2017 年双腔起搏器的植入占比为 73%。

图 34：国内双腔起搏器植入占比持续提升



资料来源：全国介入心脏病学论坛，民生证券研究院

2014 年，我国每百万人口安装心脏起搏器仅为 44 台，欧美等发达国家这一比例为 800 到 1000 人，也远低于亚太地区很多国家。如果达到欧美等国家水平，较目前仍有 10 倍以上市场空间，整体规模可达到 500 亿元。

图 35：2014 年亚太地区百万人口心脏起搏器植入数量对比



资料来源：2015 年中国心律失常介入数据，民生证券研究院

我国心脏起搏器使用率低的主要原因，一方面是由于心律失常诊疗的意识不强，尤其对于起搏器在心律失常中的作用没有充分认识，拥有资质的医生人数也不足，其次是产品价格限制起搏器行业发展。目前起搏器主要是进口为主，价格高昂，进口单腔起搏器价格普遍在 2 万左右，双腔起搏器价格在 5 万左右，同时多个地方的医保报销比例不高，导致起搏器可及性较差。

目前，国内起搏器市场主要由美敦力、圣犹达、波士顿科学、百多力等外资品牌占据，国产品牌占比预计不足 5%。2015 年，泰明医学的国产单腔起搏器年度销量首次过千台，实现营业收入 1399 万元，意味着国产起搏器仅占 1.5% 左右市场份额。2016 年 10 月，国内首款植入式双腔起搏器（乐普）获批，打破了进口产品的垄断局面。

2017 年，公司全力推进心脏起搏器的临床推广，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，已完成在黑龙江、吉林、陕西、四川、甘肃、宁夏、安徽、湖北、江西等 20 多个省级招标工作，同时该产品已纳入京津冀区域联盟采购目录。我们认为随着起搏器价格的降低、国产高性价比的产品逐步上市以及医保比例的提升，国内起搏器市场空间有望打开，乐普作为国内起搏器的先行者，有望最先受益。

我们假设未来三年起搏器行业增速 15%，双腔起搏器占比持续提升，乐普双腔起搏器市占率可达到 1%。5% 和 10%，那么 2020 年公司起搏器销售可达到 2 亿元。

表 6：公司双腔起搏器销售预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
起搏器数量（例）	73080	76717	84389	97047	111604
行业增速	11.09%	4.98%	10%	15%	15%

双腔起搏器占比	71%	73%	75%	76%	77%
双腔起搏器数量	51887	56003	63292	73756	85935
乐普双腔占有率			1%	5%	15%
乐普双腔数量			633	3688	12890
乐普双腔单价			1.5	1.5	1.5
乐普双腔器销售额			9	55	193

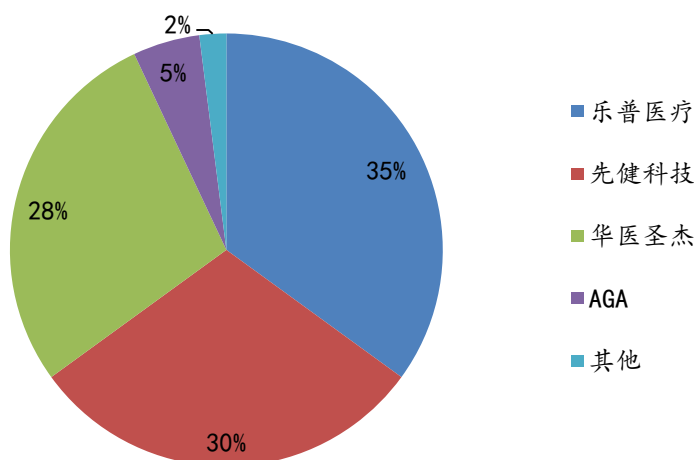
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、传统封堵器销售平稳，左心耳封堵器市场可期

封堵器作为介入治疗的植入物，主要用于治疗先天性心脏病。根据人口出生率及先天性心脏病发病率，我国每年约有 15 万新增患者，目前每年使用封堵器 2 万余个，整体市场规模约 3-5 亿元左右，受制于发病人数和病人经济原因，整体市场规模较小且较为稳定。

国内主要的生产厂家是乐普医疗子公司上海形状、华医圣杰、先健科技以及美国 AGA 公司，目前基本已经完成国产替代，国内 90% 以上先心病介入治疗都是使用国产封堵器。未来在医保统筹和救助等政策推动下，很多受制于经济原因的患者可以及时就医，整体市场有望保持稳定增长。

图 36：2015 年国内封堵器市场格局



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

左心耳封堵器：潜在目标人群广泛，未来具有广阔市场空间。房颤作为最常见的心律失常，其发生率 0.4~1% 左右，全国有 1000 多万房颤患者。房颤患者最主要的并发症是缺血性脑卒中，而大于 90% 的血栓形成起源于左心耳(LAA)。左心耳封堵作为治疗房颤的一项新技术，其疗效优于口服华法林，可以使风/栓塞/心血管死亡率降低 40%，心血管死亡率降低 60%，全国死亡率降低 34%，已有多个国际临床研究证明了其有效性和安全性。

左心耳封堵器潜在受用者的是非瓣膜性房颤患者，尤其当不可耐受华法林时，国内患者可达百万人，参考目前封堵器出厂价格在 2 万元以上，国内潜在市场空间超数百亿元，远大于目前心脏支架的市场规模。

国际上目前应用于临床的左心耳封堵器，主要是波士顿科学的 WATCHMAN 和圣犹达的 ACP 两种，先后在 14 及 16 年于国内上市。据全国介入心脏病学论坛数据，自 2014 年 3 月 WATCHMAN 封堵器国内上市以来，2014 年在 14 个省份 34 家医院共植入 178 例；2015 年则在 23 个省份 73 家医院共植入 571 例；2017 年 Watchman 封堵器植入高达 1698 例。国产 Lambre 封堵器于 2017 年 6 月 CFDA 批准上市，2017 年植入 68 例。2017 年中国左心耳封堵手术总共完成 2211 例，已覆盖全国 29 省，发展十分迅速。

表 7：国内左心耳封堵器竞争情况

厂家及品牌	国内研发/销售情况
波士顿科学 WATCHMAN	2014 年 3 月在国内上市，植入量快速增长，2017 年国内植入 1698 例，占据 77% 的市场。
圣犹达 ACP	2016 年 1 月在国内上市，2017 年植入 448 例。
先健科技 LAmbréTM	我国第一个完全自主研发、具有完全自主知识产权的左心耳封堵器，2017 年 6 月获批上市，2017 年植入 68 例。
上海形状 Lefort	已完成临床植入，一年临床随访工作已基本完成，正在进行随访数据的整理工作，预计 2018 年四季度申请注册。

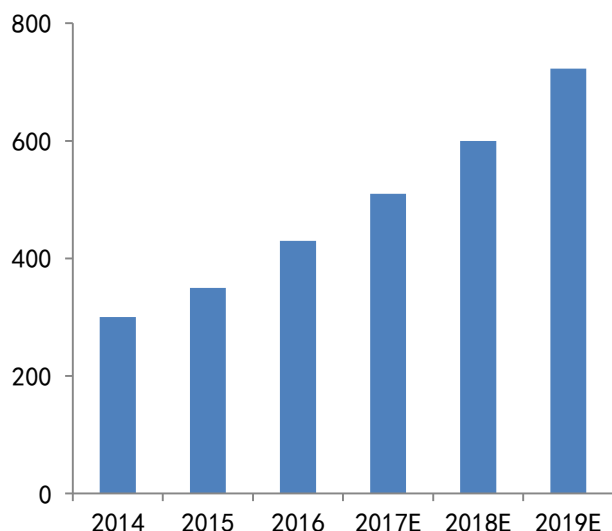
资料来源：民生证券研究院整理

乐普医疗旗下的上海形状亦在积极研发左心耳封堵器，目前公司左心耳封堵器项目已经完成临床植入，一年临床随访工作已基本完成，正在进行随访数据的整理工作，预计 2018 年四季度申请注册。

（二）全面布局体外诊断，发展前景可期

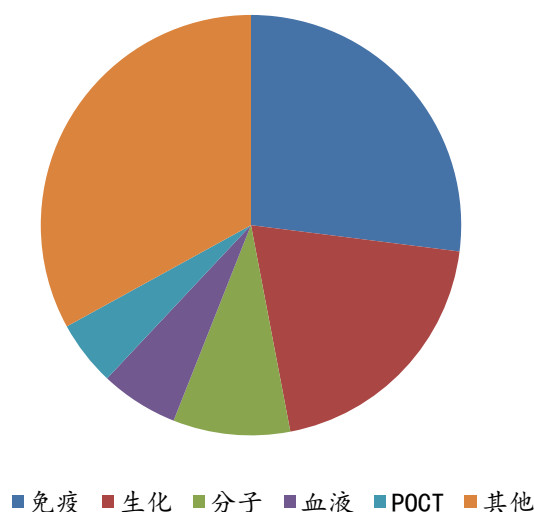
体外诊断作为医疗器械行业重要的细分领域，市场规模持续增长，2016 年市场规模已达 430 亿元，预计 2019 年将超过 720 亿元。其中，生化和免疫作为体外诊断最大的两个细分子领域，合计占据 50% 的市场份额。

