

业绩保持高速增长，多维度布局确保中长期发展 ——乐普医疗（300003）半年报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布2018年上半年报。2018年上半年公司实现营收29.55亿元，同比增长35.37%；实现归属上市公司股东净利润8.10亿元，同比增长63.48%；实现扣非归母净利润6.70亿元，同比增长36.67%。实现EPS0.4545元。其中2018年第二季度，公司实现营收15.19亿元，同比增长31.95%；实现归母净利5.07亿元，同比增长92.36%；实现扣非归母净利3.72亿元，同比增长42.30%，实现EPS0.2843元。

财务方面，报告期内销售费用同比增加69.84%，主要系两票制高开及销售平台整合、团队配置布局和市场推广投入加大所致；管理费用同比增加60.89%，主要系研发投入持续加大（人工智能技术、智慧医疗器械产品等）、研发投入同比增加57.51%；财务费用同比增加173.55%，主要系公司通过发行债券、增加借款等融资规模扩大导致利息支出增加所致；营业成本同比增加4.10%，主要系高毛利产品收入占比提升所致；净资产较期初下降1.77%，主要系新收购新东港45%股权冲减资本公积约7.10亿元所致；经营性现金流净额同比增加38.85%；投资性现金流净流出13.69亿元，主要包括固定资产、无形资产投资合计6.76亿元，收购及增资参股公司、投资可供出售金融资产等支付9.58亿元，同时出售Viralytics股权收回资金3亿元；筹资性现金流净流入5.94亿元，主要系公司银行存款及发行债券融资流入21亿元，同时收购新东港股权支付10.5亿元。

同时，公司发布公告，中船重工的可交债已全部完成换股，总计1.12亿股，占公司总股本的6.26%。根据8月10日前200名股东名册显示，原30家认购方仅余3家战略股东在册。

公司推出首期员工持股计划。总人数不超过200人，资金总额不超过6亿元，其中员工自愿自筹资金不超3亿元，持股规模约1852.42万股，通过二级市场购买、大宗交易等方式取得。锁定期12个月，存续期24个月。

全资子公司乐普（深圳）国际发展中心拟向国开行申请不超过13亿元的中长期项目贷款，用于乐普大厦项目建设所需。

公司发布2018年前三季度业绩预告，预计实现归母净利11.01-11.62亿元，同比增长49%-57%。扣非归母净利同比增长35%-45%。其中，预计第三季度归母净利2.92-3.52亿元，同比增长20%-45%。扣非归母净利同比增加35%-55%。

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

王晓琦

✉: 010-66568589

✉: wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

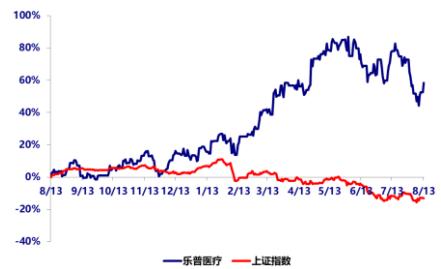
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-8-13

A股收盘价(元)	32.39
A股一年内最高价(元)	41.53
A股一年内最低价(元)	20.42
上证指数	2795.31
市盈率-TTM	47.55
总股本(万股)	178165.29
实际流通A股(万股)	141159.64
限售的流通A股(万股)	37005.65
流通A股市值(亿元)	457.22

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2018-07-18 乐普医疗事件跟踪：阿托伐他汀通过一致性评价，加速放量在即
2. 2018-04-27 乐普医疗一季报跟踪：业绩增长强劲，未来高成长态势确定
3. 2018-03-13 乐普医疗年报跟踪：业绩增速符合预期，未来高成长性确定
4. 2018-03-01 乐普医疗事件跟踪：投资Waterstone，心血管药品布局持续完备

2. 我们的分析与判断:

(一) 上半年内生业绩继续保持高速增长

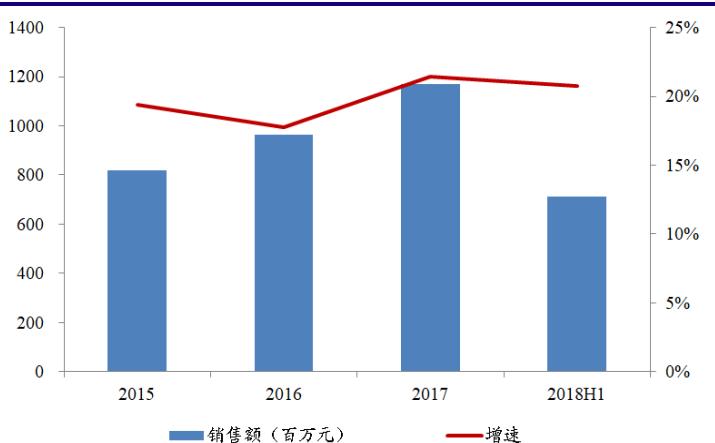
不考虑并表因素，**18H1 扣非归母净利增速约 30.7%，保持高速增长。**上半年公司营业收入 29.55 亿元，+35.37%；归母净利 8.10 亿元，+63.48%；扣非后归母净利 6.70 亿元，+36.67%，我们认为主要系（1）药械板块延续良好增长势头；（2）非经常性损益方面，处置 Viralytics 公司 13.04% 股权实现投资收益 1.5 亿元，同时关停荷兰 Comed 产生损失约 3200 万元。（3）新收购新东港 45% 股权自 Q2 并表，股权变动部分在对应期间享有的净利润为 2942.04 万元。若不考虑并表因素，我们测算 18H1 公司扣非归母净利增速约 30.7%，继续保持高速增长。

按公司来看，报告期内乐普药业实现营收 9.40 亿元（+83.35%），净利润 3.11 亿元（+85.28%）。新东港实现营收 5.24 亿元（+53.33%），净利润 1.26 亿元（+40.78%）。乐普（欧洲）实现营收 1108.94 万元（-61.87%，关停 Comed 所致），净利润 1.38 亿元（+5757.27%，出售 Viralytics 所致）。

(二) 器械板块稳定增长，看好未来创新产品提振业绩

器械板块在自产心血管耗材、IVD 和外科产品带动下保持稳定增长。报告期内公司器械板块实现营收 13.96 亿元（+15.56%），实现净利润 4.42 亿元（+20.55%），我们认为收入增速低于净利润增速主要系公司战略性退出低毛利、回款困难的代理配送业务所致。报告期内公司高毛利产品收入增速均在 20% 以上。拆分来看，（1）支架系统整体保持稳定增长。**18H1 营收 7.12 亿元，+20.76%。**销量约 17.4 万支，+21%。从产品收入结构来看，Nano、GuReater 和 Partner 占比分分别达到 45%、23% 和 32%。其中 GuReater 增速较快，Nano 保持稳定增长，增速约 20% 左右。（2）**IVD 业务保持快速增长。**18H1 营收 1.51 亿元，同口径下+23.45%（NIPT 被纳入医疗服务板块）。公司以 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。报告期内公司调整销售战略，以心血管类、心肌类、血脂及糖代谢等为重心已快速进入市场，并成为罗氏诊断的战略供应商。（3）**外科业务不断优化升级，保持高速增长。**18H1 营收 1.30 亿元，+41.75%，净利润 4209.7 万元，+22.14%。其中核心产品腔内切割吻合器及组件系列产品业绩大幅提升，实现营收 5865.86 万元，+142.53%。（4）其他业务中，封堵器实现营收 6052.59 万元，+22.88%；基层医院介入治疗及心血管科室合作业务实现设备及耗材营收 2.71 亿元，+1.81%；医疗产品代理配送业务实现营收 1.32 亿元，-2.80%；双腔起搏器中标省份增至 23 个，且上市后临床试验已在 27 个省完成病例植入。

图 1：公司支架系统营收（百万元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们看好公司器械板块业绩提速，原因如下：

