



Research and
Development Center

心血管医疗产业链布局完善，创新驱动公司稳定增长

—乐普医疗(300003)公司深度报告

2022 年 10 月 20 日

周平 医药行业首席分析师

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

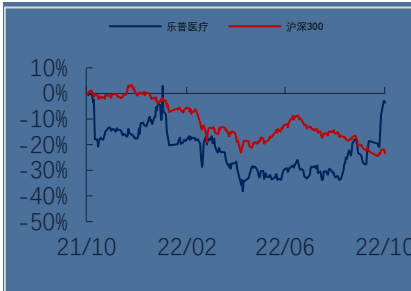
公司研究

公司深度报告

乐普医疗(300003)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	25.03
52 周内股价波动区间(元)	26.73-16.06
最近一月涨跌幅(%)	24.59
总股本(亿股)	18.93
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	473.82

资料来源：Wind，信达证券研发中心

心血管医疗产业链布局完善，创新驱动公司稳定增长

2022 年 10 月 20 日

本期内容提要：

◆**越过疫情红利，创新产品带来稳定增长。**受新冠肺炎疫情和国家组织冠脉支架集采的影响，20 年公司营收增长较往年存在短暂减缓，且 2022H1 受疫情应急业务的扰动，营收和利润都有所下降，剔除该影响后公司常规业务营业收入同比增加 17.6%。心血管医疗器械创新产品国内竞争格局良好，参与厂商均少于 3 家，值此公司心血管医疗器械业务已逐渐走出集采影响。在疫情和 2021 年年底药球集采的双重影响下，今年上半年冠脉创新产品（药可切）仍实现 61% 增长，冠脉总营收占比 69%。未来增长将由现有创新产品组合和未来逐年上市的相关产品共同驱动，有望实现研发创新驱动的可持续高速增长。

◆**布局心血管领域全产业链，坚持加大投入研发。**作为全球领先的创新驱动的公司，公司通过持续研发投入造就技术优势。目前 NeoVas 生物可吸收支架已经获批，MemoSorb 全降解封堵器也已获批上市。截至 2022 年年中，公司累计申请专利 1541 项，国内外上市产品 600 余个，NMPA 批准的 II、III 类医疗器械注册证 541 个，美国 FDA 认证 34 项，欧盟 CE 认证 234 项，对后续进入市场的竞争者构筑了技术及专利壁垒。目前公司主要在研产品超 40 种，其中脉冲声波球囊、PFO 可降解封堵器、生物可吸收药物洗脱支架等 21 种重磅产品预估对应销售额（按出厂价计算）峰值超 4-5 亿元。

◆**国内心血管市场前景广阔，医疗器械国家政策利好。**根据《中国心血管健康与疾病报告 2020》数据显示，截至 2020 年末，CVD 患人数 3.3 亿，其中高血压 2.45 亿、脑卒中 1300 万、冠心病 1139 万，国内 CVD 死亡率位居前列。在市场需求不断扩大的情况下，国内心血管植介入领域市场在过去数年间保持较快增长，根据艾瑞咨询的数据，预计到 2025 年，中国医疗器械市场规模将达到 17168 亿元。同时国家针对医疗器械行业继续推出一系列利好政策，为企业的快速发展提供支持。综合来看，国家各层面政策对国产器械和创新器械的引导扶持，使得国产医疗器械已经基本具备支撑行业快速增长的条件。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年扣非归母净利润为 22 亿元、24 亿元、29 亿元，同比增长分别为 26.5%、8.1%、24.4%，对应 PE 为 22x、20x、16x。我们认为公司作为心血管医疗领域龙头公司，产品矩阵丰富；集采负面情绪逐渐消除，同时未来产品加速海外布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**冠脉支架集采续标在即，续标价格有望提升。

◆**风险因素：**高值医用耗材、药品集采的风险，产品研发风险，市场竞争风险，业务整合、规模扩大带来的集团化管理风险，进入新领域带来的风险等。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	80	107	99	114	137
增长率 YoY %	3.1%	32.6%	-7.5%	15.6%	20.5%
归属母公司净利润 (亿元)	18	17	22	24	29
增长率 YoY%	4.4%	-4.6%	26.5%	8.1%	24.4%
毛利率%	67.0%	61.0%	62.0%	62.1%	62.4%
净资产收益率ROE%	18.3%	15.0%	17.9%	16.7%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.95	0.91	1.15	1.24	1.55
市盈率 P/E(倍)	26.30	27.56	21.78	20.14	16.20
市净率 P/B(倍)	4.80	4.13	3.89	3.36	2.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦:	6
乐普医疗: 心血管健康平台建设领导者	7
1.1 公司致力于建设血管疾病的预防、诊断、治疗和康复的全生命周期产业平台	7
1.2 完成所有制改革, 乐普医疗股权结构趋于稳定	8
1.3 疫情红利有所减退, 常规业务稳中向好	9
市场情况: 国内心血管市场前景广阔	10
2.1 国内 CVD 死亡率位居前列, 市场需求不断扩大	10
2.2 冠脉介入市场现状与发展趋势	11
2.2.1 冠心病危害逐渐加大, PCI 手术台次保持稳定增长	11
2.2.2 新兴技术整装待发, 可降解支架放量在即	12
2.3 心血管药物市场现状与发展趋势	13
核心看点: 现有产品支撑业绩增长, 创新产品矩阵不断丰富	13
3.1 创新器械产品高增, 公司逐渐走出集采影响	13
3.2 研发投入稳定增长, 重磅产品陆续获批	13
3.3 源头性专利布局为核心技术演进提供坚实保障	14
3.3.1 冠脉: 行业领导者	15
3.3.2 外周血管: 切割球囊上市在即, 实现零突破	15
3.3.3 结构性心脏病: 封堵器产品升级换代, 介入瓣膜即将实现零突破	16
3.3.4 CRM 电生理: 重磅产品相继推出	18
3.3.5 心衰: 持续投入, 战略储备	18
3.4 药品挺过集采阴霾, 稳定输出现金流	19
3.5 医疗服务布局广阔, 规模效应或随之而来	20
盈利预测、估值与投资评级	21
投资建议	22
5.1 高值医用耗材、药品集采的风险	22
5.2 产品研发风险	23
5.3 市场竞争风险	23
5.4 业务整合、规模扩大带来的集团化管理风险	23

表 目 录

表 1: 药品板块公司在研产品	19
表 2: 乐普医疗收入按业务拆分 (亿元)	21
表 3: 可比公司估值 (可比公司参照 wind 一致预期, 截至 2022.9.21)	22

图 目 录

图 1: 公司主要产品	7
图 2: 公司发展大事记	8
图 3: 乐普医疗股权结构图 (截至 2022 年 9 月 21 日)	9
图 4: 乐普医疗营收 (亿元) 及增速变化	9
图 5: 乐普医疗净利润 (亿元) 及增速变化	9
图 6: 乐普医疗器械收入 (亿元) 及增速变化	10
图 7: 乐普医疗药品收入 (亿元) 及增速变化	10
图 8: 1990—2018 年中国农村居民主要疾病死亡率变化 (1/10 万)	10
图 9: 1990—2018 年中国城镇居民主要疾病死亡率变化 (1/10 万)	10
图 10: 2018 年中国农村居民主要疾病死因构成比	11
图 11: 2018 年中国城市居民主要疾病死因构成比	11
图 12: 2009-2021 年中国大陆地区 PCI 治疗例数	11
图 13: 2010-2021 年 PCI 病例数增长率	12
图 14: 生物可吸收支架与金属不可吸收支架远期效果图	12
图 15: 中国仿制药市场规模 (亿元)	13
图 16: 乐普医疗研发支出 (亿元)、增速与占营收比例	14
图 17: 2017-2021 主要竞争对手研发营收占比对比	14
图 18: 公司主要在研产品及预估上市时间	14
图 19: 公司冠脉创新产品线及研发管线	15
图 20: 公司外周血管创新产品研发管线	16
图 21: 公司结构性心脏病领域创新产品及研发管线	17
图 22: 公司 CRM 电生理领域创新产品研发管线	18
图 23: 公司心衰领域创新产品研发管线	19
图 24: 乐普药业营业收入 (亿元) 与增速	19

图 25: 浙江乐普（原新东港药业）营业收入（亿元）与增速.....	19
图 26: 乐普医疗医疗服务业务营收（亿元）及增速变化.....	21

投资聚焦：

越过疫情红利，创新产品带来稳定增长。受新冠肺炎疫情和国家组织冠脉支架集采的影响，20 年公司营收增长较往年存在短暂减缓，且 2022H1 受疫情应急业务的扰动，营收和利润都有所下降，剔除该影响后公司常规业务营业收入同比增加 17.6%。心血管医疗器械创新产品国内竞争格局良好，参与厂商均少于 3 家，值此公司心血管医疗器械业务已逐渐走出集采影响。在疫情和 2021 年年底药球集采的双重影响下，今年上半年冠脉创新产品（药可切）仍实现 61% 增长，冠脉总营收占比 69%。未来增长将由现有创新产品组合和未来逐年上市的相关产品共同驱动，有望实现研发创新驱动的可持续高速增长。

布局心血管领域全产业链，坚持加大投入研发。作为全球领先的创意驱动的公司，公司通过持续研发投入造就技术优势。目前 NeoVas 生物可吸收支架已经获批，MemoSorb 全降解封堵器也已获批上市。截至 2022 年年中，公司累计申请专利 1541 项，国内外上市产品 600 余个，NMPA 批准的 II、III 类医疗器械注册证 541 个，美国 FDA 认证 34 项，欧盟 CE 认证 234 项，对后续进入市场的竞争者构筑了技术及专利壁垒。目前公司主要在研产品超 40 种，其中脉冲声波球囊、PFO 可降解封堵器、生物可吸收药物洗脱支架等 21 种重磅产品预估对应销售额（按出厂价计算）峰值超 4-5 亿元。

国内心血管市场前景广阔，医疗器械国家政策利好。根据《中国心血管健康与疾病报告 2020》数据显示，截至 2020 年末，CVD 患人数 3.3 亿，其中高血压 2.45 亿、脑卒中 1300 万、冠心病 1139 万，国内 CVD 死亡率位居前列。在市场需求不断扩大的情况下，国内心血管介入领域市场在过去数年间保持了较快增长，根据艾瑞咨询的数据，预计到 2025 年，中国医疗器械市场规模将达到 17168 亿元。同时国家针对医疗器械行业继续推出一系列利好政策，为企业的快速发展提供支持。综合来看，国家各层面政策对国产器械和创新器械的引导扶持，使得国产医疗器械已经基本具备支撑行业快速增长的条件。

我们预计公司 2022-2024 年扣非归母净利润为 22 亿元、24 亿元、29 亿元，同比增长分别为 26.5%、8.1%、24.4%，对应 PE 为 18x、16x、13x。我们认为公司作为心血管医疗领域龙头公司，产品矩阵丰富；集采负面情绪逐渐消除，同时未来产品加速海外布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

乐普医疗：心血管健康平台建设领导者

1.1 公司致力于建设血管疾病的预防、诊断、治疗和康复的全生命周期产业平台

公司成立于 1999 年，主要从事泛心血管疾病相关的医疗器械、药品的研发、生产和销售工作，致力于搭建泛心血管领域的医疗器械、药品、医疗服务及健康管理一体化平台。同时，公司在非心医疗器械的重要细分子行业也进行了多元化布局。

国内心血管植介入龙头。发展至今，公司秉承“研发一代、注册一代、生产销售一代”的原则，在冠脉植介入和结构性心脏病封堵器领域已形成丰富的产品梯队。公司拥有国家科技部授予的唯一的国家心脏病植介入诊疗器械及装备工程技术研究中心，曾成功研发并推出首个国产冠脉支架、国产心脏起搏器、国产切割球囊等，实现了部分心血管医疗器械的国产替代。同时公司还率先实现国内首个冠脉生物可吸收支架、国内首个切割球囊、全球首个全降解室间隔封堵器商业化，引领行业进入“介入无植入”时代。

全面布局体外诊断领域。公司在体外诊断的仪器制造上具有较强的开发优势，子公司乐普诊断为公司体外诊断平台，研发、生产和销售近全产品线的 IVD 仪器设备和试剂耗材，目前已完成各细分领域的设备研发和取证工作，产品结合临床需求升级迭代，性能实现不断提升。

创新赛道建设完善平台。除了心血管植介入业务和体外诊断业务外，公司还积极布局开放和微创手术辅助产品和麻醉耗材、心血管相关制剂和原料药，以及人工智能生命体征监测医疗器械等心血管领域的创新产品，旨在建立并完善以心血管疾病为核心的一站式服务链。

图 1：公司主要产品

医疗器械	泛心血管类	冠脉植介入产品
		外周植介入产品
		结构性心脏病产品
		心脏节律管理产品
		电生理产品
		DSA
药品	IVD	生化、免疫、分子、POCT、血液与凝血诊断检测相关设备和试剂耗材
	外科、麻醉等	吻合器、超声刀、介入非血管支架、麻醉耗材等
	仿制药	心血管疾病类
医疗服务及健康管理	原料药	心血管疾病类
	医疗服务	心血管专科医院
		健康体检
		药械电商平台
		互联网医院
		独立第三方医检所（心血管特色）
	人工智能生命体征监测	AI-ECG 心电监测、睡眠呼吸监测等
	家用医疗器械	消费型医疗器械产品

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司发展大事记



资料来源：乐普医疗 GDR 招股书，信达证券研发中心

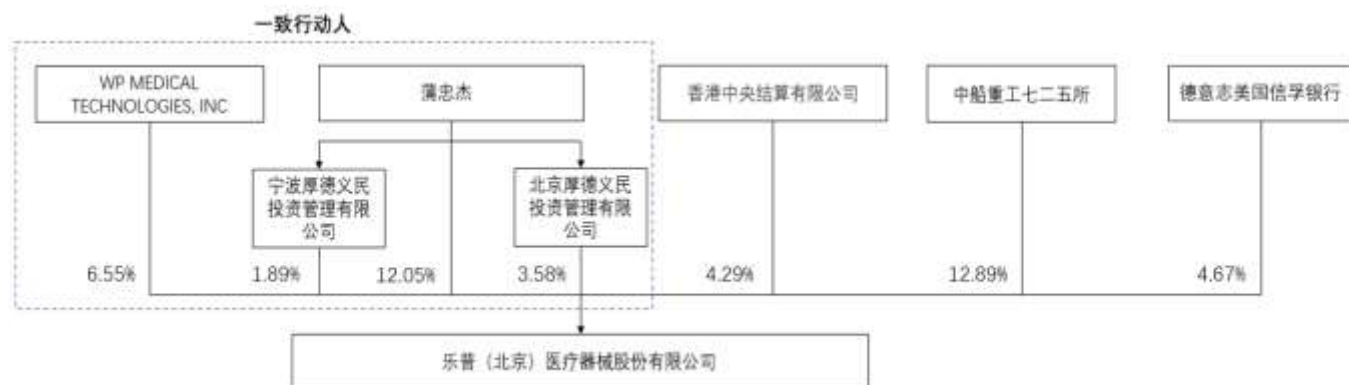
深耕介入 20 余载，树立较高研发壁垒。截至 2022 年年中，公司累计申请专利 1541 项，国内外上市产品 600 余个，NMPA 批准的 II、III 类医疗器械注册证 541 个，美国 FDA 认证 34 项，欧盟 CE 认证 234 项。在冠脉植介入和结构性心脏病封堵器领域，公司已形成丰富的产品梯队，并在反复孵化培育创新产品的过程中，探索出了一条可持续发展的创新产品孵化之路，从单一产品的研发立项和商业化，到整个研发矩阵的规划和商业化，目前公司通过大量的研发投入，已拥有覆盖心血管医疗器械各细分领域，处于生命周期不同阶段的产品组合。

直销经销相结合，创新产品商业化突出。公司销售及分销网络在中国覆盖了超过 9000 家各级医疗机构和遍布各国的近 20 万家零售药店，海外覆盖超过 120 个国家和地区，截至 2021 年底，公司共有员工 10941 人，其中研发人员 1944 人，硕士及以上学历研发人员 435 人，占比 22.4%。公司对旗下产品按产品线进行分类销售管理，并对创新类产品进行有针对性的学术推广，其中心血管创新医疗器械主要通过学术会议、技术培训、手术直播等方式，持续向医院和医生开展相应产品学术推广。此外，公司建立了专门负责 OTC 及健康管理产品的线上及线下团队，直接服务终端消费者。通过 20 多年持续地为医疗机构、药店和患者服务，公司已建立完整的营销通路。

1.2 完成所有制改革，乐普医疗股权结构趋于稳定

公司早期为国有控股企业，第一大股东为中国船舶重工集团公司第七二五研究所，后为理顺经营机制，促进公司发展，国有大股东逐步减持退出。2014 年 6 月，蒲忠杰通过“申万菱信共赢 2 号资产管理计划”受让公司股东中国船舶重工集团公司第七二五研究所的部分股份，与其一致行动人成为公司实际控制人，公司进入快速发展阶段。截至 2022 年 9 月 21 日，蒲忠杰博士及其一致行动人持有公司股份 24.07%。

图 3：乐普医疗股权结构图（截至 2022 年 9 月 21 日）

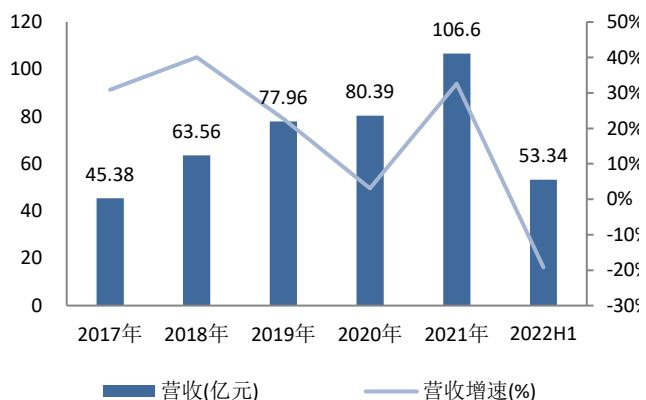


资料来源：东方财富网，信达证券研发中心

1.3. 疫情红利有所减退，常规业务稳中向好

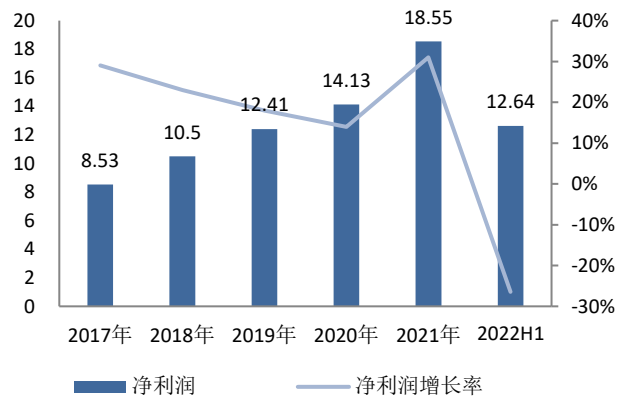
疫情扰动有所减退，常规营收稳定增长。公司 2017 至 2021 年营收为 45.38 亿元、63.56 亿元、77.96 亿元、80.39 亿元及 106.6 亿元，2017-2021 年营收复合增长率为 19%，扣非归母净利润分别为 8.53 亿元、10.5 亿元、12.41 亿元、14.13 亿元及 18.55 亿元。在经历了 11-14 年由于 PCI 手术量增速放缓带来的低谷后，随着公司支架产品的升级和药品上市后进入放量阶段，公司营收重新开始快速增长。2017-2021 年营业总收入除 2020 年外，均保持超过 20% 的增长，扣非归母净利润增速逐年提升，近 5 年均高于 10%。值得一提的是，受新冠肺炎疫情和国家组织冠脉支架集采的影响，20 年公司营收增长较往年存在短暂减缓，且 2022H1 受疫情应急业务的扰动，营收和利润都有所下降，剔除该影响后公司常规业务营业收入同比增加 17.62%。

图 4：乐普医疗营收（亿元）及增速变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：乐普医疗净利润（亿元）及增速变化



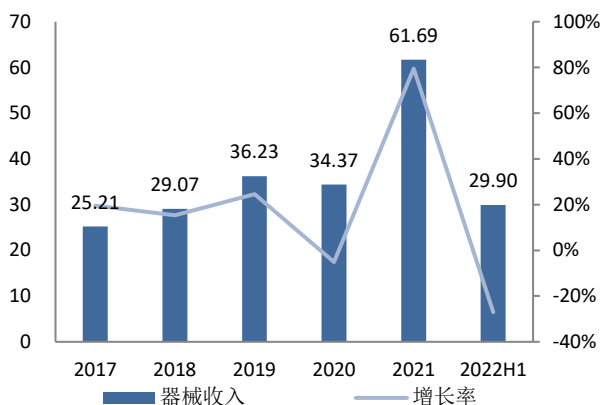
资料来源：Wind，信达证券研发中心

医疗器械越过疫情红利，创新产品带来稳定增长。公司核心业务是医疗器械业务，2017-2021 医疗器械业务板块收入分别为 25.21 亿元、29.07 亿元、36.23 亿元、34.37 亿元及 61.69 亿元，2017-2021 年复合增长率达 25.07%。2021 和 2022 年新冠疫情相关检测试剂的出口对公司医疗器械板块营业收入的增长贡献较大，扣除该部分收入影响，公司医疗器械板块常规业务营业收入 2021 年增长 20.65%，2022H1 增长 43.29%。在冠脉金属支架集采后，公司医疗器械板块常规业务快速恢复了较好增长态势，带动了公司整体业绩的增长。盈利能力持续提升。

药品集采以量补价，持续输出稳定现金流。药品板块是公司长期稳定的现金流业务，2017-2021 年药品板块实现营业收入 17.42、31.72、38.49、34.12、32.58 亿元。此前集采导致

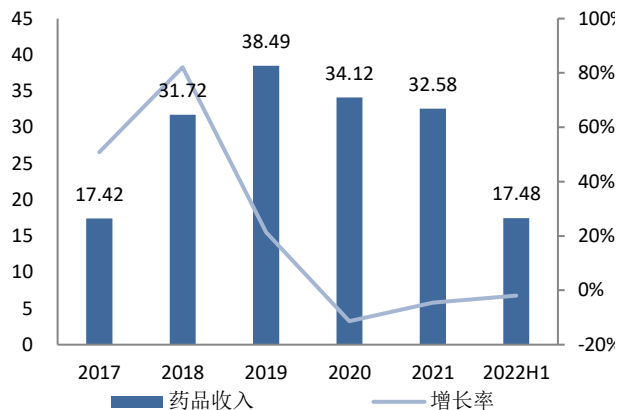
仿制药产品价格降低，而经过两轮集采，价格降幅已基本到位，公司实现了两个药品集采周期间的无缝过渡。国内老龄化进程加快，心血管药品作为刚需，市场规模不断攀升，随着公司甘精胰岛素注射液、硫酸氢氯吡格雷阿司匹林片等产品即将上市，公司在心血管药品行业的市占率有望进一步提升，药品业务有望恢复到增长轨道上。

图 6：乐普医疗器械收入（亿元）及增速变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：乐普医疗药品收入（亿元）及增速变化



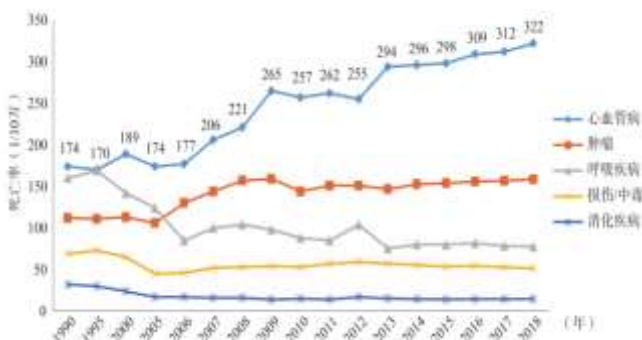
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

市场情况：国内心血管市场前景广阔

2.1 国内 CVD 死亡率位居前列，市场需求不断扩大

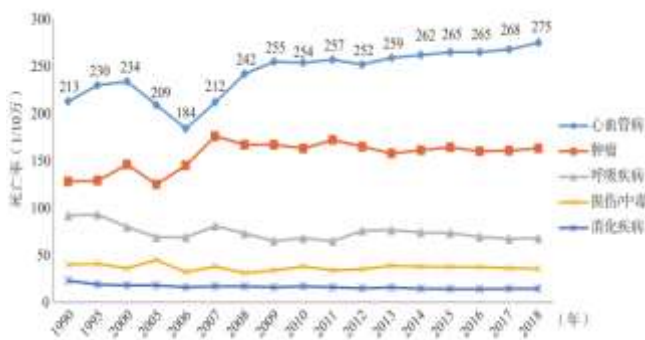
国内 CVD 威胁日益增大。随着社会经济的发展，国民生活方式的变化，尤其是人口老龄化及城镇化进程的加速，居民不健康生活方式日益突出，心血管病危险因素对居民健康的影响越加显著，心血管病的发病率仍持续增高。2020 年心血管病死亡占城乡居民总死亡原因的首位，农村为 46.66%，城市为 43.81%。根据《中国心血管健康与疾病报告 2020》提供的数据，截至 2020 年末，CVD 患人数 3.3 亿，其中脑卒中 1300 万，冠心病 1139 万，心力衰竭 890 万，心房颤动 487 万，肺源性心脏病 500 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，下肢动脉疾病 4530 万，高血压 2.45 亿。

图 8：1990—2018 年中国农村居民主要疾病死亡率变化 (1/10 万)



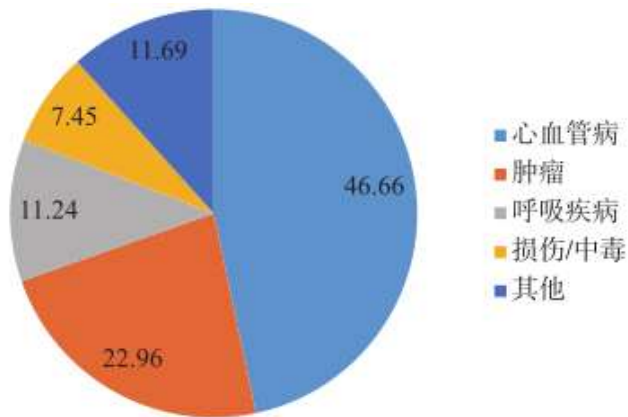
资料来源：中国心血管健康与疾病报告 2020，信达证券研发中心

图 9：1990—2018 年中国城镇居民主要疾病死亡率变化 (1/10 万)



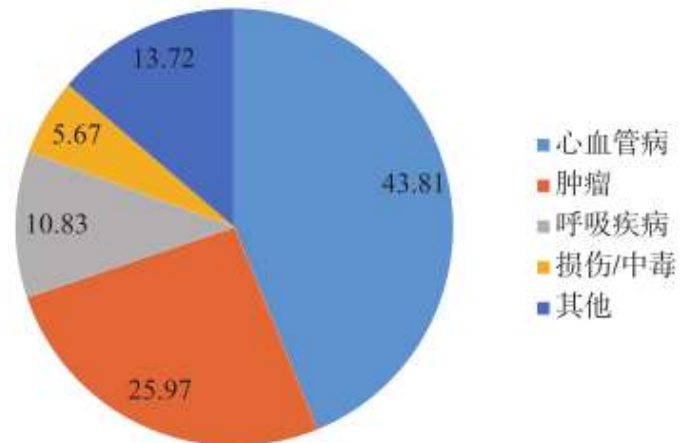
资料来源：中国心血管健康与疾病报告 2020，信达证券研发中心

图 10: 2018 年中国农村居民主要疾病死因构成比



资料来源: 中国心血管健康与疾病报告 2020, 信达证券研发中心

图 11: 2018 年中国城市居民主要疾病死因构成比



资料来源: 中国心血管健康与疾病报告 2020, 信达证券研发中心

2.2 冠脉植介入市场现状与发展趋势

2.2.1 冠心病危害逐渐加大, PCI 手术台次保持稳定增长

冠心病死亡率上升明显, PCI 例数稳定增长。根据《中国卫生健康统计年鉴 2019》提供的数据, 2018 年中国城市居民冠心病死亡率为 120.18/10 万, 2018 年冠心病死亡率继续 2012 年以来的上升趋势。农村地区冠心病死亡率上升明显, 到 2016 年已超过城市水平。根据 CCIF2022 会议资料显示, 除 2020 年外, 中国大陆地区 PCI 手术数量增速较为稳定, 随着疫情情况逐渐变好、支架单价回稳、PCI 支架用量反弹, 我们预计中国大陆地区 PCI 手术有望保持稳定增长。2021 年全年进行的经皮冠状动脉置入手术 (PCI) 达到 116.4 万例, 同比增长 20%, 增速提升。支架单价方面尽管面临高值耗材集采的挑战, 但产品的升级换代, 尤其是生物可吸收支架有助于维护价格体系。

图 12: 2009-2021 年中国大陆地区 PCI 治疗例数



资料来源: CCIF2022, 信达证券研发中心

图 13: 2010-2021 年 PCI 病例数增长率



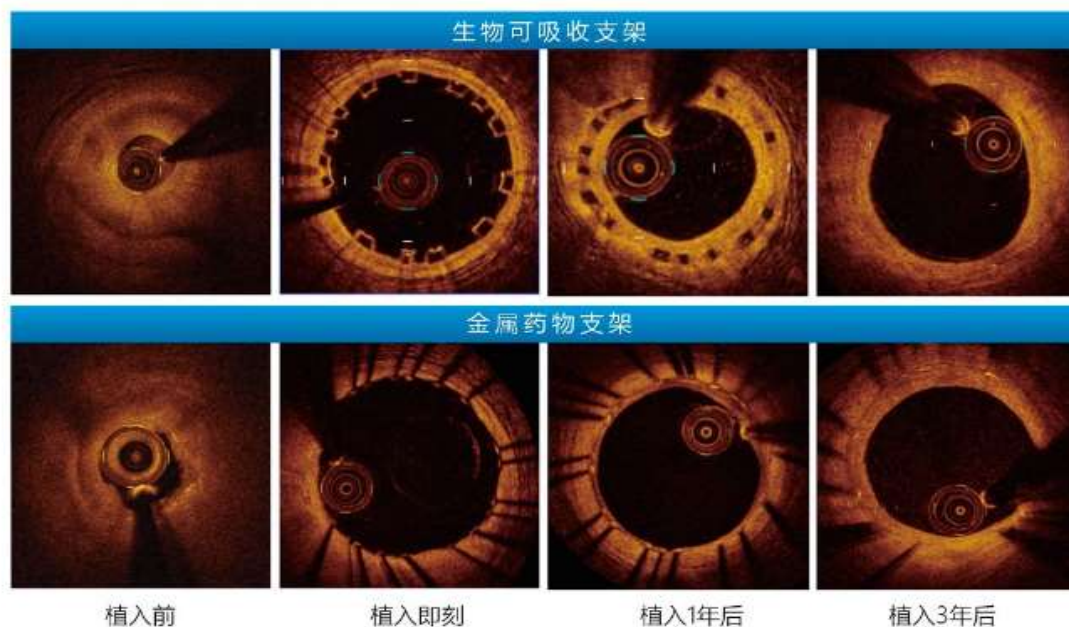
资料来源: CCIF2022, 信达证券研发中心

2.2.2. 新兴技术整装待发, 可降解支架放量在即

相对于传统的金属支架, 完全可降解支架特点突出。生物相容性好, 长期血栓形成可能性降低; 中短期机械性能较好, 降解完全后又可促进血管功能的恢复; 可在同部位重复血运重建, 不对心脏手术进行选择上的限制; 支架的可降解特性可能允许患者进行无创检查。

图 14: 生物可吸收支架与金属不可吸收支架远期效果图

OCT : 3年支架吸收情况研究



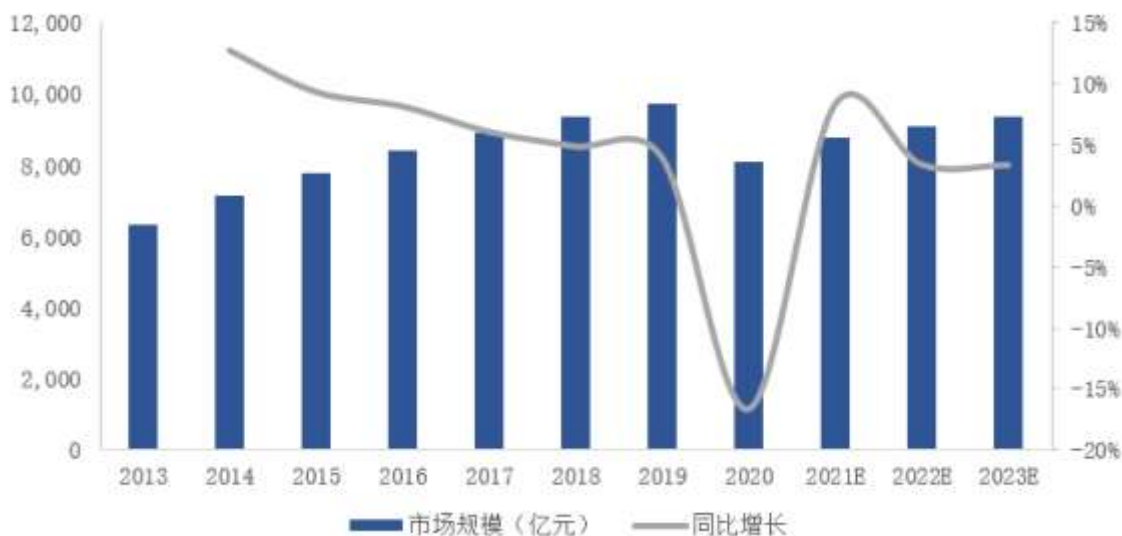
结 论 : NeoVas支架亚组影像学3年临床数据表明, NeoVas支架在植入人体3年后, 其血管弹性舒缩功能已得到恢复, 优效于金属药物支架, 始终保持了良好的供血效果, 且在3年后支架已大部分降解吸收。

资料来源: 乐普医疗公众号, 信达证券研发中心

2.3 心血管药物市场现状与发展趋势

渡过疫情寒冬，国内仿制药市场恢复稳定增长。国内化学仿制药领域经历了十余年的蓬勃发展后，在国家仿制药一致性评价政策和带量采购政策的引导下，目前逐渐进入稳定高质量发展阶段。根据《中国仿制药蓝皮书》显示，2019年中国仿制药（不含生物类似药）市场规模约为9707亿元，同比增长3.9%。2020年受新冠病毒疫情影响，仿制药整体市场规模为8087亿元，同比下降16.7%。

图 15：中国仿制药市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，《中国仿制药蓝皮书》，信达证券研发中心

核心看点：现有产品支撑业绩增长，创新产品矩阵不断丰富

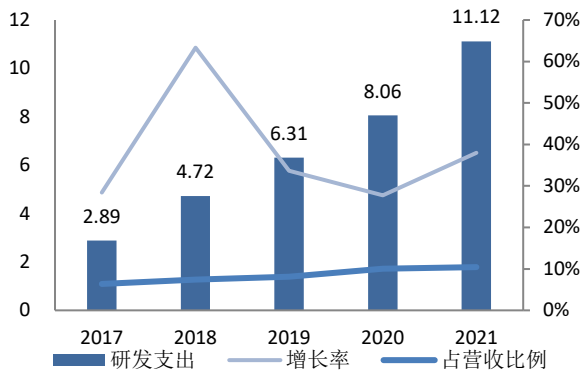
3.1 创新器械产品高增，公司逐渐走出集采影响

创新产品组合（药可切）营收持续高速增长。在疫情和2021年年底药球集采的双重影响下，今年上半年冠脉创新产品（药可切）仍实现61%增长，冠脉总营收占比69%。结构性心脏病业务，乐普心泰的创新产品推广受上海疫情影响，二季度增长略慢。包括结构性心脏病创新产品（氧化膜封堵器、全降解室间隔封堵器）在内，心血管创新产品收入同比增长55%。除冠脉药球外，心血管医疗器械创新产品国内竞争格局良好，参与厂商均少于3家，短期集采风险较小。我们认为，公司心血管医疗器械业务正逐渐走出集采影响，未来增长将由现有创新产品组合和未来逐年上市的创新产品共同驱动，有望实现研发创新驱动的可持续高速增长。

3.2 研发投入稳定增长，重磅产品陆续获批

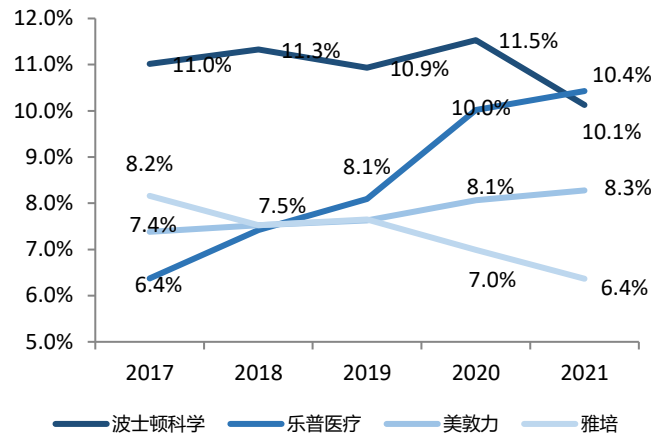
公司稳定持续加大研发投入。作为创新驱动的公司，乐普医疗研发费用保持高速增长，从2017年2.89亿提升至2021年11.12亿元，年均复合增长率40%。近三年研发支出近翻倍，公司研发支出占营收比例五年内持续增长，和主要竞争对手相比排名靠前。期间生物可吸收支架、药物球囊、切割球囊、左心耳封堵器、全降解封堵器等重磅产品陆续获批产品注册证。2021年公司介入创新产品组合实现显著增长，营收同比增长827.36%。

图 16: 乐普医疗研发支出 (亿元)、增速与占营收比例



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 2017-2021 主要竞争对手研发营收占比对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 源头性专利布局为核心技术演进提供坚实保障

创新研发驱动, 产品矩阵全面。目前公司心血管器械研发管线囊括百余项在研产品, 研发矩阵覆盖冠脉、外周血管、结构性心脏病、心脏节律管理、电生理等各细分领域。随着公司在研产品逐步上市, 未来公司心血管医疗器械中创新产品收入占比有望逐年提升, 也为公司实现相关领域国产替代打下了坚实基础。

图 18: 公司主要在研产品及预估上市时间

	2023	2024	2025	2026...
冠脉	★血液储备分数 (FFR) 导管/系统	★脉冲声波球囊	★雷帕霉素药物灌注球囊	★血管内超声 (IVUS)
		AI-QCA	雷帕霉素药物涂层球囊	载药切割球囊
		小血管药物球囊		载药分支球囊
		PTCA药物球囊		锚定球囊
		ACS药物球囊		冠状动脉粥样硬化球囊
外周	★小切割球囊	★大切割球囊	★血管内扩张给药系统	★生物可吸收药物洗脱支架
		★脉冲声波球囊	★雷帕霉素药物球囊	
		膝上/膝下PTA药物球囊	点支架	
封堵器	★PFO可降解封堵器	ASD可降解封堵器		左心耳封堵器 (生物可降解)
瓣膜		★经导管植入式主动脉瓣系统TAVR	经心尖二尖瓣修复系统 (腱索)	经心尖二尖瓣修复系统
			★经心尖二尖瓣修复系统	
CRM电生理		★射频房间隔穿刺导管/设备	★冷冻球囊 (导管及设备)	★肾动脉超声消融导管及设备
			Qinming8632全自动起搏器	★电场消融导管及设备
心衰		心房分流器	★植入式心脏收缩力调节器CCM	植入式心室再同步治疗起搏器CRT
				左心室辅助装置
神经调节				★植入式脑深部神经刺激器
				植入式迷走神经刺激器
				植入式脊髓神经刺激器
健康管理	★AED	★CGM连续血糖监测	★无创血糖人工智能监测	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心。备注: 1. 上述核心在研产品的上市时间为公司根据既往研发经验及药监局审批常规程序时间预估, 存在推迟上市风险; 2. 星号标记为重磅产品, 预估对应销售额 (按出厂价计算) 峰值超 4-5 亿元

心血管医疗器械创新产品矩阵布局超过百余项心血管疾病重要在研产品,创新产品管线梯队显著,涵盖冠脉、外周血管、结构性心脏病、心脏节律管理、电生理等细分领域,未来这些产品陆续实现商业化,将成为公司业绩增长的驱动力,其中外周、CRM 电生理有望成为公司未来新的收入增长极。

3.3.1 冠脉：行业领导者

图 19：公司冠脉创新产品线及研发管线

类别	产品	研制	型检	临床	申报注册
功能球囊	☆脉冲声波球囊	✓	✓	✓	
	耐高压乳突球囊	✓	✓		
	棘突球囊	✓	✓		
	锚定球囊	✓	✓		
	载药棘突球囊	✓			
	载药切割球囊	✓			
药物球囊	冠脉小血管药物球囊	✓	✓	✓	
	PTCA 药物球囊	✓	✓	✓	
	ACS 药物球囊	✓	✓	✓	
	☆雷帕霉素药物灌注球囊	✓	✓	✓	
	☆雷帕霉素药物球囊	✓	✓		
血管内测量	☆冠脉血流储备分数 (FFR) 测量导管	✓	✓	✓	✓
	☆冠脉血流储备分数 (FFR) 测量系统	✓	✓	✓	✓
	血管内超声成像 (IVUS)	✓			
	压力传感器系统	✓			
血管通路	桡动脉压迫止血器	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

- 1) 冠脉血流储备分数 (FFR) 测量导管/系统已处于申报注册阶段,公司计划于 2023 年实现商业化;
- 2) 脉冲声波球囊、冠脉小血管药物球囊、PTCA 药物球囊、ACS 药物球囊处于临床试验阶段,公司计划将于 2024 年实现商业化;
- 3) 雷帕霉素药物灌注球囊已完成型式检验并进入临床阶段;
- 4) 耐高压乳突球囊、冠脉棘突球囊已完成型式检验,即将进入临床阶段;
- 5) 雷帕霉素药物涂层球囊、锚定球囊处于型检和动物试验阶段。

3.3.2 外周血管：切割球囊上市在即，实现零突破

目前外周血管疾病的介入诊疗与早期冠脉治疗类似,产品种类较少,主要为金属支架、药物球囊、普通球囊,而基于下肢动脉特点,药物球囊上市后较金属支架更受临床欢迎,但如果在药球介入治疗前没有恰当进行血管预处理,可能影响药球介入疗效。公司的切割球囊产品针对这一市场需求,有望在上市后快速放量。随着重磅产品(标星)持续商业化,外周血管将在现阶段的基数上实现突破,有望成为心血管医疗器械新收入增长点。

图 20：公司外周血管创新产品研发管线

类别	产品	研制	型检	临床	申报注册
支架	生物可吸收药物洗脱支架	✓	✓		
	点支架	✓	✓		
药物球囊	膝上PTA药物球囊	✓	✓	✓	
	膝下PTA药物球囊	✓	✓	✓	
	☆血管内扩张给药系统	✓	✓	✓	
	☆雷帕霉素药物球囊	✓	✓	✓	
	☆雷帕霉素药物灌注球囊	✓			
功能球囊	☆小切割球囊	✓	✓	✓	✓
	大切割球囊	✓	✓		
	☆脉冲声波球囊	✓	✓	✓	
减容器械	血栓去除装置	✓			
	水动力清栓器	✓			
	外周斑块旋切	✓			
	快速血栓抽吸	✓	✓		

资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

- 1) 公司重磅产品小切割球囊已进入申报注册阶段，公司计划于 2023 年实现商业化。
- 2) 紫杉醇药物球囊（膝上）、紫杉醇药物球囊（膝下）、脉冲声波球囊、血管内扩张给药系统、雷帕霉素药物球囊（外周）处于临床试验阶段，公司计划于 2024-2025 年实现商业化。

3.3.3 结构性心脏病：封堵器产品升级换代，介入瓣膜即将实现零突破

公司结构性心脏病研发管线包括封堵器（先心、心源性卒中预防）和介入瓣，公司在先心封堵器业内市场占有率第一，通过四代封堵器的升级换代，有望进一步拉开与同类厂商的差距。随着介入瓣膜产品商业化，2024 年有望成为分水岭，此后结构心有望在封堵器和介入瓣膜双轮驱动下快速增长。

图 21：公司结构性心脏病领域创新产品及研发管线

类别	产品	研制	型检	临床	申报注册
封堵器	ASD缺损封堵器（生物可降解）	✓	✓	✓	
	PFO封堵器（生无可降解1.0版本）	✓	✓	✓	
	PFO封堵器（生无可降解2.0版本）	✓	✓		
	LAA封堵器（生物可降解）	✓	✓		
主动脉瓣	经导管植入式主动脉瓣系统 ScienoCrown™	✓	✓	✓	
	经导管主动脉瓣系统（球囊扩张）	✓	✓		
	经导管主动脉瓣狭窄治疗系统	✓	✓		
	脉冲声波发生设备	✓	✓		
	经导管高植入高分子瓣叶人工心脏瓣膜	✓			
	主动脉瓣灌注系统	✓			
	主动脉防反流装置（瓣环）	✓			
	瓣膜防滑球囊扩张导管	✓			
	瓣周漏膨胀封堵装置（瓣环）	✓			
	经导管主动脉瓣膜狭窄系统（切割）	✓			
	生物外科瓣膜	✓			
	主动脉瓣灌注系统	✓			
	局部可降解瓣膜	✓			
	经导管瓣中瓣置换	✓			
	经导管瓣环修复系统（腱索）	✓	✓	✓	
二尖瓣/ 三尖瓣	经导管二尖瓣修复系统	✓	✓	✓	
	经导管瓣环修复系统	✓			
	经导管二尖瓣置换系统	✓			
	经股二尖瓣修复系统	✓	✓		
	经导管三尖瓣修复系统	✓			
	经导管乳头肌修复系统	✓			
	经导管三尖瓣置换	✓			
	经导管瓣环重塑系统（瓣环）	✓			
	经导管肺动脉瓣膜系统	✓			
肺动脉瓣	经导管肺动脉瓣膜系统	✓			
配件	血栓保护装置	✓	✓		
	主动脉球囊扩张系统	✓	✓	✓	
	房间隔穿刺系统	✓	✓		
	可调弯输送鞘	✓	✓		
	跨瓣导丝	✓	✓		
	血管闭合器系统	✓			
	预埋缝线式血管闭合器	✓			
	经心尖闭合器	✓			
	分段双向调弯鞘	✓			

资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

封堵器领域：

- 1) 氧化膜单铆封堵器正处于快速提高渗透率阶段，全球首款 VSD 可降解封堵器也已获批上市，目前商业化进展顺利，这两类新产品将驱动该板块收入快速增长。
- 2) 重磅产品 ASD 生物可降解封堵器已完成临床入组，生物可降解 PFO 未闭封堵器（1.0 版本）已完成临床入组和 6 个月术后随访，计划递交注册申请，生物可降解 PFO 封堵器（2.0 版本）即将启动临床。

瓣膜领域：

- 1) 经导管植入式主动脉瓣膜系统 TAVR (ScienCrown™)、经心尖二尖瓣修复系统(腱索)和经心尖二尖瓣夹修复系统已进入临床阶段, 公司计划 TAVR 产品于 2024 年实现商业化
- 2) 二尖瓣修复产品公司计划于 2025 年实现商业化, 经股二尖瓣夹修复系统已进入型检阶段。

3.3.4 CRM 电生理：重磅产品相继推出

公司基于各类型有源能量平台, 正开发一系列主机及配套消融导管, 具体涉及超声、射频、脉冲电场、冷冻相关技术, 主要应用于包括房颤消融、肺动脉高血压去神经、顽固性高血压肾动脉去神经和慢性阻塞性肺病去神经等在内的多种适应症。其中重磅产品(标星)包括射频房间隔穿刺导管/导丝、房颤冷冻球囊导管及设备、房颤脉冲消融导管及设备、肾动脉超声消融导管及设备。

图 22: 公司 CRM 电生理领域创新产品研发管线

类别	产品	研制	型检	临床	申报注册
超声消融	☆肾动脉去神经超声消融导管/设备	✓	✓	✓	
	肺动脉去神经超声消融导管	✓			
射频消融	☆射频房间隔穿刺导管/设备	✓	✓		
	☆射频房间隔穿刺导丝/设备	✓			
	肾动脉去神经射频消融导管/设备	✓	✓		
	慢阻肺去神经射频消融导管	✓			
	射频静脉腔内闭合导管/设备	✓	✓		
脉冲电场消融	☆房颤脉冲电场消融导管/设备	✓			
冷冻消融	☆房颤冷冻球囊导管/设备	✓	✓		
	慢阻肺冷冻喷雾导管	✓			
	经气管镜腔内冷冻治疗导管	✓			
心律管理	Qinming8632全自动起搏器	✓	✓	✓	
	兼容核磁共振全自动起搏器	✓	✓		
	植入式心脏复律除颤器	✓			
神经调控	植入式脑深部神经刺激器	✓	✓		
	植入式迷走神经刺激器	✓			
	植入式脊髓神经刺激器	✓			

资料来源: 公司半年报, 信达证券研发中心

- 1) 以射频房间隔穿刺器械为代表的新型能量房间隔穿刺产品穿刺头预计年内进入临床试验, 公司计划于 2024 年实现商业化。
- 2) 肾动脉去神经超声消融导管/设备于 2021 年 11 月获国家药监局“创新医疗器械特别审查程序”批件, 目前已进入临床阶段。
- 3) 房颤冷冻球囊导管/设备型检报告已取得, 正在进行临床前准备工作。
- 4) Qinming8632 全自动起搏器处于临床阶段, 公司计划于 2025 年实现商业化。

3.3.5 心衰：持续投入，战略储备

心衰是所有心血管疾病的最终主要转归, 该领域是目前国际上心血管领域最终也是最重要的战场, 依托多年积累的医疗器械产业化经验, 公司正在结构性心脏病、心脏电生理、心脏机械辅助三个技术平台上布局心衰治疗类产品。

图 23：公司心衰领域创新产品研发管线

类别	产品	研制	型检	临床	申报注册
心衰	左心室辅助装置	✓			
	心房分流器	✓	✓	✓	
	射频心房分流器导管/设备	✓	✓		
	生物可降解心房分流器	✓			
	经导管左心室环缩修复系统	✓			
	植入式心脏再同步治疗起搏器	✓			
	植入式心脏收缩力调节器	✓	✓		

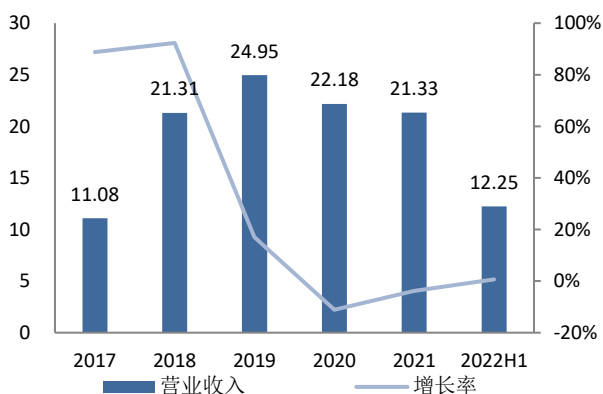
资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

- 1) 结构性心脏病包括瓣环环缩、心房分流器，同时也在探索左心室环缩。
- 2) 心脏电生理类主要是植入式心脏再同步治疗起搏器和植入式心脏收缩力调节器，机械辅助类主要为经导管左心室辅助装置。

3.4 药品挺过集采阴霾，稳定输出现金流

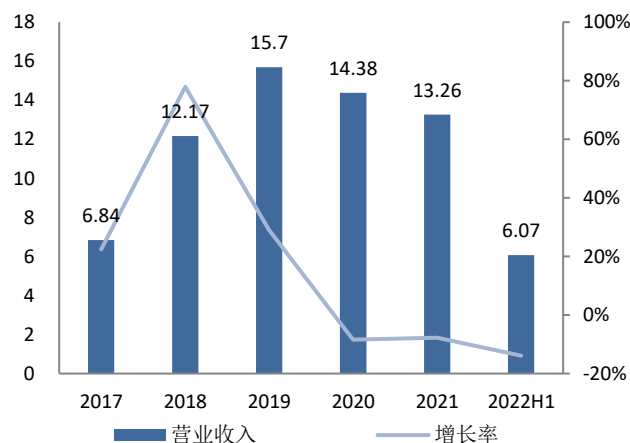
药品板块是公司长期稳定的现金流业务。乐普医疗药品板块两个重要子公司，乐普药业和浙江乐普（原新东港药业）由于受到疫情和集采的冲击，近三年，公司药品板块主力产品氯吡格雷、阿托伐他汀的市场价格分别降低近 60%、90%，营收情况不够理想，但随着氯吡格雷和阿托伐他汀经过两轮集采顺利续标，基本实现以量换价，也实现了公司药品板块集采周期的圆满过渡。我们预计公司糖尿病板块布局将进一步完善，面对国家人口老龄化伴随而来的药物的巨大刚需，药品板块业务有望实现重新回到高增长状态。

图 24：乐普药业营业收入（亿元）与增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：浙江乐普（原新东港药业）营业收入（亿元）与增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 1：药品板块公司在研产品

类型	药品名称	阶段
高血糖	卡格列净二甲双胍缓释片	上市审评
	恩格列净片	上市审评

	甘精胰岛素注射液	现场考核已结束
	重组 GLP-1 受体激动剂注射液	临床
		临床
	LLT311202 注射液	临床
高血压	甲磺酸多沙唑嗪缓释片	上市审评
	硝苯地平控释片	上市审评
高血脂	瑞舒伐他汀钙片	上市审评
	依折麦布匹伐他汀钙片	临床
抗凝血	利伐沙班片	上市审评
	硫酸氢氯吡格雷阿司匹林片	上市审评
	阿司匹林肠溶片	上市审评
	替格瑞洛阿司匹林胶囊	临床
其他	磷酸奥司他韦干混悬剂	上市审评
	甲磺酸仑伐替尼胶囊	上市审评
	枸橼酸托法替布缓释片	上市审评

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

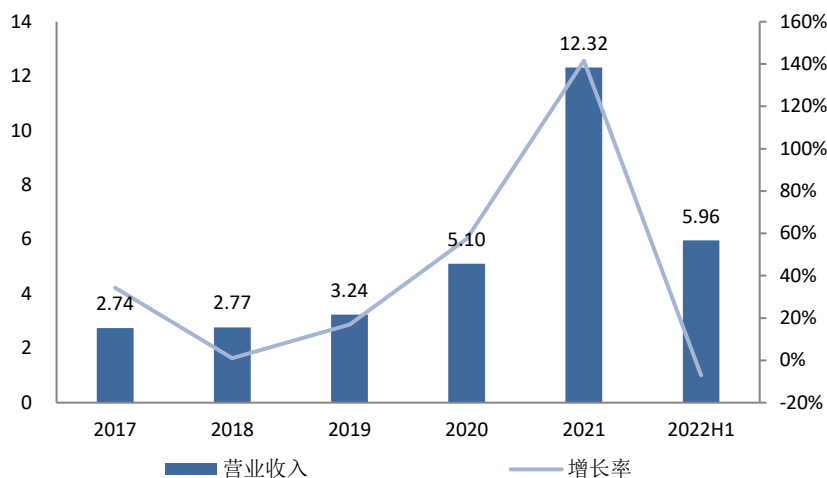
药品研发储备充足，有望保持稳定增长。公司不断丰富产品管线，其他制剂产品在公司制剂收入中占比进一步提升，单硝酸异山梨酯缓释片、阿卡波糖片、替格瑞洛片、阿哌沙班片、缬沙坦氢氯地平片、西格列汀片等新产品陆续通过一致性评价或按一致性评价进行新仿制药研发并获批上市，对公司制剂板块起到有效补充作用。在产品线不断丰富和消费群体不断扩大的影响下，公司药品板块有望保持稳健增长。

3.5 医疗服务布局广阔，规模效应或随之而来

业务覆盖广泛，全方面多层次构造医疗服务体系。乐普的医疗服务板块覆盖医疗咨询、诊断、治疗、监测、检测、转诊陪诊和家庭医生咨询急救系统 7 个领域，包括：乐普心血管网络医院、乐普心血管病专科医院、全国远程心电实时监测服务中心、与市县基层医院合作的介入导管室、乐普基因检测中心医疗服务、同心管家 APP 医疗服务、“一键式”家庭医生咨询急救系统医疗服务。

聚焦医院内部体系建设，护航创新产品临床试验。截止 2021 年末，医院已完成公司经导管植入式主动脉瓣膜系统（SimoCrown™）首例植入、经心尖二尖瓣夹系统（MemoClip-A）首例植入、经心尖二尖瓣人工腱索修复系统首例植入，此外生物可降解卵圆孔未闭封堵器、生物可降解房间隔缺损封堵器等重要创新产品也在进行临床试验中。医院自建动物实验中心也于 2022 年 4 月投入使用，进一步为公司创新产品提供技术支持。

图 26：乐普医疗医疗服务业务营收（亿元）及增速变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

布局远期市场，医疗服务板块助力产业链提升。2021 公司医疗服务板块收入 12.32 亿元，占公司总营收的 11.6%。但我们认为这一部分业务主要以扩大市场占有率为器械和药品导流为目的，不能仅仅单纯地看待收入，更应该看到对全平台全产业链布局的全面拉动作用。基层布局、远程医疗等入口相当于核心业务的乘数，在器械与药品产品线逐步成熟的背景下，这一乘数效果会越发凸显。

盈利预测、估值与投资评级

医疗器械业务：医疗器械为公司核心业务，现有创新产品组合和在研创新产品将在未来共同驱动业务成长，我们预计 2022-2024 年收入增速分别实现-14%、17%、29%；随着公司在研管线产品逐步上市，毛利率可能会有所回升，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 60%、62%、63%。

药品业务：公司不断丰富产品管线，多种制剂产品即将获批上市，药品板块有望恢复到增长轨道，我们预计 2022-2024 年收入增速分别实现 1%、10%、7%；随着集采的常态化推进，纳入集采的品种有望进一步增加，预计毛利率逐渐回升，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 72%、70%、70%。

医疗服务：公司医疗服务和健康管理业务覆盖广泛，计划全方面多层次构造医疗服务体系，驱动业务增长，我们预计 2022-2024 年收入增速分别实现 4%、25%、20%。医疗服务和健康管理业务政策影响相对小，预计毛利率相对稳定，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 45%、45%、45%。

表 2：乐普医疗收入按业务拆分（亿元）

单位：亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、医疗器械	34.37	34.00	61.69	52.85	61.68	79.31
yoy		-1.05%	81.43%	-14%	17%	29%
毛利率	69.29%	64.62%	58.31%	60%	62%	63%
2、药品	38.49	34.12	32.58	32.86	36.19	38.61
yoy		-11.35%	-4.50%	1%	10%	7%
毛利率	79.09%	76.20%	72.14%	72%	70%	70%

3、医疗服务	5.10	12.27	12.32	12.87	16.06	19.32
yoy		140.36%	44.00%	4%	25%	20%
毛利率	40.22%	47.93%	45.10%	45%	45%	45%
合计	77.96	80.39	106.60	98.58	113.93	137.24
yoy		3.12%	32.61%	-7.5%	15.6%	20.5%
成本	21.65	26.54	41.56	37.42	43.13	51.55
毛利率	72.23%	66.99%	61.01%	61.9%	62.0%	62.4%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

心脉医疗、佰仁医疗、惠泰医疗主营业务均同属于医疗器械板块的高值耗材，与乐普医疗的主营业务存在可比性，乐普医疗市盈率明显低于三家可比公司市盈率均值。由于集采影响逐步减弱叠加创新器械加速放量等因素，我们认为公司未来业绩有望实现平稳增长。

表 3: 可比公司估值 (可比公司参照 wind 一致预期, 截至 2022.10.19)

股票代码	公司简称	每股收益 EPS (元)				市盈率 PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688016.SH	心脉医疗	4.39	5.67	7.62	9.95	57	39	29	22
688198.SH	佰仁医疗	0.53	0.75	1.29	2.17	479	173	101	60
688617.SH	惠泰医疗	3.12	4.33	5.94	8.1	90	73	54	41
平均值							95	61	41
300003.SZ	乐普医疗	0.91	1.15	1.24	1.55	28	22	20	16

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计公司 2022-2024 年扣非归母净利润为 22 亿元、24 亿元、29 亿元，同比增长分别为 26.5%、8.1%、24.4%，对应 PE 为 22x、20x、16x。我们认为公司作为心血管医疗领域龙头公司，产品矩阵丰富；集采负面情绪逐渐消除，同时未来产品加速海外布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资建议

乐普医疗作为我国医疗器械行业领导者，开辟心血管植介入领域新赛道的国内龙头公司，建立了全方位全系列更具竞争优势的产品矩阵，为国产植介入技术的发展打开了新的局面。在我国医疗器械领域政策逐渐向好的情况下，值得长期重点关注。

风险因素

5.1 高值医用耗材、药品集采的风险

国务院办公厅《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》(国办发〔2019〕2 号)以法规的形式全面制定了国家药品集中采购和方案要点。随着仿制药集采政策的广泛推广，预计未来集采药品品种将不断扩充。公司现有硫酸氢氯吡格雷片和阿托伐他汀钙片已经进入药品集采目录，后续也会新增药品进入药品集采目录，按照多家价格竞争的可能预期，公司存在个别药品未能中选后续有关省市药品集采的风险。

国务院办公厅《关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》(国办发〔2019〕37 号)以法规的形式全面制定了国家高值医用耗材治理改革方案要点，随着国家高值医用耗材治理改革试点的实施，预计未来年度会在全国家省市广泛推广高值医用耗材集采政策，覆盖品种也将扩充，公司现有冠脉心脏支架等产品将进入高值医用耗材集采试点目录，后续也会新增高值医用耗材集采目录，按照多家价格竞争的可能预期，公司存在个别高值医用耗材未能中选后续

有关省市高值医用耗材集采的风险。

5.2 产品研发风险

创新类药品和医疗器械存在研发投入大、研发风险高、认证注册周期长等特点，因此，公司在研药物和医疗器械存在研发失败风险、临床试验失败风险和注册审批失败风险。如果公司新产品不能获批上市，则将对公司的收入增长和盈利能力产生不利影响。

5.3 市场竞争风险

在国家政策支持和融资渠道优化的背景下，近年来国内初创医疗器械企业和创新药企业数量不断增加，产品研发进度也快速推进，公司后续竞品数量呈现增长趋势，未来商业化竞争格局将更为激烈。随着国内医疗器械以及药品行业竞争加剧，公司心血管支架、药品等相关高值耗材、药品存在价格下降风险，可能会对公司该类产品的未来盈利能力产生一定的影响。

5.4 业务整合、规模扩大带来的集团化管理风险

伴随业务上持续的并购整合，公司的架构体系已发展成拥有国内外数十家子公司的产业集团，集团化对公司的整体运营管理和人才队伍建设都提出了更高要求。如何协调统一，加强管控，提高整体运营效率，实现多元化后的协同，是未来公司发展面临风险因素之一。

资产负债表					
单位:亿元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	66	81	85	113	142
货币资金	24	38	38	44	72
应收票据	0	1	0	0	0
应收账款	21	17	30	38	44
预付账款	2	3	2	3	3
存货	14	19	12	25	19
其他	4	4	3	4	4
非流动资产	116	126	124	122	120
长期股权投资	8	11	11	11	11
固定资产(合计)	21	22	20	18	16
无形资产	14	14	14	14	14
其他	73	79	79	79	79
资产总计	182	207	209	235	262
流动负债	48	33	28	34	36
短期借款	19	6	6	6	6
应付票据	1	2	0	0	0
应付账款	8	11	9	13	13
其他	21	14	13	15	17
非流动负债	28	51	51	51	51
长期借款	11	12	12	12	12
其他	17	39	39	39	39
负债合计	76	84	79	85	87
少数股东权益	7	8	9	9	10
归属母公司股东权益	99	115	122	141	165
负债和股东权益	182	207	209	235	262

重要财务指标					
单位:亿元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	80	107	99	114	137
同比(%)	3.1%	32.6%	-7.5%	15.6%	20.5%
归属母公司净利润	18	17	22	24	29
同比(%)	4.4%	-4.6%	26.5%	8.1%	24.4%
毛利率(%)	67.0%	61.0%	62.0%	62.1%	62.4%
ROE%	18.3%	15.0%	17.9%	16.7%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.95	0.91	1.15	1.24	1.55
P/E	26.30	27.56	21.78	20.14	16.20
P/B	4.80	4.13	3.89	3.36	2.86
EV/EBITDA	1.32	0.46	0.51	0.28	-0.48

利润表					
单位:亿元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	80	107	99	114	137
营业成本	27	42	37	43	52
营业税金及附加	1	1	1	1	1
销售费用	18	21	18	21	25
管理费用	6	7	7	8	10
研发费用	7	9	8	10	12
财务费用	3	2	2	2	2
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	-1	-3	-3
其他	5	1	1	1	1
营业利润	21	21	25	27	33
营业外收支	1	0	1	0	0
利润总额	22	21	26	28	34
所得税	3	4	3	3	4
净利润	19	18	22	24	30
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	18	17	22	24	29
EBITDA	26	32	30	34	40
EPS(当年)(元)	1.01	0.96	1.15	1.24	1.55

现金流量表					
单位:亿元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	21	31	17	14	38
净利润	19	18	22	24	30
折旧摊销	4	5	2	2	2
财务费用	3	2	2	2	2
投资损失	2	4	1	3	3
营运资金变动	-3	2	-9	-16	2
其它	-4	-1	-1	0	0
投资活动现金流	-7	-9	-1	-2	-3
资本支出	-6	-10	1	0	0
长期投资	-4	-3	0	0	0
其他	3	5	-1	-3	-3
筹资活动现金流	-8	-9	-17	-6	-7
吸收投资	1	1	-10	0	0
借款	47	37	0	0	0
支付利息或股息	-6	-6	-7	-6	-7
现金流净增加额	6	13	0	6	29

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5 年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021 年 4 月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得 2015/2016/2017 年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术学士，卡耐基梅隆大学信息技术管理硕士，1 年证券从业经验。曾在国金证券从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医疗设备、医疗耗材、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。