图 37：国内体外诊断市场规模持续增长（亿元）



资料来源：中国健康产业蓝皮书，民生证券研究院

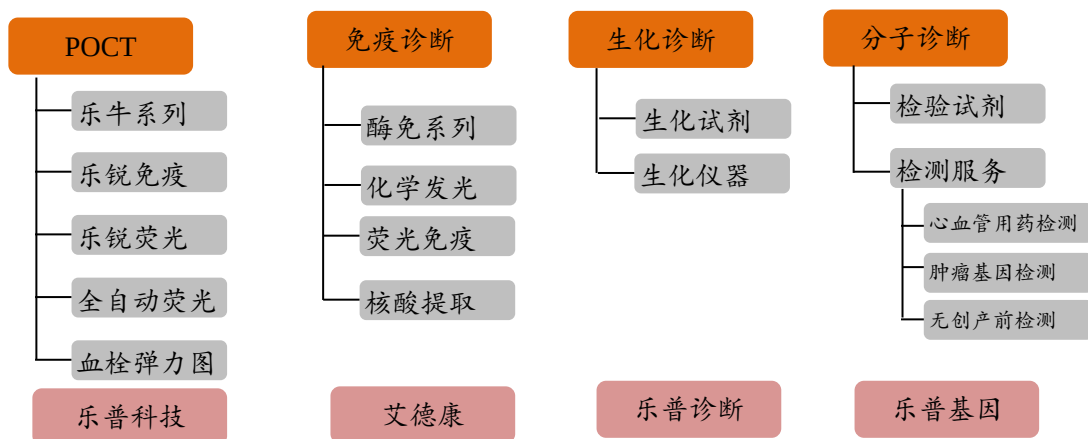
图 38：国内体外诊断细分领域市场占比



资料来源：中国健康产业蓝皮书，民生证券研究院

公司体外诊断业务布局主要以 POCT 和血栓弹力图为拳头产品，以生化和免疫为重点领域，以分子诊断和质谱技术为未来发展的重点，现已成为国内体外诊断领域的布局最为完善的企业之一。

图 39：公司体外诊断业务布局丰富

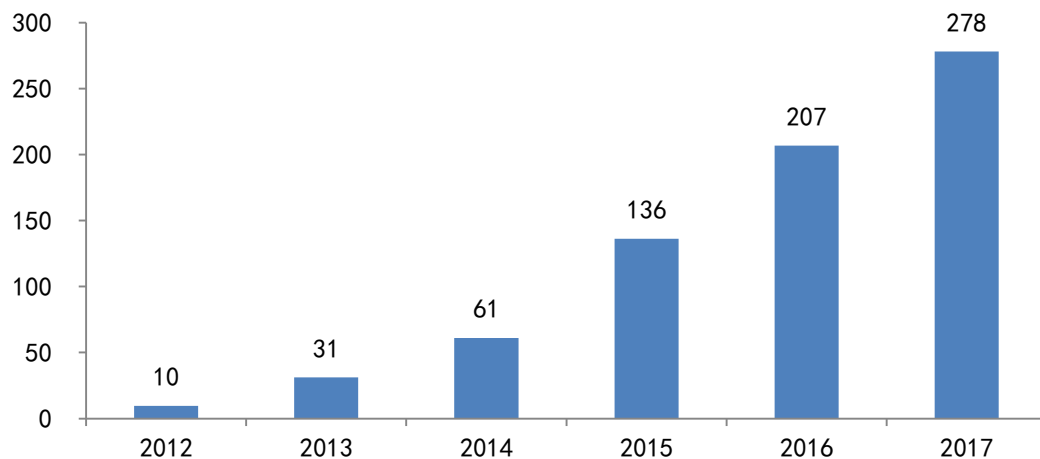


资料来源：公司公告，民生证券研究院

POCT 领域：主要以乐普诊断为主，形成了胶体金、荧光、全自动荧光三大检测平台，产品涉及心梗、心衰以及炎症等多个领域，并开发了血栓弹力图系列产品；**免疫诊断：**主要以 2015 年收购的艾德康为开发平台，产品包括酶联免疫、化学发光、荧光免疫等多个检测平台；**生化诊断：**主要以 2017 年收购的恩济和（乐普诊断）为主，产品覆盖了常规的 12 大类检测项目；**分子诊断：**以精准用药、无创产筛为突破口，重点布局心血管和肿瘤基因检测；质谱仪新生儿遗传代谢为突破，推动质谱在临床检测的广泛应用。

公司体外诊断业务发展迅速，2012 年收入 963 万元，2014 年增长至 6094 万元，2015 年并购艾德康后，销售规模进一步提升，2017 年收入已达 2.78 亿元，预计随着公司各产品线的日趋成熟，体外诊断板块将继续维持快速增长。

图 40：公司体外诊断业务收入（百万元）



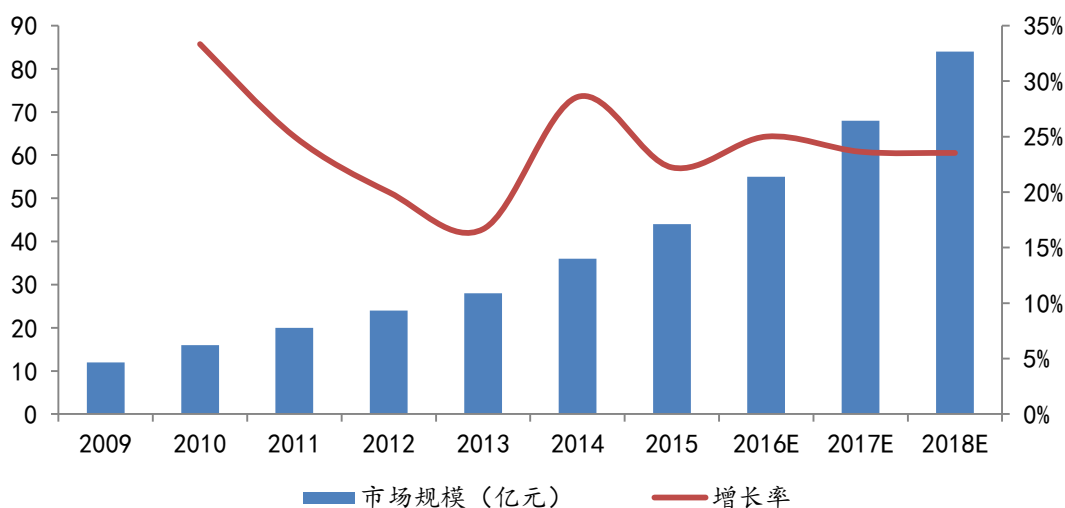
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 外科平台：吻合器增长迅速，潜在空间广阔

外科手术器械是指借助外科手术，全部或部分通过体表进入组织、器官或血管，在手术过程中完成开辟切口、支撑组织或器官以及通过缝合或钉合闭合伤口等功能的医疗器械。据美国 Allied Market Research 机构数据，2014-2020 年，全球外科手术器械市场将以 11.1% 的年均复合增长率高速增长，2020 年将达到 121 亿美元。

吻合器作为外科手术器械中占比最大的细分领域之一，潜在市场空间十分可观。根据公司收购宁波秉琨的公告中数据显示，2015 年我国吻合器市场为 44 亿元，2018 年将达 84 亿元，年均增长 20% 以上。

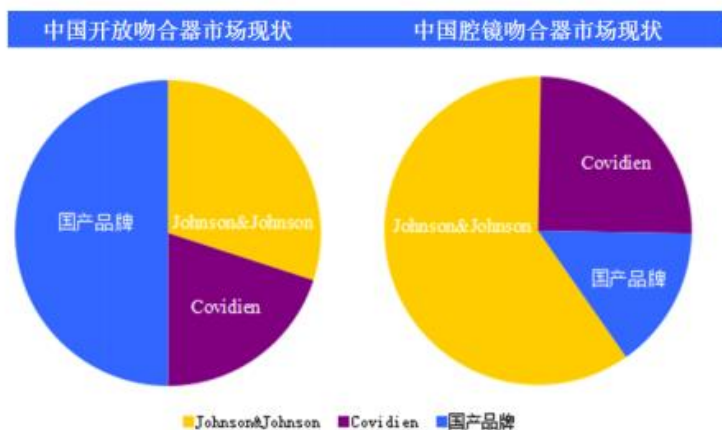
图 41：国内吻合器市场规模及增速



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

吻合器可分为传统开放式吻合器与腔镜吻合器，传统吻合器市场规模稳定，腔镜吻合器增长较快。在传统开放吻合器市场上，国产品牌已获得近半的市场份额，而腔镜吻合器由于技术要求较高，目前仍以进口品牌为主，随着国产技术的提升，未来国产替代空间较大。

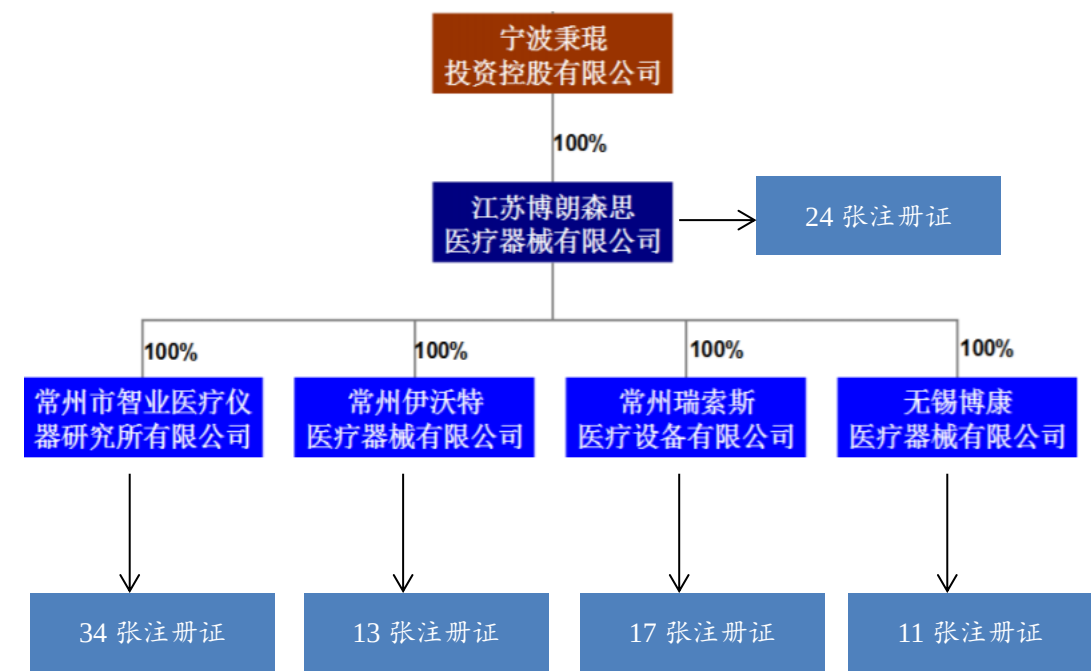
图 43：国内吻合器市场份额情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2015 年公司收购国内吻合器的领军企业秉琨投资，主要产品为一次性切割器和吻合器以及腔内支架，是国内极少数几家拥有腔镜下切割器和吻合器注册证并能够大规模量产的企业，同时拥有技术要求较高的腔镜吻合器品种。目前，国内规模化一次性切割器和吻合器生产企业近 30 家，秉琨投资整合了博朗森思、常州智业、伊沃特、瑞索斯、无锡博康五家企业。

图 43：秉琨投资组织结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

其中，博朗森思主要生产和销售一次性外科医疗切割器零部件以及销售自产一次性切割器、吻合器；常州智业主要生产和销售一次性切割器、吻合器以及腔内支架；伊沃特、瑞索斯、无锡博康均为生产和销售一次性切割器、吻合器。博朗森思为其他四家厂商的主要零部件供应商。五家企业构建了丰富的产品线，覆盖了传统开放手术器械和新型腔镜下手术器械，包括线性吻合器、环形吻合器、线性切割吻合器、荷包吻合器、皮肤筋吻合器以及腔镜专用吻合器六大品类，合计持有百张产品注册证，市场竞争优势明显。

秉琨投资旗下企业作为国内最早涉足吻合器领域的厂商，形成了领先研发、全产业链生产以及多模式销售推广的商业模式。借助完善的商业模式，秉琨投资在吻合器市场遥遥领先于国内其他竞争对手，2015 年公司毛利率和净利率分为 80.31% 和 43.48%，大幅领先于行业内平均的 55.6% 和 26.5%。

2017 年公司吻合器等外科器械实现收入 2.21 亿元，实现净利润 0.82 亿元，较 2016 年 1.38 亿的销售规模大幅提升，其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。2017 年公司控股北京镭镜医疗器械公司，外科器械产品销售渠道进一步加强，预计随着腹腔镜吻合器的持续推广以及产品线的不断丰富，公司外科器械产品的销售规模将快速提升。

四、药品板块：心血管药物储备丰富，肿瘤药物加速布局

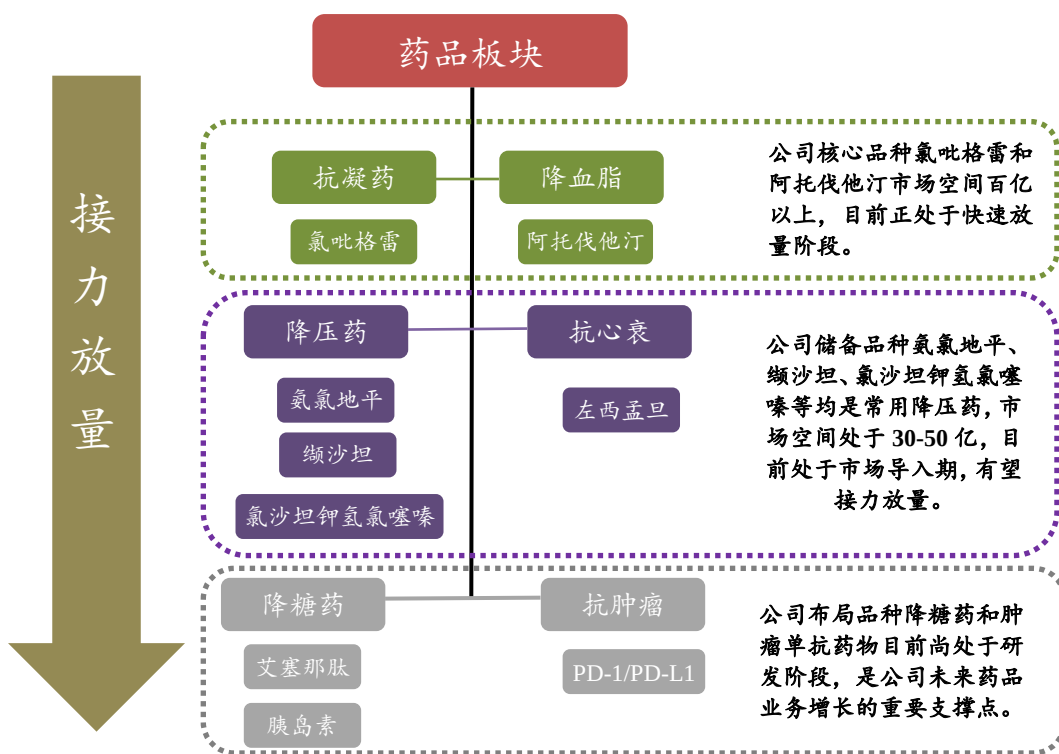
（一）转型药品已获证明，销售规模持续高增长

1、产品储备丰富，多款重磅产品有望接力放量

公司于 2013 年正式进入药品领域，经过多次外延并购，公司获得以心血管领域为主的丰富产品线，储备了抗凝药（氯吡格雷）、降血脂药（阿托伐他汀）、降血压药（氨氯地平、缬沙坦、氯沙坦钾氢氯噻嗪）、治疗急性心衰药（左西孟旦），并重点布局了空间广阔的降糖药和抗肿瘤领域，降血糖药物包括艾塞那肽和胰岛素等重磅产品，抗肿瘤药以单抗布局为主，目前已有 PD-1 和 PD-L1 处于研发中。

从产品销售进展来看，氯吡格雷和阿托伐他汀是公司目前两款核心产品，处于快速放量阶段，2017 年合计销售 10.44 亿元，占公司药品制剂总收入的 76% 以上。氨氯地平、缬沙坦、左西孟旦等重磅品种尚处于销售导入期，将借助公司强大的销售体系逐步进入放量期。重点布局的降糖和抗肿瘤领域拥有胰岛素、艾塞那肽、PD-1/PD-L1 等多款重磅产品，将为公司长期增长奠定基础。

图 44：药品板块产品布局丰富

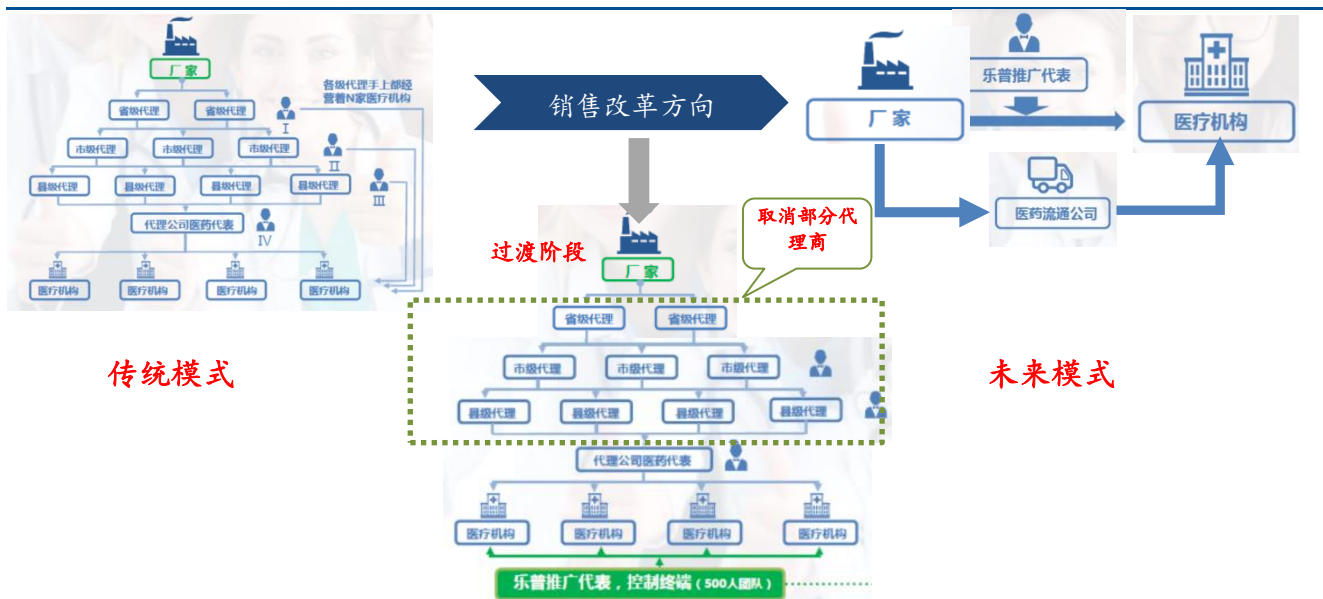


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、销售体系持续优化，销售规模快速增长

乐普进军药品领域后，依托集团产业发展平台，以心血管药为核心，非心血管药协同互补，创新商业模式，通过“医院”+“零售药店”两套营销模式打造乐普品牌，建立符合未来发展趋势的销售体系。

图 45：乐普药品医院端销售体系逐渐优化

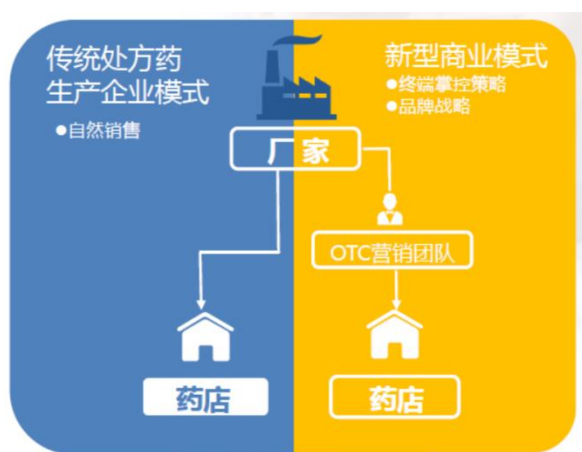


营销体系改革：学术推广，控制终端，渠道利润回归

资料来源：公司公告，民生证券研究院

医院端：公司收购的产品原来多以经销模式为主，重点实行对阿托伐他汀和氯吡格雷的营销改革，主要通过取消部分代理商，实现学术推广，把控销售终端，建立乐普药品品牌，逐渐实现渠道利润回归公司，并为公司其他产品群的销售提供快速放量通道。

图 46：乐普药品 OTC 端销售体系

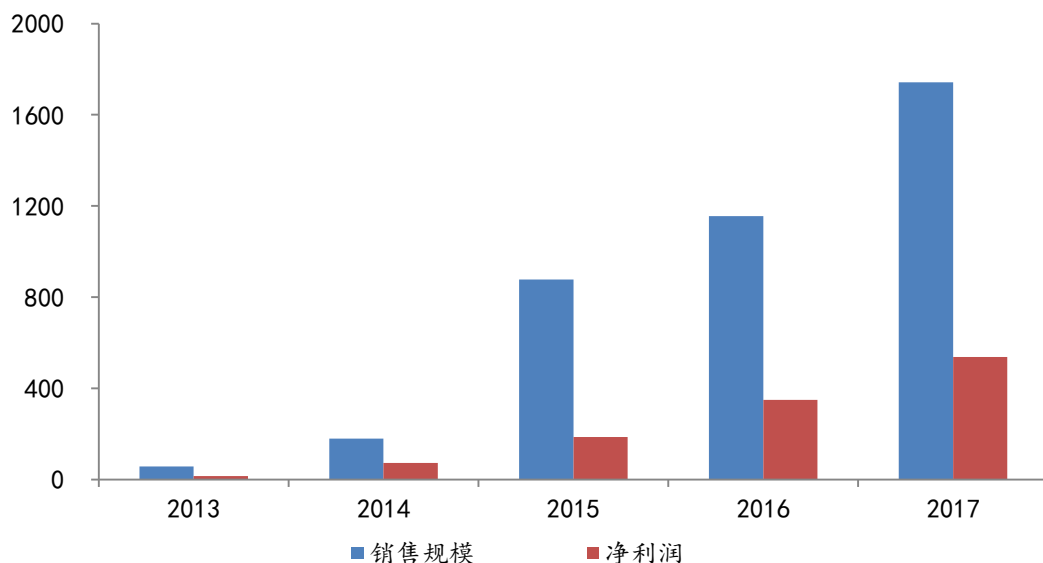


资料来源：公司公告，民生证券研究院

OTC 端：公司改变传统的自然销售模式，实行新的商业模式，加大药店柜台服务人员和患者的学术推广，建立品牌化效应，目前已经建立 1000 余人的推广团队，OTC 终端品牌的建立，将为公司丰富的心血管产品群放量奠定基础。

公司销售模式改革效果显著，药品板块的收入增长迅速，2013 年收入仅为 0.57 亿元，2017 年收入规模高达 17.42 亿元，已成为公司收入和利润来源的支柱板块。

图 47：药品业务收入和净利润规模持续高增长（百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）两大核心品种持续高增长，多款产品进入放量期

氯吡格雷和阿托伐他汀作为心血管领域的两大重磅产品，目前竞争格局相对较好，公司借助自有平台，快速放量，左西孟坦、氨氯地平等多款品种也在积极进行各省招标，有望借助一致性评价的契机，实现弯道超车。

1、氯吡格雷持续放量，一致性评价有望助力继续高增长

氯吡格雷作为经典抗血小板药，是心血管用药里程碑式品种，广泛用于防治动脉粥样硬化性疾病、心肌梗死、脑卒中及外周血管疾病等疾病，目前仍是脑卒中及心梗预防治疗最主要的药物之一。氯吡格雷用药人群广泛，几乎涵盖所有心脑血管疾病患者，抗血小板疗效明确，市场份额一直保持稳定增长，目前已经是心脑血管用药的大品种。

图 48：氯吡格雷样本医院销售额

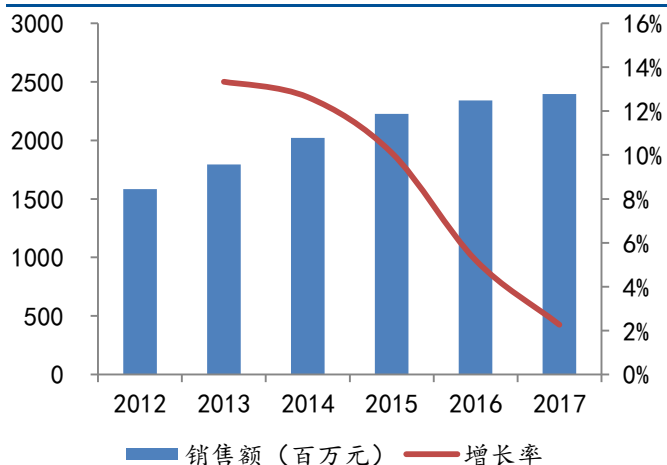
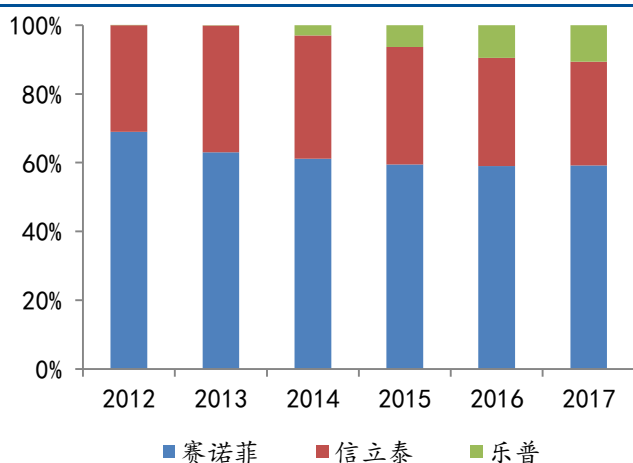


图 49：氯吡格雷竞争样本医院竞争格局



资料来源：PDB，民生证券研究院

资料来源：PDB，民生证券研究院

样本医院销售数据显示, 2010 年至 2017 年氯吡格雷销售额由 15.84 亿元增长至 23.95 亿元, 年均复合增长 8.62%, 近几年销售增长率虽然持续下滑, 但我们认为这主要因为基层市场份额逐步提升以及价格较低的国产品牌份额提升导致。目前, 国内氯吡格雷竞争格局良好, 仅有赛诺菲、信立泰和乐普医疗三家。信立泰的泰嘉于 2003 年获批上市, 赛诺菲的波立维作为原研药于 2000 年在中国上市。乐普医疗 (河南帅克) 于 2012 年获得氯吡格雷批文。

乐普医疗深耕心脏支架领域多年, 在心血管方面形成很强的品牌影响力。公司于 2013 年 6 月份收购河南新帅克后, 不断推动帅克在各省市的招标工作, 目前已在全国完成近 20 个省份的招标, 同时在营销上进行大力投入, 拉动帅克在各个中标省市的销售。

公司氯吡格雷价格是原研药的一半, 并且较信立泰价格低 20% 左右, 具有明显的价格优势, 另一方面结合产品特点, 重点在基层以及零售药店渠道进行销售, 相比于传统医院市场, 此渠道空白市场较多, 且氯吡格雷属于基药, 基层推广难度较小, 公司价格优势在基层市场也更加突出, 有利于公司迅速抢占市场。

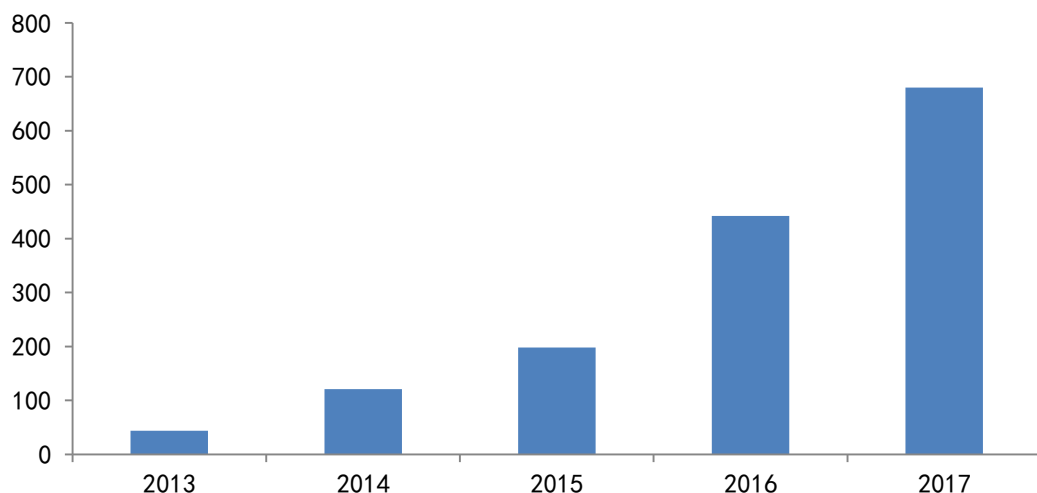
表 8: 氯吡格雷部分省份招标价格情况

	规格	上海	北京	广东	湖北	江苏
乐普医疗	25mg	2.88		2.63	2.99	2.21
	75mg	6.65		6.10	7.05	6.50
信立泰	25mg	3.43	3.26		3.26	3.26
	75mg			7.61		8.62
	300mg		44.02			
赛诺菲	75mg	16.18	15.47		16.80	15.47

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (元/片)

2013 年, 河南帅克并入公司后, 氯吡格雷销售增速迅速, 2013 年销售额仅为 4000 多万元, 2017 年销售收入已高达 6.80 亿元, 较 2016 年增长 50% 以上, 销售趋势十分强劲, 但相比于样本医院中仅 10% 的份额, 仍有较大的增长空间。

图 50: 公司氯吡格雷销售增长迅速 (百万元)



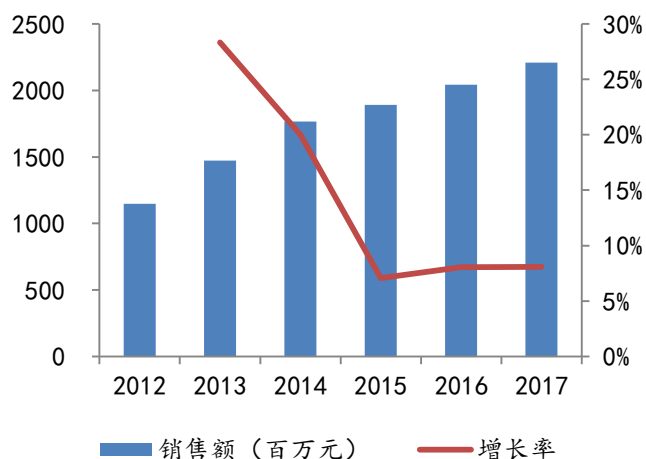
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司氯吡格雷的一致性评价已于 2018 年 5 月获得 CDE 受理, 预计将于下半年获批, 参考目前通过一致性评价品种的的招标政策, 我们预计公司的氯吡格雷将在通过一致性评价后加快份额的提升速度。

2、阿托伐他汀：降脂药第一大品种，市场份额有大幅提升空间

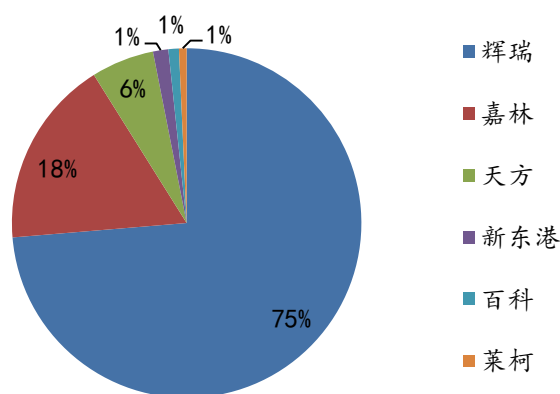
阿托伐他汀作为经典降血脂药物, 目前仍是降脂药第一大品种, 几乎占降血脂整体市场份额的一般左右。虽然也有瑞舒伐他汀、匹伐他汀等同类品种近几年保持较快增长速度, 对阿托伐他汀的市场增长造成了一定影响, 但目前市场份额仍有较大差距, 短时间内还难以撼动阿托伐他汀在降血脂领域的地位。

图 51：阿托伐他汀样本医院销售额



资料来源：PDB，民生证券研究院

图 52：2017 年阿托伐他汀样本医院竞争格局



资料来源：PDB，民生证券研究院

2017 年, 国内样本医院中阿托伐他汀销售额为 22.09 亿元, 较 2016 年增率 8.08%, 近三年销售额整体保持稳定增长趋势。目前国内销售的阿托伐他汀主要有 6 家, 辉瑞的“立普妥”占据 75% 的市场份额, 北京嘉林药业的“阿乐”占据 18% 的份额, 天方药业的“尤佳”占据 3.68% 的份额, 包括公司控股的新东港药业的剩余三个厂家仅仅占 3%。

新东港药业的阿托伐他汀制剂于 2013 年获批, 是国内第四家获得批文的企业。公司 2014 年收购新东港后, 积极推动招标进度, 目前已在近 25 个省份中标, 并且加大销售推广力度, 采用低价竞争方式, 同时选择着重加大基层推广, 快速抢占基层市场。

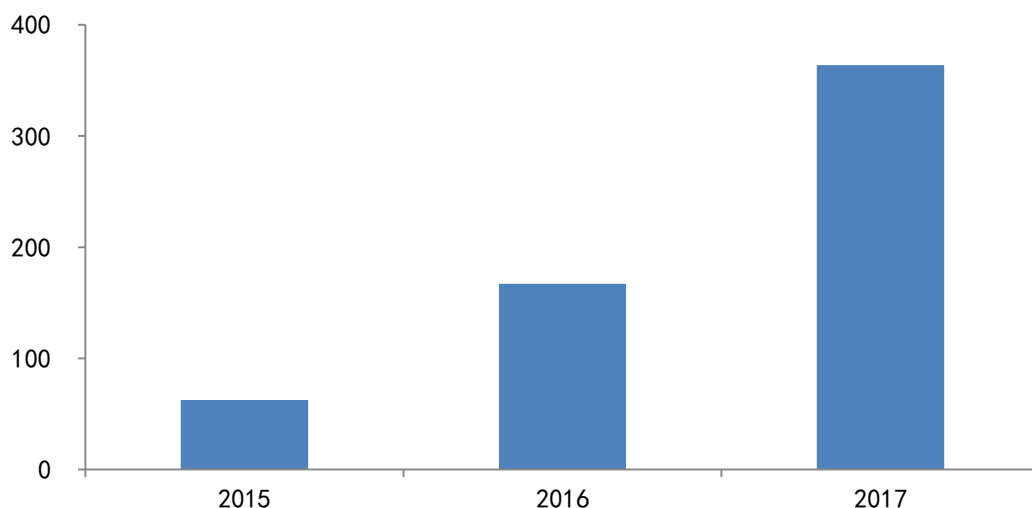
表 9：阿托伐他汀部分省份招标价格情况

	规格	上海	贵州	辽宁	湖北	江苏
乐普医疗	10mg	3.00	2.84	2.80	3.16	2.84
	20mg		5.81			
嘉林药业	10mg	3.64	3.47	3.32	3.30	3.32
	20mg	6.12	5.64	5.64		5.64
赛诺菲	10mg		6.33	7.32	6.50	6.20
	20mg	8.53	8.56	8.14	8.72	7.93

资料来源：公司公告，民生证券研究院（元/片）

新东港并入公司后，阿托伐他汀制剂销售增长迅速，2015 年销售 0.63 亿元，2017 年高达 3.64 亿元，年均复合增长高达 142%。公司的阿托伐他汀钙一致性评价已于 2018 年初获得正式受理，进入审评阶段，预计将于下半年获批。鉴于公司市场份额较小，较辉瑞的原研药立普妥和嘉林药业的首仿药阿乐差距较大，一致性评价有望继续助力公司快速抢占市场。

图 53：公司阿托伐他汀制剂销售增长迅速（百万元）

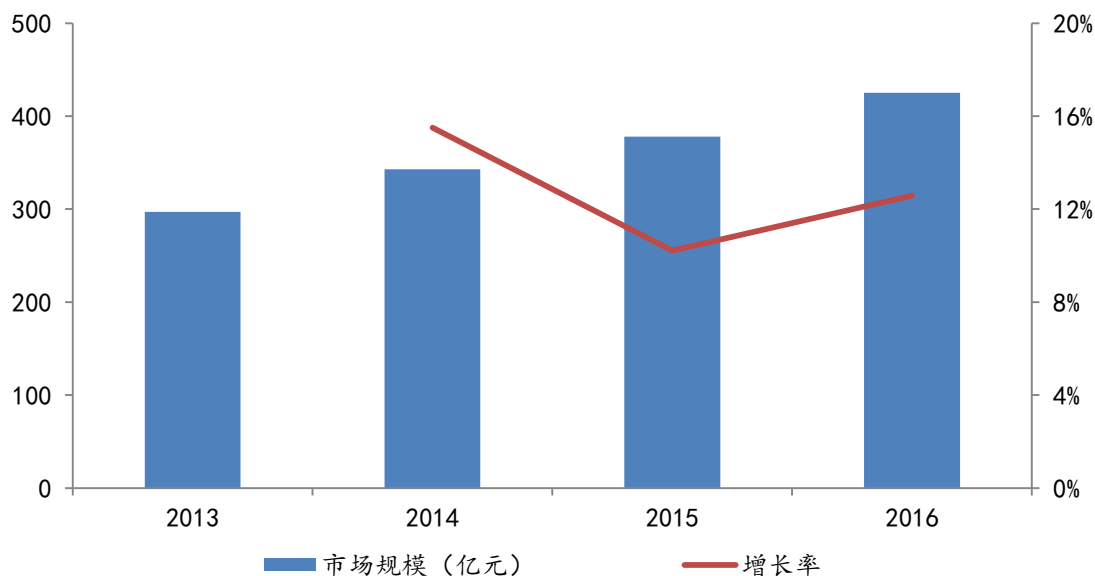


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、其他药品：降压药市场空间大，公司产品陆续进入放量期

米内网数据显示，国内公立医疗机构（公立医院、社区中心、乡镇卫生院）的抗高血压化学药市场规模持续增长，2013 年销售规模为 297 亿元，2016 年销售规模达 425 亿元，增速维持在 10% 以上，增长较为稳定。

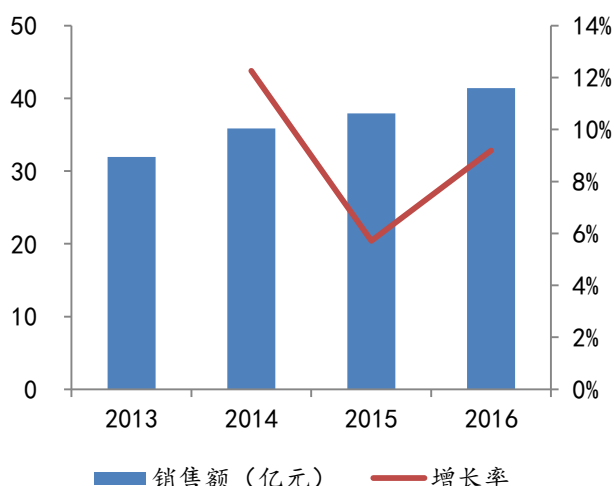
图 54：国内公立医疗机构降压化学药市场规模



资料来源：米内网，民生证券研究院

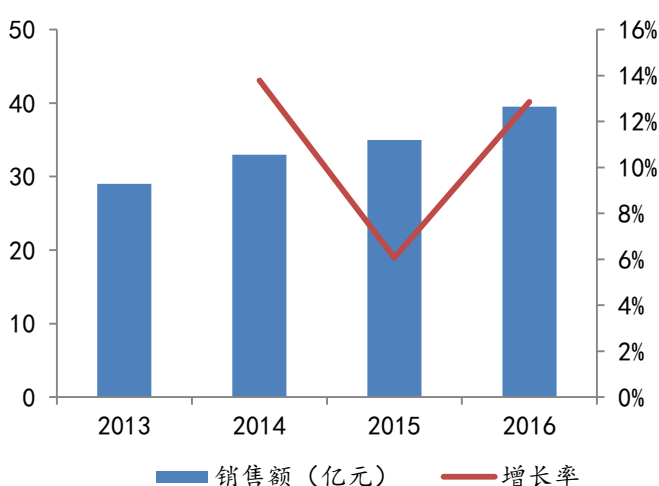
氨氯地平 and 缬沙坦作为降压药中两款重磅产品，2016 年氨氯地平在公立医疗机构的销售额超过 40 亿，缬沙坦的销售额近 30 亿元，合计占据化学降压药市场的 16% 以上。从销售趋势上看，2013 年至 2016 年，氨氯地平 and 缬沙坦的销售规模持续提升，预计这两款产品销售规模有望稳定增长。

图 55：国内公立医疗机构氨氯地平销售规模



资料来源：米内网，民生证券研究院

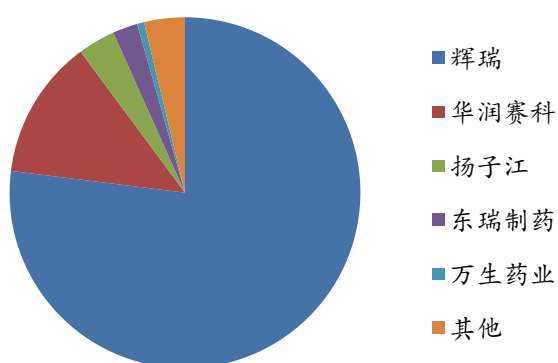
图 56：国内公立医疗机构缬沙坦销售规模



资料来源：米内网，民生证券研究院

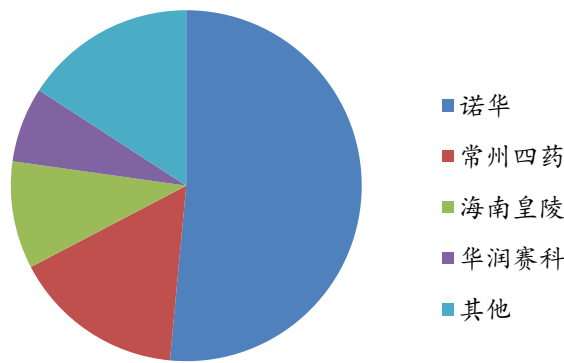
从竞争格局方面看，原研药占据 2016 年公立医疗机构大部分市场份额，辉瑞的络活喜占据氨氯地平市场的 70% 以上份额，诺华的代文占据缬沙坦市场的 50% 以上份额，国产提升空间较大。

图 57：2017 年氨氯地平样本医院竞争格局



资料来源：PDB，民生证券研究院

图 58：2017 年缬沙坦样本医院竞争格局



资料来源：PDB，民生证券研究院

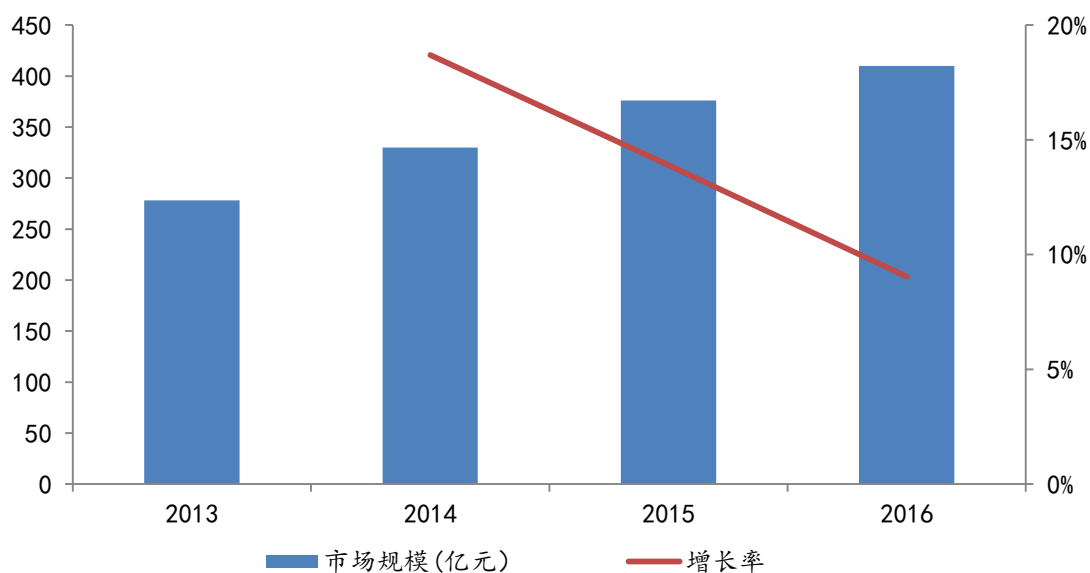
乐普医疗于 2016 年收购永正药业获得氨氯地平、收购恒久远药业获得缬沙坦，氨氯地平目前已完成 BE，处于生产资料准备阶段，预计短期内可注册申报，缬沙坦处于 BE 试验。氨氯地平 and 缬沙坦作为降压药中的佼佼者，公司的品种可在获批一致性评价后有望借助现有销售渠道快速抢占市场，接力氯吡格雷和阿托伐他汀推动药品板块持续增长。

此外，公司新型正性肌力药（强心药）左西孟旦已进入 2017 年版国家医保，目前已完成 20 多个省份的招标工作，将逐渐进入放量期，全国独家规格（50mg/12.5mg）的氯沙坦钾氢氯噻嗪的一致性评价进展顺利，研发管线中的瑞舒伐他汀、替格瑞洛、利伐沙班、缬沙坦氨氯地平正处于积极研发中。

（三）糖尿病药品即将落地，储备肿瘤前沿用药

我国糖尿病患者超过 1 亿人且在持续增长，目前治疗渗透率以及用药水平仍然较低，未来增长空间较大。2016 年我国公立医疗机构糖尿病用药市场销售规模高达 410 亿元，预计未来规模将超千亿元。

图 59：国内公立医疗机构糖尿病用药市场规模



资料来源：米内网，民生证券研究院

公司积极布局糖尿病治疗领域，降糖药管线中包括胰岛素（甘精胰岛素、门冬胰岛素、重组人胰岛素）、GLP-1 受体激动剂（艾塞那肽）、SGLT-2 抑制剂（卡格列净）、DPP-4 抑制剂（阿格列汀、西格列汀）以及 α -糖苷酶抑制剂（阿卡波糖）等，产品十分丰富。

表 10：公司糖尿病领域药物布局进展

	当前进展	预计上市时间
甘精胰岛素	III 期临床	2019 年
门冬胰岛素	临床申报	
重组人胰岛素	临床申报	
艾塞那肽	生产审批	2018 年
卡格列净	BE 阶段	
阿格列汀	生产审批	2019 年
西格列汀	临床前	
阿卡波糖	BE 阶段	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

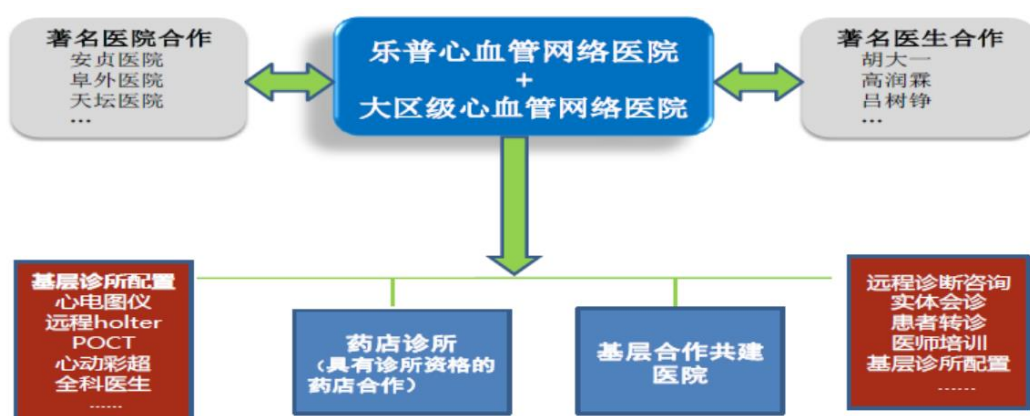
公司 2017 年拟累计投资 5.4 亿元获得博整生物 75% 的股权(现已投资 2.2 亿元获得 40% 股权)以布局胰岛素, 甘精胰岛素处于三期临床试验, 预计最快 2018 年底可申报生产, 门冬胰岛素和重组人胰岛素处于临床申报阶段, 艾塞那肽 (GLP-1) 处于生产注册审评阶段, 参股的中美华世通的产品阿格列汀已申报生产, 卡格列净和阿卡波糖均处于 BE 过程中。我们预计, 公司降糖药物将在 2019 年逐步进入收获期, 未来增长空间十分可观。

此外, 公司也在积极布局肿瘤个性化诊疗平台。2018 年初公司出资 2 亿元 (占比 20% 的股权) 和董事长组建乐普生物作为布局肿瘤免疫的主要平台, 主要以 PD-1/PD-L1 药物为基石的癌症免疫治疗。公司将以乐普生物为平台积极寻找与 PD-1/PD-L1 的诸如溶瘤病毒、IDO 等多种联合用药以进一步提高免疫治疗的效果为公司肿瘤免疫治疗的主要方向。肿瘤健康领域作为乐普医疗未来战略发展的方向, 预计公司将逐渐加码布局。

五、医疗服务持续布局, 人工智能助力未来发展

医疗服务作为心血管大健康全生态平台的重要组成部分, 公司通过打造线下心血管专科医院和线上心血管远程网络医院平台, 并辅以人工智能等方式构建一个完善的心血管疾病预防、治疗以及康复管理等医疗服务体系。

图 60: 乐普三级心血管网络医院服务体系



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

公司于 2016 年收购了洛阳六院和合肥高新医院, 旨在加快投资组建二三线城市心血管专科医院群。合肥高新医院作为安徽省唯一的三级心血管专科医院, 牵头建立安徽省心血管专科医联体, 目前已与安徽深入 40 余家医院签订医联体合作协议。公司搭建的心血管远程网络医院平台以北京乐健东外门诊部为依托, 通过连接全国上千个基层市、县的药店、共建的独立诊所等为患者提供远程医疗服务, 2017 年已累计服务超过 15 万人次。

2018 年 3 月, 乐普医疗在第十六届中国介入心脏病学大会 (CIT) 上发布了自主研发的“AI-ECG Platform 心电图人工智能自动分析和诊断系统”, 是国内首个正式上线的人工智能心电图自动分析和诊断系统。AI-ECG Platform 的推出将极大促进乐普医疗在人工智能医疗领域的布局和发展。

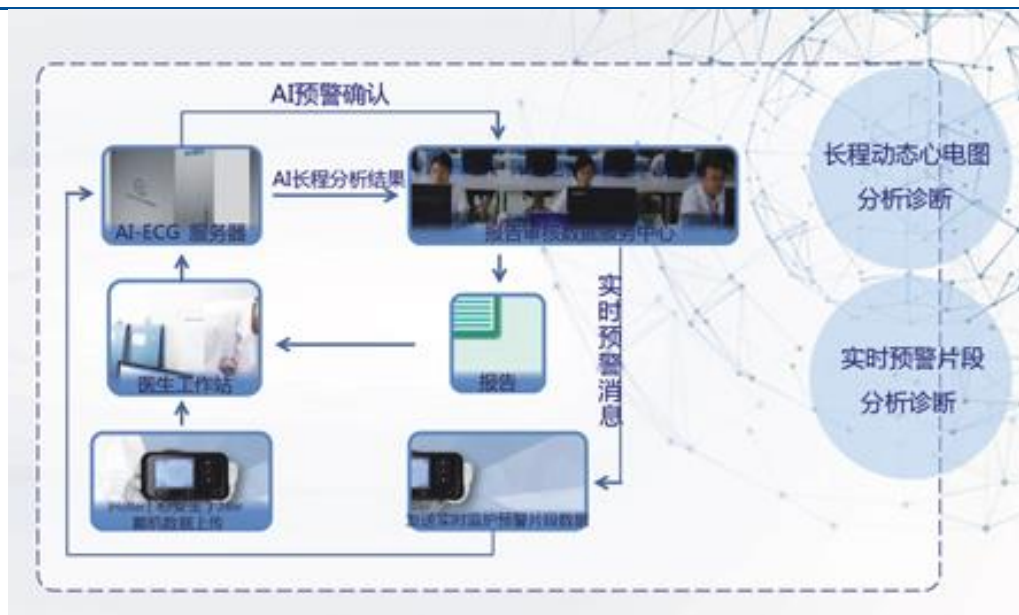
图 61：乐普医疗 AI-ECG Platform 应用场景



资料来源：公司官网，民生证券研究院

AI-ECG Platform 系统于 2017 年在公司旗下的优加利公司（心脏远程实时监测服务供应商）进行应用，通过长时间的实践已经证实 AI-ECG Platform 系统在心律失常事件和心脏激动传导异常事件的诊断能力已经达到专业医生的水平，对一些复杂病例的分析诊断，甚至超过专科医生水平。同时，AI-ECG Platform 系统的应用也非常广泛，可用于临床常规静态和动态心电图长程分析诊断、床旁实时监护、家庭监测预警等多个场景，尤其可以在基层医疗机构中发挥巨大的作用。

图 62：乐普医疗 AI-ECG Platform 应用案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

AI-ECG Platform 系统的成功上线，公司布局的“四位一体”心血管大健康平台进一步完善，公司各板块业务的协同优势进一步得到发挥。

六、投资分析与建议

我们预测，公司 2018 至 2020 年收入端将维持稳定增长，2020 年收入规模将达到 98 亿元，三年复合增长率接近 29%，利润端将快于收入端增速，预计 2020 年归母净利润将达 23 亿元，三年复合增长 35%。

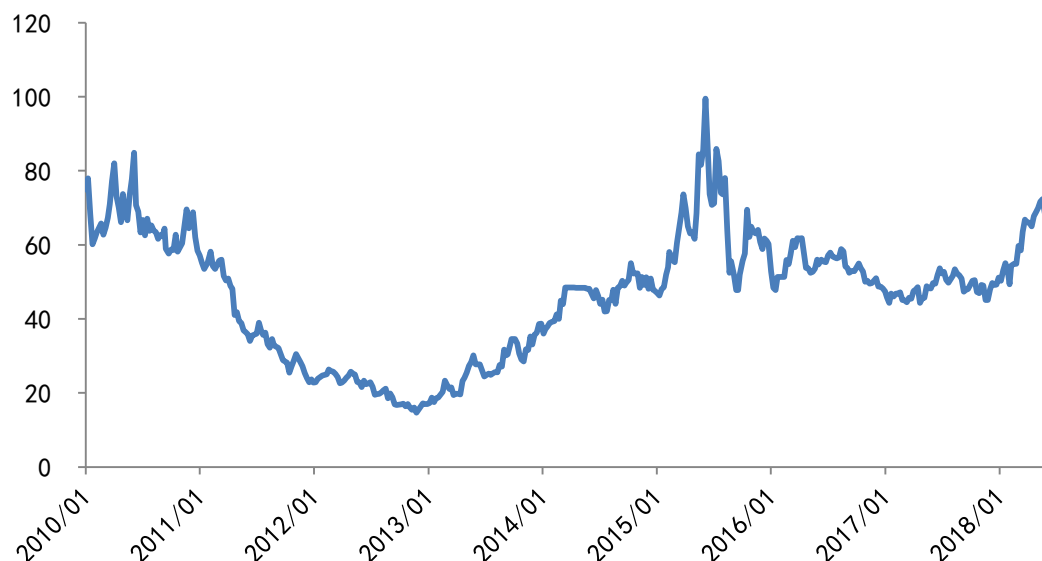
表 11：公司未来三年收入预测（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	4555.17	5959.76	7763.34	10000.20
Yoy	31.36%	30.83%	30.26%	28.81%
医疗器械	2521.45	3029.72	3757.46	4630.79
Yoy	19.64%	20.16%	24.02%	23.24%
药品板块	1741.92	2546.27	3486.16	4505.55
Yoy	50.76%	46.18%	36.91%	29.24%
医疗服务	216.74	289.78	385.74	587.89
Yoy	50.00%	33.70%	33.11%	52.41%
新兴业务	75.07	93.98	133.98	275.97
Yoy	24.51%	25.20%	42.55%	105.98%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

估值方面，公司当前市盈率处于 60 倍左右，处于历史较高位置，但考虑到公司未来三年净利润的增长速度和增长稳定性处于历史最佳，当前估值较为合理；对比 A 股同类公司，恒瑞医药和通化东宝平均估值明显高于公司，美年健康净利润复合增速率高于乐普医疗，但估值水平亦远高于公司。综合考虑，公司当前估值水平虽然处于历史高位，但考虑到增长的确定性以及参考同类公司，我们认为公司估值水平仍有提升空间。

图 63：乐普医疗 2010 年以来估值走势



资料来源：wind，民生证券研究院

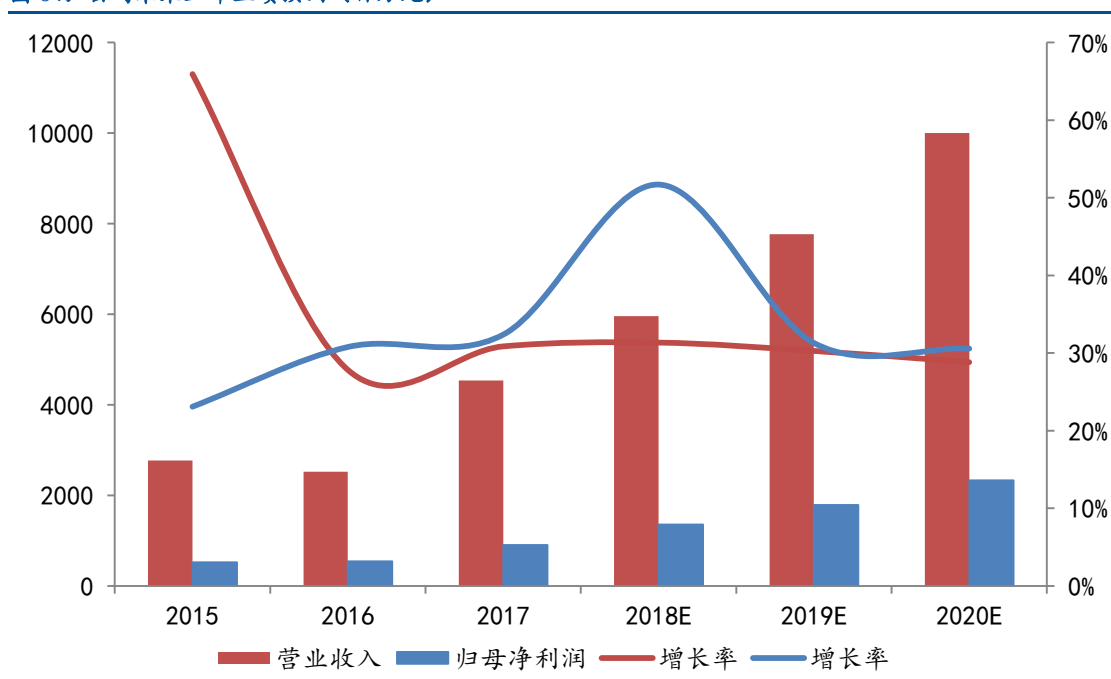
表 12: A 股同类可比公司估值情况

	EPS (元)			PE (TTM)			净利润增速 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E
恒瑞医药	1.06	1.34	1.69	74	59	47	21.74	25.76	26.73
通化东宝	0.52	0.67	0.86	47	37	29	28.65	28.52	28.29
美年健康	0.30	0.44	0.66	75	51	34	52.12	48.39	47.78

资料来源: wind, 民生证券研究院

我们预计, 公司 2018-2020 年归母净利润分别为 13.58、17.83、23.28 亿元, EPS 分别为 0.76、1.00、1.31 元, 对应 PE 分别为 46X、35X、27X, 相比于 A 股同类公司, 我们认为公司估值仍有较大提升空间, 维持强烈推荐。

图 64: 公司未来三年业绩预测 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	4,538	5,960	7,763	10,000
营业成本	1,487	1,935	2,451	3,115
营业税金及附加	69	84	112	144
销售费用	1,062	1,460	1,824	2,400
管理费用	613	834	1,048	1,350
EBIT	1,307	1,646	2,328	2,991
财务费用	107	75	59	37
资产减值损失	58	31	26	29
投资收益	(8)	150	(15)	(10)
营业利润	1,152	1,690	2,228	2,915
营业外收支	40	15	15	15
利润总额	1,192	1,705	2,243	2,930
所得税	202	279	371	484
净利润	990	1,426	1,873	2,445
归属于母公司净利润	895	1,358	1,783	2,328
EBITDA	1,536	1,904	2,597	3,276

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2265	3337	4761	6612
应收账款及票据	1725	2118	2728	3502
预付款项	108	155	191	242
存货	702	776	1007	1280
其他流动资产	260	260	260	260
流动资产合计	5159	6746	9079	12066
长期股权投资	794	794	794	794
固定资产	1133	1284	1432	1562
无形资产	1313	1305	1299	1293
非流动资产合计	7632	7566	7688	7748
资产合计	12791	14312	16768	19814
短期借款	1464	1464	1464	1464
应付账款及票据	564	557	733	936
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	3217	3312	3895	4496
长期借款	1192	1192	1192	1192
其他长期负债	1355	1355	1355	1355
非流动负债合计	2547	2547	2547	2547
负债合计	5763	5859	6441	7043
股本	1782	1782	1782	1782
少数股东权益	598	666	756	873
股东权益合计	7027	8453	10326	12771
负债和股东权益合计	12791	14312	16768	19814

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	30.9%	31.3%	30.3%	28.8%
EBIT 增长率	37.6%	25.9%	41.4%	28.5%
净利润增长率	31.8%	51.7%	31.3%	30.6%
盈利能力				
毛利率	67.2%	67.5%	68.4%	68.8%
净利润率	19.7%	22.8%	23.0%	23.3%
总资产收益率 ROA	7.0%	9.5%	10.6%	11.7%
净资产收益率 ROE	13.9%	17.4%	18.6%	19.6%
偿债能力				
流动比率	1.6	2.0	2.3	2.7
速动比率	1.4	1.8	2.1	2.4
现金比率	0.7	1.0	1.2	1.5
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	114.7	121.4	120.0	119.6
存货周转天数	156.7	146.3	149.9	149.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.8	1.0	1.3
每股净资产	3.6	4.4	5.4	6.7
每股经营现金流	0.5	0.7	1.1	1.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	69.0	45.8	34.9	26.7
PB	9.7	8.0	6.5	5.2
EV/EBITDA	41.6	33.0	23.6	18.2
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	994	1,426	1,873	2,445
折旧和摊销	287	289	295	314
营运资金变动	(468)	(425)	(330)	(538)
经营活动现金流	913	1,233	1,947	2,324
资本开支	716	198	399	354
投资	(990)	0	0	0
投资活动现金流	(1,700)	(48)	(414)	(364)
股权募资	15	0	0	0
债务募资	1,413	0	0	0
筹资活动现金流	974	(113)	(109)	(109)
现金净流量	187	1,073	1,424	1,851

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 乐普医疗股权结构	3
图 2: 公司上市以来市值变化情况 (亿元)	4
图 3: 公司收入规模和净利润情况 (百万元)	5
图 4: 公司主要产品收入结构持续丰富	6
图 5: 公司销售费用及费用率情况	6
图 6: 公司管理费用及费用率情况	6
图 7: 公司逐步形成“心血管+肿瘤”平台战略	7
图 8: 公司心血管平台布局主要并购历程	8
图 9: 公司心血管健康全生态平台	9
图 10: 心血管疾病患者人数庞大	10
图 11: 2015 年中国农村和城市居民主要疾病死因构成	10
图 12: 我国心血管疾病死亡率变化趋势	11
图 13: 心血管住院总费用	11
图 14: 心血管住院次均费用	11
图 15: 公司抗肿瘤大健康平台	12
图 16: 全球主要 PD-1/PD-L1 药物销售额 (百万美元)	13
图 17: 公司医疗器械板块布局	13
图 18: 公司器械板块收入规模持续增长	14
图 19: 2017 年器械板块收入结构 (百万元)	14
图 20: 国内 PCI 例数持续增长	14
图 21: 国内 PCI 手术平均支架数趋于稳定	15
图 22: 2017 年国内 PCI 适应症分布	15
图 23: 国内 STEMI 患者直接 PCI 比例逐渐攀升	15
图 24: 国内新开展 PCI 治疗的医院类型	16
图 25: 公司医用血管造影 X 射线机	16
图 26: 公司基层合作共建业务收入	17
图 27: 乐普三款主要支架系统	17
图 28: 乐普支架业务持续增长	18
图 29: 国内心脏支架市场份额占比情况	18
图 30: 三种支架全国招标最低价 (元)	19
图 31: 公司三种支架近三年销售结构 (销量)	19
图 32: 公司可降解支架一年期临床结果	20
图 33: 2005 年-2017 年国内起搏器植入量及增速情况 (单腔+双腔)	22
图 34: 国内双腔起搏器植入占比持续提升	22
图 35: 2014 年亚太地区百万人口心脏起搏器植入数量对比	23
图 36: 2015 年国内封堵器市场格局	24
图 37: 国内体外诊断市场规模持续增长 (亿元)	25
图 38: 国内体外诊断细分领域市场占比	25
图 39: 公司体外诊断业务布局丰富	26
图 40: 公司体外诊断业务收入 (百万元)	26
图 41: 国内吻合器市场规模及增速	27
图 43: 国内吻合器市场份额情况	27
图 43: 秉琨投资组织结构	28
图 44: 药品板块产品布局丰富	29
图 45: 乐普药品医院端销售体系逐渐优化	30
图 46: 乐普药品 OTC 端销售体系	30
图 47: 药品业务收入和净利润规模持续高增长 (百万元)	31
图 48: 氯吡格雷样本医院销售额	31
图 49: 氯吡格雷竞样本医院争格局	31
图 50: 公司氯吡格雷销售增长迅速 (百万元)	32
图 51: 阿托伐他汀样本医院销售额	33

图 52: 2017 年阿托伐他汀样本医院竞争格局.....	33
图 53: 公司阿托伐他汀制剂售增长迅速 (百万元)	34
图 54: 国内公立医疗机构降压化学药市场规模.....	34
图 55: 国内公立医疗机构氨氯地平销售规模.....	35
图 56: 国内公立医疗机构缬沙坦销售规模.....	35
图 57: 2017 年氨氯地平样本医院竞争格局.....	35
图 58: 2017 年缬沙坦样本医院竞争格局.....	35
图 59: 国内公立医疗机构糖尿病用药市场规模.....	36
图 60: 乐普三级心血管网络医院服务体系	37
图 61: 乐普医疗 AI-ECG Platform 应用场景	38
图 62: 乐普医疗 AI-ECG Platform 应用案例	38
图 63: 乐普医疗 2010 年以来估值走势.....	39
图 64: 公司未来三年业绩预测 (百万元)	40

表格目录

表 1: 公司上市后并购的部分标的情况.....	4
表 2: 公司肿瘤业务布局历程.....	12
表 3: 心脏支架技术发展历程.....	20
表 4: 公司可降解支架两年期临床结果表现良好.....	21
表 5: 公司可降解支架业绩弹性大 (预测值)	21
表 6: 公司双腔起搏器销售预测.....	23
表 7: 国内左心耳封堵器竞争情况.....	25
表 8: 氯吡格雷部分省份招标价格情况.....	32
表 9: 阿托伐他汀部分省份招标价格情况.....	33
表 10: 公司糖尿病领域药物布局进展.....	36
表 11: 公司未来三年收入预测 (百万元)	39
表 12: A 股同类可比公司估值情况.....	40

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

刘闯，助理分析师，毕业于上海交通大学生物医学工程学院，2016年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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,均为本公司的商标、服务标识及标记。