1. 国家系列政策将加速高质量国产器械的进口替代过程，对公司构成重大利好。

首先，按病种付费与高值耗材谈判将协同加速支架、起搏器等高值耗材的进口替代过程。2018年2月7日，人社部发布《医疗保险按病种付费病种推荐目录》，结合前期国家卫计委高值耗材国家谈判，我们认为按病种付费将进一步理顺医院的激励机制，在保障医疗质量的前提下降低成本，将加速高质量国产器械的进口替代过程。目录中包含经皮冠状动脉内支架植入术、单/双腔起搏器置入术等，均为乐普的强项领域；

其次，血管造影机调出新版《大型医用设备配置许可管理目录》，将进一步加快公司建立基层医疗机构介入导管室和心血管科室合作共建业务。

最后，国内市场球囊、导丝等配套耗材进口替代空间巨大。根据山东省《2017年全省医疗卫生机构高值医用耗材集中采购情况》，血管介入类中支架系统到货金额8.25亿元，国产和进口产品占比分别为63.3%和36.7%；介入配套耗材（如球囊、导丝等）到货金额为5.19亿，全部被进口产品垄断，进口替代空间巨大。

2. NeoVas 获批在即，将显著增厚业绩。

我们预计NeoVas有望今年8月底或9月初获批。前期结果显示，NeoVas的RCT试验已完成2年期随访且结果较好，与XIENCE在安全性和有效性上无统计学差异。同时，单组目标值试验已完成1年期临床随访，进一步证明NeoVas的优良性能。此外，OCT观察支架吸收已获得3年临床随访数据，支架降解效果良好。而且，我们前期的研究也已证实雅培Absorb停产事件系商业行为，不会影响NeoVas的销售。我们对NeoVas的销量预测如下：已知2017年全国支架植入约111万个，假设未来每年增速13%，参考欧洲可降解支架上市5年后替代率15%，保守估计NeoVas在18-20年植入数量分别为6000、4.2万和7.2万支，市占率分别为0.48%、2.97%和4.51%。乐观估计18-20年植入数量分别为1.08万、8.64万和13.5万支，市占率分别为0.86%、6.11%和8.45%。

表 1: NeoVas 上市销量预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
支架植入总数 (万个)	100.0	110.7	125.1	141.4	159.7
增速	15.0%	10.7%	13%	13%	13%
PCI 医院数 (约数)		2000	2000	2000	2000
每月支架植入数量 (个/医院)			52.1	58.9	66.6
NeoVas 可植入月份			4	12	12
NeoVas 覆盖医院数量 (个)	保守		300	700	1200
	乐观		300	900	1500
NeoVas 植入数 (个/月/医院)	保守		5	5	5
	乐观		9	8	7.5
NeoVas 植入总数 (万个)	保守		0.6	4.2	7.2
	乐观		1.08	8.64	13.5
NeoVas 市场占有率	保守		0.48%	2.97%	4.51%
	乐观		0.86%	6.11%	8.45%

资料来源：中国介入心脏病学大会，中国银河证券研究院

3. 公司现有器械业务有望保持稳定增长：

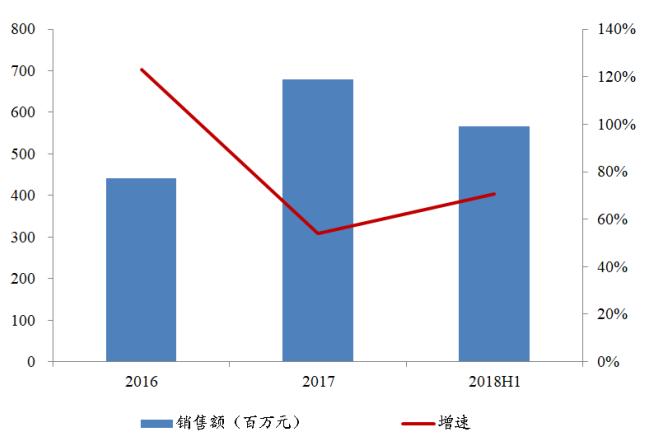
(1) 公司支架业务有望继续通过提升 Nano 支架占比(当前为 45%)保持稳定增长。Nano 自上市来销售收入始终保持快速增长，且自 2017 年 4 季度起，Nano 支架已全面覆盖全国所有省份，包括广东、北京、河南、河北等 10 个高值耗材大省已全部进入，为其后续放量奠定基础，预计后续 Nano 支架销量占比将持续提升；(2) 首款国产双腔起搏器市场推广情况良好，未来有望借进口替代东风加速放量。公司产品已在全国 23 个省份中标，并纳入京津冀区域联盟采购目录，且核心省份招标工作尚未启动。同时，该产品已于 2017 年 4 月启动上市后临床试验，现已在 27 个省份完成病例植入；(3) IVD 业务有望通过产品种类持续丰富保持快速增长。例如化学发光中，甲功及肿瘤系列已完成临床试验，术前八项系列正在临床中，心标系列已通过药监局体系考核。分子诊断中，预测 H 型高血压的 MTHFR 基因检测试剂盒正在发补阶段。POCT 中，在原有心血管、感染等标志物基础上新增脑损伤、肾脏标志物等项目。血栓弹力图二代产品正加快推广。血型检测平台持续投入，扩建血型卡销售团队，并全面推开市场推广工作。此外还布局了全自动流水线的研发。(4) 左心耳封堵器已完成一年临床随访工作，正处于数据整理阶段，计划 18Q4 申请注册，有望 2019 年上半年取证，市场竞争格局良好。

(三) 药品板块保持高速增长，一致性评价有序推进

药品板块通过把控终端和销售渠道差异化管理保持高速增长。报告期内公司药品板块实现营收 14.18 亿元 (+70.63%)，实现净利润 4.35 亿元 (+70.71%)。其中，制剂业务实现营收 11.95 亿元 (+94.22%)，实现净利润 4.05 亿元 (+79.60%)。拆分来看，氯吡格雷实现营收 5.66 亿元 (+70.50%)，阿托伐他汀实现营收 3.62 亿元 (+146.89%)，氯沙坦钾氢氯噻嗪实现营收 2457.95 万元 (+308.52%)。同时，临床终端放量速度快于 OTC 端，

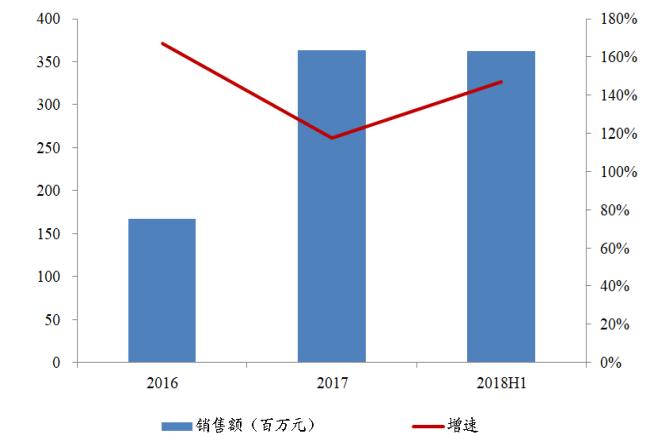
一方面，从覆盖医院数量上，氯吡格雷和阿托伐他汀分别已覆盖 1.1 万家和 8000 余家医院，相比 18Q1 均增加 1000 家以上。另一方面，终端收入占比上，氯吡格雷的临床和 OTC 端的占比为 80% 和 20%（去年为 71% 和 29%）；阿托伐他汀分别占比 61% 和 39%（去年为 56% 和 44%）。此外，原料药业务实现营收 2.23 亿元，同比增长 3.28%。我们认为制剂业务保持高速增长主要系公司通过持续推进“医疗机构+零售药店+第三终端”营销网络建设，差异化管理销售渠道，把控销售终端，并对不同品种采取精准营销策略所致。

图 2：公司氯吡格雷销售额（百万元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：公司阿托伐他汀销售额（百万元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一致性评价进度方面：阿托伐他汀 20mg 和 10mg 规格已于 18 年 7 月 17 日通过一致性评价，系国内第二家，有望凭借政策红利和营销优势进一步加速放量；氯吡格雷 75mg 和 25mg 规格已于 6 月 8 日报 CDE 并获受理 (CYHB1850072、CYHB1850073)，进度符合预期；苯磺酸氨氯地平已完成临床试验，计划 3 季度报 CDE；缬沙坦和盐酸倍他司汀等品种已完成药学研究，处于临床试验阶段；氯沙坦钾氢氯噻嗪片和阿司匹林肠溶片已开启稳定性研究。

