

# 大浪淘沙

——供需结合，搭建医疗器械研究框架

分析师：孙建 执业证号：S0100519020002  
研究助理：谭紫媚 执业证号：S0100119060028

2019年11月19日

风险提示：行业政策变动风险；产品价格下降风险；研发进度、市场推广不及预期风险；  
商誉减值风险；产品质量风险

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



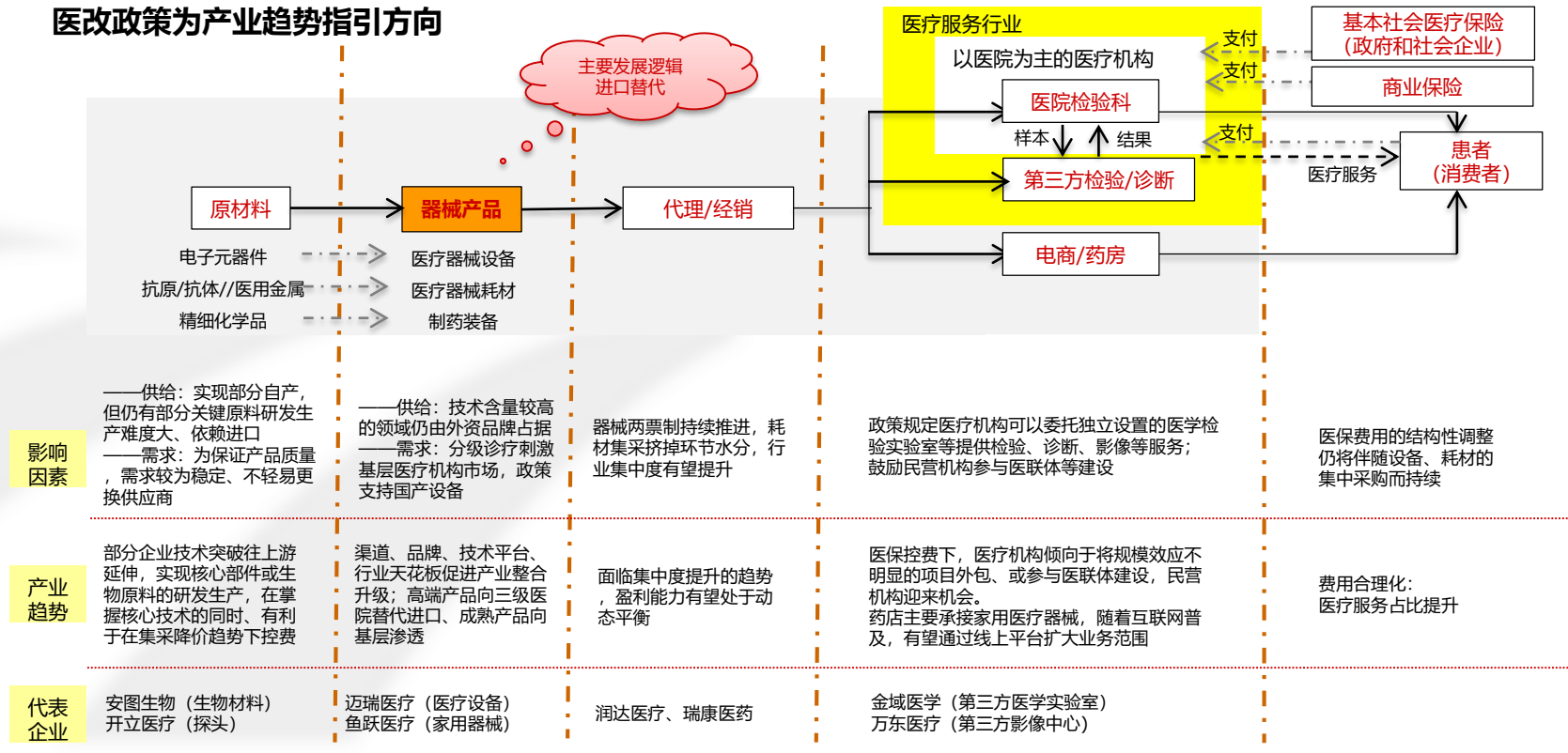
- **医改背景下医疗器械不改快速发展趋势：**带量集采启动、仿制药估值体系重构，即使有降价趋势蔓延的预期，基于器械产品非标准化、国产品牌仍未成熟的现状，医疗器械受影响程度还较小。分级诊疗打开基层空间、鼓励社会办医开辟民营医疗机构市场，共同刺激医疗器械需求，市场规模年均复合增速高达22%，高于药品市场14%。
- **进口替代仍为当前发展主要逻辑。**我国器械企业自主创新意识不足，主要盘踞在中低端市场，高端器械领域仍是外资品牌的主场。药监局实施创新医疗器械特别审批，部分市县出台硬性指标鼓励使用国产器械，引导企业向高壁垒方向突破、逐步实现进口替代，为产业趋势指明方向。
- **供需结合探究细分市场研究价值。**从行业增速看需求，从进口替代的空间和可能性看供给，结合政策影响与创新性分析各细分领域，建议关注高端设备、化学发光和分子诊断、以及具备技术特色的高值耗材领域。
- **本篇报告初步搭建医疗器械的研究框架，为投资精选标的。**通过梳理上市公司代表性财务指标，初步判断其研发创新能力、经营情况、盈利能力，结合所处细分领域发展情况，建议关注如下标的：
  - 医用设备：**迈瑞医疗、开立医疗**研发创新实力凸显，彩超产品推陈出新、跻身高端领域，有望在进口替代浪潮下快速发展。
  - 体外诊断：**安图生物**在化学发光领域的地位举足轻重，同时开辟流水线、微生物质谱新领域，持续高速增长可期；**凯普生物**深耕HPV领域、妇幼新品值得期待；**艾德生物**伴随诊断技术优势突出，有望不断创新、伫立技术尖端；**万孚生物**受益“基层+临床+胸痛中心”市场需求放量，增速维持在较高水平。
  - 高值耗材：**乐普医疗**可降解支架获批、起搏器持续推广，看点颇多；**健帆生物**血液灌流器自成一派快速发展；**欧普康视**的角膜接触镜市场增速高、国产化率低，规模小空间大，可持续关注。

- 重点推荐标的如下：

## 盈利预测与财务指标

重点公司	现价 2019/11/18	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
迈瑞医疗	194.31	3.06	3.87	4.66	64	50	42	谨慎推荐
安图生物	106.00	1.34	1.77	2.32	79	60	46	谨慎推荐
凯普生物	26.27	0.63	0.83	1.12	42	32	23	谨慎推荐
万孚生物	51.69	0.90	1.18	1.53	58	44	34	谨慎推荐

## 医改政策为产业趋势指引方向



# 产业环境：需求旺盛，控费背景优化产品结构

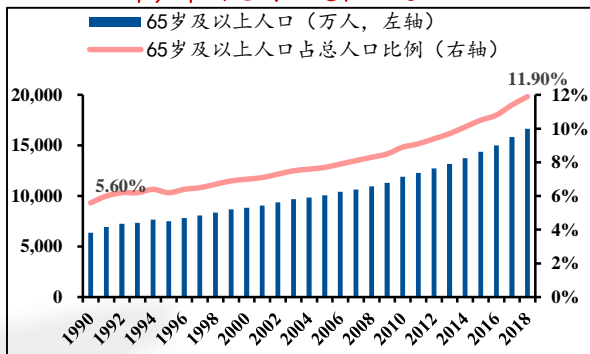
- **需求端：人口老龄化加剧、居民健康意识提高（特别是农村人口）、医疗消费升级，是我国医疗器械产业需求驱动的核心因素。**

进口产品购置和服务价格虚高、采购体系不完善容易滋生腐败、医疗诊治数据和患者医疗档案等信息安全面临风险，从而支付方、监管层、国家等多方**对国产品牌的需求提升。**

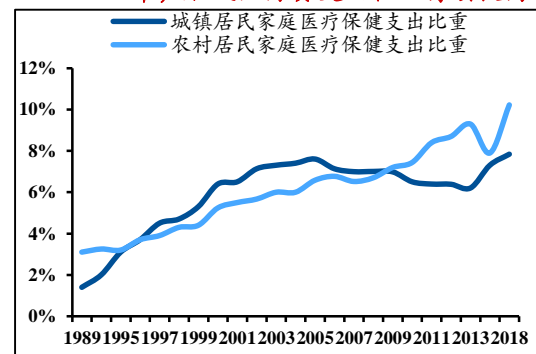
- **支付端：基于控费思路，2012年起卫生总费用增速回落；中国已经基本实现全民医保覆盖，卫生费用的个人支付比例回落，政府支出占比逐年提升，为满足个人医疗需求提供资金支持。**

- **需求增长仍为行业发展的长期逻辑，且由医保支付为其提供保障。只是在控费背景下，这种需求处于持续监管、结构优化的状态。**

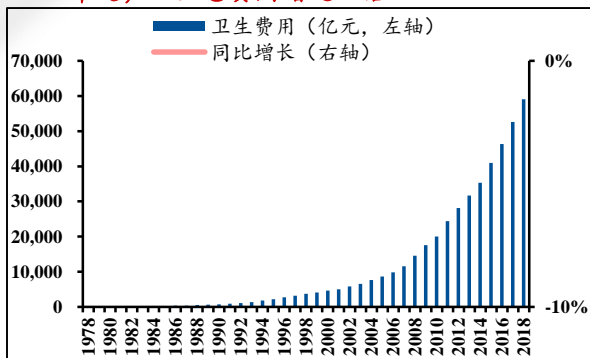
### 1990-2018年，中国老龄化进程加速



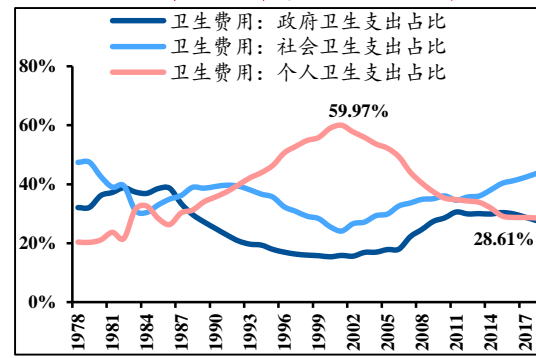
### 1989-2018年，居民医疗支出占比持续提高



### 2012年起，卫生总费用增速回落



### 基本实现全民医保覆盖，2018年个人支付比例降至29%



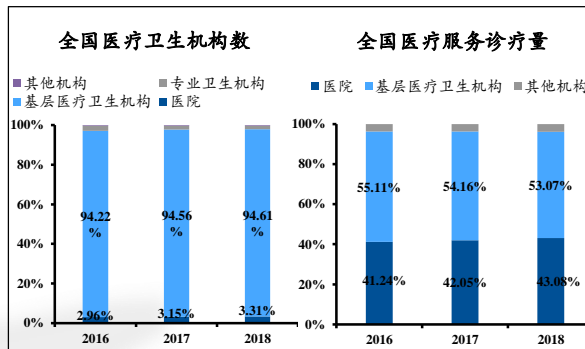
# 产业环境：高端领域仍由外资主导，分级诊疗另辟战场

- **政策端：**(1) 我国卫生资源在医疗机构之间的分布严重失衡，分级诊疗推动诊疗量下沉基层；(2) 为进一步解决看病难的问题，鼓励社会办医，并预留资源配置空间，民营医院诊疗量快速增长；(3) 进口器械价格虚高，鼓励使用国产产品，部分市县对中高端器械国产化率出台硬性指标。综合来看，**医改政策在饱和的等级医院市场外，为器械厂商开辟了新的战场，并大力支持国产品牌。**

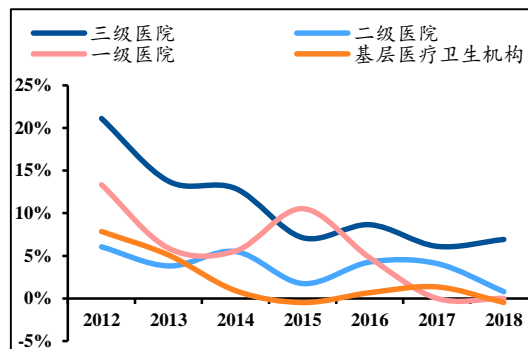
- **供给端：**基于旺盛的市场需求，我国器械产品供给充足，并且每年市场规模以超过20%的增速上升。

然而，我国器械企业自主创新意识不足，扎堆在中低风险的一类/二类医疗器械，**高端器械领域是外资品牌的主场。**药监局实施创新医疗器械特别审批程序政策，引导企业往高技术壁垒方向突破。

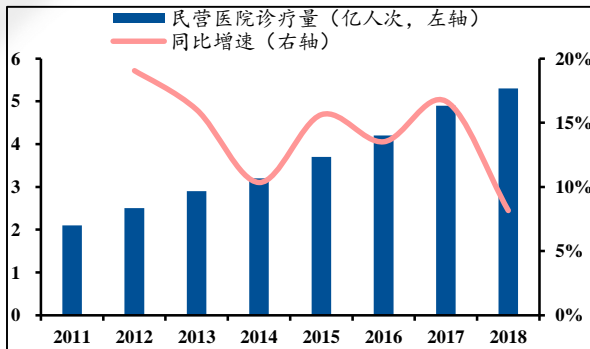
### 2018年数量占比仅3%的医院承担了43%的诊疗量



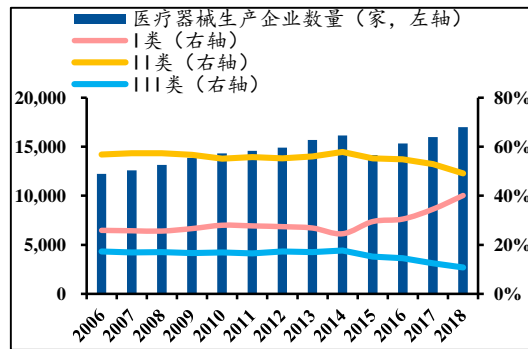
### 2012-2018年，三级医院诊疗量增速明显下滑



### 2011-2018年，民营医院诊疗量持续增长



### 2018年III类医疗器械企业占比仅11%



# 企业现状：需求释放、行业快速发展，药械比仍在高位

- **受益于需求释放、政策利好，医疗器械市场快速增长：**居民健康意识提高、就医需求释放，供给方面也水涨船高，过去18年我国医疗器械市场规模年均复合增长率高达22%，高于药品市场14%的年均复合增速。由于我国医疗体制的原因，药品：器械市场规模的比例接近4：1，与全球约1：1的比例相去甚远；如今破除以药养医、取消药品加成，药品销售在我国医药卫生费用中的占比逐渐下滑，医疗器械销售占比则持续提升。

图 2001-2018年我国医疗器械市场规模年均复合增速高达22%

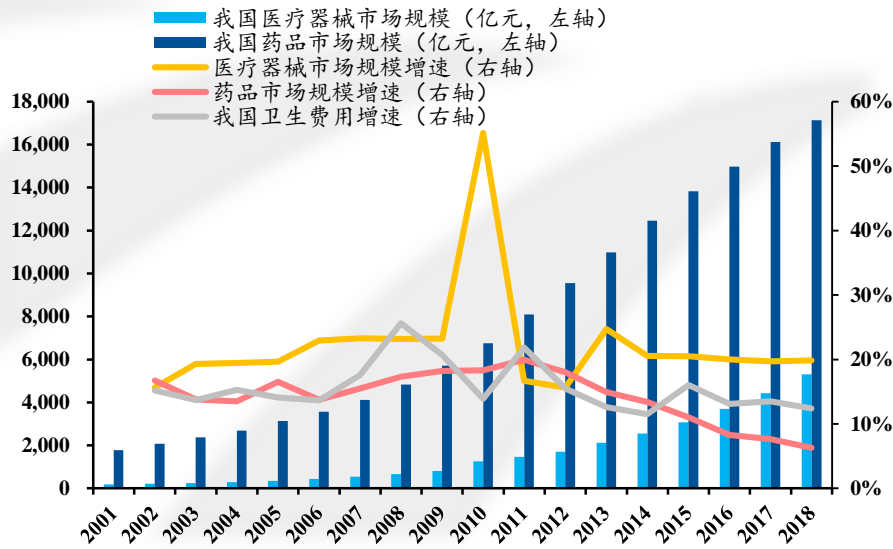
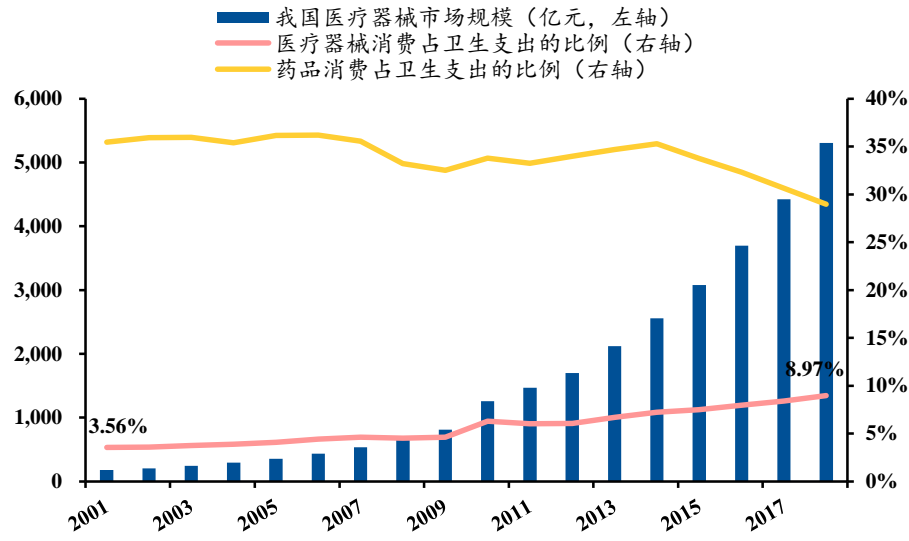


图 医疗器械消费占医药卫生总费用的比例持续上升至2018年的8.97%



# 企业现状：自主创新能力不足，高端市场话语权不强

- **我国医疗器械企业技术实力不强，进口替代为长期逻辑：**我国医疗器械产业起步较晚，虽然在一些中低端领域已经占据大部分市场，但是在技术、品牌、渠道、服务等方面竞争力较弱，高端市场仍由外资企业占据，内窥镜、超声、MR、CT等产品在上海二级以上医院国产化率不足20%。随着国内企业不断引进国外先进技术并吸收自用，有望在高端市场也逐步实现进口替代。

图 上海地区二级以上医院国产医疗设备市场占有率情况

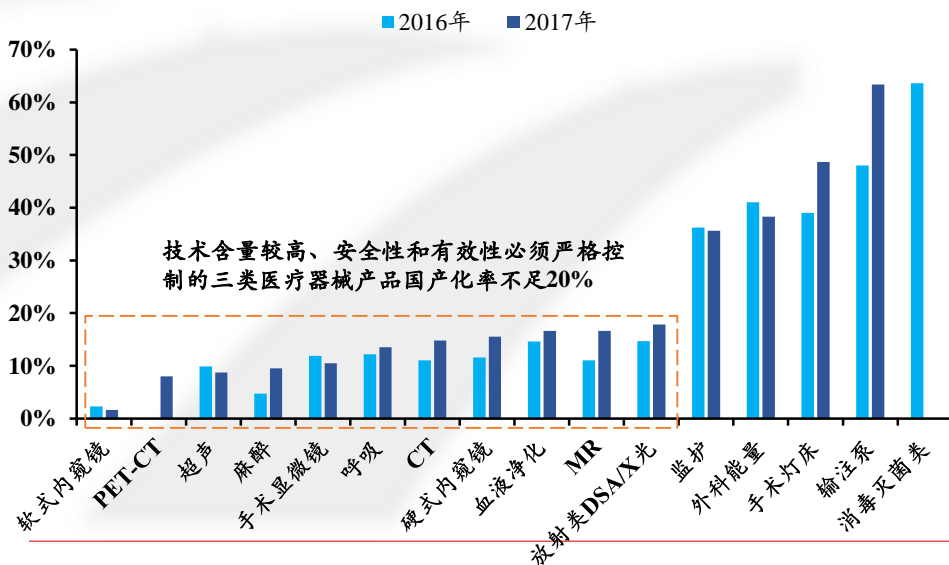


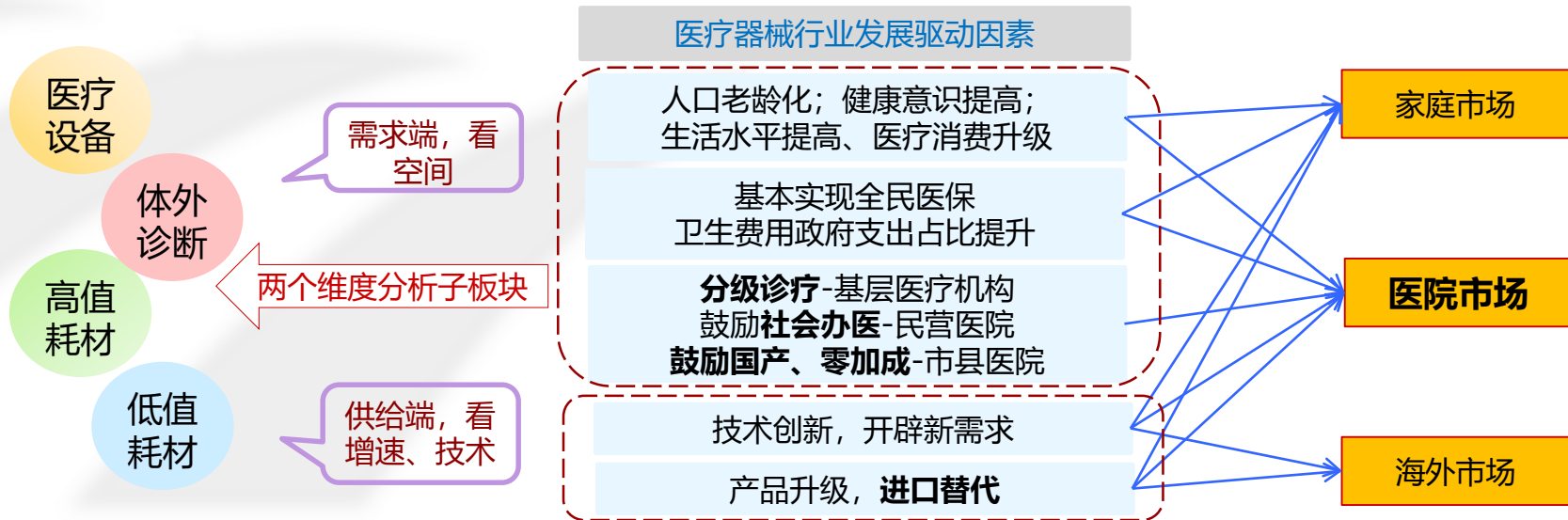
表 2017年医疗器械供应商排行榜

排名	企业名称	性质	主营产品
1	飞利浦医疗	进口	呼吸机、制氧机、雾化器
2	罗氏诊断	进口	血糖仪、IVD
3	美敦力	进口	起搏器、胰岛素泵、血糖检测系统
4	迈瑞	国产	监护系列、检验系列、超声系列
5	西门子	进口	CT、X光、超声等诊断设备
6	新华医疗	国产	医疗器械及装备、制药装备
7	GE医疗	进口	CT扫描系统、磁共振和X光成像系统
8	威高	国产	一次性医疗器械
9	雅培	进口	诊断、心血管、糖尿病护理
10	BD碧迪	进口	医用耗材、实验室仪器、抗体、试剂
11	百特	进口	透析产品、输液治疗产品、麻醉产品
12	欧姆龙	进口	血压计、血糖仪、脂肪测量仪
13	强生	进口	血糖仪、血压计
14	史塞克	进口	矫形外科手术器械、医用电子仪器
15	迪安诊断	国产	诊断产品
16	乐普	国产	心血管病介入诊疗器械
17	费森尤斯卡比	进口	透析产品、输血药物、临床输注设备
18	锐柯	进口	医疗和牙科成像系统、无损检测
19	微创医疗	国产	介入产品、支架系统、外科医疗器械
20	鱼跃医疗	国产	血压计、血糖仪、制氧机、雾化器



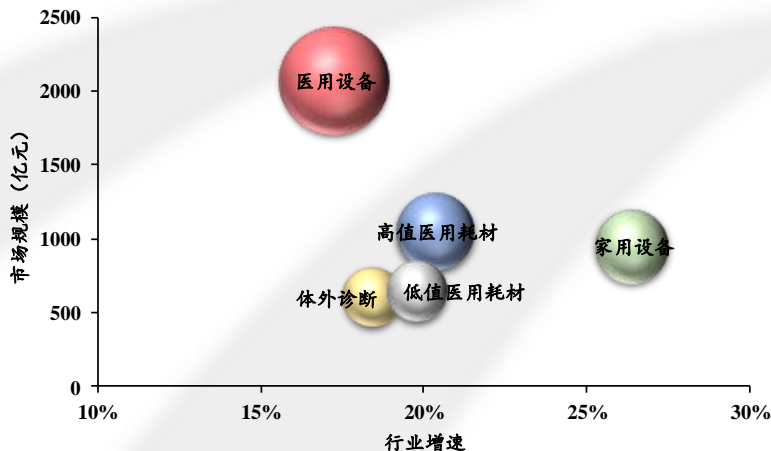
综合前述内容，我国医疗器械行业供需情况可总结如下：

- **需求端**，器械产品的需求已经基本得到满足，但技术含量较高的细分领域主要由进口产品占据、其购置和服务价格虚高，刺激对国产品牌的需求；因此进口替代为国内企业发展的主逻辑，需求端可以**围绕国产品牌的替代空间（国产化率）**讨论。此外，新技术开辟新需求，在**产品创新性**方面也值得探讨。
- **供给端**，主要体现在**行业增长速度**上：过去17年行业复合增速高达22%，细分领域需求亦可通过增速分析。对于进口替代空间较大、国产需求旺盛的细分领域，还需同时结合的**国产品牌替代进口的可能性（技术水平差距）**分析。



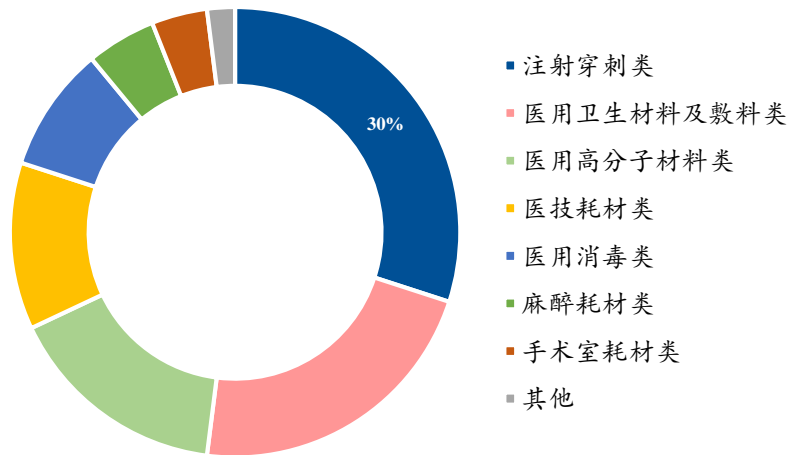
- **医疗器械可以大概分为五类：医用设备、家用设备、体外诊断、高值耗材和低值耗材。**从市场规模来看，医用设备规模最大，低值耗材和体外诊断相对较小；从行业增速来看，家用设备受益于老龄化、医疗消费升级而呈现高增速。
- 我国**低值医用耗材**得益于人力成本优势及技术水平提升，外销和内销均发展迅速；但是由于技术含量低、门槛不高、竞争激烈，优胜劣汰之后市场趋于集中，主要关注具有完整产业链、品类覆盖齐全的大中型企业。

图 医疗设备市场规模最大、家用设备由于老龄化增速较高



注：气泡大小代表2018年市场规模

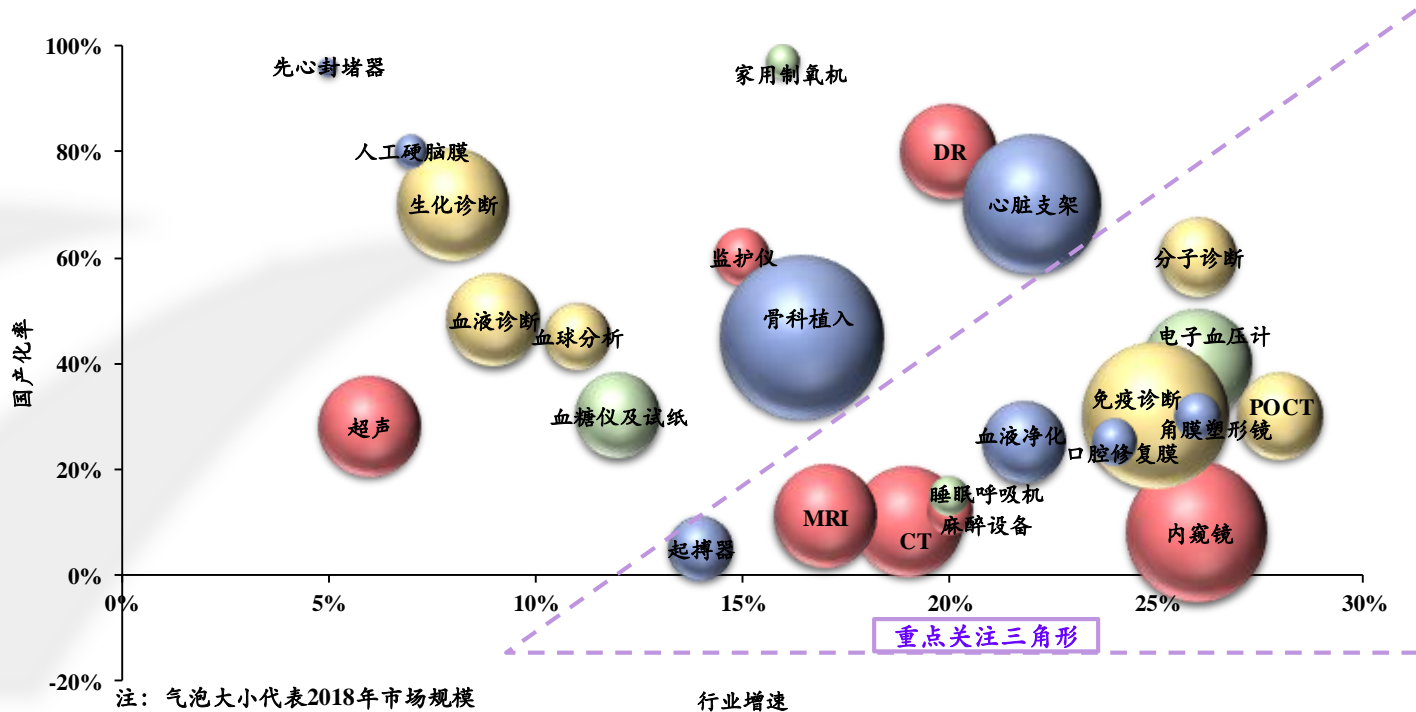
图 低值耗材市场品类繁多，注射穿刺类产品占比30%



医用设备、家用设备、体外诊断、高值耗材几个板块，参考“增速+空间”原则初步筛选、综合考虑：

- 先心封堵器、人工硬脑膜等品种发展成熟、增速缓慢，实现较大突破的可能性小；
- POCT、分子诊断等位于“重点关注三角形”区域的细分领域，处于高速发展期、进口替代空间大，需重点关注；
- **超声**增速略低、同时受行业周期影响较为明显，但是国产化率较低，实现技术突破的优质企业仍值得关注。

图 重点关注行业增速高、发展空间大（国产化率低）的细分领域，即偏右下角的领域



# 市场分析：供需梳理，寻高增速、大潜力细分领域

表 除了行业增速、替代空间(国产化率)，还需围绕竞争格局、产品替代的可能性(技术水平差距)、政策影响、产品创新性进行综合分析

行业	领域	代表品类	竞争格局	技术水平	政策影响	创新关注点
医用设备	诊断设备	CT	技术壁垒高、GPS市占率80%以上	国内外技术差距明显，国产品牌在等级医院认可度低	1. <b>分级诊疗</b> 政策，促进诊疗量下沉基层，对医疗器械需求增加； 2. 出台 <b>第三方医疗服务</b> 相关规范，医学检验实验室、医学影像诊断中心、血液透析中心发展，对医疗设备的需求增加	1. 细分领域的创新，例如 <b>超声内镜、血管内超声、胃镜胶囊</b> ； 2. 远程诊疗：通过远程诊断系统传输电子病例与影片进行远程诊断； 3. 引入人工智能，例如飞利浦CT iPatient AI智能影像平台，可智能化识别解剖组织结构、定位及异常生理讯号等功能； 4. 医用机器人，尤其是 <b>手术机器人</b> ，操作精细，减少手部震动
		MRI	GPS市占率50%以上，联影接近10%			
		内窥镜	软镜奥林巴斯（约70%）、硬镜卡尔史托斯（约50%）高度垄断，开立软硬镜开拓市场			
		超声	GPS市占率60%以上，迈瑞、开立约为10%、5%			
		DR	GE、西门子主要占据高端市场，国内企业以万东、联影、安健等企业为主			
	监护仪	迈瑞市占率超40%，后续主要在渗透率提高	国内外技术差异不大			
治疗设备	麻醉设备	德尔格、GE保有量合计超80%，迈瑞10%以上	存在一定的技术差距			
辅助设备	制药设备	德国GLATT、GEA、意大利IMA等知名企业在高端市场仍占据优势，国内企业以单体设备为主	与国外相比仍有较大差距，多数技术及部分核心产品仍需要进口	带量采购促进行业集中度提高，制药装备行业将同样呈现高端化、集中的趋势	在不断提升设备质量和性能的同时，构建制药装备智能制造的系统架构能力	
家用设备	检测设备	电子血压计	欧姆龙市占率在50%-60%之间；鱼跃在20%-30%	普及度较高，国内外技术仍存在一定差异	消费属性较强，政策影响相对较小，主要受益于老龄化、健康意识提升（消费升级）	1. 智能化：测量数据上传至健康云平台，用户通过终端设备读取； 2. 可穿戴：长时间动态健康数据监测，一旦发现异常便发出预警； 3. 多功能：兼具测量血压、脂肪、血糖等
		血糖仪及试纸	强生、罗氏、雅培等外资品牌占据2/3的份额，三诺、怡成、鱼跃合计1/3%			
	康复设备	睡眠呼吸机 家用制氧机	澳大利亚瑞斯迈占55%、新西兰费雪帕克占25% 鱼跃占据65%左右的市场份额	普及度不高、技术差异较大 国内外技术差异不大		
体外诊断	检验科/ICL	生化诊断	诊断试剂已基本实现国产化，诊断设备仍由日企垄断	试剂产品成熟，在设备检测速度和一体化上与国外设备有一定的差距	1. 国家鼓励创新，随着国内优质企业技术的提升和国外先进技术的引入，促进化学发光进口替代和分子诊断快速发展 2. 标准化产品易于受到 <b>集采降价</b> 的影响特别是发展比较成熟的领域，如生化试剂产品价格承压较大；而分子诊断属于新兴领域，在技术替代的过程中明显受益	1. 分子诊断已经广泛应用于产前筛查、传染病、肿瘤等领域， <b>基因测序、伴随诊断、液体活检、NIPT</b> 等前沿技术崭露头角； 2. 目前原材料和高端诊断仪器都是由外资品牌垄断，尤其是在 <b>上游原材料</b> 受制于人，国内企业只能在中低端市场中参与激烈竞争，此为国产企业突破的重点
		免疫诊断	中低端诊断设备和试剂国产化程度高，但高端市场基本由罗氏、雅培、西门子等外资品牌占据	酶免等技术成熟逐渐被替代； <b>化学发光</b> 国内外的技术差距有待拉近		
		血液诊断	希森美康市占率超65%、迈瑞约15%	存在差异，国产优质企业不断追赶		
		分子诊断	国内外基本同时起步，国外企业罗氏、雅培、Illumina与国内企业华大、艾德、凯普共同竞争	目前处于发展初期，国内外在技术差异相对较小		
	血球分析	希森美康市场保有量占比接近50%，迈瑞约30%	差异不大，国产优质企业不断追赶			
非检验科	POCT	罗氏、强生、雅培等外资品牌仍占据过半市场份额，万孚、基蛋等内资品牌自下而上替代	技术存在一定差距，等级医院市场主要由进口产品占据	<b>分级诊疗</b> 推动基层扩容、 <b>临床科室</b> 需求精细化、胸痛等 <b>五大中心</b> 打开增量市场总体迎利好，同时也存在 <b>降价</b> 风险。	微流控、生物芯片、生物传感器等前沿技术的应用	

# 市场分析：供需梳理，寻高增速、大潜力细分领域

**表 重点关注竞争格局良好、技术水平可提升空间较大、政策影响正面、创新性较强的细分市场**

行业	领域	代表品类	竞争格局	技术水平	政策影响	创新关注点
高值耗材	骨科	骨科植入	强生、捷迈、史赛克、美敦力、施乐辉五家外资企业占据接近40%的份额，威高、大博、凯利泰在国产企业前列	技术含量相对较低的 <b>创伤</b> 领域实现了进口替代，脊柱和关节领域还是进口企业主导	高端产品价格居高不下； <b>耗材集采</b> 推行，虽然短期影响企业盈利能力，长期来看国产企业有望借助成本优势提高份额	1.计算机辅助，如 <b>骨科手术机器人</b> ，提高手术精确度和安全性； 2. <b>3D打印</b> 满足临床治疗个性化需求； 3.更符合人体需求、生物相容性更好的材料
	心血管	心脏支架	发展成熟，基本实现进口替代；市场份额主要集中在乐普、微创、吉威、美敦力、雅培等大型企业	需要精密的加工技术	价格过高， <b>集采降价</b> 影响较大，预计未来市场将逐渐集中在几家领先的国产企业中	<b>可降解支架</b> 为当前研发热点，雅培研发第一个可降解支架，但已经停止生产；乐普NeoVas生物可吸收支架19年2月获批，已经开始销售。
		起搏器	市场集中在美敦力、雅培、百多力、波士顿科学手中，国内只有乐普、微创、先健少数几家企业从事相关领域	技术门槛较高，市场高度集中	在 <b>控费</b> 环境下，有利于掌握技术的国产企业进口替代（例如微创与索林合作、先健与美敦力合作）	国产企业引进技术实现的替代
		先心封堵器	先健科技、上海形状（乐普）、华医圣杰市占率约95%，AGA/雅培仅4%	<b>技术发展成熟</b>	存在降价压力	在材料和产品结构上的创新
	神经外科	人工硬脑膜	已经完成了进口替代，国产厂家冠昊生物和北京天新福市场份额较大	<b>技术成熟</b> ，已经完成对贝朗和强生外资产品的技术替代	存在降价压力	新材料与新技术各种优点的相互融合
	眼科	角膜塑形镜	韩国露晰得、日本阿尔法等进口品牌占据绝大多数市场份额，国内仅欧普康视和爱博诺德（即将上市）	技术各有特色，市场份额相对分散， <b>暂无绝对龙头</b>	<b>行业逐渐规范</b> ，严控质量风险；消费属性较强，政策影响相对较小	胶原交联技术有望得到应用，需佩戴次数减少
	口腔科	口腔修复膜	瑞士盖氏约占70%份额，国产正海约占10%	国内起步较晚，技术存在差异	消费属性较强，政策影响相对较小，主要受制于高水平口腔医师的稀缺问题	<b>3D打印</b> 在口腔医学修复领域、正畸领域、种植领域和颌面外科领域的相关设备和耗材产品上的应用
	血液净化	费森尤斯、美国百特等进口产品占据70%以上的市场份额，国内厂家为威高、宝莱特等	我国企业技术水平相较于国外还有较大差距，健帆的血液灌流器异军突起	政策放开，鼓励社会资本设立 <b>独立血透中心</b> ；美国透析机产品销售额低、进入耗材和医疗服务领域以保持业务的增长	便携化和智能化，在远程监控的同时还能保证生活质量	
低值耗材	注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、医用高分子材料类等	国产产品不仅占据国内大部分市场，国际上也有一定份额；部分高端领域仍以3M、泰尔茂、贝朗等外资为主	<b>技术含量和行业门槛较低</b> ，但某些高端领域在材料技术和工艺水平上仍有差距	由于劳动力成本提高、新兴市场参与竞争、国际贸易争端，外销业务增长缓慢，外销型企业纷纷加快国内市场布局	1.加强新材料、产品和生产工艺的创新研究； 2.加强产业链布局，选择多元化经营	

按照“市场需求(增速)旺盛、替代空间(国产化率)和可能性(技术水平)大、政策影响正面、创新能力强”几个逻辑筛选，结论如下：

- **医用设备**：关注彩超领域凭借技术积累逐步实现高端替代逻辑；相关标的为通过研发投入、技术突破、有望逐步在高端彩超市场实现替代的**迈瑞医疗、开立医疗**。
- **家用设备**：关注降价压力小，受益老龄化和消费升级逻辑；相关标的为覆盖电子血压计、血糖仪等慢病检测设备的平台型企业**鱼跃医疗**。
- **体外诊断**：看好化学发光的进口替代，关注技术实力强劲的企业**迈瑞医疗、安图生物**和多联检特色领域**透景生命**；看好精准度高、适用于个性化诊疗的分子诊断技术，关注基因测序、伴随诊断、液体活检等新兴领域企业**华大基因、艾德生物、凯普生物**；看好受益“基层+临床+五大中心”市场需求放量的POCT行业，关注**万孚生物、基蛋生物、明德生物**。
- **高值耗材**：在心血管、骨科面临降价压力的环境下，关注可降解支架、3D打印等创新领域，相关领域创新研发企业为**乐普医疗、爱康医疗、凯利泰**；基本由进口企业垄断、有望在控费环境下国产替代的起搏器行业，相关标的为引入海外成熟技术、推出起搏器产品的企业**微创医疗**；关注市场增速高、国产化率低的口腔修复膜、角膜塑形镜市场，相关标的为**正海生物、欧普康视**；看好市场空间大、渗透率低、产品具备特色的血液灌流器生产企业**健帆生物**。
- **低值耗材**：激烈竞争后行业整合、市场趋于集中，关注产业链完整、品类覆盖齐全的大中型企业**蓝帆医疗、威高股份**。
- 医疗器械细分领域众多，此处未全部进行讨论。其他未涉及的细分领域也可按照此逻辑进行研究分析。

- 前述内容已经就细分领域进行讨论，最后由行业落实到上市标的，还需考虑不同公司的具体情况。
- 此处选取部分财务指标进行分析，其中包括研发投入和人员数量（一定程度上可以反映**研发创新能力**）、收入/利润增速（反映公司**近期发展情况**）、毛利率和净利率（反映**盈利能力**）。

器械领域	细分板块	证券简称	研发支出合计/亿元	研发支出总额占营业收入比例/%	研发人员数量	研发人员数量占比/%	营业收入(同比增长率)/%	归属母公司股东的净利润(同比增长率)/%	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(同比增长率)/%	营业收入(3年,增长率)/%	归属母公司股东的净利润(3年,增长率)/%	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(3年,增长率)/%	销售毛利率/%	销售净利率/%	得分
医用设备	DR	万东医疗	0.70	7.29	186	32.35	7.98	40.52	59.56	16.66	280.50	268.57	43.60	15.63	3.33
	伽玛刀	盈康生命	0.10	2.01	15	1.26	53.09	-59.01	-37.08	79.92	374.32	839.45	45.45	14.10	2.33
	超声	迈瑞医疗	14.20	10.33	2,258	24.45	23.09	43.65	43.05	71.64	308.76	175.51	66.57	27.09	5.67
		开立医疗	2.33	19.03	562	26.26	24.04	32.94	28.14	78.89	138.61	141.65	69.87	20.59	6.00
	内镜	南微医学	0.49	5.33	233	17.03	43.93	90.45	73.18	253.72	515.42	505.78	63.77	22.06	4.50
	PET-CT	东诚药业	0.85	3.66	205	11.03	46.20	62.44	65.41	193.47	212.47	231.10	57.31	16.67	4.50
	监护仪	理邦仪器	1.78	17.92	575	31.13	17.72	111.70	367.91	80.45	-10.23	249.31	54.60	8.68	4.33
	消毒灭菌	新华医疗	1.25	1.21	935	14.89	3.01	-65.23	52.07	36.13	-91.89	-131.29	20.00	1.19	1.33
	制药设备	千山药机	0.35	17.32	148	15.98	-34.78	-661	-189	-62.74	-7,498	-19,812	19.56	-1,243	0.50
		迦南科技	0.33	5.62	223	16.88	30.05	-23.50	-19.46	166.19	-34.64	-41.61	37.73	7.92	0.67
		楚天科技	1.89	11.56	635	21.29	27.44	-74.24	-84.54	67.39	-73.07	-87.00	32.83	2.53	2.33
		东富龙	0.98	5.10	371	14.57	11.13	-42.76	-71.28	23.22	-81.78	-93.53	30.75	4.55	1.00
	其他设备	和佳股份	0.76	6.34	246	20.33	7.57	8.67	4.19	51.19	-4.79	-36.33	51.47	9.08	1.50
		福瑞股份	1.05	12.08	97	15.49	5.31	-42.05	-36.83	43.50	-61.37	-58.16	69.99	5.21	2.00
戴维医疗		0.28	9.41	118	20.67	-1.19	-38.74	-66.44	36.86	-35.88	-70.00	50.70	9.59	1.00	
家用设备	检测设备	鱼跃医疗	1.52	3.64	539	11.06	18.12	22.82	25.26	98.86	99.58	83.15	39.83	17.95	3.67
		乐心医疗	0.56	7.28	210	11.35	-10.56	34.61	150.58	23.23	-52.15	-61.36	25.91	2.84	1.17
		九安医疗	1.37	24.38	638	45.60	-5.69	107.65	23.83	41.73	108.42	10.51	29.96	-0.51	3.00
	康复设备	奥佳华	1.83	3.37	948	10.24	26.86	27.22	30.91	92.43	143.21	176.25	36.26	8.13	3.00
参考值（行业中值）			0.72	7.16	234	16.96	20.46	20.34	15.31	77.35	79.92	66.63	54.60	14.10	2.67
赋予分值			0.50	0.50	0.50	0.50	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	1.00	1.00	6.00

# 结合财务指标，行业筛选落实到上市标的

- 综合比较后发现，（1）体外诊断和医疗设备上市公司对研发的重视程度都比较高，医用耗材，特别是低值耗材行业的创新点较少、研发投入也相对较少；（2）就业绩增速来看，体外诊断和高值耗材景气度高、增速快，高端医疗设备产品还是以进口为主，发展速度相对较慢；（3）从盈利能力来看，体外诊断和高值耗材企业盈利能力相对可观，但是同时也存在降价压力，特别是骨科、支架等易于标准化的产品。

器械领域	细分板块	证券简称	研发支出合计/亿元	研发支出总额占营业收入比例/%	研发人员数量	研发人员数量占比/%	营业收入(同比增长率)/%	归属母公司股东的净利润(同比增长率)/%	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(同比增长率)/%	营业收入(3年,增长率)/%	归属母公司股东的净利润(3年,增长率)/%	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(3年,增长率)/%	销售毛利率/%	销售净利率/%	得分
体外诊断	生化	科华生物	0.90	4.53	227	12.83	24.85	-4.58	-14.53	72.20	-1.35	-4.03	40.86	12.40	0.83
		九强生物	0.61	7.88	181	42.69	11.51	10.07	5.14	36.73	22.70	18.95	68.71	38.84	3.00
		迪瑞医疗	1.25	13.34	530	29.64	7.58	18.12	28.42	64.53	82.61	85.13	65.11	25.71	5.00
		美康生物	1.10	3.50	302	10.55	21.32	4.99	6.77	358.93	49.55	42.20	34.94	7.93	1.67
		利德曼	0.40	6.10	115	20.91	13.69	-44.61	-46.93	-3.94	-74.26	-75.85	49.29	9.49	0.50
		中生北控					2.74	-108.14	-511.54					39.71	-5.51
	免疫	安图生物	2.17	11.23	928	30.34	37.82	25.98	29.17	169.32	102.34	100.97	66.38	29.80	6.00
		迈克生物	1.63	6.06	428	18.98	36.31	18.92	19.40	152.10	77.23	79.24	51.80	17.98	3.83
		透景生命	0.40	10.96	79	20.52	20.46	11.73	2.94	115.40	115.41	97.54	78.43	38.84	4.33
		热景生物	0.18	9.82	96	18.82	31.69	60.08	33.67				73.74	25.75	4.00
		艾德生物	0.78	17.84	198	36.60	32.89	34.73	35.01	148.21	501.08	284.66	91.04	28.87	5.50
		达安基因	1.23	8.34	123	25.89	-4.13	17.51	-13.66	0.29	0.34	-27.82	41.61	5.85	1.50
	分子	凯普生物	0.50	8.54	263	22.29	21.14	22.39	19.42	68.30	74.94	56.84	83.50	18.39	4.50
		博晖创新	0.75	12.07	104	7.47	40.19	78.73	75.60	131.39	484.40	-521.60	50.21	12.46	2.67
		华大基因	2.65	10.44	628	19.94	21.04	-2.88	-3.36	92.34	47.52	67.31	55.35	16.08	5.00
		贝瑞基因	0.93	6.49	149	9.27	22.93	15.18	13.01	525.84	2,161	2,049	58.24	18.04	3.83
	POCT	万孚生物	1.51	9.15	457	20.29	44.05	46.06	49.60	284.83	145.51	162.17	60.99	21.00	6.00
		三诺生物	1.61	10.35	444	19.06	50.10	20.34	8.73	140.20	116.09	105.90	63.82	20.02	5.67
		基蛋生物	0.81	11.74	260	17.83	40.45	28.67	23.19	148.26	137.57	111.89	78.90	36.52	6.00
		明德生物	0.27	15.37	126	29.10	6.82	-6.22	-16.29	85.00	72.54	28.45	77.10	35.42	3.33
参考值(行业中值)			0.72	7.16	234	16.96	20.46	20.34	15.31	77.35	79.92	66.63	54.60	14.10	2.67
赋值分			0.50	0.50	0.50	0.50	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	1.00	1.00	6.00



# 结合财务指标，行业筛选落实到上市标的

器械领域	细分板块	证券简称	研发支出合计/亿元	研发支出占营业收入比例/%	研发人员数量	研发人员数量占比/%	营业收入(同比增长率)/%	归属母公司股东的净利润(同比增长率)/%	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(同比增长率)/%	营业收入(3年,增长率)/%	归属母公司股东的净利润(3年,增长率)/%	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(3年,增长率)/%	销售毛利率/%	销售净利率/%	得分
高值耗材	骨科	大博医疗	0.65	8.39	299	15.82	30.04	25.68	24.08	97.15	97.05	82.20	80.40	48.95	5.00
		威高股份					39.99	-14.79	-16.88				61.18	17.11	2.33
		爱康医疗					61.14	37.54	34.39				68.08	24.13	3.00
		春立医疗					66.04	54.72	55.52				63.40	21.48	3.00
		普华和顺					8.33	1,264	-3.85				62.82	534.63	2.33
	凯利泰	0.56	6.00	57	8.02	16.03	137.24	-20.03	101.11	283.40	61.76	60.39	49.45	3.00	
	心脏支架	乐普医疗	4.72	7.42	1,769	23.01	40.08	35.55	23.06	129.58	133.96	106.20	72.75	19.74	6.00
		先健科技					36.07	-25.93	-22.18				81.74	20.46	2.33
		赛诺医疗	1.30	34.17	56	12.15	18.14	34.84	22.52				82.31	23.45	3.67
		微创医疗					50.72	27.04	293.19				70.21	2.74	2.00
	神经外科	正海生物	0.17	7.72	47	18.36	17.92	39.15	47.70	68.22	101.96	124.67	93.08	39.81	4.33
		冠昊生物	0.66	14.29	83	17.22	-0.46	0.49	-37.28	102.70	-27.81	-68.32	72.52	7.66	2.33
	眼科	欧普康视	0.13	2.80	68	34.17	47.10	43.34	40.53	160.12	143.78	138.50	77.98	45.76	4.50
健帆生物		0.46	4.54	137	8.78	41.48	41.34	43.67	99.74	100.55	81.66	84.81	39.44	4.00	
血液净化	宝莱特	0.47	5.73	235	23.06	14.32	11.55	11.14	113.76	168.38	238.44	37.22	9.62	2.00	
	康德莱	0.74	5.07	390	9.93	15.41	23.65	24.50	36.62	55.57	53.86	34.86	12.44	1.67	
低值耗材	注射穿刺	阳普医疗	0.44	8.07	234	24.74	0.06	-1,326	-4,703	0.85	-443.42	-539.73	40.65	-25.64	1.50
		三鑫医疗	0.21	3.94	193	12.77	31.55	-2.93	-3.39	70.37	-20.69	-19.09	29.96	7.70	0.33
		蓝帆医疗	1.83	6.89	465	10.41	68.35	72.61	94.00	75.82	103.70	132.95	40.57	13.39	2.67
	医用卫生材料及敷料	奥美医疗	0.50	2.45	391	8.63	18.49	-2.55	-2.66	27.90	45.10	7.62	31.38	11.16	0.50
		英科医疗	0.63	3.31	381	10.81	8.12	23.61	15.31	89.63	179.26	103.55	24.94	9.48	2.17
		振德医疗	0.57	3.98	362	8.94	9.37	6.93	11.63	39.95	64.69	115.18	31.36	9.09	0.83
		南卫股份	0.20	4.19	92	13.29	-1.82	-17.54	-52.66	10.81	-23.40	-57.32	23.46	7.67	0.00
		尚荣医疗	0.46	2.84	213	11.97	-18.74	-44.22	-64.24	-2.15	-28.19	-56.93	24.65	8.26	0.00
	麻醉耗材	维力医疗	0.30	4.04	296	12.67	18.41	1.31	6.79	35.89	-28.38	-19.23	35.17	7.57	0.50
	药品包材	山东药玻	0.80	3.10	559	11.07	10.91	36.33	39.97	49.99	146.35	132.98	35.99	13.86	2.33
		正川股份	0.31	5.22	189	10.15	17.12	0.72	8.05	24.20	36.36	37.58	28.67	13.89	0.00
	耳鼻喉	爱朋医疗	0.21	7.04	95	14.54	20.70	21.01	20.50	94.14	142.53	65.95	76.50	23.85	3.67
	参考值(行业中值)			0.72	7.16	234	16.96	20.46	20.34	15.31	77.35	79.92	66.63	54.60	14.10
赋予分值			0.50	0.50	0.50	0.50	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	1.00	1.00	6.00

- 从医疗器械整体行业背景、细分领域发展情况、到上市公司财务指标进行梳理后，我们认为医疗器械行业蕴含巨大的投资机会，建议投资者在板块调整的过程中布局战略性品种，特别是符合产业发展趋势、具备长期可持续发展潜力的公司：
- **医用设备**：**迈瑞医疗**、**开立医疗**研发创新实力凸显，彩超产品不断推陈出新、跻身高端领域，有望在进口替代浪潮下快速发展。
- **体外诊断**：**迈瑞医疗**在体外诊断领域耕耘已久、布局全面，近几年大力发展化学发光产品，产品收入实现高增长；**安图生物**在化学发光领域的地位举足轻重，同时开辟流水线、微生物质谱新领域，持续高速增长可期；**凯普生物**深耕HPV领域、妇幼领域新品值得期待；**艾德生物**伴随诊断技术优势突出，**华大基因**测序产品前景广阔，两者有望不断技术创新、走在前沿；**万孚生物**受益“基层+临床+胸痛中心”市场需求放量，增速维持在较高水平。
- **高值耗材**：**乐普医疗**可降解支架获批、起搏器持续推广，看点颇多；**正海生物**、**欧普康视**的产品所在市场增速高、国产化率低，规模小空间大，可持续关注，**健帆生物**血液灌流器自成一派快速发展。

- 行业政策变动风险
- 产品价格下降风险
- 研发进度、市场推广不及预期风险
- 商誉减值风险
- 产品质量风险

## • 分析师与研究助理简介

**孙建**，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

**谭紫媚**，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

## 分析师承诺:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明:

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元; 200122

深圳: 广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元; 518001

## 免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明