



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

国内不利因素逐渐消退，海外市场进展迅速 ——医疗器械行业2025H2投资策略

分析师：谭国超（S0010521120002, tangc@hazq.com）

分析师：李婵（S0010523120002, lichan@hazq.com）

分析师：钱琨（S0010524110002, qiankun@hazq.com）

2025年7月10日

华安证券研究所

投资建议：国内不利因素逐渐消退，海外市场进展迅速

■ **国内不利因素逐渐消退：**（1）医疗反腐：自2023年7月开始的医疗行业反腐整顿，目前已经进入常态化，行业内公司已经充分适应，医疗机构的诊疗量也已经恢复。（2）集采政策：集采规则在过去2-3年实践中不断完善，集采中标价格可预期，多个品类的续采也已经完成。（3）DRG支付改革：2024年下半年，全国范围内快速推行DRG支付改革，目前来看部分领域如IVD受到影响较大，但参考早已推行DRG支付改革的区域，这部分影响为一过性影响，预计2026年进入常态化。（4）设备招采：2024年由于设备更新政策落地时间集中在2024年下半年，行业招采量下滑，2024年四季度以来终端招采高速增长，目前看趋势延续。

■ **海外市场进展迅速：**2020年冠脉支架集采以来，行业内公司对国内市场增速放缓已有预期，把更多资源投放在海外市场上。目前来看，无论是出口占比高的低耗、医疗设备，还是出海比例低的高值耗材，各领域器械公司均积极探索出海，区域普遍以东南亚、欧洲、南美为主。

投资推荐：

- （1）高成长板块：高成长、赛道逻辑正的成长类标的血管介入板块（微电生理、惠泰医疗、归创通桥、迈普医学）；
- （2）走出集采影响+出海顺利：骨科（春立医疗、三友医疗）、人工晶状体（爱博医疗）、化学发光（亚辉龙）；
- （3）业绩改善+泛科技主题+自主可控方向：设备（联影医疗、澳华内镜、奕瑞科技）、脑机接口+康复机器人（伟思医疗、翔宇医疗、麦澜德）；
- （4）其他价值股：维力医疗、三鑫医疗、三诺生物等。

■ **风险提示：**（1）医疗反腐行动持续进展，部分设备招投标延期，进而影响设备类公司经营业绩风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）出口订单波动风险。

目录

01 | 医疗设备类：院内设备招采恢复，企业加速出海

1.1 | 医疗影像设备：2025H1企业集中去库，下半年轻装上阵

1.2 | 康复治疗设备：脑机接口新技术为行业构建新叙事

1.3 | 家用医疗设备：慢病领域，长坡厚雪，韧性依旧

1.4 | 其他（供应链、科研）

资料来源：wind、华安证券研究所

医疗设备：受招采节奏影响板块承压，2025年复苏在望

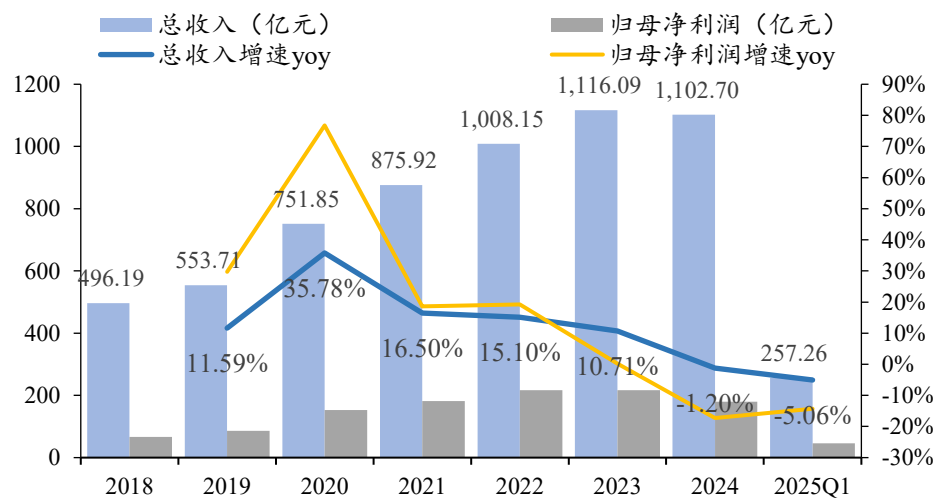
■ 营业收入：

2024年设备板块整体收入增速仍延续下降趋势，2025Q1从绝对增速水平看，改善不明显，2024年同比增速-1.2%，2025Q1同比增速-5.06%。

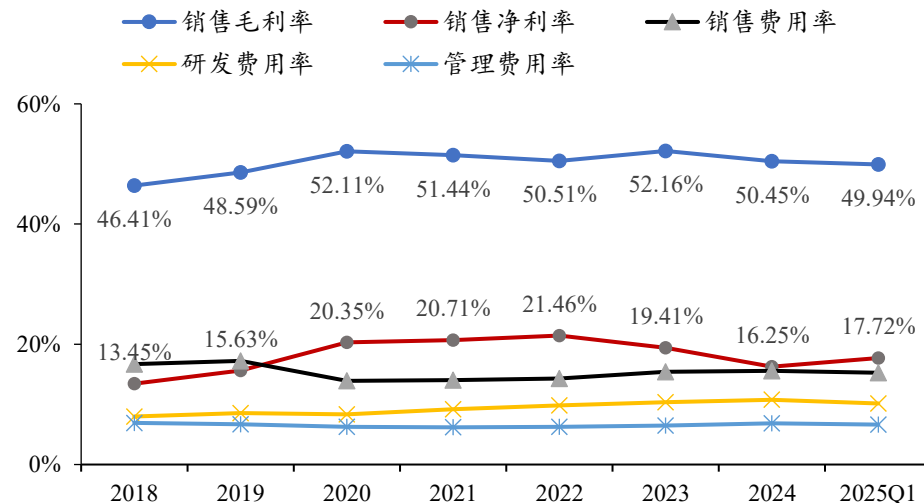
■ 费率指标：

尽管行业收入规模略有下降，行业竞争、设备集采等因素影响，行业整体的毛利率并没有大幅下降，销售净利率也高于疫情前水平。三大期间费用，研发费用率呈现明显的上升趋势（从疫情前7%左右提升到目前的10%左右），销售费用率和管理费用率基本保持稳定。

设备板块整体收入（左）及其增速情况（右）



设备板块整体费用率情况



资料来源：IFind，公司公告，华安证券研究所

注：医疗设备板块主要参考申万医药生物分类并做相应调整，涉及A股相关上市公司32家，包括迈瑞医疗、联影医疗、奕瑞医疗、麦澜德、可孚医疗、迈得医疗、山外山、华康医疗、美好医疗、怡和嘉业等

1.1 影像设备：企业持续去库存，2025Q1 多数仍负增长

■ 2025Q1 业绩来看，主要的影像诊断公司仅有万东医疗、联影医疗2025Q1收入端实现正增长。如前文所述，新冠疫情后设备行业整体呈现下行趋势，近五个季度终端的招采对渠道库存的消化速度下降，多数公司也被动进入去库存阶段，因此2025Q1多数设备公司收入端仍承压。考虑到2024年国内设备更新项目在2025年6-7月招采结束，2025年的设备更新项目需求正在申报进程中，叠加2024Q2更低的基数，我们预计2025Q2/3多数设备公司的库存会进入良性阶段。

主要影像诊断设备上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300206.SZ	理邦仪器	64.21	-3.81	12.93	-17.25	-30.65	6.27	6.07	9.14	-5.25
688212.SH	澳华内镜	53.77	90.80	23.00	51.68	34.91	12.61	5.39	-0.20	-26.92
600055.SH	万东医疗	21.12	37.95	20.04	-19.99	20.94	15.43	18.57	38.73	21.00
300633.SZ	开立医疗	27.63	22.67	2.10	27.58	1.33	-6.48	-9.18	-5.63	-10.29
688271.SH	联影医疗	33.42	21.69	28.14	17.72	6.22	-2.47	-25.00	-15.90	5.42
300760.SZ	迈瑞医疗	20.47	20.20	11.18	7.90	12.06	10.35	1.43	-5.08	-12.12
688358.SH	祥生医疗	64.55	2.56	-16.22	207.49	-14.87	-18.49	8.79	29.77	-9.16

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

1.1 影像设备：新冠疫情加速企业出海，海外市场占比提升

- 设备公司海外市场收入相对较高，多数公司在40%以上。新冠疫情加速了企业出海进程，出海的设备从超声拓展到CT、MR、消化内镜，出海规模远超疫情前。
- 综合比较25Q1业绩相对较好的公司，主要涉及这三个原因：渠道库存低、有重磅新产品、海外渠道通畅。建议关注联影医疗、万东医疗。

主要影像诊断设备上市公司海外市场收入列示

公司代码	公司名称	2018年海外收入 (亿元)	2019年海外收入 (亿元)	2020年海外收入 (亿元)	2021年海外收入 (亿元)	2022年海外收入 (亿元)	2023年海外收入 (亿元)	2024年海外收入 (亿元)	2018-2024年CAGR	2018年海外市场占比 (%)	2024年海外市场占比 (%)
300206.SZ	理邦仪器	5.69	6.31	15.48	8.64	8.98	9.59	10.98	11.6%	57.33	59.87
688212.SH	澳华内镜	0.62	0.98	0.97	0.97	1.01	1.13	1.61	17.4%	39.58	21.52
600055.SH	万东医疗	0.44	0.53	0.97	0.85	1.21	1.38	2.33	32.2%	4.57	15.29
300633.SZ	开立医疗	6.05	6.63	4.96	6.66	7.94	9.39	9.70	8.2%	49.29	48.17
688271.SH	联影医疗	0.43	0.99	2.40	5.11	10.78	16.59	22.20	92.7%	2.13	21.55
300760.SZ	迈瑞医疗	59.56	70.22	99.16	100.10	116.98	135.50	164.34	18.4%	43.31	44.75
688358.SH	祥生医疗	2.46	2.93	2.72	3.45	2.98	4.22	4.05	8.7%	75.12	86.47

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

1.2 康复设备：受招采影响较小，多数公司恢复正增长

- 三家康复设备公司2025Q1呈现正增长：康复设备在2024年也受到行业招采节奏影响，但从影响幅度来看较影像诊断类设备小，而且四家公司各有特色，分别通过不同的策略应对行业波动。
- （1）发力新技术，进行产品升级，向更高的价格带进军：如研发脑机接口技术与康复设备、外骨骼康复机器人。
- （2）拓展民营医疗机构、院外市场：如综合应用技术优势由盆底康复向医美领域拓展。
- 综合来看，建议关注康复板块上市公司，整体板块增持评级。

主要康复治疗类设备上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300430.SZ	诚益通	19.88	66.66	12.59	-11.56	9.36	-6.88	-45.83	-34.17	-29.42
688273.SH	麦澜德	46.34	-12.24	-25.29	-35.89	-4.39	30.20	18.75	86.57	13.36
688626.SH	翔宇医疗	68.25	41.09	52.70	53.73	18.12	-11.92	-18.51	16.74	10.02
688580.SH	伟思医疗	76.57	55.29	35.80	24.19	-8.24	-16.38	-10.54	-16.98	9.40

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

1.2 脑机接口：跟随AI医疗+科技主线，收费立项已试点

- 国家医保局点名脑机收费立项，让脑机接口医疗收费有规可依。2025年3月11日，国家医保局发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，其中专门为脑机接口新技术前瞻性单独立项，设立了侵入式和非侵入式脑机接口价格项目。这意味着，一旦脑机接口技术成熟，快速进入临床应用的收费路径已经铺好。
- 我国脑机接口应用进展已经达到较高水平，非侵入式脑机接口取得成果亮眼。我国脑机接口发展现状已经达到全球较高水平，“瘫痪者行走、让盲人复明、让失语者说话”等已不是奇迹，而是现实（临床试验阶段），这意味着我国脑机接口技术已经发展到能够实现运动解码、视觉解码和语言解码。天津大学和清华大学合作开发“双环路”脑机接口系统，标志着非侵入式脑机交互的重大突破，让中国脑机接口研究水准位列全球第一梯队。
- 作为医疗科技主线，脑机接口十分重要。最近国内取得的脑机接口成果十分密集，催化不断，与AI医疗相关性强，是高景气度细分领域。

证券代码	证券名称	24年收入 (亿元)	24年收入 yoy(%)	24年净利 润(亿元)	24年净利润 yoy(%)	25Q1收入 (亿元)	25Q1收入 yoy(%)	25Q1净利 润(亿元)	25Q1净利 润yoy(%)	2024年毛 利率(%)
300430.SZ	诚益通	9.58	-18.49	0.97	-43.23	1.89	-29.42	0.13	-59.09	42.17
301293.SZ	三博脑科	14.29	8.84	1.05	34.24	3.93	16.78	0.38	14.56	24.14
688626.SH	翔宇医疗	7.44	-0.17	1.03	-54.68	1.86	10.02	0.23	-41.26	66.59
300753.SZ	爱朋医疗	4.04	-4.35	0.11	30.49	0.65	-26.13	-0.18	-1,400.65	67.89
002173.SZ	创新医疗	8.16	1.30	-0.94	-174.02	1.93	-3.98	-0.14	-368.03	6.97

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

1.3家用医疗器械：慢病赛道显示出增长韧性

- (1) 慢病领域仍是黄金赛道，如呼吸机、制氧机、血糖监测等。家用品类中增长较快的仍是呼吸机、血糖（CGM）、敷料敷贴/面膜、制氧机、血压计等。
- (2) 线下向线上集中。线下受药店等传统渠道影响，线下消费比例有所下降，更多集中在线上消费。
- (3) 家用企业出海加速。如鱼跃医疗2024年海外收入9.49亿元，同比增长30.42%，并与Inogen共同签署《战略合作协议》加强海外合作。可孚医疗收购上海华舟，加速海外市场拓展。三诺生物CGM与A. MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l.签署了《经销协议》，加强在欧洲市场的合作。
- 综合来看，家用医疗器械以C端消费为主，头部企业品牌投流、宣传、产品研发等方面实力更突出，即使在线下消费低迷的态势下增长仍有保障。建议关注三诺生物、可孚医疗、怡和嘉业、鱼跃医疗等。

主要家用医疗器械上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300298.SZ	三诺生物	6.15	100.75	49.29	22.87	54.07	-17.04	2.05	23.22	2.76
300753.SZ	爱朋医疗	29.22	35.38	49.42	15.47	-6.71	-3.08	-11.04	2.13	-26.13
301367.SZ	怡和嘉业	131.85	-25.26	-55.93	-55.82	-60.02	-28.50	10.51	36.29	38.11
301087.SZ	可孚医疗	42.38	-4.51	3.92	-33.61	-5.64	13.21	14.09	0.62	-8.59
300562.SZ	乐心医疗	-37.55	-20.89	-25.27	22.70	52.93	12.56	15.37	-17.58	9.90
301363.SZ	美好医疗	29.24	-0.75	-26.53	-15.37	-23.34	9.83	55.68	48.71	5.05
002223.SZ	鱼跃医疗	48.41	31.51	7.65	-34.08	-17.44	-8.82	2.21	17.51	9.17

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

1.4其他设备

- **供应链类：**从下游客户来看，药企类尤其是生物制品的设备需求受益于新冠疫情，订单在2023年中逐渐下行，目前逐渐已走出疫情影响，如东富龙在2024Q4收入已经转正。
- **核心零部件类：**受下游海外客户的库存周期影响，企业的业绩被动随之波动，如美好医疗于2024Q1走出影响，海泰新光2024Q4走出影响，奕瑞科技预计2025Q2走出影响。
- **基因测序仪：**Illumina在2025年初被商务部加入不可靠实体名单，被禁止在国内销售测序仪，预计会较大利好国产测序设备，建议关注华大智造。

其他医疗设备类上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300171.SZ	东富龙	14.99	28.43	-1.13	-20.32	-22.07	-22.63	-12.78	15.49	2.58
300358.SZ	楚天科技	13.49	20.05	9.44	-11.86	-10.39	-20.30	-24.49	-3.55	-22.19
688310.SH	迈得医疗	39.83	53.84	105.89	-19.21	2.08	-27.03	-59.03	-63.22	-45.87
688607.SH	康众医疗	31.58	-2.85	65.52	50.63	5.69	24.82	-5.46	11.11	10.33
688301.SH	奕瑞科技	34.77	31.22	14.71	4.87	11.48	3.56	-24.94	1.78	-1.92
688677.SH	海泰新光	58.76	16.19	-24.40	-31.20	-20.74	-13.91	-9.39	31.59	24.86
688114.SH	华大智造	-49.25	-27.74	-18.15	-24.83	-14.26	-17.70	-13.22	61.64	-14.26
301363.SZ	美好医疗	29.24	-0.75	-26.53	-15.37	-23.34	9.83	55.68	48.71	5.05

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

目录

02 | 高值耗材：企业走出集采影响，国内进口替代空间仍较大

2.1 | 血管介入：心血管介入仍是基本盘，神经和外周介入保持快速增长

2.2 | 骨科植入：集采影响消除，行业集中度快速提升

2.3 | 眼科医疗：院内高端人工晶状体占比提升，OK镜承压

2.4 | 外科医疗：集采影响仍在持续

资料来源：wind、华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

高值耗材：2024Q1环比有所恢复，利润率提升

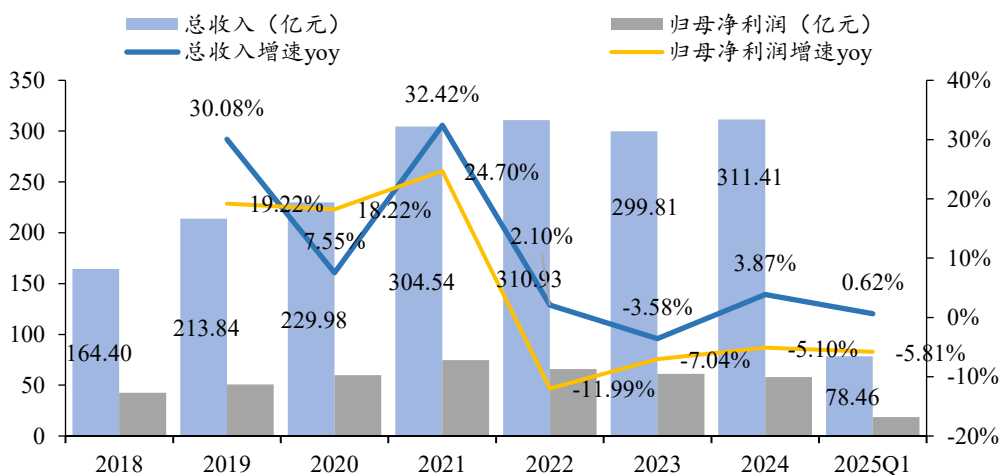
■ 营业收入：

2025Q1高值耗材板块收入微增，利润端下降约5.81%，利润端下滑较多，从贡献个股来看，主要是部分公司受集采和同期高基数影响，包括如心脉医疗、健股生物、乐普医疗、欧普康视等。

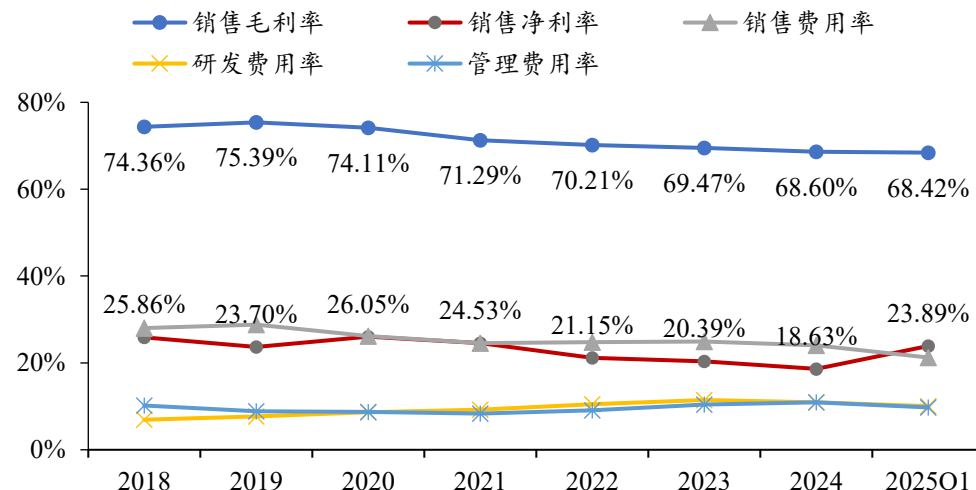
■ 财务指标：

毛利率，自集采执行以来呈现小幅下降趋势，而净利润率在2024年创下了近5年最低。2025Q1净利润率由于销售费用率下降而回升明显。

高值耗材板块整体收入（左）及其增速情况（右）



高值耗材板块整体费用率情况



资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：高值耗材板块主要参考申万医药生物分类并做相应调整，选取行业内相关A股上市公司共22家，如欧普康视、

爱博医疗、南微医学、正海生物、佰仁医疗、西山科技、安杰思等

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

2.1血管介入：增长韧性依旧，冠脉、结构心增长较好

- **冠脉介入**：赛诺医疗2024年冠脉支架销量增长45.44%，2025Q1冠脉收入增速约10%；乐普医疗2024年冠脉植入同比增长6.35%；惠泰医疗2024年冠脉通路同比增长约33.30%。
- **心脏电生理**：惠泰医疗2024年同比增长约19.73%；微电生理2024年同比增长约25.51%（海外增长约62.94%）。
- **结构心脏病**：佰仁医疗2024年心脏瓣膜置换与修复板块同比增长64.28%，其中人工生物心脏瓣膜收入同比增长75.06%；先天性心脏病植介入治疗及外科软组织修复板块分别同比增长15.24%、19.89%；心泰医疗-B同比增长44.72%。
- **外周介入**：惠泰医疗2024年外周介入同比增长37.09%；心脉医疗由于降价等原因收入负增长；先瑞达医疗2024年同比增长12.69%。

主要血管介入器械上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300003.SZ	乐普医疗	-4.39	-33.05	-19.38	-39.58	-21.14	-21.58	-28.41	-23.41	-9.67
688108.SH	赛诺医疗	23.82	72.07	49.81	266.33	24.46	39.17	25.76	42.19	10.75
688617.SH	惠泰医疗	31.71	51.05	28.36	32.80	30.20	24.50	23.05	23.93	23.93
688351.SH	微电生理	-6.33	35.83	34.21	36.11	71.01	21.36	-1.54	31.33	16.77
688198.SH	佰仁医疗	-1.69	37.13	12.46	52.16	17.53	11.35	13.25	85.04	31.30
688016.SH	心脉医疗	10.75	67.25	29.88	28.63	25.38	27.69	-31.65	-20.75	-7.23

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所



2.1 结构心稳步增长，大支架降速，神经介入快速增长

- **左心耳封堵器快速增长。**由于人口老龄化不断加速，房颤发生率不断提升，左心耳封堵术（LAAC）植入量稳步增长。2024年先健科技/心泰医疗左心耳封堵器（含LAAC、PFO）收入增速分别实现12.4%/396.6%。
- **腹主动脉、胸主动脉等大支架进入阶段性调整周期。**先健科技、心脉医疗、美敦力等12家厂商均参与了医保局价格调整谈判，大支架告别十万元以上的时代；根据心脉医疗公告，胸主动脉覆膜支架终端价下调约40%+，腹主动脉覆膜支架终端价下调约20%-35%。
- **神经介入、外周介入（非大支架）快速增长。**由于集采趋于温和，叠加产品版图逐渐丰富，归创通桥、微创脑科学、沛嘉医疗（神介部分）、心玮医疗等神经及外周血管介入业务均实现了较快增长。

证券代码	证券名称	24年收入 (亿元)	24年收入 yoy(%)	24年净利 润(亿元)	24年净利润 yoy(%)	2024年毛利 率(%)
1302.HK	先健科技	13.04	2.88	2.22	-15.52	75.28
2172.HK	微创脑科学	7.62	14.44	2.54	74.63	72.98
2190.HK	归创通桥-B	7.82	48.27	1.00	227.34	71.55
2291.HK	心泰医疗	4.66	44.40	2.46	62.22	89.78
9996.HK	沛嘉医疗-B	6.15	39.53	-2.27	42.28	70.45
6669.HK	先瑞达医疗-B	5.34	12.69	0.52	260.88	75.42
6609.HK	心玮医疗-B	2.78	19.61	-0.14	85.51	65.39

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

2.1心脏瓣膜：行业稳步增长，患者补贴下降

- 主要港股TAVR结束价格战，各家维持稳步增长。2024年主动脉瓣膜置换（TAVR）行业植入量约1.72万例，同比增长24.2%。我们认为TAVR行业增速有所下滑主要系以下原因：1）医疗反腐进入深水区，医保控费严重，目前TAVR是为数不多终端价处于15-25万元的高端医疗器械，医生主观上会收缩植入量指标。2）主要企业价格战结束，告别前期烧钱推广补贴模式，进入稳步增长，兑现扭亏为盈叙事。预计2025年患者补贴有望下降，启明医疗、心通医疗原则上不援助免费患者。建议关注现金流较好（含其他业务）、能够尽快扭亏为盈的公司。
- 25Q1植入量趋同，市占率相当。25Q1启明医疗、沛嘉医疗、心通医疗植入量均在1000例左右。
- 行业变化概览：1）佰仁医疗：继续延续生物瓣对机械瓣的替代，TAVR球扩瓣差异化竞争，25-26年放量在即。2）沛嘉医疗：TAVR市占率提升最快，2024年TAVR收入实现40%增长，2025-2026年反流瓣获批预期强，公司神经介入为TAVR保驾护航；3）心通医疗：二代TAVR已获批欧洲CE，首家TAVR出海，左心耳封堵器快速增长，预计首家扭亏为盈的TAVR标的。

证券代码	证券名称	24年收入 (亿元)	24年收入 yoy(%)	24年净利 润(亿元)	24年净利 润yoy(%)	25Q1收入 (亿元)	25Q1收入 yoy(%)	25Q1净利 润(亿元)	25Q1净利 润yoy(%)	2024年毛 利率(%)
688198.SH	佰仁医疗	5.02	35.41	1.46	27.02	1.00	31.30	0.33	290.69	87.70
9996.HK	沛嘉医疗-B	6.15	39.53	-2.27	42.28					70.45
2160.HK	心通医疗-B	3.62	7.54	-0.49	89.51					69.48
2500.HK	启明医疗-B	4.71	-4.18	-7.14	-1.50					78.11
9877.HK	健世科技-B	NA	NA	-1.78	52.25					

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

2.1血管介入：集采影响仍在持续，但冲击已经过去

- 心血管相关：
 - ✓ 冠脉支架：2022年12月第二轮续采，三年采购周期即将到期，预计2025年下半年会开启下一周期续采。
 - ✓ 心脏电生理：福建电生理集采联盟两年采购周期普遍在2025Q3到期，预计2025年下半年会开启续采等工作。
- 神经介入和神经介入：外周介入类耗材属于介入治疗领域中起步较晚的赛道，2024年，介入类耗材集采加速，从国采到地方采购，多类耗材实现大降价。预计2025年执行集采价格，增长或会承压。
- 国家组织集采：据国家医保局披露，2025年下半年开展第6批高值医用耗材集采。

三大外周血管介入集采概述

	时间	集采品类	采购周期	平均降幅	拟执行时间	涉及上市公司
第五批国家集采	2024年12月	外周血管支架类（下肢动脉支架、非下肢动脉支架、静脉支架）	3年	60%左右	2025年5月	心脉医疗
河北27省血管介入集采联盟	2025年1月	外周血管介入导引通路、血流导向密网支架、颅内球囊扩张导管、外周血管球囊扩张导管	2年	未设置“保底中标”的兜底机制，降幅相对较高	无确定时间，部分省份2025年5月开始	惠泰医疗、赛诺医疗、微创脑科学等
甘肃24省血管介入集采联盟	2024年12月	外周血管介入类微导管(含套装)、微导丝、明胶海绵、栓塞胶、栓塞微球等5类耗材	2年	62.61%	无确定时间，部分省份2025年4月开始	惠泰医疗、瑛泰医疗、乐普医疗等

资料来源：国家高值耗材集采办公室，河北医保局，甘肃医保局，华安证券研究所

2.2骨科：板块向上，国内走出集采影响，出海加速

- 整体来看，2025Q1，收入端板块除了威高骨科均实现正增长，利润端均实现正增长。骨科五大类耗材均已完成集采，自2021年关节开展集采开始，骨科行业进入调整周期，目前看国内已经走出集采影响。国产头部企业以量换价，实现了市场份额提升。
- 2025Q1：春立（收入+3.60%，利润+5.20%），大博（收入+28.80%，利润+67.02%），威高（收入-16.59%，利润+48.37%），凯利泰（收入+7.56%，利润+100.03%），三友（收入+34.72%，利润+711.85%）。
- 出海：春立（2024年海外收入3.53亿元，+78%），威高（2024年出海元年，收入0.54亿元），爱康（经调整后的出海收入2.95亿元，+30%），三友（2024年海外收入0.71亿元）。

主要骨科器械上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
002901.SZ	大博医疗	-9.21	-9.74	-7.63	104.61	9.17	49.85	50.38	48.72	28.80
688236.SH	春立医疗	-4.18	-6.34	33.34	-5.72	-9.95	-46.23	-49.03	-28.53	3.60
688085.SH	三友医疗	24.19	-27.38	-58.51	-39.47	-46.26	3.51	57.30	19.12	34.72
300326.SZ	凯利泰	-7.29	-19.80	-34.44	-7.55	-16.37	0.61	28.29	6.63	7.56
688161.SH	威高骨科	14.71	-45.70	-3.71	-55.83	-10.74	-3.12	20.06	83.78	-16.59

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

2.2骨科：各家业务结构在保优势领域基础上，横向拓展

主要骨科器械上市公司2024年业务结构比较

代码 上市公司	002901.SZ 大博医疗	688161.SH 威高骨科	688085.SH 三友医疗	688236.SH 春立医疗	1789.HK 爱康医疗
市值（亿元）	157.70	102.76	55.10	58.86	63.88
市值货币	人民币	人民币	人民币	人民币	港币
2024年业务结构：					
总收入	21.36	14.53	4.54	8.06	13.46
YOY	39%	13%	-1%	-33%	23%
毛利率	69%	66%	71%	67%	60%
关节	1.89	4.21		6.96	11.34
YOY	21%	46%		-37%	26%
毛利率	33%	48%		67%	60%
脊柱	3.88	4.21	3.09	0.6	1.27
YOY	37%	-11%	-13%	20%	3%
毛利率	68%	71%	66%		
创伤	8.21	2.42	0.19		
YOY	44%	24%	36%		
毛利率	75%	64%	34%		
运医		2.78		0.5	
YOY		22%			
毛利率		85.28			

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2025年6月11日收盘市值

2.2骨科：各家业务结构在保优势领域基础上，横向拓展

主要骨科器械上市公司2024年业务结构比较

代码 上市公司	002901.SZ 大博医疗	688161.SH 威高骨科	688085.SH 三友医疗	688236.SH 春立医疗	1789.HK 爱康医疗
微创外科	3.63				
YOY	26%				
毛利率	78.19%				
神外	1.03				
YOY	27%				
毛利率	82.77%				
齿科	0.67				
YOY	29%				
毛利率	47.69%				
手术器械/有源设备	0.42		1.22		
YOY	27%		33%		
毛利率	67.62%		90%		
其他	1.62	0.91	0.04		0.85
YOY	142%	-10%			
毛利率	58.72	64%			

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

再生医学：集采带来PEEK材料替代钛金属的行业机会

■ 集采带来PEEK材料替代钛金属的行业机会。建议关注第二业务包含高端骨科及再生医学新业务，整体呈现高毛利、强韧性、高壁垒的细分赛道标的，如大博医疗、康拓医疗和迈普医学均有神经外科产品颅颌面修复系统（PEEK），该业务存在集采后替代钛金属的技术迭代逻辑（24年行业增速25-30%）；迈普医学、正海生物、冠昊生物的可吸收硬脑膜补片业务（受集采影响，24年行业增速0-10%），三友医疗超声骨刀业务（24年增速30%）。

证券代码	证券名称	24年收入 (亿元)	24年收入 yoy(%)	24年净利润 (亿元)	24年净利润 yoy(%)	25Q1收入 (亿元)	25Q1收入 yoy(%)	25Q1净利润 (亿元)	25Q1净利润 yoy(%)	毛利率(%)
002901.SZ	大博医疗	21.36	39.29	3.57	505.16	5.50	28.80	1.03	67.04	69.09
688161.SH	威高骨科	14.53	13.18	2.24	99.22	2.90	-16.59	0.52	48.37	66.87
1789.HK	爱康医疗	13.46	23.08	2.74	50.42					60.03
688236.SH	春立医疗	8.06	-33.32	1.25	-55.01	2.30	3.60	0.58	5.20	64.68
300326.SZ	凯利泰	9.85	2.96	-1.06	-193.80	2.65	7.56	0.22	100.03	51.01
688085.SH	三友医疗	4.54	-1.48	0.11	-88.00	1.16	34.72	0.13	711.85	74.27
300238.SZ	冠昊生物	3.77	-6.60	0.27	-11.57	0.95	3.67	0.15	3.30	79.20
300653.SZ	正海生物	3.63	-12.19	1.35	-29.49	0.97	8.68	0.27	-34.06	85.97
688314.SH	康拓医疗	3.22	17.06	0.88	17.07	0.82	17.98	0.24	20.63	79.17
301033.SZ	迈普医学	2.78	20.61	0.79	92.90	0.74	28.84	0.24	61.68	79.24
688613.SH	奥精医疗	2.06	-9.03	-0.13	-123.35	0.42	-10.35	0.01	-84.99	66.69
301580.SZ	爱迪特	8.88	13.81	1.50	2.40	2.05	18.07	0.31	34.21	52.77

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

2.3眼科：集采高价格基数下短期承压

■ 从2025Q1和2024年报来看，眼科器械公司短期受集采影响业绩承压，相对而言，平台型公司仍有较强的韧性。

- ✓ **人工晶状体**：2024年5月起，全国各省陆续执行集采价格，企业出厂价端下调，2025年上半年价格基数仍较高，上半年业绩预计会承压。集采下，多焦点人工晶状体渗透率提升。2024年，爱博医疗人工晶状体销量约173.85万片，同比增长44.93%。
- ✓ **OK镜**：行业竞争加剧，产品同质化严重，同时离焦镜对OK的客群分流，2025年初爱博的OK镜出厂价下调。2024年爱博医疗OK镜销量约40.2万片，同比增长2.40%。欧普康视OK镜销量约66.62万片，同比下降约6.9%。
- ✓ **PR晶体**：2025年初爱博医疗PR产品获批上市，目前正在全国各省试用和推广。

主要眼科器械上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
688050.SH	爱博医疗	44.55	53.20	55.20	104.86	63.55	72.91	49.11	18.26	15.07
688366.SH	昊海生科	29.06	41.99	8.80	22.74	5.68	8.10	0.22	-7.35	-4.25
300595.SZ	欧普康视	8.17	20.88	2.41	32.92	15.71	10.56	1.55	-8.38	2.95

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

2.4外科：关注细分领域优势企业

- 内镜诊疗器械企业：河北联盟对止血夹集采落地，国内的影响基本消化，后续需关注关税对美国出海的影响，关注南微医学、安杰思。
- ✓ 南微医学：2024年海外市场收入13.59亿元，同比+30.44%。其中美洲区域收入5.82亿元，同比+23.5%；欧洲、中东及非洲区域营收4.79亿元，同比+37.1%。2024年公司启动对西班牙公司CreoMedicalS.L.U.51%股权的收购，并于2025年初完成交割。2025年Q1收入+12.75%，归母净利润+12.18%。
- ✓ 安杰思：2024年公司海外营收3.33亿元（yoy+36.19%），占比52.33%。公司销售毛利率72.11%（+1.24pct），净利率46.09%（+3.39pct）。2025Q1公司实现营业总收入1.29亿元，同比增长15.27%；归母净利润0.56亿元，同比增长6.57%。

主要外科器械上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
688576.SH	西山科技	53.84	18.28	25.70	49.88	9.98	-3.61	-15.57	-12.14	-11.20
688581.SH	安杰思	16.70	44.30	32.90	50.44	23.35	32.43	16.34	28.56	15.27
688013.SH	天臣医疗	17.45	22.56	-12.76	12.83	1.26	6.61	27.94	-2.31	9.34
688029.SH	南微医学	24.26	15.35	8.41	42.33	12.72	19.55	13.44	11.54	12.75
300314.SZ	戴维医疗	61.55	43.27	0.62	1.98	-1.61	-30.70	-3.21	-22.11	-22.00

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

目录

03 | 低值耗材：关税扰动海外市场需求，整体增长缓慢

3.1 | 血液透析：集采落地，以价换量，国产厂家充分受益

3.2 | 一次性手套耗材：关税驱使企业加速海外产能建设

3.3 | 药用玻璃瓶器械：关注行业新进竞争者

3.4 | 其他

资料来源：wind、华安证券研究所

低值耗材：2024Q1环比有所恢复，利润率提升

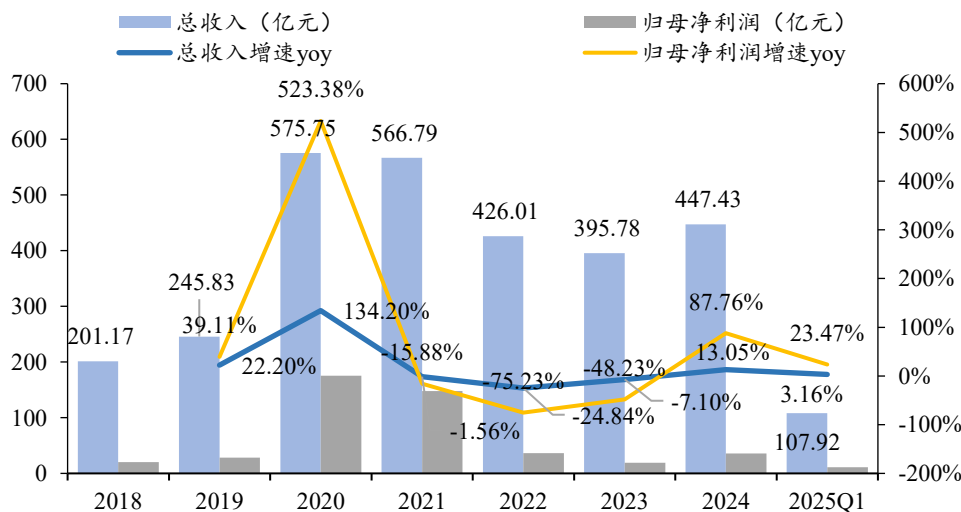
■ 营业收入：

2025Q1低值耗材板块收入增长3.16%，利润端增长约23.47%，趋势上增速较2024Q4有所放缓。从贡献个股来看，主要是英科医疗（25Q1净利润增加1.15亿元）和蓝帆医疗（盈利由负转正）带动。

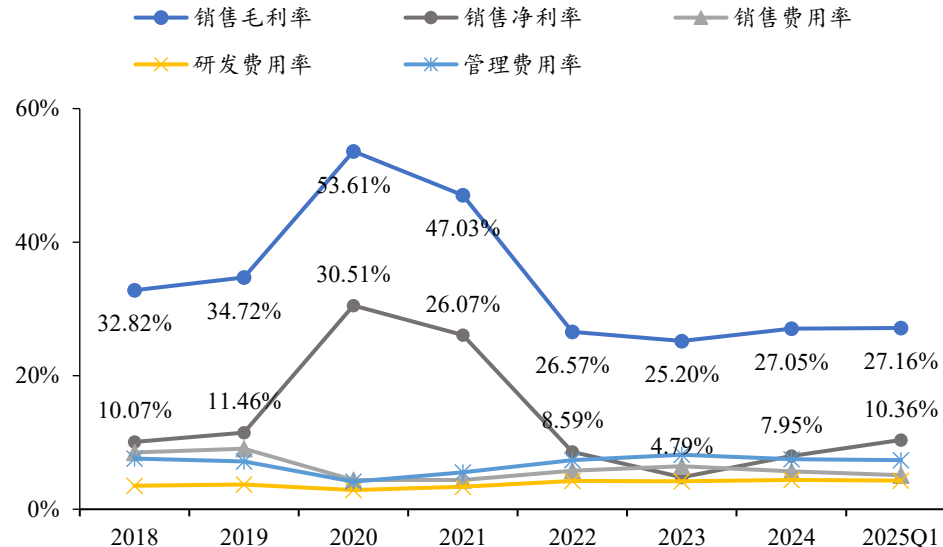
■ 财务指标：

新冠疫情周期后，行业进入平稳发展期，毛利率随着行业供需格局改善而保持提升趋势，净利率也持续抬升。

低值耗材板块整体收入（左）及其增速情况（右）



低值耗材板块整体费用率情况



资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

3.1血透耗材：刚需领域，稳健增长

- 2023年我国大陆接受血液透析治疗的患者91.7万人，同比增长8.6%，而且血液透析新增患者中，糖尿病肾病患者占比为30.5%，排名第一，超过占比为27.4%的原发性肾小球疾病患者，糖尿病已成为我国新增血液透析患者的第一大原发疾病。根据国家卫健委，目前全国有72个常住人口超过10万的县，公立综合县医院还不具备血液透析服务能力。伴随血透服务的持续完善以及国家政策的扶持，血液透析的市场空间将进一步打开。
- ✓ **三鑫医疗**：2024年公司血透耗材收入12.2亿元，同比增长28.2%。海外市场收入2.74亿元，同比增长39.7%。海外市场，公司在印尼、秘鲁、墨西哥等国家产品注册完成，并加速推进俄罗斯、土耳其等市场的认证进程，海外高速增长趋势显现。
- ✓ **山外山**：2024年公司血液净化耗材营收1.3亿元（+26.1%），得益于公司积极推动血液净化耗材的研发及产业化。同时，公司自产耗材销售收入快速增长，同比+208.2%。2024年，公司血液透析机设备市占率约为16.0%，在国产自主品牌排名第一；CRRT设备市占率15.2%，在国产品牌中位居第一。

主要血透器械上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300453.SZ	三鑫医疗	-15.11	-8.82	7.36	5.31	21.34	15.05	13.69	12.97	8.88
300529.SZ	健帆生物	-17.90	-48.70	0.51	-6.31	30.00	70.91	47.74	10.37	-26.40
688410.SH	山外山	187.14	133.75	71.08	-6.73	-16.03	-42.75	-22.39	30.42	16.77
603014.SH	威高血净									6.44
300246.SZ	宝莱特	18.09	20.46	-7.62	-23.23	-22.55	-15.92	-5.40	4.41	-7.17
301097.SZ	天益医疗	8.87	-0.73	-9.52	-12.32	9.39	18.02	12.34	1.44	1.65

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

3.2 一次性手套：关税扰动行业复苏进程

■ 一次性手套行业自2022年开始进入调整期，随着行业内高成本的产能逐渐退出市场以及渠道库存消化完成，2024年一季度开始行业呈现出复苏态势，行业内如英科医疗业绩迎来大幅增长。与此同时，2024年下半年开始中美关税政策成为扰动行业复苏的重大事件，**中国厂家已全部将产能转移到出口非美国区域，同时加快海外产能建设进度，如在东南亚建厂。**

- ✓ **英科医疗：**目前公司一次性丁腈手套产能达到560亿只，一次性PVC手套产能达到310亿只。公司目前在印尼、越南建设海外产能，预计2025年底能投入使用。2025Q1公司收入增长13.20%，利润端实现3.53亿元，增长48.08%。
- ✓ **蓝帆医疗：**2025Q1公司利润端扭亏为盈，主要是心血管业务贡献利润。2025年一季度心血管业务收入超过3.6亿元，同比增长约26%。健康防护事业部2025年一季度主要受美国对中国关税政策影响，自2024年11月起公司出口到美国的一次性丁腈手套订单大幅减少，叠加2024年四季度起丁腈手套、PVC手套价格下跌，综合导致健康防护事业部一季度呈现亏损。

主要一次性手套上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300677.SZ	英科医疗	-31.25	18.55	18.70	33.90	40.06	34.08	48.04	29.21	13.20
300981.SZ	中红医疗	-24.62	61.76	96.03	48.77	26.22	6.42	18.35	18.12	15.45
002382.SZ	蓝帆医疗	-15.70	-8.49	11.93	17.27	32.96	32.80	24.68	19.07	1.59

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

3.3 药用玻璃：集采、行业竞争、关税是重要关注点

■ 受医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响，下游客户市场需求波动，2025Q1产品销量减少。中美关税因素亦或影响出口及原材料硼砂进口成本。

- ✓ **山东药玻**：2025Q1收入下降1.97%，利润增长1.29%。2024年公司模制瓶销量为37.5万吨，同比-0.4%，需求承压、竞争加剧下模制瓶收入增速放缓。
- ✓ **正川股份**：2025Q1收入下降34.24%，利润下降48.15%。
- ✓ **力诺药包**：2025Q1收入增长3.38%，利润增长63.36%。2024年4月公司中硼硅模制注射剂瓶成功转A，2024年10月公司中硼硅玻璃输液瓶（规格50ml-1000ml）转A成功。

主要药用玻璃上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
600529.SH	山东药玻	18.66	26.91	23.63	9.16	2.50	11.19	-0.99	-0.62	-1.97
603976.SH	正川股份	0.41	19.55	22.34	13.11	8.94	-3.20	-32.36	-17.75	-34.24
301188.SZ	力诺药包	18.99	27.1	18.39	1.29	18.99	23.69	17.75	-2.39	3.38
301093.SZ	华兰股份	19.42	6.74	8.51	-4.36	-19.05	7.24	-7.81	-3.28	15.03

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

3.4其他：出口型企业较多，关税影响程度不一

■ 其他低值耗材出口型企业涉及领域较多，包括注射穿刺类、耗材类（IVD、实验室、医疗等）。

- ✓ **维力医疗**：2025Q1收入增长12.60%，利润增长17.25%。公司墨西哥生产基地目前正在稳步推进中，争取在2026年一季度完成一期工程建设并投入使用。公司正在东南亚布局海外第二个生产基地，如果进展顺利，预计年内可以完成一期工程的建设和投产。公司产品结构不断丰富和优化，逐步从低值耗材为主转向低值和中高值耗材并行。

其他低值耗材上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2024年海外收入占比（%）	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
301093.SZ	华兰股份	16.19	19.42	6.74	8.51	-4.36	-19.05	7.24	-7.81	-3.28	15.03
603301.SH	振德医疗	58.04	2.82	-33.06	-36.87	-52.69	-25.88	7.25	19.92	24.04	2.87
603309.SH	维力医疗	52.82	20.16	-11.79	-13.14	14.41	-14.49	26.39	18.16	9.32	12.60
605369.SH	拱东医疗	60.25	-34.96	-48.58	-33.15	-9.21	20.22	21.46	10.94	6.39	-2.74
688026.SH	洁特生物	62.84	-60.98	-23.20	1.84	3.03	32.30	12.75	16.22	25.77	26.00
300151.SZ	昌红科技	75.31	-2.87	-16.80	-33.31	-40.33	-18.11	9.21	32.74	33.53	6.70
603987.SH	康德莱	34.29	-20.82	-23.18	-21.63	-19.79	-17.03	-6.77	-2.10	-3.73	-3.82
301122.SZ	采纳股份	90.61	-52.79	-16.82	12.84	32.66	65.52	-24.01	-16.14	-18.06	-34.28
301234.SZ	五洲医疗	96.88	-2.60	24.30	-6.35	-21.23	-23.28	-23.35	-5.48	13.28	15.59

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

目录

04 | 体外诊断：国内多重影响因素仍在持续，等待行业拐点到来

4.1 | 分子诊断：呼吸道检测仍是行业蓝海市场

4.2 | 化学发光：集采逐步落地，国产替代正当时

资料来源：wind、华安证券研究所

4.1分子诊断：肿瘤用药伴随诊断和分子呼吸道联检增长亮眼

- 呼吸道分子检测成为新蓝海：2024年圣湘生物呼吸道检测收入约8-9亿元，同比增长超100%。
- 伴随诊断需求刚性，院外检测样本回流：疫情结束后，肿瘤患者的异地就医恢复，肿瘤用药伴随诊断需求恢复，同时由于行业合规趋严，院外检测标本回流到院内，对于有IVD类产品的检测企业较为利好。艾德生物2025Q1收入增长16.63%，净利润增长40.92%。

分子诊断上市公司季度收入增速表（单位：%）

证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
002030.SZ	达安基因	-89.86	-94.11	-88.49	-87.51	-41.85	3.53	-37.71	-22.62	-14.71
688289.SH	圣湘生物	-86.44	-81.40	-85.14	-84.28	100.31	40.21	54.08	13.59	21.62
300685.SZ	艾德生物	-5.28	41.34	20.38	38.28	19.53	17.53	22.53	-22.31	16.63
300639.SZ	凯普生物	-80.00	-77.13	-82.77	-81.04	-39.39	-25.86	-17.47	-19.12	-26.78
002932.SZ	明德生物	-85.03	-94.03	-96.01	-95.96	-83.63	-43.50	-19.26	0.68	14.76
688317.SH	之江生物	-89.59	-90.65	-85.55	-84.41	-39.27	-30.69	-26.25	-40.59	-37.27
688399.SH	硕世生物	-93.82	-94.69	-91.26	-89.79	-3.12	-6.73	0.92	-35.68	0.54
688393.SH	安必平	-24.44	-1.82	8.92	7.31	11.82	5.32	-13.20	-17.28	-28.51
688217.SH	睿昂基因	17.84	-43.20	-28.53	-60.90	12.84	-0.11	-23.04	-11.31	-14.72
688193.SH	仁度生物	-58.44	-45.98	-47.37	-25.79	15.60	1.46	18.60	-1.28	-9.22

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所



4.2 生化、发光均处于阶段性调整，拐点未至

- **IVD行业仍未出现拐点。**以安图生物为例，24H2国内IVD行业出现负增长，主要是由于集采价格调整、DRGs贯彻落实、试剂拆包及检验互认等影响所致的临床端需求萎缩，我们预计25H1的负增长会延续；该推论可以由25Q1迈瑞医疗、安图生物、新产业、亚辉龙、迈克生物的国内IVD甚至发光部分增速为负数加以验证。
- **关注海外化学发光增速，关注呼吸道产品爆发式需求。**海外化学发光增速均较快，竞争格局和市场空间均好于国内，跟踪非美国地区增长较快公司，推荐新产业、亚辉龙等；国内外等地流行呼吸道病原体（甲乙流、肺支、副流感、禽流感等）有较好的爆发性增长也可关注，在美国有产能亦可，如万孚生物、九安医疗、东方生物、圣湘生物、英诺特。

证券代码	证券名称	24年收入 (亿元)	24年收入 yoy(%)	24年净利 润(亿元)	24年净利 润yoy(%)	25Q1收入 (亿元)	25Q1收入 yoy(%)	25Q1净利 润(亿元)	25Q1净利 润yoy(%)	2024年毛 利率(%)
300832.SZ	新产业	45.35	15.41	18.28	10.57	11.25	10.12	4.38	2.65	70.70
603658.SH	安图生物	44.71	0.62	11.94	-1.89	9.96	-8.56	2.70	-16.76	65.60
688575.SH	亚辉龙	20.12	-2.02	3.02	-15.06	4.18	-3.13	0.10	-84.63	64.70
300463.SZ	迈克生物	25.49	-11.98	1.27	-59.44	5.10	-17.22	0.24	-80.09	54.88
688389.SH	普门科技	11.48	0.20	3.45	5.12	2.15	-29.70	0.54	-49.93	66.53
688468.SH	科美诊断	4.36	-2.03	1.27	-13.77	0.81	-27.01	0.15	-62.12	72.29
002432.SZ	九安医疗	25.92	-19.77	16.69	33.33	5.07	-33.49	2.66	7.62	70.32
688289.SH	圣湘生物	14.58	44.78	2.76	-24.23	4.75	21.62	0.92	13.22	76.74
300482.SZ	万孚生物	30.65	10.85	5.62	15.18	8.00	-7.06	1.89	-13.37	64.20
300406.SZ	九强生物	16.59	-4.75	5.33	1.70	3.20	-18.81	0.83	-30.99	79.38
300685.SZ	艾德生物	11.09	6.27	2.55	-2.53	2.72	16.63	0.90	40.92	84.51
688606.SH	奥泰生物	8.67	14.83	3.02	67.50	2.08	4.28	0.61	36.68	56.97
688298.SH	东方生物	8.28	0.95	-5.29	-33.06	1.92	4.94	-1.15	-71.41	30.60
688253.SH	英诺特	6.21	29.99	2.47	41.92	2.07	-26.51	0.95	-34.77	79.49
688399.SH	硕世生物	3.50	-13.29	-0.02	99.46	0.92	0.54	0.13	-68.01	58.87
688338.SH	赛科希德	3.06	11.03	1.13	-3.35	0.69	-9.47	0.23	-23.98	61.09
688426.SH	康为世纪	1.26	-26.54	-1.57	-86.25	0.43	49.31	-0.23	21.49	53.91

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

目录

05 | 重要标的推荐

资料来源：wind、华安证券研究所

重点推荐标的概览

所属领域	证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE (2025)	归母净利润 (亿元)				投资亮点/催化点
					2024A	2025E	2026E	2025-2026E CAGR	
医疗设备	688212.SH	澳华内镜	62.71	116	0.21	0.54	0.96	114%	去库存+AQ400预计年底推出
医疗设备	688271.SH	联影医疗	1,056.57	59	12.62	18.02	24.08	38%	国产高端影像设备/放疗设备龙头企业+出海加速
医疗设备	688301.SH	奕瑞科技	178.11	30	4.65	5.84	7.36	26%	掌握X线探测器核心技术，新业务高速增长
医疗设备	300298.SZ	三诺生物	123.35	27	3.26	4.56	5.73	33%	CGM海外市场拓展顺利+2026年预计盈亏转正
医疗设备	688626.SH	翔宇医疗	58.69	39	1.03	1.51	1.94	37%	脑机接口技术赋能康复设备实现升级
医疗设备	688580.SH	伟思医疗	42.49	32	1.02	1.34	1.6	25%	精神康复领域占有率高+医美设备放量
医疗设备	688273.SH	麦澜德	27.79	21	1.02	1.35	1.7	29%	盆底康复稳健+医美板块放量
医疗设备	301367.SZ	瑞迈特	71.50	32	1.55	2.23	2.92	37%	国内消费渗透率提升+营销改革+美国市场需求恢复
医疗设备	301363.SZ	美好医疗	98.13	21	3.64	4.77	6.15	30%	胰岛素注射笔、CGM交付放量
高值耗材	688617.SH	惠泰医疗	417.68	46	6.73	9.07	11.97	33%	冠脉、外周、心脏电生理集采加速国产替代
高值耗材	688351.SH	微电生理	92.28	128	0.52	0.72	1.04	41%	心脏电生理房颤冰火电全能量源平台布局
高值耗材	688050.SH	爱博医疗	133.47	29	3.88	4.68	6.1	25%	双焦点人工晶状体放量+美瞳业务盈利能力提升
高值耗材	688236.SH	春立医疗	59.59	30	1.25	1.99	2.56	43%	国内业务走出集采影响+出海拓展顺利
高值耗材	301033.SZ	迈普医学	37.86	34	0.79	1.1	1.57	41%	脑膜、peek等集采放量，止血纱已拿全科适应症
高值耗材	688085.SH	三友医疗	52.60	58	0.11	0.9	1.54	266%	脊柱国内集采影响出清+超声骨刀高速增长
高值耗材	2190.HK	归创通桥	68.18	39	1.00	1.55	2.4	55%	神介和外周业务高速增长
低值耗材	301122.SZ	三鑫医疗	41.37	15	2.27	2.79	3.36	22%	国内集采加速市场份额提升+出海高速增长
低值耗材	603309.SH	维力医疗	36.55	14	2.19	2.67	3.18	20%	向中高值耗材拓展+海外产能快速拓展
IVD	688575.SH	亚辉龙	82.43	21	3.02	3.85	4.9	27%	自免等特色项目带动装机和常规项目放量



联影医疗：海外业务增长亮眼，高端产品全面突破

- (1) 国内医学影像设备先驱，产线齐全媲美GPS。公司各类设备三甲医院入驻率逐年提升，临床认可度高。
- (2) 自主研发，供应链自主可控。公司坚持自主生产模式，持续向内攻坚核心部件与底层技术，避免受关键零部件“卡脖子”的风险。目前公司已实现MR全部核心部件（磁体、梯度、射频和谱仪）、MI部分核心材料及部件（闪烁晶体、探测器）、CT部分核心部件（探测器、高压发生器）、RT部分核心部件（加速管、多叶光栅）的自研或自产。
- (3) 国内市场优势显著，海外拓展渐入佳境。国内市场，公司各产品线排名均处于国内行业前列，国产替代叠加设备以旧换新等利好政策，国内份额将进一步提升；海外市场有序扩张，海外业务收入为22.20亿元（YOY+33.81%），随着海外服务网络持续拓展以及高端产品在国际医疗机构覆盖率的提升，公司海外业务仍有较大增长潜力。

投资建议： 预计2025-2027年归母净利润分别实现18.02亿元、24.08亿元和32.59亿元，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300	12164	14488	17612
收入同比 (%)	-9.7%	18.1%	19.1%	21.6%
归属母公司净利润	1262	1802	2408	3259
净利润同比 (%)	-36.1%	42.8%	33.6%	35.3%
毛利率 (%)	48.5%	50.2%	51.3%	52.3%
ROE (%)	6.3%	8.4%	10.2%	12.3%
每股收益 (元)	1.54	2.19	2.92	3.95
EV/EBITDA	62.49	41.61	32.58	24.64

资料来源：wind、华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

联影医疗：收入拆分与盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,034.68	2,979.45	5,761.03	7,253.76	9238.12	11410.77	10300.10	12164.15	14487.62	17612.04
yoy		46.43%	93.36%	25.91%	27.36%	23.52%	-9.73%	18.10%	19.10%	21.57%
高端医学影像诊断及放射治疗设备	1858.95	2610.05	5250.87	6623.78	8197.45	9927.401	8444.94	9904.06	11342.94	13222.84
yoy		40.40%	101.18%	26.15%	23.76%	21.10%	-14.93%	17.28%	14.53%	16.57%
毛利率	39.48%	43.17%	48.98%	49.85%	48.40%	47.93%	49.52%	48.95%	49.34%	49.52%
CT	773.93	1017.31	2571.54	3421.35	3772.21	4065.67	3048.16	3655.56	3925.68	4391.93
yoy		31.45%	152.78%	33.05%	10.26%	7.78%	-25.03%	19.93%	7.39%	11.88%
毛利率	42.19%	46.54%	51.00%	49.56%	46.14%	46.29%	54.11%	47.20%	47.60%	48.26%
MR	655.09	910.49	1232.04	1528.90	2069.04	3279.47	3192.28	3252.01	3897.85	4850.23
yoy		38.99%	35.32%	24.09%	35.33%	58.50%	-2.66%	1.87%	19.86%	24.43%
毛利率	31.83%	32.80%	38.45%	42.15%	40.40%	41.76%	39.24%	41.73%	42.16%	42.72%
XR	292.33	363.38	823.60	493.57	572.28	760.18	586.89	786.11	891.86	957.94
yoy		24.31%	126.65%	-40.07%	15.95%	32.83%	-22.80%	33.94%	13.45%	7.41%
毛利率	38.48%	41.59%	44.21%	48.14%	52.00%	52.00%	53.00%	54.00%	55.00%	55.00%
MI	137.59	309.82	576.45	1040.23	1531.53	1552.28	1299.10	1853.54	2201.08	2509.23
yoy		125.18%	86.06%	80.45%	47.23%	1.35%	-16.31%	42.68%	18.75%	14.00%
毛利率	62.81%	64.28%	68.99%	63.95%	64.30%	64.30%	64.30%	64.30%	64.30%	64.30%
RT		9.05	47.24	139.73	252.38	269.81	318.52	356.84	426.47	513.51
yoy			422.19%	195.81%	80.62%	6.90%	18.05%	12.03%	19.51%	20.41%
毛利率		47.75%	53.14%	42.47%	43.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%

资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

联影医疗：收入拆分与盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
提供维修及技术服务、劳务	60.27	164.65	283.78	439.43	748.97	1,069.38	1,355.93	1,719.26	2,578.89	3,868.33
yoy		173.19%	72.35%	54.85%	70.44%	42.78%	26.80%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	28.88%	31.67%	51.37%	48.21%	55.79%	61.72%	63.43%	64.00%	64.50%	65.00%
占比	2.96%	5.53%	4.93%	6.06%	8.11%	9.37%	13.16%	14.13%	17.80%	21.96%
软件销售收入	64.90	159.82	161.56	84.16	77.59	174.47	83.19	124.79	149.75	104.82
yoy		146.26%	1.09%	-47.91%	-7.81%	124.86%	-52.32%	50.00%	20.00%	-30.00%
毛利率	37.87%	34.75%	38.60%	46.60%	25.54%	38.36%	59.32%	45.00%	45.00%	45.00%
占比	3.19%	5.36%	2.80%	1.16%	0.84%	1.53%	0.81%	1.03%	1.03%	0.60%
其他业务	50.57	44.93	64.83	106.39	214.11	239.52	416.04	416.04	416.04	416.04
yoy		-11.15%	44.29%	64.11%	101.25%	11.87%	73.70%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	37.17%	24.14%	31.55%	30.02%	27.06%	24.90%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

澳华内镜：享软镜赛道国产替代行业β+新产品放量α

投资亮点：

- (1) 好赛道+国产替代有望加速+招采恢复。国产软镜的技术壁垒较高，国产品牌的市场份额相对外资仍较低，奥林巴斯一家独大，占据行业近60%的份额，澳华内镜的软镜市占率提升至2023年的6.17%，位于行业内第三。2024年由于行业招采受多因素影响而出现下滑，2024年第四季度以来呈现出较强的恢复态势，预计随着公司渠道库存出清，公司将重回高增长趋势。
- (2) AQ300持续放量，AQ400上市在望。公司专注于软镜设备生产，新一代产品AQ-300，主打三甲等高端医院，2024年收入占比已达到49.5%，2025年底或2026年初公司AQ400也会推出，届时将进一步稳固公司行业地位，提升与进口品牌的竞争力。

投资建议：预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.43亿元、0.81亿元和1.25亿元，维持“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	750	844	1060	1333
收入同比 (%)	10.5%	12.5%	25.7%	25.8%
归属母公司净利润	21	43	81	125
净利润同比 (%)	-63.7%	103.0%	90.3%	54.2%
毛利率 (%)	68.1%	68.4%	69.5%	69.5%
ROE (%)	1.5%	3.0%	5.4%	7.7%
每股收益 (元)	0.16	0.32	0.60	0.93
EV/EBITDA	61.90	144.48	76.03	50.00

资料来源：wind、华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

澳华内镜：享软镜赛道国产替代行业 β +新产品放量 α

收入结构	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入 (亿元)	1.56	2.98	2.63	3.46	4.45	6.78	7.48	8.44	10.60	13.33
Growth (%)		91.48%	-11.63%	31.64%	27.56%	52.25%	10.39%	12.76%	25.66%	25.76%
内镜设备 (亿元)	1.51	2.94	2.61	3.44	4.42	6.64	7.36	8.31	10.47	13.20
占比 (%)		98.78%	99.28%	99.27%	99.32%	97.98%	98.44%	98.55%	98.80%	99.00%
Growth (%)		94.48%	-11.19%	31.63%	28.56%	50.19%	10.91%	12.89%	25.97%	26.02%
主机 (亿元)	0.37	0.66	0.44	0.65	1.01	1.58	1.72	1.91	2.35	2.86
占比 (%)		22.13%	16.89%	18.90%	22.64%	23.30%	22.97%	22.66%	22.15%	21.48%
Growth (%)		78.24%	-32.58%	47.31%	36.49%	56.65%	8.84%	11.24%	22.85%	21.92%
镜体 (亿元)	0.69	1.47	1.37	1.89	2.36	3.83	4.42	5.00	6.50	8.45
占比 (%)		49.46%	52.03%	54.47%	52.92%	56.54%	59.06%	59.27%	61.31%	63.38%
Growth (%)		112.91%	-7.04%	37.82%	25.96%	62.66%	15.29%	13.17%	30.00%	30.00%
周边设备 (亿元)	0.17	0.47	0.50	0.50	0.57	0.81	1.02	1.18	1.37	1.60
占比 (%)		15.91%	18.82%	14.49%	12.70%	11.90%	13.61%	14.00%	12.95%	11.99%
Growth (%)		174.54%	4.48%	1.35%	22.86%	42.62%	26.28%	16.02%	16.22%	16.42%
内镜耗材 (亿元)	0.28	0.34	0.30	0.40	0.49	0.42	0.21	0.22	0.25	0.29
占比 (%)		11.27%	11.54%	11.41%	11.06%	6.25%	2.81%	2.63%	2.38%	2.16%
Growth (%)		20.60%	-9.49%	30.15%	24.52%	-14.01%	-50.35%	5.50%	13.94%	13.94%
维修服务 (亿元)	0.04	0.04	0.02	0.03	0.03	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13
占比 (%)		1.22%	0.72%	0.73%	0.68%	1.72%	1.56%	1.45%	1.20%	1.00%
Growth (%)		-14.91%	-47.67%	33.15%	18.71%	288.08%	0.00%	4.54%	4.56%	4.58%

资料来源：wind，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

奕瑞科技：X线影像设备一站式供应商，打破国外技术垄断

投资亮点：

- （1）长期发展主逻辑很顺，公司从X射线平板探测器拓展到其他核心零部件及整体解决方案等业务，下游应用涉及医疗设备（DR、CT、DSA等等）、工业等领域，产能在2025年逐渐开始投产，公司目前业务规划能够支撑起当前规模的5倍。公司也具备核心竞争力，技术层面打破进口垄断，成本方面优势巨大，2030年我们预计公司收入规模达到百亿元。
- （2）短期来看，公司目前主业，医疗、口腔、工业（新能源、半导体）均有恢复迹象，种子业务如射线源、整机组装业务保持50%以上高速增长。2025-2026年公司利润端有望实现20-25%以上增速，2027年以后随着公司产能投产，收入实现30-35%复合增速。

投资建议：预计公司2025-2027年归母净利润分别为5.97亿元、7.90亿元、10.44亿元，“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1831	2266	3100	4133
收入同比 (%)	-1.7%	23.7%	36.8%	33.3%
归属母公司净利润	465	597	790	1044
净利润同比 (%)	-23.4%	28.3%	32.3%	32.2%
毛利率 (%)	50.1%	49.0%	46.8%	46.5%
ROE (%)	10.0%	11.4%	13.1%	14.8%
每股收益 (元)	3.26	4.17	5.52	7.30
EV/EBITDA	24.90	21.80	15.02	12.59

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

奕瑞科技：X线影像设备一站式供应商，打破国外技术垄断

(人民币 亿元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入结构								
总收入（亿元）	7.84	11.87	15.50	18.65	18.31	22.66	31.00	41.33
Growth (%)	43.59%	51.40%	30.58%	20.32%	-1.80%	23.75%	36.77%	33.33%
毛利率	51.80%	55.25%	57.34%	57.84%	50.09%	49.01%	46.77%	46.52%
营业成本（亿元）	3.78	5.31	6.61	7.86	9.14	11.56	16.50	22.10
数字X线探测器（亿元）	7.40	11.26	14.50	16.94	14.90	17.14	20.00	23.18
占比 (%)	94.39%	94.86%	93.55%	90.83%	81.36%	75.61%	64.51%	56.08%
Growth (%)	42.31%	52.16%	28.77%	16.83%	-12.04%	15.00%	16.70%	15.91%
毛利率				61.12%	56.65%	56.65%	56.65%	56.65%
整体解决方案（亿元）				0.27	0.96	1.90	2.85	5.70
占比 (%)					5.27%	8.38%	9.19%	13.79%
Growth (%)					257.22%	96.99%	50.00%	100.00%
毛利率					38.27%	40.00%	41.00%	42.00%
其他核心零部件收入（亿元）				0.87	1.26	1.83	2.52	3.68
占比 (%)				4.66%	6.88%	8.07%	8.14%	8.90%
Growth (%)					44.83%	45.24%	37.87%	45.85%
毛利率				15.57%	13.32%	15.00%	20.00%	25.00%
硅基OLED背板收入（亿元）						0.50	4.20	7.20
占比 (%)						2.21%	13.55%	17.42%
Growth (%)							740.00%	71.43%
毛利率						30.00%	30.00%	35.00%
其他业务收入（亿元）	0.44	0.61	1.00	0.57	1.18	1.30	1.43	1.57
占比 (%)	5.61%	5.14%	6.45%	3.06%	6.44%	5.73%	4.61%	3.80%
Growth (%)	69.23%	38.64%	63.93%	-43.00%	107.02%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率				20.00%	16.61%	16.61%	16.61%	16.61%

资料来源：华安证券研究所预测

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



伟思医疗：公司磁刺激全面领先，大康复和医美赛道布局前瞻

- 投资亮点：
- （1）公司磁刺激产品全面领先，产品应用于多个康复场景（包括盆底及产后康复、精神/神经康复等），行业领先。
 - （2）公司战略升级，进入康复机器人和医美能量源设备市场，打造公司磁刺激外的第二成长曲线。
 - （3）公司分红比例高，2024年股息率接近3%，而且公司业务稳健，持续性强。

投资建议：
预计公司2025-2027年归母净利润分别实现1.34亿元、1.60亿元和1.92亿元，维持“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	400	473	561	668
收入同比 (%)	-13.4%	18.2%	18.6%	19.1%
归属母公司净利润	102	134	160	192
净利润同比 (%)	-25.2%	31.8%	19.2%	20.0%
毛利率 (%)	65.4%	65.8%	66.1%	66.4%
ROE (%)	6.3%	7.6%	8.3%	9.1%
每股收益 (元)	1.07	1.40	1.67	2.01
EV/EBITDA	14.51	23.90	16.25	13.29

资料来源：wind、华安证券研究所

伟思医疗：公司磁刺激全面领先，大康复和医美赛道布局前瞻

	2020	2021	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	378.37	430.04	321.92	462.23	400.06	472.69	560.83	668.00
YOY(%)	18.66	13.66	-25.14	43.59	-13.45	18.15	18.65	19.11
毛利率(%)	73.63	74.78	64.58	71.58	65.45	65.80	66.13	66.43
磁刺激类	100.95	169.18	136.61	199.55	171.78	212.58	263.06	325.54
收入YOY(%)	46.33	67.59	-19.25	46.07	-13.92	23.75	23.75	23.75
毛利率(%)	83.48	81.41	78.36	77.00	70.07	70.07	70.07	70.07
电刺激类	155.37	128.09	58.92	62.94	36.67	42.17	48.50	55.77
YOY(%)	6.90	-17.56	-54.00	6.82	-41.74	15.00	15.00	15.00
毛利率(%)	70.75	71.05	70.24	70.24	60.07	60.07	60.07	60.07
耗材及配件	57.55	59.68	57.89	76.18	79.33	86.47	94.25	102.73
YOY(%)	5.93	3.70	-3.00	31.60	4.13	9.00	9.00	9.00
毛利率(%)	63.88	65.81	64.74	67.00	66.55	66.55	66.55	66.55
电生理类	49.45	59.41	50.50	64.78	64.94	81.18	101.47	126.84
YOY(%)	47.61	20.14	-15.00	28.28	0.25	25.00	25.00	25.00
毛利率(%)	74.76	74.15	71.79	71.00	68.27	68.27	68.27	68.27
其他产品	13.31	12.38	10.00	14.67	13.08	13.08	13.08	13.08
YOY(%)	-10.49	-6.99	-	-	-	0%	0%	0%
毛利率(%)	68.86	69.02	61.97	61.97	23.75	23.75	23.75	23.75
其他业务	1.74	1.31	2.00	6.78	4.72	4.72	4.72	4.72
YOY(%)	-5.95	-24.71	52.67	-	-	-	-	-
毛利率(%)	86.60	75.23	89.42	89.42	96.41	96.41	96.41	96.41

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

麦澜德：聚焦女性健康和美，提供多元产品及解决方案

投资亮点：

- （1）专注于女性健康和美，在盆底康复和生殖康复两个领域深耕，服务产后女性、不孕不育女性及中老年女性群体，市场受众广，且下游科室及终端患者群体支付能力强，占用医保费用低。
- （2）公司产品组合丰富，且产品之间形成生态系统，与客户的粘性更紧，2024年公司推出的PI-ONE产品巩固了公司在盆底康复领域的市场地位，拉开了与同行之间的竞争差距。
- （3）公司新产品不断推出，2025年公司推出了医美领域多款产品，且公司在民营医美和院外医美渠道基础好，2024年公司生殖抗衰及康复板块收入约1.10亿元，同比增长超100%。
- （4）2024年公司分红比例约77.05%，股息率约3.46%。

投资建议：

预计2025-2027年公司归母净利润分别实现1.35亿元、1.70亿元和2.15亿元，对应PE估值分别为20x、16x和12x，维持公司“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	425	523	640	782
收入同比 (%)	24.6%	23.3%	22.3%	22.1%
归属母公司净利润	102	135	170	215
净利润同比 (%)	13.1%	33.3%	25.9%	26.1%
毛利率 (%)	72.0%	72.3%	72.6%	72.9%
ROE (%)	7.7%	9.3%	10.5%	11.6%
每股收益 (元)	1.03	1.35	1.70	2.15
EV/EBITDA	13.49	11.24	8.15	5.95

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

麦澜德：聚焦女性健康和美，提供多元产品及解决方案

	2020	2021	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	3.37	3.41	3.77	3.41	4.25	5.23	6.40	7.82
yoy	32.16%	1.19%	10.58%	-9.61%	24.72%	23.10%	22.27%	22.15%
盆底及产后康复系列	2.44	2.12	2.05	1.63	1.67	1.96	2.28	2.63
yoy	38.64%	-13.11%	-3.26%	-20.74%	3.04%	17.03%	16.27%	15.49%
毛利率			70.20	74.74	68.56	68.56	68.56	68.56
占总收入比例	72%	62%	54%	48%	39%	37%	36%	34%
耗材及配件	0.82	0.99	0.98	0.95	1.19	1.43	1.72	2.06
yoy	7.89%	20.73%	-1.01%	-3.47%	26.22%	20%	20%	20%
毛利率	67.67	70.01	65.64	67.82	71.59	71.59	71.59	71.59
占总收入比例	24%	29%	26%	28%	28%	27%	27%	26%
运动康复	0.06	0.08	0.17	0.13	0.19	0.24	0.30	0.37
yoy						29%	25%	23%
毛利率			77.41%	74.05%	70.64%	70.64%	70.64%	70.64%
生殖康复/抗衰		0.16	0.27	0.48	1.10	1.50	2.00	2.65
yoy			69%	78%	128%	37%	33%	33%
毛利率			86.53%	87.61%	79.34%	79.34%	79.34%	79.34%
其他产品			0.06	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
毛利率			87.70%	79.31%	59.15%	59.15%	59.15%	59.15%
其他业务	0.02	0.03	0.24	0.20	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率		70.00	35.00	14.19	52.59	52.59	52.59	52.59

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

翔宇医疗：持续加大研发投入力度，深度布局脑机接口技术

投资亮点：

- (1) 加码研发，2024年研发投入1.5亿元（yoy+42%），公司在总部、郑州、天津、南京、成都、深圳、上海、杭州、西安等地开展研发中心的建设，组建康复机器人实验室、筹建Sun-BCILab脑机接口实验室，聚焦五大研发方向，涵盖了脑电采集装置、脑控产品、生活场景类产品、自研算法、大脑生物医学，其中脑电图机、脑电采集装置、精神心理类预计2025年下半年将有产品取得医疗器械注册证。
- (2) 公司深耕大康复全赛道二十余年，持续深化国内市场纵深布局，积极开拓全球市场。在居民老龄化+消费升级+康复科新基建的带动下，康复设备的采购周期有望到来。

投资建议：

预计2025-2027年公司归母净利润分别实现1.51亿元、1.94亿元和2.51亿元，维持公司“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	744	848	972	1121
收入同比 (%)	-0.2%	14.1%	14.6%	15.3%
归属母公司净利润	103	151	194	251
净利润同比 (%)	-54.7%	46.5%	28.8%	29.3%
毛利率 (%)	67.4%	68.0%	68.2%	69.9%
ROE (%)	5.0%	6.9%	8.2%	9.5%
每股收益 (元)	0.66	0.94	1.21	1.57
EV/EBITDA	34.52	23.83	18.11	13.87

资料来源：wind、华安证券研究所

翔宇医疗：持续加大研发投入力度，深度布局脑机接口技术

收入(单位:百万元)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入		289.14	358.86	427.41	495.51	523.50	488.53	744.80	743.53	848.25	971.70	1,120.79
	yoy		24.11%	19.10%	15.93%	5.65%	-6.68%	52.46%	-0.17%	14.08%	14.55%	15.34%
	毛利率		63.56%	66.40%	67.75%	68.23%	66.27%	68.62%	67.42%	67.99%	68.22%	69.92%
收入拆分:												
康复训练器械		81.13	100.36	133.97	144.70	155.19	139.05	205.44	164.57	168.85	170.88	222.48
	yoy		23.70%	33.49%	8.01%	7.25%	-10.40%	47.75%	-19.89%	2.60%	1.20%	30.20%
	收入占比		27.97%	31.34%	29.20%	29.65%	28.46%	27.58%	22.13%	19.91%	17.59%	19.85%
	毛利率		59.92%	63.49%	64.65%	65.04%	63.20%	66.94%	66.08%	66.00%	67.00%	69.00%
康复评定器械		8.81	9.50	15.83	18.97	20.98	21.14	35.38	27.62	26.10	27.85	41.64
	yoy		7.82%	66.67%	19.78%	10.60%	0.79%	67.35%	-21.93%	-5.50%	6.70%	49.50%
	收入占比		2.65%	3.70%	3.83%	4.01%	4.33%	4.75%	3.72%	3.08%	2.87%	3.72%
	毛利率		72.70%	76.04%	77.16%	77.33%	76.67%	77.48%	75.33%	75.50%	75.50%	75.50%
物理康复医疗设备		171.22	208.93	234.83	286.35	296.74	293.59	458.80	504.02	604.21	717.81	791.02
	yoy		22.03%	12.40%	21.94%	3.63%	-1.06%	56.27%	9.86%	19.88%	18.80%	10.20%
	收入占比		58.22%	54.94%	57.79%	56.68%	60.10%	61.60%	67.79%	71.23%	73.87%	70.58%
	毛利率		65.33%	67.97%	69.32%	69.88%	67.40%	70.08%	67.83%	69.00%	69.00%	70.00%
配件产品		27.12	38.17	38.39	41.22	42.89	30.09	36.98	37.42	41.16	44.86	47.11
	yoy		40.74%	0.58%	7.38%	4.04%	-29.83%	22.88%	1.18%	10%	9%	5%
	收入占比		10.64%	8.98%	8.32%	8.19%	6.16%	4.97%	5.03%	4.85%	4.62%	4.20%
	毛利率		59.65%	62.60%	62.86%	63.29%	60.50%	64.46%	61.76%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务		0.86	1.90	4.39	4.27	7.70	4.66	8.20	9.90	7.92	10.30	18.54
	yoy		120.79%	131.17%	-2.67%	80.09%	-39.47%	76.04%	20.76%	-20%	30%	80%
	收入占比		0.53%	1.03%	0.86%	1.47%	0.95%	1.10%	1.33%	0.93%	1.06%	1.65%
	毛利率		93.96%	70.00%	72.91%	71.62%	77.06%	9.57%	68.10%	50.00%	50.00%	90.00%

资料来源: wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

瑞迈特：家用呼吸机全球领导者，业绩逐季改善中

投资亮点：

- （1）长逻辑：公司抓住飞利浦召回的机构，在壁垒高的美国市场站稳脚跟，已经成为美国第二大家用呼吸机品牌，同时，公司加大了在医生端和DME端的品牌投入，未来市场份额有望提升到20-30%。公司在美国市场持续推进耗材业务，利润率也会进一步提升。
- （2）短逻辑：美国市场库存在24Q2基本出清，和RH的合作也已经重新签订合同，2024年6-7月订单已经下达，24Q3/24Q4业绩同比恢复预计明显。公司目前账上现金25亿元，经营类资产的估值对应盈利能力仅在10-15倍。而且公司在国内市场加强电商端投入，回收渠道有利于公司提高盈利水平。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别实现2.23亿元、2.92亿元和3.84亿元，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	843	1064	1319	1644
收入同比 (%)	-24.9%	26.2%	23.9%	24.7%
归属母公司净利润	155	223	292	384
净利润同比 (%)	-47.7%	43.3%	31.1%	31.5%
毛利率 (%)	48.3%	49.1%	49.8%	50.6%
ROE (%)	5.5%	7.3%	8.7%	10.3%
每股收益 (元)	1.74	2.49	3.26	4.28
EV/EBITDA	41.31	25.03	18.76	13.32

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



瑞迈特：家用呼吸机全球领导者，业绩逐季改善中

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入		257.94	560.48	662.50	1,416.39	1,122.62	843.48	1,064.05	1,318.76	1,643.94
yoy			117%	18%	114%	-21%	-24.9%	26.2%	23.9%	24.7%
1 家用呼吸机	136.44	165.82	324.09	397.06	1,171.62	852.78	527.35	637.03	751.69	887.37
yoy			95%	23%	195%	-27%	-38%	21%	18%	18%
占总收入比		64%	58%	60%	83%	76%	63%	60%	57%	54%
毛利额		68.96	202.49	120.87	434.55	340.00	205.61	248.38	293.08	345.99
毛利率		41.59%	62.48%	30.44%	37.09%	39.87%	38.99%	38.99%	38.99%	38.99%
2 耗材	42.97	81.28	149.26	163.09	197.86	194.50	284.41	392.26	528.95	714.75
yoy			84%	9%	21%	-2%	46%	38%	35%	35%
毛利率		59.68%	64.18%	58.21%	62.80%	64.91%	64.69%	64.69%	64.69%	64.69%
毛利额		48.51	95.80	94.93	124.26	126.25	183.98	253.75	342.18	462.37
3 医用呼吸机	9.23	9.47	86.89	100.94	43.90	72.33	30.48	33.53	36.88	40.57
yoy			818%	16%	-57%	65%	-58%	10%	10%	10%
毛利率		78.87%	75.06%	69.09%	66.98%	69.18%	57.02%	57.02%	57.02%	57.02%
毛利额		7.47	65.22	69.74	29.41	50.04	17.38	19.12	21.03	23.13
其他业务收入（服务费）	0.51	1.37	0.22	1.42	3.00	3.02	1.24	1.24	1.24	1.24
yoy		169%	-84%	545%	111%	1%	-59%	0%	0%	0%
毛利率		83%	29%	69%	49%	58%	63%	63%	63%	63%
毛利额		1.13	0.06	0.99	1.47	1.74	0.78	0.78	0.78	0.78

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



美好医疗：成长空间广阔的医疗器械精密组件龙头

投资亮点：

- (1) 主业稳定，逐渐改善。公司基石业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，大客户家用呼吸机组件的库存自 2023Q2 逐步去除，已经恢复到正常水平，2024年下半年预计会有更明显的增长。
- (2) 技术实力突出，业务拓展性高，新增客户多。公司在塑胶和液态硅胶精密模具及成型技术、自动化技术等方面深耕多年，公司在胰岛素注射笔、CGM、心血管耗材等领域均有客户接洽合作，预计这些品类将成为公司未来持续高增长的基础。
- (3) 公司股权激励计划目标彰显增长信心。公司发布了2024-2026年的股权激励计划，考核目标营收/利润同比增长25%。
- (4) 关税问题无需担忧，公司在马来西亚已经备份了产能，与大客户合作关系牢固，且呼吸机出口美国享受关税豁免。

投资建议：预计2025-2027年归母净利润分别实现4.77亿元、6.15亿元和7.77亿元，维持“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1594	2043	2570	3213
收入同比 (%)	19.2%	28.2%	25.8%	25.0%
归属母公司净利润	364	477	615	777
净利润同比 (%)	16.1%	31.1%	29.0%	26.2%
毛利率 (%)	42.1%	44.0%	44.4%	44.7%
ROE (%)	10.5%	12.0%	13.4%	14.5%
每股收益 (元)	0.90	1.17	1.51	1.91
EV/EBITDA	26.50	13.76	10.61	7.94

资料来源：wind、华安证券研究所



美好医疗：收入拆分与盈利预测

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)		5.82	7.42	8.88	11.37	14.15	13.38	15.94	20.43	25.70	32.13
	yoy		27.48%	19.60%	28.10%	24.43%	-5.46%	19.15%	28.18%	25.77%	25.02%
1 家用呼吸机组件		4.80	5.80	5.94	7.63	10.59	8.67	10.89	13.39	16.33	19.60
	yoy		20.94%	2.35%	28.44%	38.73%	-18.12%	25.58%	23.00%	22.00%	20.00%
	占比	82.41%	78.18%	66.91%	67.09%	74.80%	64.78%	68.28%	65.52%	63.56%	61.00%
	毛利率	45.96%	48.17%	48.48%	45.10%	42.88%	42.98%	44.85%	45.00%	46.00%	47.00%
毛利润		2.21	2.80	2.88	3.44	4.54	3.73	4.88	6.03	7.51	9.21
2 人工植入耳蜗组件		0.33	0.55	0.55	0.63	0.98	1.14	1.35	1.64	1.97	2.37
	yoy		65.94%	0.35%	13.47%	56.60%	16.33%	18.27%	22.00%	20.00%	20.00%
	占比	5.69%	7.40%	6.21%	5.50%	6.92%	8.52%	8.46%	8.05%	7.68%	7.37%
	毛利率	52.12%	62.87%	63.85%	59.52%	65.42%	63.70%	64.63%	64.00%	65.00%	65.00%
毛利润		0.17	0.35	0.35	0.37	0.64	0.73	0.87	1.05	1.28	1.54
3 其他主营产品		0.69	1.07	2.39	3.12	2.59	3.57	3.71	5.40	7.39	10.16
	yoy		54.41%	122.93%	30.64%	-17.03%	38.09%	3.81%	45.61%	36.88%	37.47%
	占比	11.91%	14.42%	26.88%	27.41%	18.28%	26.70%	23.26%	26.43%	28.76%	31.62%
	毛利率	32.78%	45.21%	50.56%	41.50%	35.23%	29.71%	35.69%	35.53%	35.49%	35.67%
毛利润		0.23	0.48	1.21	1.29	0.91	1.06	1.32	1.92	2.62	3.62
其他		0.04	0.07	0.05	0.06	0.16	0.11	0.20	0.28	0.17	0.30
	yoy		64.60%	-36.45%	41.32%	150.08%	-33.64%	84.47%	40.00%	-40.00%	80.00%
	占比	0.75%	0.96%	0.51%	0.57%	1.14%	0.80%	1.23%	1.35%	0.64%	0.93%
	毛利率	54.41%	73.73%	62.84%	62.62%	45.65%	56.99%	57.00%	57.00%	57.00%	57.00%
毛利润		0.02	0.05	0.03	0.04	0.07	0.06	0.11	0.16	0.09	0.17

资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

三诺生物：CGM走出公司第二成长曲线

投资亮点：

- (1) 公司作为传统血糖仪国产一线品牌抢占进口替代先机，长期CAGR保持10-15%。2021年公司在线下零售端收入市占率超过50%，销售量占比超过60%，线上零售端市场份额超过40%。公司2021年在院内市场的份额约为8%，未来随着分级诊疗政策以及公司产品、渠道不断发展，院内市场有望逐步提升。
- (2) CGM国内外蓝海市场可期，估值弹性大。公司CGM具有产品技术、渠道和生产成本等方面的竞争壁垒，新进入者少，CGM行业空间大，2030年预计国内市场规模将突破100亿人民币，美国市场将达到100亿美元。公司占据先发优势，未来CGM收入体量有望看到5-10亿美元区间。
- 投资建议：2025/2026年公司归母净利润预计为4.56/5.73亿元，对应PE约25/20倍。

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4443	4933	5582	6209
收入同比 (%)	9.5%	11.0%	13.1%	11.2%
归属母公司净利润	326	456	573	712
净利润同比 (%)	14.7%	39.8%	25.6%	24.2%
毛利率 (%)	54.9%	55.3%	55.8%	56.1%
ROE (%)	9.7%	12.0%	13.1%	14.0%
每股收益 (元)	0.59	0.81	1.02	1.26
EV/EBITDA	20.97	14.59	11.58	9.30

资料来源：IFIND、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

三诺生物：CGM走出公司第二成长曲线

收入(单位：百万元)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入		1,033.01	1,588.68	1,816.59	2,056.43	2,361.30	2,813.50	4,058.79	4,443.58	4,933.00	5,581.59	6,208.67
	yoy		53.79%	14.35%	13.20%	14.83%	19.15%	44.26%	9.48%	11.01%	13.15%	11.23%
销售成本	毛利率		63.82%	65.14%	65.25%	59.97%	58.71%	54.06%	54.88%	55.32%	55.79%	56.13%
			574.78	633.26	714.61	945.23	1,161.69	1,864.61	2,005.04	2,204.15	2,467.65	2,723.60
血糖监测系统 (BGM+CGM)		1,015.31	1,173.05	1,384.63	1,521.12	1,837.46	2,004.05	2,872.97	3,320.97	3,787.45	4,410.10	5,008.19
	yoy		15.54%	18.04%	9.86%	20.80%	9.07%	43.36%	15.59%	14.05%	16.44%	13.56%
	收入占比	98.29%	73.84%	76.22%	73.97%	77.82%	71.23%	70.78%	74.74%	76.78%	79.01%	80.66%
	毛利率	68.14%	67.90%	69.50%	70.17%	65.73%	67.05%	59.42%	60.18%	60.18%	60.18%	60.18%
血糖 (BGM) - 母公司		1,015.31	1,173.05	1,384.63	1,521.12	1,837.46	2,004.05	2,036.91	2,240.60	2,464.66	2,711.13	2,982.24
	yoy		15.54%	18.04%	9.86%	20.80%	9.07%	1.64%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
血糖BGM-美国Trividia								786.06	847.37	872.79	898.98	925.95
	yoy								8%	3%	3%	3%
CGM_国内								50.00	233.00	350.00	600.00	800.00
	yoy								366.00%	50.21%	71.43%	33.33%
	收入占比							1.23%	5.24%	7.10%	10.75%	12.89%
	毛利率							50.00%	50%	45%	47%	47%

资料来源：IFind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



三诺生物：CGM走出公司第二成长曲线

收入(单位：百万元)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
CGM_海外									-	100.00	200.00	300.00
	yoy										100.00%	50.00%
	收入占比								0.00%	2.03%	3.58%	4.83%
	毛利率								50%	55%	55%	55%
IPOCT								170.18	185.68	198.68	212.59	227.47
	yoy								9%	7%	7%	7%
	收入占比								4.18%	4.03%	3.81%	3.66%
	毛利率								51%	51%	51%	51%
血脂检测系统			244.58	261.51	182.58	184.78	213.56	256.57	243.81	243.81	243.81	243.81
	yoy			6.92%	-30.18%	1.20%	15.58%	20.14%	-4.97%	0.00%	0.00%	0.00%
	收入占比		15.40%	14.40%	8.88%	7.83%	7.59%	6.32%	5.49%	4.94%	4.37%	3.93%
	毛利率							49.00%	61.74%	61.74%	61.74%	61.74%
糖化血红蛋白检测系统			123.31	116.22	118.61	133.37	170.02	196.07	181.75	194.47	208.09	222.65
	yoy			-5.75%	2.06%	12.44%	27.48%	15.32%	-7.30%	7.00%	7.00%	7.00%
	收入占比		7.76%	6.40%	5.77%	5.65%	6.04%	4.83%	4.09%	3.94%	3.73%	3.59%
	毛利率							47.00%	17.67%	17.67%	17.67%	17.67%
血压计			38.17	38.39	41.22	80.73	106.20	111.45	123.27	129.43	135.91	142.70
	yoy			0.58%	7.38%	95.84%	31.55%	4.94%	10.61%	5%	5%	5%
	收入占比		2.40%	2.11%	2.00%	3.42%	3.77%	2.75%	2.77%	2.62%	2.43%	2.30%
	毛利率							27.50%	25.91%	25.91%	25.91%	25.91%
经营品(糖尿病人相关用的食物等)						99.05	254.13	116.95	89.47	80.52	72.47	65.22
	yoy							-53.98%	-23.50%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	收入占比							2.88%	2.01%	1.63%	1.30%	1.05%
	毛利率							28.32%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%
糖尿病辅助产品-trividia								278.94	262.08	262.08	262.08	262.08
	yoy								-6.04%	0.00%	0.00%	0.00%
	收入占比							6.87%	5.90%	5.31%	4.70%	4.22%
	毛利率							23.91%	35.38%	35.38%	35.38%	35.38%

资料来源：IFind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



惠泰医疗：乘集采东风，创新引领公司持续增长

- (1) 房颤术式的整体解决方案已经完善，开启国产房颤术式的国产替代时代。国内房颤手术量10万例+，国产占比几乎为0。PFA术式预计在国内外大厂、核心学科带头人的推动下快速替代一部分射频术式。
- (2) 集采政策红利加速公司成长，平台化企业穿越政策周期。短期来看，公司有望继续享受集采加速产品入院的红利，过去在冠脉、外周、心脏电生理等领域均已有证明。同时，由于公司规模提升，平台化成型，生产、研发、资本实力和渠道优势均非行业内的中小企业可比拟，老产品在院内占据较高市场份额且不断提升，同时也带动新产品放量。另外，出海也将成为另一大增长动能（公司海外市场收入占比仅在10%左右）。
 - 电生理：行业增速室上速等非房颤手术增长约10%，公司预计2025年商业化三维手术量20000例，其中PFA3000例。
 - 冠脉：微导管、延伸导管、造影三件套、其他球囊及普通通路类产品的市场占有率还有提升空间。
 - 外周：过去产品组合以外周微导管占主要，未来增加产品组合，预计在低基数的基础上仍保持高速增长。
- 投资建议：我们预计公司2025/2026年归母净利润9.12/12.03亿元，维持买入评级。

单位:百万元				
主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2066	2741	3580	4664
收入同比 (%)	25.2%	32.7%	30.6%	30.3%
归属母公司净利润	673	912	1203	1580
净利润同比 (%)	26.1%	35.5%	31.9%	31.3%
毛利率 (%)	72.3%	72.6%	72.8%	73.0%
ROE (%)	26.8%	26.6%	26.0%	25.4%
每股收益 (元)	6.96	9.40	12.39	16.27
EV/EBITDA	42.12	34.74	26.07	19.50

资料来源：wind、华安证券研究所

惠泰医疗：乘集采东风，创新引领公司持续增长

(人民币 亿元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入结构									
总收入（亿元）	4.04	4.79	8.29	12.16	16.50	20.66	27.41	35.80	46.64
Growth (%)		18.56%	73.07%	46.74%	35.60%	25.25%	32.67%	30.61%	30.27%
电生理收入	1.73	1.59	2.33	2.92	3.68	4.40	6.30	8.22	10.42
占比 (%)		33.19%	28.11%	24.04%	22.31%	21.30%	23.00%	22.97%	22.34%
Growth (%)			46.54%	25.53%	25.82%	19.57%	43.28%	30.43%	26.68%
冠脉通路收入	1.40	1.94	3.82	5.69	7.91	10.54	13.86	18.22	23.91
占比 (%)		40.50%	46.08%	46.77%	47.95%	51.02%	50.58%	50.89%	51.27%
Growth (%)			96.91%	48.95%	39.02%	33.26%	31.54%	31.40%	31.25%
外周介入产品收入	0.33	0.66	1.19	1.83	2.56	3.51	4.91	6.88	9.63
占比 (%)		13.78%	14.35%	15.04%	15.53%	16.99%	17.93%	19.22%	20.65%
Growth (%)			80.30%	53.78%	40.00%	37.00%	40.00%	40.00%	40.00%
OEM收入	0.55	0.59	0.89	1.60	2.10	1.65	1.65	1.65	1.65
占比 (%)		12.32%	10.74%	13.15%	12.73%	7.99%	6.02%	4.61%	3.54%
Growth (%)			50.85%	79.78%	31.25%	-21.43%	0.00%	0.00%	0.00%
非血管介入业务					0.16	0.39	0.51	0.66	0.86
占比 (%)					0.99%	1.89%	1.85%	1.84%	1.84%
Growth (%)						138.10%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	0.03	0.01	0.06	0.12	0.08	0.17	0.17	0.17	0.17

资料来源：IFind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微电生理：心脏电生理领军企业，房颤解决方案完整

投资亮点：

- **房颤领域先发优势大：**2024年公司在房颤解决方案方面，持续布局“冰、火、电、磁”等产品。公司领先同行推出了用于房颤手术的射频用高精密度标测导管和压力感应磁定位消融导管；冷冻消融产品也在24年8月获批，而且海外欧洲市场也已经获批；公司在脉冲电场消融领域也持续布局，参股公司商阳公司的产品已经获批。公司在房颤术式积累到了爆发阶段，2024年全年压力监测磁定位射频消融导管手术量超过4000例，2025年有望进入爆发阶段，且2025年底进入第二轮集采周期，产品入院、手术数量、行业KOL均有两年时间领先同行，集采后预计还会进一步放量。
- **费用端优化明显，海外市场加速。**2024年公司严控费用，销售净利率回升，公司归母净利润呈现高速增长。2024年公司实现国际收入1.12亿元，同比增长62.94%，2024年海外压力监测三维手术量超过1000例。

投资建议：

归母净利润预计2025-2027年分别实现0.72亿元、1.04亿元和1.44亿元，维持买入评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	413	537	688	892
收入同比 (%)	25.5%	30.0%	28.1%	29.6%
归属母公司净利润	52	72	104	144
净利润同比 (%)	815.4%	37.3%	44.8%	39.0%
毛利率 (%)	58.7%	59.0%	59.9%	60.0%
ROE (%)	3.0%	3.9%	5.4%	7.0%
每股收益 (元)	0.11	0.15	0.22	0.31
EV/EBITDA	121.95	95.93	71.84	54.59

资料来源：wind、华安证券研究所

微电生理：心脏电生理领军企业，房颤解决方案完整

(人民币 亿元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入结构									
总收入（亿元）	1.17	1.40	1.91	2.68	3.29	4.13	5.37	6.88	8.92
Growth (%)		19.66%	36.43%	40.49%	22.74%	25.33%	30.17%	28.06%	29.59%
毛利率	68.06%	72.61%	72.43%	69.38%	63.46%	58.74%	59.01%	59.90%	60.04%
营业成本				0.82	1.20	1.70	2.20	2.76	3.56
导管类收入	0.89	1.17	1.48	1.74	2.19	3.00	4.07	5.30	6.99
占比 (%)		83.57%	77.49%	64.97%	66.49%	72.57%	75.76%	76.99%	78.34%
Growth (%)			26.50%	17.79%	25.60%	36.79%	35.89%	30.13%	31.88%
毛利率	69.44%	73.57%	74.44%	73.10%	65.97%	61.34%	61.34%	62.34%	62.34%
设备类收入	0.15	0.06	0.11	0.42	0.17	0.26	0.35	0.46	0.59
占比 (%)		4.29%	5.76%	15.65%	5.28%	6.41%	6.59%	6.64%	6.63%
Growth (%)			83.33%	281.82%	-58.62%	52.19%	33.78%	29.15%	29.34%
毛利率	68.67%	71.49%	61.46%	60.80%	44.59%	47.51%	47.51%	47.51%	47.51%
其他产品	0.13	0.16	0.31	0.50	0.84	0.81	0.89	1.07	1.28
占比 (%)		11.43%	16.23%	18.63%	25.50%	19.57%	16.54%	15.50%	14.35%
Growth (%)			93.75%	61.29%	68.00%	-3.82%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	57.69%	68.47%	67.57%	65.86%	59.18%	54.32%	54.32%	54.32%	54.32%
其他业务收入	-	0.01	0.01	0.02	0.09	0.06	0.06	0.06	0.06
占比 (%)		0.71%	0.52%	0.75%	2.73%	1.45%	1.12%	0.87%	0.67%
Growth (%)			-	100%	3.50	(0.33)	-	-	-
毛利率	86.90%	34.53%	34.03%	13.65%	78.74%	38.03%	38.03%	38.03%	38.03%

资料来源：IFind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

爱博医疗：眼科高值耗材稀缺的平台型公司

- 人工晶状体打破进口垄断，带量采购促进院内渠道铺开，双焦点有视觉功能改善功能人工晶体快速放量。2025年上半年由于价格基数原因，增速有所放缓。2024年公司人工晶状体销售量实现销量约173.85万片，同比增长44.93%，实现销售收入约5.88亿元，同比增长约17.66%，平均出厂价约338元/片，同比下降约18.8%。
- PR晶体：2025Q1公司PR产品（有晶体眼人工晶状体）获批，行业竞争格局较好（仅有进口品牌斯达外科）。目前公司正在全力推进各省进院。
- 隐形眼镜：公司隐形眼镜核心子公司，天眼医药2024年收入约1.96亿元（yoy+173%），净利润约761万元。福建优你康2024年收入约1.48亿元（yoy+309%），净利润约0.12亿元。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别实现4.68亿元、6.10亿元和7.76亿元，对应的PE估值分别为35倍、27倍和21倍。

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1410	1763	2247	2810
收入同比 (%)	48.2%	25.1%	27.4%	25.1%
归属母公司净利润	388	468	610	776
净利润同比 (%)	27.8%	20.5%	30.3%	27.3%
毛利率 (%)	66.2%	64.3%	64.3%	65.0%
ROE (%)	16.1%	16.6%	17.8%	18.5%
每股收益 (元)	2.05	2.47	3.22	4.10
EV/EBITDA	29.19	22.55	17.70	13.85

爱博医疗：眼科高值耗材稀缺的平台型公司

(人民币 亿元)		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入结构											
总收入（亿元）		1.27	1.95	2.73	4.33	5.79	9.51	14.09	17.63	22.47	28.10
	yoy				58.73%	33.62%	64.20%	48.21%	25.14%	27.40%	25.09%
	毛利率			83.91%	84.29%	84.75%	75.93%	66.26%	64.28%	64.29%	65.03%
手术类产品收入（亿元）				2.30	3.18	3.68	5.20	6.17	7.25	8.60	10.19
	yoy				38.22%	15.62%	41.32%	18.65%	17.50%	18.64%	18.49%
	占比 (%)				73.46%	63.56%	54.71%	43.79%	41.12%	38.29%	36.27%
	毛利率			85.73%	85.13%	87.56%	87.25%	86.91%	86.91%	86.91%	86.91%
近视防控类产品（亿元）				0.42	1.13	2.07	2.76	3.32	3.55	3.97	4.47
	yoy						33.33%	20.34%	6.98%	11.82%	12.61%
	占比 (%)				26.08%	35.75%	29.03%	23.57%	20.15%	17.69%	15.92%
	毛利率			74.59%	82.26%	79.99%	81.75%	82.16%	80.09%	79.81%	79.49%
视力保健类产品（亿元）				-	-	-	1.49	4.50	6.27	8.33	10.41
	yoy							202.35%	39.30%	32.93%	25.00%
	占比 (%)						15.65%	31.93%	35.54%	37.08%	37.06%
	毛利率						26.50%	26.32%	28.04%	29.95%	31.86%
ICL晶体产品（亿元）				-	-	-	-	-	0.46	1.46	2.92
	yoy									215.05%	100.09%
	占比 (%)								2.63%	6.50%	10.40%
	毛利率								80.00%	85.00%	85.00%
其他（亿元）				0	0.02	0.04	0.05	0.10	0.10	0.10	0.10
	yoy					100.00%	21.25%	106.19%	0.00%	0.00%	0.00%
	占比 (%)				0.46%	0.69%	0.51%	0.71%	0.57%	0.45%	0.36%

资料来源：IFind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

春立医疗：走出集采影响，业绩高增长可期

- 春立医疗在关节领域发力较早，技术积累充足，产品丰富，是国产关节龙头企业，且其脊柱、运动医学等产品也快速增长，公司有望成长为一家全品类的综合型的骨科平台企业。
- 国内：2024年公司国内收入约4.52亿元，同比下降55.23%，毛利率约为67.23%，同比下降约6.98个百分点。国内收入以经销模式为主，其中经销收入约3.46亿元（YOY-60.43%），直销和配送业务1.06亿元。2024年公司业务受集采影响持续，2025年二季度起，公司价格基数效应消除，同时其他业务如脊柱、运动医学、PRP等也逐渐放量，带动国内业务高速增长。
- 国外：2024年公司继续积极开拓国际市场业务，加大在国际市场投入力度，2024年境外业务实现收入3.53亿元，同比大幅增长78%，且毛利率提升2.10pp至65.90%。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别实现1.99亿元、2.56亿元和3.22亿元，维持买入评级。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	806	1083	1358	1686
收入同比（%）	-33.3%	34.4%	25.4%	24.1%
归属母公司净利润	125	199	256	322
净利润同比（%）	-55.0%	59.4%	28.5%	25.9%
毛利率（%）	66.6%	66.3%	66.4%	66.4%
ROE（%）	4.4%	6.6%	7.8%	9.0%
每股收益（元）	0.33	0.52	0.67	0.84
EV/EBITDA	26.14	16.59	12.61	9.66

资料来源：wind、华安证券研究所

春立医疗：走出集采影响，业绩高增长可期

单位：亿元	2017	2018	2019	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入(亿元)		4.98	8.55	9.38	11.08	12.02	12.09	8.06	10.83	13.58	16.86
yoy			72%	10%	18%	8%	0.6%	-33.3%	34.4%	25.4%	24.1%
总成本(亿元)							3.32	2.69	3.65	4.57	5.67
毛利额		3.16	5.91	6.81	8.54	9.14	8.77	5.37	7.19	9.02	11.19
毛利率(%)		63.56	69.15	72.6	77.11	76.03	72.6%	66.65%	66.34%	66.38%	66.36%
关节类假体产品		4.80	8.27	9.02	10.39	10.46	11.00	7.27	9.18	11.29	13.89
yoy			72%	9%	15%	1%	5%	-34%	26%	23%	23%
%总收入		96%	97%	96%	94%	87%	91%	90%	85%	83%	82%
毛利率		67%	70%	74%	78%	76.8%	73.7%	67.0%	66.5%	66.5%	66.5%
脊柱类植入产品		0.13	0.17	0.28	0.68	1.16	0.50	0.50	0.65	0.85	1.10
yoy			30%	62%	146%	70%	-57%	0%	30%	30%	30%
%总收入		3%	2%	3%	6%	10%	4%	6%	6%	6%	7%
毛利率		74%	64%	52%	62%	72%	60%	53.8%	53.8%	53.8%	53.8%
运动医学产品						0.37	0.52	0.00	0.50	0.75	0.975
yoy							41%			50%	30%
%总收入						3.1%	4.3%	0.0%	4.6%	5.5%	5.8%
毛利率						65%	65%	66%	66%	66%	66%
其他产品		0.05	0.11	0.08	0.01	0.03	0.07	0.29	0.50	0.70	0.90
yoy			137%	-29%	-88%	186%	50%		72%	40%	29%
%总收入		1%	1%	1%	0.1%	0.2%	0.6%	3.6%	4.6%	5.2%	5.3%
毛利率		50%	52%	41%	100%	60%	39%	80%	80%	80%	80%

资料来源：IFind、华安证券研究所预测

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

三友医疗：脊柱集采出清，超声骨刀配合脊柱机器人打开空间

- ✓ 2025年指引：无官方指引，市场平均给2025年归母净利润1亿元左右。
- ✓ 2025年催化：脊柱收入利润稳定，海外超声骨刀进入业绩放量期，脊柱机器人打开估值空间上限。
- 全国集采常态化，公司传统植入类耗材出清在即。2024年随着三大主要骨科植入类耗材全国/联盟集采落地，国内脊柱类、创伤类植入耗材终端价平均降幅80%以上，行业处于阶段性下行周期；国产公司头部集中趋势明显，进口替代进程加速。公司作为脊柱类耗材头部企业，国内市场占有率不断提升，我们认为公司传统植入类耗材即将出清，进入稳步增长阶段。公司在传统的骨科植入耗材领域内有很强的研发创新，推出了ADENA等核心产品，同类对比最优。
- “JAZZ脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”构筑产品生态壁垒。公司积极拓宽JAZZ系列产品线，控股法国Implanet作为海外高端脊柱品牌的国际化中心；2024年公司全资控股水木天蓬，在超声骨刀等有源设备领域开展布局；开发春风化雨手术机器人，围绕脊柱手术创新性探索高精度配准、高精度定位和超声骨刀的结合，解决临床手术难题。2024年，公司的水木天蓬超声骨刀和法国Implanet脊柱系统在北美脊柱年会（NASS）上联合展出，获得了市场的高度认可。我们认为公司未来致力于构筑“JAZZ脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”的核心产品矩阵，成为其强大的产品生态壁垒。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	599	759	952
收入同比 (%)	-1.5%	32.0%	26.8%	25.4%
归属母公司净利润	11	90	154	238
净利润同比 (%)	-88.0%	684.8%	71.6%	54.0%
毛利率 (%)	71.3%	72.6%	74.7%	77.3%
ROE (%)	0.6%	3.7%	6.1%	8.6%
每股收益 (元)	0.05	0.32	0.56	0.86
P/E	423.80	61.59	35.90	23.31
P/B	2.75	2.30	2.17	2.01
EV/EBITDA	68.39	29.16	17.49	11.13

资料来源：ifind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

三友医疗：业绩拆分与盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	649.15	460.39	453.60	598.59	759.29	951.82
同比增长率yoy(%)	9.40%	-29.08%	-1.48%	31.96%	26.85%	25.36%
营业成本	63.77	92.30	130.02	164.05	191.80	216.39
销售毛利率(%)	90.2%	80.0%	71.3%	72.6%	74.7%	77.3%
归母净利润	190.82	95.58	11.47	90.01	154.44	237.86
归母净利润 yoy(%)	2.4%	-49.9%	-88.0%	684.8%	71.6%	54.0%
净利率(%)	29.4%	20.8%	2.5%	15.0%	20.3%	25.0%
1.脊柱类植入耗材						
营业收入	537.56	353.70	309.07	382.35	454.71	519.68
营业收入YOY(%)	4.14%	-34.20%	-12.62%	23.71%	18.92%	14.29%
营业成本	41.96	56.66	103.83	128.47	145.51	155.90
毛利率(%)	92.2%	84.0%	66.4%	66.4%	68.0%	70.0%
占营业收入比(%)	82.8%	76.8%	68.1%	63.9%	59.9%	54.6%
2.有源设备及耗材						
营业收入	73.83	92.31	122.01	190.00	275.00	400.00
营业收入yoy(%)	58.66%	25.03%	32.17%	55.73%	44.74%	45.45%
营业成本	5.73	7.40	12.06	19.00	27.50	40.00
毛利率(%)	92.2%	92.0%	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%
占营业收入比(%)	11.4%	20.1%	26.9%	31.7%	36.2%	42.0%

3.创伤类植入耗材						
营业收入	24.06	13.50	18.59	22.30	25.65	28.21
营业收入yoy(%)	-16.89%	-43.89%	37.67%	20.00%	15.00%	10.00%
营业成本	8.30	-	12.27	14.72	16.93	18.62
毛利率(%)	65.5%	0.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
占营业收入比(%)	3.7%	2.9%	4.1%	3.7%	3.4%	3.0%
4.其他业务						
营业收入	13.70	1.76	3.93	3.93	3.93	3.93
营业收入yoy(%)		-87.12%	122.83%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	7.78	20.22	1.86	1.86	1.86	1.86
毛利率(%)	43.2%	-1046.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%
占营业收入比(%)	2.1%	0.4%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%

资料来源：华安证券研究所预测

敬请参阅末页重要声明及评级说明



三鑫医疗：血透耗材国内受益集采放量，海外市场进入快车道

投资亮点：

- (1) 国内：集采落地，公司中标价较好，能够分配剩余量，2024年血透核心业务增速28.2%，其中透析机增长超100%。公司产能还在增加，2025年中公司3000万人份的血液透析浓缩液产线将建成。
- (2) 海外：2024年，公司海外业务实现营业收入27,412.03万元，同比增长约40%，其中，血液净化产品收入同比增长约67%。公司血液净化产品成功完成在印度尼西亚、秘鲁、墨西哥等国家的注册，并加速推进俄罗斯、土耳其等市场的认证进程。
- (3) 后续管线：在产品方面，公司围绕血液透析产品创新升级、完善连续肾脏替代疗法（CRRT）等多种血液净化治疗模式产品群，并从肾病全病程管理布局糖尿病、早中期肾病、血管介入等领域。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润预计分别实现2.79亿元、3.36亿元和3.96亿元，对应的PE估值分别为15倍、12倍和11倍。

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1500	1745	2043	2397
收入同比（%）	15.4%	16.3%	17.1%	17.3%
归属母公司净利润	227	279	336	396
净利润同比（%）	10.1%	22.8%	20.2%	17.9%
毛利率（%）	35.3%	35.4%	35.3%	35.2%
ROE（%）	17.2%	17.4%	17.3%	16.9%
每股收益（元）	0.44	0.53	0.64	0.76
EV/EBITDA	0.00	9.17	8.05	7.01

三鑫医疗：血透耗材国内受益集采放量，海外市场进入快车道

单位（万元）	2018	2019	2020	2021	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗器械行业合计										
收入	53,072	71,781	93,717	116,428	133,602	129,776	150,041	174,466	204,331	239,746
YOY	31.40%	35.30%	30.60%	23.60%	14.75%	-2.86%	15.62%	16.28%	17.12%	17.33%
成本	37,213	47,217	63,548	76,232	88,698	84,288	97,030	112,789	132,263	155,311
毛利率(%)	29.88	34.22	32.19	34.37	33.61	35.05	35.33	35.35	35.27	35.22
血液净化类 #高压球囊、透析用留置针收入放在血液净化类										
收入	28,320	45,028	58,315	73,568	88,215	94,900	121,700	146,040	175,248	210,298
YOY	61.00%	59.00%	29.50%	26.20%	19.91%	7.58%	28.24%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	28.36	34.32	30.17	29.99	29.37	33.58	34.02	34.12	34.22	34.32
输注类/给药类 #认为19年到了行业低点，23年会有好的恢复；前很多年限抗限输导致行业出清										
收入	24,242	22,667	21,122	33,916	35,188	23,200	18,979	19,535	20,118	20,409
YOY	2.50%	-15.50%	-5.00%	160.00%	3.75%	-34.07%	-18.20%	2.93%	2.99%	1.45%
毛利率(%)				38.74	40.67	34.84	32.94	33.00	33.05	33.15

资料来源：ifind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

三鑫医疗：血透耗材国内受益集采放量，海外市场进入快车道

单位(万元)	2018	2019	2020	2021	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
心胸外科	#每年19-20万台左右手术量，竞争格局稳定，行业每年2.5亿元耗材量									
收入		3,300	5,742	6,928	6,548	7,058	7,256	7,329	7,402	7,476
YOY			74.00%	20.70%	-5.48%	7.78%	2.81%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率(%)		51.73	50.05	58.22	56.62	58.76	62.62	62.62	62.62	62.62
其他医用耗材	代理的一些产品									
收入	510	786	8,537	1,440	3,237	4,618	1,563	1,563	1,563	1,563
YOY	27.50%	54.20%	986.20%	-83.10%	124.76%	42.68%	-66.15%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)					21.55	23.78	41.22	41.22	41.22	41.22
其他业务										
收入				576	414	705	543	543	543	543
YOY					-28.15%	-28.15%	-28.15%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)					41.57	41.57	31.14	31.14	31.14	31.14

资料来源：ifind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

维力医疗：产品升级持续，海外布局加速

投资亮点：

- (1) 国内：产品体系升级，从低耗转向高值、中值耗材并行。公司在麻醉、导尿、泌尿领域推出多款高毛利品种，同时公司国内销售改革，进一步加强渠道精细化管理，优化经销商结构，2025年预计国内销售同比好转。
- (2) 海外：2024年，公司海外业务恢复，外销收入7.97亿元，同比增长23.74%。公司海外建厂也在持续（墨西哥、东南亚），积极对冲关税影响。同时，公司在海外也积极推进自主品牌产品，提升外销毛利率。2024年公司海外毛利率35.6%，连续四年保持增长。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润预计分别实现2.67亿元、3.18亿元和3.84亿元，对应的PE估值分别为13倍、11倍和9倍。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1509	1779	2073	2426
收入同比 (%)	8.8%	17.9%	16.6%	17.0%
归属母公司净利润	219	267	318	384
净利润同比 (%)	14.0%	21.5%	19.1%	20.9%
毛利率 (%)	44.5%	44.7%	45.2%	46.0%
ROE (%)	11.6%	13.5%	15.3%	17.4%
每股收益 (元)	0.75	0.91	1.08	1.31
P/E	15.97	12.58	10.56	8.73
P/B	1.86	1.70	1.61	1.52
EV/EBITDA	10.96	7.89	6.53	5.23

资料来源：wind，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

维力医疗：产品升级持续，海外布局加速

单位：百万元

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	745.83	993.81	1130.68	1118.57	1363.35	1387.74	1509.33	1778.83	2073.45	2426.29
yoy	18.41%	33.25%	13.77%	-1.07%	21.88%	1.79%	8.76%	17.86%	16.56%	17.02%
医疗器械	740.13	987.10	1120.79	1105.89	1353.72	1365.76	1479.81	1754.33	2044.05	2393.95
yoy		33.37%	13.54%	-1.33%	22.41%	0.89%	8.35%	18.55%	16.51%	17.12%
毛利							663.75	788.68	937.15	1108.19
毛利率	35.62%	44.74%	43.84%	42.61%	43.36%	46.22%	44.85%	44.96%	45.85%	46.29%
占比	99.24%	99.33%	99.13%	98.87%	99.29%	98.42%	98.04%	98.62%	98.58%	98.67%
麻醉系列	222.43	297.82	321.22	349.08	409.45	467.73	477.18	572.62	687.14	790.21
yoy		33.90%	7.86%	8.67%	17.30%	14.23%	2.02%	20.00%	20.00%	15.00%
毛利	106.40	146.02	158.63	185.94	224.41	263.84	270.93	323.53	391.67	454.37
毛利率	47.84%	49.03%	49.39%	53.27%	54.81%	56.41%	56.78%	56.50%	57.00%	57.50%
占比	29.82%	29.97%	28.41%	31.21%	30.03%	33.70%	31.62%	32.19%	33.14%	32.57%
导尿	209.97	246.86	275.94	290.40	424.19	382.21	438.23	517.11	620.54	757.05
yoy		17.57%	11.78%	5.24%	46.07%	-9.90%	14.66%	18.00%	20.00%	22.00%
毛利	50.30	77.00	83.74	78.86	119.00	111.86	127.21	149.96	183.06	227.12
毛利率	23.96%	31.19%	30.35%	27.16%	28.05%	29.27%	29.03%	29.00%	29.50%	30.00%
占比	28.15%	24.84%	24.40%	25.96%	31.11%	27.54%	29.03%	29.07%	29.93%	31.20%

资料来源：ifind，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

维力医疗：产品升级持续，海外布局加速

泌尿外科	52.19	171.79	132.63	169.56	196.04	203.44	216.11	255.00	300.90	361.09
yoy		229.19%	-22.80%	27.84%	15.62%	3.77%	6.22%	18.00%	18.00%	20.00%
毛利	40.16	139.22	105.24	136.25	157.14	154.40	161.41	191.25	227.18	274.42
毛利率	76.95%	81.04%	79.35%	80.35%	80.15%	75.90%	74.69%	75.00%	75.50%	76.00%
占比	7.00%	17.29%	11.73%	15.16%	14.38%	14.66%	14.32%	14.34%	14.51%	14.88%
护理	104.80	116.52	96.06	134.02	159.44	135.13	172.82	207.38	197.01	256.11
yoy		11.19%	-17.56%	39.52%	18.96%	-15.25%	27.89%	20.00%	-5.00%	30.00%
毛利	20.06	24.79	21.38	25.69	36.99	38.16	48.69	58.07	57.13	76.83
毛利率	19.14%	21.28%	22.25%	19.17%	23.20%	28.24%	28.17%	28.00%	29.00%	30.00%
占比	14.05%	11.72%	8.50%	11.98%	11.69%	9.74%	11.45%	11.66%	9.50%	10.56%
呼吸	72.81	74.46	68.65	61.87	64.33	87.73	83.93	100.72	125.90	118.35
yoy		2.26%	-7.80%	-9.87%	3.98%	36.36%	-4.32%	20.00%	25.00%	-6.00%
毛利	23.48	30.13	25.98	19.54	24.25	33.61	27.97	35.25	44.07	41.42
毛利率	32.25%	40.47%	37.84%	31.58%	37.69%	38.31%	33.32%	35.00%	35.00%	35.00%
占比	9.76%	7.49%	6.07%	5.53%	4.72%	6.32%	5.56%	5.66%	6.07%	4.88%
血液透析	68.01	71.05	70.47	73.11	81.02	68.46	75.63	83.20	91.52	86.94
yoy		4.46%	-0.81%	3.74%	10.82%	-15.51%	10.48%	10.00%	10.00%	-5.00%
毛利	18.34	20.57	22.45	19.31	19.81	20.20	21.18	23.30	25.62	24.34
毛利率	26.97%	28.95%	31.85%	26.41%	24.46%	29.51%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
占比	9.12%	7.15%	6.23%	6.54%	5.94%	4.93%	5.01%	4.68%	4.41%	3.58%

资料来源：ifind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



迈普医学：再生医学领域航母，集采+关税获益明显

- ✓ 2025年指引：收入增速30-40%增速，利润增速40%，净利率提升至30%左右。
- ✓ 2025年催化：脑膜、peek等集采放量，止血纱已拿全科适应症，脑膜胶欧洲拿证海外放量，对等关税红利（不稳定）。
- 脑膜国产化率高，集采常态化。竞争格局稳定（天新福、正海生物、冠昊生物、迈普医学占据中国80%左右的市场份额），陕西+辽宁联盟集采后，24年公司脑膜增速12%，行业内唯一做到“以价换量”。25年脑膜增速指引0-10%。
- PEEK技术迭代+国产替代双重利好。1) 由于存在钛金属淘汰，PEEK集采会上演技术迭代。原来PEEK大致8-20w，现在集采降到3-5w，已处于原先钛金属集采前的价格。2) 中标价同类最高，产品质量优，PEEK部分公司25年指引+30-50%。
- 对等关税增强进口替代逻辑，新产品有望爆发式增长。1) 竞争格局好，止血纱国内同性能仅有强生+迈普，其他国产止血纱以中低端为主，难以胜任神经外科；2) 止血纱适应症拓展到全科，收入空间打开；3) 进口关税。止血纱集采后价格普遍来到百元（出厂价中位数：迈普300元，强生450元），一季度后不解除125%，甚至可能造成已集采区域都无法供货。强生止血纱无美国之外生产地，短期无法调整；目前公司反馈有部分厂商为规避风险直接转为迈普经销商。4) 脑膜胶海外市场教育成熟，脑膜:脑膜胶使用量配比为1:2.5，无需教育，进院即放量。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	278	374	499	660
收入同比 (%)	20.6%	34.5%	33.3%	32.3%
归属母公司净利润	79	110	157	230
净利润同比 (%)	92.9%	39.6%	42.5%	46.8%
毛利率 (%)	79.3%	76.8%	74.4%	73.2%
ROE (%)	11.3%	14.6%	18.8%	24.3%
每股收益 (元)	1.20	1.65	2.36	3.46
P/E	35.04	32.82	23.03	15.69
P/B	4.00	4.79	4.34	3.82
EV/EBITDA	23.89	21.60	15.90	10.87

资料来源：ifind，华安证券研究所

迈普医学：业绩拆分与盈利预测（25-27E）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	278.44	374.48	499.03	660.29
同比增长率YOY(%)	20.6%	34.5%	33.3%	32.3%
营业成本	57.56	86.85	127.56	176.70
销售费用(%)	20.5%	18.5%	16.1%	13.8%
管理费用(%)	20.4%	16.5%	14.6%	12.5%
研发费用(%)	9.7%	11.4%	10.1%	8.8%
财务费用(%)	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
销售毛利率(%)	79.3%	76.8%	74.4%	73.2%
归母净利润	78.85	110.08	156.86	230.31
净利润 yoy (%)	92.9%	39.6%	42.5%	46.8%
净利率(%)	28.3%	29.4%	31.4%	34.9%
1.人工硬脑膜补片（脑膜）				
营业收入	155.59	174.27	193.43	212.78
营业收入YOY(%)	11.5%	12.0%	11.0%	10.0%
营业成本	15.76	19.17	23.21	25.53
毛利率(%)	89.9%	89.0%	88.0%	88.0%
占营业收入比(%)	55.9%	46.5%	38.8%	32.2%
2.颅颌面修复系统（PEEK）				
营业收入	79.90	111.85	151.00	196.31
营业收入YOY(%)	31.0%	40.0%	35.0%	30.0%
营业成本	30.40	44.74	64.93	88.34
毛利率(%)	62.0%	60.0%	57.0%	55.0%
占营业收入比(%)	28.7%	29.9%	30.3%	29.7%

3.止血纱、脑膜胶				
营业收入	36.01	81.42	147.65	244.27
营业收入YOY(%)	49.9%	126.1%	81.4%	65.4%
营业成本	9.63	21.17	37.65	61.07
毛利率(%)	73.3%	74.0%	74.5%	75.0%
占营业收入比(%)	12.9%	21.7%	29.6%	37.0%
4.3D打印设备				
营业收入	0.37	0.37	0.37	0.37
营业收入YOY(%)	-86.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	0.15	0.15	0.15	0.15
毛利率(%)	59.7%	59.7%	59.7%	59.7%
占营业收入比(%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
5.技术服务和其他				
营业收入	6.57	6.57	6.57	6.57
营业收入YOY(%)	82.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	1.62	1.62	1.62	1.62
毛利率(%)	75.4%	75.4%	75.4%	75.4%
占营业收入比(%)	2.4%	1.8%	1.3%	1.0%

资料来源：华安证券研究所预测

敬请参阅末页重要声明及评级说明

归创通桥：神经+外周介入龙头，无惧集采，迅猛增长

- ✓ 2025年指引：25年收入10亿+，两年利润增速50%，利润显著快于收入增速。
- ✓ 2025年催化：集采完毕，产品齐全，进入快速放量期，管理层坚定看好公司发展，预计25年回购不超过6.5亿港币。
- 首年实现扭亏，业绩表现亮眼。1) 公司增速亮眼，业绩彰显实力。24年公司收入7.82亿元（+48.3%），净利润1.00亿元，首年实现盈利；其中，神经介入5.29亿元（+38.4%），外周介入2.52亿元（+74.5%）。
- 无惧集采，内生增长强劲。公司于24年经历10次集采，36/47款产品获集采中选，仍能做到近50%增长，是内生韧性的表现，同期高耗公司更多持平甚至负增长；3) 公司神经+外周产品矩阵齐全，既抗风险又有较高的收入上限，集采后整体毛利率下降有限（24年毛利率71.55%，-1.40pct）。创新型高值耗材是单一品种难以取胜的赛道，需要密集的产品网络产生协同效应，做到全产品规模效应+营销费用摊销，预计今年跻身10亿营收俱乐部，仅次心脉、先健等头部。
- 现金充沛，回购果断。公司24年底账上25亿现金/交易性金融资产，首次开启分红（每港币0.108元），同时上调至不少于6.5亿港币的回购。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	782	1059	1390	1748
收入同比(%)	48%	35%	31%	26%
归母净利润	100	155	240	350
归母净利润同比(%)	227%	55%	55%	46%
ROE (%)	3.23%	4.76%	6.86%	9.10%
每股收益 (元)	0.31	0.47	0.73	1.06

资料来源：ifind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

归创通桥：业绩拆分与盈利预测（25-27E）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	782.48	1,059.10	1,389.92	1,748.01
同比增长率YOY(%)	48.3%	35.4%	31.2%	25.8%
营业成本	222.58	366.57	484.45	619.64
归属母公司股东的净利润	100.26	154.90	239.79	349.76
净利润 yoy (%)	227.3%	54.5%	54.8%	45.9%
1. 神经介入				
营业收入	528.50	680.84	877.13	1,082.79
营业收入YOY(%)		29%	29%	23%
营业成本		263.96	339.67	424.32
毛利率(%)		61.2%	61.3%	60.8%
占营业收入比(%)		64.3%	63.1%	61.9%
1.1 出血类				
营业收入	77.00	98.75	126.45	146.88
营业收入YOY(%)		28.2%	28.1%	16.2%
营业成本		49.37	63.23	80.78
毛利率(%)		50.0%	50.0%	45.0%
占营业收入比(%)		9.3%	9.1%	8.4%
1.2 缺血类				
营业收入	138.00	182.49	238.28	308.25
营业收入YOY(%)		32.2%	30.6%	29.4%
营业成本		54.75	71.48	92.48
毛利率(%)		70.0%	70.0%	70.0%
占营业收入比(%)		17.2%	17.1%	17.6%

1.3 通路类				
营业收入	313.50	399.60	512.40	627.66
营业收入YOY(%)		27.5%	28.2%	22.5%
营业成本		159.84	204.96	251.06
毛利率(%)		60.0%	60.0%	60.0%
占营业收入比(%)		37.7%	36.9%	35.9%
2. 外周介入				
营业收入	252.40	378.26	512.79	665.22
营业收入YOY(%)		49.9%	35.6%	29.7%
营业成本		102.61	144.78	195.31
毛利率(%)		72.9%	71.8%	70.6%
占营业收入比(%)		35.7%	36.9%	38.1%
2.1 动脉介入				
营业收入	162.00	212.42	255.71	317.72
营业收入YOY(%)		31.1%	20.4%	24.3%
营业成本		57.35	71.60	92.14
毛利率(%)		73.0%	72.0%	71.0%
占营业收入比(%)		20.1%	18.4%	18.2%
2.2 静脉介入				
营业收入	88.40	159.84	247.08	332.50
营业收入YOY(%)		80.8%	54.6%	34.6%
营业成本		43.16	69.18	96.43
毛利率(%)		73.0%	72.0%	71.0%
占营业收入比(%)		15.1%	17.8%	19.0%
2.3 血管闭合装置				
营业收入	2.00	6.00	10.00	15.00
营业收入YOY(%)		200.0%	66.7%	50.0%
营业成本		2.10	4.00	6.75
毛利率(%)		65.0%	60.0%	55.0%
占营业收入比(%)		0.6%	0.7%	0.9%

资料来源：华安证券研究所预测

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

亚辉龙：创新型化学发光IVD，24年发光业务增速30%

- ✓ 2025年指引：自产20-25%增速，发光25%+增速，3.8-4亿元利润指引，流水线不低于100条。
- ✓ 2025年催化：等待行业修复，海外收入超预期（带来单产+毛利率提升），AI+上游原料自产带来降本增效体现。
- 特色带动常规，跻身第一梯队，海外进展迅速。1) 高举高打，特色自免起家进三甲(覆盖率70%)，带动常规试剂流水线铺设快，高速机占比高，特色项目国内第一。3) 公司销售+研发双强，管理层积极进取，在24H2严酷背景下，DRGs+医保控费影响存量，医疗反腐影响创新试剂增量，公司发光业务依然增长30%（国内25%，海外69%），增速行业第一。4) 海外进入快速增长阶段。24年海外增速65%，预计25年继续保持高增长，海外收入3.5-4亿；25-27年预计增速40%+。
- 2025年一季度：利润系投资亏损。收入4.18亿元（-3%），归母净利润1015万元（-85%）。云康投资亏损+政府补助减少。
- AI领域布局：ANA智能判读系统。公司开发基于transformer架构的ANA智能研判系统，加入视觉注意力模型，已发表论文，读图准确率从70%提升至91.3%，10亿市场规模；2) 糖尿病领域。和江苏省人民医院合作开发智能胰岛功能评估系统，提供精准检测一体化检测；3) 智慧实验室。iTLA MAX部署deepseek，搭建专属知识库，智能调度+更进一步自动化。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2012	2315	2684	3091
收入同比 (%)	-2.0%	15.1%	15.9%	15.2%
归属母公司净利润	302	385	490	595
净利润同比 (%)	-15.1%	27.6%	27.2%	21.5%
毛利率 (%)	65.3%	65.5%	65.8%	66.0%
ROE (%)	10.9%	12.3%	13.5%	14.1%
每股收益 (元)	0.53	0.67	0.86	1.04
P/E	29.81	21.26	16.71	13.75
P/B	3.27	2.61	2.26	1.94
EV/EBITDA	15.24	10.09	7.91	6.15

资料来源：ifind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

亚辉龙：业绩拆分与盈利预测（25-27E）

	2024A	2025E	2026E	2027E	1.2 自产仪器				
营业总收入	2011.62	2315.45	2683.63	3090.84	营业收入	239.75	223.80	246.34	276.38
营业收入YOY(%)	-2.0%	15.1%	15.9%	15.2%	营业收入YOY(%)	40.4%	-6.7%	10.1%	12.2%
营业总成本	698.52	798.81	916.81	1051.24	营业成本	145.48	135.80	149.48	167.71
毛利率(%)	65.3%	65.5%	65.8%	66.0%	毛利率(%)	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
销售费率(%)	21.6%	20.3%	20.1%	20.0%	占营业收入比(%)	12%	10%	9%	9%
管理费率(%)	8.6%	8.1%	7.7%	7.2%	1.3 自产耗材				
研发费率(%)	16.7%	15.9%	15.9%	15.4%	营业收入	253.54	327.40	396.16	453.14
财务费率(%)	0.6%	0.0%	-0.2%	-0.3%	营业收入YOY(%)	34.8%	29.1%	21.0%	14.4%
净利润	301.53	384.69	489.51	594.78	营业成本	97.36	125.72	152.13	174.01
净利润YOY(%)	-	27.6%	27.2%	21.5%	毛利率(%)	61.6%	61.6%	61.6%	61.6%
净利率(%)	15.0%	16.6%	18.2%	19.2%	占营业收入比(%)	13%	14%	15%	15%
1 自产业务					2 代理委托业务				
营业收入	1671.13	1974.96	2343.15	2750.35	营业收入	301.82	301.82	301.82	301.82
营业收入YOY(%)	0.3%	18.2%	18.6%	17.4%	营业收入YOY(%)	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	475.84	574.75	692.76	827.18	营业成本	212.92	212.92	212.92	212.92
毛利率(%)	71.5%	70.9%	70.4%	69.9%	毛利率(%)	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
占营业收入比(%)	83%	85%	87%	89%	占营业收入比(%)	15%	13%	11%	10%
1.1 自产试剂					3 软件服务及其他业务				
营业收入	1178.26	1423.77	1700.64	2019.83	营业收入	38.67	38.67	38.67	38.67
营业收入YOY(%)	22.0%	20.8%	19.4%	18.8%	营业收入YOY(%)	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	233.30	313.23	391.15	484.76	营业成本	11.14	11.14	11.14	11.14
毛利率(%)	80.2%	78.0%	77.0%	76.0%	毛利率(%)	71.2%	71.2%	71.2%	71.2%
占营业收入比(%)	59%	61%	63%	65%	占营业收入比(%)	2%	2%	1%	1%

资料来源：华安证券研究所预测

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

风险提示

- (1) 医疗反腐行动持续进展，部分设备招投标延期，进而影响设备类公司经营业绩风险；
- (2) 市场竞争加剧风险；
- (3) 出口订单波动风险。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！