

乐普医疗（300003）的 2020 以后：

精准医疗+体外诊断，慢病管理梦想成真 增持（维持）

2016 年 7 月 21 日

投资要点

■ **根植心血管千亿市场，布局下一片新蓝海：**我国心血管疾病具有“发病率高、致残率高、死亡率高、复发率高、并发症多”等特点，我国居民对于心血管领域的药品、器械和医疗服务需求巨大。乐普医疗的快速发展受益于我国心血管市场急速扩张的周期。构建三级心血管网络医疗服务体系，为公司的药品、器械放量提供优势渠道资源，也为公司的心血管慢病管理平台提供流量支撑。乐普医疗有望发展成为千亿市值的心血管全产业链平台。但心血管疾病可以通过改变生活方式等进行干预和预防，相信随着我国居民健康意识提高，心血管疾病筛查、检测技术的不断普及，我国心血管疾病的发病率和死亡率有望得到有效控制。心血管疾病的预防、诊断和生活干预将成为国内心血管领域的发展趋势，这也正是乐普医疗未来布局的重要方向。此外，乐普医疗还积极布局心血管疾病相关的糖尿病、血液净化等领域，为公司迈入新蓝海埋下伏笔。

■ **外延并购+小股权投资，迅速布局 IVD 领域：**目前乐普医疗旗下现有的 IVD 企业包括：乐普科技、艾德康、乐普基因（爱普益、普林基因）、优加利、雅联百得、医康世纪、Quanterix 等。现阶段，乐普科技、艾德康和雅联百得的业务使得乐普医疗拥有 IVD 设备和试剂研发、生产、销售渠道的集成优势；同时，乐普基因和 Quanterix 致力于分子诊断在心血管疾病、肿瘤筛查及诊断、无创产前筛查中的应用，将会是公司未来发展的重点方向；参股优加利、源动创新和组建医康世纪团队是致力于慢病管理领域，也将成为未来增强用户黏性的一项重要举措。

■ **立足心血管领域，发展慢病管理平台：**乐普医疗通过内生式发展和外延式并购，形成了传统技术与高端技术相结合的发展模式。其中传统技术的业务以“试剂+仪器+渠道”模式为主，高通量测序服务则形成了“第三方诊断+数据分析”的有效模式，在慢病管理领域则拥有“硬件+医院推广入口+软件+数据处理”的基础，管理层思路清晰，将会成为乐普医疗未来发展的重要方向。

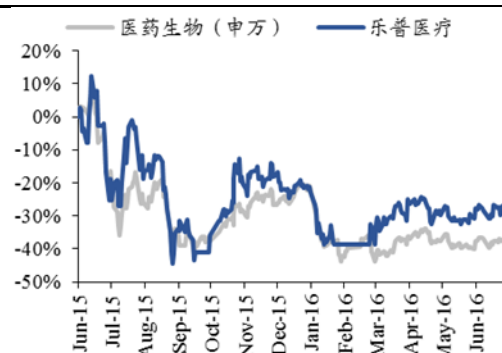
投资建议

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 7.35 亿、9.60 亿和 12.41 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 45 倍、34 倍和 26 倍。我们长期看好公司在心血管领域的“药品+器械+服务”三位一体、“线上+线下”融合的全产业链平台布局，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**1) 医疗器械审批进度低于预期；2) 外延并购与整合不达预期；3) 商誉减值风险。

证券分析师 洪阳
执业资格证书号码：S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.91
市盈率	43.8
市净率	7.14
流通 A 股市值（百万元）	24764

基础数据（2015）

每股净资产（元）	13.11
资产负债率（%）	30.94
总股本（百万股）	1743.57
流通 A 股（百万股）	1372.06

相关报告

1. 乐普医疗的 2016-2018：药品放量支撑业绩 30%复合增长（深度报告 2016.7.5）
2. 乐普医疗的 2018-2020：重磅器械新品上市继续推动业绩增长（深度报告 2016.7.7）

目 录

1. 从心血管疾病发展趋势看乐普医疗的未来	4
2. 乐普医疗 IVD 产品概述	4
2.1. 外延并购+小股权投资，快速切入体外诊断领域	4
2.2. 差异化模式保证快速发展	5
3. 立足心血管领域，发展慢病管理平台	6
3.1. 心血管疾病检测，与药品器械协同发展	6
3.2. POCT 平台，助力心血管疾病的持续监测	7
3.3. 弹力图仪检测，助力氯吡格雷的使用	8
3.4. 个体化用药项目，指导心血管药物的使用：	9
3.5. 尖端技术助力肿瘤检测	10
3.6. 逐步建立慢病管理平台，加强用户黏性	11
4. 盈利预测与投资建议	13
5. 风险提示：	15

图表目录

图表 1: 乐普医疗的 IVD 领域企业概况	5
图表 2: 乐普医疗体外诊断业务营收及毛利情况	6
图表 3: 乐普医疗体外诊断占总体营收的比例	6
图表 4: 乐普医疗心血管领域 IVD 项目汇总	7
图表 5: 血栓弹力图仪与常规检查对比	8
图表 6: 乐普西芬斯®CFMS 血栓弹力图仪	9
图表 7: 弹力图仪检测原理	9
图表 8: 乐普现有的个体化用药项目	10
图表 9: Quanterix 公司的 Simoa 技术	11
图表 10: 乐普医疗盈利预测	14

1. 从心血管疾病发展趋势看乐普医疗的未来

我国心血管疾病具有“发病率高、致残率高、死亡率高、复发率高、并发症多”等特点，我国居民对于心血管领域的药品、器械和医疗服务需求巨大。随着分级诊疗政策的深入推进，基层医疗机构的心血管疾病诊疗水平提高，将带来我国心血管市场的进一步放量。我国心血管患者人数达到 2.9 亿人，随着我国老龄化程度加深，未来心血管疾病患者人数可能超过人口总数的 1/3，市场空间十分巨大。

乐普医疗的快速发展受益于我国心血管市场急速扩张的周期。在药物洗脱支架保持稳定增长的同时，完全可降解支架和国产双腔起搏器的陆续上市将为器械板块增长进一步打开空间。构建以“基层药店诊所”为入口的三级心血管网络医疗服务体系，为公司的药品、器械放量提供优势渠道资源，也为公司的心血管慢病平台提供流量支撑。**我们认为，乐普医疗通过打造“药品+器械+服务”三位一体、“线上+线下”融合的心血管全产业链闭环生态圈，将有望成为千亿市值的上市公司。**

但心血管疾病可以通过改变生活方式等进行干预和预防，相信随着我国居民健康意识提高，心血管疾病筛查、检测技术的不断普及，我国心血管疾病的发病率和死亡率有望得到有效控制。因此，乐普医疗通过内生增长、外延并购和小股权投资相结合的方式，**快速布局心血管体外诊断领域和居家检测设备，对心血管等慢性疾病的预防、筛查、诊断和行为干预具有重要意义，增强患者黏性。**其中，传统技术业务以“试剂+仪器+渠道”模式为主，高通量测序服务则形成了“第三方诊断+数据分析”的有效模式，在慢病管理领域则拥有“硬件+医院推广入口+软件+数据处理”的基础。心血管疾病的预防和早期诊断将成为国内心血管领域的发展趋势，这也正是乐普医疗未来布局的重要方向。此外，乐普医疗还积极布局心血管疾病相关的糖尿病、血液净化等领域，为公司迈入新蓝海埋下伏笔。

2. 乐普医疗 IVD 产品概述

2.1. 外延并购+小股权投资，快速切入体外诊断领域

乐普医疗通过内生发展、外延并购和小股权投资相结合的方式，快速切入体外诊断领域。目前乐普医疗旗下现有的 IVD 企业包括：乐普科技、艾德康、乐普基因（爱普益、普林基因）、优加利、雅联百得、医康世纪、Quanterix 等。现阶段，乐普科技、艾德康和雅联百得的业务使得乐普医疗拥有 IVD 设备和试剂研发、生产、销售渠道的集成优势；同时，乐普基因和 Quanterix 致力于分子诊断在心血管疾病、肿瘤筛查及诊断、无创产前筛查中的应用，将会是公司未来发展的重点方向；参股优加利、

源动创新和组建医康世纪团队是致力于慢病管理领域，也将成为未来增强用户黏性的一项重要举措。

图表 1: 乐普医疗的 IVD 领域企业概况

公司	产品领域	持股比例	具体业务
乐普科技	医院急诊项目 POCT、CFMS 凝血、血糖仪	100%	主要产品为心肌标志物、感染标志物和凝血状态的检测，均为高频次检测。
艾德康生物科技	仪器	71.6381%	包括全自动酶联免疫工作站、全自动化学发光分析仪、全自动荧光分析仪、全自动核酸提取仪等六个系统近 40 个产品，并正向芯片分析、蛋白分析、分子诊断等领域拓展。
乐普基因	基础检验及 NIPT、心血管、肿瘤等方向	54.1%	包括爱普益第三方诊断实验室及普林公司(70%股权)，艾普益包含高通量测序及基础测序业务，普林基因擅长基因解读。
苏州优加利	国内唯一的医疗级 远程心电实时监测 服务商	20%	“移动实时监测+自适应分析诊断+医用级大样本监测数据”的远程心电监测服务，心电监测是心血管疾病诊断和评价的基石。
雅联百得	体外诊断产品代理 销售、提供第三方 医学检验服务	42.11%	罗氏 CoaguChek XS 凝血检测仪的全国总代理，专为接受维生素 K 拮抗剂治疗的患者提供方案。拥有凝血产品的推广学术能力及渠道，推广 CFMS 弹力图仪及个体化用药产品。
医康世纪	慢病管理服务	70%	从事心血管和糖尿病可穿戴医疗设备的研发、销售和服务，包括但不限于移动心电图、便携式手机血糖仪及血糖试纸、心脏标志物手机配件及其相应配套试纸，以及建立在此基础上的心血管和糖尿病健康管理服务和增值服务
源动创新	家庭智能心电、血糖、 血压监控	20%	拥有四个型号的 Checkme 多参数生理监测仪，均已取得欧盟 CE 认证及 ISO (13485: 2012) 产品质量管理体系认证，为已上市产品中唯一可准确测量心电、血氧、血压、体温等多个指标并可用于家庭的产品。
Quanterix	液体活检	5.53%	单分子阵列技术，灵敏度较 ELISA 高 1000 倍，通过检测囊泡表面的肿瘤标志物切入液体活检领域。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

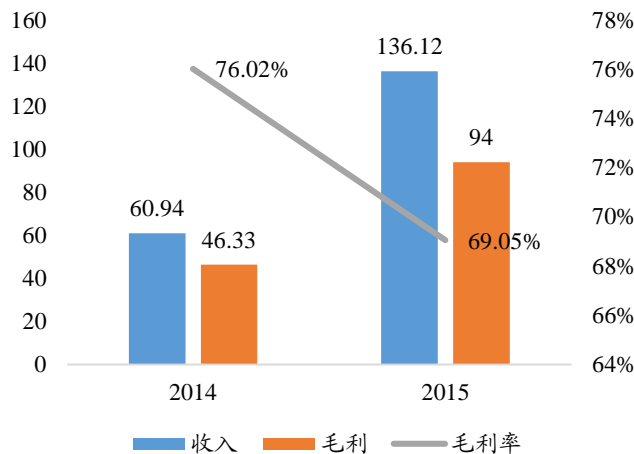
2.2. 差异化模式保证快速发展

国内大多数 IVD 企业是围绕着医院检验科服务，尽量为检验科提供优质的产品和服务。在发展路径上也是依赖于产品的广度（提供更全面的检测产品线：比如生化、免疫、分子诊断、血液、微生物等）、产业链的延伸（原料自产、收购渠道、提供第三方检测服务等）和更好的服务，由此提升企业的竞争力。

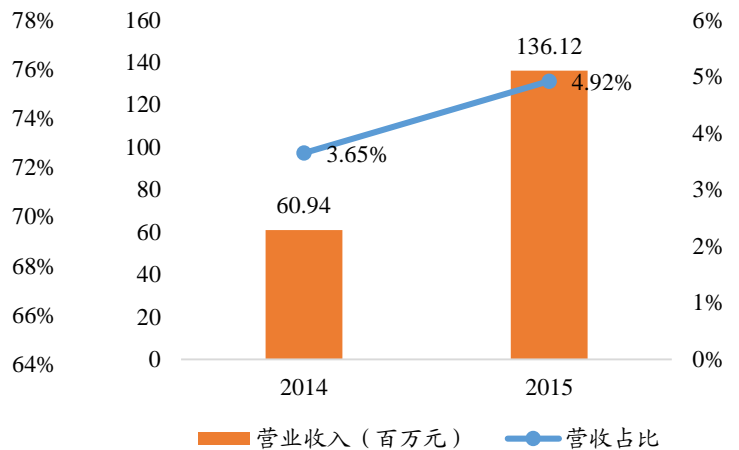
而乐普的诊断业务起步较晚，很难利用相同的模式与现有的优秀

IVD 企业竞争。乐普则依托现有器械和药品的渠道，借助与临床科室的关系将 IVD 仪器推广进入医院，同时保证了后续试剂使用量的提升，与这些企业展开差异化竞争。形成了以心血管疾病为核心的检测产品线，更贴切的满足临床需求，由此取得了不错的销售业绩。

图表 2: 乐普医疗体外诊断业务营收及毛利情况



图表 3: 乐普医疗体外诊断占总体营收的比例



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 立足心血管领域，发展慢病管理平台

3.1. 心血管疾病检测，与药品器械协同发展

心血管疾病是我国国民健康的首要威胁。根据国家心血管病中心发布的《2015 年中国心血管病报告》，我国人群心血管疾病的发病率和死亡率呈持续上升趋势，全国的心血管病患者约 2.9 亿，其中高血压 2.7 亿人，脑中风 700 万人，心肌梗死 200 万人，心力衰竭 420 万人，肺心病 500 万人，风心病 250 万人，先心病 200 万人。每年有 600 万人死于心脑血管疾病，占总死亡人数的 43%，居各种死因的首位。心血管检测领域毫无疑问是一个巨大的市场。

乐普的医疗器械包括 PCI 介入手术的产品以及封堵器等，主要针对的冠心病和先天性心脏病。冠心病是心血管疾病中较常见的一种疾病，它是供给心脏营养物质的血管冠状动脉发生严重粥样硬化或痉挛，使冠状动脉狭窄或阻塞，形成血栓，造成管腔闭塞，导致心肌缺血缺氧或梗塞的一种心脏病，亦称缺血性心脏病，在临床上主要表现为心绞痛或心肌梗塞，根据 2014 年《中国卫生和计划生育统计年鉴》冠心病的死亡率达到 107.5/10 万（城市），105.37/10 万（农村）。

乐普的 POCT 产品主要包括 H-FABP、cTnI、MPO 等心肌梗塞的项目，可以作为 PCI 手术的治疗指导，与乐普现有渠道形成协同作用。另外，在中国心力衰竭 35-74 岁人慢性心力衰竭患病率为 0.9%；男性 0.7%，

女性 1.0%，引起心衰的主要原因是冠心病，乐普 NT-proBNP 项目是检测心衰重要标志物。同时 PCI 手术时需硝酸甘油、完成后氯吡格雷（选择性地抑制 ADP 与血小板受体的结合及抑制 ADP 介导的糖蛋白 GP II b/IIIa 复合物的活化，而抑制血小板聚集）、华法林（治疗静脉血栓）等药物的帮助，乐普的个体外用项目可以指导氯吡格雷、华法林等抗凝药物，硝酸甘油等心绞痛药物的使用，与现有渠道具有协同作用，可以作为用药指导。LepCare 可用于检测先天性心脏病，与封堵器的使用具有协同作用。

图表 4：乐普医疗心血管领域 IVD 项目汇总

产品	项目	检测平台	用途
心肌标志物检测	cTnI、H-FABP、MYO、CK-MB、LpLA2、MPO、Hs-CRP 等	胶体金、荧光免疫层析等	医院各相关科室对病人急性心梗、冠状动脉疾病风险进行筛查、预后检测。
心衰检测产品	NT-proBNP、同心管家	胶体金、荧光免疫层析等	医院进行心衰早期判定,并通过同心管家 APP 进行管理
感染标志物	PCT	胶体金、荧光免疫层析等	感染监控, 可用于心血管手术后的感染监测。
Lepcare	冠状动脉疾病	分子诊断 (PCR)	国内第一个和唯一一个商用的基于外周血液细胞中基因表达水平的检测方法, 通过检测患者外周血中 22 个相关基因表达水平的变化, 结合相关临床因素综合进行评分, 预估患者动脉狭窄程度, 帮助受试者了解冠状动脉阻塞情况, 为受试者对冠状动脉疾病的进一步诊断及护理供参考。
心血管高通量测序	心血管疾病相关基因、同心管家 APP	分子诊断 (测序)	主要涵盖心肌病、遗传性心律失常、主动脉病、家族性高胆固醇血症、先天性心脏病等心血管疾病
个体化用药	CYP2C19、CYP2C9&VKORC1、ALDH2	分子诊断 (PCR 荧光探针法)	氯吡格雷、华法林等抗凝药物, 硝酸甘油等心绞痛药物的个体化指导使用
CFMS 弹力图仪、D-Dimer	AA、ADP、D-Dimer		氯吡格雷及阿司匹林等抗凝药物治疗效果的检测, 指导管理 PCI 患者血栓及出血风险

资料来源：东吴证券研究所整理

3.2. POCT 平台，助力心血管疾病的持续监测

乐普科技在胶体金、荧光免疫层析等 POCT 平台上实现了心肌标志物、感染标志物的检测，此类用于急诊检验的 POCT 产品，是符合医院临床需求的产品，也是 POCT 增长最为迅速的子领域。

目前竞争对手主要包括罗氏、雅培（美艾利尔）、生物梅里埃、南京基蛋、广州万孚、深圳瑞莱等企业，市场规模大约在 15 亿。PCT 的诊断

厂家众多，竞争十分激烈，罗氏、生物梅里埃凭借质量优势占据巨大的市场份额，国内企业武汉明德销售额较高。

乐普科技不断研发新产品，适时推出定量的荧光免疫层析平台以及心肌标志物的多联检测卡，保证了乐普 POCT 产品的竞争力。同时凭借现有的医院渠道，迅速的占据了市场，是乐普现有 IVD 产品销售的主要品种，也是乐普未来几年业绩的重要增长点。心肌标志物和 PCT 检测每年的市场平均增长率达到 30% 以上，我们预计乐普医疗凭借渠道优势能够在未来 3 年继续保持 50% 以上的增长，持续贡献利润增长。

3.3. 弹力图仪检测，助力氯吡格雷的使用

弹力图仪 1948 年由德国人 Harter 发明，广泛用于临床指导术中输血、已成为当今围手术期检测凝血功能的最重要指标，在心脏搭桥、冠心病抗栓治疗、评估血小板活性和抗血小板效果等方面具有非常重要的作用，可用于阿司匹林、氯吡格雷等疗效的监测。

图表 5: 血栓弹力图仪与常规检查对比

	弹力图仪	常规检查
项目	ADP(Adenosine Diphosphate)/AA(Arachidonic Acid), 不受肝素影响	凝血酶原时间 (PT)、活化部分凝血活酶时间 (APTT)、凝血酶时间 (TT)、纤维蛋白原 (FIB)、D-Dimer 等
监测范围	凝血和纤溶连续的全过程	凝血或纤溶过程中的一个点或部分时程
血样形式	无须处理血样，全血、血浆、富含血小板的血浆均可	需处理血样，血浆或特定血样为主
报告	初步诊断功能，提示治疗方案	数值，需自行判断
参数	国际化标准参数	非国际化标准

资料来源：东吴证券研究所整理

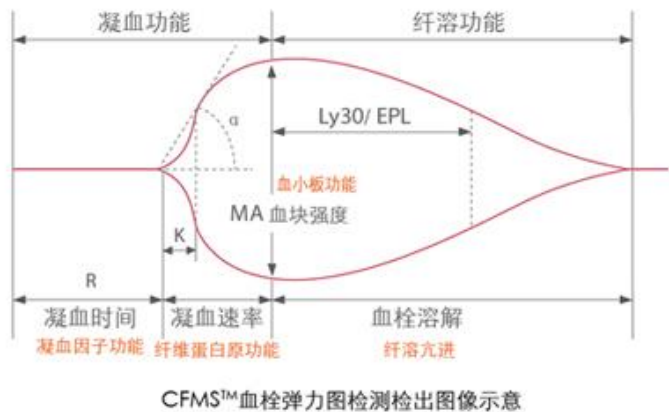
弹力图仪对凝血的全过程进行连续检测，其中包含了血凝仪和血小板功能检测仪对凝血进行检测的全部内容；用全血对凝血进行检测，以细胞血基础理论，最大限度地体外模拟体内的凝血模式，反应凝血过程中各个凝血成分之间的相互作用。通过对凝血全过程的检测，通过特殊的软件数据库对凝血进行分析，从而得出明确的临床诊断结果。

西芬斯 CFMS 血栓弹力图仪(Thrombelastography)是乐普科技研制的一款新型凝血和抗血小板药效检测仪器，可广泛应用于检验科及心内科、

麻醉科、神内科、输血科等临床科室。通过配合不同效用的检测杯，CFMS 有效应用于围手术期凝血状况检测、成分输血指导及抗血小板药物（阿司匹林和氯吡格雷）效用检测等诸多领域，配合帅泰（氯吡格雷）使用更可根据每位患者情况灵活调整用药剂量，是开展个性化医疗的必备工具。

国外厂家有 Haemoscope Corporation，国内厂家为浙江盛域、重庆鼎润、贵州金玖、陕西裕泽毅等。国内目前对血栓弹力图仪的使用并不广泛，市场有待开发，鉴于血栓弹力图仪的优势，此产品的市场前景值得期待，我们预计此产品将会是乐普未来几年的重要增长点之一。

图表 6: 乐普西芬斯®CFMS 血栓弹力图仪 图表 7: 弹力图仪检测原理



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

资料来源：公司网站，东吴证券研究所

3.4. 个体化用药项目，指导心血管药物的使用：

乐普现有已获得注册证的个体化用药项目包括 CYP2C19、CYP2C9&VKORC1 和 ALDH2，分别可用于氯吡格雷、华法林和硝酸甘油的用药指导。

国内该产品的主要竞争对手为百傲科技、武汉友芝友、长沙三济生物、苏州旷远生物。参照百傲科技 69.89 百万的营业收入，乐普凭借自身在心血管领域的实力，预计能够在 3 年后达到 1 亿的营收。

图表 8: 乐普现有的个体化用药项目

项目	用药指导	作用
CYP2C19	氯吡格雷	广泛分布于肝、肾、脑、皮肤、肺、胃肠道及胎盘等组织器官，主要在肝脏，参与多种外源性物质代谢如：药物、酒精、抗氧化剂、有机溶剂、染料、环境污染物质等。
CYP2C9&VKORC1	华法林	CYP2C9 能氢化代谢不同性质的药物，VKORC1 是维生素 K 依赖性凝血因子生成的限速酶。华法林属于香豆素类抗凝剂，与维生素 K 结构相似，作为维生素 K 拮抗剂阻断维生素 K 的还原，从而使凝血因子 II、VII、IV、X 及蛋白 C 和 S 停留在没有凝血活性的前体阶段，降低患者血液凝结，是临床使用广泛、疗效很好的抗凝药物。华法林在体内抗凝作用最强的 S-对映体 85% 由 CYP2C9 代谢。
ALDH2	硝酸甘油	硝酸酯类药物包括硝酸甘油、硝酸异山梨醇酯、单硝酸异山梨醇酯等。此类进入血管平滑肌细胞，在膜上或膜附近脱氮形成 NO，激活血管平滑肌上的鸟苷酸环化酶，催化细胞内三磷酸鸟苷转变为环磷酸腺苷，促进钙离子进入肌浆网和细胞外，造成血管平滑肌松弛，血管扩张。ALDH2 具有对应的催化活性

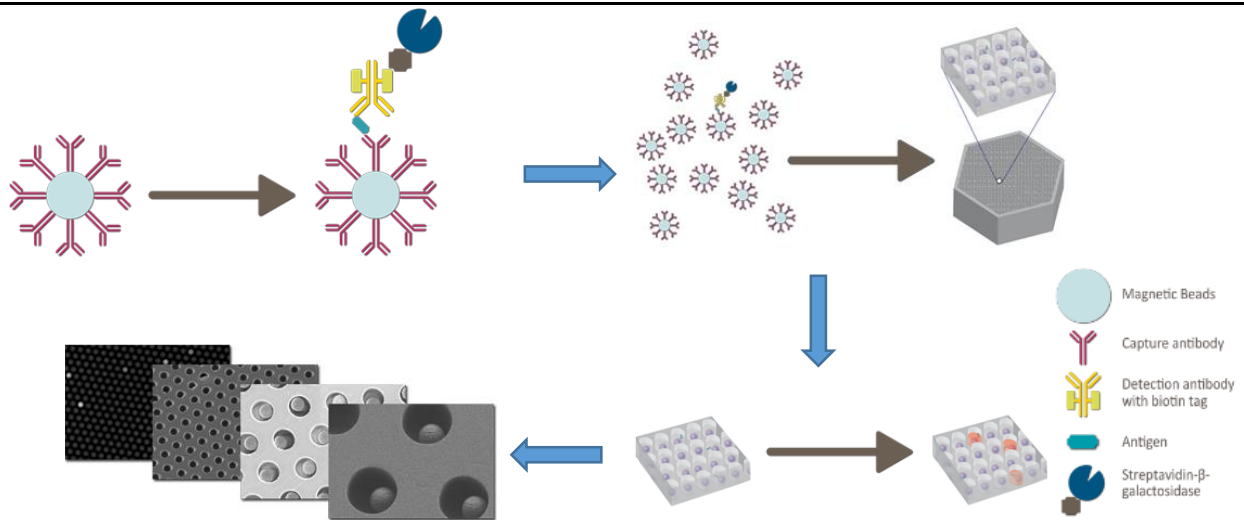
资料来源：东吴证券研究所整理

3.5. 尖端技术助力肿瘤检测

乐普医疗旗下的乐普基因已利用二代基因测序技术开展肿瘤易感基因检测及用药指导等易感基因的检测项目，主要包括 BRCA1/2 基因在内的，与乳腺癌、卵巢癌、子宫内膜癌相关的 40 余个基因的 panel，对乳腺癌等女性常见癌症患者的家属或正常人进行早期筛查，达到癌症早预防，早发现，早治疗的目的。

同时收购的 Quanterix 公司，开始涉足液体活检领域。Quanterix 公司是由 illumina 公司的创始人创办的高科技企业，其最重要的就是 Simoa 技术，相较传统的 ELISA 方法，能够具有 1000 倍以上的灵敏度，因而可用于应用于外泌体囊泡表面的微量肿瘤标志物，可早期发现癌症，未来有望大范围应用于癌症及其他疾病的筛查。

图表 9: Quanterix 公司的 Simoa 技术



资料来源: Quanterix 公司官网、东吴证券研究所整理

Simoa 技术首先是一个标准的夹心法反应过程,与现有的化学发光、ELISA 反应过程类似:待分析的蛋白分子与被捕获抗体包裹的磁珠结合,检测抗体则通过链霉亲和素-生物素反应与检测酶,利用 β -半乳糖苷酶将被捕获的蛋白标记。随后每个磁珠被分散到具有荧光酶底物的飞升级小孔中,通过高分辨率荧光成像可以测定与酶结合的磁珠比例及各小孔的荧光强度。分析过程中,对高浓度蛋白的检测通过累加的荧光强度来计算(与 ELISA、化学发光等方法类似),对低浓度的蛋白检测则通过磁珠所占的比例(符合泊松分布)来计算,因而此种检测方法灵敏度比传统 ELISA 方法高 1000 倍。

位于马萨诸塞州的生物技术公司 Exosome Diagnostics 推出的一款基于肿瘤外泌体中 RNA 检测的血检 ExoDx™ Lung(ALK)成功获得了美国 FDA 的批准。外泌体不仅可以从血液中收集,也可以从其他体液(如尿液)中获取,因而比 ctDNA 和 CTC 检测更加容易和便捷。

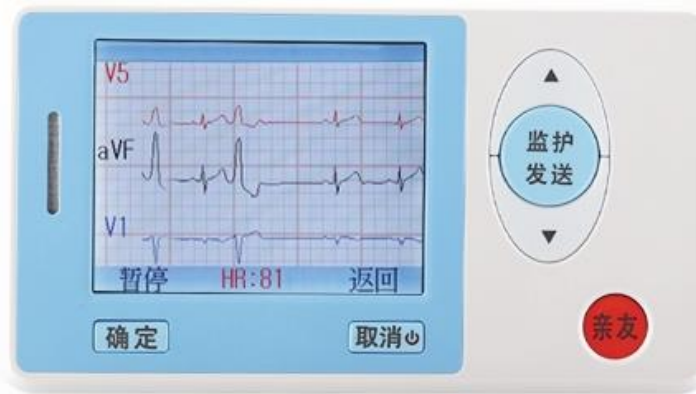
公司力争在此项技术上形成突破,为公司未来的发展打下基础。

3.6. 逐步建立慢病管理平台, 加强用户黏性

慢性病包括心血管、糖尿病和肿瘤等。乐普在心血管疾病领域中已有布局。未来心血管疾病的慢病管理品牌将会作为客户黏性的重要入口,绑定心血管疾病患者,心衰患者可能伴有冠状动脉狭窄、高血压等疾病,是乐普心血管支架系列产品、氯吡格雷、阿托伐他汀等产品的目标客户。

乐普参股优加利，国内规模领先的心脏移动医疗整体解决方案服务商，产品已有 45 余万名患者临床应用，数据云平台累计存储 1500 多万份医用级心脏电生理数据。心电图是心电监测是心血管疾病诊断和评价的基石，优加利的“移动实时监测+自适应分析诊断+医用级大样本监测数据”的远程心电监测服务使得优加利成为乐普医疗在发展心血管移动医疗平台过程中不可或缺的获取用户的“抓手”以及为用户提供持续健康管理的坚实数据平台。

图表 10: 乐普医疗的心脏实时监护预警机



资料来源：护生堂官网

源动创新产品可准确测量心电、血氧、血压、体温等多个指标，帮助慢病患者和术后病人在家庭中建立个人健康云端基础数据，会同基于乐普系列移动医疗设备检测的血糖、心脏标志物、心电实时检测等不同疾病专业数据，实现基础生理数据与疾病专业数据在云端的有机结合，逐步形成病患者个人全面的、系统的、长期稳定的健康云端综合档案，为医生在线上线下对疾病准确诊断奠定综合数据基础。

图表 11: 乐普医疗的智能音乐电子血压计、普博士血糖仪家庭版和普博士手机血糖仪



资料来源：护生堂官网

医康世纪的先心管家 APP、同心管家 APP 保证了用户使用的便利性。联合手机使用的智能心脏标志物检测仪（Lenew800），则为用户自己检测心脏标志物提供基础。

图表 12: 乐普医疗的普博士心衰管理系统



资料来源：护生堂官网

以投资睿健医疗为切入点，迅速抢占血液净化产业，提高血液净化业务在医疗板块中的权重，支撑医疗器械板块的可持续发展。在糖尿病领域也有布局，自主研发的联合手机使用的智能手机血糖仪（Pocor880），具有胰岛素、C 肽检测项目，同时建立血糖管理 APP，配合与成都圣诺共同开发的艾塞那肽，是乐普未来可能发展的另一个领域。

4. 盈利预测与投资建议

随着我国心血管介入治疗水平不断提高，以及分级诊疗政策的深入推进，我国 PCI 手术量增速保持在 15% 左右，公司心血管器械业务整体保持 15%~20% 的稳定增长。双腔起搏器有望于今年年内获批，完全可降解支架重磅产品预计 2018 年上市，将为公司业绩新一轮增长带来动力。

在国有股东减持后，公司董事长蒲忠杰先生带领公司外延并购心血管药品，积极布局体外诊断和精准医疗业务。公司率先进行渠道下沉、开拓基层市场，大力建设以县级“药店诊所”为入口的“三级心血管网络医院服务体系”。未来三年，氯吡格雷、阿托伐他汀等心血管领域重磅药品将借助公司强势的渠道资源快速放量，同时公司还将继续并购降压、降糖

等心血管相关药品，预计公司药品板块将保持 50% 以上的增速，为公司整体带来巨大的业绩弹性。因此，我们认为在药品放量、器械重磅品种上市双轮驱动下，公司未来业绩将保持 30% 的复合增长。

基本假设：

- 国内 PCI 手术每年保持 10%~15% 左右的增长，受益于基层市场的优势渠道布局和稳定的出口，公司支架业务每年保持 15%~20% 的增长。完全可降解支架预计在 2017-2018 年获批上市，将为支架业务的新一轮增长打开空间；
- 公司双腔起搏器有望于 2016 年内获批，2017 年开始逐步贡献利润，传统的单腔起搏器保持每年 15%~20% 增长；
- 公司的封堵器业务保持 15%~20% 的增长；
- 公司的药品板块收益与优质的心血管专科渠道快速放量，氯吡格雷、阿托伐他汀钙片保持高速增长，原料药业务稳定增长，药品包括整体保持每年 40%~50% 以上增长；公司未来还会继续围绕心血管领域外延并购降压、降糖等药品品种；
- 公司的体外诊断业务保持高速增长，POCT 产品保持每年 50% 左右的增速，整个体外诊断和第三方检测医疗服务板块保持每年 30% 以上的增长；

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 7.35 亿、9.60 亿和 12.41 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 45 倍、34 倍和 26 倍。我们长期看好公司在心血管领域的“药品+器械+服务”三位一体、“线上+线下”融合的全产业链平台布局，维持“增持”评级。

图表 13：乐普医疗盈利预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2768.72	3532.40	4387.19	5435.26
营业收入增速	65.93%	27.58%	24.20%	23.89%
归母净利润	520.89	734.75	960.36	1240.63
归母净利润增速	31.79%	32.27%	30.71%	29.18%
EPS (元)	0.30	0.42	0.55	0.71
PE	63	45	34	26

资料来源：东吴证券研究所

5. 风险提示:

- (1) 药品招标降价风险
- (2) 并购整合进度不达预期
- (3) 商誉减值风险

乐普医疗重要财务数据

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3641.00	3645.38	4923.99	5933.62	营业收入	2768.72	3532.40	4387.19	5435.26
现金	1690.58	935.62	1895.73	1918.08	营业成本	1236.94	1561.32	1897.46	2293.68
应收款项	1414.06	2037.29	2239.31	3045.34	营业税金及附加	30.72	40.63	50.46	62.52
存货	518.56	654.67	771.14	952.40	销售费用	432.17	558.12	693.18	858.77
其他	17.80	17.80	17.80	17.80	管理费用	347.34	443.14	550.38	681.86
非流动资产	3885.68	3684.22	3482.75	3302.33	财务费用	29.49	4.25	-14.00	-25.05
长期股权投资	268.63	268.63	268.63	268.63	资产减值损失	16.83	14.54	14.54	14.54
投资性房地产	66.89	59.13	51.37	43.62	投资净收益	8.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	1005.40	903.18	800.96	698.74	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2404.46	2334.01	2263.57	2193.12	营业利润	684.04	910.39	1195.17	1548.94
其他	140.30	119.26	98.22	98.22	营业外净收支	16.90	17.05	17.05	17.05
资产总计	7526.68	7329.60	8406.74	9235.95	利润总额	700.94	927.44	1212.22	1565.99
流动负债	1365.35	593.47	919.31	777.98	所得税费用	104.95	139.12	181.83	234.90
短期借款	600.43	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	75.10	53.57	70.03	90.46
应付账款	764.91	593.47	919.31	777.98	归属母公司净利润	520.89	734.75	960.36	1240.63
其他	0	0	0	0	EBIT	736.73	931.69	1198.22	1540.94
非流动负债	822.73	822.73	822.73	822.73	EBITDA	872.86	1168.61	1435.14	1756.82
长期借款	310.00	310.00	310.00	310.00					
其他	512.73	512.73	512.73	512.73	重要财务与估值指标	2015E	2016	2017E	2018E
负债总计	2188.07	1416.19	1742.04	1600.70	每股收益(元)	0.30	0.42	0.55	0.71
少数股东权益	531.71	585.29	655.31	745.77	每股净资产(元)	2.76	3.06	3.45	3.95
归属母公司股东权益	4806.90	5328.12	6009.39	6889.48	发行在外股份(百万股)	1743.57	1743.57	1743.57	1743.57
负债和股东权益总计	7526.68	7329.60	8406.74	9235.95	ROIC(%)	19.78%	17.08%	18.98%	25.46%
					ROE(%)	10.84%	13.79%	15.98%	18.01%
					毛利率(%)	55.32%	55.80%	56.75%	57.80%
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	26.61%	26.38%	27.31%	28.35%
经营活动现金流	430.16	98.76	1260.71	393.34	销售净利率(%)	21.53%	22.32%	23.49%	24.49%
投资活动现金流	-1216.46	-35.51	-35.51	-35.51	资产负债率(%)	29.07%	19.32%	20.72%	17.33%
筹资活动现金流	2103.11	-818.21	-265.09	-335.49	收入增长率(%)	65.93%	27.58%	24.20%	23.89%
汇率变动影响	0	0	0	0	净利润增长率(%)	31.79%	32.27%	30.71%	29.18%
现金净增加额	1319.13	-754.96	960.11	22.34	P/E	63	45	34	26
折旧和摊销	136.13	236.92	236.92	215.88	P/B	6.6	6.0	5.3	4.6
资本开支	164.70	50.00	50.00	50.00	EV/EBITDA	17.9	13.6	10.5	8.6
营运资本变动	-300.56	938.42	1.20	1139.11					

资料来源：东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

