投资评级 买入 维持

股票数据

6 个月内目标价（元）	20.13
04 月 07 日收盘价(元)	18.12
52 周股价波动（元）	16.35-38.52
总股本/流通 A 股（百万股）	1782/1414
总市值/流通市值（百万元）	32284/25619

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	46.2	35.0	26.9
市净率	5.8	5.1	4.4
市销率	9.05	7.33	5.90
EV/EBITDA	27.9	23.9	18.7
分红率(%)	—	—	0.01

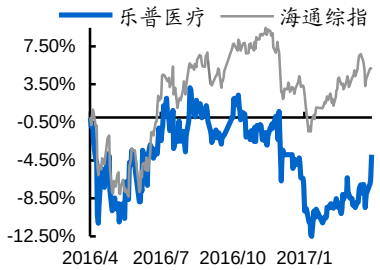
相关研究

《支架及药品均超预期 整体符合预期》2017.03.31

《三度增持 两大预期差 上调至“买入”评级》2017.02.28

《业绩符合预期 药品整合超预期》2017.02.28

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	2.6	7.5	2.6
相对涨幅（%）	0.8	3.0	-2.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心
Tel:(0755)82780398
Email:ywx9461@htsec.com
证书:S0850513110005
联系人:贺文斌
Tel:(010)68067998
Email:hwb10850@htsec.com

心血管医生看乐普：“研发+整合”四年三倍的市值潜力

投资要点：

乐普医疗主营心血管器械和药品，笔者以前是北京安贞医院心血管医生，乐普现在分歧较多，研究壁垒很高，很多人问我们怎么看乐普的市值。

- **我们预计 2017-2021 年乐普净利润复合增速 30%以上，2021 年净利润 25.8 亿元，其中器械净利润约 15.2 亿元，药品净利润约 10.5 亿元，考虑到长期受益于老龄化，按照目前器械估值体系，如果能给予 21 年 35 倍估值，对应市值超过 900 亿元，意味着 4 年后市值增至目前市值近 3 倍。下边从三个层次来说明乐普的成长性：**

- **第一个层次，一家公司要能长大，首先得在一个景气的行业，其次得有优秀的管理层、良好的激励机制。**乐普深耕心血管领域，恰逢中国刚刚进入快速老龄化阶段，快速老龄化还将维持 20 年，意味着这个行业足够景气。其次，公司管理层已经证明足够优秀，激励机制也已经完善。我们认为，乐普满足成为巨头的所有条件。

- **第二个层次，从心血管器械公司的成长历程来看，研发和并购整合缺一不可，乐普恰好是国内上市器械公司中研发和并购双料冠军。**

从研发线来看，乐普天生具备研发基因，三款 10 亿级新品次第上市，可吸收支架、双腔起搏器可再造一个乐普。乐普研发线上 3 款 10 亿级品种。其中 可吸收支架为第三代支架技术，相对目前金属支架具备优势，我们估计中期能替代现有支架 20%市场份额，价格为现有支架的 2 倍多，竞争厂家 3-4 家，乐普在三代支架中占据先机，我们预计乐普可吸收支架 2018 年上市，2021 年贡献利润近 6 亿元。双腔起搏器去年上市，左心耳封堵器预计 2018-19 年上市，亦为 10 亿级品种，公司大力推广下将实现快速放量。

从长远来看，心血管器械市场的逻辑就是只有具备最强创新能力的企业才能存活、做大做强，一方面，只有不断推出新品才能维持产品的价格；另一方面，在器械新品的不断迭代中，创新能力最强的企业才能赢取最大市场份额，乐普的创新能力足以支撑它成为心血管市场未来最大的赢家。

并购整合方面，目前药品板块基本为整合后内生式增长，而非外延，整合持续超预期，应该给予估值溢价。2013 年公司以 3.9 亿元收购新帅克 60%的股份，对应 13 年 PE 为 16 倍，当时市场并不认可，复牌当天股价收跌 9.77%，经过整合后，氯吡格雷呈现爆发式增长，2016 年对应 PE 仅 3 倍。16 年氯吡格雷和阿托伐他汀均实现了 100%的增长，核心是乐普建立了的强大的销售渠道和品牌。乐普品牌+销售渠道+氯吡格雷、阿托伐他汀及后续并购的缬沙坦、氨氯地平等心血管品种有 10-20 亿净利润的空间，应该给予估值溢价。

- **第三个层次，业绩方面，我们认为乐普 2017-2021 年 5 年 30%的增长可持续。**

细拆来看，器械和药品是乐普目前主要利润来源，我们估计 2016 年器械利润占比 67%左右，药品利润占比 33%左右。

器械板块，目前国内 PCI 增速 10%+，支架降价趋缓，Nano 不断替代 Partner，乐普支架整体价格企稳或略有提高，秉琨投资吻合器和艾德康带来增量，2018 年以后在可吸收支架、双腔起搏器、左心耳封堵器三款 10 亿级新品拉动下有望实现 20%-30 内生增长，我们预计 2021 年器械净利润 15.4 亿元左右。

药品板块，院内来看，目前招标形式非常有利，氯吡格雷 2016 年新中标 6 省市，还未放量，2015 年新中标 6 省市，还未充分放量，预计还有 5 省市 17 年中标，阿托伐他汀中标 16 个省市。心血管品种在基层医院及院外市场占比 30%左右，乐普在这块市场建立了 800-1000 人销售队伍，这是目前国内厂家忽视的市场，乐普在这块有无可比拟的优势。我们预计乐普重点心血管品种未来市占率不低于 15%，2021 年药品板块贡献净利润 10.5 亿元左右。

2017 年，财务费用、互联网医疗投入有所控制，2020 年后医疗服务、股权投资逐渐贡献利润，器械+药品+医疗服务+股权投资维持高增长。

我们预计乐普医疗 2021 年归母净利润达 25.8 亿元

单位（万元）	持股（%）	2014	2015	2016H1	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	备注
归母净利润		42319	52089	37745	67926	89650	116612	151941	198096	257840	
YoY（%）			23.10%		30.40%	31.98%	30.07%	30.30%	30.38%	30.16%	
器械归母净利润		38546	46568	30149	52603	60018	72467	91306	117848	154405	
YoY（%）			20.80%	19.40%	12.96%	14.10%	20.74%	26.00%	29.07%	31.02%	
传统器械净利润		38546	43590	27942	47753	53483	59901	57505	54630	51899	主要为支架、封堵器等，
YoY（%）			13.10%	10.40%	9.55%	12.00%	12.00%	-4.00%	-5.00%	-5.00%	支架平均价格企稳
可吸收支架净利润							2311	16947	35590	58189	预计 18 年上市
YoY（%）								633.30%	110.00%	63.50%	
起搏器净利润						230	1586	5212	9990	19147	16 年上市
YoY（%）							589.60%	228.60%	91.70%	91.70%	
左心耳封堵器净利								231	2331	4662	预计 18-19 年上市
YoY（%）									909.10%	100.00%	
秉琨净利润	63.1%	3264	8500	2303	5764	7493	9741	11689	14027	16131	手术量增长+渗透率提
YoY（%）					-32.19%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	15.00%	升
艾德康 IVD 净利	75.4%	1374		1055	1608	2090	3345	5351	8562	13700	艾德康化学发光设备+
YoY（%）						30.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	试剂+IVD 外延
药品归母净利润		4190	8973	12513	25535	40633	56605	71895	88247	105435	
YoY（%）					183.00%	63.30%	40.20%	25.50%	27.00%	16.20%	
新帅克净利润	100.0%	6983	11629	12091	21000	31500	41895	50274	57815	64753	氯吡格雷市场 70 亿元
YoY（%）				145.80%	73.68%	50.00%	33.00%	20.00%	15.00%	12.00%	
美华净利润	100.0%					150	900	1800	2400	3000	氯沙坦氢氯噻嗪市场
YoY（%）											7.5 亿元
永正制药净利	75.0%					300	1000	2000	4000	7000	氨氯地平市场 25 亿元
YoY（%）											
恒久远净利润	60.0%					300	1000	2000	4000	7000	缬沙坦市场 22 亿元
YoY（%）											
其他药品							1000	2000	4000	8000	可能外延降糖药等品种
YoY（%）											
新东港净利润	53.9%	5767	6743	5068	10751	15552	21911	29352	37166	43937	
YoY（%）				44.20%	59.45%	44.65%	40.89%	33.96%	26.62%	18.22%	
原料药净利润			3431		3000	3150	3308	3308	3308	3308	
YoY（%）					-12.56%	5.00%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
制剂净利润			3312		7751	12402	18603	26045	33858	40630	阿托伐他汀市场 60 亿
YoY（%）					134.04%	60.00%	50.00%	40.00%	30.00%	20.00%	元
医疗服务和策略性业务				-2917	-6212	-6000	-6000	-5000	-2000	3000	逐渐贡献利润
差额		417	3452	2000	4000	5000	6460	6260	6000	5000	

资料来源：公司 2014-2016 年半年报、年报，海通证券研究所（新帅克后改名乐普药业，并收购了美华、永正、恒久远等药企，模型中分开预测更好）

- **盈利预测。**我们预计 2017-19 年公司 EPS（全面摊薄）为 0.50、0.65、0.85 元，公司行业龙头，成长确切，给予 17 年 40 倍 PE ，目标价 20.13 元，维持“买入”评级。

- **风险提示。**研发延后风险，新品收入不达预期风险，收购整合不达预期风险，产品价格下跌风险，定增解禁减持风险，政策风险，一致性评价不达预期风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2768.72	3467.75	4284.92	5317.14	6580.48
(+/-)YoY(%)	65.93%	25.25%	23.56%	24.09%	23.76%
净利润(百万元)	520.89	679.26	896.50	1166.12	1519.41
(+/-)YoY(%)	23.09%	30.40%	31.98%	30.07%	30.30%
全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.38	0.50	0.65	0.85
毛利率(%)	55.32%	60.95%	61.21%	61.84%	62.29%
净资产收益率(%)	10.83%	12.46%	14.53%	16.29%	17.88%

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

我们回答市场的疑问

同样作为 A 股优质医药龙头企业，药品龙头恒瑞医药股价屡创新高，而器械龙头乐普医疗股价表现较平淡，今年以来（截至 2017 年 4 月 7 日），恒瑞医药上涨 20%，乐普医疗上涨 1%（4 月 7 日收盘价）。股价下跌折射出市场对乐普的分歧，目前市场对乐普的分歧主要有：1、乐普子公司 30 家左右，业务过于“分散”，投资主线是什么？2、乐普 2017-19 年能否维持 30%+增长，2019-20 年能否继续保持高增长，增长点在哪？3、乐普现在增长是否主要靠并购？4、乐普支架降价幅度多大？ 5、一致性评价进展？

跟市场不同的观点是，我们认为目前乐普药品增长主要为内生式增长，而非并表。真正能给股东不断带来投资回报的是研发能力和良好的并购整合能力，乐普的研发线上有 3 款 10 亿级重磅产品，并购整合亦是持续超预期，带来 ROE 不断提升，本报告首次从“研发”、“整合”两个维度深入剖析乐普医疗，对短、中、长期的增长点进行详细分析。

从美敦力等器械巨头的成长史来看，研发和并购整合是器械巨头成长的必备能力，我们认为乐普是国内医疗器械企业中研发和并购的双料冠军，当之无愧的器械龙头，目前美股器械巨头美敦力的市值约 1100 亿美元，药品巨头辉瑞市值约 2000 亿美元，国内药品龙头企业恒瑞医药市值 1200 多亿元，我们认为从乐普的研发和 整合能力来看，目前 310 亿元左右市值被低估。

1、 乐普子公司超过 20 家，业务“分散”，能否提炼投资主线？

从投资领域来说，乐普围绕心血管领域打造了四位一体大健康全产业链平台，终端客户只有一类：心血管病患者。

从投资逻辑来看，乐普可以概括成两条投资主线：研发线和并购整合线：从研发线来看，天生具备研发基因，三款 10 亿级新品次第上市，可吸收支架、双腔起搏器可再造一个乐普，我们预计乐普可吸收支架 2021 年贡献利润近 6 亿元。双腔起搏器亦为 10 亿级品种，公司大力推广下将实现快速放量。从并购整合线来看，心血管药品线渐成，药品整合超预期，外延变内生，ROE 不断提高。

2、 乐普 2017-19 年能否维持 30%+增长，2019-20 年能否继续保持高增长，增长点在哪？

从业绩上来说，我们认为乐普 2016-2020 年 5 年 30%的增长可持续。

细拆来看，器械和药品是乐普目前主要利润来源，2016 年器械利润占比 67%左右，药品利润占比 33%左右。

器械板块，目前国内 PCI 增速 10%+，支架降价趋缓，Nano 不断替代 Partner，乐普支架整体价格企稳或略有提高，秉琨投资吻合器和艾德康带来增量，2018 年以后在可吸收支架、双腔起搏器、左心耳封堵器三款 10 亿级新品拉动下有望实现 20%-30 内生增长，我们预计 2021 年器械净利润 15.4 亿元左右。

药品板块，院内来看，目前招标形式非常有利，氯吡格雷 2016 年新中标 6 省市，还未放量，2015 年新中标 6 省市，还未充分放量，预计还有 5 省市 17 年中标，阿托伐他汀中标 16 个省市。心血管品种在基层医院及院外市场占比 30%左右，乐普在这块市场建立了 800-1000 人销售队伍，这是目前国内厂家忽视的市场，乐普在这块有无可比拟的优势。我们预计乐普重点心血管品种未来市占率不低于 15%，2021 年药品板块贡献净利润 10.5 亿元左右。

2017 年，财务费用、互联网医疗投入有所控制，2020 年后医疗服务、股权投资逐渐贡献利润，器械+药品+医疗服务+股权投资维持高增长。

3、乐普现在增长是否主要靠并购？

公司 2013 年收购乐普药业时，当年净利润仅 2400 万元，对应 PE 为 16 倍，经过 3 年整合，16 年乐普药业实现净利润 2.1 亿元左右（扣除母公司费用影响），对应 16 年 PE 仅 3 倍。新东港 2015 年 1 月已完成并表，16 年乐普药品的增长为实实在在的内生式增长，氯吡格雷和阿托伐他汀增速皆超过 100%，高增长来源于并购后的整合，而非简单并表。

4、 乐普支架是否有降价的风险，如降价，幅度多大？

支架降价主要因为竞争对手和政策，我们研究发现乐普的支架均价整体企稳或略有提升，一方面源于支架 Partner 降价幅度较小，另外新款支架 Nano 招标顺利，比重越来越高，整体均价企稳或略有增加，跟市场预期有很大差异。

5、 公司一致性评价进展？

公司 2016 年报中披露正全力推进药品质量一致性评价研究，完成阿托伐他汀钙、硫酸氢氯吡格雷等药品生物等效性研究，开展苯磺酸氨氯地平、缬沙坦等药品生物等效性研。我们预计今年能完成这四个品种一致性评价临床试验。

目 录

我们回答市场的疑问 4
1. 重整股权 灵魂人物蒲总掌权 完善激励 内生+外延驱动增长重回 30%+ 10
2. 从研发线来看，三款 10 亿级新品次第上市，可吸收支架、双腔起搏器可再造一个乐普 11
2.1 天生具备研发基因 三款 10 亿级新品次第上市 11
2.2 可吸收支架 2021 年贡献近 6 亿净利润 可再造一个乐普 12
2.2.1 公司在心脏支架市场有强大的研发、品牌、渠道优势 12
2.2.2 支架市场创新为王 赢者生存 12
2.2.3 可吸收支架是未来趋势 14
2.2.4 乐普可吸收支架 1 年试验数据良好 15
2.2.5 他山之石：雅培可吸收支架 2020 年销售额有望达 15 亿美元 15
2.2.6 预计乐普可吸收支架 2018 年上半年上市 2021 年贡献近 6 亿元净利润 16
2.3 双腔起搏器：10 亿级品种 带来新增量 17
2.3.1 起搏器市场空间超 100 亿 为乐普 10 亿级品种 17
2.3.2 研发起搏器十年 双腔起搏器临床试验结果满意 19
2.3.3 国产起搏器带来市场迅速扩容 预计未来 5 年双腔起搏器增速约 15%. 19
2.3.4 增量市场优势巨大 乐普双腔起搏器 2021 年贡献净利润 1.9 亿 20
2.4 左心耳封堵器 又一 10 亿级品种 22
2.4.1 左心耳封堵器有一个至少 40 万患者的存量市场 22
2.4.2 研发顺利 预计市占率 30% 未来累计带来超过 10 亿元净利润 23
2.5 血管造影机、基层介入诊疗带来超额收益 25
2.5.1 新产品有望实现从基层医院包围三甲医院 25
2.5.2 基层介入诊疗协同效应明显 带来超额收益 25
3. 从并购整合线来看，药品整合超预期，外延变内生，ROE 不断提高 25
3.1 并购打造四位一体心血管医疗大健康全产业链平台 26
3.2 心血管药品并购 从不认可到超预期 26
3.3 整合让外延变内生 ROE 不断提高 27
3.4 氯吡格雷继续高增长：差异化竞争 招标十分有利 28
3.4.1 大幅增加销售人员 差异化竞争 28
3.4.2 70 亿级品种 成长空间巨大 30
3.4.3 销售渠道成功下沉 增长模式可持续 30
3.4.4 招标十分有利 继续高增长有保障 31
3.4.5 氯吡格雷后续难有竞争对手 32
3.5 阿托伐他汀继续高增长：差异化竞争+渠道下沉驱动 33
3.5.1 60 亿级品种 成长空间巨大 33
3.5.2 差异化竞争+渠道下沉驱动乐普阿托伐他汀持续高增长 33
3.6 低成本收购完善药品管线 渠道极具价值 药品板块估值应予溢价 34
3.6.1 低成本收购完善药品管线 34

3.6.2 渠道极具价值 药品板块估值应予溢价 35
4. 器械板块持续增长 艾德康、秉琨投资带来增量 新品带来快速增长 36
4.1 未来 3 年 PCI 增速 10%+ 36
4.2 支架价格整体企稳 37
4.3 Nano 不断替代 Partner 整体价格企稳或略有提升 支架收入高于行业 39
4.4 秉琨投资：技术先进 管理层已调整 进入高增长 40
4.4.1 国内规模最大的吻合器生产企业之一 腔镜吻合器技术领先 40
4.4.2 管理层已调整 进入高增长 40
4.5 艾德康：化学发光设备+试剂驱动增长 41
5. 盈利预测与投资建议 42
6. 风险提示 43
财务报表分析和预测 44

图目录

图 1 蒲忠杰是公司的实际控制人 10
图 2 公司归母净利润增速重回 30%+时代 10
图 3 乐普医疗器械研发能力顶尖 多款重磅新品次第上市 11
图 4 乐普支架市占率第一（左：按量计，右：按收入计） 12
图 5 全球 PCI 为技术创新驱动型 13
图 6 全球 PCI 为技术创新驱动型 13
图 7 金属支架植入后再狭窄（左）与完全可吸收支架植入后再狭窄（右，示意图） 14
图 8 可吸收支架相比金属支架有优势 14
图 9 可吸收支架是未来趋势 15
图 10 乐普可吸收支架 1 年试验数据良好 15
图 11 乐普可吸收支架历经 7 年研发 预计 2018 年上半年上市 16
图 12 预计乐普可吸收支架 2021 年左右贡献近 6 亿元净利润 17
图 13 国内起搏器市场几乎为外资垄断（2015 年） 18
图 14 近 2 年来起搏器植入量年均增速为 12.7% 18
图 15 与支架比 中国起搏器渗透率有很大提升空间 19
图 16 双腔起搏器（右）比单腔起搏器（左）具有优势 20
图 17 双腔起搏器为主流 21
图 18 乐普单腔起搏器放量迅速 21
图 19 预计乐普双腔起搏器 2021 年贡献约 1.9 亿元净利润 22
图 20 左心耳封堵器用于封堵左心耳 防止左心耳涡流中形成血栓后脱离 23
图 21 左心耳封堵器有一个至少 40 万患者的存量市场 23
图 22 左心耳封堵器在国内逐渐放量 24
图 23 乐普先心封堵器市场份额约 33% 24
图 24 预计乐普左心耳封堵器未来市场份额约 30% 24
图 25 乐普基层介入诊疗与其他业务协同显著 带来超额收益 25
图 26 乐普医疗打造了四位一体心血管医疗大健康全产业链平台 26
图 27 乐普医疗收购新帅克后股价先抑后扬 27
图 28 乐普收购新帅克后增速远快于收购前 27

图 29 乐普收购新东港后利润增速远快于收购前 27
图 30 乐普医疗 2013-2016 年 ROE 不断提高 28
图 31 乐普 2013 年起大幅增加销售人员（左）及费用（右） 28
图 32 四轮驱动乐普氯吡格雷增长 30
图 33 2015 年样本医院氯吡格雷收入 14.4 亿元.....30
图 34 样本医院乐普氯吡格雷市占率不断提升 30
图 35 乐普氯吡格雷医院+院外渠道放量带来业绩高增长 31
图 36 2015 年样本医院阿托伐他汀收入 11.8 亿元 33
图 37 2016 年样本医院乐普阿托伐他汀市占率 0.53%.....33
图 38 院内、院外市场驱动乐普阿托伐他汀高增长.....34
图 39 乐普医疗收购形成了较为齐全的心血管药品线 34
图 40 乐普医疗低成本收购完善药品管线 35
图 41 乐普医疗销售渠道强大 覆盖全面 极具价值.....36
图 42 近 2 年来 PCI 增速 10%+ 36
图 43 2015-2025 年 60 岁以上老年人口年均增长 3.2%.....37
图 44 乐普支架降价趋缓.....39
图 45 吻合器国产替代空间大（左为腔镜吻合器，右为开放吻合器） 40
图 46 消化道恶性肿瘤住院人次增速 10%左右 41
图 47 秉琨投资（左）及乐普医疗（右）销售渠道互补（颜色越深，占比越高）.....41
图 48 乐普的体外诊断产业链已初步形成 42
图 49 乐普的体外诊断产业链已初步形成 42

表目录

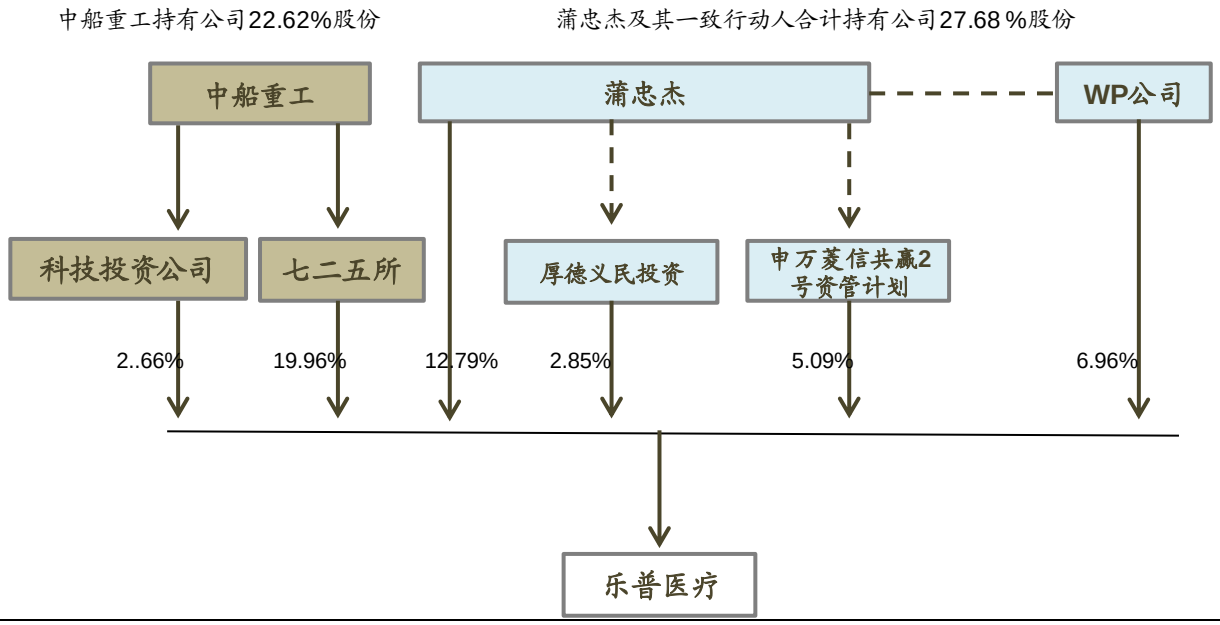
表 1 乐普可吸收支架占据先机.....16
表 2 乐普双腔起搏器进展领先对手.....20
表 3 乐普左心耳封堵器研发紧随对手 预计能赶上产品爆发期.....24
表 4 乐普氯吡格雷性价比高 差异化竞争.....29
表 5 乐普氯吡格雷招标形式十分有利.....32
表 6 乐普阿托伐他汀性价比高 差异化竞争.....33
表 7 支架的采购、定价政策主要可分为 4 个阶段.....38
表 8 国产支架降价趋缓（2016 年只有陕西等少数省份调整价格，不能作为均价）39
表 9 乐普 Nano 不断替代 Partner 支架整体价格略有提升（招标价格）.....40
表 10 主营业务拆分为器械、药品、医疗服务、策略性投资（单位：百万元）.....43
表 11 可比公司估值比较.....43

1. 重整股权 灵魂人物蒲总掌权 完善激励 内生+外延驱动 增长重回 30%+

一直以来，乐普都是一家非常优秀的公司，但以前作为国企，发展缺乏动力。

2014 年 6 月，在混合所有制改革的大潮下，中船重工将所占股份不断转让、减持，公司灵魂人物蒲忠杰先生不断增持，成为了公司的实际控制人，截止 2017 年 2 月 12 日，蒲忠杰先生及其一致行动人 WP 公司、参与投资的厚德义民投资及申万菱信共赢 2 号资管计划合计持有公司 27.68%的股份。理顺股权后，公司加快了发展、并购步伐。

图1 蒲忠杰是公司的实际控制人

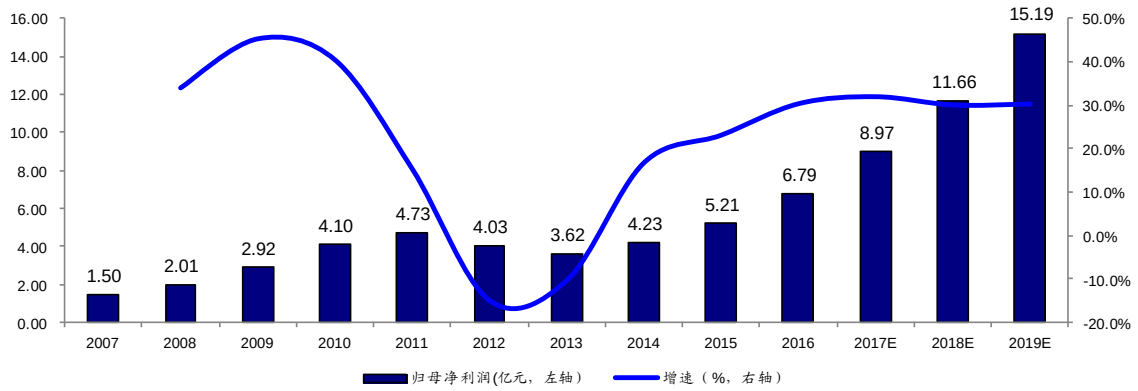


资料来源：wind，海通证券研究所

2016 年，公司进行了非公开发行股票，公司高管、员工通过资管计划间接持有公司股票，完善了激励机制，解决了管理层动力不足问题。

经过变更股权、完善激励，管理层展示了极大的发展决心，不断推出新产品，并购活跃，整合良好，内生+外延驱动增长重回 30%+时代，预计 2017~2019 年归母净利润增速为 31.98%、30.07 %、30.30%。

图2 公司归母净利润增速重回 30%+时代



资料来源：wind，海通证券研究所

2. 从研发线来看，三款 10 亿级新品次第上市，可吸收支架、双腔起搏器可再造一个乐普

乐普的器械研发创新能力可以分为三个阶段、三个层次。第一阶段：2005 年研发成功的药物涂层支架让乐普跻身国内一流创新器械企业，这是第一个层次；2016 年国产首家双腔起搏器的获批则把乐普提升到国内最顶尖创新器械企业，这是第二个层次；目前可吸收支架进展顺利，FDA 仅批准雅培可吸收支架上市，预计乐普 18 年前后国内获批，成为全世界少有的几家可吸收支架生产厂家，可吸收支架把乐普拔高到世界一流的创新企业，这是第三个层次。

业绩方面，国内 PCI 增速 10%+，支架降价趋缓，Nano 不断替代 Partner，乐普支架整体价格企稳或略有提高，秉琨投资吻合器和艾德康、IVD 带来增量，2018 年以后在可吸收支架、双腔起搏器、左心耳封堵器三款 10 亿级新品拉动下有望实现 20%-30%高速增长，我们预计 2021 年器械净利润 15.4 亿元左右。

2.1 天生具备研发基因 三款 10 亿级新品次第上市

公司董事长蒲忠杰先生是材料学博士，1993 年作为访问学者进入美国佛罗里达国际大学，并开始涉猎心脏支架的研发工作。之后，蒲总在美国一直从事生物材料和介入医疗器械的研制开发工作，其间共申请了 15 项国家专利。1999 年蒲总带着技术回国，成立乐普医疗。

公司器械研发能力顶尖，秉承“生产销售一代、研制注册一代、预先研究一代”的思路，研发线齐全，主要包括**三大研发主线**：

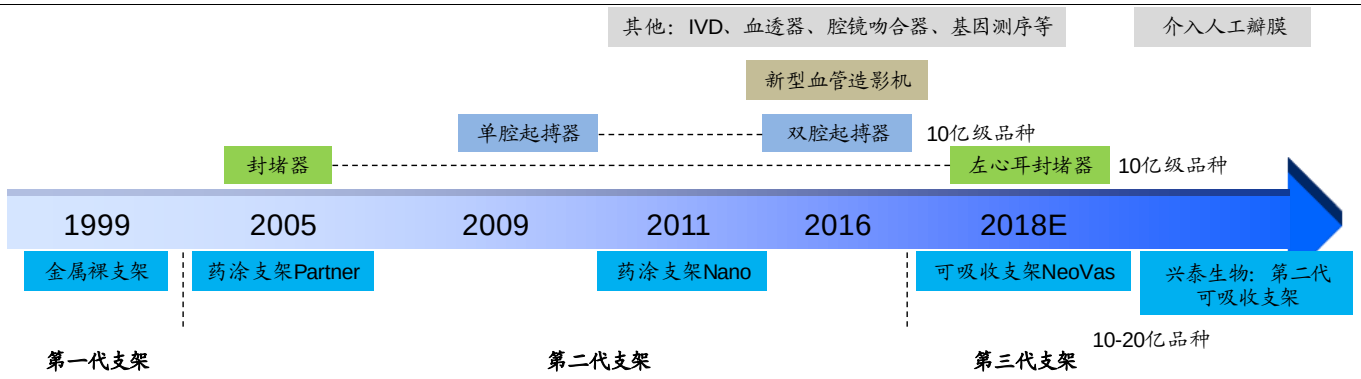
支架线：公司在蒲博士带领下，1999 年成功研发金属裸支架，2005 年研发成功药物涂层支架 Partner，进入第二代支架时代，2011 年药涂支架 Nano 上市，目前第三代支架（可吸收支架）NeoVas 进展顺利，已完成临床植入，预计 2018 年上半年上市，估计 2021 年能为公司每年带来近 6 亿元净利润。

起搏器线：子公司秦明医学是国内首家也是唯一研发成功单、双腔起搏器的公司，2009 年拿到单腔起搏器注册证，2016 年率先拿到双腔起搏器注册证，国内唯一，为 10 亿级品种。

封堵器线：子公司上海形状 2005 年拿到封堵器注册证，目前正在研发左心耳封堵器，2016 年上半年完成临床植入，预计 2018 年拿到注册证，亦为 10 亿级品种。

其他：2015 年新型血管造影机上市，目前化学发光免疫诊断设备、高通量血透器、腔镜吻合器、华法林抵抗位点检测仪等新品亦研发成功，介入性人工心脏瓣膜正在研发。公司器械研发能力国内顶尖，产品线丰富，多款重磅新品次第上市贡献业绩。

图3 乐普医疗器械研发能力顶尖 多款重磅新品次第上市



资料来源：公司 2010-2015 年年报，海通证券研究所

2.2 可吸收支架 2021 年贡献近 6 亿净利润 可再造一个乐普

支架市场的逻辑就是只有具备最强创新能力的企业才能最后存活、做大，一方面，只有不断有新品推出才能维持产品的价格；另一方面，在支架新品的不断迭代中，创新能力最强的企业才能赢取最大市场份额。

2.2.1 公司在心脏支架市场有强大的研发、品牌、渠道优势

董事长蒲忠杰从事支架研发 20 余年，带领公司研发成功金属裸支架、药涂支架，目前在支架市占率已经做到国内领先，相关销售 300 人左右，覆盖了全国 85%以上能开展 PCI 的医院。

根据中国心血管病报告，我们估计 2015 年全国共植入支架约 86 万套，乐普医疗及微创医疗支架系统年收入约 8 亿元，25 万套左右，按数量算，乐普和微创市占率约 28%，按价格算，乐普和微创市占率约 24%，支架市占率第一，说明乐普在支架市场有强大的品牌、渠道优势。

图4 乐普支架市占率第一（左：按量计，右：按收入计）

资料来源：中国心血管病报告，乐普 2010-2015 年报，微创医疗 2010-2015 年报，海通证券研究所

2.2.2 支架市场创新为王 赢者生存

心脏支架属于技术含量高、典型的创新驱动型产品，需要不停地更新换代，从国内外的经验来看，只有拥有强大创新能力、不断地推出新的产品的企业，才能最后存活，赢得市场。

PCI（经皮冠状动脉介入治疗）用于治疗冠心病，拯救数千万患者生命，从诞生开始经历了 4 代技术。

第一代，单纯球囊扩张技术：发明于 1977 年，1980 年后期开始在临床广泛应用，缺点是扩张后容易回缩，术后狭窄率高。

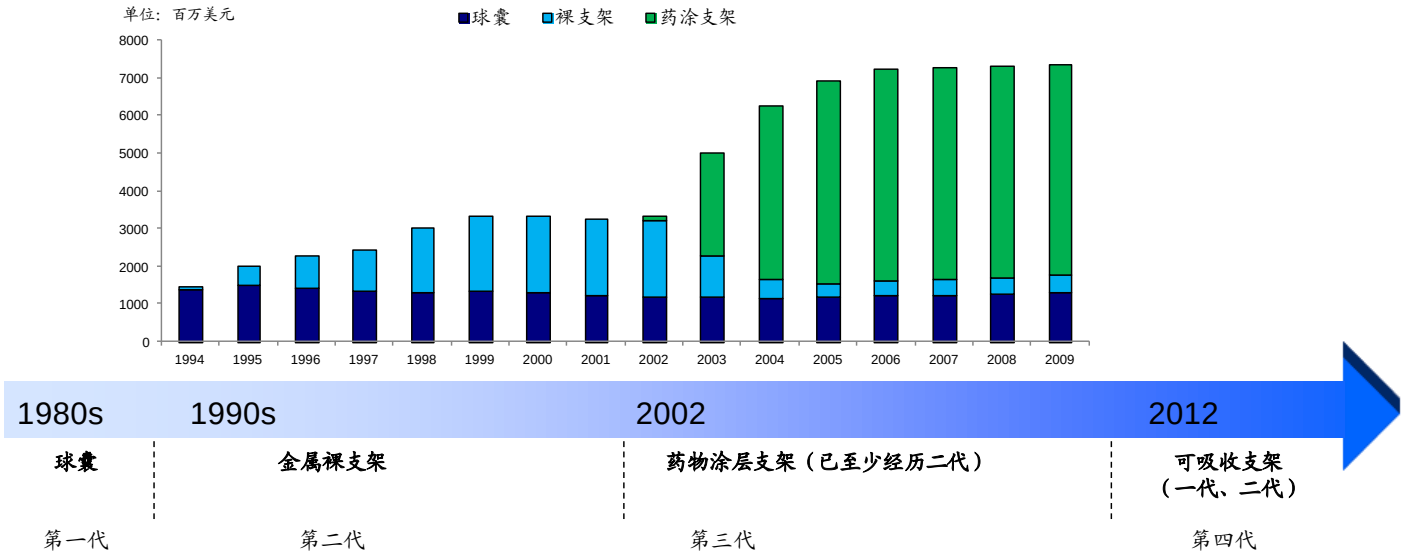
第二代，金属裸支架：1993 年诞生后解决了单纯球囊扩张后“回缩”的问题，迅速成为主流，1998 年 75%的 PCI 会在球囊扩张后植入支架，目前这一比例提升至 85%以上，但是术后狭窄率仍然较高。

第三代，药物涂层支架：即在支架表面涂上紫杉醇、西罗莫司等抑制增生药物，跟金属裸支架比，可以显著降低术后再狭窄率，2002 年上市后迅速替代上一代金支架，目前 70%以上的冠脉支架为药物涂层支架，国内这一比例接近 100%。实际上，药涂支架也经历了至少两代：3.1 普通药涂支架；3.2.1 可吸收载体药涂支架（吉威 excel、微创 Firehawk），3.2.2 无载体支架（乐普 Nano，易生科技 Tivoli，垠艺）

第四代，可吸收支架：解决了支架术后再狭窄难以干预的问题，最早由雅培研发的 Absorb 于 2012 年底在欧洲上市，由于材料上的限制，第一代可吸收支架将会替代

15%-20%左右的现有支架，而第二代可吸收支架在材料上继续改进，估计会替代超过30%的现有支架，随着技术进步，未来能取代50%甚至更多的金属支架。

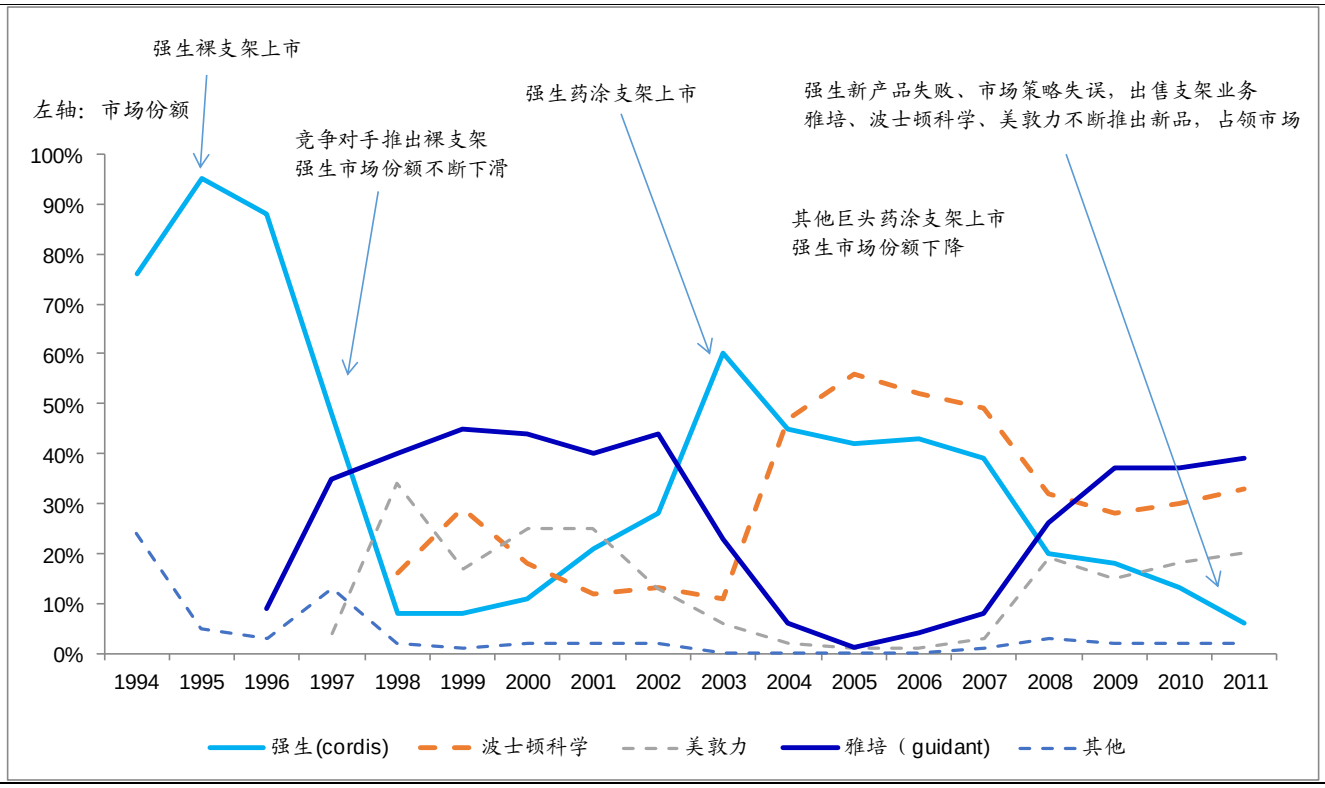
图5 全球 PCI 为技术创新驱动型



资料来源：Guidant, AHRQ，海通证券研究所

具体到公司层面，1994 年强生收购 Cordis 获得裸支架，1994-1995 年在美国市占率一度达到了 90%，随着 guidant（后被雅培收购）、美敦力、波士顿科学等竞争对手推出裸支架，强生市场份额不断下滑。2003 年强生药物涂层支架在美国上市，市场份额一度达到 60%，此后由于竞争对手出现，市场份额逐渐下滑。后因研发新支架失败以及市场策略失误，竞争对手不断推出新支架，最终强生在支架大战中失败，出售支架业务给康德乐。

图6 全球 PCI 为技术创新驱动型



资料来源：Guidant, AHRQ，海通证券研究所

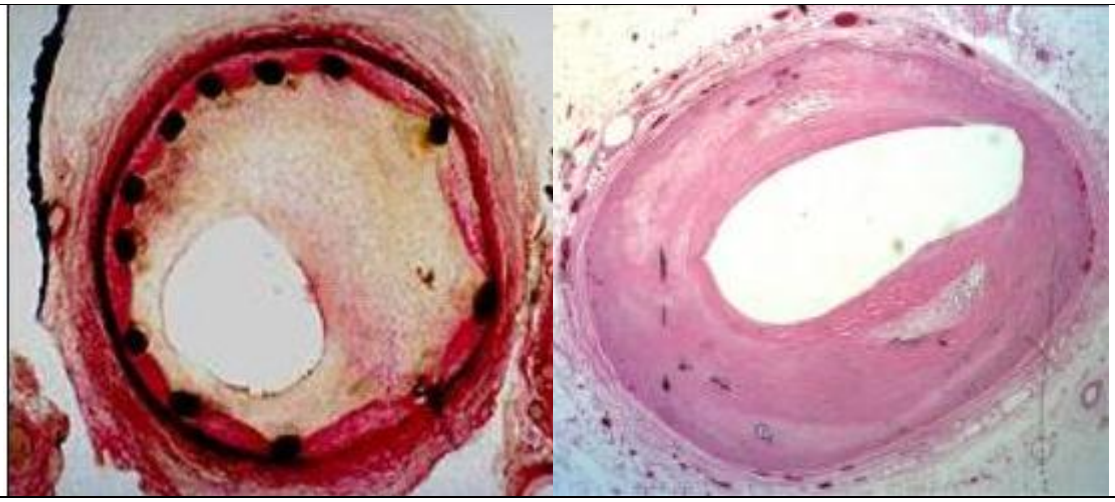
结论：支架为典型的创新驱动型产品，需要不停地迭代，**支架市场集中度提升是必然趋势，拥有持续创新能力的企业才能存活下来，分享市场。**

2.2.3 可吸收支架是未来趋势

当前药涂支架最大的问题是再次狭窄，一般来说，西罗莫司药涂支架植入 5 年后 TLR（靶血管重建）达 10%，也就意味着，植入药涂支架 5 年后，10%的患者会出现再次狭窄，还需要再次手术，再行手术非常棘手而且效果较差。

完全可吸收支架可解决支架术后再狭窄的问题，目前主流可吸收支架为聚乳酸或聚乙酸材料，植入 2-3 年后完全降解为二氧化碳和水，如果出现术后再狭窄，由于血管里边没有残留的金属物，干预起来相对容易得多，受到医生的欢迎，是支架未来的发展趋势。

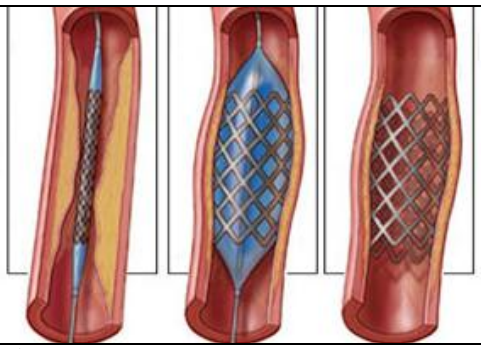
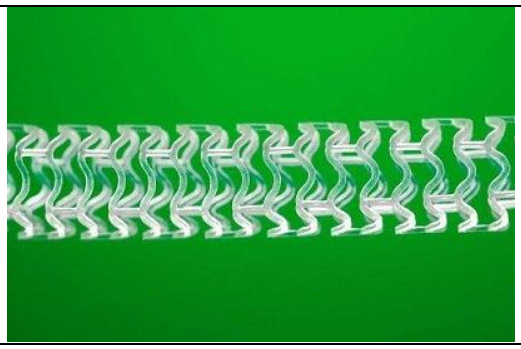
图7 金属支架植入后再狭窄（左）与完全可吸收支架植入后再狭窄（右，示意图）



资料来源：google 图片，海通证券研究所

与药物洗脱支架相比，完全可吸收支架的最大优点在于植入后 2-3 年可降解，再次干预容易，因此特别适合支架术后再狭窄风险高的患者（如年轻患者），此类患者植入支架后可能 5-10 年后出现支架内再狭窄，需要再次干预，如果里边有金属异物，则干预困难；如果支架已经被吸收，则干预起来相对容易得多。

图8 可吸收支架相比金属支架有优势

	
金属药涂支架缺点：体内留下金属、对患者是心理负担 金属影响检查 影响血管弹性 再次手术难度大	**可吸收支架优点：**2-3 年后溶解吸收，无残留 不影响检查及血管弹性 血管再堵塞时方便再次手术 适合较年轻、血管大小适中、病变不复杂的患者

资料来源：雅培官网，海通证券研究所

我们估计，第一代可吸收支架将会替代 15%-20%左右的现有支架，因为受限于材料，存在径向支撑力较差、支架厚度较厚、易断裂、血栓率较高的问题，而第二代可吸收支架在材料上已有改进，估计会替代超过 30%的现有支架，随着技术进步，未来能取代 50%甚至更多的金属支架。

图9 可吸收支架是未来趋势

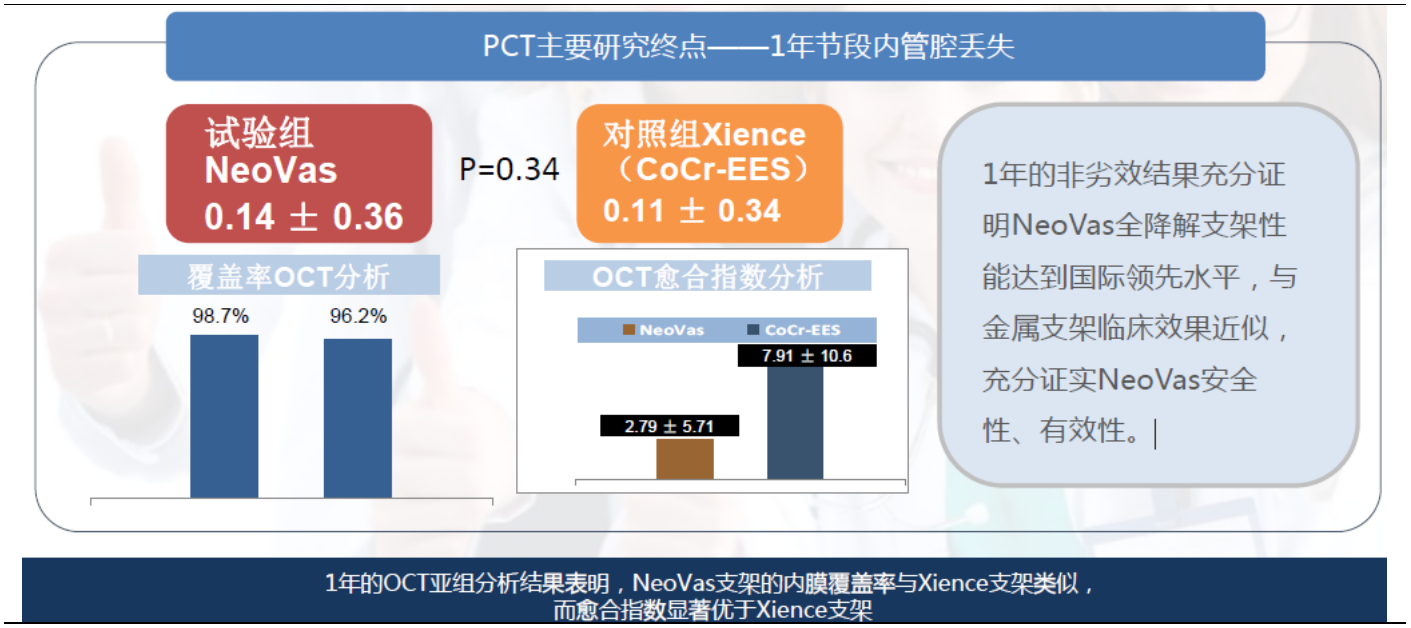
药物涂层金属支架	第一代可吸收支架	第二代可吸收支架	后续改进可吸收支架
支架术后5-10年再次狭窄10%-30%甚至更高，再狭窄后难以处理	较金属支架有优势，植入发挥完支架的支撑作用后2-3年完全吸收，再次处理相对容易，估计**替代15%-20%的金属支架，适合较年轻、血管大小适中、病变不复杂的患者** 缺点：支撑力较差、支架厚度较厚、不适合较小血管、易断裂、血栓率较高	改进材料，增加支撑性、弹性，减少厚度、血栓率，将替代30%甚至更多的金属支架	继续改进材料，增加支撑性、弹性，减少厚度、血栓率，将替代50%甚至更多的金属支架

资料来源：知网、海通证券研究所

2.2.4 乐普可吸收支架 1 年试验数据良好

公司 2017 年 4 月 7 日投资者交流公告了可吸收支架 1 年期数据，1 年阶段内管腔丢失跟 Xience 无显著差异，亚组分析表明，愈合指数显著优于 Xience 支架，证明 NeoVas 能达到国际领先水平。

图10 乐普可吸收支架 1 年试验数据良好



资料来源：乐普投资者交流 20170407、海通证券研究所

2.2.5 他山之石：雅培可吸收支架 2020 年销售额有望达 15 亿美元

全球首款可吸收支架是由雅培研发的 Absorb，于 2012 年 9 月在欧洲通过 CE 认证，正式上市，2014 年全球销售额（不包括美国、中国、日本）达到 1.4 亿美元，估计在

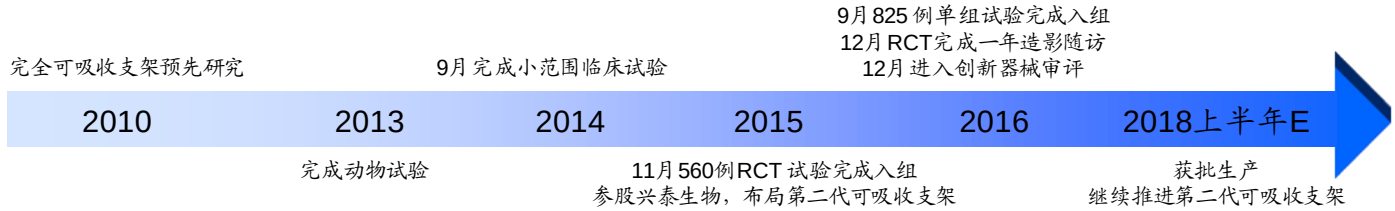
欧洲销售 1.2 亿美元，按金额算，2 年替代欧洲 10%左右市场份额。目前 absorb 在全球植入超过 15 万枚。

雅培 Absorb 于 2016 年 7 月 5 日通过 FDA 认证，正式在美国上市，我们估计能替代美国 10%-20%市场份额，2020 年全球销售额 8-15 亿美元左右。

2.2.6 预计乐普可吸收支架 2018 年上半年上市 2021 年贡献近 6 亿元净利润

公司最早在 2010 年便开始研究完全可吸收支架，2016 年 9 月完成所有临床植入，12 月进入创新器械审批，预计 2018 年上半年获批上市。

图11 乐普可吸收支架历经 7 年研发 预计 2018 年上半年上市



资料来源：公司 2010-2016 年报、公司 2016 年 12 月 12 日投资者关系活动记录表，海通证券研究所

乐普可吸收支架进展顺利，目前主要竞争对手有雅培的 Absorb 和山东华安生物 Xinsorb，微创的 Firesorb 目前进度相对落后，乐普的二代可吸收支架已经在动物试验中，我们估计雅培的 Absorb 较乐普稍早在国内上市，乐普的 NeoVas 和华安生物的 Xinsorb 于 2018 年几乎同期上市，乐普多年的销售渠道和经验能确保乐普跟华安同期甚至更快铺货。

表 1 乐普可吸收支架占据先机

	华安生物 Xinsorb	乐普医疗 NeoVas	微创医疗 Firesorb	雅培 absorb
厚度	160μm	估计跟 Absorb 类似	125μm	150 μm
材料+涂层	PDLLA+西罗莫司	PDLLA+西罗莫司	PELLA+西罗莫司	PDLLA+依维莫司
优先审批	是	是	是	否
临床进展	2013 年 4 月开始 FIM 试验 2016 年 4 月完成所有临床试验入组	2014 年 9 月完成 FIM 试验入组 2016 年 9 月完成所有临床试验入组	2016 开始 FIM 试验	2015 年已完成中国临床试验 2016 年 7 月 FDA 获批上市
试验结果	FIM(30 人)试验结果：12 个月晚期管腔丢失为 0.17±0.12mm，优于目前市场大部分的药物洗脱支架	FIM（30 人）试验结果：只有 1 例在 6 个月时发生 TLR，效果很好 1 年的非劣效结果充分证明 NeoVas 全降解支架性能达到国际领先水平，与金属支架临床效果近似，充分证实 NeoVas 安全性、有效性	FIM(45 人)试验：进展顺利	在世界各地开展的临床研究数据显示，Absorb 生物可吸收支架与与行业领先的金属支架——雅培的 Xience 药物洗脱支架具有相媲美的短期和中期预后。

资料来源：生物可吸收支架在中国研发进展，微创医疗、雅培公司公告，海通证券研究所

我们估计乐普可吸收支架 2021 年左右贡献近 6 亿净利润，再造一个乐普，支持我们预计的关键假设有：

1）2016-2025 年 PCI 增速 10%左右。主要由渗透率提高+人口老龄化驱动，我国 PCI 渗透率水平目前仍低，到 2030 年前仍处于快速老龄化阶段，2016-2025 年 60 岁以上的老年人口的年均增速为 3.2%，考虑到 PCI 患者的年轻化，老龄化带来的年均增速贡献可能超过 5%。

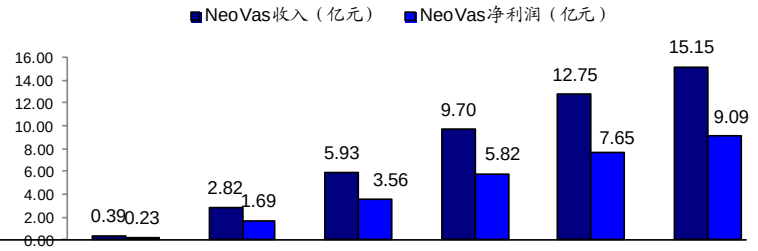
2）短中期可吸收支架渗透率 15%-20%。在欧洲，雅培可吸收支架渗透率 10%左右，我们估计雅培 Absorb 在美国的渗透率 10%-20%（数量计），相比之下，欧洲的药涂支架渗透率在 50%左右，美国药涂支架渗透率在 70-80%左右，我们药涂支架渗透率几乎接近 100%，我们估计国内的可吸收支架渗透率能达到 15%-20%，随着二代可吸收支架上市，未来渗透率会更高。

3）乐普可吸收支架市占率 40%左右。乐普金属支架国内市占率接近 30%，竞争企业 10 家左右，可吸收支架未来竞争格局 3-4 家，乐普首批上市，占据先机，又有深耕心血管器械 10 余年的销售经验和渠道，再加上二代可吸收支架正在研发，我们估计乐普可吸收支架市占率能做到 40%左右。

4）乐普可吸收支架出厂价 1 万元/枚左右，净利润率 60%左右。雅培 Absorb 国外价格约 1.8-2.8 万元，估计国内定价在 3 万多，我们预计乐普可吸收支架前期定价 2 万多，竞争格局较好，出厂价 1 万元/左右。利润率方面，利用乐普成熟的销售渠道，估计净利润率能达到 60%。

5）乐普可吸收支架对自身金属支架冲击小。可吸收支架替代对象是所有厂家的金属支架（微创、雅培、吉威、乐普自身等），对乐普自身冲击较小。

图12 预计乐普可吸收支架 2021 年左右贡献近 6 亿元净利润



年份	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
PCI(万例)	56.9	63.7	70.7	77.8	85.6	94.2	102.6	111.9	120.8
PCI增速（%）	13.7%	12%	11%	10%	10%	10%	9%	9%	8%
植入支架（万枚）	85.4	95.6	106.1	116.7	128.4	141.2	153.9	167.8	181.2
可吸收支架渗透率（%）				1%	5%	10%	15%	20%	22%
可吸收支架（万枚）				1.17	6.42	14.12	23.09	33.56	39.87
NeoVas市占率（%）				30%	40%	40%	40%	40%	40%
NeoVas植入量（万枚）				0.35	2.57	5.65	9.24	13.42	15.95
NeoVas出厂价（万元）				1.10	1.10	1.05	1.05	0.95	0.95
NeoVas收入（亿元）				0.39	2.82	5.93	9.70	12.75	15.15
利润率（%）				60%	60%	60%	60%	60%	60%
NeoVas净利润（亿元）				0.23	1.69	3.56	5.82	7.65	9.09

资料来源：中国心血管病报告，海通证券研究所

2.3 双腔起搏器：10 亿级品种 带来新增量

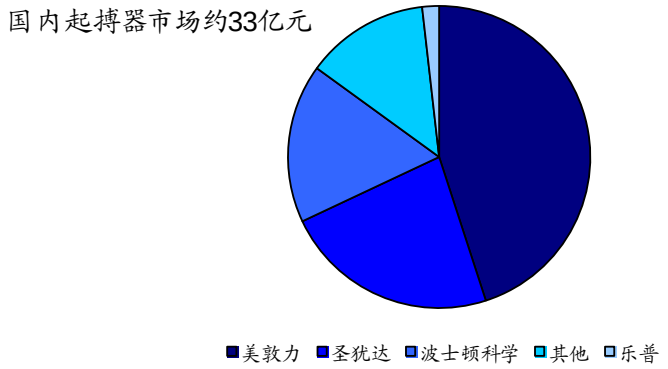
我们估计乐普双腔起搏器空间超 10 亿元（见后文分析），按照秦明单腔起搏器的放量速度来看，我们估计 3 年多能达到 15%市占率，2015 年双腔起搏器约 42000 台，按 15%的年增长率算，2021 年双腔起搏器达 95736 台，秦明占 19147 台，秦明直销体系下，按平均 2.8 万元/套（起搏器+导线），38%净利润率，我们预计 2021 年能贡献 4.98 亿元收入、1.91 亿元净利润，带来新增量。

2.3.1 起搏器市场空间超 100 亿 为乐普 10 亿级品种

全球来看，美国 Datamonitor 咨询公司曾报道，全球心脏起搏器市场 49.2 亿美元，植入式心脏复律器（除颤器）34.3 亿美元。2013 年美敦力起搏器收入达到 19 亿美元，

而起搏器市场份额为：美国美敦力（约 45%）、美国圣优达（20%-25%）、美国波士顿科学（约 15%-20%），以及德国的百多力（约 5%）我们估计目前全球起搏器市场超过 60 亿美元。国内起搏器市场竞争格局基本相似，唯一一家陕西秦明医学市占率不到 2%（按量计）。

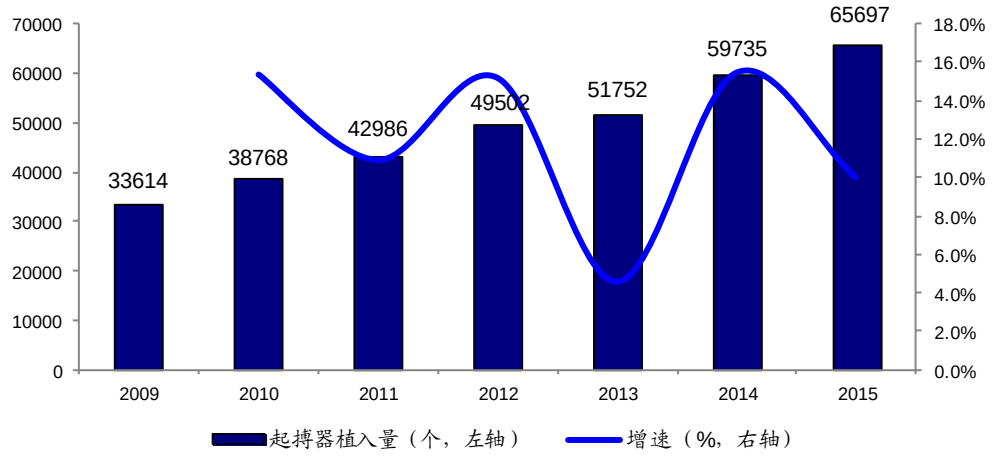
图13 国内起搏器市场几乎为外资垄断（2015 年）



资料来源：美敦力、圣犹达、波士顿科学年报，海通证券研究所

我国 2015 年共植入起搏器 65697 台，同比增长 10%，按平均 5 万元/例算，市场规模接近 **33 亿元**。起搏器多用于冠心病、心肌病、心肌炎等引起的病态窦房结综合征、房室传导阻滞，植入人群主要为＞50 岁群体。

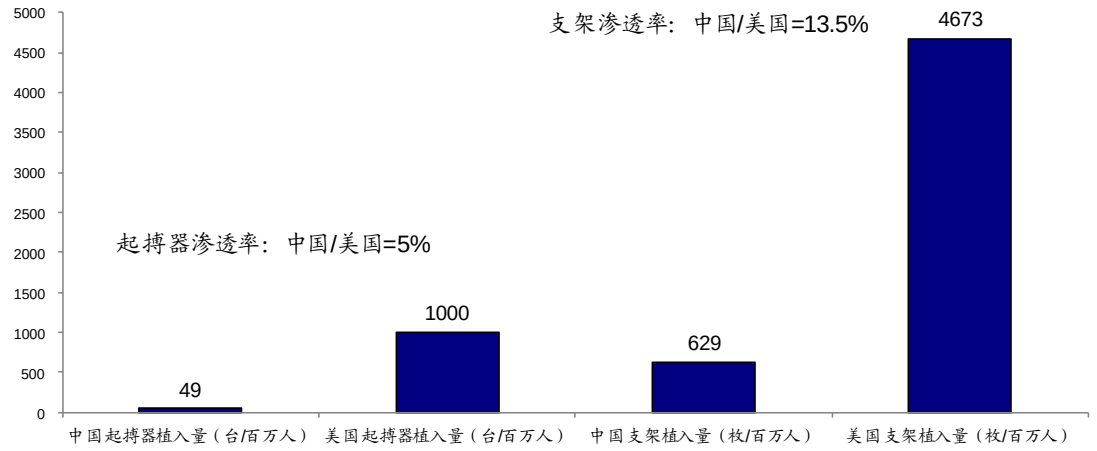
图14 近 2 年来起搏器植入量年均增速为 12.7%



资料来源：中国心血管病报告，海通证券研究所

按人均算，国内起搏器植入不足 49 台/百万人，而欧美国家起搏器植入量超过 1000 台/百万人，比较一下，按百万人口算，国内支架植入量为美国 13.5%，而起搏器植入量不足美国的 5%，市场空间巨大。考虑到国内经济水平和技术跟美国的差距，我们以支架为标准，目前经济水平和技术条件下的市场空间达 1000（台/百万人）*13.5%*1368（百万人）*4.8（万元/台）=89（亿元），有近 2 倍的空间，如果动态看，考虑增长，则市场空间超过 100 亿，乐普如能占据 15%的市场份额，则为 10 亿级品种。

图15 与支架比 中国起搏器渗透率有很大提升空间



资料来源：中国心血管病报告，海通证券研究所

2.3.2 研发起搏器十年 双腔起搏器临床试验结果满意

乐普子公司秦明医学始创于1986年，前身为中美合资秦明医学仪器有限公司，2007年，公司在西安建立了全资子公司，专门从事心脏起搏器及其相关产品的研发和销售。2009年7年，公司自主研发的单腔起搏器获批上市，2010年乐普医疗收购秦明医学后，开始协助秦明医学加强对双腔起搏器的相关工艺的改进和研发，并取得了重要进展。2013年8月自主研发的双腔起搏器进入临床试验，2015年1月向国家食品药品监督管理局进行注册申报并获得受理，经过严格得专家审批，终于在2016年10月12日获得CFDA医疗器械注册证。公司全套生产技术、工艺、设备均从美国引进，产品达到了国际同类产品的先进水平，成为生产植入式心脏起搏器的国内唯一国产企业。

2016年4月23日，全国介入心脏病学大会上，浙江大学医学院附属第二医院项美香教授汇报了乐普双腔起搏器的临床进展。这是一个前瞻性、多中心、随机对照、单盲设计临床试验，全国14个中心参与，全国225例患者观察12个月数据显示，Qinming8631双腔起搏器能够满足临床需求。

乐普起搏器经过专家严格审批及多中心临床试验，完全能够满足临床需求。获得医生、患者的认可。

2.3.3 国产起搏器带来市场迅速扩容 预计未来5年双腔起搏器增速约15%

按患病率计算，我们估计国内至少有60万人需要放置起搏器，渗透率不到10%，国内起搏器渗透率较低主要有以下原因：

1）价格较高，目前起搏器几乎为外资垄断，国产起搏器市占率不足1%（金额计），单腔起搏器2-3万元/个，双腔起搏器5万元左右，三腔起搏器在10万元以上，外资起搏器报销水平为50%-70%，总体来说价格较高。

2）技术壁垒较高，尚未完全推广。目前实施起搏器植入的医院大多为三甲医院，我们了解深圳某大型三甲医院心内科，仅一位大夫做起搏器手术，相比之下，大点的县医院医生，都熟练掌握了支架植入。

3）起搏器相当于买“保险”，患者接受度还不高。简单来说，植入起搏器，就是为了在心率失常时，起搏器能够救命。对很多患者来说，心率失常只是偶尔发生，大部分时候，起搏器只是一个“保险”，跟支架比，起搏器的“性价比”更低一些。随着患者人群支付水平和知识水平的提高，接受度在提高。

我们认为，国产起搏器的上市能很好地解决这些问题，国产起搏器价格估计在3万

元左右，让很多患者能够承担得起，而且“性价比”更高（解决了问题 3）。技术推广方面，乐普医疗提出了 2017 年植入 5000 个双腔起搏器的目标，势必要大力进行技术推广，同时由中国医师协会牵头，美敦力公司支持的“全国百县心律失常规范化治疗与新技术培训项目”正在全国开展，随着先建科技、微创医疗等国产起搏器的上市，众多厂家进行临床推广，带来起搏器市场快速扩容，我们预计未来 5 年双腔起搏器增速约 15%。

表 2 乐普双腔起搏器进展领先对手

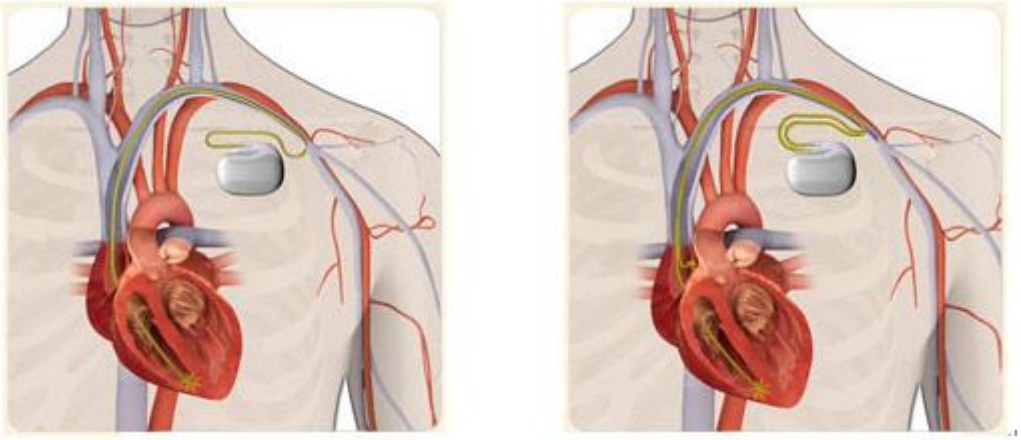
	技术与合作	临床进展	上市时间
乐普（秦明）	自研+国外技术引进	2013年8月临床试验，2015年1月报生产。RCT研究，全国14个中心参与，225例患者观察12个月数据显示，Qinming8631双腔起搏器能够满足临床需求。	2016年10月12日
先键	美敦力合作	2016年开始临床试验，同年进入创新器械审批	预计2018-2019年
微创（创领心率）	索林合作	2016年起搏器导线开始FIM试验	暂无时间表
仙琚（杭州能可爱心）	西班牙能可爱心	不详	暂无时间表

资料来源：微创医疗、先建科技、仙琚制药公司公告，海通证券研究所

2.3.4 增量市场优势巨大 乐普双腔起搏器 2021 年贡献净利润 1.9 亿

双腔起搏器较单腔更有优势，左图单腔起搏器只有一根导线，起搏点位于右心室，适用于较简单心律失常，右图双腔起搏器有两根导线，两个起搏点分别位于右心房、右心室，起搏方式更接近于生理，可用于较复杂心率失常。

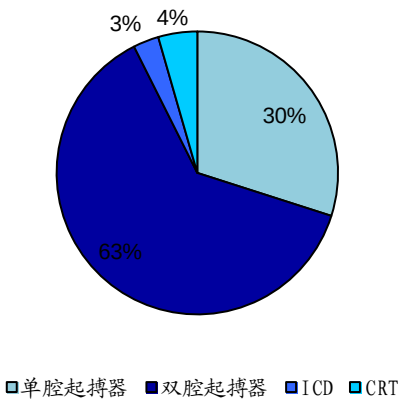
图16 双腔起搏器（右）比单腔起搏器（左）具有优势



资料来源：百度图片，海通证券研究所

目前国内起搏器以双腔起搏器为主，占比 63%，估计 2015 年植入量约 41389 个，研发双腔起搏器对乐普意义重大，完善了起搏器产品线，进入了更高端起搏器领域。

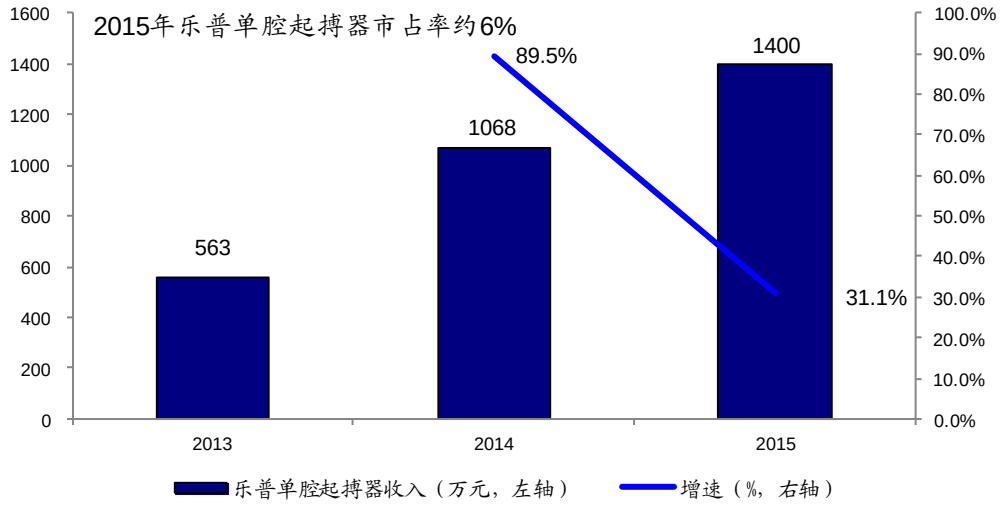
图17 双腔起搏器为主流



资料来源：全国介入心脏病学论坛新闻发布会，海通证券研究所

要分析乐普双腔起搏器放量，先来看乐普的单腔起搏器放量过程，秦明单腔起搏器2009年获批，2013年、2014年出现爆发式增长，乐普医电显示秦明单腔起搏器2015年国内销售1180台，销售总收入约1400万元，平均约1.1万元/台。可见乐普的起搏器以直销为主（同时代理百多力的产品），2015年单腔起搏器约19709台，双腔起搏器约41389台，单腔：双腔约等于0.47:1，**乐普单腔起搏器市占率1180/19709=6%**。

图18 乐普单腔起搏器放量迅速



资料来源：全国介入心脏病学论坛新闻发布会，海通证券研究所

乐普单腔起搏器市占率较低，究其原因：1）单一产品推广难度大：美敦力等巨头企业，单腔、双腔、CRT、ICD等型号较齐全，相比之下，乐普只有单腔起搏器，而且单腔起搏器市场又较小。2）价格优势不大，以湖北某医院招标情况为例，单腔起搏器价格，Qingmin 2312型12000元，Biotronik Philos II S型 16770元，Jude 5056型22000元，国产支架约1万元左右，而进口支架1.8万元左右，对比之下，国产起搏器价格优势不大，且患者在这一区域对价格敏感度不算很高。3）品牌尚未形成：虽然拿到了CFDA注册证，部分医生及患者对乐普起搏器仍有担心，尚需要时间形成品牌效应。

我们判断乐普的双腔起搏器上市后改变这一局势，2021年双腔起搏器市占率超过15%，贡献净利润1.91亿元，支持我们判断的依据主要有：

1）乐普单腔起搏器经过3、4年推广，市占率做到6%，作为主流的双腔起搏器上市后很好地弥补了产品线，扭转仅有单腔起搏器的局面，双腔起搏器市占率2020年前

后做到 15%并不困难，以后还有提升空间。

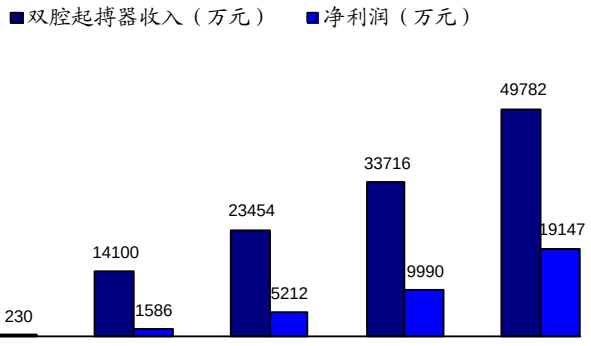
2）双腔起搏器临床试验结果满意，品牌效应逐步形成，获得越来越多医生认可。支架市占率 28%（量计），单腔起搏器也逐步获得口碑，可吸收支架也在北京安贞医院等知名医院临床试验，公司作为整体的品牌效应越来越强。

3）多年代理起搏器经验，销售队伍强大。公司具有多年代理百多力起搏器的经验，2011 年销售各类心脏起搏器超过 6000 台，市占率超过 10%，销售队伍强大。

4）价格优势明显：估计乐普双腔起搏器定价 2-3 万元左右，进口起搏器 5 万元左右，价差 2 万元，3 万到 5 万的价格差，远比单腔起搏器国产与进口 1.2 万-2.2 万价格差敏感，价格优势明显。

5）利润率不断提高：公司提出 2017 年植入 5000 个双腔起搏器的目标，为抢占市场，短期降低价格，短期利润率收到一定影响，后面进入收获期，利润率不断提升，乐普具备强大的起搏器销售队伍，我们判断以直销为主，出厂价估计在 2.8 万/套（起搏器+导线），考虑到乐普代理起搏器多年，已经具备强大的销售队伍，我们估计 2021 年利润率 40%左右。

图19 预计乐普双腔起搏器 2021 年贡献约 1.9 亿元净利润



双腔起搏器植入量（个）	41389	47597	54737	62948	72390	83248	95736
起搏器增速（%）	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
乐普市占率（%）			4%	8%	12%	15%	20%
乐普双腔起搏器（套）			2189	5036	8687	12487	19147
单价（万元）			2.8	2.8	2.7	2.7	2.6
双腔起搏器收入（万元）			6131	14100	23454	33716	49782
利润率（%）			4%	11%	22%	30%	38%
净利润（万元）			230	1586	5212	9990	19147
双腔起搏器植入量（个）	41389	47597	54737	62948	72390	83248	95736

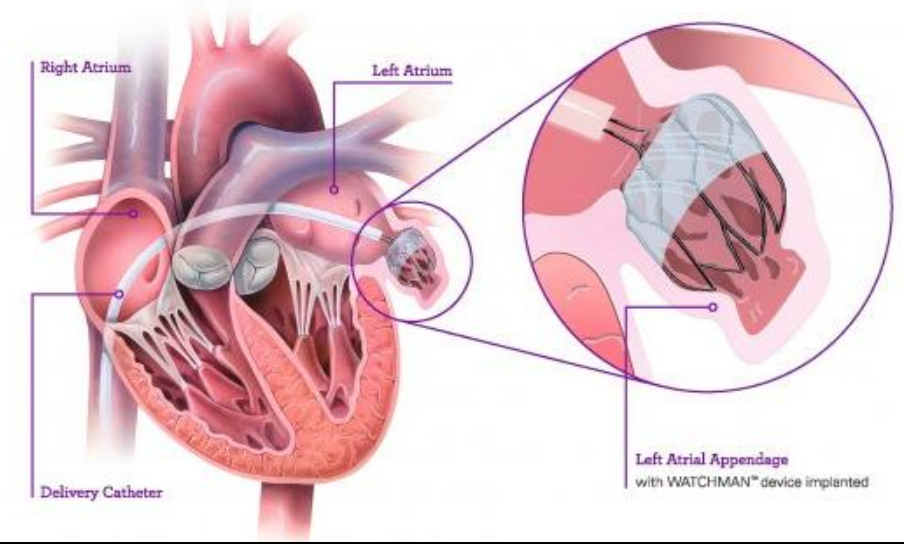
资料来源：海通证券研究所

2.4 左心耳封堵器 又一 10 亿级品种

2.4.1 左心耳封堵器有一个至少 40 万患者的存量市场

左心耳封堵器用于治疗非瓣膜性房颤患者，通过封堵左心耳，避免涡流引发血栓形成，以减少脑卒中、肾栓塞、下肢栓塞发生风险，达到挽救患者生命、提高患者生活质量的目的。

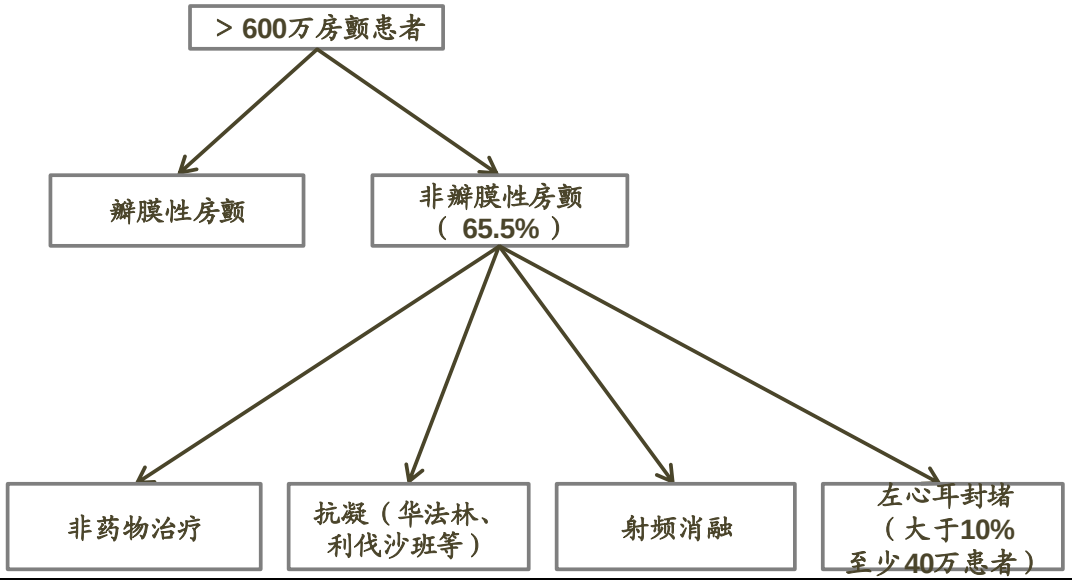
图20 左心耳封堵器用于封堵左心耳 防止左心耳涡流中形成血栓后脱离



资料来源：百度图片，海通证券研究所

著名心血管专家胡大一教授报告，在中国 30-85 岁居民中，房颤患者病率为 0.77%，现在房颤患者总数超过 600 万，阜外医院一项权威研究发现，非瓣膜性房颤占比 65.5%。目前防止房颤引发栓塞的治疗主要有抗凝（华法林、利伐沙班、达比加群酯等）、射频消融、左心耳封堵术。抗凝存在患者依从性差、出血风险高等不利因素，射频消融存在价钱昂贵、需多次治疗，只适用于约 50%患者。左心耳封堵术为治疗房颤的有效替代方法，可用于不能抗凝或不愿意抗凝的患者。我们估计，未来至少 10%非瓣膜性房颤患者（40 万）会接受左心耳封堵术。

图21 左心耳封堵器有一个至少 40 万患者的存量市场



资料来源：中国心血管病报告，海通证券研究所

2.4.2 研发顺利 预计市占率 30% 未来累计带来超过 10 亿元净利润

竞争格局来看，国外主要有波士顿科学的 WATCHMAN、圣犹达 ACP 上市，其中 WATCHMAN 已于 2014 年在国内上市，国内先健科技的 LAmbre 已完成临床植入，目前正在申请 CFDA 审核，预计 2017 年上市，上海形记（乐普）和科奕顿（信立泰）正在开展试验，估计乐普左心耳封堵器 2018 年上市。左心耳封堵器的核心技术与普通封堵器相似，形状不同，上海形记完全具备研发技术和经验。

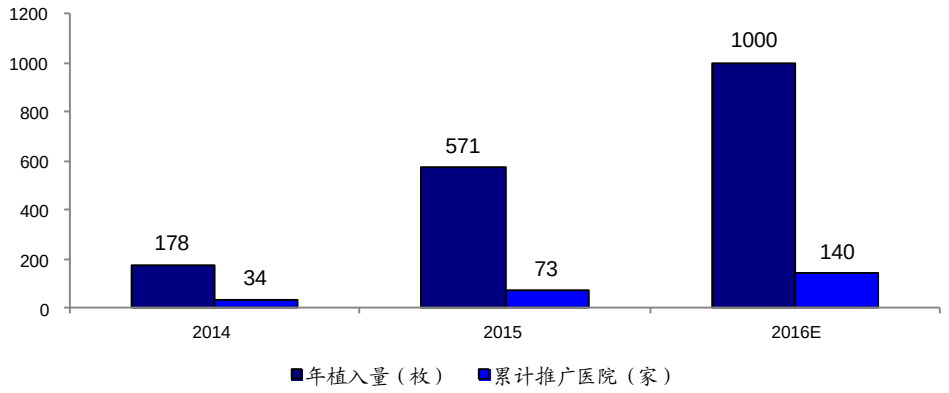
表 3 乐普左心耳封堵器研发紧随对手 预计能赶上产品爆发期

	技术积累	临床进展	上市时间
乐普（上海形状）	先心封堵器	2016年上半年完成临床试验，随访中	预计2018年
先键	先心封堵器	2015年完成临床试验12月随访，已报CFDA，2016年通过欧洲CE认证。	预计2017年
波士顿科学	先心封堵器	2014年在14个省份、34家医院共植入178例；2015年则在23个省份、73家医院共植入571例；截至2016年4月，我国左心耳封堵总植入数量已达962例	2014年3月
信立泰（科奕顿）		在研	暂无时间表

资料来源：波士顿科学、先建科技、信立泰公司公告，海通证券研究所

左心耳封堵器技术要求高，个体差异较大，目前处于技术推广期，只在少数医院开展推广，估计 WATCHMAN 国内 2016 年销售 1000 枚左右，预计乐普的左心耳封堵器能赶上市场爆发期。

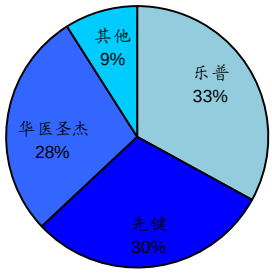
图22 左心耳封堵器在国内逐渐放量



资料来源：全国介入心脏病学论坛新闻发布会，海通证券研究所

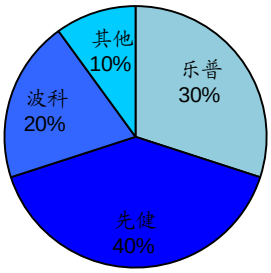
从普通封堵器市场表现来看，我们估计乐普、先健、波科分别能占据 30%、40%、20%市场份额，其他厂家分享剩下 10%市场份额。目前先健的新一代普通封堵器定价 18000~25000 元，估计国产左心耳封堵器定价为 3-5 万元，进口定价 5-7 万元。40 万患者的存量市场中，如果有 50%的渗透率，由此估算整个左心耳封堵器市场空间 90 亿左右，乐普占据 30%份额，将为公司累计带来超过 10 亿元净利润。

图23 乐普先心封堵器市场份额约 33%



资料来源：先建科技、乐普医疗公司公告，海通证券研究所

图24 预计乐普左心耳封堵器未来市场份额约 30%



资料来源：海通证券研究所

2.5 血管造影机、基层介入诊疗带来超额收益

我们估计，国内血管造影机市场规模峰值 50-60 亿元，飞利浦、通用电气、西门子占据血管造影机市场份额 91.1%，三家平分秋色，飞利浦稍占优。东芝、岛津、万东、乐普市场占有率不足 9%。进口新一代数字平板血管造影机定价 600-1200 万元，旧一代价钱为 300-600 万元，国产血管造影机单价 200-300 万元。乐普新一代数字平板血管造影机于 2016 年 7 月已获批注册，具有价格实惠、显影清晰、辐射量小等特点，有望占领基层二甲医院甚至三级医院市场。

2.5.1 新产品有望实现从基层医院包围三甲医院

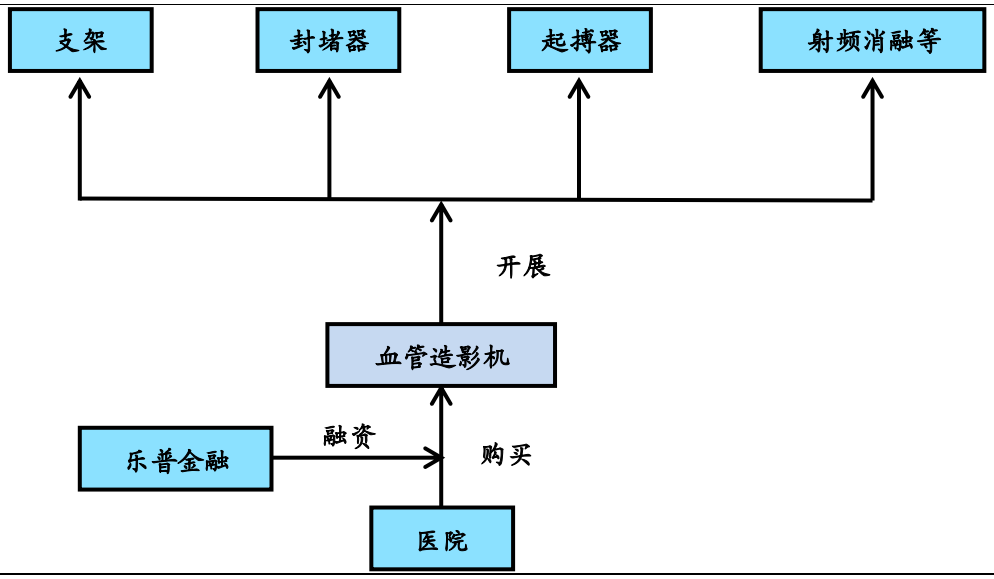
目前绝大多数三级医院都能开展 PCI 手术，2011 年卫计委出台《心血管疾病介入诊疗技术管理规范（2011 年版）》，允许满足规范要求硬性条件和相关规定的二级医院开展心血管介入治疗手术。二甲医院为最重要县级医院，为完善基层医疗、建立分级诊疗最重要一环。2014 年我国有二甲医院 3944 家，已成为 PCI 的重要增长点，而这类医院因为资金问题可能选择国产设备。

2.5.2 基层介入诊疗协同效应明显 带来超额收益

血管造影机为乐普心血管器械全产业链非常重要的一环，是心内科开展支架、先心封堵、起搏器植入、射频消融等业务的基础，乐普基层介入诊疗业务的开展直接带动其他业务的发展。为解决基层医院购买介入诊疗装备资金不足问题，2015 年九月乐普斥资 3.5 亿元在深圳前海自贸区设立全资子公司乐普金融，拓展包括但不限于融资租赁、商业保理、投资基金、融资担保、保险经纪、互联网金融等领域的业务，直接或间接带动乐普心血管全产业链发展。

从业绩来看，乐普 2015 年赶超微创医疗、深圳先健成为国内支架、封堵器市场龙头，得益于乐普多年来深耕心血管全产业链，协同效应明显。新一代数字平板血管造影机上市，将带动支架及其他业务发展，带来超额收益。

图25 乐普基层介入诊疗与其他业务协同显著 带来超额收益



资料来源：公司 2013-2016 年报，海通证券研究所

3. 从并购整合线来看，药品整合超预期，外延变内生，ROE 不断提高

与市场截然不同的观点是，我们认为，乐普药品板块增长主要来自内生，来自并购后的整合，而非简单的并表。

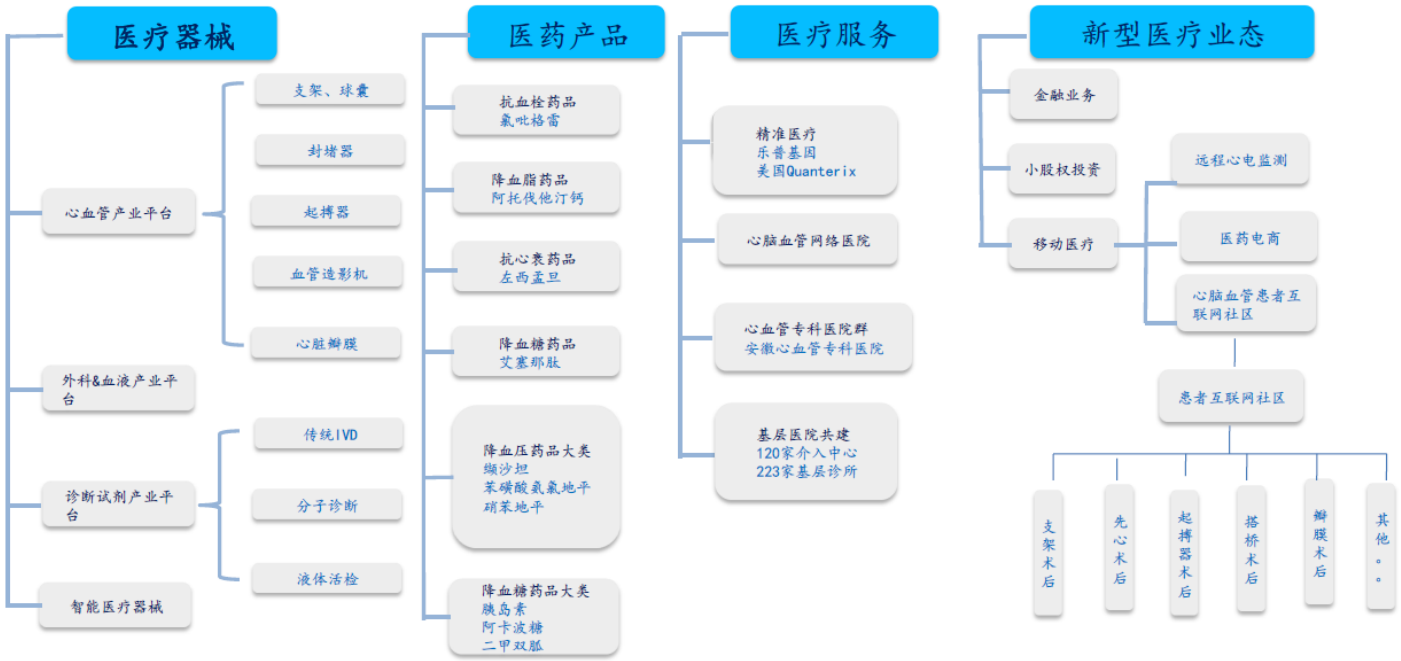
公司利用深耕心血管器械多年积累的优势，建立了 1000 多人的心血管药品销售团队，采用差异化竞争，2016 年氯吡格雷、阿托伐增速超过 100%，并购整合超预期。此外，公司通过较小资金收购了缬沙坦、氨氯地平等品种，利用乐普强大的销售团队，17 年起将快速放量，短期高增长主要来自药品。

院内来看，目前招标形式非常有利，氯吡格雷 2016 年新中标 6 省市，还未放量，2015 年新中标 6 省市，还未充分放量，还有 5 省市拟中标，阿托伐他汀中标 16 个省市。心血管品种在基层医院及院外市场占比 30%左右，乐普在这块市场建立了强大的销售队伍，这是目前国内厂家忽视的市场，乐普在这块有无可比拟的优势。我们预计乐普重点心血管品种未来市占率不低于 15%，2021 年药品板块贡献净利润 10.5 亿元左右。

3.1 并购打造四位一体心血管医疗大健康全产业链平台

乐普医疗在成为国内支架领军企业后，2013 年重整股权，加速并购，目前已基本完成医疗器械、药品、服务、新型医疗业态的布局，打造了四位一体心血管医疗大健康全产业链平台。

图26 乐普医疗打造了四位一体心血管医疗大健康全产业链平台

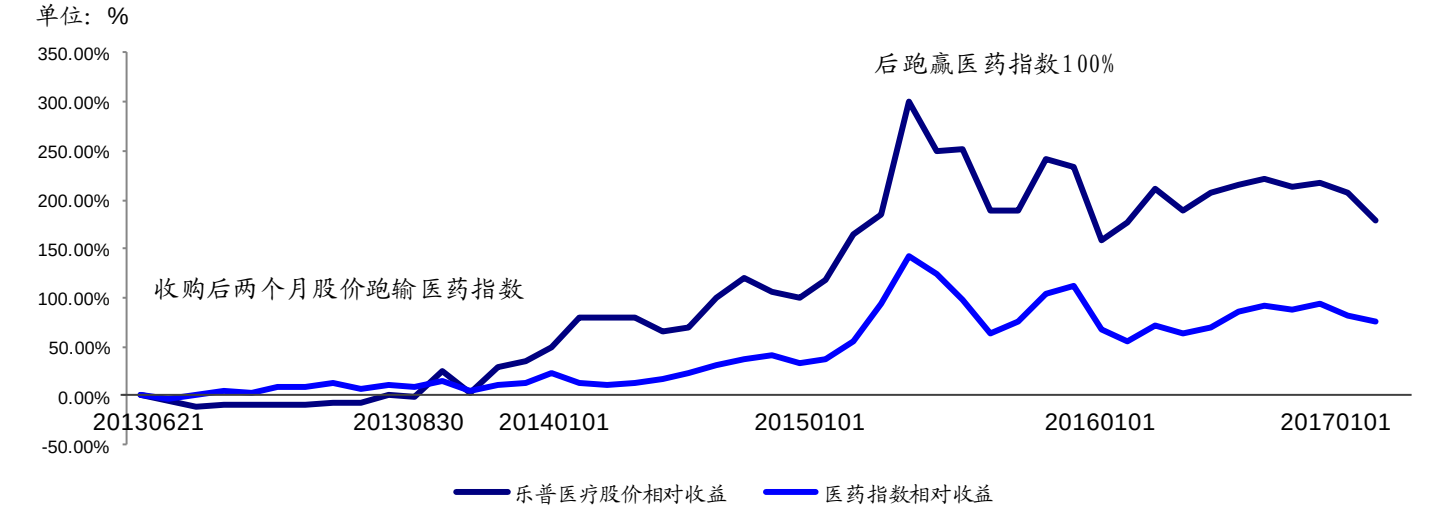


资料来源：公司 2016 年 12 月 12 日投资者关系活动记录表，海通证券研究所

3.2 心血管药品并购 从不认可到超预期

2013 年 6 月 22 日公告收购新帅克 60%的股权，6 月 24 日复牌后大跌 9.77%，自收购起，连续 2 个月股价跑输医药指数。

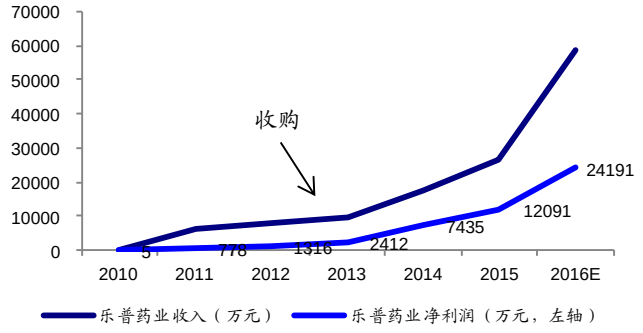
图27 乐普医疗收购新帅克后股价先抑后扬



资料来源：wind，截止 2017 年 1 月 20 日，海通证券研究所

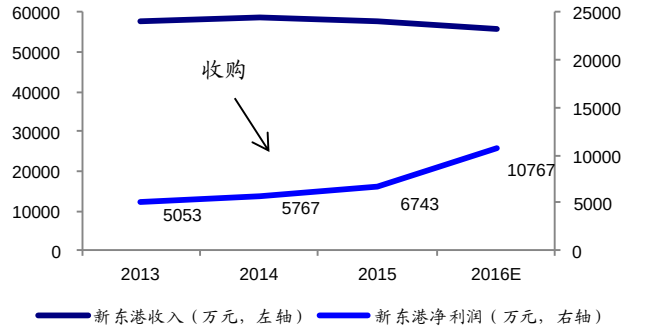
后来乐普用业绩回应了市场的质疑，新帅克、新东港收购后增速远快于收购前，业绩持续超预期，股价也大幅跑赢医药指数，收购后至 2017 年 1 月 20 日，跑赢医药指数 100%。

图28 乐普收购新帅克后增速远快于收购前



资料来源：公司收购公告，2014-2016 年报，海通证券研究所

图29 乐普收购新东港后利润增速远快于收购前



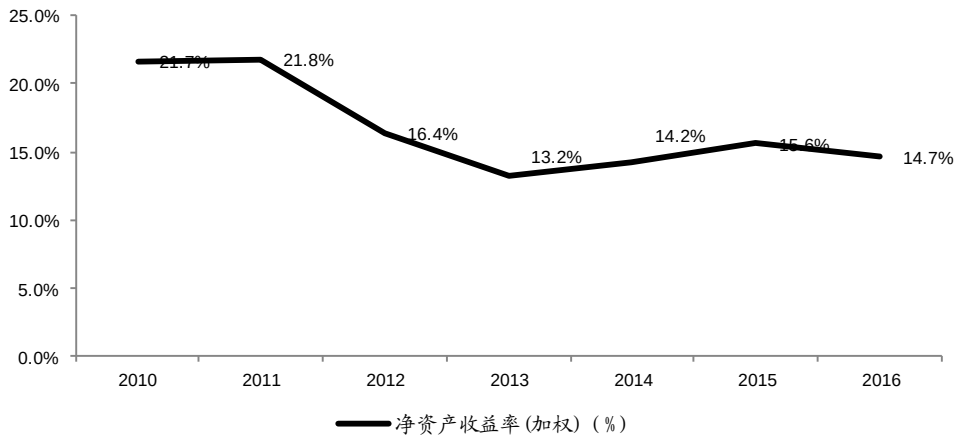
资料来源：公司收购公告，2015-2016 年报，海通证券研究所

3.3 整合让外延变内生 ROE 不断提高

跟市场非常不同的观点是，我们认为目前乐普药品的增长来自内生，而非并表。

乐普 2013 年收购新帅克 60%股权（后改名为乐普药业）时，乐普当年的净利润仅 2412 万元，2016 年净利润 2.4 亿元左右。2014 年乐普收购新东港 51%股权时，新东港当年净利润仅 5767 万元，2016 年净利润 1.1 亿元左右。可以看出来，乐普药品的高增长主要来自并购后整合，而非单纯的并表，我们看到 2013 年-2016 年 ROE 不断提高。

图30 乐普医疗 2013-2016 年 ROE 不断提高



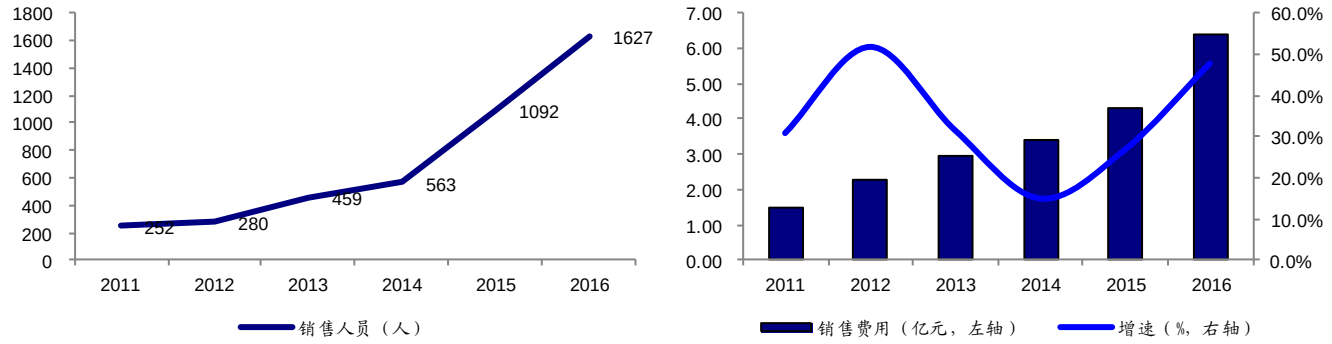
资料来源：公司 2010-2016 年报，海通证券研究所

3.4 氯吡格雷继续高增长：差异化竞争 招标十分有利

3.4.1 大幅增加销售人员 差异化竞争

乐普医疗收购新帅克后，建立了专门的药品销售部门，设立了院内、院外两个销售部门，大幅增加销售人员和费用，销售人员由 2012 年 280 人大幅增加至 2016 年 1627 人，我们估计目前药品销售人员超过 1000 人。

图31 乐普 2013 年起大幅增加销售人员（左）及费用（右）



资料来源：wind，海通证券研究所

除了大幅增加销售人员外，乐普针对竞争对手，搞差异化竞争，除了利用自身深耕心血管器械多年积累的品牌和渠道优势外，发挥协同效应外;

表 4 乐普氯吡格雷性价比高 差异化竞争

	乐普	信立泰	赛诺菲
产品线	25mg，75mg	25mg，75mg，300mg	75mg
25mg 中标	17 省市	23+省市	
75mg 中标	18 省市	14+省市	25 省市
中标价	25mg 约 3.07 元/片 75mg 约 7.37 元/片	25mg 约 3.42 元/片 75mg 约 8.91 元/片	75mg 约 16.85 元/片
独家	广东、福建、山西（25mg）	宁夏、北京、天津、河北、内蒙古、辽宁、安徽、贵州、江苏（25mg）	辽宁、内蒙古、河北、天津、福建（75mg）
上市时间	2012 年	2000 年	2001 年
销售人员	1092 人	1213 人	
渠道特色	深耕心血管器械 10 余年，覆盖 1200 家以上二级及以上医院心内科，积极向非心内科及二级以下医疗机构、药房拓展	销售氯吡格雷 10 多年，二级以上医院覆盖全面，向非心内科拓展	75mg 医院渗透率高，三级医院为主，产品线齐全
销售模式	经销为主，直销比重增大	直销为主	直销为主
销售额（2016 年）	4.4 亿元	25 亿元	34 亿元
2016 年增速（估计）	100%+	10%+	10%
2016 年市占率（出厂）	7%	39%	54%

资料来源：米内网，中标信息网，公司 2010-2016 年报，海通证券研究所

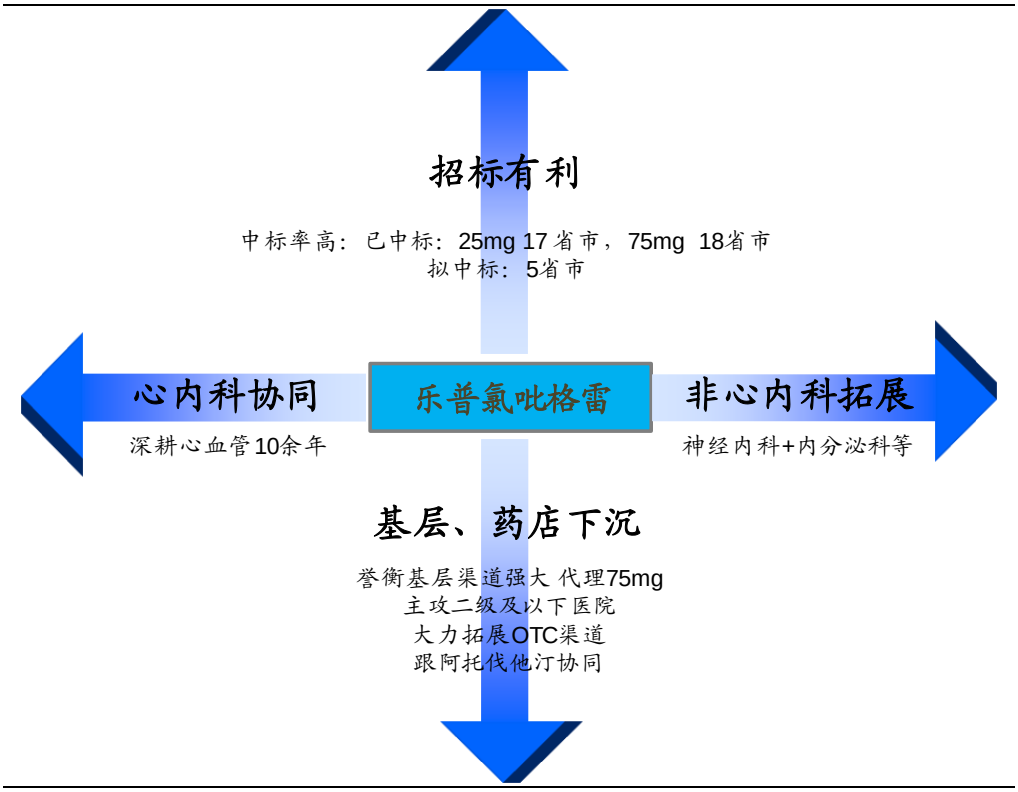
1） 积极向非心内科（神经内科等）拓展，增长方式由 PCI 驱动到“冠心病+脑血管双重驱动”；

2） 积极向基层、药店渠道拓展，誉衡药业代理乐普 75mg 氯吡格雷，乐普积极向二级及以下医院拓展，大力拓展院外渠道，跟阿托伐他汀等品种协同。

3） 整合销售渠道，通过自建销售渠道+与地方较强经销商合作的模式，总体上强化了自身销售渠道，弱化了部分经销商的功能，能提高利润，适应未来“两票制”在全国的推广。

4） 在招标中处于有利位置，详见 3.4.4。

图32 四轮驱动乐普氯吡格雷增长

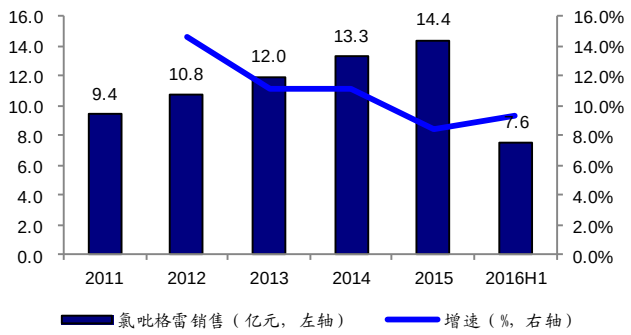


资料来源：全国介入心脏病学论坛新闻发布会，海通证券研究所

3.4.2 70亿级品种 成长空间巨大

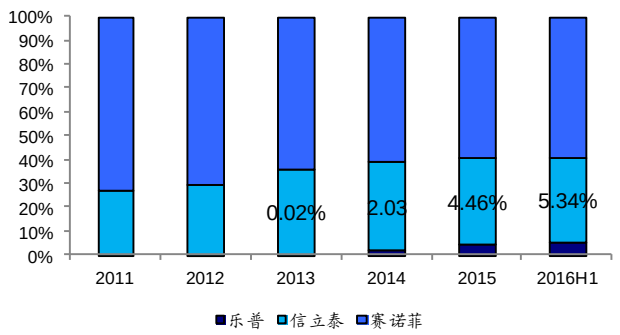
南方所城市样本医院显示国内氯吡格雷销售额为 14.4 亿元，放大到全国，按厂家口径算，我们估计市场规模约 60 亿元，考虑 15%药品加成，我们估计终端市场超过 70 亿元。从市场份额来看，乐普氯吡格雷市占率不断提升，2016 年上半年已提升至 5.34%。考虑到人口老龄化、氯吡格雷应用由心内科向神经内科等非心内科拓展，我们认为乐普氯吡格雷空间巨大。

图33 2015 年样本医院氯吡格雷收入 14.4 亿元



资料来源：米内网，海通证券研究所

图34 样本医院乐普氯吡格雷市占率不断提升

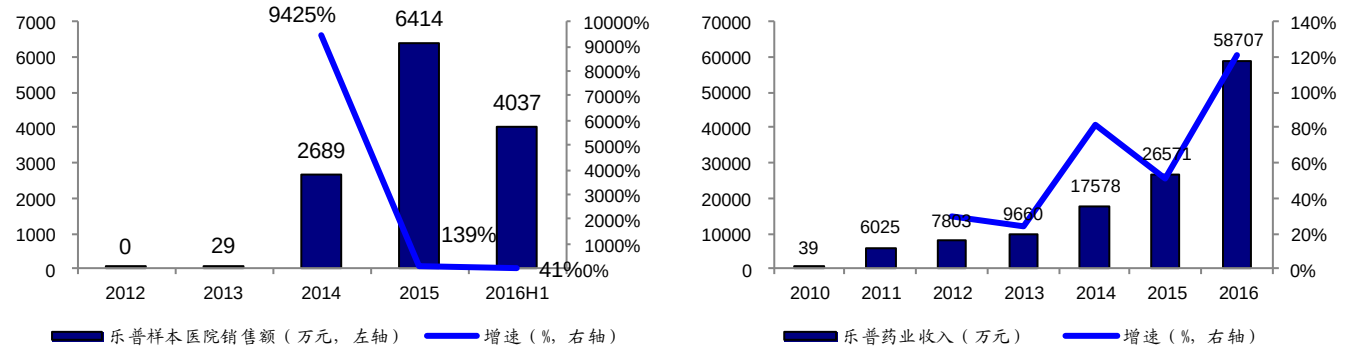


资料来源：米内网，海通证券研究所

3.4.3 销售渠道成功下沉 增长模式可持续

销售渠道的加强和扩张+招标带来乐普氯吡格雷的快速增长，2016 年乐普氯吡格雷收入达 4.4 亿元，增长 123%，同比样本医院增长 41%，表明销售渠道下沉成功，这恰是竞争对手薄弱地区，我们预计乐普这一高增长模式可持续性强。

图35 乐普氯吡格雷医院+院外渠道放量带来业绩高增长



资料来源：米内网，wind，海通证券研究所

3.4.4 招标十分有利 继续高增长有保障

乐普氯吡格雷在招标中处于有利位置，新增招标+销售队伍扩充保障高增长，我们预计新帅克（乐普药业扣除并购美华制药、永正制药、恒久远等影响）2017-19 年分别贡献净利润 3.15、4.19、5.03 亿元（扣除母公司费用），同比增长 50%、33%、20%。

1）2016 年新招标省份，乐普相对竞争对手有优势。

2）2016 年新中标 6 省市，还未放量，2015 年新中标 6 省市，还未充分放量，还有 5 省市拟中标提供增量，25mg 独家中标广东、山西、福建，核心省份广东、山西还有增量。

表 5 乐普氯吡格雷招标形式十分有利

可能成为乐普较大增量省市：陕西、山东、湖北、广东、广西、海南、四川、上海、福建、山西、北京、天津、河北、黑龙江、内蒙古				
2016 年后新中标省份（6 省市）：陕西、山东、湖北、四川、福建、西藏				
2015-2016 年新中标省份（6 省市）：广西、山西、甘肃、青海、宁夏、湖南				
25mg 独家中标：广东、山西、福建				
核心省份：广东、山西等				
乐普中标省份：25mg 17 省市，75mg 18 省市				
乐普拟中标省份（5 省市）：北京、天津，河北，内蒙古，黑龙江				
乐普未中标省份（新标未招）：辽宁、贵州、重庆、江苏、安徽				
		前次	本次	备注
乐普中标省份（已执行新标）、10 省市				
陕西	25mg	信立泰	信立泰、乐普	20161230 已执行新标
	75mg	赛诺菲	赛诺菲、乐普	
山东	25mg	信立泰	信立泰、乐普	已执行新标
	75mg	赛诺菲、信立泰	赛诺菲、信立泰、乐普	
湖北	25mg	信立泰	信立泰、乐普	已执行新标
	75mg	赛诺菲	赛诺菲、乐普	
广东	25mg		乐普	已执行新标
	75mg		赛诺菲、乐普	
广西	25mg		信立泰、乐普	已执行新标
	75mg		信立泰、乐普	
海南	25mg		信立泰、乐普	已执行新标
	75mg		赛诺菲、信立泰、乐普	
四川	25mg		信立泰、乐普	已执行新标
	75mg		赛诺菲、信立泰、乐普	
上海	25mg		信立泰、乐普	已动态调整
	75mg		赛诺菲、信立泰、乐普	
福建	25mg		乐普	独家，已执行新标
	75mg		赛诺菲	
西藏	25mg			已执行新标
	75mg		赛诺菲、信立泰、乐普	
乐普中标省份（新标未招）：9 省市、山西（独家）、吉林、湖南、河南、云南、甘肃、青海、宁夏、新疆				
乐普拟中标省份、5 省市				
北京	25mg	信立泰	信立泰、乐普	20160412 拟中标(北京市属医院阳光采购)
	75mg	赛诺菲、信立泰、乐普	赛诺菲、乐普、信立泰	
天津	25mg	信立泰	信立泰、乐普	20160321 拟中标
	75mg	赛诺菲	信立泰、乐普、信立泰	
河北	25mg	信立泰	信立泰、乐普	20160608 拟中标，跟天津一致
	75mg	赛诺菲	赛诺菲、乐普、信立泰	
内蒙古	25mg	信立泰	信立泰、乐普	20161019 拟中标
	75mg	赛诺菲	赛诺菲、乐普、信立泰	
黑龙江	25mg		信立泰、乐普	2017 年拟中标
	75mg		赛诺菲、信立泰、乐普	

资料来源：米内网，中标信息网，海通证券研究所

3.4.5 氯吡格雷后续难有竞争对手

经过 2015 年 7 月 22 日临床试验数据自查核查后，大量氯吡格雷申报被撤回，目前 CFDA 积极推动一致性评价，BE 标准显著提高，BE 资源缺乏，氯吡格雷临床试验进度延后，我们估计 2 年内难有氯吡格雷竞争对手获批。

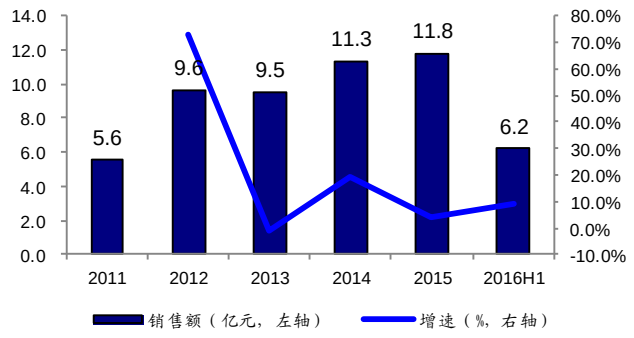
退一步说，即便后续氯吡格雷获批后也难以成为乐普竞争对手，从阿托伐他汀等品种竞争格局来看，前三家企业城市样本医院市场份额达到了 98.8%，第四家很难在医院市场获得份额。

3.5 阿托伐他汀继续高增长：差异化竞争+渠道下沉驱动

3.5.1 60 亿级品种 成长空间巨大

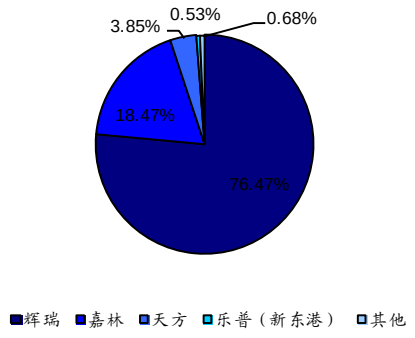
南方所城市样本医院显示国内阿托伐他汀销售额为 11.8 亿元，放大到全国，按厂家口径算，我们估计市场规模约 52 亿元，考虑 15%药品加成，我们估计终端市场超过 60 亿元。从市场份额来看，阿托伐他汀 2013 年获批后市占率不断提升，2016 年上半年已提升至 0.53%。考虑到人口老龄化、高血脂人群快速增长，我们认为乐普阿托伐他汀空间巨大。

图36 2015 年样本医院阿托伐他汀收入 11.8 亿元



资料来源：米内网，海通证券研究所

图37 2016 年样本医院乐普阿托伐他汀市占率 0.53%



资料来源：米内网，海通证券研究所

3.5.2 差异化竞争+渠道下沉驱动乐普阿托伐他汀持续高增长

乐普收购新东港后，跟新帅克的销售团队进行了重组，目前组成了 800 多人的药品销售队伍，主攻基层及院外市场，价格相对对手有优势，原料药方面也相对对手优势巨大。

表 6 乐普阿托伐他汀性价比高 差异化竞争

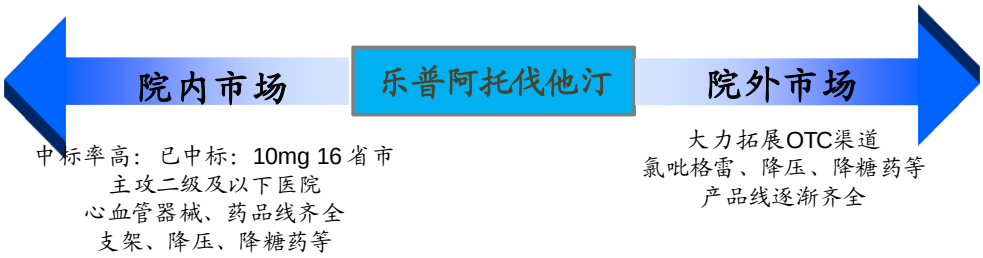
厂家	乐普	辉瑞	嘉林	天方
剂型	片剂	片剂	片剂	胶囊
上市时间	2013	2000	1999	2009
中标省市（个）	16	17	20	17
10mg 中标价（元/片）	3.1	6.5	3.7	3.6
20mg 中标价（元/片）		8.7	6.2	6
销售（2015 年）	0.6 亿元	36 亿元	11 亿元	4 亿元
销售渠道	院外成最大增长点，心血管器械覆盖 1200 家以上二级及以上医院心内科，积极向非心内科及二级以下医疗机构、药房拓展	医院渗透率高，三级医院为主，产品线齐全	超过 6000 家医院，二级医院覆盖率 60%以上	三级、二级及以下，相比嘉林更偏基层
特点	心血管产品线齐全，主攻院外及基层，全球最大的阿托伐他汀原料药基地	原研	首仿，销售时间长	抓住了辉瑞、嘉林不太重视的市场

资料来源：米内网，中标信息网，公司 2011-2015 年报，海通证券研究所

我们认为乐普阿托伐他汀的告诉增长模式是可持续的，院内市场凭借价格优势，中标率高，已在 16 个省市中标，可跟心血管器械、氯吡格雷、降压药等协同，主攻二级及以下市场；院外，乐普投入最大、最早，产品线齐全，优势显著，我们认为乐普差异化竞争+渠道下沉的增长模式可持续，我们预计 2017-19 年阿托伐他汀的增速约 60%、50%、40%。

考虑到新东港原料药价格企稳，我们预计新东港 17-19 年分别贡献净利润 1.56、2.19、2.94 亿元，分别同比增长 45%、41%、34%。

图38 院内、院外市场驱动乐普阿托伐他汀高增长



资料来源：米内网，wind，海通证券研究所

3.6 低成本收购完善药品管线 渠道极具价值 药品板块估值应予溢价

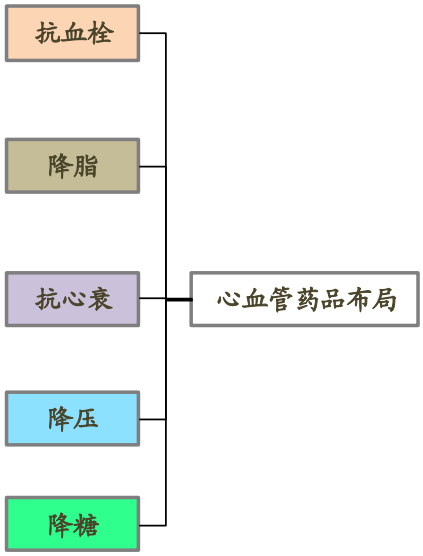
我们认为乐普的药品板块应该给予估值溢价：一方面乐普收购标的 PE 较低；另一方面，整合效果良好，持续超预期；更长远来看，乐普已经形成了极具价值的心血管销售网络。

3.6.1 低成本收购完善药品管线

心血管药品作为乐普布局的重要方向，通过 2013 年收购新帅克（后改为乐普药业）获得抗血栓药氯吡格雷，并于 2016 年收购剩余 40%股权，2014 年收购新东港、2016 年收购君实生物，完善了降脂药的布局，2014 年收购了海合天，获得抗心衰药左西孟旦，并于成都圣诺合作，获得降血糖药艾塞那肽，2016 年收购美华制药、永正制药、恒久远药业，获得氯沙坦氢氯噻嗪、氨氯地平、硝苯地平、缬沙坦、卡托普利重磅降血压药，后续还将继续布局降糖药，心血管药产品线渐成。

图39 乐普医疗收购形成了较为齐全的心血管药品线

2013	新帅克（60%）	氯吡格雷等
2014	新东港药业（51%）	阿托伐他汀等
	海合天（71.39%）	左西孟旦等
	跟成都圣诺合作	艾塞那肽
2015	明盛达药业（68.65%）	阿托伐他汀等药品销售
2016	乐普药业（新帅克）（40%）	氯吡格雷等
	美华制药（100%）	氯沙坦钾氢氯噻嗪
	君实生物（4%）	PD-1，PCSK9等
	北京永正制药（75%）	苯磺酸氨氯地平、硝苯地平
	新乡恒久远药业（60%）	缬沙坦胶囊、卡托普利
后续	二甲双胍、拜糖平、胰岛素等	

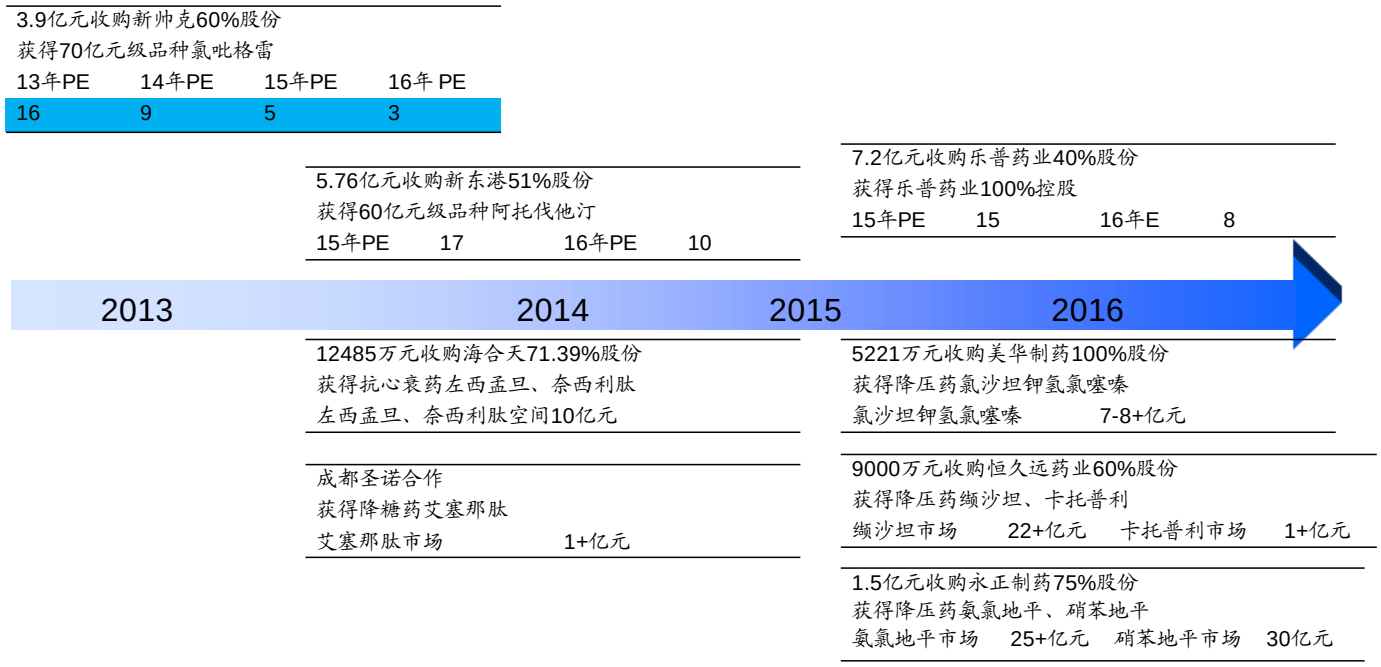


资料来源：公司收购公告，海通证券研究所

从收购成本来看，2013 年公司以 3.9 亿元收购新帅克 60%的股份，对应 13 年 PE 为 16 倍，当时市场并不认可，复牌当天股价收跌 9.77%，经过整合后，新帅克氯吡格雷呈现爆发式增长，我们估计 2016 年对应 PE 仅 3 倍，收购阿托伐他汀及乐普药业剩余 40%的股权时亦是如此，站在今天的角度来看，乐普收购新帅克和新东港的确是低成本。

再来看其他的一些品种，乐普花了不到 3 亿元，收购获得重磅降压药氯沙坦钾氢氯噻嗪、缬沙坦、卡托普利、氨氯地平、硝苯地平，对应国内市场分别为 7-8 亿元、22 亿元、1 亿元、25 亿元、30 亿元。基于乐普完善的心血管产品线及强大的院内、院外销售渠道，我们预计未来这些品种的**空间净利润超过 3 亿元，我们认为乐普的确是低成本收购完善了药品管线。**

图40 乐普医疗低成本收购完善药品管线



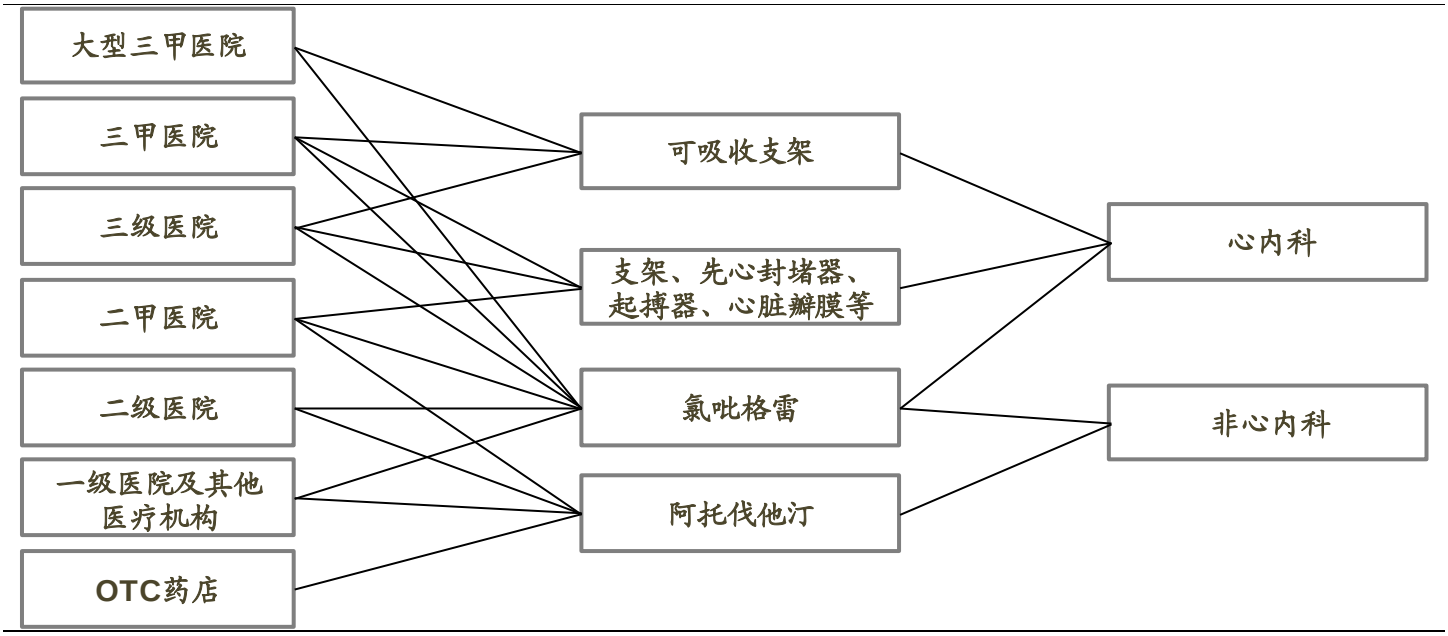
资料来源：公司收购公告，海通证券研究所

3.6.2 渠道极具价值 药品板块估值应予溢价

乐普氯吡格雷、阿托伐他汀之所以持续爆发式增长，源于乐普强大的销售渠道，乐普深耕心血管器械 10 余年，终端覆盖了 1200 家以上二级医院，通过可吸收支架、双腔起搏器完善了大型三甲医院（安贞、阜外等）的渠道，通过氯吡格雷、阿托伐他汀销售完善了二级医院及以下医疗机构渠道、院外渠道，目前乐普已经形成了覆盖最全面的销售渠道，渠道互相协同，每个品种的价值都发挥到最大。我们认为乐普收购的缬沙坦、氨氯地平等品种能很好地利用现有成熟渠道实现放量，发挥渠道的价值。

基于乐普低成本收购完善药品、药品板块持续超预期及全面、强大的销售渠道，我们认为药品板块应该给予估值溢价。

图41 乐普医疗销售渠道强大 覆盖全面 极具价值



资料来源：公司 2010-2015 年报，海通证券研究所

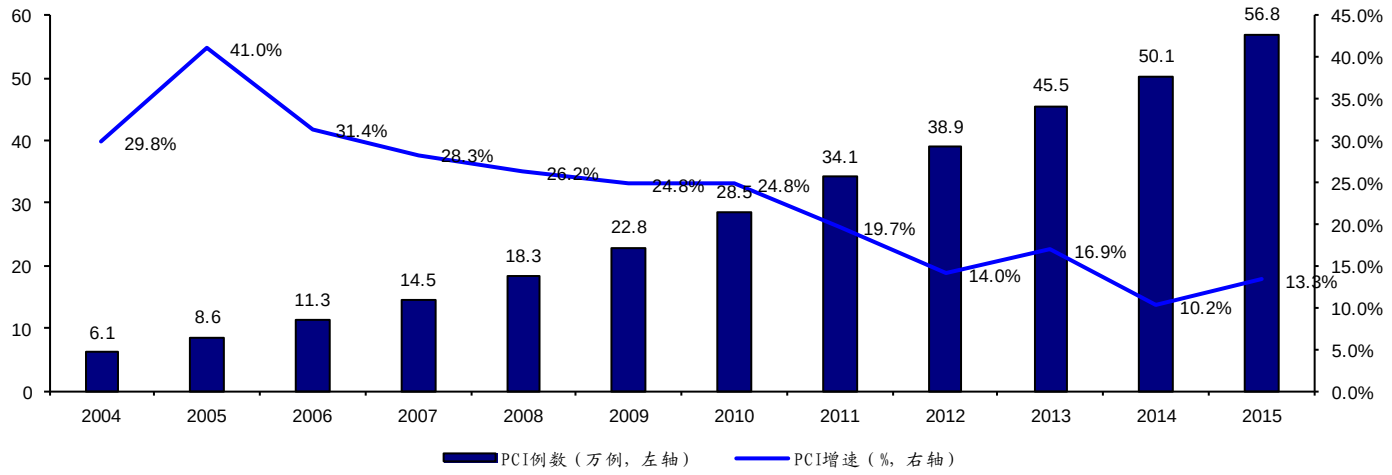
4. 器械板块持续增长 艾德康、秉琨投资带来增量 新品带来快速增长

国内 PCI 增速 10%+，支架降价趋缓，Nano 不断替代 Partner，乐普支架整体价格企稳或略有提高，秉琨投资吻合器和艾德康带来增量。

4.1 未来 3 年 PCI 增速 10%+

2015 年我国 PCI 例数达 56.8 万例，同比增长 13.3%。

图42 近 2 年来 PCI 增速 10%+



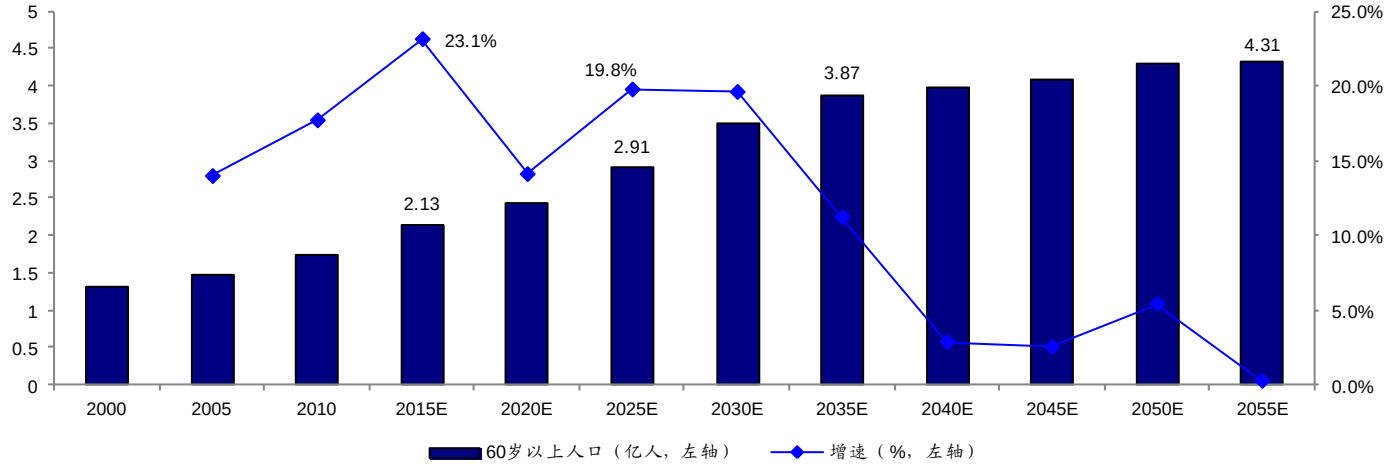
资料来源：中国心血管病报告，海通证券研究所

我们预计未来 10 年 PCI 增速 10%左右，未来 3 年 PCI 增速 10%+，主要基于

1）人口老龄化，预计到 2025 年中国 60 岁以上人口达 2.91 亿人，2015-2025 年老龄人口 CAGR 为 3.2%;

2）PCI 渗透率仍低，美国 PCI 每年 100 万例，中国 2015 年 56.8 万例，中国人口是美国的 4 倍多，随着经济和医疗水平改善，PCI 渗透率持续提高。

图43 2015-2025 年 60 岁以上老年人口年均增长 3.2%



资料来源：知网，海通证券研究所

4.2 支架价格整体企稳

支架的采购、定价政策主要可分为 4 个阶段：1）2004 年卫生部组织的集中采购；2）2008 年卫生部组织的全国性招标；3）2012 年卫生部将医用耗材招标权利下放到各省市；4）高值耗材招标改为网上采购为主。

表 7 支架的采购、定价政策主要可分为 4 个阶段

时间	文件	内容	结果
2004 年 8 月	卫生部下发《8 省市医疗机构高值医用耗材集中采购试点工作方案》	为了纠正高值耗材购销环节中出现的“吃回扣”等不正之风，增加采购的透明度、确保质量、增加供应商的自由竞争，在高值耗材使用量较大的8个省（直辖市）省会城市（北京、天津、重庆、上海、浙江、湖北、广东、辽宁等八省市）的三级医疗机构试行集中招标采购政策	经过集中采购，耗材价格平均降低26.51%，其中心脏介入类耗材降价37.6%。
2008 年 8 月	卫生部下发《卫生部关于进一步加强医疗器械集中采购管理的通知》	**为了解决各地区采购价格差异大**、加之名目繁多的招标中介费用，以及购销过程中的商业贿赂,价格仍旧虚高的问题，卫生部亲自操刀，对临床用量较大、价格较高的高值医用耗材(含心脏介入类)进行了第一次全国范围的集中采购。	此次集中招标采购使得平均降价幅度达到了25%—30%
2012年12月	卫生部发布《高值医用耗材集中采购工作规范（试行）》	为了坚持统一集中采购的原则，并进一步实现高值耗材采购流程的规范化，信息化、专业化、社会化，将权利下放到各省（区、市）通过建立网上 集中采购工作平台开展采购，要求所有县级及以上的非营利性医疗机构必须参与集中采购。正式开启以省为单位的高值耗材集中采购，各省根据其实际情况积极探索适宜的高值医用耗材招标采购、谈判采购、直接挂网采购等方式。	自2012年政策发布至今至今，全国范围内各省均已完成以省为单位的高值医用耗材集中采购工作。
2015 年 5 月8日	国务院办公厅发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	要求各省须在2015年12月底前落实高值医用耗材阳光采购政策，完成这项自12年开始推行任务	政策的推动下，现今全国各省已推行或正在推行高值耗材网上阳光采购模式
2017 年 1 月9日	国务院印发了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	再一次强调要完善以省（区、市）为单位的网上药品集中采购机制，落实公立医院药品分类采购；采购价格不得高于限价及原采购价格，鼓励医疗卫生机构与企业进行价格协商；确保高值医用耗材采购各环节在阳光下运行。	

资料来源：知网，卫计委，海通证券研究所

以乐普的 Partner 为例，上市初的终端售价为 15950 元/枚；2008 年卫生部统一组织招标时，降价幅度达 32%；2012 年卫生部把招标权利下放到各省市时，部分省市组织了招标，招标价格降幅达 16%；2015 年后，部分省市组织挂网（招标）采购时，招标价降幅 11%左右，而 Nano 降价幅度很小，整体来看，国产支架降价趋缓，进口支架由于价格仍较高，承压较大。

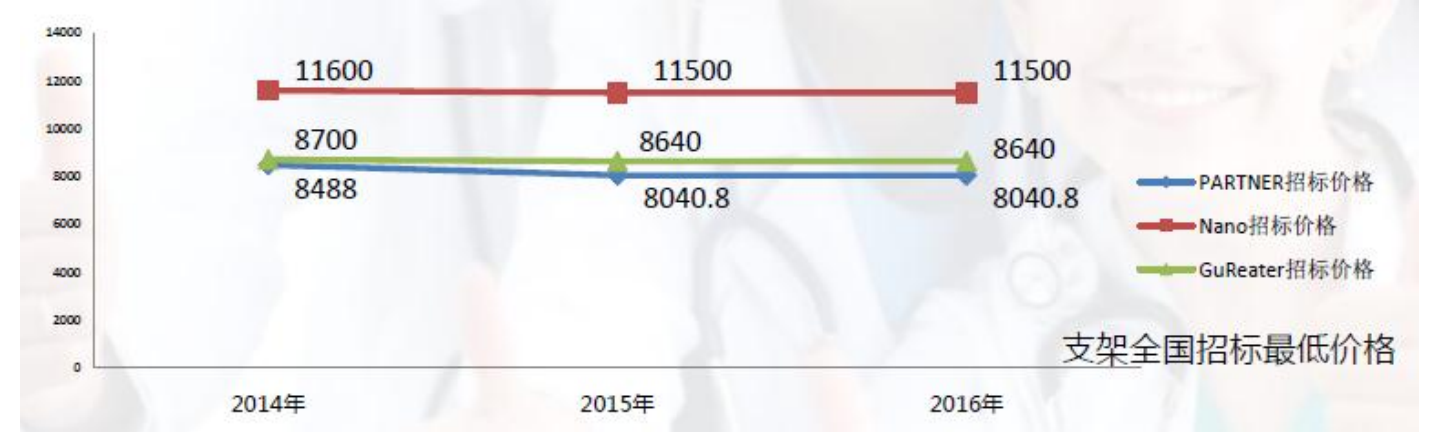
表 8 国产支架降价趋缓（2016 年只有陕西等少数省份调整价格，不能作为均价）

		2004	2008	2012	2016
乐普	价格/元	15950	10800	9066	8041（陕西）
PARTNER	变化/%		-32%	-16%	-11%
乐普	价格/元			11815	11500
NANO	变化/%				-3%
微创	价格/元		11000	8743	7799
FIREBIRD2	变化/%			-21%	-11%
雅培	价格/元		20900	17000	13800
XIENCEPRIME	变化/%			-19%	-19%

资料来源：各省招标公开信息，海通证券研究所（网上只有部分省市招标情况，可能存在一定偏差）

公司 2017 年 4 月 7 日投资者交流公告显示乐普支架降价趋缓，以 Partner 为例，2014 年招标价 8488 元，2015-2016 年招标价为 8041 元，跟我们统计支架各地招标价是一致的，显示乐普支架降价趋缓。

图44 乐普支架降价趋缓



资料来源：乐普投资者交流 20170407，海通证券研究所

4.3 Nano 不断替代 Partner 整体价格企稳或略有提升 支架收入高于行业

乐普 nano 支架 2011 年上市，12 年陆续进入各省招标，经过 1 年多的市场培育，14 年以 56.2%的惊人速度爆发式增长（13-15 三年年均增速可达 40%），成功带领支架板块重新实现正增长。据此增长情况，估计 16 年底 Nano 支架占比约 35%。

从支架均价来看，2012 年，PARTNER 招标价约 9066 元，占比 97%，NANO 价格约 11815 元，占比 3%，均价约 9148 元/枚。我们估计 2016 年 NANO 占比 35%，招标价格维护良好，支架均价为 9330 元，支架整体价格比 2012 企稳或略有提升。

2015 年国内 PCI 增速约 13.3%，乐普支架系统收入增速达 19.4%，2015 年支架收入同比增长近 18%，主要因为 Nano 不断替代 Partner，2016 年支架收入增长约 18%，乐普支架整体价格略有提升。我们估计未来几年 nano 预计能维持每年 30-50%的收入增速，有望 1-2 年取代 partner 成为主要收入产品，2017 公司支架收入将实现 15%-20%增长。

表 9 乐普 Nano 不断替代 Partner 支架整体价格略有提升（招标价格）

	招标价（元/枚）			占比（%）			整体均价(元/枚)
	Partner	Nano	GuReater	Partner	Nano	GuReater	
2012	9066	11815		97%	3%	0%	9148
2016	8041	11500	8640	52%	35%	13%	9330

资料来源：乐普投资者交流 20170407，各省招标公开信息，海通证券研究所（网上只有部分省市招标情况，可能存在一定偏差）

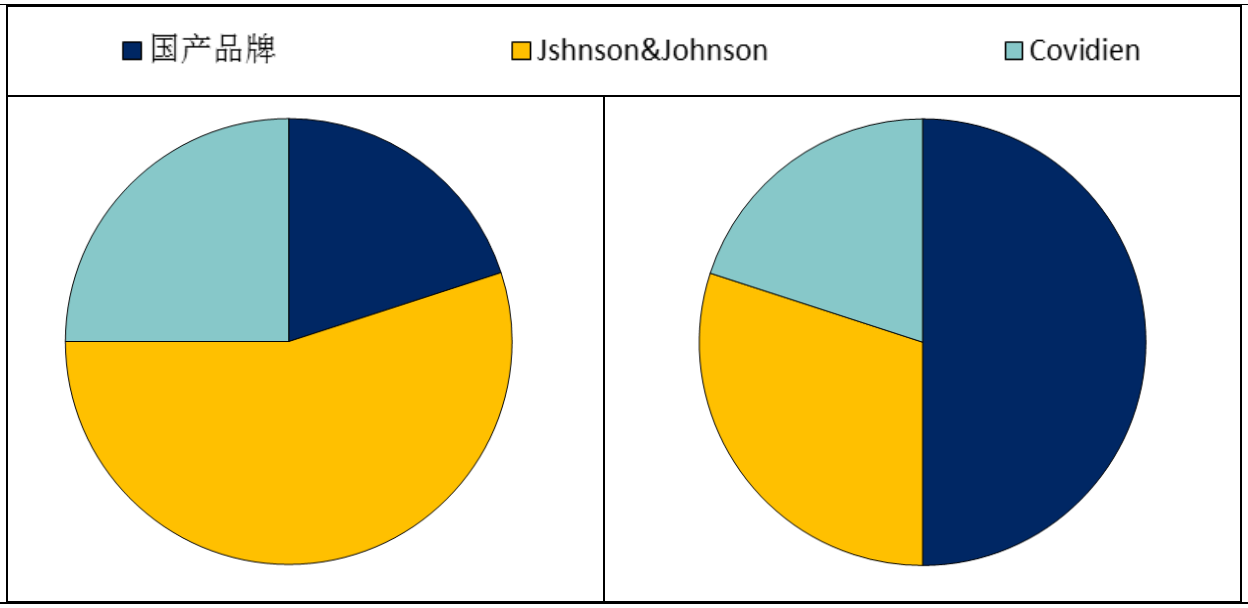
4.4 秉琨投资：技术先进 管理层已调整 进入高增长

乐普医疗 2015 年收购秉琨投资，旗下 5 家子公司，主要从事一次性外科医疗器械生产，主要产品有吻合器，产品种类齐全，用于结直肠、胃、食管、痔疮手术吻合。由于较传统手工吻合具有操作便利、节省手术时间等特点，深受临床医生喜爱。除部分患者因经济原因、解剖条件不适合外，目前临床 70%~80%开腹手术，100%腔镜手术采用吻合器缝合。腔镜手术具有创伤小、恢复快、并发症较低、医生患者接受度高等特点，逐步取代传统开腹手术，估计目前 10%手术采用全腹腔镜完成，其余采用腔镜辅助或开放手术。

4.4.1 国内规模最大的吻合器生产企业之一 腔镜吻合器技术领先

根据《中国卫生和计划生育统计年鉴 2015》估计，2014 年腹部吻合器医院端市场规模达 **60 亿元**。据虔信咨询数据显示，国产品牌占据开放手术吻合器 50%、腔镜手术吻合器约 20%市场份额。目前国内规模化吻合器生产企业共 29 家，全国年销售额过亿的企业**共 5 家**（含秉琨投资），此外，公司还是国内少数几家拥有腔镜下切割器和吻合器注册证并能够大规模量产的企业，目前秉琨投资市场份额不足 10%。

图45 吻合器国产替代空间大（左为腔镜吻合器，右为开放吻合器）



资料来源：尚普咨询，海通证券研究所

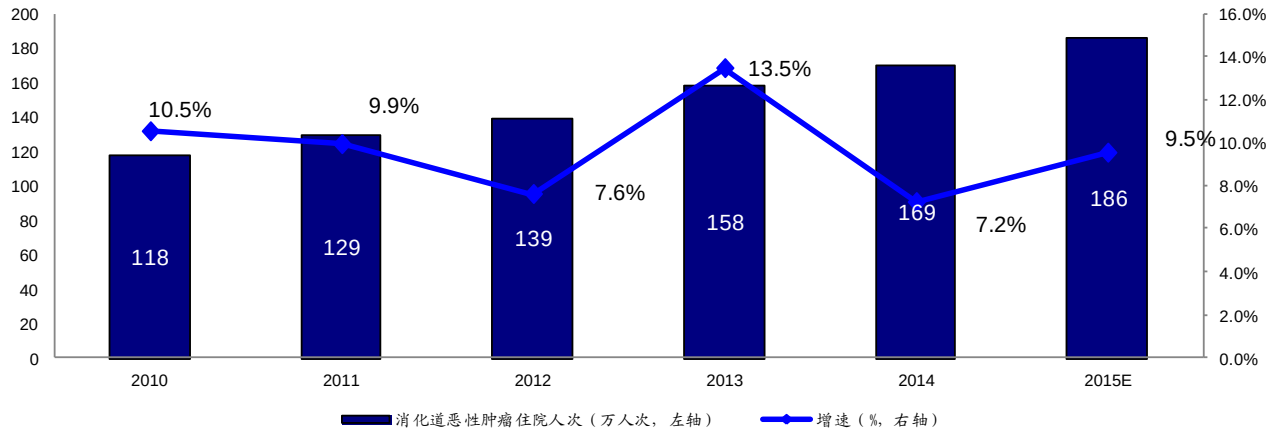
4.4.2 管理层已调整 进入高增长

乐普收购秉琨投资后，短期内业绩出现下滑，我们估计目前管理层已调整完毕，重回高增长， **16 年贡献净利润 5764 万元，2017-18 年增速 30%左右**，主要基于：

1）秉琨投资规模较大、技术领先，2015 年贡献利润 8500 万元，16 年收购后整合，调整管理层，暂时受到影响，目前已完成调整、整合，发展回归快轨；

2）行业增速 15%+：过去 5 年间，消化道恶性肿瘤住院人次复合增长率为 9.5%，吻合器使用比例不断提高；

图46 消化道恶性肿瘤住院人次增速 10%左右

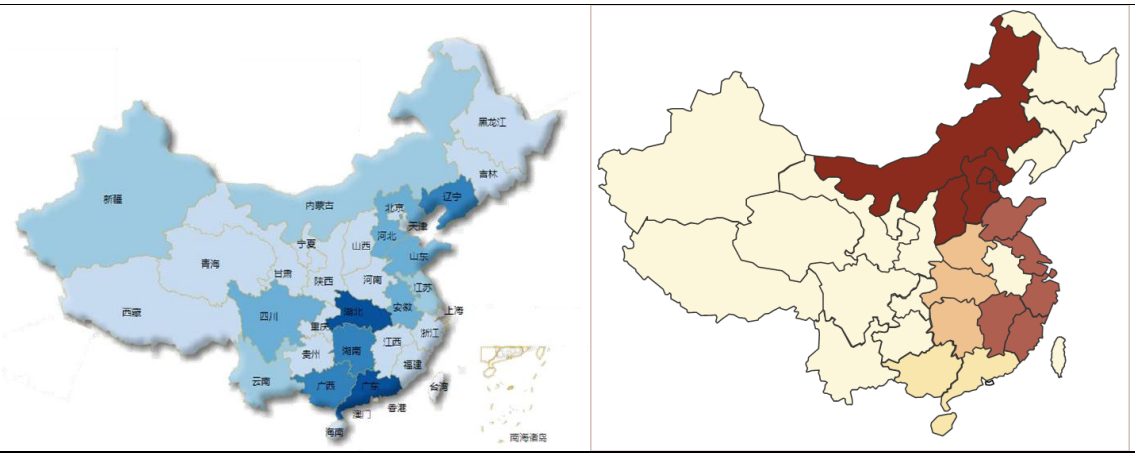


资料来源：卫生统计年鉴，海通证券研究所

3）跟乐普业务互补效应明显：医疗器械销售依赖于渠道，长久以来，支架业务已形成“北乐普、南微创”的局面。心血管器械和外科器械可部分共用销售渠道，乐普可以利用秉琨投资销售渠道，占领南方市场，进一步提升心血管器械市场份额；同时帮助秉琨投资打开北方吻合器市场，二者相得益彰。

4）腔镜吻合器国产替代空间巨大，公司腔镜吻合器技术领先。

图47 秉琨投资（左）及乐普医疗（右）销售渠道互补（颜色越深，占比越高）



资料来源：收购秉琨投资公告，海通证券研究所

4.5 艾德康：化学发光设备+试剂驱动增长

乐普医疗很早就开始布局 IVD 领域，2008 年设立全资子公司乐普科技，拥有体外诊断中 POCT 和胶体金业务；2014 年通过收购雅联百得获取了完善的销售渠道和以及具有高附加值的第三方医学检验服务，通过收购爱普益医学检验中心拥有分子诊断及医学检验服务业务。

乐普医疗 2015 年收购艾德康，艾德康生产的体外诊断产品线主要为占据主流的免疫诊断设备以及未来发展方向的分子诊断设备。在全自动酶免设备领域，艾德康是能自行研发生产免疫诊断设备的极少数技术领先的国产厂商。公司目前已经研发成功新一代化学发光设备，乐普科技亦协助研发配套试剂，将形成化学发光设备+试剂+销售渠道+

终端 IVD 一体化产业链。

图48 乐普的体外诊断产业链已初步形成

	生产	销售	检验机构	
乐普科技	乐普科技（心血管相关检验设备及试剂）			
乐健医疗		乐健东创	乐健东外（全科门诊）	中高端体检
雅联百得（控股雅士杰）		雅联百得（生化、免疫、分子、病理诊断）	爱普益 雅联百得（第三方临检）	友谊医院、积水潭医院等300家医院 近千家医疗机构
艾德康	艾德康（免疫、分子诊断设备）			
恩济和	恩济和（生化）			

资料来源：收购秉琨投资公告，海通证券研究所

我们估计艾德康 2016 年实现净利润约 1600 万元，公司目前把 IVD 作为医疗器械重要发展方向，未来在新一代化学发光设备+试剂+外延驱动下保持高增长，公司在 4 月 7 日投资者关系中提出预计 2020 年实现 10 亿销售收入，我们预计艾德康及 IVD 将实现爆发式增长，2021 年将实现近 1.4 亿元净利润。

图49 乐普的体外诊断产业链已初步形成

资料来源：乐普投资者交流 20170407，海通证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

可以把乐普医疗的业务拆分为器械、药品、医疗服务、策略性投资四块。

表 10　主营业务拆分为器械、药品、医疗服务、策略性投资（单位：百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
医疗器械	2135.71	2520.14	3024.17	3629.00
YoY（%）	18.9%	18.0%	20.0%	20.0%
毛利率（%）	62.3%	62.0%	63.0%	64.0%
药品	1132.35	1472.05	1884.23	2392.97
YoY（%）	29.0%	30.0%	28.0%	27.0%
毛利率（%）	62.3%	64.0%	64.5%	64.5%
医疗服务	144.49	202.29	273.09	355.02
YoY（%）	53.1%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率（%）	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
策略性投资	60.29	90.44	135.66	203.49
YoY（%）	515.7%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率（%）	56.8%	57.0%	57.0%	57.0%
合计	3467.75	4284.92	5317.14	6580.48
YoY（%）	25.2%	23.6%	24.1%	23.8%
毛利率（%）	61.0%	61.2%	61.8%	62.3%

资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

我们预计 2017-19 年公司 EPS（全面摊薄）为 0.50、0.65、0.85 元，公司行业龙头，成长确切，给予 17 年 40 倍 PE ，目标价 20.13 元，维持“买入”评级。

表 11　可比公司估值比较

		EPS（元）				PE			
可比公司	**股价（元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
恒瑞医药	54.83	1.11	1.10	1.35	1.65	49	50	41	33
爱尔眼科	31.82	0.43	0.56	0.74	0.97	74	57	43	33
鱼跃医疗	32.74	0.62	0.80	0.99	1.23	53	41	33	27
平均						59	49	39	31

资料来源：wind，海通证券研究所。收盘价日期 20170407，盈利预测为 wind 一致性预期。

6. 风险提示

研发延后风险，新品收入不达预期风险，收购整合不达预期风险，产品价格下跌风险，定增解禁减持风险，政策风险，一致性评价不达预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）				
每股收益	0.38	0.50	0.65	0.85
每股净资产	3.06	3.46	4.02	4.77
每股经营现金流	0.39	0.56	0.65	0.81
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100
价值评估（倍）				
P/E	46.22	35.02	26.92	20.66
P/B	5.76	5.09	4.39	3.69
P/S	9.05	7.33	5.90	4.77
EV/EBITDA	27.89	23.87	18.72	14.89
股息率（%）	**0.00%**	**0.57%**	**0.57%**	**0.57%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	60.95%	61.21%	61.84%	62.29%
净利润率	21.53%	22.74%	23.84%	25.10%
净资产收益率	12.46%	14.53%	16.29%	17.88%
资产回报率	7.21%	7.62%	8.92%	10.26%
投资回报率	16.57%	23.90%	29.68%	36.18%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	25.25%	23.56%	24.09%	23.76%
EBIT 增长率	31.71%	27.65%	29.46%	29.44%
净利润增长率	25.29%	30.50%	30.07%	30.30%
偿债能力指标				
资产负债率	37.0%	42.8%	40.2%	37.3%
流动比率	2.04	2.15	2.04	2.06
速动比率	1.70	1.82	1.67	1.64
现金比率	2.94	3.97	3.38	3.23
经营效率指标				
应收帐款周转天数	126.41	122.00	122.00	122.00
存货周转天数	147.27	139.00	139.00	139.00
总资产周转率	0.40	0.40	0.43	0.47
固定资产周转率	3.46	4.32	6.90	11.74

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	746.71	974.46	1267.53	1651.53
折旧摊销	177.63	126.67	158.91	147.31
营运资金变动	-320.08	-164.24	-353.97	-437.00
经营活动现金流	**691.89**	**1002.13**	**1150.83**	**1438.81**
固定资产投资	0.00	100.00	100.00	100.00
无形资产投资	0.00	-50.00	-50.00	-50.00
资本支出	113.86	-443.67	-29.00	-29.00
投资活动现金流	**-1438.73**	**-1456.33**	**-1269.00**	**-1267.00**
债务变化	1118.73	1200.00	0.00	0.00
股票发行	715.93	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**780.41**	**1125.16**	**-267.36**	**-267.36**
现金净流量	33.57	670.97	-385.53	-95.55
公司自由现金流	517.20	1012.96	1148.38	1444.56
股权自由现金流	467.40	2114.98	1030.01	1324.14

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**3467.75**	**4284.92**	**5317.14**	**6580.48**
营业成本	1354.14	1662.01	2029.15	2481.31
毛利率%	60.95%	61.21%	61.84%	62.29%
营业税金及附加	48.62	59.99	74.44	92.13
营业税金率%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
营业费用	638.06	771.29	930.50	1118.68
营业费用率%	18.40%	18.00%	17.50%	17.00%
管理费用	476.54	578.46	712.50	855.46
管理费用率%	13.74%	13.50%	13.40%	13.00%
EBIT	950.38	1213.17	1570.56	2032.90
财务费用	57.42	52.10	63.39	67.24
财务费用率%	1.66%	1.22%	1.19%	1.02%
资产减值损失	26.54	24.05	21.18	21.77
投资收益	-2.21	0.00	2.00	4.00
营业利润	**864.21**	**1137.02**	**1487.99**	**1947.88**
营业外收支	26.75	30.00	30.00	30.00
利润总额	**890.96**	**1167.02**	**1517.99**	**1977.88**
EBITDA	1128.01	1339.84	1729.47	2180.21
所得税	144.25	192.56	250.47	326.35
有效所得税率%	16.19%	16.50%	16.50%	16.50%
少数股东损益	67.45	77.96	101.40	132.12
归属母公司所有者净利润	**679.26**	**896.50**	**1166.12**	**1519.41**
扣除非经常性损益净利润	**724.29**	**949.41**	**1242.48**	**1626.48**

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1909.84	2580.81	2195.28	2099.73
应收款项	1219.14	1439.38	1786.12	2210.50
存货	574.16	639.26	788.20	973.28
其它流动资产	177.54	177.54	177.54	177.54
流动资产合计	4143.09	5145.84	5319.47	5909.62
长期股权投资	560.40	560.40	560.40	560.40
固定资产	1105.59	1005.59	905.59	805.59
在建工程	58.76	107.76	156.76	205.76
无形资产	531.94	580.94	585.71	590.91
非流动资产合计	5275.19	6624.29	7756.06	8902.98
资产总计	**9418.29**	**11770.13**	**13075.53**	**14812.60**
短期借款	649.66	649.66	649.66	649.66
应付账款	318.74	355.17	433.63	530.25
预收账款	104.27	171.40	212.69	263.22
其它流动负债	610.98	610.98	610.98	610.98
流动负债合计	2035.41	2390.96	2606.99	2870.70
长期借款	729.00	729.00	729.00	729.00
其它长期负债	722.72	1922.72	1922.72	1922.72
非流动负债合计	1451.72	2651.72	2651.72	2651.72
负债总计	**3487.12**	**5042.68**	**5258.71**	**5522.42**
实收资本	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
普通股股东权益	5452.24	6170.57	7158.53	8499.78
少数股东权益	478.93	556.88	658.28	790.41
负债和所有者权益合计	**9418.29**	**11770.13**	**13075.53**	**14812.60**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日
资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心　　医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：京新药业,人福医药,新光药业,赛托生物,山大华特,天士力,凯莱英,同和药业,九强生物,翰宇药业,信立泰,华兰生物,片仔癀,嘉事堂,乐心医疗,康泰生物,丽珠集团,贝达药业,泰格医药,鱼跃医疗,信邦制药,迪安诊断,东阿阿胶,阳普医疗,康惠制药,华润万东,老百姓,尔康制药,三诺生物,凯利泰

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

江孔亮　　副所长
(021)23219422　kljiang@htsec.com

邓　勇　　所长助理
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　所长助理
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

钟　奇　　所长助理
(021)23219962　zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394　gxx8737@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142　lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067　szc9633@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
史霄安　sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231　sjj9710@htsec.com
薛　涵　xh11528@htsec.com
联系人
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981　zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445　zqy9731@htsec.com
联系人
姜珊珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳（021）23154149　dj11195@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
联系人
申　浩(021)23154117　sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147　zyl10427@htsec.com
李　影　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
刘　宇(021)23219608　liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356　wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134　mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139　yqw10381@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
孙　建(021)23154170　sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927　scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
刘　浩 01056760098　lh11328@htsec.com

汽车行业
邓　学(0755)23963569　dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145　xyt10421@htsec.com
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威 0755-82900463　dw11213@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748　zsl10869@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
王　晴(021)23154116　wq10458@htsec.com

互联网及传媒
钟　奇(021)23219962　zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129　qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
唐　宇　ty11049@htsec.com
刘　欣(010)58067933　lx11011@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
联系人
李妹醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
杨　娜(021)23154135　yn10377@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421　jiayt@htsec.com
联系人
金　晶　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
联系人
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
张天闻　ztw11086@htsec.com

煤炭行业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171　xbq6583@htsec.com
杨　帅(010)58067929　ys8979@htsec.com
联系人
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
李明刚(0755)23617160　lmg10352@htsec.com
刘　强(021)23219733　lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123　xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立　ll11383@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
联系人
庄　宇(010)50949926　zy11202@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090　xcs10800@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
张　杨(021)23219442　zy9937@htsec.com
联系人
童　宇(021)23154181　ty10949@htsec.com

纺织服装行业
于旭辉(021)23219411　yxh10802@htsec.com
唐　苓(021)23212208　tl9709@htsec.com
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
联系人
马　榕 23219431　mr11128@htsec.com

建筑建材行业
邱友锋(021)23219415　qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081　qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019　fcy10886@htsec.com
联系人
周　俊 0755-23963686　zj11521@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963　swj11496@htsec.com
联系人
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
联系人
刘　璇(021)23219197　lx11212@htsec.com

建筑工程行业
杜市伟　dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114　bch10483@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(010)50949923　cy10867@htsec.com
联系人
关　慧(021)23219448　gh10375@htsec.com
夏　越(021)23212041　xy11043@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998　kmy10519@htsec.com
成　珊(021)23212207　cs9703@htsec.com

军工行业
徐志国(010)50949921　xzg9608@htsec.com
刘　磊(010)50949922　ll11322@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
张恒晅(010)68067998　zhx10170@hstec.com

银行行业
林媛媛(0755)23962186　lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐　ljl11126@htsec.com
谭敏沂　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
联系人
李铁生(010)58067934　lts10224@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
顾熹闽　gxm11214@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
联系人
李　阳　ly11194@htsec.com
朱默辰　zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
朱　悦(021)23154173　zy11048@htsec.com
赵　洋　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133　wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
蒋　炯　jj10873@htsec.com
方烨晨(021)23154220　fyc10312@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
张　明　zm11248@htsec.com
陆铂锡　lbx11184@htsec.com
吴　尹　wy11291@htsec.com
陈铮茹　czr11538@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com