

创新驱动的“药品+器械”综合平台

——乐普医疗首次覆盖报告

核心观点

- 单一支架品类起家的“药械+服务”综合平台。**公司成立于 1999 年，长期深耕于心脏介入医疗器械领域，通过多元化布局形成“药械+服务”版图。2020 年起，陆续受到新冠、集采、反腐和零售渠道政策等多因素干扰，业绩略有波动。2024 前三季度，公司实现营收 47.9 亿元（-23.6%），归母净利润 8.0 亿元（-40.7%）。其中，器械板块是公司的基石业务（营收 25.6 亿元，整体占比 53.6%），药品板块也是核心组成部分（营收 14.8 亿元，整体占比 30.9%）。
- 重磅产品集采落地，核心业务平稳过渡。**2019 年起，公司器械（冠脉支架）和药品（氯吡格雷、阿托伐他汀钙片）相关核心产品陆续纳入集采，并已完成后期续约。在此期间，公司其他产品（如药物球囊、吻合器、超声刀等）也逐渐被集采覆盖。随着集采有序落地，公司核心业务实现了平稳过渡，叠加集采政策边际趋于温和，对公司经营的影响正在出清。
- 重视研发，创新产品正成为新增长引擎。**1）在器械端，公司心血管植入业务积淀深厚，创新矩阵丰富，包括：“药可切”系列、冠脉血管内冲击波导管/设备等。同时，公司在材料领域技术领先，生物可吸收支架、全降解封堵器等产品引领“介入无植入”前沿趋势；2）在药品端，公司重点布局降糖/减重领域，三靶点 GLP-1RAS 产品研发进展国内第一，全球仅次于礼来的瑞他鲁肽；3）公司近年来着重布局消费领域，“菁眸 VENTURA”角膜塑形镜已上市，并在眼科和皮肤科领域均有多样化布局。综合来看，公司内生外延并举，创新矩阵正成为发展新动能。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为：0.58、0.75、0.90 元，由于公司核心业务已实现集采周期后的平稳过渡，同时公司内生外延并举，创新产品正陆续上市，长期发展空间广阔。根据可比公司 2025 年平均估值，给予公司 2025 年 20 倍市盈率，对应目标价为 15.0 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 研发进展和新产品商业化不及预期；
- 集采或者市场竞争加剧带来的冲击。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,609	7,980	6,666	7,677	8,678
同比增长(%)	-0.5%	-24.8%	-16.5%	15.2%	13.0%
营业利润(百万元)	2,623	1,547	1,329	1,720	2,070
同比增长(%)	22.3%	-41.0%	-14.1%	29.4%	20.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,204	1,258	1,087	1,415	1,693
同比增长(%)	28.2%	-42.9%	-13.6%	30.3%	19.6%
每股收益(元)	1.17	0.67	0.58	0.75	0.90
毛利率(%)	62.5%	64.2%	64.0%	65.0%	65.3%
净利率(%)	20.8%	15.8%	16.3%	18.4%	19.5%
净资产收益率(%)	16.6%	8.1%	6.7%	8.4%	9.4%
市盈率	10.5	18.4	21.3	16.3	13.7
市净率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2024 年 12 月 06 日）	12.29 元
目标价格	15.00 元
52 周最高价/最低价	16.33/8.93 元
总股本/流通 A 股（万股）	188,061/161,604
A 股市值（百万元）	23,113
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 12 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.16	-2.38	31.76	-22.44
相对表现%	0.72	-1.11	8.8	-39.31
沪深 300%	1.44	-1.27	22.96	16.87



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiating@orientsec.com.cn

目 录

一、平台型医疗器械企业，内生动能充沛.....	6
1.1 单支架起家，形成“药械+服务”版图	6
1.2 业绩受多因素扰动，药械是核心业务.....	8
二、器械：走出集采，创新矩阵持续丰富.....	9
2.1 心血管：平台化龙头，空间广阔.....	9
2.1.1 冠脉介入：集采出清，创新驱动增长	11
2.1.2 结构心脏病：可降解封堵器技术领先	20
2.2 外科麻醉：集采受益，份额提升.....	25
2.3 体外诊断：品类广泛，稳步发展.....	27
三、药品：存量落定，发力降糖&减重	28
3.1 深耕 OTC 市场，原料制剂一体化.....	28
3.2 重视研发，GLP-1 三靶点全球第二.....	29
四、布局服务&健康管理，巩固平台优势.....	31
盈利预测与投资建议	33
盈利预测	33
投资建议	34
风险提示	35

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构图（截至 2024 年 11 月）.....	7
图 3: 公司营业总收入及同比增速.....	8
图 4: 公司归母净利润及同比增速.....	8
图 5: 主营业务营收分析（亿元）.....	8
图 6: 主营业务毛利率情况.....	8
图 7: 毛利率和净利率变化趋势.....	9
图 8: 期间费用率变化趋势.....	9
图 9: 2021 年中国城市居民主要疾病死亡率.....	11
图 10: 2021 年中国农村居民主要疾病死亡率.....	11
图 11: 中国冠状动脉疾病患病人数及预测（万人），2018-2030E.....	11
图 12: 2002-2020 年中国城乡地区冠心病死亡率变化趋势（1/10 万）.....	11
图 13: 我国 PCI 治疗总病例数逐步上升.....	12
图 14: 全球主要国家和地区 PCI 渗透率比较（2020 年）.....	12
图 15: 公司支架产品营收（亿元）及同比增速.....	13
图 16: 公司支架产品毛利率.....	13
图 17: 冠脉支架集采时间线.....	13
图 18: 集采后我国冠脉支架价格处于全球洼地（元）.....	15
图 19: 2017 年起我国冠脉支架市场规模（按终端价，亿元）.....	15
图 20: 2022 年中国冠脉支架行业竞争格局梯度（按国家集采中标数量）.....	16
图 21: 相关指南及专家推荐的药物球囊治疗冠状动脉疾病适应症的具体情况.....	16
图 22: 中国心内药物涂层球囊的使用量及预测.....	16
图 23: 我国药物涂层球囊市场规模（亿元）.....	17
图 24: 2021 年中国冠状动脉药物涂层球囊销售量市场份额.....	17
图 25: Vessicide 切割球囊示意图.....	18
图 26: 血管内冲击波（IVL）的作用机制.....	19
图 27: 心泰医疗营收与净利润（亿元）及其同比增速.....	20
图 28: 心泰医疗毛利率与净利率趋势.....	20
图 29: 心泰医疗营收拆分（按类别）.....	21
图 30: 心泰医疗营收拆分（按产品）.....	21
图 31: 全球结构性心脏病介入医疗器械市场（十亿美元）.....	21
图 32: 我国结构性心脏病介入医疗器械市场（十亿人民币）.....	21
图 33: 全球先天性心脏病封堵器产品市场（百万美元）.....	22
图 34: 中国先天性心脏病封堵器产品市场（百万元人民币）.....	22

图 35：心泰医疗先心病封堵器产品布局	22
图 36：2021 年先心病封堵器竞争格局	22
图 37：心肌组织内封堵器材料降解过程	23
图 38：卵圆孔未闭示意图	23
图 39：中国各年龄段卵圆孔未闭发生率	23
图 40：2023 年中国 PFO 治疗数量	24
图 41：我国卵圆孔未闭封堵器市场规模及增速（百万元）	24
图 42：卵圆孔未闭封堵器获证情况	24
图 43：心泰 MemoSorb 生物可降解卵圆孔未闭封堵器	24
图 44：中国手术超声刀市场规模（亿元）	25
图 45：中国吻合器行业市场规模（亿元）	25
图 46：2017 年起我国吻合器国产化率趋势	26
图 47：2016-2021 年我国超声刀国产化率趋势	26
图 48：国内 IVD 市场规模（亿元）	27
图 49：中国 IVD 市场构成（2022 年）	27
图 50：公司药品销量变化趋势	28
图 51：公司药品板块营收规模及增速	28
图 52：阿托伐他汀钙片和氯吡格雷在 4+7 扩面集采中降价情况	28
图 53：2017-2021 年两大品类国内市场规模及增速	28
图 54：乐普医疗研发投入情况	29
图 55：乐普医疗研发投入费用化和资本化情况	29
图 56：公司服务板块营收及增速（亿元）	31
表 1：公司产品分类	6
表 2：公司管理团队介绍（截至 2024 年 11 月）	7
表 3：公司心血管领域主要获批产品	9
表 4：冠脉介入治疗发展历程	12
表 5：冠脉支架接续采购结果	14
表 6：全国范围内药物球囊集中带量采购结果	17
表 7：冠脉 IVL 国产产品获批情况	19
表 8：公司 IVL 产品技术特点	19
表 9：公司冠脉介入在研管线	20
表 10：公司外科麻醉产品	25
表 11：公司外科麻醉业务集采中标情况	26
表 12：公司体外诊断主要产品	27
表 13：阿托伐他汀钙片和氯吡格雷中标情况	28
表 14：甘精胰岛素注射液中标情况	29

表 15：全球降糖减重领域 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点药物研发进展	30
表 16：公司医疗服务内容	31
表 17：公司部分消费产品管线研发进展	32
表 18：公司人工智能整体解决方案	32
表 19：公司结合人工智能的血糖管理业务布局	33
表 20：可比公司估值	34

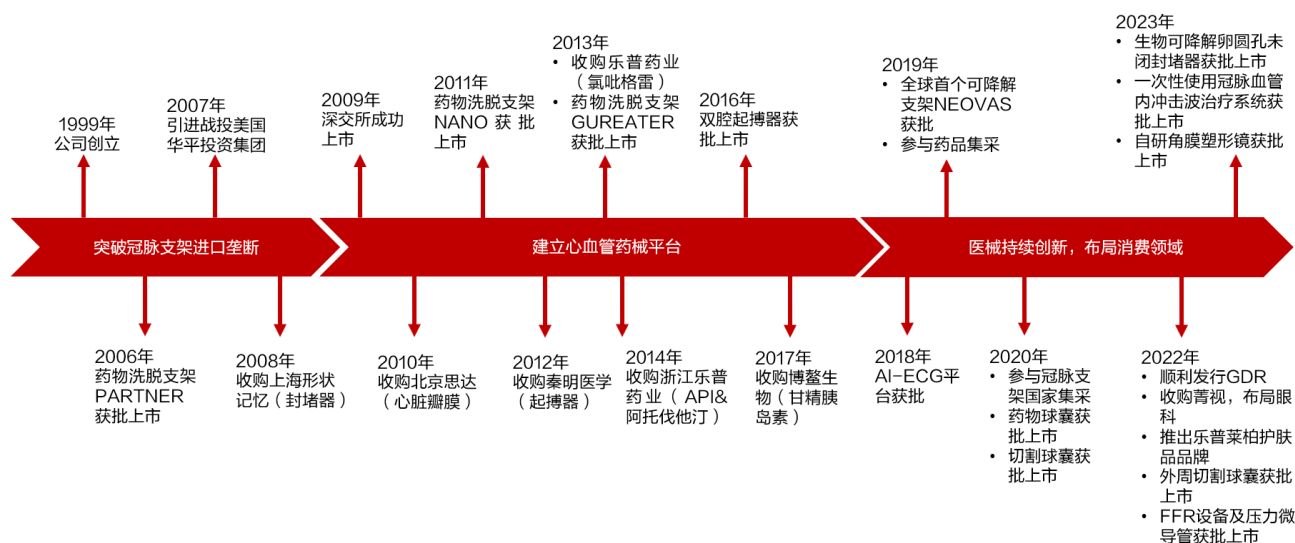
一、平台型医疗器械企业，内生动能充沛

1.1 单支架起家，形成“药械+服务”版图

乐普医疗成立于 1999 年，于 2009 年 11 月在深交所创业板上市。公司长期深耕于心脏介入医疗器械领域，在 2000 年成为国内首家获得冠脉支架输送系统产品注册证的企业；随后公司坚持研发升级，产品不断丰富与迭代，现已成为行业领军企业。

同时，公司积极进行多元化布局，形成“医疗器械+药品+医疗服务/健康管理”版图；除心血管领域外，公司陆续进入外科、眼科和皮肤科等多个医疗细分领域，覆盖广泛。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司产品分类

板块	领域	产品
医疗器械	心血管疾病	冠脉植介入
		结构性心脏病
		外周植介入
		心脏节律管理
		电生理
		心衰
	体外诊断（IVD）	生化、免疫（化学发光）、分子、血液与凝血、POCT
	外科麻醉	吻合器（开放/腔镜）
		超声刀（开放/腔镜）
		辅助产品（开放/腔镜）
		非血管介入类支架
药品	心血管疾病	耗材
		原料药
医疗服务及健康管	医疗服务	制剂
		心血管专科医院
		医学诊断实验室

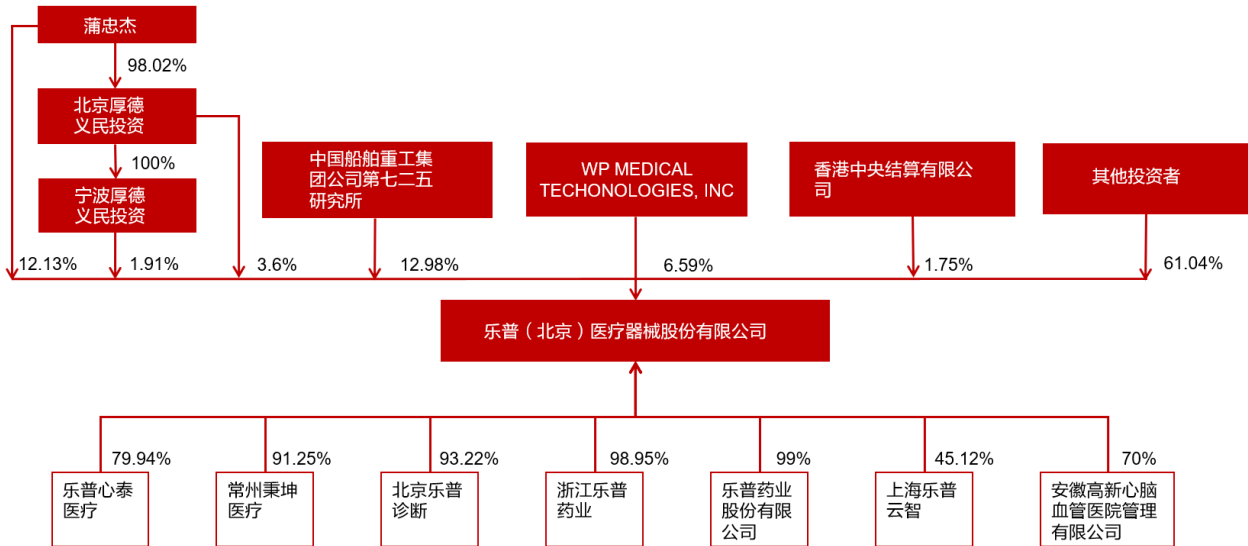
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

理		药械电商平台
	健康管理	医疗级心脏监测
		居家健康监测
		智慧康复护理服务
		AI-ECG 生命体征监测产品
	人工智能医疗应用	人工智能研究院

数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司股权结构清晰，实控人为蒲忠杰先生。1999 年 6 月，公司由中国船舶重工集团公司第七二五研究所（简称“七二五所”）和美国 WP 公司共同出资组建，其中七二五所以现金出资 882 万元，美国 WP 公司以两项高新技术成果作价出资。2014 年 6 月，董事长蒲忠杰先生通过资管计划受让七二五所持有的 5.58% 股份，增持后蒲忠杰先生及其一致行动人成为公司控股股东。截至 2024 年 11 月，蒲忠杰先生及其一致行动人合计持股 24.23%，股权结构稳定。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 11 月）



数据来源：wind，东方证券研究所

管理团队结构合理，具备深厚行业经验。董事长蒲忠杰先生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，自 2007 年 12 月至今任公司董事长、技术总监，经验丰富。公司管理层其他成员则具备医疗、金融等多个行业的丰富经验。整个管理团队具备全行业视角。

表 2：公司管理团队介绍（截至 2024 年 11 月）

姓名	职务	出生年份	工作经历
----	----	------	------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

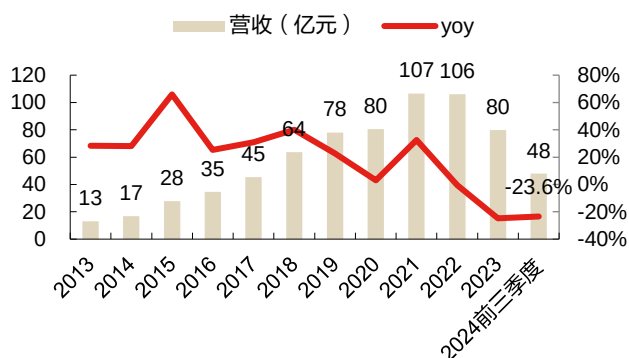
蒲忠杰	董事长、 技术总监	1963	2007 年 12 月至今任公司董事长、技术总监，2018 年 01 月起至今任乐普生物科技股份有限公司董事长，2018 年 11 月至今任沃民高新科技（北京）股份有限公司董事。
王其红	副董事长	1966	曾任中国船舶集团有限公司洛阳船舶材料研究所科技处副处长、处长、副总工程师、副所长，2020 年 09 月至今担任中国船舶集团有限公司洛阳船舶材料研究所所长、党委副书记，2021 年 3 月至今任公司副董事长。
徐扬	董事	1967	曾任中信、公诚、天达、北京市四海通程律师事务所律师、北京七星华创电子科技股份有限公司独立董事、中外运空运发展股份有限公司独立董事；现任北京重光律师事务所高级合伙人、律师，乐普生物科技有限公司监事。
蒲绯	董事	1989	曾任瑞士信贷银行香港投资银行实习分析师，3M USA 材料研发工程师，宁波未来动力教育有限公司合伙创始人。2017 年起任公司国际贸易部经理，现任公司国际事业部总经理，北京乐普诊断科技股份有限公司董事长。
江维娜	董事会秘书	1979	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，2021 年 7 月至今任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 业绩受多因素扰动，药械是核心业务

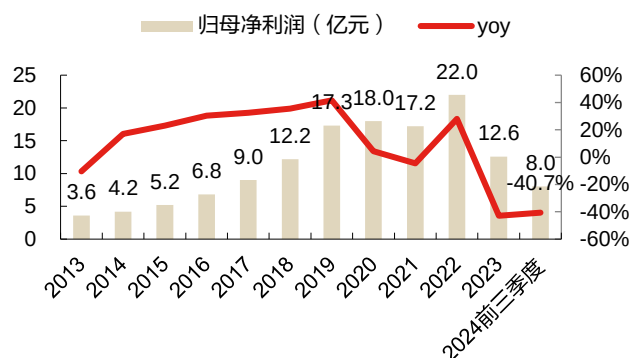
2013-2021 年快速发展，近年出现波动。2013-2021 年，公司营收从 13.0 亿元增长至 106.6 亿元（CAGR=30.1%），归母净利润从 3.6 亿元增长至 17.2 亿元（CAGR=21.6%），发展迅速。22 年开始，公司陆续受到集采、新冠和相关政策影响，业绩出现较大幅度波动。

图 3：公司营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：公司归母净利润及同比增速

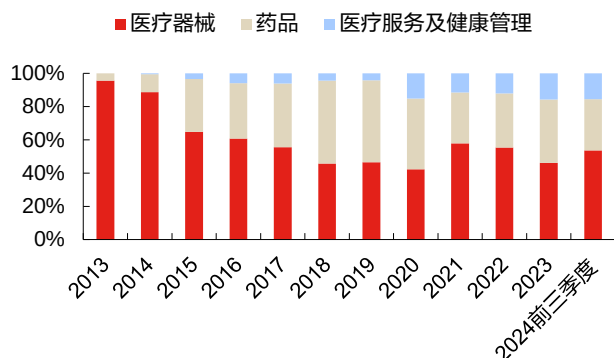


数据来源：Wind，东方证券研究所

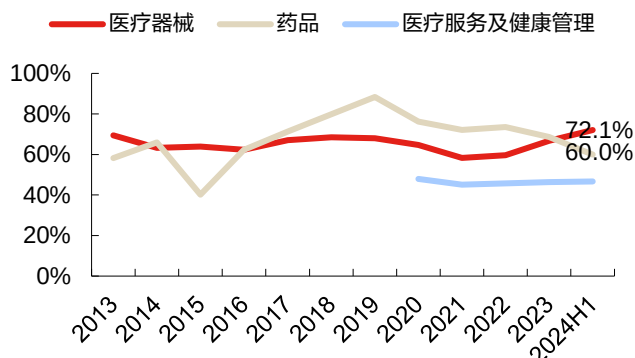
目前，“器械+药品”是公司主要营收来源，同时“服务”也有一定增量。2024 前三季度，公司器械板块实现营收 25.6 亿元（同比-10.5%），占比为 53.6%，主要系集采、体外诊断业务去年疫情相关高基数等因素所致，毛利率因产品结构变化而出现一定波动；药品板块实现营收 14.8 亿元（同比-38.9%），占比为 30.9%，主要系零售渠道政策所致，毛利率下滑。

图 5：主营业务营收分析（亿元）

图 6：主营业务毛利率情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

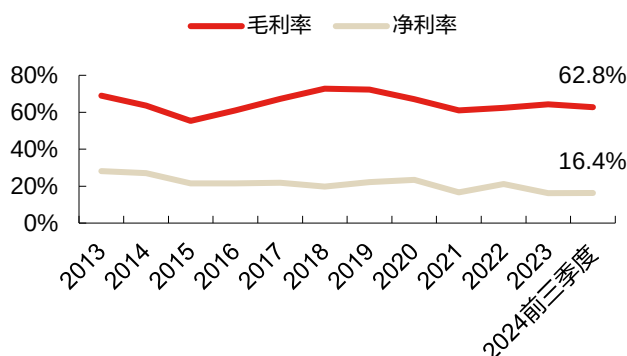


数据来源：Wind，东方证券研究所

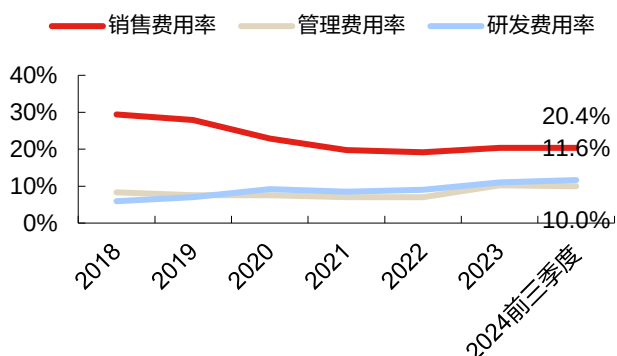
公司经营稳健，费用管控良好。近年来，销售费用随着公司经营规模的扩大有所摊薄。2022年起，为进一步扩充产品管线，增强竞争力，研发费用率小幅提高。整体上费用管控保持稳健态势。

图 7：毛利率和净利率变化趋势

图 8：期间费用率变化趋势



数据来源：wind，东方证券研究所



数据来源：wind，东方证券研究所

二、器械：走出集采，创新矩阵持续丰富

2.1 心血管：平台化龙头，空间广阔

公司是心血管领域平台型龙头企业，产品覆盖：冠脉植介入、结构性心脏病、心脏节律管理、外周植介入、影像设备等多领域。尤其在冠脉植介入和结构性心脏病领域，公司已具备成熟的商业化系列产品和丰富的在研管线。

表 3：公司心血管领域主要获批产品

大类	细分类型	产品名称	类别
冠脉植介入	支架	Partner®血管内药物(雷帕霉素)洗脱支架	Ⅲ类
		Nano plus®血管内无载体含药(雷帕霉素)洗脱支架	Ⅲ类
		GuReater®钴基合金雷帕霉素洗脱支架	Ⅲ类
		NeoVas®生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架	Ⅲ类
	药物球囊	Vesselin®药物涂层冠脉球囊导管	Ⅲ类

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		Vitality mini®药物涂层冠脉球囊扩张导管	Ⅲ类
	功能性球囊	Vesscide®切割球囊系统	Ⅲ类
		VessCrack™一次性使用冠脉血管内冲击波导管/设备	Ⅲ类
		Vesspebble™冠脉乳突球囊扩张导管	Ⅲ类
	诊断类	血流储备分数测量仪	Ⅲ类
		VessTec™ 一次性使用压力微导管	Ⅲ类
	血管通路类	导丝/导管/一次性介入配件/PTCA 球囊扩张导管等	Ⅲ类
结构性心脏病	先心类封堵器	MemoPart®房间隔缺损封堵器（双铆）	Ⅲ类
		MemoCarna®房间隔缺损封堵器（氧化膜）	Ⅲ类
		MemoPart®室间隔缺损封堵器（双铆）	Ⅲ类
		MemoCarna®室间隔缺损封堵器（氧化膜）	Ⅲ类
		MemoPart®动脉导管未闭封堵器（双铆）	Ⅲ类
		MemoCarna®动脉导管未闭封堵器（氧化膜）	Ⅲ类
		MemoSorb®全降解封堵器系统	Ⅲ类
		MemoSorb® 生物可降解房间隔缺损封堵器	Ⅲ类
	心源性卒中预防类封堵器	MemoLefort®左心耳封堵器	Ⅲ类
		MemoSorb® 生物可降解卵圆孔未闭封堵器	Ⅲ类
心脏节律管理	起搏器	Qinming2312 单腔起搏器	Ⅲ类
		Qinming8631 D/DR 系列双腔起搏器	Ⅲ类
外周植介入	血管通路类	亲水性导丝	Ⅲ类
		Peaksheath™一次性使用血管鞘	Ⅲ类
		FLOWCROSS® 一次性使用微导管	Ⅲ类
		PTA 球囊扩张导管	Ⅱ类
	功能性球囊	外周切割球囊系统	Ⅲ类
	减容类	快速血栓抽吸设备	Ⅱ类
影像设备	DSA	医用血管造影 X 射线机 Vicor-CV Robin C/Robin F 型	Ⅲ类
		医用血管造影 X 射线机 Vicor-CV Swift 型	Ⅲ类
		Vicor-CV400/CV100 医用血管造影 X 射线机	Ⅲ类
		Vicor-LARK 移动式 C 形臂 X 射线机	Ⅱ类
	医学图像处理软件	冠脉造影图像血流储备分数计算软件	Ⅲ类

数据来源：2024 年中报，东方证券研究所

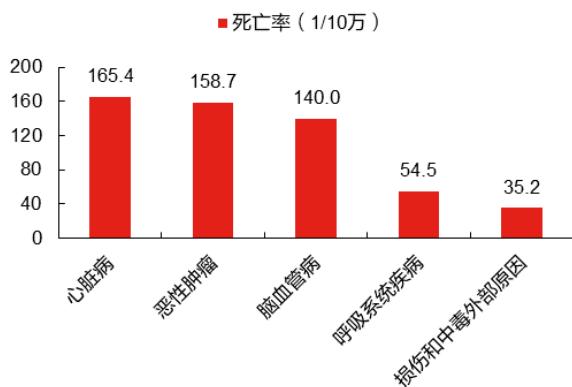
从获证情况来看，截至 2024H1，公司获 NMPA 批准的 II、III 类医疗器械注册证 647 个，美国 FDA 认证 35 项，欧盟 CE 认证 230 项。

同时，公司海内外渠道广阔。销售团队在中国境内覆盖 9000 多家各级医疗机构，国际事业部则在 160 多个国家和地区建立广泛的销售网络。

2.1.1 冠脉介入：集采出清，创新驱动增长

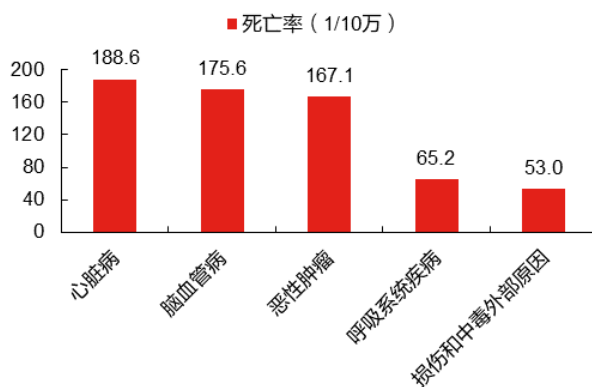
我国心脏病负担严重，亟需重视。从 2021 年我国城乡居民主要疾病死亡率来看，心脏病均居于首位，其中城市居民心脏病死亡率达 165.4/10 万，而在农村，这一数值为 188.6 人/10 万。可见，心脏病的预防和诊疗重要且迫切。

图 9：2021 年中国城市居民主要疾病死亡率



数据来源：《中国卫生健康统计年鉴 2022》，东方证券研究所

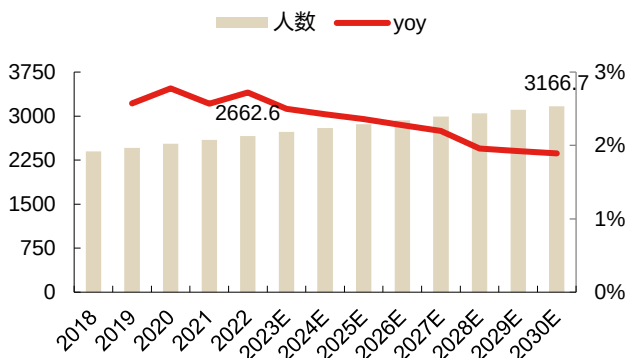
图 10：2021 年中国农村居民主要疾病死亡率



数据来源：《中国卫生健康统计年鉴 2022》，东方证券研究所

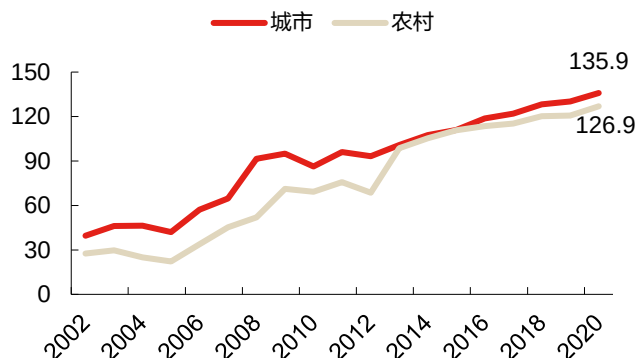
冠心病是我国主要心脏疾病之一，随着人口老龄化加深，患病人数持续增长。据弗若斯特沙利文，2022 年我国冠心病患者共计 2662.6 万人，预计到 2030 年将达到 3166.7 万人（CAGR=2.2%）。且根据《中国心血管健康与疾病报告 2022》，从 2002 年到 2020 年，我国城乡居民冠心病死亡率均逐年上升，疾病负担加重。

图 11：中国冠状动脉疾病患病人数及预测（万人），2018-2030E



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 12：2002-2020 年中国城乡地区冠心病死亡率变化趋势（1/10 万）

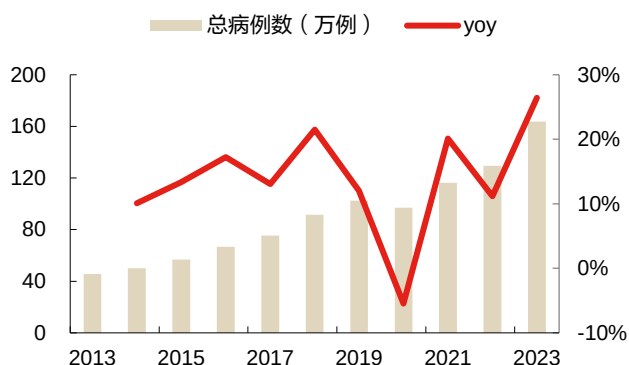


数据来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022》，东方证券研究所

PCI (percutaneous coronary intervention, 经皮冠状动脉介入治疗) 是**冠心病主要治疗措施之一**, **国内渗透率有待提高**。PCI 能够有效改善冠心病导致的冠状动脉狭窄甚至闭塞。据弗若斯特沙利文, 我国 PCI 治疗总病例数自 2013 年起逐年上升。而根据医谱学术, 2023 年我国 PCI 治疗的总病例数超 163 万例。

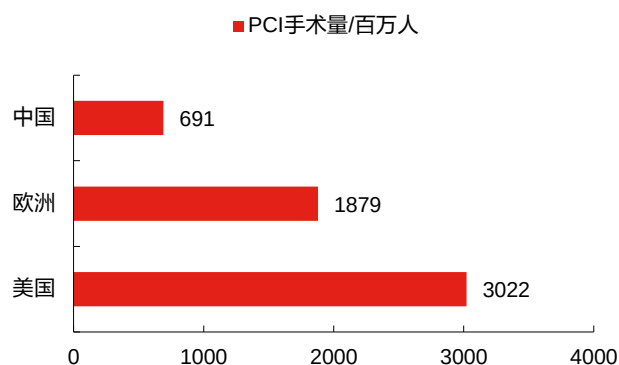
但与欧美相比, 我国 PCI 渗透率仍较低。2020 年, 我国 PCI 渗透率为 690.9/百万人, 而在美国, 这一数值为 3022.1/百万人。

图 13: 我国 PCI 治疗总病例数逐步上升



数据来源: 弗若斯特沙利文、医谱学术, 东方证券研究所

图 14: 全球主要国家和地区 PCI 渗透率比较 (2020 年)



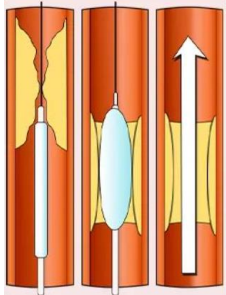
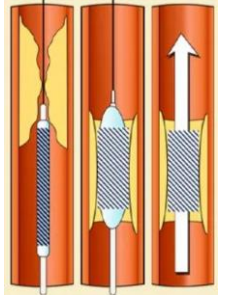
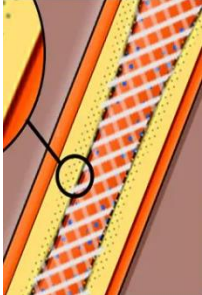
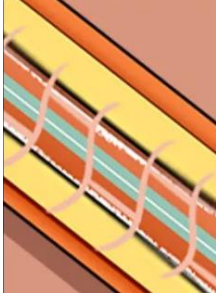
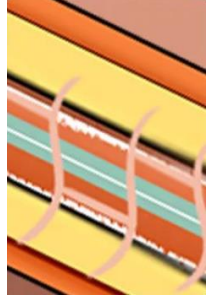
数据来源: 弗若斯特沙利文, 东方证券研究所

自 1977 年起, PCI 治疗方法从球囊扩张术、金属裸支架、药物洗脱支架, 发展至如今的“介入无植入”时代。多次产品变革推动了 PCI 技术的发展, 目前, 生物可吸收支架、药物涂层球囊、金属药物支架三种方案各有优势, 互为补充。

表 4: 冠脉介入治疗发展历程

	单纯球囊扩张(PTCA)	金属裸支架(BMS)	药物洗脱支架(DES)	生物可吸收支架(BRS)	药物涂层球囊(DCB)
时间	1977 年	1987 年	2002 年	2019 年国产 BRS 上市	2004 年
原理	球囊像气球一样膨胀, 扩张病变血管, 达到疏通的目的。	裸支架的植入能防止血管壁塌陷, 保持血管腔完整开放和血流畅通。	比金属裸支架多携带一层能够抑制平滑肌细胞增殖的药物, 通过抑制新生内膜过度生长, 降低再狭窄率。	初期与金属药物支架一样支撑血管, 释放抗增殖药物抑制再狭窄, 之后逐渐被人体吸收, 血管功能恢复。	球囊表面涂覆抗增殖药物和亲水性涂层, 亲水涂层协助药物快速有效地释放到血管内壁内, 持续抑制内膜增生, 抵御血管再狭窄。
解决的问题	除药物(保守治疗、无法治疗严重冠脉狭窄病变)和搭桥手术(开胸手术, 创伤大, 并发症多术后恢复时间长)外, 开辟了新的治疗途径, 开创了冠心病介入治疗的新纪元	术后急性或亚急性血管闭塞。	支架内再狭窄的发生率由 20%-30% 下降到 5%。	避免了金属支架作为异物永久存留体内所带来的远期安全问题; 血管弹性恢复; 并且不会阻碍再次血运重建的选择。	避免了金属支架作为异物永久存留体内所带来的远期安全问题。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

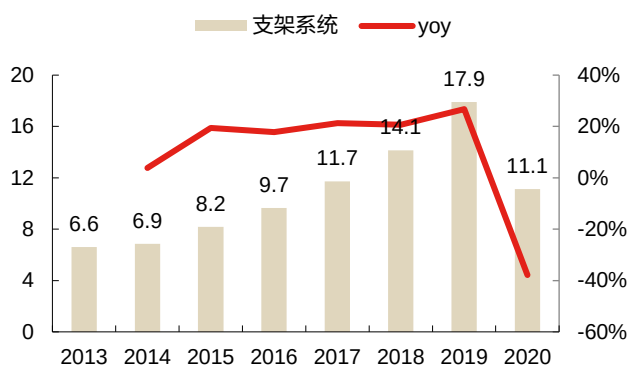
遗留的问题	急性闭塞率和术后再狭窄率较高	支架术后，支架内再狭窄率仍然较高	1)血管金属化; 2)双联抗血小板服药时间延长; 3)远期安全性风险。	受支架材质所限制，适应症相对较窄(不适用于小血管病变、复杂病变)。	1)不能克服血管壁弹性回缩; 2)适用范围有所限制(与夹层相关)
图示					

数据来源：乐普医疗公众号，东方证券研究所

1) 冠脉支架：集采影响深远，边际趋于温和

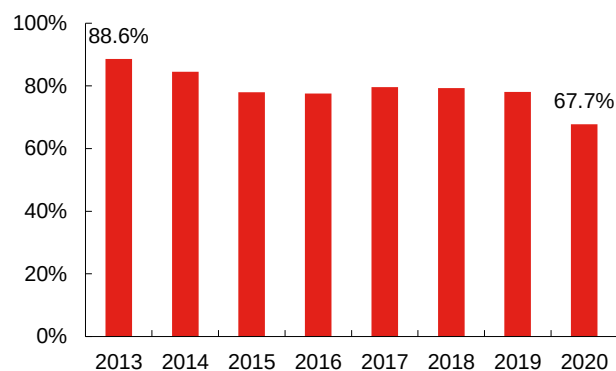
公司冠脉支架业务围绕 PCI 全手术周期进行布局，主要产品包括：冠脉支架（核心产品）、球囊导管、导引导丝及介入配件类。2019 年，公司冠脉支架类产品收入约 17.9 亿元（同比 27%），市占率约 23%。但 2020 年起受到集采以及疫情影响，冠脉支架类产品收入及毛利率均下滑。

图 15：公司支架产品营收（亿元）及同比增速



数据来源：wind，东方证券研究所

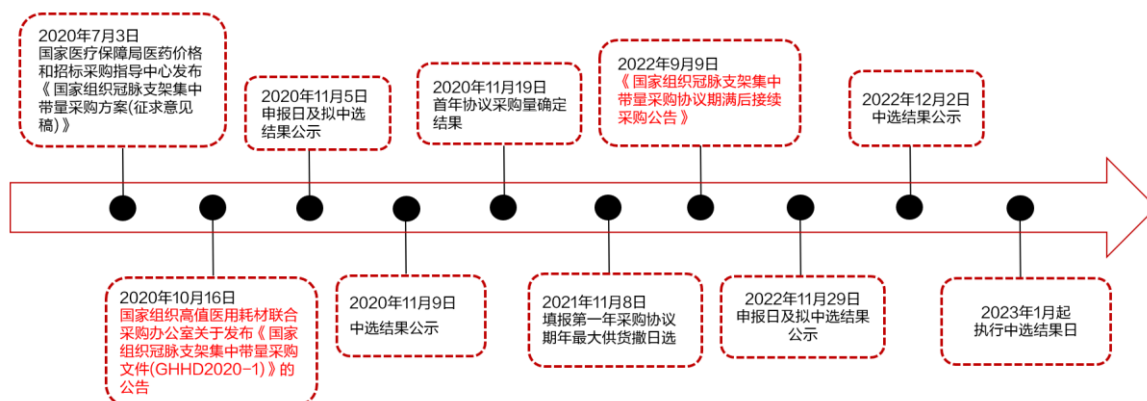
图 16：公司支架产品毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

2020 年 10 月 16 日，《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》正式发布，拉开冠脉支架集采帷幕。本次集采的冠脉支架材质为钴铬合金或铂铬合金，载药种类为雷帕霉素及其衍生物，采购周期为两年。2022 年 9 月 9 日，冠脉集采续约公告发布。

图 17：冠脉支架集采时间线



数据来源: 各政府官网, 东方证券研究所

首次采购中, 首年意向采购总量为 107.5 万个, 采用差额中选机制。最终, 10 款产品中选 (27 进 10), 中选产品平均中选价 676 元, 平均降幅 92.5%。

而在 2022 年 11 月 29 日, 冠脉支架接续采购结果出炉, 首年采购需求总量为 186.5 万个, 中选规则调整为: 产品申报价格不高于最高有效申报价即可中选。最终, 14 个产品中选 (19 进 14), 平均价格为 818 元, 剔除新入围产品, 第一批中选产品均有所提价, 平均提价幅度为 25.3%。

其中, 公司产品首次中标价为 645 元, 而续约中标价为 848 元, 较首次集采增幅为 31%, 集采边际趋于温和。同时, 公司在首次集采中的首年意向采购量为 12.1 万个, 在接续采购中的首年采购需求量为 21.5 万个, 但由于公司产品为 C 类中标, 实际分量存在一定折扣。

表 5: 冠脉支架接续采购结果

序号	产品名称	医疗器械注册人	产品价格 (元)	伴随服务价格 (元)	中选价格 (元)	2020 年采购价 (元)	价格增幅
1	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	上海微创医疗器械 (集团) 有限公司	680	50	730	590	24%
2	药物洗脱支架系统	赛诺医疗科学技术股份有限公司	729	50	779	/	/
3	药物支架系统	深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	747	48	795	755	5%
4	药物洗脱冠脉支架系统	易生科技 (北京) 有限公司	795	1	796	549	45%
5	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	上海微创医疗器械 (集团) 有限公司	750	50	800	750	7%
6	药物洗脱冠脉支架系统	Medtronic Inc.	786	20	806	648	24%

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

7	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	山东吉威医疗制品有限公司	774	50	824	469	76%
8	药物洗脱支架系统	赛诺医疗科学技术股份有限公司	789	50	839	/	/
9	钴铬合金生物可降解涂层雷帕霉素洗脱冠脉支架系统	山东吉威医疗制品有限公司	795	50	845	/	/
10	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Boston Scientific Corporation	798	48	846	776	9%
11	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	乐普（北京）医疗器械股份有限公司	798	50	848	645	31%
12	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	万瑞飞鸿(北京)医疗器材有限公司	798	50	848	798	6%
13	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	Abbott Vascular	798	50	848	/	/
14	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	上海微创医疗器械（集团）有限公司	798	50	848	/	/

数据来源：各政府官网，东方证券研究所 注：价格增幅指考虑伴随服务费后接续价格相对于首次集采的增幅

集采后，我国冠脉支架可及性大幅提升。从集采后使用量来看，2021-2023 年，中选支架使用量分别为 160/183/218 万条，年均增长 17%，与心脏介入手术增长率（10%-25%）相吻合，用量稳健增长。而在市场规模上，集采后大幅下滑，2021 年约为 21 亿元。

图 18：集采后我国冠脉支架价格处于全球洼地（元）

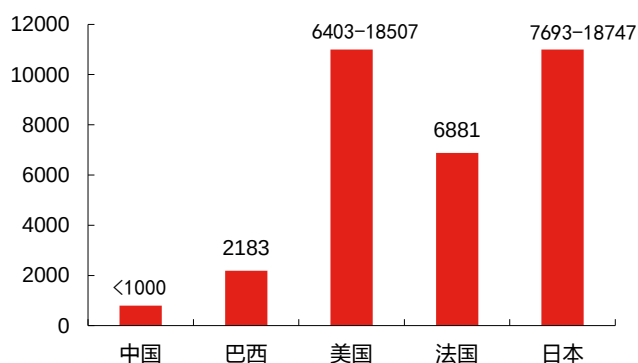
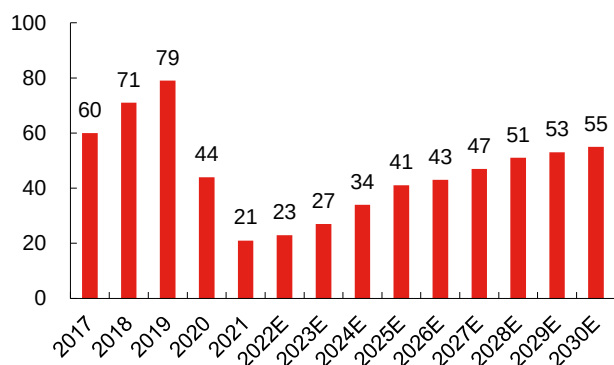


图 19：2017 年起我国冠脉支架市场规模（按终端价，亿元）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

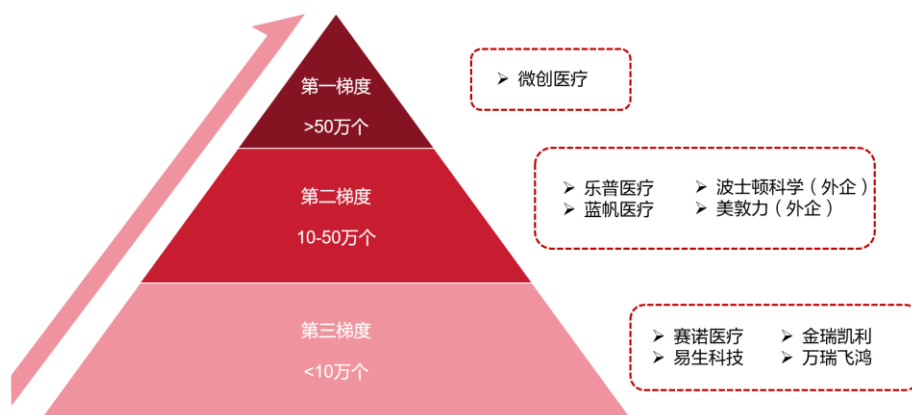
数据来源：澎湃新闻，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

集采后利润率大幅压缩，头部企业市占率预计进一步提升。在冠脉集采续约中，采购需求总量为 186.5 万个，其中微创医疗中标量超 59 万个，位居第一梯度；其次，乐普医疗、蓝帆医疗、波士顿科学、美敦力等中标量均集中在 20-30 万个，居于第二梯度；而赛诺医疗、金瑞凯利、易生科技和万瑞飞鸿等中标数量均小于 10 万个，位居第三梯度。

从集中度来看，头部五家企业冠脉支架中标量合计超 161.6 万个（占比达 87%），集中度较高。未来，由于集采后利润率大幅下行，头部企业规模优势将会更显著，公司作为龙头企业有望提升市占率。

图 20：2022 年中国冠脉支架行业竞争格局梯度（按国家集采中标数量）



数据来源：前瞻网，东方证券研究所

2) 创新产品：在研管线不断突破，创造新增长点

目前，公司已构建了丰富的创新产品组合，包括：药物涂层球囊、生物可吸收支架、切割球囊、血流储备分数测量仪/压力微导管、冠脉血管内冲击波导管/设备、冠脉乳突球囊等。

a) 药物涂层球囊：

不同于药物洗脱支架为 PCI 手术的主流产品，药物球囊多用于支架内再狭窄、小血管病变、分叉病变等。药球具有无植入潜在优势，同时随着病变精准充分预处理技术的发展，适用范围进一步扩大，推动渗透率不断提升。

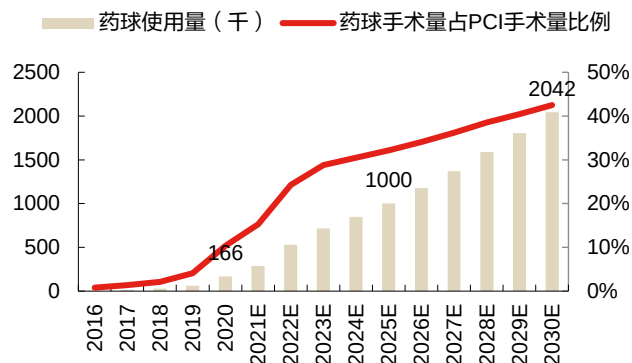
2020 年我国药球使用量为 16.6 万个，占 PCI 手术比例为 10.4%。根据弗若斯特沙利文，2025 年这一数字将达到 100 万个，占 PCI 手术比例为 32.2%。

图 21：相关指南及专家推荐的药物球囊治疗冠状动脉疾病适应症的具体情况

图 22：中国心内药物涂层球囊的使用量及预测

适应症	具体情况
支架内再狭窄	避免了多层支架的重叠置入，在内皮愈合等方面有其独特优势； 支架内再狭窄是优选适应症，为国内外指南的 IA 类推荐； 国内批准的临床适应症；目前国内上市产品适应症主要为支架内再狭窄。
冠脉原发病变	治疗小血管病变和分叉病变冠脉原发病变时，体现出一定的优势； 小血管病变和分叉病变是经国内批准的临床适应症；
其他适应症	高出血患者：血友病、既往出血史、胃溃疡、严重肾功能衰竭患者。
	不耐受口服抗血小板药物或近期进行外科手术的患者（如心房颤动、置换人工心脏瓣膜等）
	有血管内皮功能障碍或既往亚急性支架内血栓史的患者。

数据来源：垠艺生物招股说明书，东方证券研究所



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

药物球囊 2020 年已经完成首次集采。2023 年 3 月，公司完成京津冀 3+N 联盟药物球囊续标，中标价格 6285 元，价格体系稳定。目前，国内共有 14 款药球产品，公司 2021 年市占率为 10.4%，国内第三位。

根据垠艺生物招股说明书，在集采影响下，2022 年药球市场规模从 2021 年的 20.1 亿元下降至 16.6 亿元。但后续需求和销量的增加，将会带来市场规模稳定增长，在 2030 年或将达 29.1 亿元。

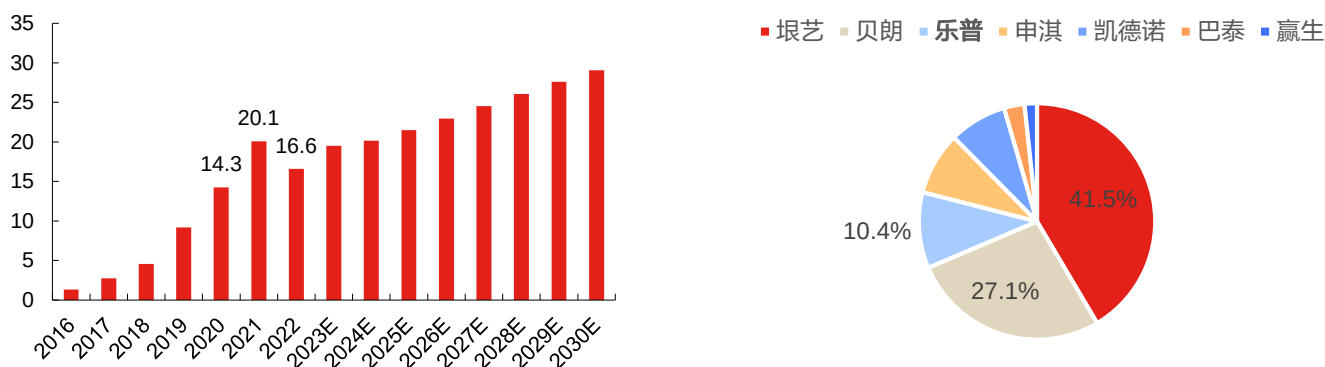
表 6：全国范围内药物球囊集中带量采购结果

联盟	发布时间	覆盖区域	首年采购量/个	集采前价格/元	集采后价格/元	平均降幅
浙江	2020.8	浙江	-	-	-	-
广东 7 省联盟	2020.12	广东、江西、河南、广东、陕西、青海、宁波	-	23748	13192	44.5%
上海	2021.5	上海	-	-	-	-
北京	2021.6	北京	-	-	-	-
京津冀 3+N 联盟	2021.9	北京、天津、河北、新疆和兵团	-	2.3 万	0.6 万	72.5%
江苏 12 省联盟	2021.11	江苏、山西、福建、湖北、湖南、海南、重庆、贵州、云南、甘肃、新疆及兵团	57113	2.1 万	6300	70%
安徽	2022.11	安徽	-	-	-	-

数据来源：各政府官网，东方证券研究所

图 23：我国药物涂层球囊市场规模（亿元）

图 24：2021 年中国冠状动脉药物涂层球囊销售量市场份额



数据来源：垠艺生物招股说明书，东方证券研究所

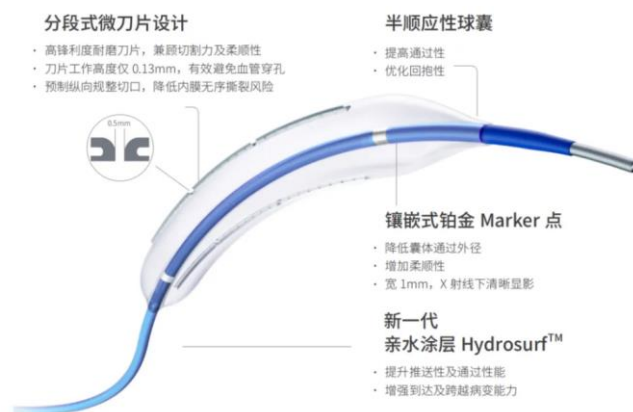
数据来源：垠艺生物招股说明书，东方证券研究所

b) 切割球囊：

切割球囊是指使用刀片作为切割件，固定于球囊工作段，可有效切开血管内壁。在临床应用中，切割球囊可以有效均匀撕裂顽固、高硬度血管斑块，尤其适用于血管分叉病变等，在 PCI 手术中具备重要价值。目前，切割球囊竞争格局良好，国内获批仅乐普、Boston Scientific、百医汇及申淇医疗。

其中，乐普 Vesscide 切割球囊于 2020 年 12 月获批，是首个获批的国产产品。与传统球囊相比，Vesscide 切割球囊表面上纵向装有 3-4 列显微刀片，在处理原发血管病变、支架内再狭窄、血管开口及分叉等病变时，扩张优势突出。

图 25：Vesscide 切割球囊示意图



数据来源：心未来，东方证券研究所

c) 一次性使用冠脉血管内冲击波导管：

冠状动脉钙化是一种血管退行性病变，会导致血管壁硬化，血管收缩反应降低，从而显著增加 PCI 手术的难度和风险，体现在：1）增加器械通过的难度；2）增加支架内血栓形成、支架内再狭窄等风险；3）可能发生球囊破裂。

根据《冠状动脉钙化病变诊治中国专家共识（2021 版）》，血管内冲击波（Intravascular Lithotripsy, IVL）技术通过向病变提供未聚焦、圆周和脉冲式的机械能以使得钙化斑块松散，同时对健康血管壁无损伤，因此有望成为冠状动脉钙化病变的“终结者”。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 26：血管内冲击波（IVL）的作用机制



数据来源：Shockwave Medical 官网，东方证券研究所

据嘉裕检测网数据预测，我国潜在 IVL 市场将由 2023 年的 2.2 亿元增加至 2025 年的 9.2 亿元，CAGR 达 102.1%。

美国 Shockwave Medical 是全球首家推出冲击波球囊的公司（2021 年 2 月获 FDA 批准上市），并于 2022 年 5 月在国内上市。目前，国内冲击波球囊市场主要由 Shockwave Medical 占据。但截至目前，另有 5 家本土冠脉 IVL 产品获批，国产化率将会逐步提升。

表 7：冠脉 IVL 国产产品获批情况

获批时间	注册证编号	公司
2023 年 10 月	国械注准 20233011546	深圳市赛禾医疗技术有限公司
2024 年 1 月	国械注准 20243010074	乐普（北京）医疗器械股份有限公司
2024 年 3 月	国械注准 20243010464	谱创医疗科技（上海）有限公司
2024 年 5 月	国械注准 20243030988	上海蓝帆博元医疗科技有限公司
2024 年 5 月	国械注准 20243010990	苏州中荟医疗科技有限公司

数据来源：NMPA，东方证券研究所

其中，公司一次性使用冠脉血管内冲击波导管/设备，即 VessCrack 于 2024 年 1 月获批，为第二家获批上市的本土企业，用于成人患者在支架植入术前对原发性冠状动脉的钙化病变（冠状动脉狭窄程度 $\geq 50\%$ ）进行预处理及球囊扩张。

公司 VessCrack 冲击波治疗系统在电极设计、声压分布及设备智能显示等方面公司均具备显著的技术优势，值得期待。

表 8：公司 IVL 产品技术特点

组成	产品设计	技术优势
VessCrack 冲击波导管	电极并联排布设计	更好的容错率，放电更稳定，保证充分的治疗效果
	声压均匀分布	减少球囊破裂风险，在带来安全性的同时有效震裂钙化斑块，为后续处理做好准备

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	齐全的规格型号	直径 2.5-4.0mm，长度 12mm，适用人群广泛
	采用锥形头端设计	增强导丝包裹能力，提供优异的推送性，增强球囊到达及跨越病变的能力
	球囊囊体材质为 PEBAX 材料	相比于传统的尼龙材料，具有优异的通过性和回抱性能
VessCrack 冲击波设备	智能人性化	超大视角高清超全界面显示，工作时个性化提示脉冲次数

数据来源：心未来，东方证券研究所

d) 在研管线：

公司冠脉植介入在研管线储备丰富。一次性使用冠脉血管内冲击波导管/设备、冠脉乳突球囊扩张导管、锚定球囊扩张导管均已顺利获批。目前，棘突球囊已提交注册申请。未来，随着创新产品陆续上市，公司在冠脉植介入行业的地位将会不断加强。

表 9：公司冠脉植介入在研管线

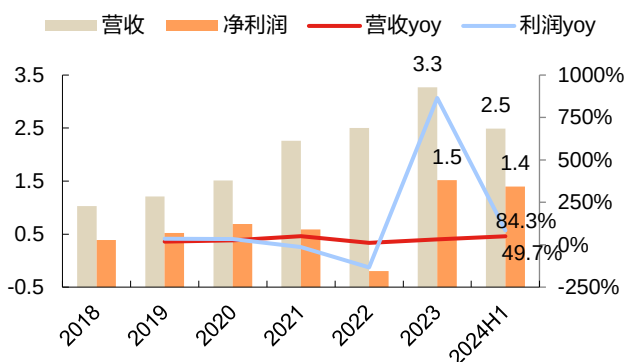
类别	产品	研制	临床前	临床	申报注册	预计获批时间
功能性球囊	棘突球囊	√	√	√	√	2025Q3
	冠状动脉窦脉冲球囊	√	√	√		2027Q3
药物球囊	雷帕霉素药物灌注系统	√	√	√		2026Q4
血管内测量	血管内超声成像（IVUS）	√				2025Q4
	压力传感器系统	√				2025Q4

数据来源：2024 年中报，东方证券研究所

2.1.2 结构心脏病：可降解封堵器技术领先

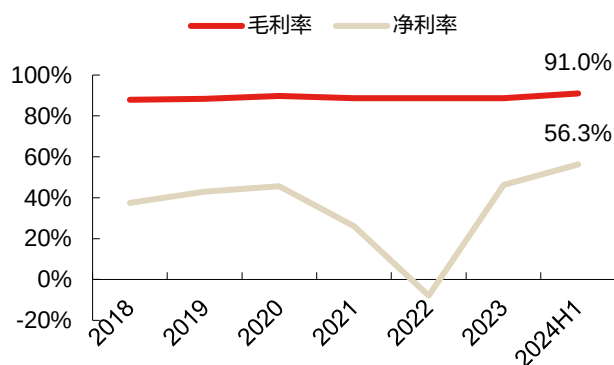
心泰医疗是公司控股子公司（持股 79.94%），长期专注于结构性心脏病介入器械，同时探索房间隔穿刺等前沿方向。目前，心泰已拥有 22 款已上市封堵器及配件产品。

图 27：心泰医疗营收与净利润（亿元）及其同比增速



数据来源：wind，东方证券研究所

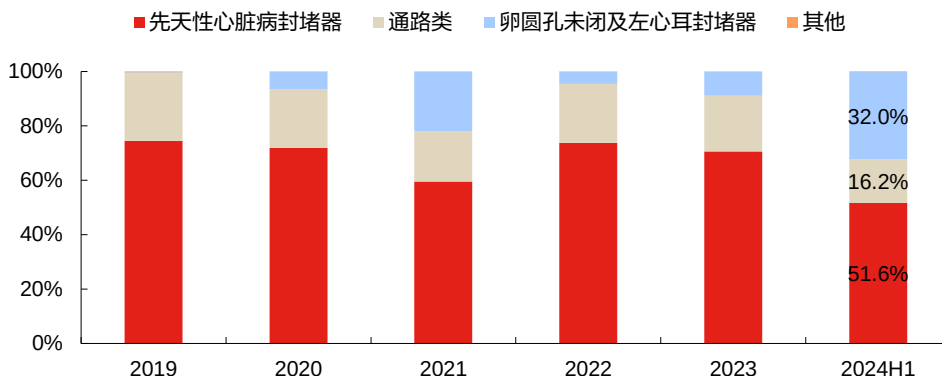
图 28：心泰医疗毛利率与净利率趋势



数据来源：wind，东方证券研究所

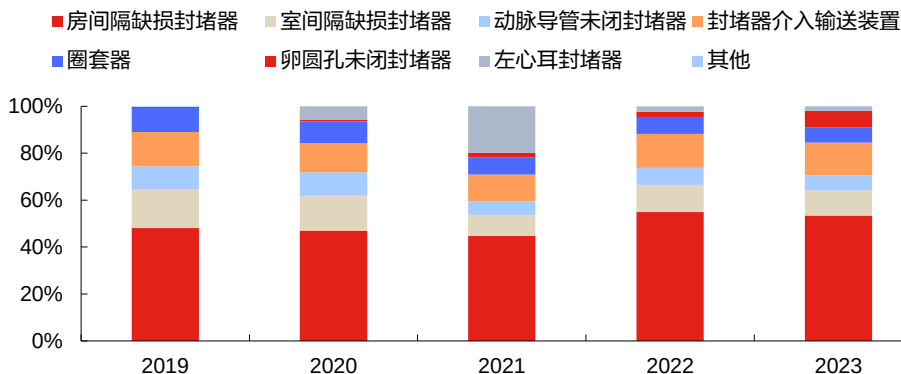
心泰医疗主营业务分为：先天性心脏病封堵器、通路类、卵圆孔未闭及左心耳封堵器三大板块。其中，先天性心脏病封堵器占比最高（2024H1 营收 1.3 亿元，占比 52%），新产品可降解卵圆孔未闭封堵器成功打入市场（24H1 营收 0.79 亿元，占比大幅提高至 32%）。

图 29：心泰医疗营收拆分（按类别）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：心泰医疗营收拆分（按产品）



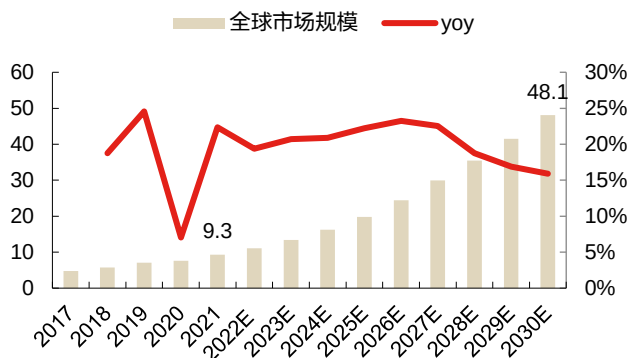
数据来源：公司公告，东方证券研究所

从行业来看，结构性心脏病介入医疗器械主要包括三大领域：1）先天性心脏病封堵器，主要包括：房间隔缺损封堵器、室间隔缺损封堵器及动脉导管未闭封堵器；2）心源性卒中封堵器，主要包括：卵圆孔未闭封堵器及左心耳封堵器；3）治疗瓣膜病的心脏瓣膜产品，主要包括：主动脉瓣产品及二尖瓣产品。

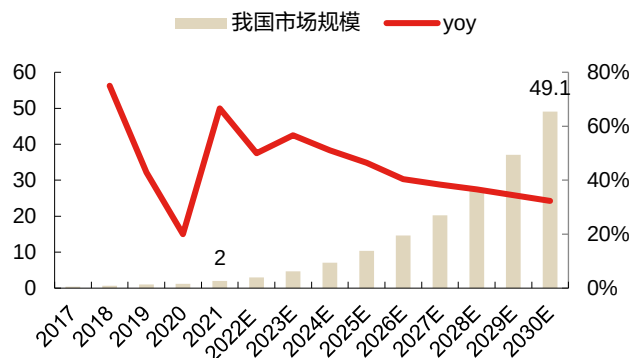
据心泰医疗招股说明书，我国符合结构性心脏病介入治疗条件的患者人数由 2017 年的约 480 万人增至 2021 年的约 530 万人。2021 年，全球/国内市场规模分别为 48 亿美元/49 亿元人民币。

图 31：全球结构性心脏病介入医疗器械市场（十亿美元）

图 32：我国结构性心脏病介入医疗器械市场（十亿人民币）



数据来源：心泰医疗招股说明书，东方证券研究所

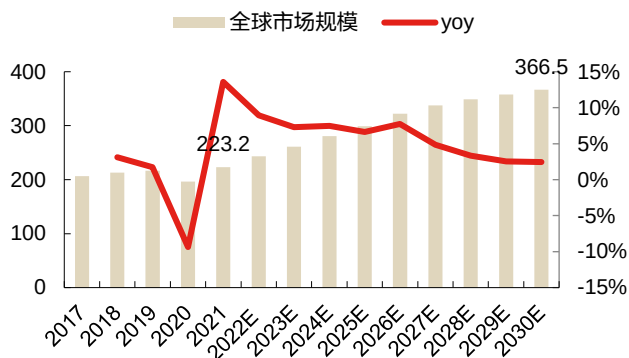


数据来源：心泰医疗招股说明书，东方证券研究所

1) 先天性心脏病封堵器:

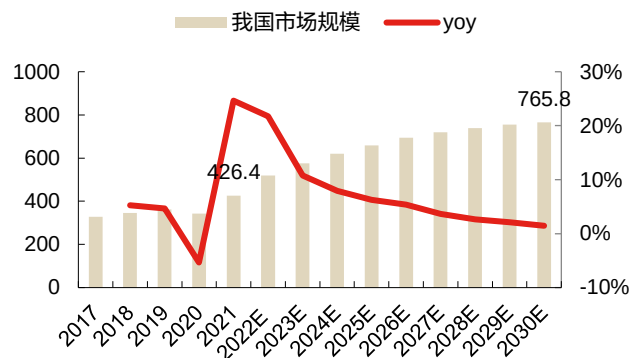
据心泰医疗招股说明书，2021 年我国的先天性心脏病患者为 13.3 万人，预计于 2030 年达到 14.5 万人。国内市场规模预计从 2021 年的 4.3 亿元增长至 2030 年的 7.7 亿元。

图 33: 全球先天性心脏病封堵器产品市场 (百万美元)



数据来源：心泰医疗招股说明书，东方证券研究所

图 34: 中国先天性心脏病封堵器产品市场 (百万元人民币)



数据来源：心泰医疗招股说明书，东方证券研究所

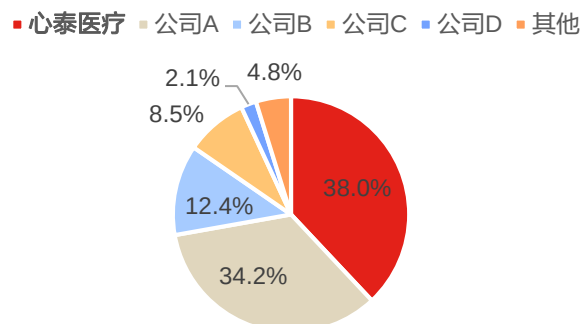
心泰医疗在先心病封堵器产品上布局完善，目前已经从一代产品（单/双瓣）逐步升级至第四代 MemoSorb®全降解封堵器系列产品。凭借丰富的产品布局和优异的性能，2021 年乐普心泰在先心病封堵器市场占有率居于第一（达到 38.0%）。

图 35: 心泰医疗先心病封堵器产品布局

图 36: 2021 年先心病封堵器竞争格局

	产品	临床前	临床试验	注册	商业化
房间隔缺损封堵器	MemoPart® 房间隔缺损封堵器(双锁)				已商业化
	MemoPart® 房间隔缺损封堵器(单锁)				已商业化
	MemoCarna® 氧化膜单锁房间隔缺损封堵器				已商业化
	MemoSorb® 生物可降解房间隔缺损封堵器			CE注册资料准备	
室间隔缺损封堵器	MemoPart® 室间隔缺损封堵器(双锁)				已商业化
	MemoPart® 室间隔缺损封堵器(单锁)				已商业化
	MemoCarna® 氧化膜单锁室间隔缺损封堵器				已商业化
	MemoSorb® 全降解封堵器系统			CE注册资料准备	
					已商业化
					海外临床启动准备

数据来源：心泰医疗 2024 年中报，东方证券研究所



数据来源：心泰医疗招股说明书，东方证券研究所

独家全降解封堵器优势突出，显著提高竞争力。2022 年 2 月，公司 MemoSorb 室间隔（VSD）全降解封堵器获 NMPA 批准，成为全球首款全降解封堵器。该款产品采用医用高分子材料，完成缺损修补后会逐步降解，直至被完全吸收。

2024 年 8 月，公司生物可降解房间隔（ASD）缺损封堵器获批上市，解决了当前封堵器植入后终身存留、阻碍经房间隔穿刺左心介入通路建立，及金属过敏患者不适用等问题，进一步完善了产品线。

图 37：心肌组织内封堵器材料降解过程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

2）心源性卒中封堵器：

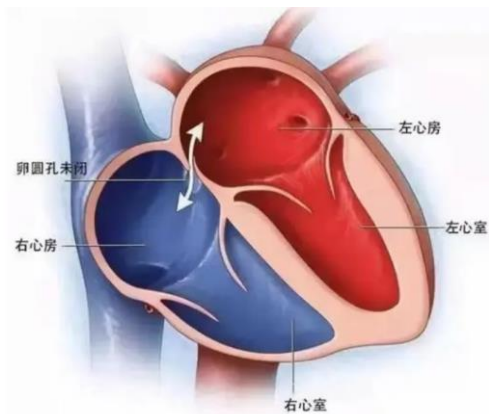
对于心源性卒中及相关症状（偏头痛、周围动脉栓塞及减压病），介入封堵器是一种有效预防方法，主要包括：卵圆孔未闭（Patent Foramen Ovale, PFO）和左心耳封堵器。据心泰医疗招股说明书，2021 年我国心源性卒中患者为 450 万人，预计于 2030 年达到 570 万人。

PFO 与缺血性卒中、先兆偏头痛等疾病相关，流行病学资料显示成年人 PFO 的发生率约为 25%。已有研究提示，PFO 封堵术可降低卒中复发风险。根据《2023 年先心病介入年度报告》，2023 年我国 PFO 治疗（介入及外科）已达约 6 万例。

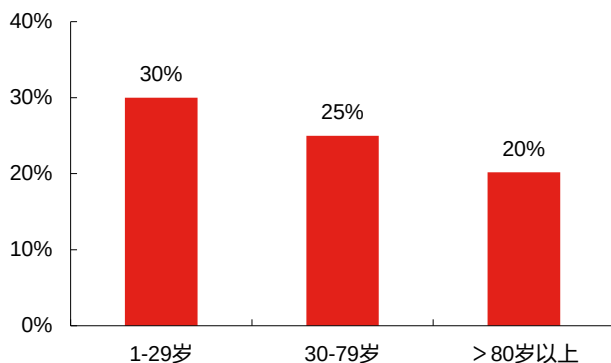
图 38：卵圆孔未闭示意图

图 39：中国各年龄段卵圆孔未闭发生率

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：医疗器械创新网，东方证券研究所



数据来源：前瞻网，东方证券研究所

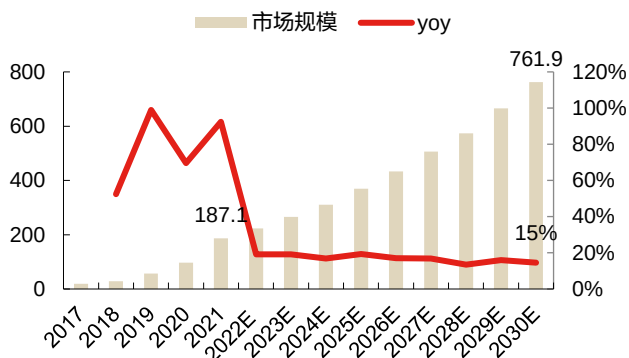
随着 PFO 封堵术的开展，我国 PFO 封堵器市场快速发展。根据弗若斯特沙利文，2021 年我国 PFO 封堵器市场规模为 1.9 亿元，预计到 2030 年将增长至 7.6 亿元。

图 40：2023 年中国 PFO 治疗数量



数据来源：《2023 年先心病介入年度报告》，东方证券研究所

图 41：我国卵圆孔未闭封堵器市场规模及增速（百万元）



数据来源：心泰医疗招股说明书，东方证券研究所

目前，PFO 封堵器获证厂商较少，截至目前共有四家企业。其中，乐普心泰 MemoSorb®生物可降解 PFO 封堵器于 2023 年 9 月获批，也是全球首款可降解 PFO 封堵器。

传统 PFO 封堵器为金属材质，缺点在于：1）植入后伴随患者终身，阻碍后期左心系统介入路径；2）可能导致镍离子析出等并发症。

公司生物可降解 PFO 封堵器基于“介入无植入”理念，选取生物可降解材料，能够在 12 个月左右实现有效降解控释，完成封堵和自体组织再造，同时具备专利锁边和专利铆定设计，技术领先。

图 42：卵圆孔未闭封堵器获证情况

图 43：心泰 MemoSorb 生物可降解卵圆孔未闭封堵器

注册证编号	注册人	产品名称	批准日期	有效期至
国械注准 20243130276	唯柯医疗	卵圆孔未闭封堵器	2024/2/5	2029/2/4
国械注进 20233130485	雅培	卵圆孔未闭封堵器及附件	2023/11/6	2028/11/5
国械注进 20233030486	雅培	卵圆孔未闭封堵器传送鞘	2023/11/6	2028/11/5
国械注准 20233131307	心泰医疗	生物可降解卵圆孔未闭封堵器	2023/9/7	2028/9/6
国械注准 20173134477	华医圣杰	卵圆孔未闭封堵器	2022/3/25	2027/10/8
国械注进 20163133021	雅培	卵圆孔未闭封堵器	2021/8/26	2026/8/25
国食药监械(进)字 2013 第 3774054 号	雅培	卵圆孔未闭封堵器	2013/9/29	2017/9/28

数据来源：NMPA，东方证券研究所



数据来源：公司官网，东方证券研究所

2.2 外科麻醉：集采受益，份额提升

公司控股子公司秉琨医疗专注于外科用及辅助麻醉护理类器械产品，主要聚焦：吻合器、超声刀、人体腔道扩张产品等外科用医疗器械，以及中心静脉导管包等各类辅助麻醉护理类医疗器械。

表 10：公司外科麻醉产品

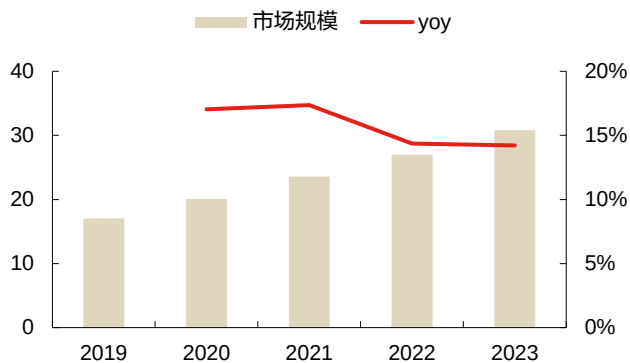
	大类	细分品类
外科	吻合器（开放）	直线\管型吻合器、肛肠吻合器、直线\弧形切割吻合器、皮肤吻合器
	吻合器（腔镜）	一代腔镜吻合器（手动）、二代腔镜吻合器（手动）、电动腔镜吻合器
	超声刀（开放/腔镜）	超声软组织切割止血系统、一次性使用 3 毫米超声切割止血刀头、一次性使用 5 毫米超声切割止血刀头
	辅助产品（开放/腔镜）	穿刺器、组织夹、套扎器、筋膜闭合器、切口保护套等
	非血管介入类支架	食道支架、呼吸道支架、胆道支架、肠道支架
麻醉	耗材	含药中心静脉导管、中心静脉导管、气管插管、动脉血样采集器、医用喉罩、麻醉面罩、便携式输注泵等

数据来源：公司年报，东方证券研究所

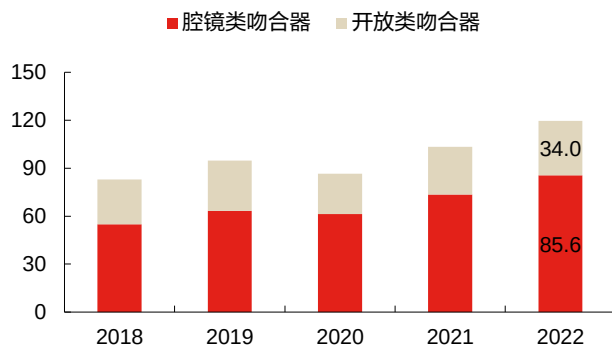
中国手术超声刀、吻合器行业近年来稳步扩容。首先，2019-2023 年，随着国内超声刀的临床应用增加，市场规模由 17.0 亿元增长至 30.8 亿元，CAGR 为 15.7%；其次，伴随我国微创外科手术医疗水平提升和人口老龄化，2018-2022 年，吻合器市场规模由 83.0 亿元增长至 119.6 亿元，CAGR 9.6%。

图 44：中国手术超声刀市场规模（亿元）

图 45：中国吻合器行业市场规模（亿元）



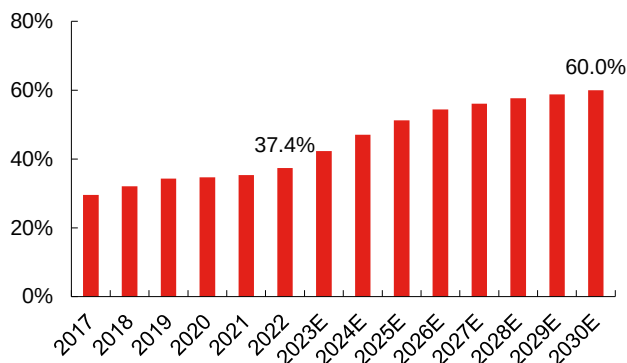
数据来源：智研瞻产业研究院，东方证券研究所



数据来源：头豹研究所，东方证券研究所

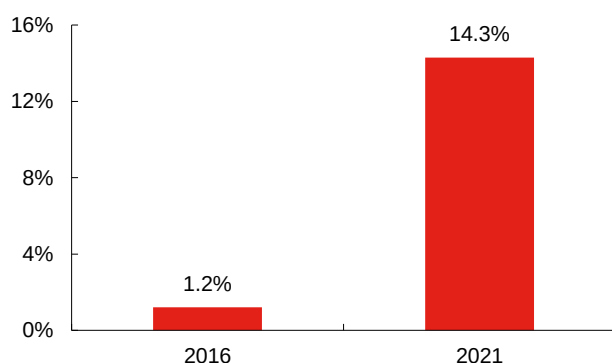
多款产品集采中标，积极开拓市场。国内吻合器和超声刀市场长期被进口品牌主导，伴随近年带量采购不断推进，进口替代趋势加速。公司具有品牌和技术优势，多项产品在各省际联盟集采中成功中标。

图 46：2017 年起我国吻合器国产化率趋势



数据来源：弗若斯特沙利文（转引自 Medtec），东方证券研究所

图 47：2016-2021 年我国超声刀国产化率趋势



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

表 11：公司外科麻醉业务集采中标情况

采购产品	时间	集采省份	主要内容
吻合器	2022 年 12 月	福建省	公司旗下多品牌获得腔镜系列产品全线中标；且旗下长沙润杰品牌手动腔镜与电动腔镜均获得剩余量首选分配资格
	2021 年 12 月	重庆八省联盟	乐普外科中的博朗森思、博康、智业、伊沃特、瑞索斯全线产品优势中标一次性腔镜用直线型切割吻合器及组件（含电动吻合器及组件）
超声刀	2021 年 12 月	广东 16 省联盟	深圳普汇生产的 3mm 的超声刀从 7730 元降到 545 元，降幅达 93%；属于高端需求的 7mm、5mm 的超声刀均价从 5734 降到 1800 元，降幅达 68.6%

数据来源：各政府官网，东方证券研究所

除上述业务，公司还在积极探索外科麻醉业务的创新发展，包括：可吸收材料技术、生物材料技术、药械结合技术、能量驱动技术等。未来，外科麻醉领域的创新业务有望进一步突破。

2.3 体外诊断：品类广泛，稳步发展

公司体外诊断业务主要依托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 等各个细分领域。

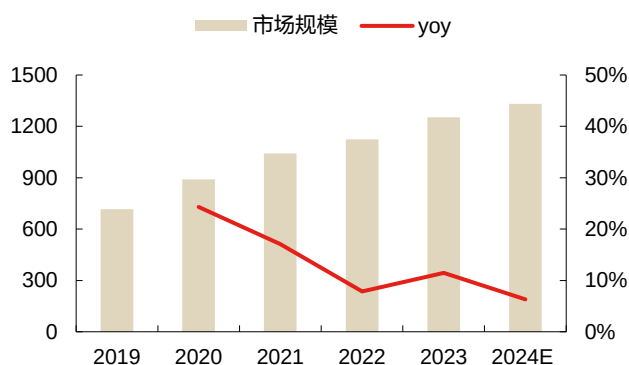
表 12：公司体外诊断主要产品

细分赛道	主要产品
POCT 诊断	荧光免疫层析分析仪、胶体金免疫层析分析仪
居家健康	幽门螺旋杆菌抗原检测试剂盒（乳胶法）、血糖仪、血糖酮体尿酸检测仪、血脂分析仪、凝血分析仪、肺功能测试仪
智慧实验室	流水线式全自动酶联免疫工作站、全自动化学发光免疫分析仪、全自动荧光免疫分析仪、全自动样本处理系统、全自动生化分析仪、医用离心机、全自动加样系统
输凝血一体	血栓弹力图仪、全自动血栓弹力图仪、全自动血小板聚集仪、全自动血型分析仪
分子诊断	全自动医用 PCR 仪

数据来源：公司公告，东方证券研究所

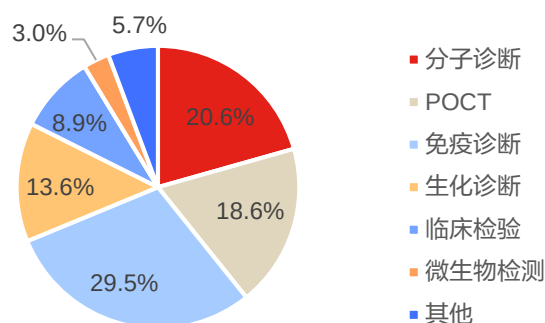
我国 IVD 行业仍在快速发展。据中商产业研究院，2024 年国内市场规模约为 1332 亿元，同比 6.3%。2024H1，公司体外诊断业务实现营收 1.98 亿元（-57.2%），主要原因在于去年同期疫情相关产品高基数以及部分产品竞争加剧价格回落所致。未来，随着新产品上市（包括阿尔茨海默症标志物、新血栓标志物等），IVD 板块预计将稳健发展。

图 48：国内 IVD 市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

图 49：中国 IVD 市场构成（2022 年）



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

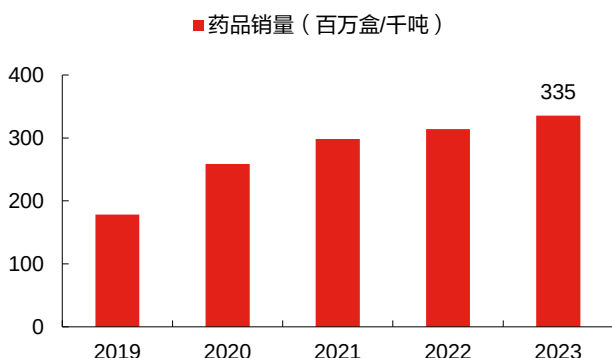
三、药品：存量落定，发力降糖&减重

3.1 深耕 OTC 市场，原料制剂一体化

2013-2014 年，公司分别收购乐普药业和浙江乐普药业，通过外延并购获得两大单品氯吡格雷和阿托伐他汀钙片。目前，药品板块分为原料药和制剂，主要用于抗血栓、降血脂、降血压、降血糖和抗心衰五大类心血管疾病。

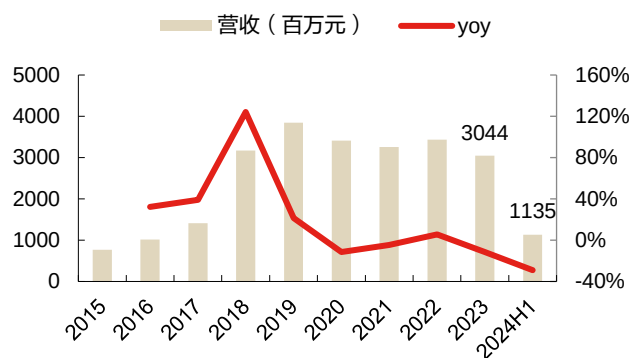
2024H1，受零售渠道相关政策影响，公司药品业务实现营收 11.3 亿元（-29.1%）。后续随着零售渠道库存清理完毕后，相关产品纯销有望恢复，带动制剂板块企稳回升。

图 50：公司药品销量变化趋势



数据来源：公司年报，东方证券研究所

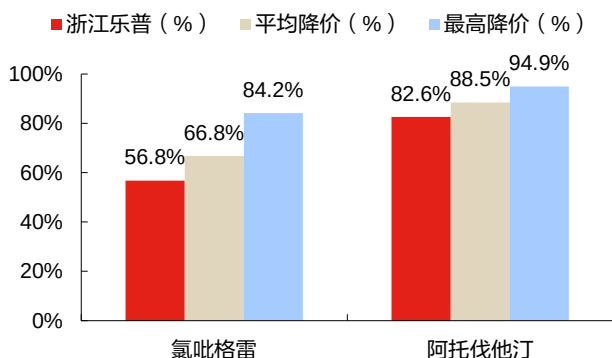
图 51：公司药品板块营收规模及增速



数据来源：公司年报，东方证券研究所

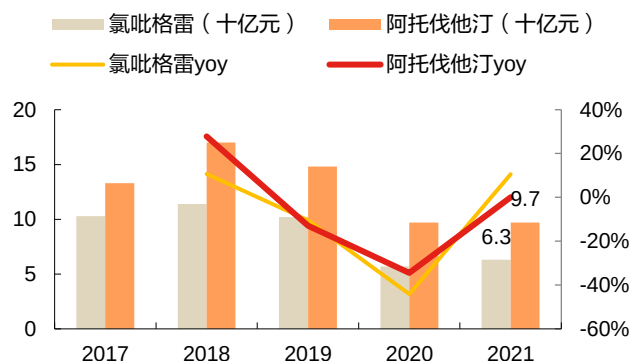
氯吡格雷&阿托伐他汀钙片接续中标集采。2019 年，两大品类“4+7”扩面中标，降价相较平均降幅更温和。随后，2021-2022 年再次中标广东联盟和重庆联盟集采，公司也基本实现了集采周期后的过渡。2024 年 1 月，两大品类再次拟中标广东联盟集采。

图 52：阿托伐他汀钙片和氯吡格雷在 4+7 扩面集采中降价情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 53：2017-2021 年两大品类国内市场规模及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 13：阿托伐他汀钙片和氯吡格雷中标情况

集采年份	集采轮次	药品名称	集采地区	规格	中标价格（元/片）
2019	4+7 扩面集采	氯吡格雷	全国	75mg	2.98
				10mg	0.32

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		阿托伐他汀		20mg	0.55
2021	广东联盟	氯吡格雷	晋赣豫湘桂琼黔甘青宁新（及兵团）	25mg	0.97
				75mg	2.47
		阿托伐他汀		10mg	0.20
				20mg	0.34
2022	重庆联盟	氯吡格雷	渝川蒙鄂滇藏陕宁	25mg	0.93
				75mg	2.25
		阿托伐他汀		10mg	0.20
				20mg	0.34
2024	广东联盟	氯吡格雷	晋赣豫湘桂琼黔甘青宁新（及兵团）	25mg	0.93
				75mg	2.16
		阿托伐他汀		10mg	0.18
				20mg	0.30

数据来源：各政府官网，东方证券研究所

集采助推甘精胰岛素放量。2023 年 12 月，子公司博螯生物自主研发的甘精胰岛素注射液正式获批，并于 2024 年 4 月中标全国集采。公司首年采购需求量为 54095 支（瓶），根据此次集采规则，公司 A 类中标且为新参与厂家，将能够获得 80%的基础量。

表 14：甘精胰岛素注射液中中标情况

采购组类别	药品名称	拟中标企业	规格	拟中选价（元）	产品分类	采购周期
三代基础	甘精胰岛素注射液	辽宁博螯生物制药有限公司	3ml：300 单位（笔芯）	63.88	A	自中选结果执行之日起至 2027 年 12 月 31 日

数据来源：公司公告、国家医保局，东方证券研究所

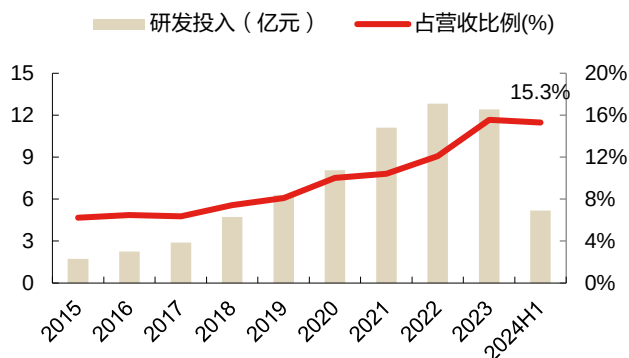
公司中标产品属于三代基础胰岛素，优势明显。相较于一代/二代胰岛素，三代胰岛素在用药频率、依从性、安全性和血糖控制方面更加优异。与首次集采相比，本轮三代胰岛素采购需求量增长 36%（约为 1.68 亿支），占整体需求量的比例提高至 70%（前次为 58%）。

3.2 重视研发，GLP-1 三靶点全球第二

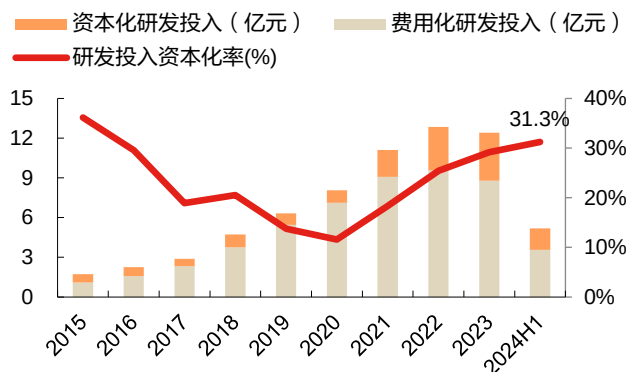
重视研发，制剂产品不断丰富。2024H1，公司研发投入为 5.2 亿元，营收占比 15.3%。根据 2023 年报，恩格列净、多沙唑嗪、托法替布、乐伐替尼、瑞舒伐他汀、硝苯地平、甘精胰岛素、奥司他韦都已顺利获批上市。

图 54：乐普医疗研发投入情况

图 55：乐普医疗研发投入费用化和资本化情况



数据来源：公司年报，东方证券研究所



数据来源：公司年报，东方证券研究所

重点布局降糖/减重，三靶点 GLP-1RAs 处于临床 II 期。在现有 GLP-1RAs 产品研发领域，除了 GLP-1R，人源葡萄糖依赖性促胰岛素释放多肽受体（GIPR）和胰高血糖素受体（GCGR）是选择最多的共靶点。公司控股子公司民为生物自主研发的 GLP-1/GCGR/GIP-Fc 融合蛋白 MWN101 已开展 2 型糖尿病和肥胖的 II 期临床试验，全球研发进度仅次于礼来的瑞他鲁肽。

GLP-1RAs 竞争激烈，目前全球共有 13 款创新药（按通用名计）获批。而瑞他鲁肽 II 期研究结果显示，每周 12mg 剂量，在治疗第 48 周，瑞他鲁肽降低体重的获益（24.2%）较安慰剂更明显（2.1%）。在降糖研究中，患者使用不同剂量的瑞他鲁肽治疗 6 个月后，HbA1c 降低 1.3%~2.0%。瑞他鲁肽 II 期临床结果良好，预计公司 MWN101 也有望凭借多靶点优势实现差异化竞争。

表 15：全球降糖减重领域 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点药物研发进展

药物	公司	适应症：肥胖		适应症：II 型糖尿病	
		美国最高开发阶段	中国最高开发阶段	美国最高开发阶段	中国最高开发阶段
Retatrutide (瑞他鲁肽)	Eli Lilly	临床 III 期	临床 I 期	临床 III 期	-
MWN101	民为生物	-	临床 II 期	-	临床 II 期
HM-15275	韩美药品株式会社	临床 I 期	-	-	-
UBT-251	联邦生物科技	-	临床 I 期	-	临床 I 期
DD-15	D&D Pharmatech	临床前	-	-	-
HISHS-3001*	Sun Pharmaceutical Industries	-	-	-	-
PB-2309	派格生物医药	-	-	-	临床前
DR10627	浙江道尔生物	-	临床 I 期	-	临床 I 期

数据来源：新药情报库，东方证券研究所 注：HISHS-3001 在印度的进展为临床前，适应症为 II 型糖尿病

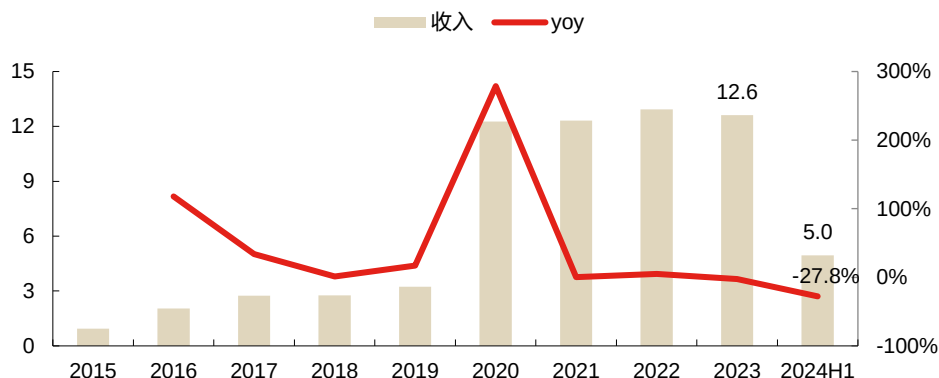
2024 年 11 月，民为生物自主研发的 GIP/GLP-1/GCG 三靶点脂肪酸链修饰多肽药物 MWN109 注射液和 GIP/GLP-1/FGF21 三靶点 Fc 融合蛋白药物 MWN105 注射液的临床试验申请获得批准，适应症均为超重或肥胖适应症、2 型糖尿病，公司在降糖/减重领域的管线布局进一步丰富。

此外，公司还有多款重磅产品处于临床研究中。度拉糖肽注射液生物类似药正在进行 III 期临床研究；司美格鲁肽生物类似药已开展 I 期临床试验，用于治疗糖尿病及肥胖患者；阿托品滴眼液已完成 I 期临床试验，准备进入 III 期临床。

四、布局服务&健康管理，巩固平台优势

积极发展医疗服务&健康管理，巩固心血管平台优势。2023 年，该板块实现营收 12.6 亿元（-2.4%）。而 24H1 公司服务业务实现营收 5.0 亿元（-27.8%），主要由于疫情后国内外生命体征监测相关家用医疗器械产品需求走弱所致。

图 56：公司服务板块营收及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

完善心血管全产业链生态系统。公司战略布局线下心血管专科医院、线上互联网医院，并在此基础上建设心血管病大数据服务中心，实现了对心血管疾病“预防-诊断-急救-治疗-康复”的全周期覆盖，以巩固心血管领域领先地位。同时，心血管医院是公司创新产品的临床试验平台，为研发提供了强有力的支撑。

表 16：公司医疗服务内容

医疗服务	内容
心血管专科医院	安徽省合肥高新心血管病专科医院
第三方检测实验室	爱普益医学检验中心
健康管理平台	远程医疗服务平台——心血管健康咨询管理中心、医药电商——乐普护生堂、移动智能器械互联网社区

数据来源：公司官网、公司公告，东方证券研究所

重视消费产品，开拓眼科等多领域。公司自主研发“菁眸 VENTURA”角膜塑形镜，采用了专利 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，使近视控制效果更有保障、安全性更高。同时，消费业务有多个产品处于研发或申报注册阶段，未来或将成为公司新兴增长动力。

表 17：公司部分消费产品管线研发进展

类型	名称	阶段	预计获证时间
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)	申报注册	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	申报注册	2025Q2
	聚乳酸真皮注射填充剂	申报注册	2025Q2
	注射用透明质酸钠复合溶液	申报注册	2025Q3
	注射用交联透明质酸钠凝胶	申报注册	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：2024 中报，东方证券研究所

人工智能辅助成为健康管理业务的重要支点。公司以自主研发的 AI-ECG 为核心，全方位布局生命体征监测产品。目前，公司人工智能整体解决方案已覆盖医疗、康复和健康三大领域，涉及产品包括：心电图机、生物反馈治疗仪、心脏健康手表等。

同时，公司积极将人工智能运用于新兴业务，如血糖管理。2024 年 10 月，公司自主研发的无创血糖仪（NeoGlu 01）正式获得 NMPA 注册批准，其人工智能模型能够自动识别信号特征与血糖水平的关联，从而提供监测结果，该款产品具备无创、无痛、无需耗材的优势。

表 18：公司人工智能整体解决方案

解决方案	领域	具体产品
医疗产品解决方案	静态心电	平板便携式心电图机 NeoECG/ LeECG OS12，数字式心电图机 ECG-1112M
	实时监护	心脏实时监护预警机心安宝，单导联动动态心电记录仪 ER1，动态心电记录仪 TH12，动态心电分析软件 LMT-12
	床旁监护	乐普云智监护仪 AIView 系列/ K 系列，乐普云智监护仪 UP-7000
	智能急救	自动体外除颤器 LE-AED B 系列/ D 系列/ E 系列，体外除颤器-训练机 LE-AED TRAINER
康复产品解决方案	盆底康复	生物反馈治疗仪 AM2000B，便携神康治疗 RE-B
	神经康复	生物反馈治疗仪 AM2000A，便携神康治疗 RE-A
	疼痛康复	电磁聚焦冲击波 FS10 系列
健康产品解决方案	综合管理	新一代健康一体机 PC-700，小普 AI 健康管家

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	慢病管理	动态心电记录仪 ER1，心电记录仪 ER2-S，心电图血压计 BP2，穿戴式血压计 PC-102
	睡眠管理	单水平正压呼吸机 R20，双水平正压呼吸机 R200，戒指血氧仪 PO2，掌式血氧仪 SP-20
	运动康复	心脏健康手表 Le-w20，智能心电图手表/手环

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 19：公司结合人工智能的血糖管理业务布局

产品	临床试验	提交注册申请	上市时间
新一代植入式 CGM 产品 NeoGLU COMFORT®	√	已提交注册申请	预计 2025 年年中获批
GluRing® 无创连续血糖仪	临床试验中	预计 2024 年底提交注册	-

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自三部分：
 - i.在医疗器械板块，公司是心血管平台型龙头企业，技术优势显著，同时布局外科麻醉、体外诊断等业务。2024H1，公司器械板块实现营收 17.5 亿元（同比-13.0%），主要系集采、体外诊断业务去年疫情相关高基数等因素所致。2024 下半年起，由于公司核心业务已实现集采周期后的平稳过渡，随着创新产品陆续上市并实现商业化放量，预计公司医疗器械业务将企稳回升，实现快速增长，预计 2024-26 年增速分别为：-1.2%/17.9%/14.9%。
 - ii.在药品板块，2024H1 公司实现营收 11.3 亿元（同比-29.1%），系零售渠道政策所致。后续随着渠道出清，终端纯销预计企稳回升。同时，公司两大主要药品氯吡格雷、阿托伐他汀钙片接续中标集采，新产品正逐步取得良好进展，其中甘精胰岛素中选 2024 年全国药品集采，三靶点 GLP-1RAs 产品 MWN101 研发进展居于国内第一，全球第二。整体上，预计 2024-2026 年公司药品收入增速分别为：-37.6%/14.2%/12.2%。
 - iii.在医疗服务及健康管理板块，24H1 公司服务业务实现收入 4.96 亿元（同比-27.8%），系疫情后国内外生命体征监测的家用相关医疗器械产品需求走弱所致。但公司服务业务布局广泛，线下心血管专科医院、线上互联网医院经营稳健，同时积极布局消费产品等领域。目前，角膜塑形镜产品商业化进展良好，多个消费产品处于研发或申报注册阶段，预计 2024-26 年公司医疗服务及健康管理收入增速分别为：-9.8%/8.2%/8.2%。
- 2) 公司 24-26 年毛利率预计分别为：64.0%/65.0%/65.3%。毛利率波动主要系产品结构、集采、零售渠道政策等因素影响所致。24 年毛利率预计小幅下滑。25 年起，预计随着

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

创新产品陆续上市，定价较高的创新产品所占营收份额增加，公司整体毛利率有所提高。

- 3) 公司 24-26 年销售费用率预计为：20.4%/20.1%/19.8%，管理费用率为：9.9%/9.9%/9.9%，研发费用率为：11.4%/10.3%/9.8%。在集采等背景下，公司注重降本增效，预计销售、研发费用率均呈现下降趋势，管理费用率保持稳定。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医疗器械					
销售收入（百万元）	5,878.9	3,674.3	3,628.6	4,277.0	4,912.8
增长率	-4.7%	-37.5%	-1.2%	17.9%	14.9%
毛利率	59.7%	66.7%	71.5%	71.8%	72.0%
药品					
销售收入（百万元）	3,438.1	3,043.8	1,899.3	2,169.8	2,434.5
增长率	5.5%	-11.5%	-37.6%	14.2%	12.2%
毛利率	73.5%	68.7%	60.0%	62.0%	62.0%
医疗服务及健康管理					
销售收入（百万元）	1,292.5	1,261.8	1,137.7	1,230.4	1,330.7
增长率	4.9%	-2.4%	-9.8%	8.2%	8.2%
毛利率	45.8%	46.4%	46.8%	46.8%	46.8%
合计	10,609.4	7,979.9	6,665.6	7,677.1	8,678.0
增长率	-0.5%	-24.8%	-16.5%	15.2%	13.0%
综合毛利率	62.5%	64.2%	64.0%	65.0%	65.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司为国内领先的心血管大健康产业平台，主营业务覆盖：医疗器械、药品、医疗服务及健康管理三大板块。基于公司业务属性，我们选取：康拓医疗、爱迪特、正海生物、健帆生物、西山科技这五家作为可比公司。其中，康拓医疗主营业务是神经外科颅骨修补固定和心胸外科胸骨固定医疗器械的研发，生产及销售；爱迪特的主营业务是口腔修复材料及口腔数字化设备的研发、制造和销售，主要产品包括内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材；正海生物的主营产品为口腔修复膜、生物膜等软组织修复材料以及骨修复材料等硬组织修复材料；健帆生物主要业务为血液灌流相关产品的研发、生产与销售，主要产品应用于消化内镜诊疗领域；西山科技主要业务为数字化微创外科手术设备和耗材的研发、制造、销售、服务。

我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为：0.58、0.75、0.90 元，由于公司核心业务已实现集采周期后的平稳过渡，同时公司内生外延并举，创新产品正陆续上市，长期发展空间广阔。根据可比公司 2025 年平均估值，给予公司 2025 年 20 倍市盈率，对应目标价为 15.0 元，首次给予“买入”评级。

表 20：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)		每股收益（元）					市盈率			
		2024/12/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

康拓医疗	688314	31.15	0.93	1.11	1.39	1.74	33.51	28.12	22.39	17.95
爱迪特	301580	58.00	1.93	2.31	2.85	3.57	30.04	25.08	20.34	16.26
正海生物	300653	22.40	1.06	0.96	1.11	1.32	21.11	23.25	20.14	16.99
健帆生物	300529	30.38	0.55	1.27	1.67	2.10	55.58	23.91	18.20	14.49
西山科技	688576	65.46	2.36	2.79	3.47	4.20	27.68	23.46	18.89	15.58
最大值							55.58	28.12	22.39	17.95
最小值							21.11	23.25	18.20	14.49
平均数							33.59	24.76	19.99	16.25
调整后平均								24	20	16

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- **研发不及预期风险。**公司在研管线丰富，如果研发遇阻，新产品上市慢于预期，则可能会对公司业绩增长产生不良影响；
- **新产品商业化不及预期风险。**公司新产品上市后，如果商业化推广效果弱于预期，则可能会对公司经营情况产生不良影响；
- **集采加剧风险。**如果集采政策持续深化且价格降幅超过市场预期，则可能会对公司业绩产生负面影响；
- **市场竞争加剧风险。**如果有更多公司参与市场竞争，竞争格局恶化，则可能使得公司盈利能力下降。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,467	4,221	6,976	7,771	8,426	营业收入	10,609	7,980	6,666	7,677	8,678
应收票据、账款及款项融资	2,141	1,921	1,289	1,568	1,817	营业成本	3,983	2,853	2,400	2,685	3,008
预付账款	382	320	228	282	322	销售费用	2,034	1,625	1,358	1,543	1,722
存货	2,267	2,289	1,470	1,776	2,082	管理费用	743	816	661	760	863
其他	492	574	422	488	512	研发费用	957	879	758	794	846
流动资产合计	10,749	9,325	10,386	11,886	13,158	财务费用	93	85	148	135	129
长期股权投资	1,229	1,354	1,218	1,267	1,280	资产、信用减值损失	72	195	59	59	45
固定资产	2,605	2,813	3,130	3,344	3,471	公允价值变动收益	4	3	12	7	7
在建工程	1,514	1,797	1,654	1,492	1,346	投资净收益	(75)	(17)	(15)	(15)	(15)
无形资产	1,370	1,818	1,712	1,599	1,479	其他	(34)	34	50	27	15
其他	7,019	7,915	7,202	7,165	7,046	营业利润	2,623	1,547	1,329	1,720	2,070
非流动资产合计	13,736	15,697	14,916	14,867	14,622	营业外收入	14	44	41	33	39
资产总计	24,485	25,022	25,301	26,753	27,780	营业外支出	25	37	42	35	38
短期借款	381	1,040	668	696	801	利润总额	2,612	1,554	1,328	1,718	2,072
应付票据及应付账款	1,520	1,029	856	984	1,087	所得税	366	262	212	268	335
其他	3,422	1,690	2,016	2,321	2,063	净利润	2,246	1,292	1,116	1,450	1,737
流动负债合计	5,323	3,759	3,541	4,001	3,952	少数股东损益	42	34	30	35	45
长期借款	732	1,542	1,542	1,542	1,542	归属于母公司净利润	2,204	1,258	1,087	1,415	1,693
应付债券	1,507	1,561	1,593	1,593	1,593	每股收益（元）	1.17	0.67	0.58	0.75	0.90
其他	552	663	605	605	605	主要财务比率					
非流动负债合计	2,790	3,766	3,740	3,740	3,740		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	8,113	7,525	7,281	7,741	7,692	成长能力					
少数股东权益	1,225	1,521	1,551	1,586	1,630	营业收入	-0.5%	-24.8%	-16.5%	15.2%	13.0%
实收资本（或股本）	1,881	1,881	1,881	1,881	1,881	营业利润	22.3%	-41.0%	-14.1%	29.4%	20.4%
资本公积	2,887	3,034	3,465	3,465	3,465	归属于母公司净利润	28.2%	-42.9%	-13.6%	30.3%	19.6%
留存收益	10,255	10,928	11,124	12,081	13,113	获利能力					
其他	124	134	0	0	0	毛利率	62.5%	64.2%	64.0%	65.0%	65.3%
股东权益合计	16,372	17,498	18,021	19,012	20,089	净利率	20.8%	15.8%	16.3%	18.4%	19.5%
负债和股东权益总计	24,485	25,022	25,301	26,753	27,780	ROE	16.6%	8.1%	6.7%	8.4%	9.4%
现金流量表						ROIC	12.4%	6.4%	5.5%	6.7%	7.6%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	2,246	1,292	1,116	1,450	1,737	资产负债率	33.1%	30.1%	28.8%	28.9%	27.7%
折旧摊销	497	488	572	649	722	净负债率	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	93	85	148	135	129	流动比率	2.02	2.48	2.93	2.97	3.33
投资损失	75	17	15	15	15	速动比率	1.58	1.84	2.47	2.47	2.74
营运资金变动	169	(1,078)	1,423	(449)	(621)	营运能力					
其它	(289)	186	1,050	52	38	应收账款周转率	5.9	4.4	4.4	5.5	5.2
经营活动现金流	2,791	990	4,325	1,852	2,021	存货周转率	1.9	1.2	1.2	1.5	1.4
资本支出	(1,073)	(1,219)	(546)	(505)	(499)	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	(170)	(91)	117	(48)	(7)	每股指标（元）					
其他	(356)	(576)	(466)	(111)	31	每股收益	1.17	0.67	0.58	0.75	0.90
投资活动现金流	(1,599)	(1,886)	(894)	(664)	(475)	每股经营现金流	1.48	0.53	2.30	0.98	1.07
债权融资	(335)	(197)	303	173	(206)	每股净资产	8.05	8.50	8.76	9.27	9.82
股权融资	2,344	146	431	0	0	估值比率					
其他	(1,596)	(242)	(1,410)	(565)	(685)	市盈率	10.5	18.4	21.3	16.3	13.7
筹资活动现金流	413	(293)	(675)	(392)	(891)	市净率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
汇率变动影响	21	(21)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.6	11.5	11.9	9.8	8.4
现金净增加额	1,625	(1,209)	2,755	796	655	EV/EBIT	9.0	15.0	16.5	13.2	11.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。