

## 医疗组

**乐普医疗(300003.SZ) 买入(首次评级)****公司深度研究**

市场价格(人民币): 21.13元

目标价格(人民币): 26.41元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	18.93
已上市流通A股(亿股)	16.27
总市值(亿元)	399.99
年内股价最高最低(元)	26.96/15.82
沪深300指数	3805
创业板指	2289
人民币(元)	成交金额(百万元)
27.73	4000
23.76	3500
19.79	3000
15.82	2500
	2000
	1500
	1000
	500
	0

 成交金额 —— 乐普医疗 —— 沪深300
**国产心血管平台型企业，创新产品布局加速****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,039	10,660	9,534	10,955	12,603
营业收入增长率	3.12%	32.61%	-10.56%	14.90%	15.05%
归母净利润(百万元)	1,802	1,719	2,161	2,478	2,853
归母净利润增长率	4.44%	-4.58%	25.69%	14.66%	15.13%
摊薄每股收益(元)	0.999	0.953	1.142	1.309	1.507
每股经营性现金流净额	1.16	1.70	1.49	1.61	1.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.25%	14.98%	15.09%	15.53%	15.98%
P/E	27.22	23.75	18.51	16.14	14.02
P/B	4.97	3.56	2.79	2.51	2.24

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- 国内心血管领域平台型企业，多方位布局提供整体解决方案。公司是国内最早从事心血管器械研发的企业之一，在心血管支架、心脏起搏器等领域持续突破，收入体量已破百亿。随着公司产品线与收购领域的不断丰富，目前已成长为以医疗器械为核心，同时覆盖药品、医疗服务及健康管理的心血管平台型企业，为患者提供诊断、治疗、康复等一系列整体解决方案。
- 创新器械产品快速放量，产品组合不断丰富。随着传统冠脉支架产品纳入集采降价，公司未来战略重点更多聚焦在创新介入产品的研发和推广，包含生物可吸收支架 NeoVas、药物球囊 Vesselin、切割球囊 Vesscide 的介入创新产品组合 2021 年实现了 827%的高速增长。同时公司还储备了大量的独特创新的研发管线，预计创新介入组合已超过 10 亿收入规模，在全部心血管器械占比有望达到 50%以上。
- 原料药逐步向 CDMO 升级，海外订单有望逐步放量。公司原料药业务正积极向 CDMO 拓展转型，2021 年四季度开始研发新冠相关各种特效药的中间体，并进行了相应产能的技改。目前公司已经具备 Paxlovid 各种中间体制造能力，并具备一定产能，公司同时也在进行盐野义抗新冠特效药相关产品的工艺研发和产能技改，CDMO 业务已经和 3 家企业签订了合作研发协议。
- 快速拓展海外市场，拟瑞士上市加速国际化布局。公司自 2020 年海外抗疫需求爆发以来，快速推进新冠抗原检测产品的 CE 准入和销售，海外收入和品牌知名度快速提升，目前海外覆盖超过 120 个国家和地区，创新器械产品在海外的注册临床工作逐步推进。此外公司发行的 GDR 已于 9 月 21 日正式在瑞士证券交易所上市，募集资金总额约为 2.24 亿美元，未来还将规划在海外地区建设生产基地以降低生产半径，品牌力将得到进一步提升。

**盈利预测与投资建议**

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润 21.61/24.78/28.53 亿元，同比增长 26%/15%/15%，对应 EPS 分别为 1.14/1.31/1.51 元。参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 2023 年 20 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 500 亿元，目标价位 26.41 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示**

- 带量采购等医保控费政策风险；新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；海外贸易摩擦风险；新冠疫情反复风险；大股东质押比例较高风险；商誉减值风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

何冠洲

联系人  
heguanzhou@gjzq.com.cn

## 内容目录

乐普医疗：深耕心血管介入行业，创新能力推动业务持续成长.....	4
深耕心血管介入领域，境内外市场双线拓展.....	4
心血管行业：患者基数庞大，器械产品种类丰富.....	5
起搏器市场：进口厂商主导，国产产品替代空间巨大.....	9
封堵器市场：先心病领域国产化率较高，仍有较大渗透率提升空间.....	10
创新器械产品高速放量，产品组合不断丰富.....	12
生物可吸收支架 NeoVas：国内首款获准上市的生物可吸收支架 .....	13
冠脉药物球囊 Vesselin：介入无植入组合的重要一环.....	13
切割球囊 Vesscide：满足支架及药物球囊的预处理需求 .....	14
全降解先心封堵器 MemoSorb：全球研发领先的结构心产品.....	15
原料药逐步向 CDMO 转换，未来有望获得更多海外订单 .....	15
打造心血管领域平台型企业，AI 产品提供整体解决方案 .....	16
快速拓展海外市场，率先进入国际化进程 .....	17
推进 GDR 发行上市进程，进一步打造海外影响力 .....	18
新一期股权激励方案彰显公司未来发展信心.....	18
盈利预测与投资建议.....	19
风险提示 .....	21
附录 .....	23

## 图表目录

图表 1：2017-2022H1 公司营业收入情况 .....	4
图表 2：2017-2022H1 公司归母净利润情况.....	4
图表 3：2019-2022H1 各业务收入情况（亿元） .....	5
图表 4：2019-2022H1 各业务毛利率变化 .....	5
图表 5：2017-2022H1 国内外收入情况（亿元） .....	5
图表 6：2020 年国内心血管病患病人数.....	6
图表 7：1990-2018 年中国城乡心血管病死亡率情况.....	6
图表 8：2015-2024E 中国血管介入器械细分领域市场规模（亿元） .....	7
图表 9：2015-2024E 国内冠脉介入器械进口及国产规模（亿元） .....	8
图表 10：鼓励国产替代进口相关政策 .....	8
图表 11：2015-2024E 中国周围血管介入器械市场规模（亿元） .....	9
图表 12：2013-2021E 起搏器植入量 .....	9
图表 13：2018 年国内起搏器产品竞争格局.....	10
图表 14：2009-2021E 中国先心病介入病例数及增速.....	10
图表 15：2018 年先心病介入手术占比情况.....	11
图表 16：2018 年国内先心封堵器竞争格局.....	11
图表 17：2018 年左心耳封堵器产品竞争格局.....	12

图表 18: 2016-2022H1 公司研发投入占收入比例.....	12
图表 19: 生物可吸收支架 3 年 OCT 影像对比.....	13
图表 20: 生物可吸收支架部分布局企业情况.....	13
图表 21: Vesselin 冠脉药物球囊示意图.....	14
图表 22: 切割球囊系统 Vesscide 示意图.....	14
图表 23: MemoSorb 全降解封堵器系统.....	15
图表 24: 近期新开发的新冠特效药中间体.....	16
图表 25: AI 整体解决方案示意图.....	17
图表 26: 2017-2022H1 公司海外业务收入 (亿元) 及增速.....	17
图表 27: 2022 年限制性股票激励计划授予对象情况.....	18
图表 28: 公司 2022 年股权激励计划考核目标.....	19
图表 29: 公司分板块收入预测.....	20
图表 30: 2017-2022H1 公司费用情况 (百万元) .....	21
图表 31: 2017-2022H1 公司费用率变化.....	21
图表 32: 可比公司估值情况 (截至 2022 年 9 月 30 日) .....	21
图表 33: 公司股权结构情况.....	23
图表 34: 公司发展主要里程碑.....	23
图表 35: 公司核心管理层简介.....	24

## 乐普医疗：深耕心血管介入行业，创新能力推动业务持续成长

- 乐普医疗器械股份有限公司成立于 1999 年，是中国最早从事心血管介入医疗器械研发制造的企业之一，也是 2009 年创业板首批上市企业，经过 20 年的发展逐步成长为国内心血管创新器械标杆企业，是国内高端医疗器械领域可与国外产品形成强有力竞争的少数企业之一。
- 公司自成立以来始终专注于心血管疾病患者，坚持研发创新，在心血管支架、心脏起搏器、心血管药物及医疗人工智能等领域持续成长突破。目前公司已发展成为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群，业务涵盖医疗器械、药品、医疗服务及健康管理三大板块，其中医疗器械是核心业务。
- **医疗器械板块：**核心业务为冠脉植介入医疗器械，同时布局结构性心脏病、心脏节律管理、电生理、体外诊断、外科、麻醉等细分领域。
- **药品板块：**主要包括降血脂、降血压、降血糖、抗心衰、抗血栓五大类心血管疾病仿制药产品。
- **医疗服务及健康管理：**医疗服务依托于专科医院、体检中心、独立第三方医检所、药械电商平台和互联网医院，提供以心血管为特色，线上线下相结合的医疗服务。健康管理业务主要包括家用医疗器械及以 AI-ECG 为核心的生命体征检测产品。集采影响下依然实现收入增长，利润率有望趋稳
- 公司在经历氯吡格雷、阿托伐他汀、冠脉金属支架三大产品的带量采购后收入依然实现了较为稳健的增长，整体营业收入从 2018 年的 63.56 亿元增长到 2021 年的 106.60 亿元，复合增速达到 18.8%，核心的增长动力来自于公司创新器械产品的放量以及新冠抗疫需求带来的抗原产品爆发。

图表 1：2017-2022H1 公司营业收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

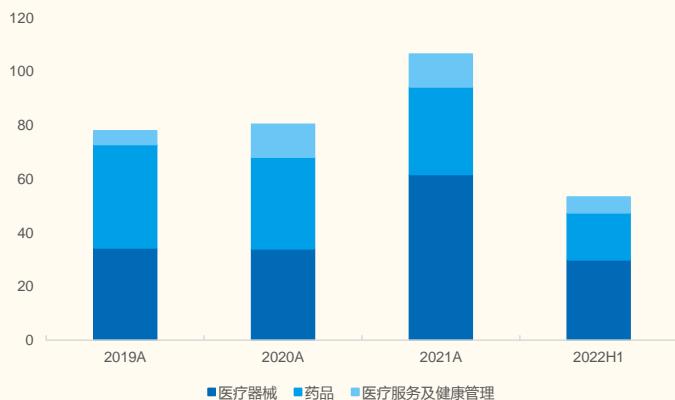
图表 2：2017-2022H1 公司归母净利润情况



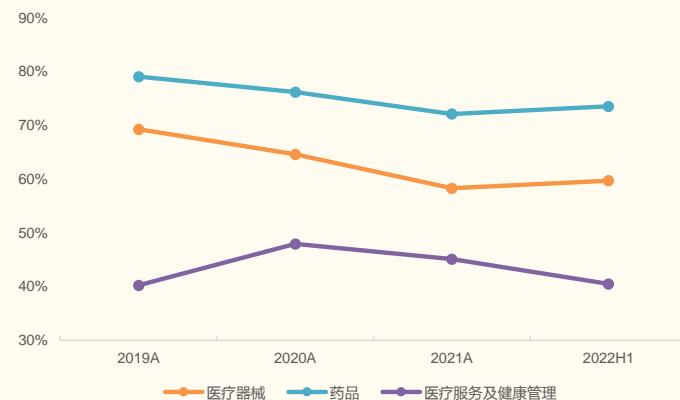
来源：公司公告，国金证券研究所

### 深耕心血管介入领域，境内外市场双线拓展

- **医疗器械板块占比持续提升。**得益于抗原诊断产品的放量及创新医疗器械的增长，公司器械板块收入占比从 2019 年的 44.1% 进一步提升到 2021 年的 57.9%，药品板块从 49.4% 的收入占比下降到 30.6%，随着未来公司更多创新器械品种的上市销售，预计器械产品占比还将继续提升，医疗器械将始终作为公司的核心板块发展。
- **业务毛利率逐步趋稳。**在经历仿制药及冠脉支架产品的全国集采后，公司医疗器械及药品板块毛利率出现一定幅度的下降。从 2022 中报的表现情况来看，医疗器械和药品板块分别实现毛利率 59.7%、73.6%，相比 2021 全年毛利率已基本趋稳，未来公司利润空间有望逐步修复。

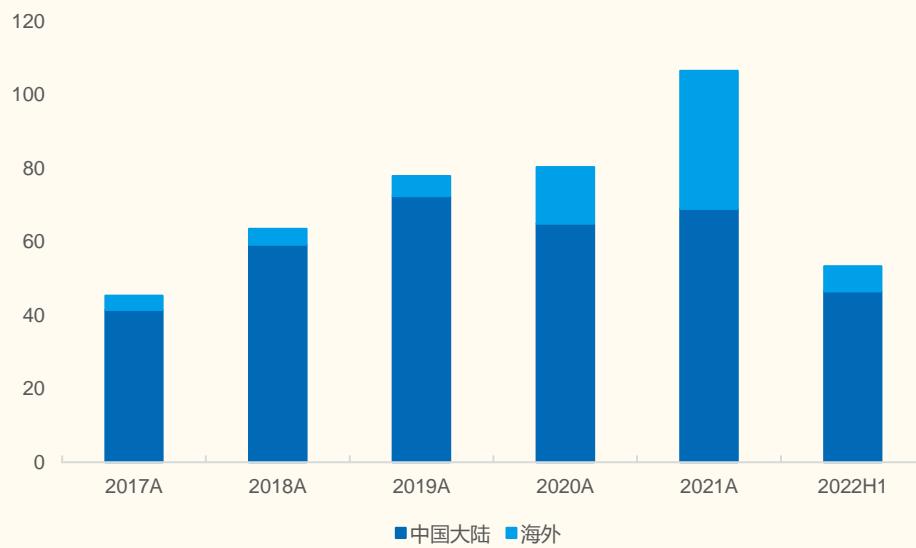
**图表 3: 2019-2022H1 各业务收入情况 (亿元)**


来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 4: 2019-2022H1 各业务毛利率变化**


来源：公司公告，国金证券研究所

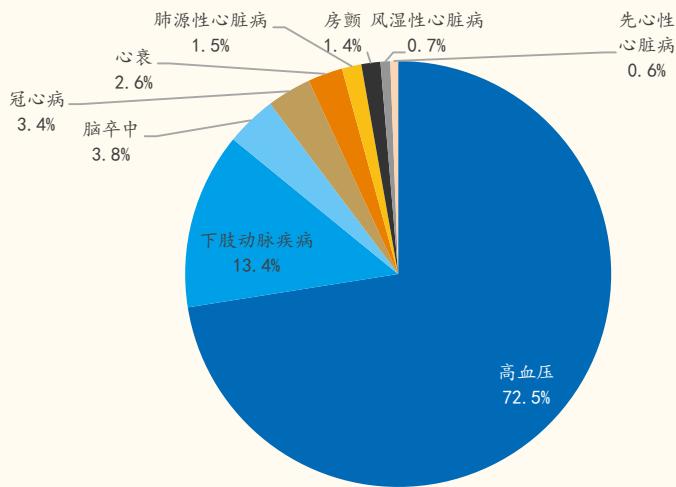
- **以国内市场为主导，海外收入占比有望逐步提升。**公司过去销售的核心市场在国内，2019 年国内市场销售占比 93%。受到 2020 至 2021 年海外抗原检测产品需求量大幅提升的拉动，海外销售占比大幅提升，2021 年公司海外收入占比达到 35%，为公司其他非抗疫产品销售的渠道拓展同样奠定了基础。2022 年上半年抗原产品需求退坡后，公司海外收入占比依然达到 13%，未来海外整体收入规模占比有望随公司拓展持续提升。

**图表 5: 2017-2022H1 国内外收入情况 (亿元)**


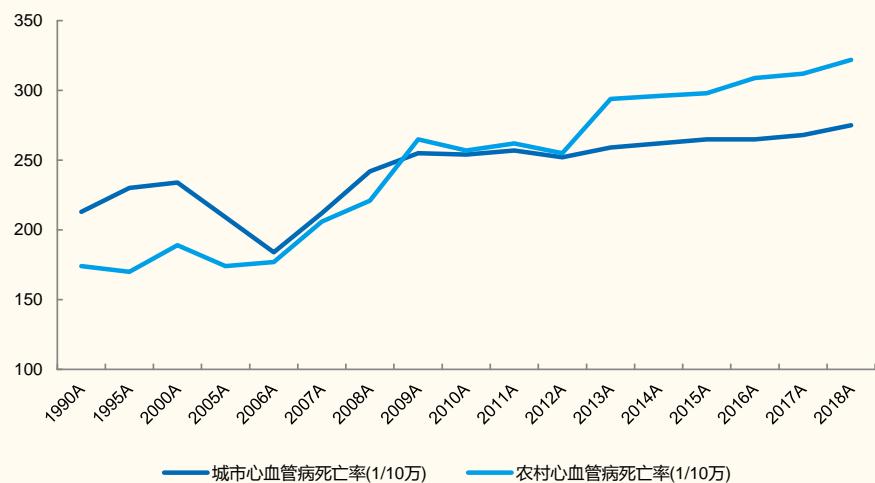
来源：Wind, 各公司公告，国金证券研究所

### 心血管行业：患者基数庞大，器械产品种类丰富

- **国内心血管疾病患者基数不断增长。**根据《中国心血管健康及疾病报告》，国内心血管治疗领域患者基数十分庞大，国内患有心血管疾病人数 2018 年约有 2.9 亿人，2020 年已增长到约 3.3 亿人，其中高血压患者 2.45 亿人，下肢动脉疾病患者 4530 万人，可拓展领域广阔。
- **城乡心血管疾病死亡率持续升高。**根据世界卫生组织的数据，全球每年心血管疾病导致的死亡占全球总死亡人数的 31%。2019 年农村及城市的心血管病分别占死因的 46.74% 和 44.26%。由于居民饮食和生活习惯的影响，城乡心血管疾病死亡率从 1990 年至今也一直呈现上升趋势，未来心血管疾病的预防和治疗将被更多居民所重视。

**图表 6: 2020 年国内心血管病患病人数**


来源:《中国心血管健康与疾病报告 2020》, 国金证券研究所

**图表 7: 1990-2018 年中国城乡心血管病死亡率情况**


来源:《中国心血管健康与疾病报告 2020》, 国金证券研究所

### 血管介入: 冠脉介入步入稳定增长, 外周及神经介入尚处于发展初期

- **血管介入器械市场仍具备潜力。**中国高值医疗耗材类器械第一大领域为血管介入及植入市场。根据弗若斯特沙利文的数据, 2019 年我国血管介入器械市场(不含支架)规模达 107.4 亿元, 预计到 2024 年中国血管介入器械市场规模将达到 190 亿元, 接近翻倍, 复合年增长率保持在 12.1% 左右, 仍具有极其广阔的市场前景。
- **血管介入三大细分市场: 冠脉、外周血管及神经介入。**按介入产品使用的发病部位划分, 血管介入器械主要作用于冠脉、脑血管和周围血管, 其中周围血管包括主动脉、外周动脉和静脉系统。
- 目前冠脉介入手术市场已趋于成熟, 预计未来将保持稳定增长。而周围血管介入和脑血管介入手术目前处于发展初期。随着生产技术的日渐成熟, 医生教育的加强和临床认可度的提高, 周围血管介入及神经介入产品的渗透率将不断增加, 并驱动血管介入器械总体市场继续高速增长。

图表 8: 2015-2024E 中国血管介入器械细分领域市场规模 (亿元)



来源: Frost &amp; Sullivan, 国金证券研究所

- **冠脉介入: 占八成血管介入手术量。**根据弗若斯特沙利文的数据, 2019 年中国冠脉介入手术量达到 108.9 万台, 约占所有血管介入手术量的 80%。随着国内冠心病患者数量不断攀升、冠脉介入技术升级、国家医保更全面地覆盖以及基层医疗水平的不断提升, 未来冠脉介入手术的需求将继续得到释放。在 2024 年总手术量将达到 192.7 万台, 复合增长率达到 12.1%。
- **产品渗透率提升驱动冠脉介入器械稳定发展。**冠脉介入医疗器械是我国血管介入器械中发展最成熟的细分市场, 根据弗若斯特沙利文的数据, 2019 年国内冠脉介入医疗器械市场规模达到 61.8 亿元。随着本土血管介入器械厂商的崛起、企业市场推广和医生教育的加强, 该领域产品的渗透率将不断增加, 驱动整体冠脉介入器械市场稳定增长。预计到 2024 年, 中国冠脉介入器械市场规模将翻倍, 达到 103.6 亿元, 2019-2024 年的年复合增长率为 10.9%。
- **未来冠脉介入器械国产率有望持续提升。**近年来部分领先的国产厂商依靠持续增加研发投入和丰富的产品线逐渐靠近国际先进水平, 具备越来越强的市场竞争能力。随着国家支持性政策的深入和本土企业影响力的扩大, 预计未来器械国产化率将持续提升。根据弗若斯特沙利文的预测, 国产厂商市场规模将从 2019 年的 7.7 亿元快速增长至 2024 年的 21.5 亿元, 复合年增长率达 22.7%, 拥有的市场份额也将从 12% 稳步上升至 21%, 逐步蚕食外资厂商的市场份额。

**图表 9: 2015-2024E 国内冠脉介入器械进口及国产规模 (亿元)**


来源: Frost &amp; Sullivan, 国金证券研究所

**图表 10: 鼓励国产替代进口相关政策**

法律法规	颁布部门	主要内容	生效时间
《医疗器械科技产业“十二五规划”》	科技部	明确超导核磁、多排螺旋CT、高性能彩超等重点产品的发展技术路线, 以改变我国高端产品进口依赖、可靠性差以及自主创新能力较弱的情况, 着力突破高端装备及核心部件国产化的瓶颈问题	2011年12月
国产创新医疗器械“十百千万工程”	科技部、卫生部联合全国10个省(市)政府	启动国产创新医疗器械“十百千万工程”。在10个省市的100个区(县)范围内选择试点医疗机构1,000家, 应用10,000台以上的创新医疗器械产品	2011年
《优秀国产医疗设备遴选品目录》	原国家卫计委	建立国产优秀医疗设备目录, 现已公布至第6批遴选结果, 共计超过1,000款国产医疗设备入选	2014年
《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	明确需加强高端医疗器械等能力建设, 加快医疗器械转型升级, 提高具有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力, 并提出到2030年, 实现医疗器械质量标准全面与国际接轨的目标	2016年10月
《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	国务院	发展高品质医学影像、先进放射治疗设备、高通量低成本基因测序仪等, 加快组织器官修复和替代材料及植介入医疗器械产品创新和产业化	2016年12月
《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	科技部、原卫计委等6部门	培育若干年产值超百亿元的领军医疗器械企业和一批具备较强创新活力的创新型医疗器械企业, 扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率, 主流高端产品全面实现国产化。引领筛查预警、早期诊断、微创治疗等新型医疗产品全面实现国产化。加强创新医疗器械研发, 推动医疗器械的品质提升, 减少进口依赖, 降低医疗成本	2017年6月
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新意见》	国务院	明确提出要“推进医疗器械国产化, 促进创新产品应用推广”。在医疗器械采购方面, 国家卫健委提出要严格执行政府采购法, 确保财政资金优先采购国产医疗设备	2017年10月
《关于促进首台(套)重大技术装备示范应用的意见》	发改委等8部门	(“首台套”是指国内实现重大技术突破、拥有知识产权、尚未取得市场业绩的装备产品, 包括前三台(套)或批(次)成套设备、整机设备及核心部件、控制系统、基础材料、软件系统等。), 其中23种医疗设备可享受“首台套”推广应用政策的支持, 其中包括DR、MRI、CT、PET-CT、PET/MR、DSA、彩超和电子内窥镜等医用影像设备	2018年4月
《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》	国务院	推动医疗器械国产化, 促进创新产品应用推广; 制定医疗器械编码规则, 探索实施高值医用耗材注册、采购、使用等环节规范编码的衔接应用	2018年8月
《2018—2020年大型医用设备配置规划》	国家卫健委	明确大型医用设备配置要根据医院的功能定位, 临床服务需求来定。二级及以下医院和非临床急救型的医院科室, 要引导优先配置国产医疗设备	2019年4月

来源: 国务院、科技部、卫健委官网, 国金证券研究所

- **周围血管介入: 市场尚处于发展初期。**周围血管疾病是指除了心脏颅内血管以外的血管及其分支的狭窄、闭塞或瘤样扩张疾病, 按累及血管大类分可主要分为外周动脉、主动脉和静脉疾病。周围血管疾病有很高的风险性, 内科治疗效果甚微, 手术治疗作为有创治疗方法适用人群有限。周围血管介入治疗近年来方法不断进步、适应症逐渐扩大, 且治疗效果明显提高。
- **周围血管介入和神经介入类手术量目前仅占中国血管介入手术总量约 20%, 处于发展初期。**中国周围血管介入器械市场规模由 2015 年的 12.3 亿元增长至 2019 年的 24.9 亿元, 年复合增长率达 19.3%。未来随着国内血管类疾病的筛查技术不断发展、临床相关经验的持续积累以及人民健康意识的明显提升, 预计 2019-2024 年周围血管介入器械市场将会保持 14.1% 左右的增长态势, 并在 2024 年达到 48.1 亿元的市场规模。

图表 11：2015-2024E 中国周围血管介入器械市场规模（亿元）



来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，国金证券研究所

### 起搏器市场：进口厂商主导，国产产品替代空间巨大

- **起搏器植入渗透率尚低，潜在增长空间巨大。**心脏起搏器是一种植入手内的电子治疗仪器，用于在心脏心动过缓时刺激心脏跳动。2018 年中国起搏器植入量约 82779 例，同比增长 7.9%，其中双腔起搏器 61926 例，同比增长 10.7%，单腔起搏器 20853 例，同比增长 0.4%。目前中国大陆心脏起搏器普及率较低，每百万人植入例数仅 59 例，对比中国香港渗透率 236 例/百万人，欧美国家超过 1000 例/百万人，未来国内心脏起搏器还有较大的潜在空间。

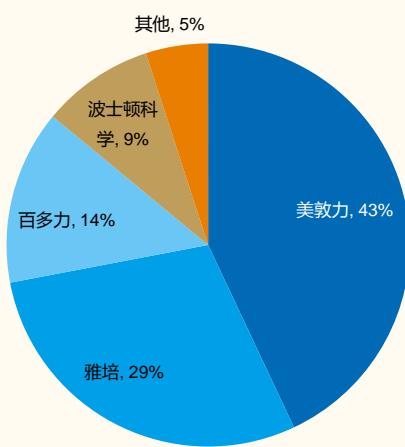
图表 12：2013-2021E 起搏器植入量



来源：全国介入心脏病学论坛 CCIF，国金证券研究所

- **国内起搏器市场被进口厂商主导，国产替代空间巨大。**美敦力、雅培、百多力与波士顿科学四大外资厂商占据了约 95%的市场份额，国产化率不足 5%，市场进口替代空间巨大。2010 年乐普收购秦明医学进入起搏器市场，2016 年 10 月秦明医学双腔起搏器 Qinming8631 上市，成为首个上市的国产双腔起搏器，在国产起搏器产品中具备较强的先发优势。

图表 13: 2018 年国内起搏器产品竞争格局



来源：全国介入心脏病学论坛 CCIF，国金证券研究所

### 封堵器市场：先心病领域国产化率较高，仍有较大渗透率提升空间

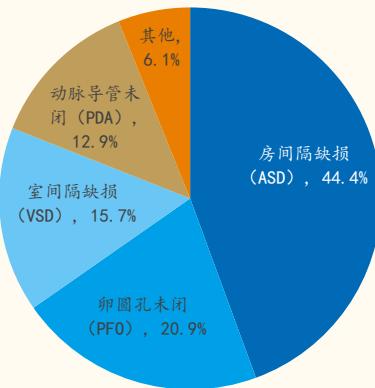
- **封堵器产品分类：**封堵器产品主要应用在治疗先天性心脏病领域和预防性心源性卒中领域。
  - 先心封堵器主要包括房间隔缺损（ASD）、室间隔缺损（VSD）、动脉导管未闭封堵器（PDA）。
  - 预防性心源性卒中封堵器主要包括左心耳封堵器（LAA）、卵圆孔封堵器（PFO）
- **先心封堵器国内市场仍存在较大市场渗透空间。**2018 年大陆先心病介入病例数 32961 例，同比增长 15.8%，仍处于成长阶段。根据 CCIF 的数据，国内先心病治疗渗透率只有 22%，欧美渗透率达到 60%，未来心脏封堵器仍有很大的增长空间。

图表 14: 2009-2021E 中国先心病介入病例数及增速



来源：全国介入心脏病学论坛 CCIF，国金证券研究所

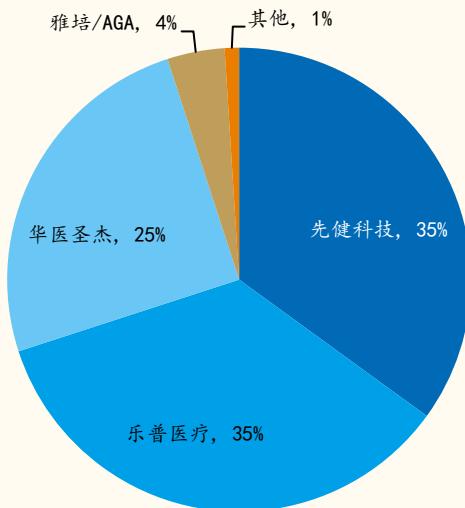
图表 15：2018 年先心病介入手术占比情况



来源：全国介入心脏病学论坛 CCIF，国金证券研究所

- 先心封堵器国产化率较高，头部企业份额优势较强。国内市场先心封堵器已实现国产化率较高，国内厂商产品在技术和国外基本接近的情况下产品价格上有明显的优势。前三大国产品牌乐普医疗、先健科技、华医圣杰占据 95%的市场份额，头部企业市场份额较为稳定。

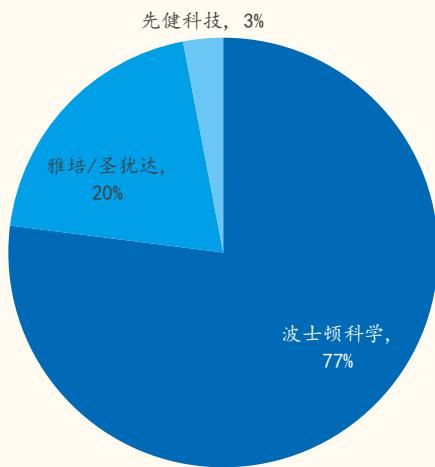
图表 16：2018 年国内先心封堵器竞争格局



来源：Millennium Research，国金证券研究所

- 左心耳封堵器仍处于早期发展阶段，外资厂商占据主导地位。左心耳封堵术主要用于预防非瓣膜性房颤患者中风。2014 年首个左心耳封堵器才在国内上市，目前市场仍处于早期成长阶段，2020 年历史累计病例数到达约 2 万例，且每年依然保持 30%以上速度增长。2020 年 6 月，乐普 MemoLefort 左心耳封堵器产品获得药监局注册批准，未来具备较大销售潜力。

图表 17: 2018 年左心耳封堵器产品竞争格局



来源：全国介入心脏病学论坛 CCIF，国金证券研究所

### 创新器械产品高速放量，产品组合不断丰富

- 公司秉承“预研一代、注册一代和生产销售一代”的梯度化发展原则，由冠脉药物支架为基础，已步入生物可吸收医疗器械和人工AI智能医疗械时代。
- 公司拥有第二代生物可吸收支架 NeoVas、新一代血管内药物（紫杉醇）洗脱球囊导管 Vesselin 等重磅产品，并拥有多种技术特点的冠脉药物支架、球囊、起搏器、封堵器、心脏瓣膜、血管造影机、IVD 设备及诊断试剂、外科器械、人工智能心电设备和家用智能医疗器械等。
- 公司是“精准 PCI”理念的领导者，器械创新产品研发投入持续增加，从 2016 年的 2.25 亿增长到 2021 年的 11.11 亿，5 年复合增速达到 37.6%。期间生物可吸收支架、冠脉药物球囊、冠脉切割球囊、左心耳封堵器、全降解封堵器、外周切割球囊等重磅产品陆续获批产品注册证。

图表 18: 2016-2022H1 公司研发投入占收入比例

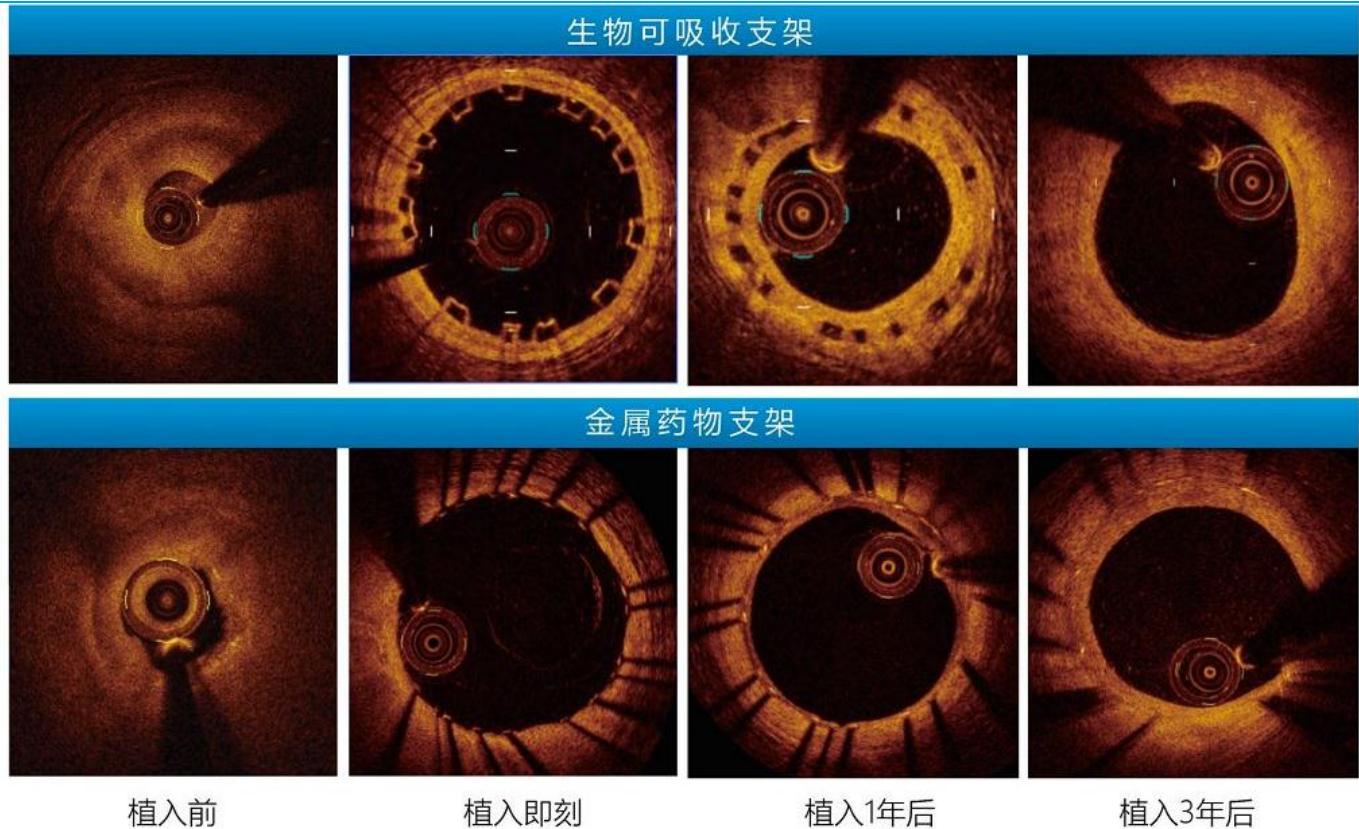


来源：公司公告，国金证券研究所

### 生物可吸收支架 NeoVas：国内首款获准上市的生物可吸收支架

- 冠脉介入革命性意义的创新产品。2019年2月获批上市的NeoVas是最新一代的生物可吸收支架，基体由左旋聚乳酸（PLLA）构成，药物涂层由外消旋聚乳酸（PDLLA）构成，支架的特点在于植入人体，经过血运重建、支架降解吸收和血管修复三个阶段后，3年左右可被人体吸收，血管弹性舒缩功能恢复，实现血管再造，使患者获益更大。未来在心脏支架介入无植入的长期趋势下可吸收支架有望逐步替代药物金属支架。

图表 19：生物可吸收支架 3 年 OCT 影像对比



来源：公司官网，国金证券研究所

- 产品仍处于早期发展阶段，未来推广有望加速。目前国内已获批的可吸收支架产品仍较为稀缺，仅有乐普医疗的 NeoVas 和华安生物的 Xinsorb，但目前在研管线中布局企业较多，未来随着更多品牌新产品的上市，行业推广及规模增长有望进一步加速。

图表 20：生物可吸收支架部分布局企业情况

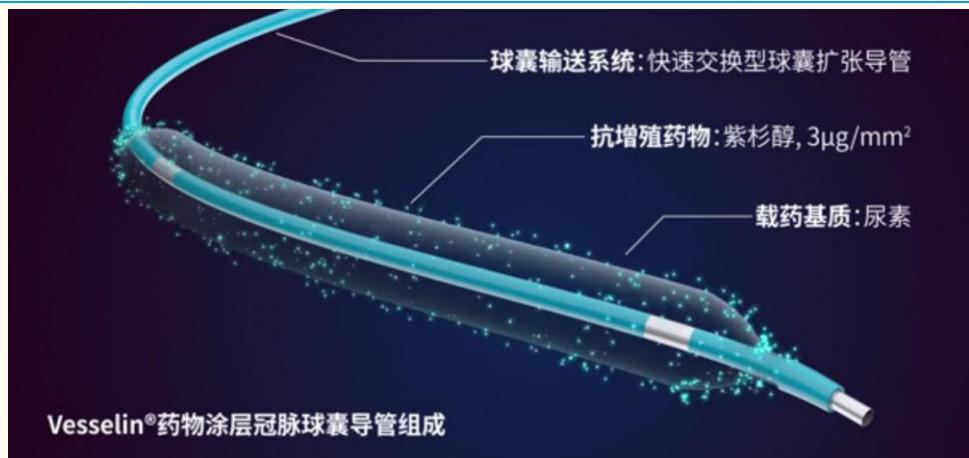
公司	产品	厚度	材料	药物	完全吸收时间	上市阶段
乐普医疗	NeoVas	130-160微米	PLLA	西罗莫司	3年	2019NMPA
华安生物	Xinsorb	160微米	PLLA	西罗莫司	3年	2020NMPA
微创医疗	Firesorb	100-125微米	PLLA	西罗莫司	3年	在研
先健科技	IBS Angel	70微米	铁合金	西罗莫司	2年	在研
上海迈全	Biomagic	130微米	聚乳酸	西罗莫司	3年	在研
上海百心安	Bioheart	125微米	PLLA	西罗莫司	3年	在研
北京阿迈特	Amsorb	140-150微米	PLLA	西罗莫司	3年	在研

来源：各公司公告，国金证券研究所

### 冠脉药物球囊 Vesselin：介入无植入组合的重要一环

- 2020 年 6 月公司自主研发的血管内药物洗脱球囊导管获批上市，药物球囊是介入无植入产品组合的重要产品之一，尤其在小血管狭窄和术后再狭窄等冠脉疾病适应症上具有显著的治疗效果和技术优势。
- **Vesselin** 药物球囊的载药涂层采用高生物相容性的亲水性原料药级尿素，具有安全性高、易于被人体代谢、确保药物快速释放的特点。其适中的涂层微粒尺寸可有效平衡药效与涂层脱落风险，兼顾产品的安全性及有效性。同时，该产品规格覆盖直径 2.0mm-4.5mm，丰富齐全的规格产品可更好的满足临床需求。

图表 21：Vesselin 冠脉药物球囊示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

- **药物球囊管线还将不断迭代升级。**公司第二代药物球囊系列产品，采用更高效和安全的载药涂层技术，超低载药剂量下即可实现与一代药物球囊相同的有效性，冠脉小血管药物球囊、PTCA 药物球囊导管、ACS 药物球囊导管已进入临床阶段，预计将于 2024 年实现商业化。第三代药物球囊产品则将载体药物从紫杉醇更换为雷帕霉素，在有效抑制血管增生的同时，临床使用安全性更高，目前已完成型式检验并进入临床阶段。

#### 切割球囊 Vesscide：满足支架及药物球囊的预处理需求

- 2020 年 12 月，公司自研的切割球囊系统 Vesscide 获得药监局注册批准，也是国内首家获得 NMPA 批准注册上市并填补国内空白的产品。切割球囊系统是一种将显微外科切割技术与普通球囊扩张机制相结合的球囊，球囊表面上纵向装有 3-4 列显微刀片，通过切割板块和扩张血管壁使血管管腔获益。切割球囊处理可减少斑块轴向迁移，降低管腔弹性回缩，降低不规则夹层及急性闭塞风险。

图表 22：切割球囊系统 Vesscide 示意图



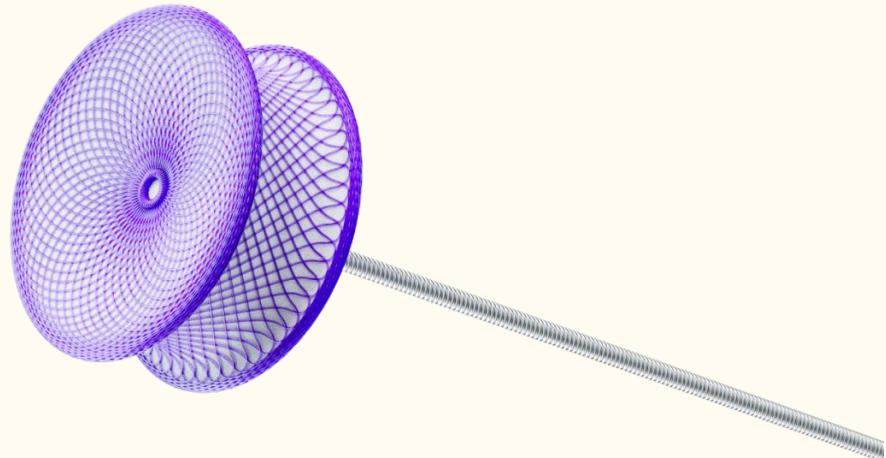
来源：公司官网，国金证券研究所

- 如果药物球囊或可吸收支架治疗前没有恰当进行血管预处理，可能影响介入产品的疗效。公司的切割球囊品针对这一市场需求，有望实现在上市后实现快速放量。
- 除现有切割球囊外，也开发了声波球囊等创新器械，声波球囊技术已在冠状动脉钙化病变诊治中国专家共识(2021 版)中获得认可，可在较好处理钙化斑块的同时，避免恶性并发症，具有重要的临床价值。
- **外周领域产品快速跟进。**2022 年 9 月，公司自研的外周切割球囊系统同样获得药监局注册批准，可切开增生或轻度钙化的内膜，且对血管内膜不规则撕裂小，对血管损伤小，从而达到更好的扩张目的，同时也有利于后续药物球囊的贴壁治疗，也是国内第一款上市的国产产品，此前仅有波士顿科学产品在国内获批。外周领域治疗产品目前在国内相较于冠脉拥有更大的渗透率提升空间，切割球囊有望为公司打开新的潜在市场。

#### 全降解先心封堵器 MemoSorb：全球研发领先的结构心产品

- 2022 年 2 月，公司全降解封堵器系统 MemoSorb 获得药监局注册批准，是全球首款获批上市的全降解封堵器产品。产品实现了封堵器从金属材质到全降解材质的创新升级，封堵器植入人体后将起到临时桥梁作用，促进完成自体组织修复后逐步降解，最终成为二氧化碳和水排出体外，植入心脏 12 个月内即实现完全降解，无异物留存，避免了传统金属封堵器植入后永久留存于体内带来的远期并发症风险。

图表 23: MemoSorb 全降解封堵器系统



来源：公司官网，国金证券研究所

- **介入创新产品组合高速增长。**2021 年公司介入创新产品组合（生物可吸收支架、药物球囊、切割球囊等）实现营业收入同比增长 827%。预计未来随创新产品在公司体内收入占比逐步提升，创新器械放量将逐步成为公司长期核心增长动力。

#### 原料药逐步向 CDMO 转换，未来有望获得更多海外订单

- 由于原有常规阿托伐他汀和瑞舒伐他汀系列产品利润率出现降低，公司目前原料药业务正积极向 CDMO 拓展转型，2021 年四季度开始研发新冠相关各种特效药的中间体，并进行了相应产能的技改。目前公司已经具备 Paxlovid 各种中间体制造能力，并具备一定产能。公司也在进行盐野义抗新冠特效药相关产品的工艺研发和产能技改。

图表 24: 近期新开发的新冠特效药中间体

药物	中间体
PF-07321332/Paxlovid (辉瑞抗新冠药物)	6,6-二甲基-3-氨基杂双环[3.1.0]己烷
	(1R,2S,5S)-6,6-二甲基-3-氨基杂双环[3.1.0]己基-2-羧酸甲酯盐酸盐
	(S)-2-(Boc-氨基)-3-[(S)-2-氧化-3-吡咯烷基]丙酸甲酯
	(S)-2-氨基-3-[(S)-2-氧化-3-吡咯烷基]酰胺盐酸盐
Ensitrelvir (盐野义抗新冠药物)	3-(叔丁基)-6-(乙硫基)-1,3,5-三嗪-2,4(1H,3H)-二酮
	3-叔丁基-6-乙硫基-1-(2,4,5-三氟苄基)-1,3,5-三嗪烷-2,4-二酮
	6-乙硫基-1-(2,4,5-三氟苄基)-1,3,5-三嗪烷-2,4-二酮
	3-(氯甲基)-1-甲基-1H-1,2,4-三唑盐酸盐
	6-乙硫基-3-((1-甲基-1H-1,2,4-三唑-3-基)甲基)-1-(2,4,5-三氟苄基)-1,3,5-三嗪烷-2,4-二酮
	6-氯-2-甲基-2H-1,2,4-三唑-5-胺
	(E)-6-((6-氯-2-甲基-2H-1,2,4-三唑-5-基)亚氨基)-3-((1-甲基-1H-1,2,4-三唑-3-基)甲基)-1-(2,4,5-三氟苄基)-1,3,5-三嗪烷-2,4-二酮

来源：浙江乐普官网，国金证券研究所

- 根据公司投资者关系活动表披露的内容，目前公司已经和 3 家企业签订了合作研发协议，上半年新冠特效药中间体也和一些印度、日本客户开展了合作。未来新冠特效药中间体 CDMO 业务有望加速放量。

### 打造心血管领域平台型企业，AI 产品提供整体解决方案

- 在医疗服务及健康管理业务板块中，人工智能生命指征监测医疗器械是公司特色产品。公司将人工智能与心电监测相结合，持续自主开发 AI-ECG 系列产品，搭载 AI-ECG 人工智能模块 AI-ECG platform 的心电图仪器设备已陆续获批国内上市。依托于 AI-ECG 心电人工智能平台，可实现人工智能心电实时、长程监控及辅助诊断，协助基层医院完成质控升级，突破医生报告解读瓶颈，还可为慢病患者提供便捷的远程诊断服务。
- 公司国际领先技术的人工智能 AI-ECG 心电分析软件系统产品已获得美国 FDA 批准以及欧盟 CE 认证。
- 通过 B 端和 C 端差异化的产品布局，配套相应商业模式，推动该服务板块增长。
  - **医疗机构端：**公司不断推进监护仪、心电图机等产品常规销售，同时公司也积极与医疗机构展开合作，搭建 AI-ECG 心脏数据中心，通过网络将各级医疗机构互联，解决基层医疗机构读图困难的痛点，满足患者诊疗需求。
  - **个人用户端：**公司提供各类可穿戴设备，满足居家场景下的生命体征监测需求，并提供 AI 心电数据分析和实时预警等服务。公司通过自有 OTC 销售团队，在药店逐步铺开包括一体机在内的各类产品，同时也积极开展线上电商平台销售。

图表 25: AI 整体解决方案示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

### 快速拓展海外市场，率先进入国际化进程

- **国际化战略转型，增强企业长期竞争力。**公司 2019 年成立国际事业部，快速拓展海外市场，目前海外覆盖超过 120 个国家和地区。创新器械产品在海外的注册临床工作也在逐步推进，一代卵圆孔未闭封堵器（金属单/双铆）已获 CE 认证并在海外上市。
- **新冠抗原产品为公司快速打开渠道。**公司自 2020 年海外抗疫需求爆发以来，快速推进新冠抗原检测产品的 CE 准入和销售，海外收入和品牌知名度快速提升，也为公司其他产品海外推广奠定基础。

图表 26: 2017-2022H1 公司海外业务收入 (亿元) 及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

### 推进 GDR 发行上市进程，进一步打造海外影响力

- 公司 2022 年 3 月 16 日审议通过了《关于公司筹划境外发行全球存托凭证并在瑞士证券交易所上市》的议案，9 月 21 日公司发行的 GDR（全球存托凭证）在瑞士证券交易所成功上市交易，发行 GDR 数量为 17,684,396 份，所代表基础证券 A 股股票为 88,421,980 股，募集资金总额约为 2.24 亿美元，成为国内医疗行业公司在瑞士上市的第一单。
- 国际化是公司的重要发展战略，本次募集资金未来将主要用于建设境外研发中心及推进全球产品研发计划，建设境外产业化生产基地，设立境外商务拓展中心，建设全球产品销售网络与售后服务体系等。
- **资金拟用于建设海外生产基地。**公司拟规划在境外国家或地区建设生产基地，有助于公司缩短生产半径、降低生产成本、更好地进入属地国家及全球市场并提升海外销售占比。
- **海外上市提升国际影响力，加速布局海外研发。**由于海外临床试验和产品注册成本较高、程序繁琐且周期较长，需要持续的海外资金等各方面资源投入，此次发行 GDR 上市有望加速公司在海外市场的拓展，进一步提升公司作为中国创新器械企业代表在海外的品牌力。

### 新一期股权激励方案彰显公司未来发展信心

- 公司 2022 年 8 月发布了最新的限制性股票激励计划草案，向 810 名激励对象授予不超过 1600 万股限制性股票，授予价格 10.74 元每股。激励对象为高级管理人员、公司及下属公司的核心及骨干员工。

图表 27：2022 年限制性股票激励计划授予对象情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予总量比例	占公司股本总额比例
张志斌	总经理	50	2.50%	0.0277%
魏战江	高级副总经理	35	1.75%	0.0194%
张霞	高级副总经理	35	1.75%	0.0194%
王泳	高级副总经理兼财务总监	35	1.75%	0.0194%
张泳峰	副总经理	30	1.50%	0.0166%
冯晓颖	副总经理	30	1.50%	0.0166%
郑国锐	副总经理	30	1.50%	0.0166%
强宇	副总经理	30	1.50%	0.0166%
江维娜	董事会秘书	30	1.50%	0.0166%
公司及下属公司的核心及骨干员工	801人	1295	64.75%	0.7176%
	预留部分	400	20.00%	0.2217%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **扣非利润考核彰显公司未来两年增长信心。**此次限制性股票激励计划考核期为 2022-2023 两年，并以此制定了扣非归母净利润的考核目标。要求以 2021 年扣非归母净利润 18.55 亿元为基数，2022 年增长率不低于 15%，2022 年扣非归母净利润不低于 21.33 亿元；2023 年增长率不低于 32%，2023 年扣非归母净利润不低于 24.50 亿元。此次激励计划有利于公司留住关键人才，并为企业增添长期增长动力。

图表 28：公司 2022 年股权激励计划考核目标

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2022年	以2021年扣非归母净利润18.55亿元为基数，2022年增长率不低于15%，2022年扣非归母净利润不低于21.33亿元；
第二个归属期	2023年	以2021年扣非归母净利润18.55亿元为基数，2023年增长率不低于32%，2023年扣非归母净利润不低于24.50亿元。

来源：公司公告，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2022 至 2024 年营业收入分别为 95.34、109.55、126.03 亿元，同比增长-10.6%、14.9%、15.0%，2022 年收入增长放缓的主要原因来自于 2021 年抗原检测产品高基数影响。在部分传统器械产品逐步被纳入带量采购的同时，公司高毛利的创新器械产品将逐步放量，预计整体毛利率将呈现平稳趋势，预计 2022 年至 2024 年公司综合毛利率分别为 60.8%、61.9%、61.9%。
- **医疗器械板块：**随着传统药物支架集采影响的逐步消退，可吸收支架药物球囊、切割球囊等产品将成为冠脉介入新的增长动力，预计支架系统整体将恢复到正常增长趋势；结构心器械随着公司左心耳封堵器及全降解先心封堵器的上市有望保持较快的增速增长；体外诊断等非心血管器械受到 2021 年抗原检测产品高基数影响，2022 年预计将显著下滑，到 2023 年将恢复正常增长。预计 2022 至 2024 年医疗器械类收入增速达到-24.6%、17.9%、17.5%；毛利率达到 58.6%、60.3%、60.9%。随创新产品收入占比提升持续恢复。
- **药品板块：**公司药品板块主要包括仿制药及原料药产品，氯吡格雷及阿托伐他汀集采降价对公司的冲击已基本消化，预计仿制药板块将逐步回归稳定增长；原料药业务随公司 CDMO 海外订单的持续拓展有望贡献更大的增长动力，预计 2022 至 2024 年药品板块收入增速达到 6.4%、10.8%、11.6%；毛利率达到 70.2%、71.3%、70.9%，部分新产品放量后仍有一定提升空间。
- **医疗服务及健康管理：**医疗服务业务中心血管专科医院占比较大，预计随国内疫情逐步好转，医院诊疗需求及收入将恢复正常。AI-ECG 心电监测产品也将为公司器械产品销售助力，预计 2022 年至 2024 年医疗服务及健康管理收入增速将保持在 15.0%；毛利率有望维持在 45% 附近。

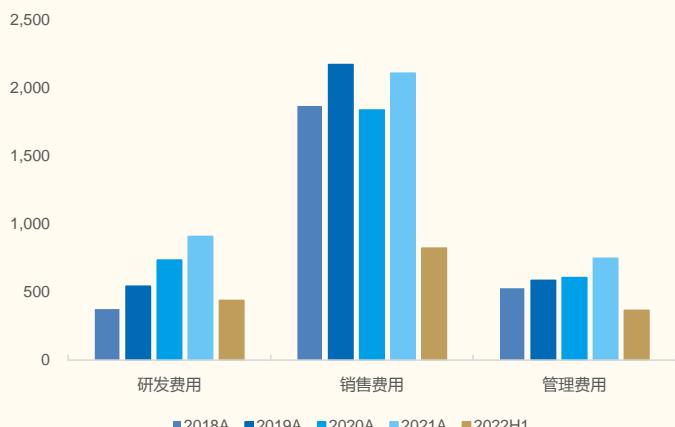
图表 29：公司分板块收入预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>医疗器械</b>							
收入(百万元)	2907	3623	3400	6169	4652	5485	6444
YoY		25%	-6%	81%	-25%	18%	17%
收入占比	46%	46%	42%	58%	49%	50%	51%
毛利率	68%	68%	65%	58%	59%	60%	61%
<b>冠脉介入器械</b>							
收入(百万元)	1413	1791	1113	1090	1450	1740	2088
毛利率	79%	78%	68%	60%	62%	65%	67%
<b>结构性与心脏节律器械</b>							
收入(百万元)		130	191	266	340	528	739
毛利率		73%	73%	74%	74%	77%	77%
<b>非心血管器械</b>							
收入(百万元)	1079	1170	1711	4457	2451	2745	3075
毛利率	69%	73%	72%	54%	58%	59%	57%
<b>药品</b>							
收入(百万元)	3172	3849	3412	3258	3466	3841	4286
YoY		21%	-11%	-4%	6%	11%	12%
收入占比	50%	49%	42%	31%	36%	35%	34%
毛利率	80%	88%	76%	72%	70%	71%	71%
<b>医疗服务与健康管理</b>							
收入(百万元)	277	324	1227	1232	1417	1629	1874
YoY		17%	278%	0%	15%	15%	15%
收入占比	4%	4%	15%	12%	15%	15%	15%
毛利率			48%	45%	45%	45%	45%
<b>合计</b>							
营业收入(百万元)	6356	7796	8039	10660	9534	10955	12603
YoY	40%	23%	3%	33%	-11%	15%	15%
毛利率	73%	72%	67%	61%	61%	62%	62%

来源：Wind，国金证券研究所

- 研发费用率：**公司一直重视研发管线的完备及创新能力的提升，公司研发费用率过去整体呈现向上趋势。目前公司通过大量的研发投入，已拥有覆盖心血管医疗器械各细分领域，处于生命周期不同阶段的产品组合，研发中心位于公司总部，由董事长直接领导。预计未来公司研发费用率将稳定在 8%-9% 区间。
- 销售费用率：**随着冠脉支架及心血管仿制药纳入集采，公司所需投入的销售费用得到降低，同时随公司整体收入规模提升，销售费用率持续呈现下滑趋势，预计未来趋势还将延续。
- 管理费用率：**随公司近年来收入规模的不断提升，虽然管理费用绝对金额上略有增长，但公司整体管理费用率呈现稳步下降的趋势，未来管理费用率有望下降到 7% 以下。

图表 30: 2017-2022H1 公司费用情况 (百万元)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 31: 2017-2022H1 公司费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润 21.61/24.78/28.53 亿元，同比增长 26%/15%/15%，对应 EPS 分别为 1.14/1.31/1.51 元。
- 选用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股医疗器械公司迈瑞医疗、威高骨科和健帆生物作为可比公司，2022 年至 2024 年行业平均市盈率分别为 30.8 倍、24.8 倍和 20.1 倍。参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 2023 年 20 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 500 亿元，目标价位 26.41 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32: 可比公司估值情况 (截至 2022 年 9 月 30 日)

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300760.SZ	迈瑞医疗	3,625	8.03	9.72	11.74	37.2	30.8	25.5
688161.SH	威高骨科	248	2.05	2.47	2.98	30.2	25.1	20.8
300529.SZ	健帆生物	391	1.95	2.62	3.46	24.9	18.5	14.0
算数平均						30.8	24.8	20.1
中值						30.2	25.1	20.8
300003.SZ	乐普医疗	400	1.14	1.31	1.51	18.5	16.1	14.0

来源：Wind，国金证券研究所

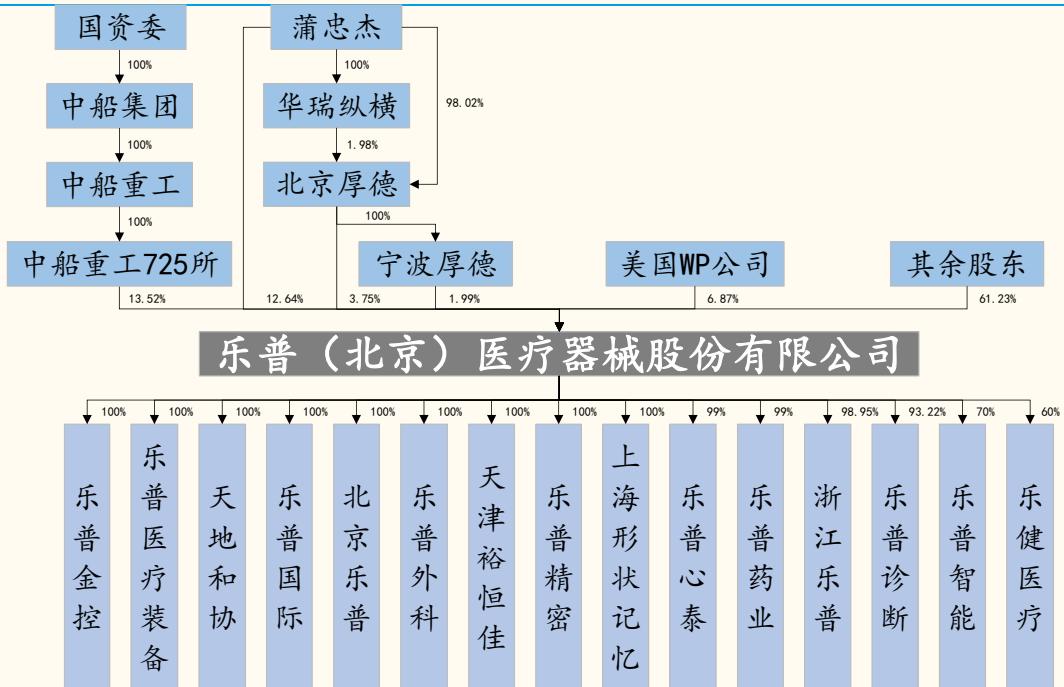
## 风险提示

- 带量采购等医保控费政策风险：**若公司未来出现新产品纳入集采降价，或医院 DRGs/DIP 实施后对耗材使用出现限制，将可能对公司业绩造成显著影响。
- 新产品研发不达预期风险：**若公司在研产品推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。
- 产品推广不达预期风险：**如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。
- 海外贸易摩擦风险：**若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对公司业绩增长产生影响。
- 新冠疫情反复风险：**若国内外新冠疫情重新加剧导致产品招标入院或销售进度出现停滞，将可能对公司业绩造成负面影响。

- **大股东质押比例较高风险:** 根据最新的公告, 公司董事长蒲忠杰股权质押数量达到 1.65 亿股, 占其持有股份比例 72.50%, 占总股本比例 9.16%。
- **商誉减值风险:** 公司过去通过并购方式拓展了仿制药、封堵器等各类业务, 根据 2022 年中报内容, 公司目前拥有商誉账面原值 34.36 亿, 已计提商誉减值准备 1.63 亿元, 若未来出现进一步商誉减值, 将可能对公司业绩造成负面影响。

## 附录

图表 33：公司股权结构情况



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 34：公司发展主要里程碑

年份	主要事件
1996	公司创立
2000	冠脉支架系统率先获SFDA颁发的产品注册证
2002	启动药物涂层支架开发工作
2005	“血管内药物洗脱支架系统”成功获证并上市
2008	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”
2009	成功在创业板上市
2010	进军心脏瓣膜与诊疗设备市场
2013	进军药品领域
2014	进军医疗服务领域
2018	布局人工智能医疗领域，AI-ECG Platform通过FDA认证
2019	国内首个生物可吸收支架NeoVas获批
2022	全球首款全降解封堵器MemoSorb系统获批上市

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 35：公司核心管理层简介

姓名	职务	履历
蒲忠杰	董事长、技术总监	历任北京钢铁研究总院高级工程师，美国佛罗里达国际大学研究助理，美国WP医疗科技公司技术副总经理。中国生物工程学会理事，中国生物工程学会介入工程分会副主任委员。蒲忠杰先生曾参与设计50余项专利，并发表15篇科研文章。
王其红	副董事长	历任中国船舶集团洛阳船舶材料研究所科技处副处长、处长、副总工程师、副所长。现任中国船舶集团有限公司洛阳船舶材料研究所所长。
张志斌	总经理	曾任乐普医疗销售部西北/北京大区经理，上海形状记忆合金材料有限公司总经理，乐普医疗市场部总监、副总经理。
魏战江	高级副总经理	研究员级高级工程师。曾任中国船舶集团洛阳船舶材料研究所，乐普医疗副总经理，中国共产党北京市第十二次代表大会代表。
张霞	高级副总经理	曾任中国船舶重工集团第七二五研究所非金属材料研究室副主任、科技处处长、副总工程师。
王泳	高级副总经理、财务总监	曾任普华永道中天会计师事务所北京分所高级经理、乐普医疗副总经理、财务总监、监事会主席。
张冰峰	副总经理	曾任ChinaOperVestors, Inc. 高级投资经理，乐普医疗投资发展部经理。
冯晓颖	副总经理	高级工程师。曾任深圳市朗欧医药有限公司销售总监，乐普医疗零售第一事业部销售总监、总经理助理。
郑国锐	副总经理	曾任武汉远大制药有限公司销售经理、乐普医疗销售经理、总经理助理，乐普药品市场总监、全国销售总监。
强宇	副总经理	曾任神州优车集团总监、高级总监，瑞幸咖啡首席技术官，乐普医疗总经理助理。
江维娜	董事会秘书	上海交通大学医学硕士，法国斯特拉堡Louis-Pasteur大学医学院AFS。曾任法国斯特拉斯堡Haute-pierre医院普外科外籍医师，上海市瑞金医院普外科医师，国信证券医药行业首席分析师，美年大健康产业控股股份有限公司副总裁、董事会秘书。

来源：公司公告，国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,796</b>	<b>8,039</b>	<b>10,660</b>	<b>9,534</b>	<b>10,955</b>	<b>12,603</b>
增长率	3.1%	32.6%	-10.6%	14.9%	15.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,165</b>	<b>-2,654</b>	<b>-4,157</b>	<b>-3,735</b>	<b>-4,173</b>	<b>-4,797</b>
%销售收入	27.8%	33.0%	39.0%	39.2%	38.1%	38.1%
<b>毛利</b>	<b>5,630</b>	<b>5,385</b>	<b>6,503</b>	<b>5,800</b>	<b>6,782</b>	<b>7,807</b>
%销售收入	72.2%	67.0%	61.0%	60.8%	61.9%	61.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-96</b>	<b>-90</b>	<b>-114</b>	<b>-105</b>	<b>-121</b>	<b>-139</b>
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>销售费用</b>	<b>-2,172</b>	<b>-1,839</b>	<b>-2,109</b>	<b>-1,478</b>	<b>-1,808</b>	<b>-2,143</b>
%销售收入	27.9%	22.9%	19.8%	15.5%	16.5%	17.0%
<b>管理费用</b>	<b>-586</b>	<b>-607</b>	<b>-748</b>	<b>-639</b>	<b>-712</b>	<b>-794</b>
%销售收入	7.5%	7.5%	7.0%	6.7%	6.5%	6.3%
<b>研发费用</b>	<b>-544</b>	<b>-736</b>	<b>-908</b>	<b>-810</b>	<b>-986</b>	<b>-1,134</b>
%销售收入	7.0%	9.2%	8.5%	8.5%	9.0%	9.0%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>2,233</b>	<b>2,113</b>	<b>2,624</b>	<b>2,768</b>	<b>3,156</b>	<b>3,597</b>
%销售收入	28.6%	26.3%	24.6%	29.0%	28.8%	28.5%
<b>财务费用</b>	<b>-280</b>	<b>-267</b>	<b>-172</b>	<b>-136</b>	<b>-89</b>	<b>-66</b>
%销售收入	3.6%	3.3%	1.6%	1.4%	0.8%	0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-380</b>	<b>-59</b>	<b>-39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>162</b>	<b>452</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>195</b>	<b>-154</b>	<b>-397</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	9.5%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,961</b>	<b>2,149</b>	<b>2,145</b>	<b>2,662</b>	<b>3,067</b>	<b>3,531</b>
<b>营业利润率</b>	<b>25.2%</b>	<b>26.7%</b>	<b>20.1%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.0%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>102</b>	<b>54</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,063</b>	<b>2,203</b>	<b>2,146</b>	<b>2,662</b>	<b>3,067</b>	<b>3,531</b>
<b>利润率</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.4%</b>	<b>20.1%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-339</b>	<b>-326</b>	<b>-366</b>	<b>-426</b>	<b>-491</b>	<b>-565</b>
<b>所得税率</b>	<b>16.5%</b>	<b>14.8%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>1,724</b>	<b>1,877</b>	<b>1,780</b>	<b>2,236</b>	<b>2,577</b>	<b>2,966</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>75</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>99</b>	<b>114</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,725</b>	<b>1,802</b>	<b>1,719</b>	<b>2,161</b>	<b>2,478</b>	<b>2,853</b>
<b>净利率</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.4%</b>	<b>16.1%</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.6%</b>	<b>22.6%</b>

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>1,724</b>	<b>1,877</b>	<b>1,780</b>	<b>2,236</b>	<b>2,577</b>	<b>2,966</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>75</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>99</b>	<b>114</b>
<b>非现金支出</b>	<b>705</b>	<b>502</b>	<b>561</b>	<b>419</b>	<b>510</b>	<b>618</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-59</b>	<b>1</b>	<b>512</b>	<b>201</b>	<b>210</b>	<b>208</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-380</b>	<b>-290</b>	<b>209</b>	<b>-28</b>	<b>-240</b>	<b>-299</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,990</b>	<b>2,090</b>	<b>3,062</b>	<b>2,827</b>	<b>3,057</b>	<b>3,493</b>
<b>资本开支</b>	<b>-556</b>	<b>-555</b>	<b>-982</b>	<b>-987</b>	<b>-1,030</b>	<b>-1,180</b>
<b>投资</b>	<b>-189</b>	<b>-405</b>	<b>-344</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>94</b>	<b>265</b>	<b>466</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-651</b>	<b>-695</b>	<b>-860</b>	<b>-957</b>	<b>-1,030</b>	<b>-1,180</b>
<b>股权筹资</b>	<b>3</b>	<b>57</b>	<b>52</b>	<b>1,353</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权筹资</b>	<b>-537</b>	<b>-99</b>	<b>-514</b>	<b>-724</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-1,015</b>	<b>-721</b>	<b>-435</b>	<b>-893</b>	<b>-1,061</b>	<b>-1,155</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,549</b>	<b>-763</b>	<b>-897</b>	<b>-265</b>	<b>-1,061</b>	<b>-1,155</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-205</b>	<b>600</b>	<b>1,293</b>	<b>1,606</b>	<b>965</b>	<b>1,158</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>1,954</b>	<b>2,434</b>	<b>3,798</b>	<b>5,369</b>	<b>6,310</b>	<b>7,450</b>
<b>应收账款</b>	<b>2,414</b>	<b>2,355</b>	<b>1,974</b>	<b>1,979</b>	<b>2,273</b>	<b>2,615</b>
<b>存货</b>	<b>1,005</b>	<b>1,424</b>	<b>1,939</b>	<b>1,739</b>	<b>1,943</b>	<b>2,234</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>261</b>	<b>363</b>	<b>437</b>	<b>327</b>	<b>351</b>	<b>385</b>
<b>流动资产</b>	<b>5,634</b>	<b>6,577</b>	<b>8,147</b>	<b>9,414</b>	<b>10,878</b>	<b>12,685</b>
%总资产	35.4%	36.2%	39.4%	41.7%	44.3%	47.1%
<b>长期投资</b>	<b>2,620</b>	<b>3,613</b>	<b>3,004</b>	<b>3,004</b>	<b>3,004</b>	<b>3,004</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,137</b>	<b>2,706</b>	<b>3,341</b>	<b>3,843</b>	<b>4,264</b>	<b>4,736</b>
%总资产	13.4%	14.9%	16.1%	17.0%	17.4%	17.6%
<b>无形资产</b>	<b>4,901</b>	<b>4,839</b>	<b>5,581</b>	<b>5,688</b>	<b>5,796</b>	<b>5,894</b>
<b>非流动资产</b>	<b>10,292</b>	<b>11,580</b>	<b>12,551</b>	<b>13,151</b>	<b>13,671</b>	<b>14,233</b>
%总资产	64.6%	63.8%	60.6%	58.3%	55.7%	52.9%
<b>资产总计</b>	<b>15,926</b>	<b>18,157</b>	<b>20,699</b>	<b>22,565</b>	<b>24,548</b>	<b>26,918</b>
<b>短期借款</b>	<b>2,823</b>	<b>3,004</b>	<b>834</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,090</b>	<b>1,105</b>	<b>1,691</b>	<b>1,523</b>	<b>1,711</b>	<b>1,968</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,198</b>	<b>703</b>	<b>808</b>	<b>675</b>	<b>770</b>	<b>880</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,111</b>	<b>4,812</b>	<b>3,332</b>	<b>2,447</b>	<b>2,730</b>	<b>3,098</b>
<b>长期贷款</b>	<b>2,458</b>	<b>1,115</b>	<b>1,210</b>	<b>1,210</b>	<b>1,210</b>	<b>1,210</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>353</b>	<b>1,692</b>	<b>3,883</b>	<b>3,709</b>	<b>3,684</b>	<b>3,666</b>
<b>负债</b>	<b>7,921</b>	<b>7,619</b>	<b>8,425</b>	<b>7,366</b>	<b>7,624</b>	<b>7,974</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,483</b>	<b>9,873</b>	<b>11,474</b>	<b>14,325</b>	<b>15,951</b>	<b>17,857</b>
其中：股本	1,782	1,805	1,805	1,893	1,893	1,893
未分配利润	5,417	6,923	8,121	9,619	11,245	13,152
少数股东权益	522	665	800	875	973	1,087
<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,926</b>	<b>18,157</b>	<b>20,699</b>	<b>22,565</b>	<b>24,548</b>	<b>26,918</b>

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.968	0.999	0.953	1.142	1.309	1.507
每股净资产	4.200	5.471	6.358	7.567	8.426	9.433
每股经营现金净流	1.117	1.158	1.697	1.494	1.615	1.845
每股股利	0.400	0.300	0.300	0.350	0.450	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.06%	18.25%	14.98%	15.09%	15.53%	15.98%
总资产收益率	10.83%	9.92%	8.31%	9.58%	10.09%	10.60%
投入资本收益率	13.82%	11.11%	12.62%	11.86%	12.43%	12.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	22.64%	3.12%	32.61%	-10.56%	14.90%	15.05%
EBIT增长率	27.17%	-5.36%	24.19%	5.49%	14.03%	13.97%
净利润增长率	41.57%	4.44%	-4.58%	25.69%	14.66%	15.13%
总资产增长率	5.38%	14.01%	14.00%	9.02%	8.79%	9.65%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	96.8	96.9	64.4	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	150.9	167.0	147.6	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	117.0	102.6	82.9	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	69.2	94.4	74.7	95.1	95.1	94.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	41.44%	27.36%	7.49%	-8.14%	-12.86%	-17.51%
EBIT利息保障倍数	8.0	7.9	15.3	20.4	35.6	54.8
资产负债率	49.74%	41.96%	40.70%	32.64%	31.06%	29.62%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	13	14	29
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.18</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402