我们看好公司药品板块维持高速增长，原因如下：

1. 国家对仿制药的鼓励政策已上升至全产业链层级，各省在实操层面支持通过一致性评价品种的方案陆续出台，部分省份甚至允许临时突破一品双规，进口替代势必加速。
2. 核心品种招标突破性进展，零售药店覆盖范围持续扩大。

公司核心品种相对上一轮招标取得突破性进展，氯吡格雷、阿托伐他汀、左西孟旦和氯沙坦钾氢氯噻嗪分别在 29 个、24 个、23 个和 21 个省份中标。且左西孟旦与氯沙坦钾氢氯噻嗪新进国家医保。缬沙坦、氨氯地平等降压药品种也将逐渐发力。同时，零售药店是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。零售药店市场是公司的着重发力点之一，当前覆盖超过 8 万家 OTC 药店，其中连锁药店占比接近 31%。未来公司药店 OTC 销售团队将持续扩充，人均有效覆盖门店数量将逐步提升。

3. 降糖药平台初步构建。

公司围绕糖尿病用药进行系统布局：(1) 胰岛素领域，通过分节点收购博鳌生物 75% 股权，获得三/二代胰岛素。截至 18 年 7 月 4 日，甘精胰岛素 III 期临床已完成全部入组，6 月底已完成 40% 临床入窗随访，预计今年报产，2020 年获批。门冬胰岛素临床申请获得受理，重组人胰岛素及 30R 临床申请已获受理，赖脯胰岛素正处于临床备案中。(2) 口服降糖药领域，通过参股 Waterstone 间接持有华世通 20% 股权，获得 DPP-4 和 SGLT-2 类药物。目前阿格列汀已完成 BE 试验并报产，正在审评中；西格列汀正进行生产验证；阿卡波糖、卡格列净正在开展 BE 试验，恩格列净利格列汀片和卡格列净二甲双胍缓释片计划 2018 年启动。(3) GLP-1 类，公司以 1.49 亿元投资成都圣诺 9% 股权，聚焦于 GLP-1 长效艾塞那肽和利拉鲁肽等新型品种。此外，双方早期合作的短效艾塞那肽预计 2018 年获批上市，有望成为国产第一家。(4) 17Q4 启动布局针对糖尿病内分泌科的各省招商经理招聘工作。

(四) 医疗服务与新型医疗业态布局持续完备

公司在医疗服务和新型医疗业态领域的布局可凸显其心血管全产业链闭环效应，促进器械和药品业务协同发展。报告期内上述板块布局进展如下：

医疗服务板块布局持续完备。报告期内该板块实现营收 1.09 亿元，亏损 1840.58 万元，虽然短期内尚未盈利，但布局正持续完备：(1) **三级远程医疗体系初具规模，可增强患者黏性，与基层药店诊所共同发力。**报告期内合肥高新心血管医院完成新区搬迁工作，病床增加到 460 张，并与 96 家公立和民营医院签订心血管病专科医联体合作协议。基层药店诊所已签约近 400 家，接受服务患者累计超过 28 万人次。18H1 合肥高新心血管医院实现营收 3681.76 万元。(2) **基层医院合作介入导管室累计签约 242 家，覆盖全国 28 个省区，其中 166 家已投入运营。**(3) **远程心电监测系统市场推广工作持续推进。**优加利已在全国建立 137 个远程心电大数据中心和 2132 个监测工作站，覆盖国内 2200 余家医疗机构，18H1 长程数据累积量约 15 万条，存储各类医疗心电数据达 4200 万份。同时优加利正全面推进 AI-ECG 人工智能分析技术落地。(4) **精准医疗领域，乐普基因在妇幼、心血管和肿瘤领域持续加大研发投入，报告期内实现营收 5849.93 万元。**(5) **推进“一键式”家庭医生服务的市场推广工作。**18H1 新增终端设备 1640 台，总装机量突破 12 万台。

新型医疗业态处于培育发展阶段。拆分来看，(1) **智慧医疗及人工智能，报告期内亏损 4574.17 万元。**一方面，“AI ECG Platform”获得 FDA 注册受理，该产品是国内首项产业化的 AI 医用技术，目前公司正积极推进该项产品的国内注册和 CE 认证工作。另一方面，同心管家 APP 及微信公众号注册关注用户达 54 万人，活跃用户 9.2 万人。护生堂电商平台持续拓展线上客户，线下实体药店运营能力也有稳步提升。(2) **类金融业务，报告期内实现营收 492.68 万元 (-62.93%)，实现净利润 25.17 万元。**同时，参股的北京人寿正式成立，公司与其签署战略合作协议，开发和设计新型心血管疾病相关险种，针对保险经纪、健康管理及综合医疗服务等领域开展深层次合作。(3) **战略股权投资业务，积极推进“一个中心，两个基本点”战略，中心即心血管患者全方位服务平台，基本点即人工智能和免疫治疗。**

(五) 肿瘤免疫治疗平台布局不断完备，有望成为长期成长新动能

公司将肿瘤免疫治疗规划为未来业绩长期高速增长的新势能，为搭建行业竞争壁垒，公司进行了战略系统性布局，目前已合计投资 8 亿元左右。除前期参股君实生物、投资 Quanterix、收购 Viralytics 13.04% 股权布局溶瘤病毒（已出售给默克，谋求未来合作可能性）外，报告期内公司在肿瘤免疫治疗领域的布局包括

(1) 2 亿元参设乐普生物，乐普生物以 1.14 亿元认购滨会生物 20% 股权，布局 PD-1/L1 和溶瘤病毒。公司以 2 亿元持有乐普生物 20% 股权，安全边际加高。目前 PD-1 已进入 3 个 II 期临床，包括联合化疗一线治疗晚期胃癌 (CTR20181270, HX008+卡培他滨+奥沙利铂)、联合化疗治疗一线化疗失败的晚期胃腺癌及 MSI-H 或 dMMR 的晚期实体瘤 (CTR20181269, HX008+伊立替康)、单药治疗晚期实体瘤 (CTR20180125)。PD-L1 即将进入 I 期临床。同时，乐普生物以 1.14 亿元认购滨会生物 A 轮融资，参股 20%，目前“重组人 GM-CSF 溶瘤 II 型单纯疱疹病毒 (OH2) 注射液 (Vero 细胞)”已于 18 年 7 月获批临床。一方面可补充产品线，另一方面可与 PD-1/L1 单抗联用提高疗效。

(2) 1900 万美元投资 Gritstone Oncology 公司，布局癌症疫苗。Gritstone 专注于开发新抗原的治疗性癌症疫苗，第一个产品是开发用于治疗非小细胞肺癌的“新抗原”疫苗。其“新抗原”(Neoantigen)疫苗技术解决了肿瘤免疫治疗领域长期未能解决的抗原靶点问题，得到了学术界和工业界一致认可，是未来肿瘤免疫治疗的发展方向。未来将进一步探讨 Gritstone 公司新抗原技术在国内的应用问题。

(3) 2375 万美元投资 Genapsys C 轮融资，布局便携式 DNA 测序仪。公司的 GENIUS DNA 测序仪，一方面，除 DNA 或 RNA 外，还可进行蛋白和单细胞测序。另一方面，实现了测序仪从主机到手持的变化。因便携、成本低、准确性高等因素，预计将大幅度拓展测序在工业界的应用，Genapsys 测序仪系统目前已经基本成型，正在与 Genapsys 公司积极研究该测序仪在国内的商业化问题。

(4) 475 万美元投资 Pionyr 公司，布局肿瘤微环境和肿瘤免疫抑制。公司主要研发方向为开发针对骨髓来源的抑制性细胞 (MDSCs) 和肿瘤微环境的药物，针对肿瘤微环境和 MDSC 肿瘤免疫抑制方向，肿瘤微环境能抑制进入其中的 T 细胞的抗肿瘤活性。未来有可能成为免疫治疗突破的新方向，还可以同检查点抑制剂联合使用，来提高检查点抑制剂的有效性。

(5) 456 万美元投资 Oric Pharma，布局开发肿瘤耐受药物。公司的主要研发项目糖皮质激素受体 GR 抑制剂在 2017 年被 FDA 批准 IND。前期的临床数据显示其在肿瘤模型中效果显著，而且可以同化疗联用，治疗 GR 引起的耐受，具有免疫治疗的潜能。GR 抑制剂能克服两大类抗肿瘤药——雄激素受体 AR 抑制剂和雌激素受体 ER 抑制剂的耐药问题，同时和 ER 抑制剂协同作用，提高对 ER 抑制剂治疗效果差的病人治疗效果。公司通过参与本轮投资，以相对较低的估值投资于在肿瘤治疗和研发领域拥有核心技术的早期公司，未来在实现财务增值的同时，发掘与 Oric 公司在中国市场合作的机会。

(6) 475 万美元投资 MeriaGTx。公司主要致力于开发创新型基因治疗产品，以改变患有获得性和遗传性疾病的患者的生活。目前公司有 4 个临床项目和一系列临床前和开发阶段的项目。

(六) 推出首期员工持股计划，理顺激励机制，利好长期发展

首期员工持股计划将深化激励体系，确保公司长期稳定发展。本期员工持续计划参与人员不超过 200 人，包括职工监事及高管 13 人、核心和骨干员工 187 人。设立资金总额不超过 6 亿元，其中员工自愿自筹资金不超过 3 亿元，银行等金融机构提供除员工自愿自筹资金外的有偿借款不超过 3 亿元。以 8 月 10 日收盘价计，本次员工持股计划规模约 1852.42 万股。股票来源为通过二级市场购买、大宗交易等方式取得。存续期 24 个月，锁定期 12 个月。我们认为公司推出首期员工持股计划，将实现公司、股东与员工利益的一致性，一方面可完善公司治理结构，确保长期稳定发展，另一方面可充分调动员工积极性和创造力，吸引和保留人才，利好公司与员工共同发展。

表 2：初步拟定持有人名单及份额分配情况

持有人	职务	占本计划总份额的比例(%)
杨明	职工监事	不高于 1.1484%
郭同军	高级副总经理兼董事会秘书	不高于 1.7493%
魏战江	副总经理	不高于 1.7493%
张霞	副总经理	不高于 1.7493%
王泳	副总经理兼财务总监	不高于 1.7493%
林仪	副总经理	不高于 1.7493%
程凡	副总经理	不高于 1.7493%
吕永辉	副总经理	不高于 1.4577%
蒲中勤	副总经理	不高于 1.4577%
张志斌	副总经理	不高于 1.4577%
张冰峰	副总经理	不高于 1.3583%
隋滋野	副总经理	不高于 1.3583%
陈娟	副总经理	不高于 1.2657%
公司核心和骨干员工（不超过 187 人）		不低于 80%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 投资建议

公司上半年业绩保持高速增长，符合我们的预期。同时，肿瘤免疫治疗平台布局不断完善，推出首期员工持股计划亦利好公司长期发展。公司已发展成为心血管大健康全生态平台型企业。首先，我们认为器械板块原有产品有望保持稳定增长，且以 NeoVas 为代表的里程碑式新品获批，将推动业绩实现跨越式增长。其次，药品板块在抗凝、降压和降脂领域的布局持续完备，且销售团队真正掌控基层医疗机构和药店终端，覆盖范围持续扩大，未来有望凭借创新推广方式和一致性评价利好实现量价齐升。同时，降糖药平台已初步构建，未来有望成为新的利润增长点。再次，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。最后，公司战略布局肿瘤免疫治疗领域并搭建行业竞争壁垒，未来有望成为业绩长期高速增长的新动能。我们认为公司业绩将维持高增长态势，预计 2018-2020 年归母净利为 12.99/18.07/24.27 亿元，EPS 为 0.73/1.01/1.36 元，对应 PE 为 46/33/25 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

研发进度不及预期，整合不及预期，产品降价风险。

附表 1. 主要财务指标

单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2768.72	3467.75	4537.64	6012.42	8186.05	10835.67
营业收入增长率	65.93%	25.25%	30.85%	32.50%	36.15%	32.37%
净利润 (百万元)	520.89	679.26	884.56	1299.53	1807.24	2427.24
净利润增长率	23.09%	30.40%	30.22%	46.91%	39.07%	34.31%
EPS (元)	0.29	0.38	0.50	0.73	1.01	1.36
P/E	114.99	88.18	67.72	46.09	33.14	24.68
P/B	12.46	10.82	9.32	8.03	6.74	5.54
EV/EBITDA	33.29	53.35	41.36	27.63	20.83	16.56

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2：公司财务报表（百万元）

报表预测（百万元）						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2768.72	3467.75	4537.64	6012.42	8186.05	10835.67
减：营业成本	1236.94	1354.14	1486.91	1960.05	2619.54	3467.42
营业税金及附加	30.72	48.62	68.62	90.00	120.00	160.00
营业费用	432.17	638.06	1061.77	1417.71	1968.99	2661.94
管理费用	347.34	476.54	613.07	810.00	1087.52	1441.05
财务费用	29.49	57.42	107.22	141.40	160.89	102.01
资产减值损失	16.83	26.54	58.23	16.35	16.42	16.11
加：投资收益	8.81	-2.21	-8.03	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	684.04	864.21	1133.77	1576.91	2212.70	2987.14
加：其他非经营损益	16.90	26.75	39.76	35.00	37.00	40.20
利润总额	700.94	890.96	1173.53	1611.91	2249.70	3027.35
减：所得税	104.95	144.25	194.38	241.79	337.45	454.10
净利润	595.99	746.71	979.15	1370.12	1912.24	2573.24
减：少数股东损益	75.10	67.45	94.59	70.59	105.00	146.00
归属母公司股东净利润	520.89	679.26	884.56	1299.53	1807.24	2427.24
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1690.58	1699.40	1984.72	2705.72	3860.55	4918.54
应收和预付款项	1414.06	1481.55	1931.89	2437.71	3208.20	4275.31
存货	518.56	574.16	702.33	762.52	1195.21	1396.19
其他流动资产	17.80	173.10	254.42	254.42	254.42	254.42
长期股权投资	268.63	560.40	794.16	794.16	794.16	794.16
投资性房地产	66.89	100.91	99.91	99.91	99.91	99.91
固定资产和在建工程	1005.40	1164.35	1414.14	1179.50	944.79	710.39
无形资产和开发支出	2404.46	2782.74	3698.81	3521.40	3344.00	3166.60
其他非流动资产	140.30	708.00	1573.33	1525.73	1478.14	1478.14
资产总计	7526.68	9244.61	12453.72	13281.08	15179.38	17093.66
短期借款	600.43	649.66	1463.79	1254.14	1054.14	854.13
应付和预收款项	764.91	621.88	1402.99	1338.88	1899.02	1942.49
长期借款	310.00	1323.75	2383.80	2383.80	2383.80	2383.80
其他负债	512.73	636.00	175.89	175.89	175.89	175.89
负债合计	2188.07	3231.28	5426.47	5152.71	5512.85	5356.31
股本	871.79	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
资本公积	1951.39	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40
留存收益	1983.72	2608.35	3503.62	4534.15	5967.31	7892.13
归属母公司股东权益	4806.90	5534.40	6429.67	7460.20	8893.36	10818.18
少数股东权益	531.71	478.93	597.58	668.17	773.17	919.17

股东权益合计	5338.61	6013.32	7027.25	8128.38	9666.53	11737.35
负债和股东权益合计	7526.68	9244.61	12453.72	13281.08	15179.38	17093.66
现金流量表						
2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
经营性现金净流量	430.16	688.70	937.01	1307.41	1853.46	1823.05
投资性现金净流量	-1216.46	-1438.73	-1700.21	29.75	31.45	34.17
筹资性现金净流量	2103.11	777.93	974.27	-616.16	-730.09	-799.23
现金流量净额	1319.13	30.38	203.46	721.01	1154.83	1057.99

资料来源：中国银河证券研究院

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、王晓琦，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。

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 研究院

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：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn