

血管内超声获批, 进一步丰富冠脉产品矩阵

乐普医疗 (300003.SZ)

核心观点

公司血管内超声 (IVUS) 产品近日获批 NMPA 注册证, 有望进一步完善公司“介入无植入”产品组合。IVUS 产品有助于实现冠脉介入精准诊疗, 行业渗透率仍有较大提升空间, 目前国内市场仍以进口品牌占据主要份额, 国产产品有望加速替代进程。预计 2025 全年有望实现收入稳健增长, 利润在低基数下实现高速增长。展望 2026 年, 公司器械业务有望保持平稳, 药品板块企稳回升, 公司在医美、创新药和脑机接口板块有丰富的产品管线布局, 有望成为公司新的增长点。

事件

公司血管内超声产品获得 NMPA 注册证

近日, 公司研发的 RattleView 血管内超声诊断设备、RattleSight 一次性使用冠脉血管内超声诊断导管取得 NMPA 注册证。

简评

IVUS 有助于实现冠脉精准诊疗, 渗透率仍有较大提升空间

血管内超声 (Intravascular Ultrasound, IVUS) 是一种通过微型超声探头深入血管内部, 实时生成高清横截面影像的医疗技术, 主要用于心血管疾病的精准诊断和治疗指导。IVUS 可实时显示血管壁病变的形态、性质及病变分布, 可通过测量血管管腔直径和横截面积精准评估血管狭窄程度, 可辨认钙化、纤维化和脂质池等病变, 发现冠脉造影不能显示的血管早期病变。IVUS 已被纳入中国、美国、欧洲等国家的临床指南和专家共识, 在临床中获得广泛认可。根据弗若斯特沙利文数据, 2021 年日本 IVUS 在 PCI 手术中的渗透率超过 90%, 美国约为 23.9%, 中国渗透率约为 15.4%。日本渗透率较高的主要原因是自 1994 年以来, 日本国民保险允许将 IVUS 作为独立手术(包括用于诊断)进行报销。预计随着国内对 PCI 手术的精准化要求不断提高, IVUS 的渗透率也将持续提升。

维持

买入

贺菊颖, hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧, yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存, wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达, lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

吴严, wuyandcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060003

郑涛, zhengtaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060004

发布日期: 2025 年 12 月 29 日

当前股价: 16.24 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.78/0.36	-8.71/-11.58	36.36/19.55
12 月最高/最低价 (元)		20.62/10.37
总股本 (万股)		184,339.64
流通 A 股 (万股)		157,888.37
总市值 (亿元)		299.37
流通市值 (亿元)		256.41
近 3 月日均成交量 (万)		2321.89
主要股东		
中国船舶重工集团公司第七二五研究所(洛阳船舶材料研究所)		13.24%

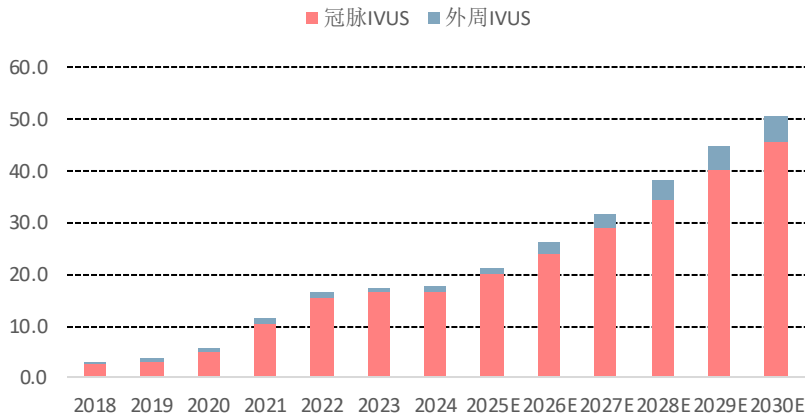
股价表现



国内 IVUS 市场有望稳健增长，外资厂商仍占据主要市场份额

根据弗若斯特沙利文数据，2024 年我国冠脉 IVUS 市场规模约为 16.7 亿元，预计 2030 年有望达到 45.8 亿元，2024-2030 年 CAGR 约 18.3%。此外外周血管 IVUS 市场也有望实现快速增长，到 2030 年有望达到 5.0 亿元，2024-2030 年 CAGR 约 32.6%。

图 1:中国血管内超声（IVUS）市场规模（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、中信建投证券

目前国内 IVUS 市场仍由进口品牌主导。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年国内 IVUS 市场中，进口厂商波士顿科学、飞利浦分别占据 65.8%、15.6% 的市占率。国产厂商中北芯生命、恒宇医疗、开立医疗、全景恒升市占率分别为 10.6%、3.2%、2.5%、2.4%。

公司介入无植入组合进一步完善，有望发挥公司渠道优势

公司在冠脉介入领域诊疗产品丰富，目前已凭借冠脉药物球囊、切割球囊、冲击波球囊、可降解支架等产品建立了全面的“介入无植入”产品组合。2025 年上半年公司冠脉植介入业务实现收入 8.81 亿元，同比增长 3.60%。随着公司 IVUS 产品的获批，有望进一步完善产品矩阵，凭借在冠脉领域的销售、渠道、品牌优势，实现新产品的快速放量。

图表1：乐普医疗冠脉介入产品



数据来源：公司官网、中信建投证券

创新药、医美、脑机接口等新业务有望持续带来增量贡献

公司在创新药、医美、脑机接口等新业务进展稳步推进。有望陆续为公司带来收入和利润增量，成为支撑未来公司增长的新的成长曲线：

- 1) 创新药：10月31日公司公告控股子公司民为生物将 MWN105 注射液有偿许可给丹麦公司 Sidera，后者将获得在除大中华区以外的全球范围内开发和商业化的独家权利。根据临床开发和商业化销售金额，丹麦 Sidera 将向上海民为生物支付累计不超过 10.1 亿美元的里程碑款。
- 2) 医美：童颜针与水光针 25Q3 首次实现营业收入 8614 万元，Q4 预计持续放量。重磅产品“三文鱼针”（注射用透明质酸钠复合溶液）最快预计 26 年 H1 获批。热玛吉（设备/耗材）预计也将在 26 年获批，进一步丰富公司的医美产品线。
- 3) 脑机接口：11月4日，乐普医电的脑深部电极刺激技术（DBS）系列产品可充电植入式脑深部神经刺激器、植入式脑深部神经刺激电极组件、植入式脑深部神经刺激延伸导线套件获得 NMPA 注册批准

展望 2026 年，心血管、药品有望平稳增长，看好公司在医美、创新药、脑机接口等新业务领域的成长潜力

预计 2025 全年有望实现收入稳健增长，利润在低基数下有望实现高增长。展望 2026 年，公司器械业务有望保持平稳，药品板块企稳回升，公司在医美、创新药和脑机接口板块有丰富的产品管线布局，有望成为公司新的增长点。

短期关注新业务催化，中长期看好公司平台型布局的成长潜力

短期来看，公司心血管器械稳健增长，仿制药业务企稳回升，利润率有望持续修复；医美、创新药、脑机接口等新业务有望带来新的增长点。中长期来看，公司持续加大研发投入，丰富的研发管线有望贡献长期成长动力。公司作为国内心血管平台型企业，在研发、销售、品牌等方面的优势有望持续体现。预计 2025-2027 年收入分别为 66.27 亿元、74.55 亿元、83.86 亿元，增速分别为 8.6%、12.5%、12.5%。归母净利润分别为 10.16 亿元、13.01 亿元、15.84 亿元，增速分别为 311.4%、28.1%、21.7%。维持买入评级。

风险分析

- 1) 集中带量采购降价幅度超预期：未来不排除公司现有商业化产品品类纳入集中带量采购政策中，如果相关产品降价幅度超过市场预期，将影响公司的盈利能力。
- 2) 市场推广不及预期：如果目前商业化的产品扩展市场进度晚于市场预期，则公司业绩增长或受到一定影响。
- 3) 市场竞争加剧：医美产品近年来市场竞争有所加剧，未来若医美产品价格大幅下降，可能导致公司收入、利润率不及预期。
- 4) 在研管线进度不及预期：公司产品布局广，在创新医疗器械、消费医疗等领域均有产品布局，部分在研产品研发进度有可能不及预期，对公司后续收入及利润增长带来不利影响。
- 5) 医药行业合规要求提升影响超预期：医药行业合规要求提升可能持续对手术量、药品用量、耗材用量等

造成影响。

6) 部分国内医疗政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险。

图表2: 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,103	6,627	7,455	8,386
增长率(%)	-23.5%	8.6%	12.5%	12.5%
归属母公司股东净利润	247	1016	1301	1584
增长率(%)	-80.4%	311.4%	28.1%	21.7%
每股收益(EPS)	0.13	0.54	0.69	0.84
市盈率(P/E)	124	30	24	19

资料来源: Wind, 中信建投注: 收盘日期截至2025年12月26日

图表3： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	5467	4221	3718	4037	4541	5108
应收款项	2132	1948	1762	1913	2152	2421
存货净额	2267	2289	2030	1995	2096	2325
其他流动资产	601	589	618	512	627	734
流动资产合计	10749	9325	8436	8765	9724	10896
固定资产	4118	4610	4524	4767	4803	4752
无形资产及其他	1370	1818	2019	3061	4215	5493
投资性房地产	7018	7915	8404	8404	8404	8404
长期股权投资	1229	1354	1190	1229	1268	1308
资产总计	24484	25022	24573	26226	28415	30854
短期借款及交易性金融负债	1941	1538	1893	5040	9407	14440
应付款项	1520	1029	797	820	851	937
其他流动负债	1862	1192	922	1167	1199	1302
流动负债合计	5323	3759	3613	7026	11457	16679
长期借款及应付债券	2238	3103	3624	2124	624	(376)
其他长期负债	552	663	596	391	337	228
长期负债合计	2790	3766	4220	2515	962	(147)
负债合计	8114	7525	7833	9542	12419	16532
少数股东权益	1224	1521	1539	2212	3075	4118
股东权益	15146	15976	15201	14473	12921	10204
负债和股东权益总计	24484	25022	24573	26226	28415	30854
利润表（百万元）						
营业收入	10609	7980	6103	6627	7455	8386
营业成本	3983	2853	2388	2513	2671	2949
营业税金及附加	117	97	86	83	96	110
销售费用	2034	1625	1437	1127	1267	1384
管理费用	743	816	799	1506	1646	1758
财务费用	93	85	42	222	292	417
投资收益	(75)	(17)	(90)	(61)	(56)	(69)
资产减值及公允价值变动	(34)	(162)	(287)	(161)	(203)	(217)
其他收入	(908)	(779)	(720)	0	0	0
营业利润	2623	1547	253	956	1223	1482
营业外净收支	(11)	7	(27)	(10)	(10)	(16)
利润总额	2612	1554	226	945	1212	1466
所得税费用	367	262	28	137	178	204
少数股东损益	42	34	(50)	(208)	(267)	(322)
归属于母公司净利润	2203	1258	247	1016	1301	1584

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	2203	1258	247	1016	1301	1584
资产减值准备	29	127	123	(68)	(0)	(3)
折旧摊销	410	447	499	548	611	660
公允价值变动损失	34	162	287	161	203	217
财务费用	93	85	42	222	292	417
营运资本变动	(705)	(1648)	(519)	(15)	(446)	(527)
其它	1	(114)	38	740	863	1046
经营活动现金流	1971	232	675	2382	2533	2978
资本开支	0	0	(1078)	(1926)	(2004)	(2102)
其它投资现金流	(250)	4	(29)	0	0	0
投资活动现金流	(408)	(121)	(944)	(1965)	(2043)	(2142)
权益性融资	21	(21)	7	0	0	0
支付股利、利息	(642)	(784)	(1046)	(1744)	(2853)	(4302)
其它融资现金流	2326	(1390)	904	3147	4367	5033
融资活动现金流	106	(1358)	(234)	(98)	14	(269)
现金净变动	1670	(1247)	(503)	319	504	567
货币资金的期初余额	3798	5467	4221	3718	4037	4541
货币资金的期末余额	5467	4221	3718	4037	4541	5108

资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

郑涛

同济大学生命科学学士，北京大学生物学博士，医疗器械领域分析师，主要覆盖 A 股、港股心血管介入医疗器械领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk