

乐普医疗 (300003.SZ)

心血管器械龙头创新驱动，负面出清拐点向上

投资要点：

- 阵痛期已过，多重负面因素出清，业绩有望重回高增长。

公司系国内唯一覆盖心血管疾病全生命周期管理的公司，主营涉及器械、药品、医疗服务及健康管理。经过三年的结构调整，已经逐渐走出药品、支架集采的困境，疫情基数扰动等因素逐步清退。

在整体营收低基数下，24年公司有望重回业绩高增。1) 药品集采系统性风险降低：23年公司在江苏集采中丢标对业绩造成一定波动，24年广东集采中标且降价幅度有限；2) 后续减值风险低：23年对应急产品存货及对收购博思美形成的商誉已计提减值，对利润的负面影响已经消除；博螫生物甘精胰岛素产品中标全国集采，后续无商誉减值风险；3) 人员优化并加强精益化管理：23年以乐普诊断为主的人员架构调整后公司迈入精益化阶段。

- 可降解 PFO 封堵器、冲击波球囊等多款创新产品上市，持续贡献器械板块增长动能。

创新产品持续贡献器械板块增长动能。1) 冠脉重磅创新产品接续推出：冲击波球囊 24 年 1 月上市，构建起公司独特的“诊断评估-建立通路-钙化处理-介入治疗”冠脉创新产品组合。2) 结构心产品迭代升级：23 年 9 月 MemoSorb® 系全球首款可降解 PFO 封堵器获批，已实现从单/双瓣、氧化膜单瓣、到生物可降解/可吸收产品商业化，心泰近年毛利率保持 88%+。3) 在研产线矩阵丰富：冠脉、外周持续推新，瓣膜、电生理等补齐产线，预计未来每年 4-5 项重磅产品获批。

此外，外科麻醉业务中吻合器、超声刀等多款产品在各省际联盟集中采购中实现中标，有望借助集采快速提升市场覆盖与份额。

- 核心仿制药产品降价幅度收窄，创新药多管线储备中。

24 年广东联盟阿莫西林等药品集采中，公司核心品种硫酸氢氯吡格雷及阿托伐他汀降价幅度不足 12%，我们预计上述产品的价格已接近底部，公司基本实现药品在集采周期的平稳过渡；叠加核心品种原料药自供优势，公司近年药品板块毛利率稳定 65%+。依托更多心血管疾病仿制药产品陆续上市、适应症扩展，药品业务有望恢复增长。

控股民为生物，进入代谢类疾病创新药领域。公司自主研发的 GLP-1/GCGR/GIP-Fc 融合蛋白 MWN101 项目推进顺利，已开展 2 型糖尿病和肥胖的 II 期临床试验，预计 25Q1 可开启 III 期临床。

- 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2026 年收入 CAGR 为 12.6%，归母净利润 CAGR 为 28.6%，当前股价对应 PE 12/10/9 倍。采用可比公司估值法，计算得可比 24 年平均 PE 为 33 倍，考虑到公司创新器械加速放量，且药品板块集采影响已减弱，新制剂相继上市，有望实现药品业务平稳增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示

药械集采风险、产品研发不及预期风险，市场竞争加剧风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,609	7,980	8,932	10,135	11,396
增长率	0%	-25%	12%	13%	12%
净利润(百万元)	2,203	1,258	1,973	2,350	2,675
增长率	28%	-43%	57%	19%	14%
EPS(元/股)	1.17	0.67	1.05	1.25	1.42
市盈率(P/E)	11.0	19.2	12.3	10.3	9.0
市净率(P/B)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

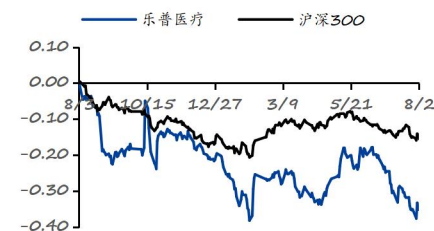
买入 (首次评级)

当前价格：12.87 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,880.61/1,616.10
流通 A 股市值(百万元)	20,799.18
每股净资产(元)	8.59
资产负债率(%)	29.40
一年内最高/最低价(元)	20.32/11.60

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
 SLH30021@hfzq.com.cn
 分析师：王艳(S0210524040001)
 wy30524@hfzq.com.cn
 分析师：刘佳琦(S0210523090003)
 LJQ3653@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 乐普医疗：心血管器械龙头创新驱动，负面因素出清拐点向上.....	3
1.1 创新驱动，心血管器械龙头.....	3
1.2 创新产品持续高拉动，加速国际化布局.....	5
2 医疗器械：心血管创新生态平台下丰富矩阵递次贡献高成长动能.....	6
2.1 创新管线强势放量，在研后续管线接力.....	6
2.2 创新大品类增量推动：冲击波球囊及 PFO 封堵器蓝海市场可及空间广阔.....	9
3 药品稳健现金流，多管线+代谢创新药驱动未来持续增长.....	12
3.1 集采过渡+续约利空出清，县域等销售渠道下沉药品持续改善.....	12
3.2 从心血管疾病管理用药到代谢类创新药，药品后发在即.....	13
4 医疗服务&健康管理：战略性布局多消费医疗场景，眼科+皮肤科先行驱动...14	
4.1 健康管理：人工智能结合硬件，全方位守护心血管.....	14
4.2 消费医疗：平台化业务拓展至消费医疗，眼科+皮肤科业务先行.....	16
5 盈利预测与投资建议.....	17
5.1 盈利预测.....	17
5.2 投资建议.....	18
6 风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司上市后发展历程及未来发展预测（左：营业收入、净利润；右：股价）.....	4
图表 2： 公司营业收入构成及增速情况.....	5
图表 3： 费用率变化情况.....	5
图表 4： 销售毛利率与净利率情况.....	5
图表 5： 公司研发投入情况.....	6
图表 6： 创新产品增速情况.....	6
图表 7： 公司海内外营收占比情况.....	6
图表 8： 公司海内外毛利率情况.....	6
图表 9： 公司创新心血管类医疗器械创新平台.....	7
图表 10： 公司医疗器械板块营收及毛利率变化.....	7
图表 11： 24Q1 公司医疗器械板块分业务情况.....	7
图表 12： 未来三年器械板块商业化产品储备丰富.....	9
图表 13： 创新医疗器械发展相关政策.....	9
图表 14： 中国 PCI 手术例数.....	11
图表 15： 冠状动脉血管内碎石术（IVL）作用原理.....	11
图表 16： 我国封堵器植入量情况.....	11
图表 17： 子公司乐普心泰营收及毛利率情况.....	11
图表 18： 公司药品业务营业收入情况.....	13
图表 19： 公司历次药品核心品种集采情况.....	13
图表 20： 公司药品业务产销情况.....	13
图表 21： 公司药品板块毛利率变化情况.....	13
图表 22： 大分子药物筛选和研发平台，布局代谢类疾病创新药研发.....	14
图表 23： 公司医疗服务&健康管理业务营收情况.....	15
图表 24： 公司医疗服务&健康管理业务毛利率情况.....	15
图表 25： 公司血糖检测板块产品在研情况.....	15
图表 26： 公司消费医疗产品推进情况（截止 2024 年 7 月底）.....	16
图表 27： 公司业绩拆分预测表（百万元）.....	18
图表 28： 可比公司估值表（截止 2024 年 8 月 2 日）.....	18
图表 29： 财务预测摘要.....	20

1 乐普医疗：心血管器械龙头创新驱动，负面因素出清拐点向上

1.1 创新驱动，心血管器械龙头

乐普医疗成立于1999年，2009年在深交所创业板上市，逐步形成覆盖心血管疾病领域全生命周期的整体解决方案提供商，致力于提供医疗器械、药品、医疗服务及健康管理产品及服务。作为国内心血管介入领域的龙头企业，研发推出首个国产冠脉支架、国产心脏起搏器、国产切割球囊等，在切割球囊、先心封堵器等领域实现了国产替代；率先实现国内首个冠脉生物可吸收支架、切割球囊，以及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。

公司上市后主要有以下几个发展阶段：

(1) 2009-2012年为初期发展阶段：公司早期依托自主研发的冠脉药物洗脱支架产品，不断积累市场份额与影响力，营收及归母净利润平稳增长，分别实现CAGR 21.6%和11.3%。

(2) 2013-2018年为快速成长阶段：基于冠脉支架的研发技术及市场积累，公司走向外延式快速扩张的新时代，拓展冠脉领域医疗器械产品管线，横向延伸至其他心血管疾病领域；通过收购引入心血管疾病药物板块，加强公司在心血管疾病治疗领域的实力，增加业绩增长动力，营收及归母净利润CAGR分别实现37.3%和27.5%。

(3) 2019-2021年迎接集采挑战：自2019年起，公司的两款核心药物氯吡格雷、阿托伐他汀钙以及冠脉金属支架等医疗器械产品纳入带量采购，市场价格降幅分别近60%、90%、90%。与此同时，公司加大创新策略积极拥抱集采，2019年研发出国内首家、国际领先的生物可吸收支架，2020年继续推出药物涂层冠脉球囊导管、切割球囊系统等创新产品，以组合包的形式完成术前预处理及治疗，市场运用前景广阔。

(4) 2022年起，公司面对集采、应急产品的基数扰动，坚持以创新支撑成长：2022年剔除应急产品影响，公司营收同比增长19.6%；常规支架产品收入占比下降、创新产品销售额大幅提升，其中心血管介入产品组合营收实现同比增长43.6%。

2023年多重负面因素陆续出清，业绩有望迎来拐点。由于2022年应急快速检测试剂盒及PCR仪器设备销售致使高基数，同时行业性事件及药品续标带来压力，2023年实现营收79.8亿元（同比-24.8%），实现归母净利润12.6亿元（同比-42.9%）。由于23Q1仍有应急产品销售，公司24Q1业绩略有波动，实现营收19.2亿元（同比-21.1%），实现归母净利润4.8亿元（同比-19.3%）。

在整体营收低基数下，24年公司有望重回业绩高增。1) 药品集采系统性风险降低：23年公司在江苏集采中丢标对业绩造成一定波动，24年公司氯吡格雷、阿托伐他汀等药品均中标广东联盟集采且降价幅度有限，缓释部分药品集采压力；2) 后续



减值风险低：23 年对应急产品存货及对收购博思美形成的商誉已计提减值，对利润的负面影响已经消除；博螯生物的甘精胰岛素产品在全国集采中标，后续无商誉减值风险；**3) 人员优化并加强精益化管理：**23 年以乐普诊断为主的人员架构调整后公司迈入精益化管理阶段。

我们预计未来百余款处于不同临床阶段或上市报批阶段的创新产品将在未来几年中陆续进入市场，此外丰富的药品储备以及医疗服务与健康业务的管理的成长，都将为公司业绩增长带来源源动力，突破逆境，实现新一轮飞跃。

图表 1：公司上市后发展历程及未来发展预测（左：营业收入、净利润；右：股价）

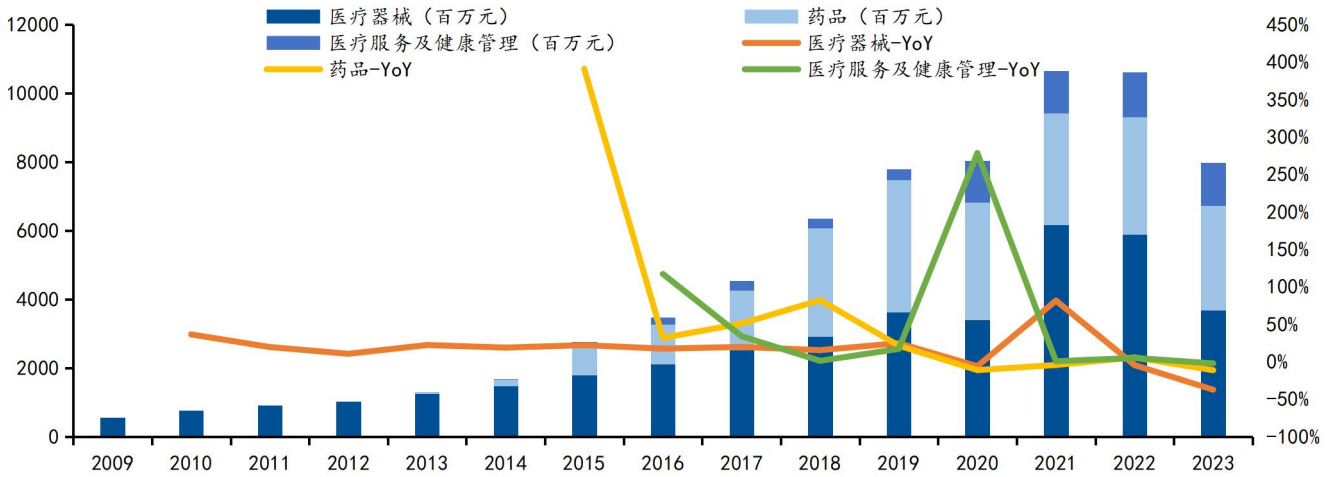


数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

注：2024-2026 年营收及净利润预测取自华福证券研究所预测；图中箭头表示公司业绩增长趋势变化及未来预测。

2023 年公司医疗器械板块实现营收 36.74 亿元（同比下降 37.5%），由于体外诊断业务上年对营业收入贡献较大，剔除体外诊断业务后，器械板块营收同比增长 6.7%；药品板块实现营收 30.4 亿元（同比下降 11.5%），系公司在 23Q2 江苏氯吡格雷集采中价格过低选择弃标，导致部分库存消化计提产生一定影响；医疗服务及健康管理板块实现营收 12.6 亿元（同比下降 2.4%），剔除应急相关收入，该板块营收同比增长 6.5%。

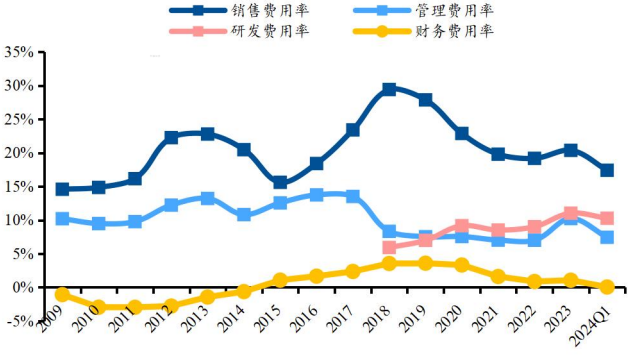
图表 2：公司营业收入构成及增速情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

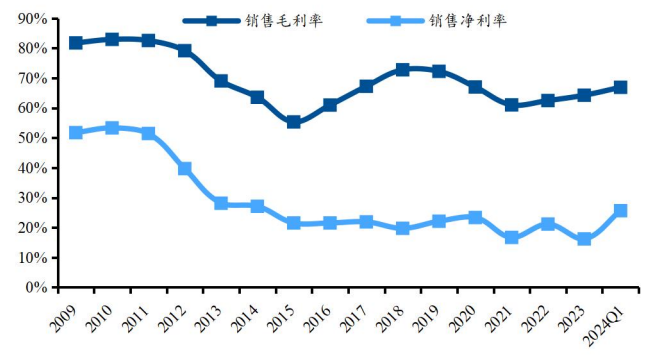
平台化业务布局抵抗风险，驱动新一轮业绩增长。公司作为平台型企业，通过整合各业务板块和子公司，内部管理持续优化，集采推进的同时改善销售费用支出。2023 年，公司研发支出突破 10 亿，占营业收入的 15.56%；盈利能力上，毛利率与净利率水平已开始显著回升，24Q1 净利率达到 25.6%，已超过 2020 年抗原类业务等带来的高利润水平，可见创新产品占比大幅提升，提高了公司的整体盈利水平。

图表 3：费用率变化情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：销售毛利率与净利率情况



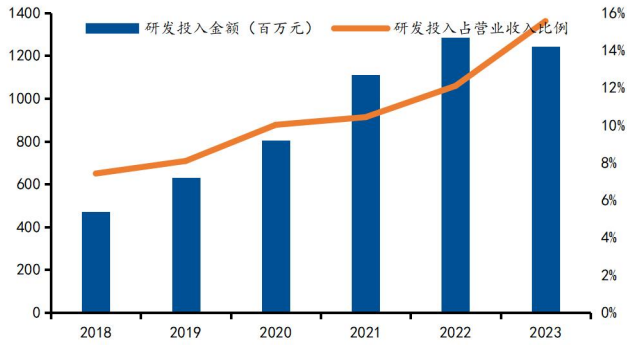
数据来源：Wind，华福证券研究所

1.2 创新产品持续高拉动，加速国际化布局

坚持自主创新，重要创新产品研发进展顺利。公司持续推进医疗器械尤其是心血管植介入创新产品的研发，研发管线推进速度显著优于同行，逐步实现冠脉植介入、结构性心脏病创新产品组合的商业化，驱动业绩成长。公司研发投入比例持续提升，2023 年研发投入达 12.4 亿元，占营业收入的 15.6%。

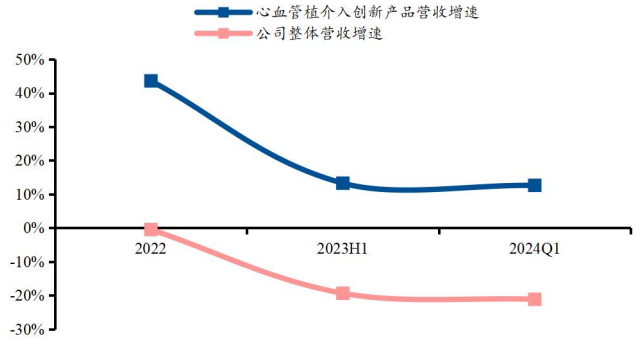
创新产品营收占比逐步提升，创新品类放量拉动整体营收。基于创新产品的持续推广及产品的协同性，2022H1 冠脉创新产品营收实现同比 61% 的增长，在冠脉产品中占比 69%，相较于 2019 年 10% 的份额实现了快速放量。心血管植入产品组营收增速大幅领先整体于营收增速，创新品类的丰富将持续带动营收。

图表 5: 公司研发投入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

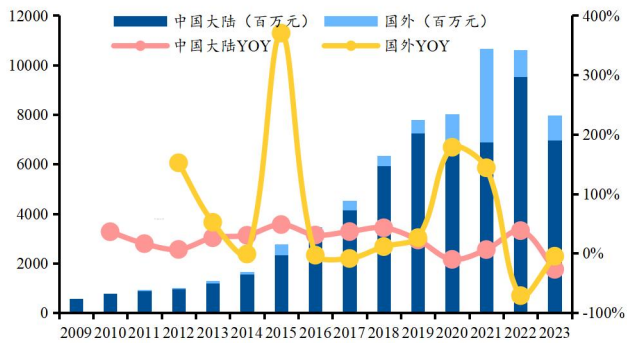
图表 6: 创新产品增速情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

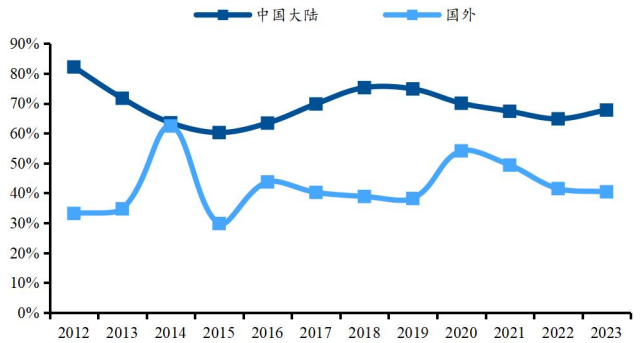
海外收入结构优化中, 出海雏形显现。剔除疫情期间高毛利的抗原检测试剂收入, 2022 及 2023 年的海外毛利率已回升至疫情前水平; 2023 年海外收入 10.3 亿元 2019-2023 年营收 CAGR 达 17%。公司已在亚洲、欧洲、北美、中东等 160 多个国家和地区建立了销售网络; 同时马来西亚子公司生产基地建设中, 主要用于医疗企业的海外生产, 为将来辐射马来西亚及东南亚地区周边市场打下稳固基础。

图表 7: 公司海内外营收占比情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 8: 公司海内外毛利率情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

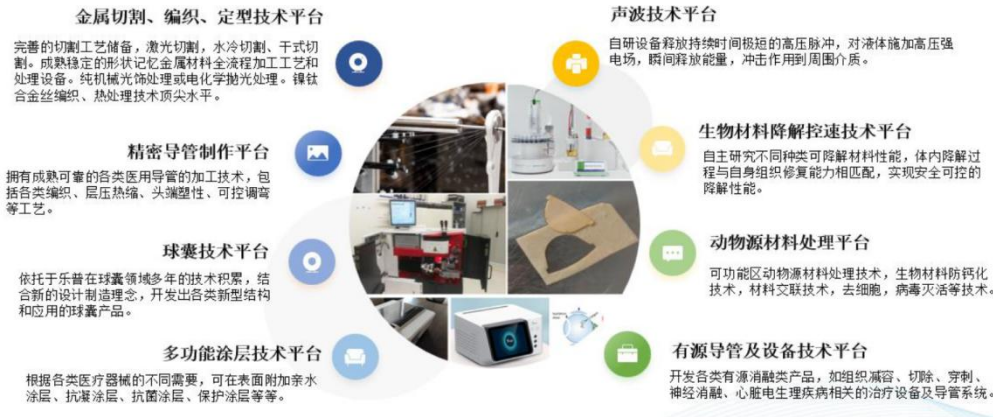
2 医疗器械: 心血管创新生态平台下丰富矩阵递次贡献高成长动能

2.1 创新管线强势放量, 在研后续管线接力

多项国内首家及百余款在研产品梯队彰显创新器械平台型公司实力。始于冠脉药物支架, 经过 20 余年的深耕, 公司已具备了成熟的医疗器械研发平台, 在冠脉介入、外周植介入、结构性心脏病、电生理、心衰、神经调节等各细分领域均布局了一系列具有前瞻性的在研管线。心血管介入医疗器械创新产品从立项到最终注册获批, 普遍平均研发周期约 6 年; 公司研发管线推进速度显著优于同行, 产品平均研发周期约 4 年, 开发并商业化了数个“国产第一”, 包括: 无载体冠脉药物支架、双腔心脏起搏器、冠脉生物可吸收支架、冠脉切割球囊、生物可降解封堵器等。



图表 9：公司创新心血管类医疗器械创新平台



数据来源：公司公告，华福证券研究所

摆脱疫情因素，创新产品持续发力，接续营收放量。心血管植介入业务是公司核心业务，以冠脉植介入和结构性心脏病为主，外周植介入、心脏节律管理及电生理等领域产品线正在丰富中。2023 年医疗器械板块实现营收 58.8 亿元，其中常规业务营收同比增长 35.64%。

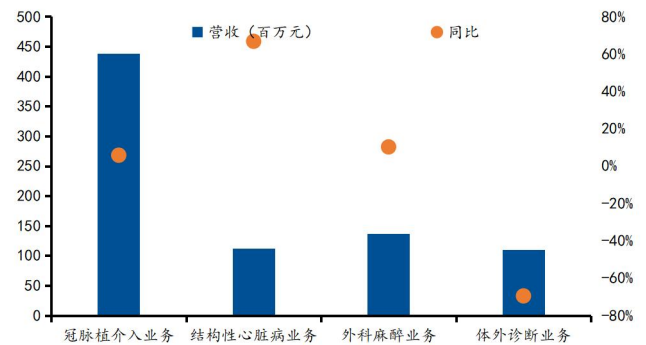
受 23Q1 应急产品销售影响，公司 24Q1 医疗器械板块实现营收 8.9 亿元（同比降低 18.7%），其中心血管植介入创新产品组合仍实现同比增长 12.6%。分各子板块看，冠脉植介入业务实现营收 4.4 亿元（同比增长 5.8%），结构性心脏病业务实现营收 1.1 亿元（同比增长 66.8%），外科麻醉业务实现营收 1.4 亿元（同比增长 10.2%），体外诊断业务实现营收 1.1 亿元（同比下降 69.5%）。

图表 10：公司医疗器械板块营收及毛利率变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 11：24Q1 公司医疗器械板块分业务情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

冠脉植介入领域创新产品持续推出，已基本覆盖 PCI 手术全流程。自 2019 年起创新产品“药可切”陆续推出，公司不断完善从诊断评估（血流储备分数计算软件、一次性使用压力微导管）、建立通路（导丝导管、一次性介入配件、PTCA 球囊扩张导管等）、到钙化处理、介入治疗（切割球囊系统、一次性使用冠脉血管内冲击波导管/设备）等产品矩阵，推动国内经皮冠状动脉介入治疗的创新发展。我国冠脉中重度钙化的发病率接近 35%，2024 年 1 月公司一次性使用冠脉血管内冲击波导管获批，对于中重度钙化病变处理效果佳，有望进一步贡献营收增量。



结构性心脏病领域现商业化产品以封堵器类为主，以产品迭代升级实现业务高增。控股子公司乐普心泰专注于结构性心脏病领域，布局管线涵盖结构心脏病三大应用领域（先天性心脏病、心源性卒中及瓣膜病）。公司封堵器类产品从一代（单/双瓣）、二代（氧化膜单瓣），逐步迭代升级，已成功实现三代生物可降解/生物可吸收产品商业化。2021年乐普心泰在先心封堵器国内市场销售额占比已达38%；2023年9月MemoSorb®作为全球首款可降解PFO封堵器获批。瓣膜类产品在在研管线中，经导管植入式主动脉瓣膜系统TAVR有望于2024年获批，补齐结构心三大版图最后一块拼图。

外科麻醉领域控股子公司秉琨医疗主要聚焦外科用医疗器械及辅助麻醉护理类器械两大领域，主要产品包括外科手术中使用的各类吻合器、超声刀等外科用医疗器械，多款产品在各省际联盟集中采购中实现中标，以期商业化渠道的进一步开拓，后续研发持续探索可吸收材料技术、生物材料技术、药械结合技术以及能量驱动技术等微创外科及辅助麻醉护理领域的创新场景应用。

体外诊断领域控股子公司乐普诊断已覆盖生化、免疫（化学发光）、分子、血液与凝血、POCT等各细分领域及重要技术平台，持续推进高速生化、免疫等检测系统整合的全自动流水线整体解决方案，同时布局阿尔茨海默症标志物、新血栓标志物（TAT、PIC、TM等）等项目。

公司在冠脉、外周、结构心、电生理、心衰以及健康管理等心血管医疗器械细分板块搭建起具有百余项在研产品，形成重磅产品轮动推出的丰富梯队。随着集采的常态化，公司动态管理研发项目进程，协同渠道端优势，实现收入结构优化调整，有效消化政策风险，促进心血管植介入板块未来可持续良性发展。随在研产品逐步上市，创新产品收入占比将不断提升，也将有助于加快公司在相关领域的国产替代步伐。



图表 12：未来三年器械板块商业化产品储备丰富

	2024	2025	2026
冠脉植介入	☆血管内冲击波导管/设备	☆雷帕霉素药物灌注系统	☆血管内超声
		雷帕霉素药物涂层球囊	载药切割球囊
			载药棘突球囊
			冠状动脉窦脉冲球囊
外周植介入	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
	☆血管内冲击波导管/设备	☆雷帕霉素药物球囊	
	膝上/膝下 PTA 药物球囊	点支架	
结构性心脏病	生物可降解 ASD 封堵器	经心尖二尖瓣修复系统（腱索）	生物可降解左心耳封堵器
	☆经导管植入式主动脉瓣膜系统 TAVR	☆经心尖二尖瓣夹修复系统	经股二尖瓣夹修复系统
	☆射频房间隔穿刺针/设备		
CRM 电生理		☆冷冻球囊系统/导管	☆肾动脉超声消融导管/设备
		核磁兼容心脏起搏器	☆电场消融导管/设备
心衰		☆植入式心脏收缩力调节器	☆植入式心脏再同步治疗起搏器
			左心房辅助装置
其他	NeoGIU®（无创血糖仪）	NeoGLU COMFORT®（CGM 植入式）	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：上述汇总要创新产品将为营收贡献增量

2.2 创新大品类增量推动：冲击波球囊及 PFO 封堵器蓝海市场可及空间广阔

在国家政策激励和资本支持的背景下，医疗器械行业产品不断创新。国务院、药监局等部门发文优化工作，开放绿色通道，加快获批上市进程，在 2023 年 9 月国务院常务会议集中通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》及《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》都提出了聚焦临床需求，强化医工协同的要求。随着国家积极鼓励创新的浪潮，国产创新医疗器械发展的市场环境得到进一步改善和支持。

图表 13：创新医疗器械发展相关政策

发布时间	政策/文件名称	发布单位	核心内容
2023. 09	《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》	国务院	要求聚焦临床需求和健康保障，强化医工协同，推进技术创新、产品创新和服务模式创新，提升产业基础高级化和产业链现代化水平，推动医疗装备产业高质量发展。
	《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》		
2022. 09	《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第 4955 号建议的答复》	医保局	集采重点将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入范围； 由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式，在集中带量采购之外留出一定市场为创新产品开拓市场提供空间。
2022. 07	《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理暂行办法的通知（试行）》	北京医保局	提出审批通过的创新药、 创新医疗器械可申请 DRG 除外支付管理办法。
2021. 04	《关于开展国家组织高值医用耗	医保局、发改委、工信部、财	重点将部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、



	材集中带量采购和使用的指导意见》	政部、卫健委、市场监管总局、药监局、中央军委后勤保障部	市场竞争较充分、同质化水平较高的高值医用耗材纳入采购范围，并根据市场销售情况、临床使用需求以及医疗技术进步等因素，确定入围标准。
2021.03	《医疗器械监督管理条例》	药监局	开通创新医疗器械绿色通道 ，积极解决申请人关键技术节点存在的问题，在标准不降低、程序不减少的情况下 予以优先审评审批 。
2019.08	《创新医疗器械特别审批程序》	药监局	制定并实施创新医疗器械特别审批程序，加快创新器械的注册速度 ；对临床急需等产品采取优先审批，加快产品上市，包括国家科技重大专项，重点研发计划涉及到的医疗器械，诊断或者治疗罕见病、恶性肿瘤、老年人特有和多发疾病以及专门用于儿童的医疗器械，临床急需的医疗器械，这些情形的医疗器械予以优先审批；实施医疗器械注册人制度试点；实施医疗器械注册电子申报，进一步提升审评效率。
2018.11	《创新医疗器械特别审查程序》	药监局	鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用；设立创新医疗器械审查办公室 ，对创新医疗器械特别审查申请进行审查，收到特别审查申请后，应当于60个工作日内出具审查意见并予以公示。
2017.1	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央、国务院	鼓励临床医生参与药品医疗器械技术创新活动，优化临床试验审批程序 ，接受境外临床试验数据。
2017.06	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	科技部	加速医疗器械产业整体向创新驱动发展的转型；完善医疗器械研发创新链条 ：突破前沿技术和部件，开发进口依赖度高、临床需求迫切的高端、主流医疗器械和适宜基层的智能化、移动化、网络化产品，推出一批基于国产创新医疗器械产品的应用解决方案。
2016.1	《医疗器械优先审批程序》	药监局	对于治疗罕见病、常见肿瘤、老年人特有和多发疾病、儿童和临床急需的境内第三类和进口第二类、第三类医疗器械注册申请实施 优先审批 。

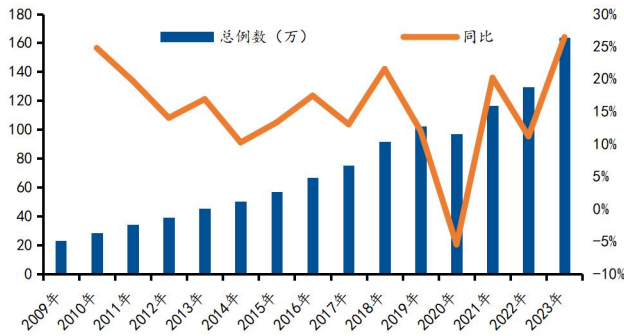
数据来源：药监局，中国政府网，地区医保局，健康界，新华社等，华福证券研究所

创新医疗器械助力冠脉 PCI 手术向精准化方向发展，公司“药可切”等重磅新产品弥补集采降价因素，支撑业绩持续放量。依托 PCI 手术量快速增长创新产品矩阵的丰富，公司创新类冠脉类产品销售占比实现快速提升，弥补了金属支架降价导致的亏损；2022H1 公司金属支架集采产品在冠脉器械板块中的收入占比仅为 12%。

冠脉钙化随年龄增加而增加，血管内冲击波技术可满足中膜钙化及钙化结节处理需求。冠脉钙化在 40-49 岁人群中发生率约为 50%，在 60-69 岁人群中发生率约为 80%。在术前预处理环节，斑块旋磨/旋切术、准分子激光、高压球囊、切割球囊等方式可适用于血管内膜的浅层钙化；冲击波能量可作用于硬的钙化病变，同时避免对于血管壁的正常结构造成损伤。全球首款血管内冲击波系统 Shockwave2022 年 5 月获批 NMPA；公司一次性使用冠脉血管内冲击波导管/系统于 2024 年 1 月获批，系国内第二个上市的国产同类产品、全球第三款上市的冠状动脉血管内碎石术产品，对于中重度钙化病变处理效果佳，搭配公司已有的冠脉创新产品组合，使得更多患

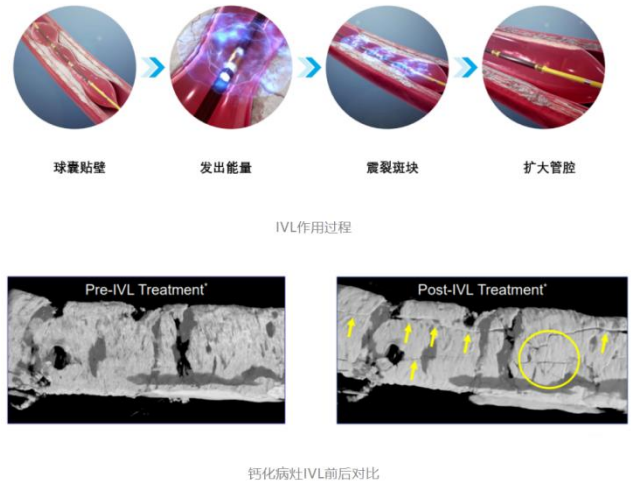
者收益。

图表 14: 中国 PCI 手术例数



数据来源: CCIF&CCPCC2024, 华福证券研究所

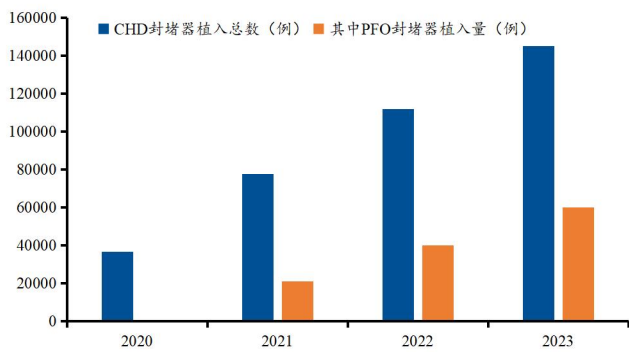
图表 15: 冠状动脉血管内碎石术 (IVL) 作用原理



数据来源: 公司公众号, 华福证券研究所

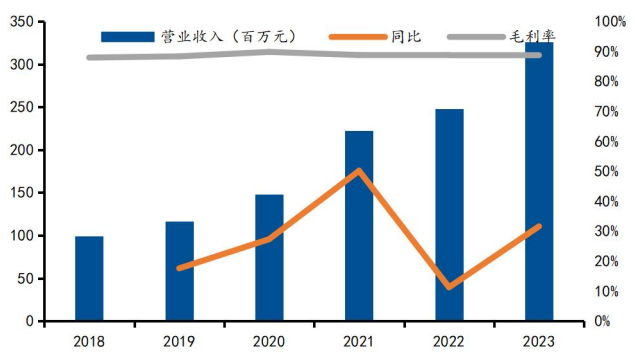
封堵器类高值产品更新升级, 乐普心泰实现稳定高毛利。子公司心泰医疗在封堵器类产品上已从一代(单/双铆)、二代(氧化膜单铆), 逐步迭代升级, 2023年9月 MemoSorb®生物可降解卵圆孔未闭封堵器获批, 已成功实现三代生物可降解/生物可吸收产品商业化。2023年心泰医疗实现营收 3.27 亿元(同比增长 31.6%), 依托高值创新类产品的更新迭代, 公司近 5 年毛利率稳定在 88% 以上。

图表 16: 我国封堵器植入量情况



数据来源: 《先心病介入年度报告 2023》, 华福证券研究所
注: 2020 年 PFO 封堵术数据不详, 故未列出

图表 17: 子公司乐普心泰营收及毛利率情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

PFO 是心源性卒中最常见的危险因素, 我国 PFO 介入治疗数量快速增长。据《卵圆孔未闭规范化诊疗中国专家共识》, 人群患病率约为 20%~34%。流行病学研究表明, 已发生缺血性卒中的中青年患者中 PFO 检出率达 50%~60%, 远高于正常人群 (20%~25%)。近年我国 PFO 封堵器植入量快速增长, 2023 年中国 PFO 植入量已达 6 万例左右, 跃居所有结构性心脏病介入数量首位; 2023 年 PFO 封堵器植入量至的使用比例已上升至 40%+。

目前国内已获批的 4 家 PFO 封堵器厂商中(雅培、华医圣杰、唯柯医疗、乐普),



公司系唯一一家可降解 PFO 封堵器获批厂商。此前广泛使用的传统金属 PFO 封堵器植入后终身存留，可能引发镍离子析出、心内组织磨蚀、血栓形成、房性心律失常等并发症；公司可降解产品可诱导自体组织生物修复后，一年内逐渐降解吸收，实现“植入无残留”，可为未来穿刺房间隔等介入治疗留出安全通路。

未来公司全线心血管医疗器械有望以创新产品为核心，冠脉、外周持续推新，瓣膜、电生理等补齐产线，创新大品类的滚动推出将带动公司整体业绩与盈利水平的加速增长。

3 药品稳健现金流，多管线+代谢创新药驱动未来持续增长

3.1 集采过渡+续约利空出清，县域等销售渠道下沉药品持续改善

心血管疾病管理用药平台型企业，集采降价幅度收窄、利空出清。公司是国内心血管疾病管理用药平台型企业之一，旗下从事药品业务的子公司包括乐普药业、浙江乐普医药，产品主要包含原料药及制剂，共有 90 款药品被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》。

2019 年国采第一批扩围中，公司的两款核心产品阿托伐他汀钙片与硫酸氢氯吡格雷中标，2021 年底已完成续标工作，两种药品中标省份规模扩大，对比两次集采价格，两种药品的价格降幅较为温和。2023 年受到江苏集采降价影响，公司产品丢标对业绩产生一定波动；2024 年公司硫酸氢氯吡格雷片、阿托伐他汀钙片、瑞舒伐他汀钙片已中标广东联盟阿莫西林等药品集中带量采购，本次核心品种硫酸氢氯吡格雷及阿托伐他汀产品降价幅度不足 12%，我们预计上述两款产品的价格降幅已接近底部，公司基本实现了药品在集采周期的平稳过渡。

截至 23 年末，公司恩格列净片、甲磺酸多沙唑啉缓释片、枸橼酸托法替布缓释片、甲磺酸乐伐替尼胶囊、瑞舒伐他汀钙片、硝苯地平控释片、甘精胰岛素、磷酸奥司他韦干混悬剂顺利获批上市，进一步丰富公司在药品板块的业务布局。博螯公司旗下甘精胰岛素产品于 23 年 12 月份取证，并于 24 年 4 月在全国药品集采中以 63.88 元（第三低价格）3ml: 300 单位/支中标，有望依托集采实现新产品放量。叠加核心品种原料药自供，公司近年药品板块毛利率稳定 65%+，依托产品集采放量，业绩有望恢复增长。

图表 18: 公司药品业务营业收入情况



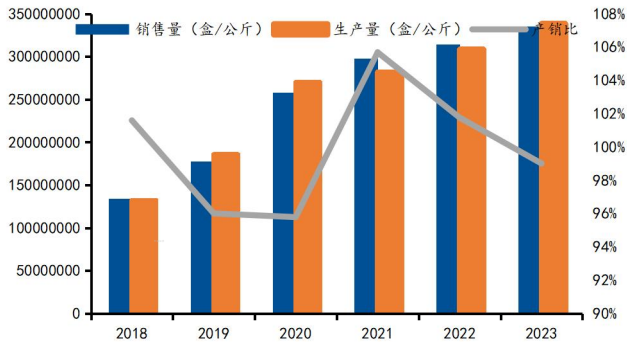
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 19: 公司历次药品核心品种集采情况

集采轮次	阿托伐他汀钙片		硫酸氢氯吡格雷片	
	规格	集采中标单位价格 (元)	规格	集采中标单位价格 (元)
2019.9 国采第一批扩围	10mg	0.32	25mg	1.24
	20mg	0.55	75mg	2.98
2021.12 国采续签 (广东 13 省) 联盟	10mg	0.2	25mg	0.97
	20mg	0.34	75mg	2.25
2022.9 重庆联盟	10mg	0.2	25mg	0.93
	20mg	0.34	75mg	2.25
2023.5 江苏联盟			未中标	
2024.2 广东联盟	10mg	0.18	25mg	0.93
	20mg	0.30	75mg	2.16

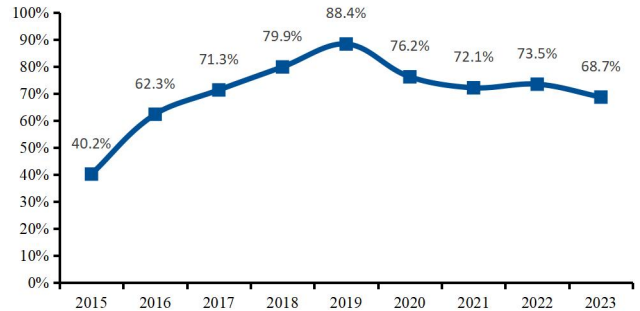
数据来源: 广东省医保局、医药魔方、华福证券研究所

图表 20: 公司药品业务产销情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 公司药品板块毛利率变化情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

普惠医疗加速渠道下沉, 公司百强连锁零售药店覆盖率近 90%。普惠医疗存在刚性需求且增长稳定, 公司药品业务深耕 OTC 零售市场, 通过 OTC 业务的持续性发展可更好地抵御政策类风险。基于零售端做大做强的战略, 公司进一步推动销售渠道下沉, 在县域市场组建药品销售团队, 进行药品业务的新渠道开拓, 新市场的开拓有望为公司带来新驱动力。

截至 2023 年末, 公司销售团队已覆盖 36 万多家零售药店, 其中百强连锁覆盖率近 90%。公司根据产品特性和定位, 制定了精准的自营及分销战略, 针对院外市场, 公司拥有 900 多人的 OTC 团队, 主要负责公司仿制药、中成药在线下药店终端的铺货、推广和销售。

3.2 从心血管疾病管理用药到代谢类创新药, 药品后发在即

控股民为生物, 进入代谢类疾病创新药领域。公司积极布局心血管创新药物,



控股上海民为生物，聚焦心血管、内分泌、代谢疾病及其并发症等领域；民为生物拥有 GPCR 激动剂筛选平台 LAGMA 和 RAF™ 超长效分子开发平台，可筛选具有多功能的大分子，并延长大分子药物半衰期，减少用药频率，提高患者依从性。

民为生物研发管线侧重减肥、降脂、NASH、心衰等不同适应症的新型靶点产品。

1) 公司自主研发的 GLP-1/GCGR/GIP-Fc 融合蛋白 MWN101 项目推进顺利，已开展 2 型糖尿病和肥胖的 II 期临床试验，该产品是国内第一家进入临床 II 期的 GLP-1/GCGR/GIP-Fc 三靶点 GLP-1 类产品，也是第 3 款挑战司美格鲁肽的国产 GLP-1 药物，预计 25Q1 可开启 III 期临床。从机制看，该药属于全球第 5 款申报临床的 GLP-1R/GCGR/GIPR 激动剂。在 MWN101 之前，已有 4 款同类产品率先进入临床试验，但均为跨国药企的产品；其中礼来的 Retatrutide（靶点 GLP-1R/GCGR/GIP）进展最快，目前处于 III 期临床试验阶段，韩美制药的 HM15211（同靶点）同处于 II 期临床试验阶段。

2) 公司肥胖适应症口服三靶点 GLP-1/GCG/GIP 脂肪酸链修饰候选药物 MWN109 项目目前正在临床前研究,预计较快进入 IND 申报阶段。

图表 22：大分子药物筛选和研发平台，布局代谢类疾病创新药研发

药物	靶点	药物类型	在研适应症	最高研发阶段
MWN101	GCGR x GIPR x GLP-1R	Fc 融合蛋白	2 型糖尿病、肥胖	临床 2 期
MWN109	GIPR x GLP-1R	脂肪酸链修饰多肽	2 型糖尿病、肥胖	临床前
MWN103	FGF21R x GIPR x GLP-1R	Fc 融合蛋白	2 型糖尿病、非酒精性脂肪性肝炎、阻塞性睡眠呼吸暂停综合征	临床前
MWN105	FGF21R x GIPR x GLP-1R	Fc 融合蛋白	阻塞性睡眠呼吸暂停综合征、2 型糖尿病、高脂血症、非酒精性脂肪性肝炎	临床前
MWN115	GIPR x GLP-1R	脂肪酸链修饰（口服）	肥胖	临床前
MWN108	未披露	未披露	高脂血症	临床前
MWN107	未披露	未披露	高脂血症	临床前
MWN203	未披露	siRNA	高脂血症	临床前
MWN301	未披露	长效融合蛋白	心脏衰竭	临床前
MWN302	未披露	脂肪酸链修饰多肽	心脏衰竭	临床前
MWN201	未披露	单克隆抗体	高脂血症	临床前

数据来源：Synapse，民为生物官网，华福证券研究所

4 医疗服务&健康管理：战略性布局多消费医疗场景，眼科+皮肤科先行驱动

4.1 健康管理：人工智能结合硬件，全方位守护心血管

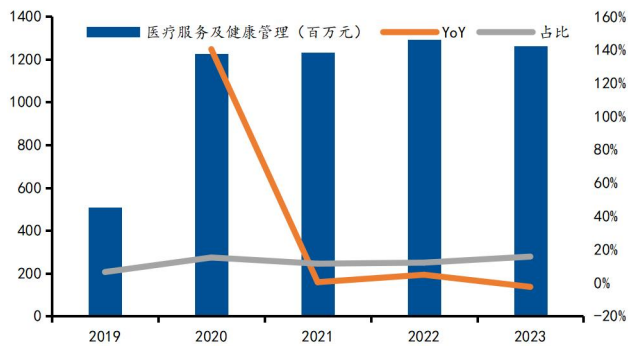
依托多类平台，提供心血管疾病医疗服务及健康管理。医疗服务与健康管理板



块是公司积极培育的新业务，公司正不断加大对以人工智能为特色的健康管理业务的投入，依托数据和技术优势，积极拓展销售渠道。2023年医疗服务及健康管理板块实现营收12.6亿元（同比下降2.4%），剔除应急相关收入，该板块营收同比增长6.5%。

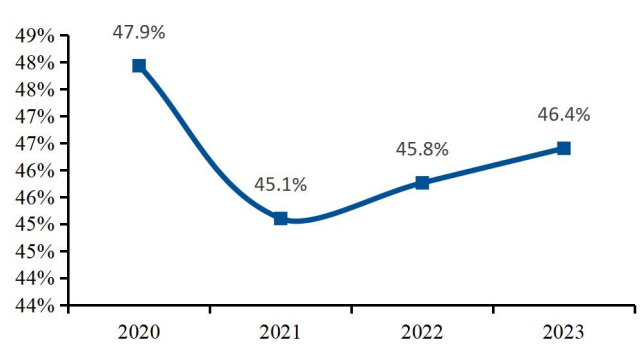
公司具有三级心血管专科医院，以此为基础建立了乐普心血管病互联网医院，并组建了公司面向全国的心血管病大数据医疗服务中心。2023年合肥心血管医院营收同比增长42.45%，手术量同比增长33%。以知名专家为核心的医院临床技术团队，不断提升医疗质量和医疗服务，打造心血管专科优势竞争力；依托心血管平台化布局优势，成本优势明显；依托心血管植介入研发布局，构建临床及动物试验科研基地，在新技术新产品新疗法形成科研优势。

图表 23：公司医疗服务&健康管理业务营收情况



数据来源：Wind，华福证券研究所
注:2019年数据按照业务调整后口径

图表 24：公司医疗服务&健康管理业务毛利率情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

依托人工智能，助力医疗器械产品迭代。基于核心业务属性，逐步把人工智能医学应用聚焦至慢病患者生命体征监测（心电、血压）、血液生物标志物检测（血糖、肌酐、尿素氮等）等领域。在健康管理方面，基于乐普云平台，聚焦医疗级心脏监测、居家健康监测及智慧康复护理三大服务，为医院和个人消费者提供各类生命体征监测产品和服务，其中AI-ECG为核心的生命体征监测产品品类丰富，可实现动态心电、静态心电、床旁监护、可穿戴遥测等多种功能。

图表 25：公司血糖检测板块产品在研情况

产品型号	产品特征	最新进展
多参数无创血糖仪 NeoGLU®	国内第一款具有高灵敏度，搭载人工智能算法的无创血糖检测仪	已提交注册，目前处于补充资料阶段
新一代植入式 CGM 产品 NeoGLU COMFORT®	与市场现有 CGM 类血糖仪具有同等灵敏度，可实现免校准。	预计 25 年年中获批上市
新一代 GluRing® 无创连续血糖仪	基于大数据人工智能技术	预计 24H2 提交注册

数据来源：公司公告，华福证券研究所

未来公司将继续深耕 AI 技术，正探索人工智能在后端治疗领域中的扩展应用，以为慢病患者提供个性化的药物治疗建议和生活方式干预方案，目前正在糖尿病和高血压这两个垂直细分领域中，研制个体性智能专家系统。考虑到以 AI-ECG 为核



心的生命体征监测业务仍处于商业化开拓阶段，未来随着产品运用场景的不断丰富，OTC 团队在线下药店推广成本降低、同时引入上电商平台销售后，我们预计医疗服务与健康板块毛利率水平有望进一步提升。

4.2 消费医疗：平台化业务拓展至消费医疗，眼科+皮肤科业务先行

业务平台化缓冲政策市场风险，消费医疗增长潜力大。 依托收购整合经验发展，公司在消费方面持续拓展眼科、齿科及皮肤科产品销售渠道，同时进一步推进新产品研发；眼科、齿科、皮肤科等细分垂直领域主要由消费者自付费，价格受医保限制相对较少，通过自付费类型产品拓宽公司收入来源，降低医保类产品收入比例，可提升对政策的抵御能力。2023 年系公司消费医疗开展元年，未来有望成为公司收入新增长点。

眼科业务： 聚焦近视防控，自主研发的菁眸 VENTURA 角膜塑形镜产品采用公司自主研发的专利 STD 光学设计系统，包括 BC 区非球面设计、独有的缓冲弧、AC 线性设计三大特色。公司还将人工智能应用于角膜塑形镜验配上，推出 AI 角膜塑形镜智能评估系统“乐普菁眸 AI”，助力国家近视防控工作高质量发展。在眼科产品商业化首年，公司角膜塑形镜产品取得了良好的商业化开拓，为眼科业务的未来发展奠定坚实基础。

皮肤科产品： 聚焦面部年轻化，探索多元化销售，公司利用材料学研发平台，布局了一系列注射类皮肤科产品，并重点推进后续产品的临床入组进程。一代注射用透明质酸钠目前临床试验中，预计 24 年内获批，二代注射用透明质酸钠复合溶液（透明质酸钠+PDRN）目前临床试验中，预计 25 年三季度获批。公司已有玻尿酸系列的次抛产品销售，运营团队正为皮肤科产品全线上市做探索和准备。

2023 年公司眼科总体销售收入近亿元，目前已有多款皮肤科、眼科产品推进到临床阶段，随消费医疗领域获批产品矩阵的丰富，我们预计未来消费医疗产品有望贡献收入新增长点。

图表 26：公司消费医疗产品推进情况（截止 2024 年 7 月底）

类型	名称	阶段	预期获证时间
眼科	角膜塑形镜(菁眸)	已获批	/
	硬性透气角膜接触镜(菁眸)	已获批	/
	软性亲水接触镜(日抛)	已获批	/
	软性亲水接触镜(月抛)	已获批	/
	硬性透气角膜接触镜(兴泰)	已获批	/
	硬性角膜接触镜用多功能护理液	已获批	/
	除蛋白护理液	已获批	/
	角膜塑形镜(兴泰)	临床	2024Q4
	高度数角膜接触镜	临床	2025Q4



	多焦点人工晶状体	临床	2026Q3
皮肤科	注射用透明质酸钠溶液	临床	2024Q4
	聚乳酸真皮注射填充剂	临床	2025Q2
	注射用透明质酸钠复合溶液	临床	2025Q3
	注射用交联透明质酸钠凝胶	临床	2025Q3
	含聚左旋乳酸的交联透明质酸钠凝胶	临床	2026Q3
	含聚己内酯微球的交联透明质酸钠凝胶	临床	2027Q4

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

1) 医疗器械为公司的核心业务，其中将重点推进创新产品的研发及上市，近年新品血管内声波球囊、PFO、射频穿刺系统等市场推广逐渐到位，预计未来几年将陆续迎来收获峰值；此外预计每年将有 4-5 个重磅产品推出，为器械板块增加新的增长动力，预计 2024-2026 年将分别实现增速 14.6%、19.5%和 16.3%。创新产品矩阵的持续推出将带动毛利率提升，假设 2024-2026 年毛利率为 67.5%、68%和 68.5%。

2) 药品板块将随着仿制药的集采落地、市场打开，以及新品的密集上市，药品板块有望摆脱集采影响、开始实现平稳增长，博螯公司甘精胰岛素产品于 23 年 12 月份取证 并于今年 4 月在全国药品集采中中标，贡献营收增量，预计 2024-2026 年将分别实现增速 12.9%、10%和 10%。假设产品放量爬坡后毛利率逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率为 70%、71%、72%。

3) 医疗服务板块，随着疫情基数扰动消失，公司同步开启消费医疗平台化布局，有望逐步实现恢复性增长，预计 2024-2026 年将分别实现增速 2%、3%和 5%；消费医疗商业化逐步发展，假设该板块毛利率实现逐步上行，预计 2024-2026 年毛利率为 46.6%、46.8%、47%。

4) 费用率假设：假设公司 2024-2026 年研发费用率持续为 10.0%；新产品的上市将会对销售费用产生增量，2024-2026 年分别为 19%、20%和 20.5%；管理费用率将随着管理的愈发成熟呈降低趋势，2024-2026 年分别为 7.4%、7.3%和 7.2%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 12%、13%、12%，归母净利润增速分别为 57%、19%、14%，对应 EPS 分别为 1.06 元、1.25 元、1.42 元。

图表 27: 公司业绩拆分预测表 (百万元)

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	销售收入	10609.4	7979.9	8932.5	10134.8	11396.4
	YoY	-0.5%	-24.8%	11.9%	13.5%	12.4%
	毛利率	62.5%	64.2%	65.5%	66.3%	67.2%
医疗器械	销售收入	5878.9	3674.3	4210.0	5030.1	5847.6
	YoY	-4.7%	-37.5%	14.6%	19.5%	16.3%
	毛利率	59.7%	66.7%	67.5%	68.0%	68.5%
药品	销售收入	3438.1	3043.8	3435.5	3779.0	4156.9
	YoY	5.5%	-11.5%	12.9%	10.0%	10.0%
	毛利率	73.5%	68.7%	70.0%	71.0%	72.0%
医疗服务与健康管理	销售收入	1292.5	1261.8	1287.1	1325.7	1392.0
	YoY	4.9%	-2.4%	2.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	45.8%	46.4%	46.6%	46.8%	47.0%

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

5.2 投资建议

考虑到公司作为创新器械平台型企业, 研发创新是发展的源动力, 多款新品尚处于推广期, 我们选取涉及高值耗材领域的创新医疗器械公司惠泰医疗、心脉医疗、南微医学, 以及主要产品包括心血管类药物及医疗器械的信立泰作为可比公司。

我们预计公司 2023-2026 年收入 CAGR 为 12.6%, 归母净利润 CAGR 为 28.6%, 当前股价对应 PE 12/10/9 倍。采用可比公司估值法, 计算得可比 24 年平均 PE 为 33 倍, 考虑到公司创新器械产品加速放量, 且药品板块集采影响已减弱、新制剂药品相继上市, 有望实现药品业务平稳增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 28: 可比公司估值表 (截止 2024 年 8 月 2 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688617	惠泰医疗*	323.6	7.0	9.4	12.4	46.5	34.6	26.2
688029	南微医学*	111.7	6.1	7.6	9.4	18.3	14.7	11.8
688016	心脉医疗*	120.8	6.5	8.3	10.5	18.6	14.6	11.5
002294	信立泰*	320.6	6.4	7.5	8.9	49.8	42.7	36.2
可比公司平均值						33.3	26.7	21.4
300003	乐普医疗	242.0	19.7	23.5	26.8	12.3	10.3	9.0

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

注: *为 iFinD 一致预期

6 风险提示

1) 药械集采风险。未来集采药品品种、医用耗材品类将不断扩充, 公司已有硫酸氢氯吡格雷片、阿托伐他汀钙片以及冠脉心脏支架等产品进入集采, 新增集采产品品类后, 降价或将影响公司利润释放, 同样存在个别品类未能中标的风险。



2) 产品研发不及预期风险。创新医疗器械研发投入大、且周期长，公司未来增长点包含新产品的相继推出、创新产品的占比提升，若研发、临床试验及审批中任一环节不及预期，影响新品上市，或将不利于公司业绩增长和盈利。

3) 市场竞争加剧风险。近年来国内医疗器械、尤其是创新企业增加，加快对更多细分领域的拓展及产品的推出，公司在各领域的竞争格局将更为激烈，将可能影响公司市场份额的拓展以及产品价格，进而影响业绩与盈利水平。



图表 29：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,221	4,991	7,379	8,322	营业收入	7,980	8,932	10,135	11,396
应收票据及账款	1,838	1,900	2,078	2,310	营业成本	2,853	3,086	3,411	3,744
预付账款	320	46	51	56	税金及附加	97	101	114	130
存货	2,289	1,840	1,143	2,162	销售费用	1,625	1,697	2,027	2,336
合同资产	0	0	0	0	管理费用	816	661	740	821
其他流动资产	657	565	593	636	研发费用	879	893	1,013	1,140
流动资产合计	9,325	9,343	11,244	13,487	财务费用	85	44	-15	-22
长期股权投资	1,354	1,354	1,354	1,354	信用减值损失	-30	0	0	0
固定资产	2,813	2,837	2,744	2,537	资产减值损失	-165	0	0	0
在建工程	1,797	1,972	2,122	2,172	公允价值变动收益	3	12	7	7
无形资产	1,818	1,917	2,049	2,242	投资收益	-17	-163	-85	-88
商誉	3,504	3,504	3,504	3,504	其他收益	135	135	135	135
其他非流动资产	4,411	4,455	4,502	4,541	营业利润	1,547	2,431	2,896	3,298
非流动资产合计	15,697	16,039	16,275	16,350	营业外收入	44	44	44	44
资产合计	25,022	25,382	27,519	29,838	营业外支出	37	37	37	37
短期借款	1,040	0	0	0	利润总额	1,554	2,438	2,904	3,305
应付票据及账款	1,029	1,068	1,209	1,335	所得税	262	411	490	557
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,292	2,027	2,414	2,748
合同负债	270	161	182	205	少数股东损益	34	54	64	73
其他应付款	552	552	552	552	归属母公司净利润	1,258	1,973	2,350	2,675
其他流动负债	868	853	870	888	EPS (按最新股本摊薄)	0.67	1.05	1.25	1.42
流动负债合计	3,759	2,634	2,814	2,980					
长期借款	1,542	1,542	1,542	1,542					
应付债券	1,561	1,561	1,561	1,561					
其他非流动负债	663	663	663	663					
非流动负债合计	3,766	3,766	3,766	3,766					
负债合计	7,525	6,401	6,580	6,746					
归属母公司所有者权益	15,976	17,407	19,300	21,380					
少数股东权益	1,521	1,575	1,639	1,711					
所有者权益合计	17,498	18,982	20,939	23,092					
负债和股东权益	25,022	25,382	27,519	29,838					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	990	3,539	3,706	2,251
现金收益	1,914	2,619	2,969	3,308
存货影响	-23	449	698	-1,020
经营性应收影响	396	212	-183	-237
经营性应付影响	-417	39	141	126
其他影响	-879	221	81	74
投资活动现金流	-1,886	-1,063	-876	-735
资本支出	-1,477	-847	-759	-619
股权投资	-124	0	0	0
其他长期资产变化	-285	-216	-117	-116
融资活动现金流	-293	-1,707	-442	-573
借款增加	462	-1,040	0	0
股利及利息支付	-784	-613	-736	-873
股东融资	299	0	0	0
其他影响	-269	-53	294	299

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-24.8%	11.9%	13.5%	12.4%
EBIT 增长率	-39.4%	51.4%	16.4%	13.6%
归母公司净利润增长率	-42.9%	56.8%	19.1%	13.8%
获利能力				
毛利率	64.2%	65.5%	66.3%	67.2%
净利率	16.2%	22.7%	23.8%	24.1%
ROE	7.2%	10.4%	11.2%	11.6%
ROIC	12.1%	17.8%	18.1%	18.2%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	25.2%	23.9%	22.6%
流动比率	2.5	3.5	4.0	4.5
速动比率	1.9	2.8	3.6	3.8
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	83	74	71	69
存货周转天数	287	241	157	159
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	1.05	1.25	1.42
每股经营现金流	0.53	1.88	1.97	1.20
每股净资产	8.50	9.26	10.26	11.37
估值比率				
P/E	19	12	10	9
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	29	21	18	16

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn