

聚焦高景气赛道，关注优质龙头

研 究 员 何畏

投资咨询证书号 S0620518010001

系联 方 式 025-58519170

邮 箱 whe@njzq.com.cn

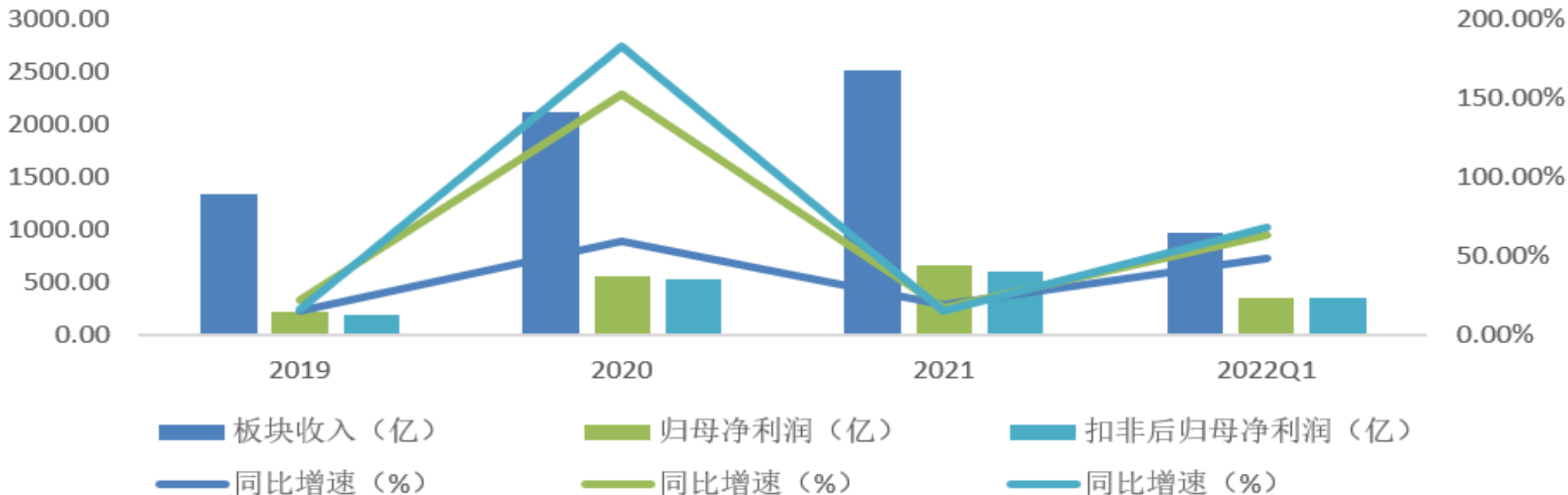
第一部分 医疗器械行业基本情况与发展趋势

- 一、**板块业绩**：常规器械业务持续恢复，各细分领域之间分化明显
- 二、**行业政策**：集采常态化推进，低估值下集采降价影响边际减弱

板块业绩：常规器械业务持续恢复，各细分领域之间分化明显

- 随着疫情逐步缓解，板块业绩增速总体呈现出放缓趋势。同时，随着疫情的波动板块业绩也呈现出一定的波动性，主要受到核酸、抗原等检测试剂业绩波动影响。
- 随着疫情逐步缓解，常规医疗器械业务整体呈现出持续恢复趋势，但总体也可能弱于此前预期。同时，不同细分领域也呈现出明显分化。

高基数下2021年板块业绩增速明显放缓

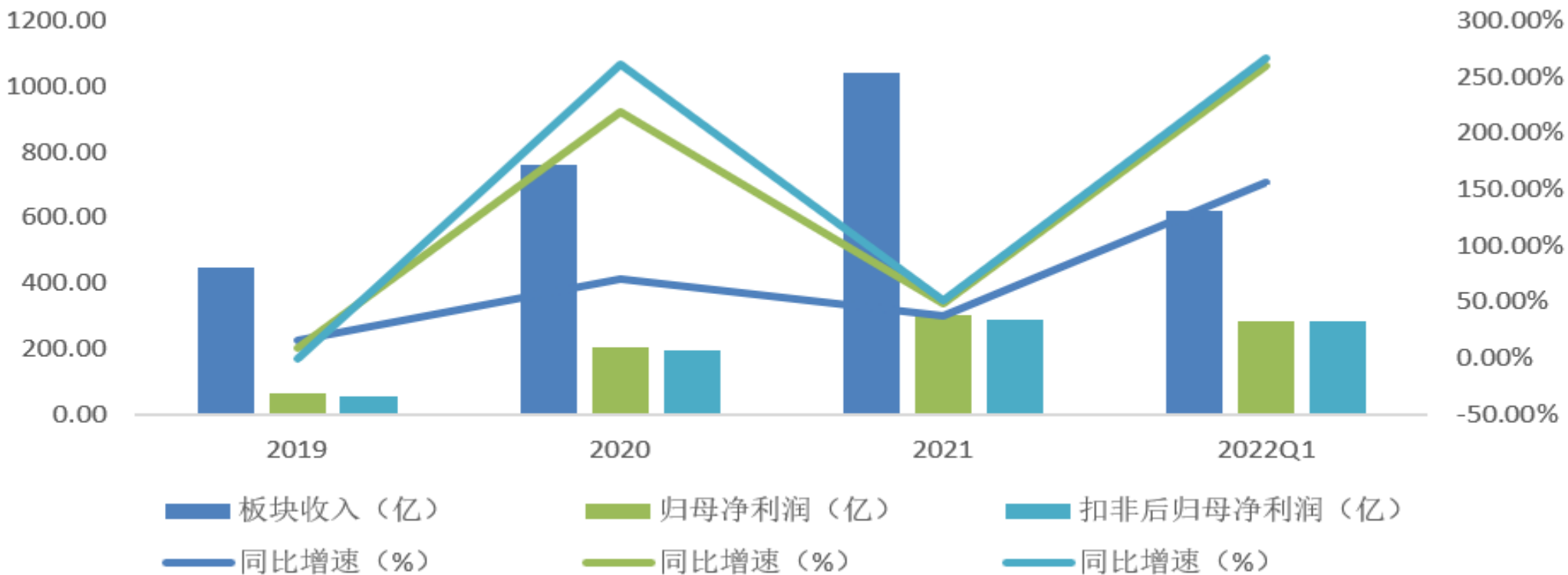


数据来源：同花顺，南京证券研究所整理

板块业绩：常规器械业务持续恢复，各细分领域之间分化明显

- 体外诊断方面，核酸、抗原检测试剂随着全球疫情的波动而呈现出波动性。2021年及2022年Q1由于奥密克戎毒株的强传染性，疫情在全球范围内有所扩散，带动检测试剂需求的增长。但从年度维度看，同比增速整体也呈现边际减弱趋势。

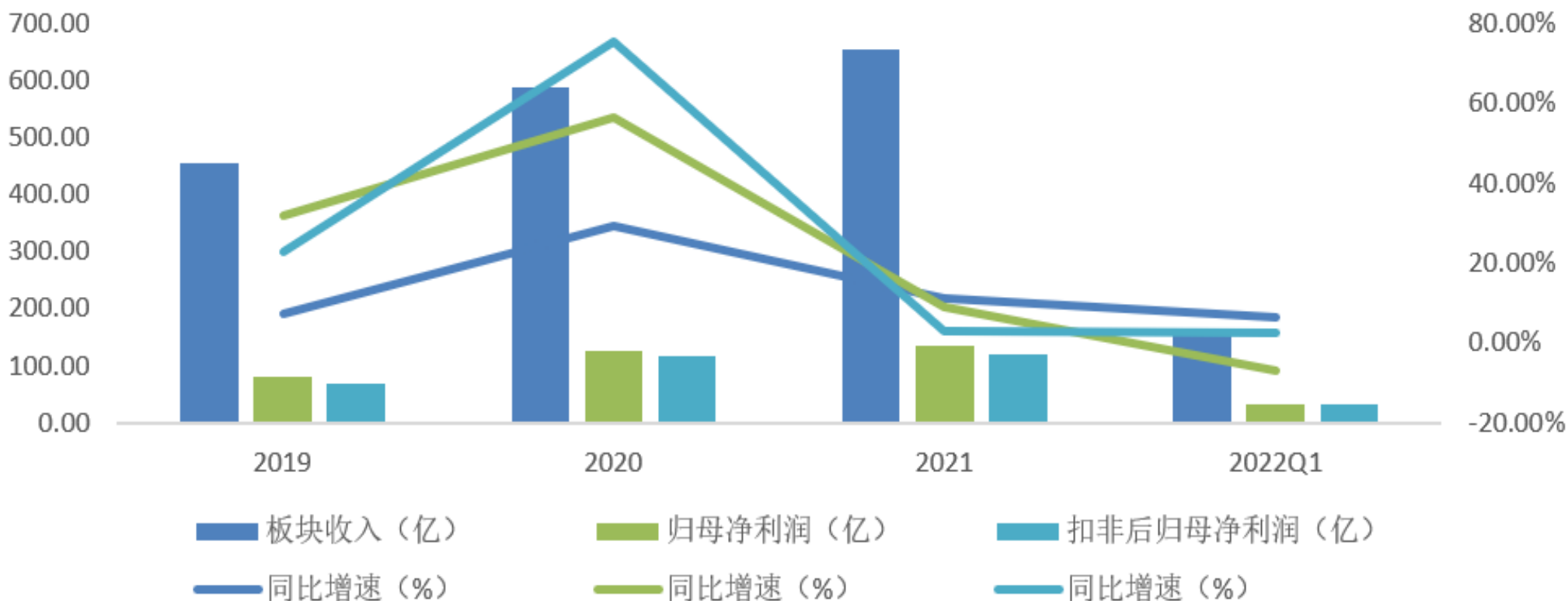
2021年体外诊断板块业绩增速明显放缓



板块业绩：常规器械业务持续恢复，各细分领域之间分化明显

- 医疗设备方面，随着疫情逐步缓解，呼吸机、DR等医疗设备需求减弱，2021年医疗设备板块营业收入同比增速显著放缓。2022年Q1营业收入同比增速继续放缓，且利润端同比增速降为-6.85%，扣非后归母净利润同比增速降至2.42%。

2021年医疗设备板块业绩增速明显放缓

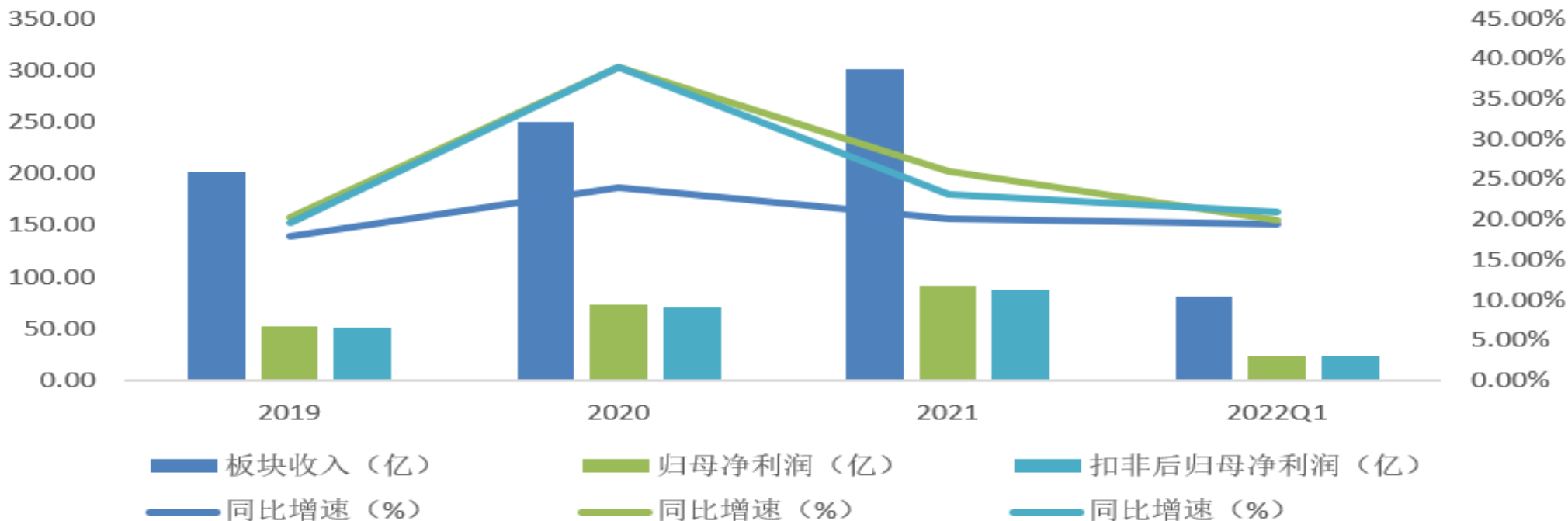


数据来源：同花顺，南京证券研究所整理。因九安医疗2021年检测试剂收入占比较大，统计时已剔除

板块业绩：常规器械业务持续恢复，各细分领域之间分化明显

- 医疗影像设备方面，2021年及2022年Q1随着常规影像设备业务的逐步恢复，以及国产中高端影像设备快速发展，带动医疗影像设备板块保持平稳较快增长趋势。
- 国产中高端医疗影像设备如彩超、内窥镜等产品的快速发展成为拉动医疗影像设备快速增长的新动力。

医疗影像板块业绩呈现平稳较快增长

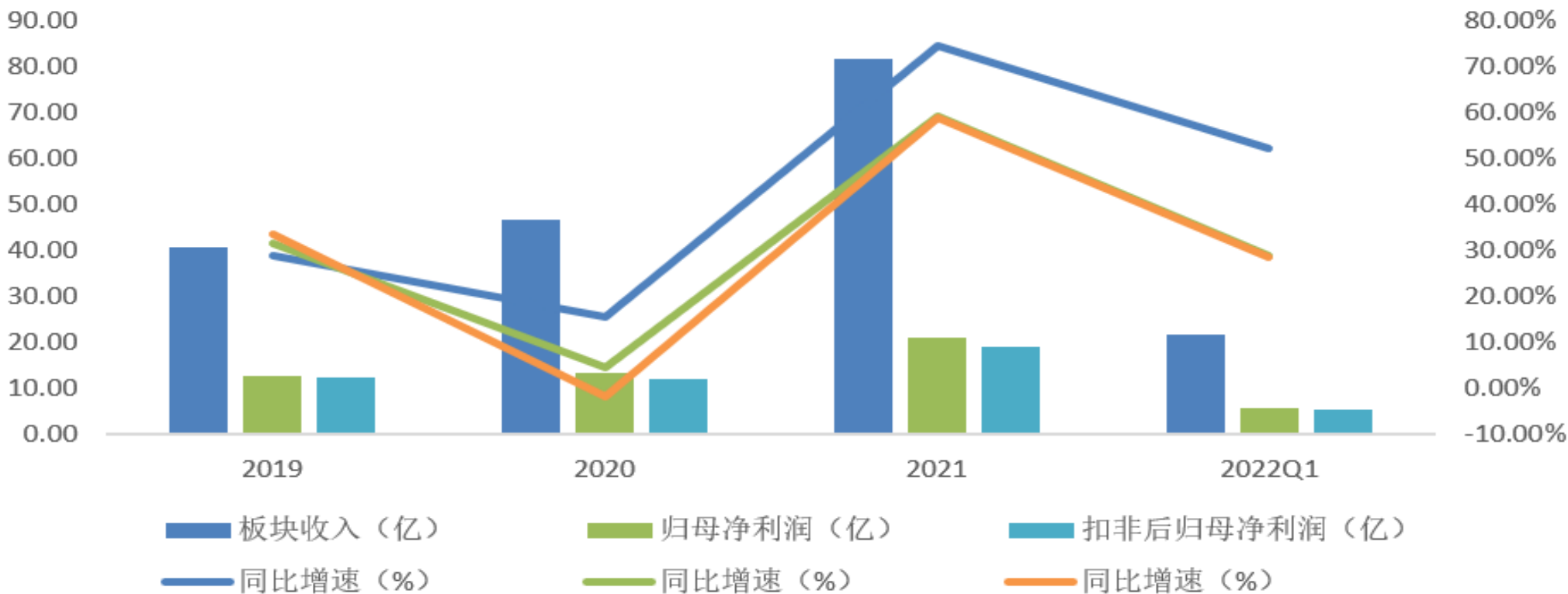


数据来源：同花顺，南京证券研究所整理

板块业绩：常规器械业务持续恢复，各细分领域之间分化明显

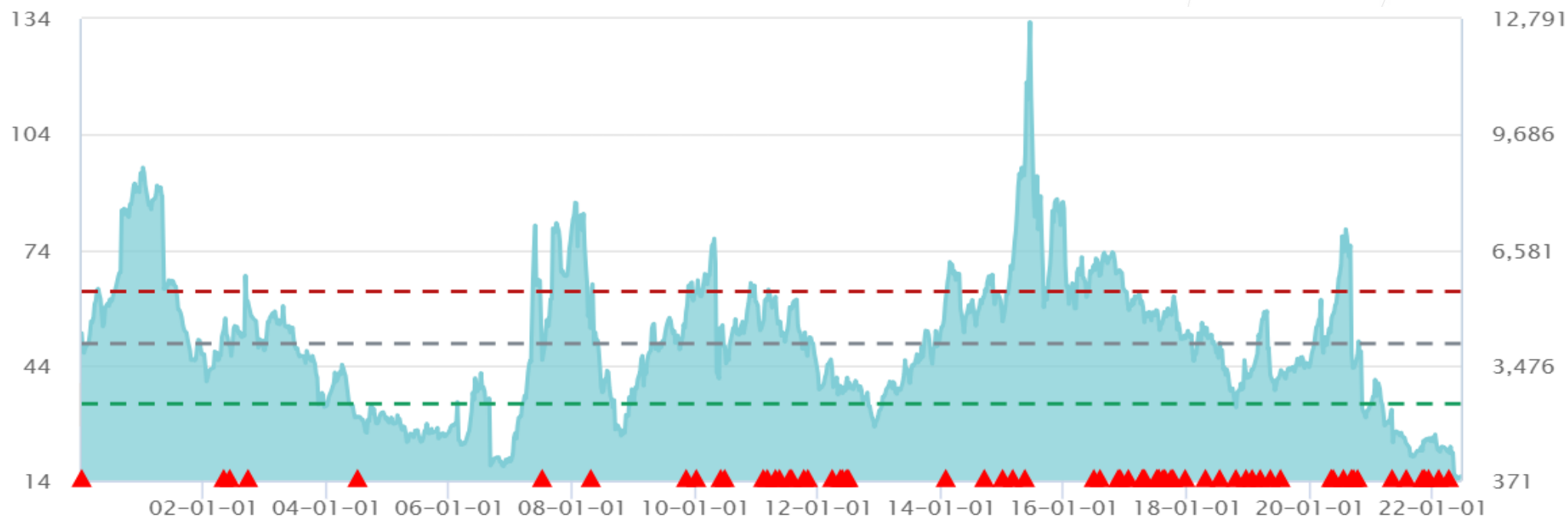
- 医美器械方面，2021年及2022年Q1随着疫情的缓解，医美器械龙头企业业绩呈现快速增长。预计随着国产医美器械产品逐步上市，凭借其较高的性价比优势，快速增长趋势仍有望延续。

医美器械板块业绩呈现平稳较快增长



行业政策：集采常态化推进，低估值下集采降价影响边际减弱

- 医疗器械板块受到集采降价以及整体市场环境的影响，板块估值整体处于持续下跌趋势，目前板块估值水平已经处于历史低位区间。
- 医疗器械板块整体低估值背景下，高值耗材集采工作的常态化推进对板块估值的影响预计将呈现边际减弱。但对于部分市场规模较大，且竞争较为充分的产品集采降价压力仍可能较大，可能出现降幅超预期情况而导致估值进一步下跌。



数据来源：WIND，南京证券研究所整理

第二部分 聚焦高景气赛道，关注疫情缓解后优质龙头业绩修复

一、医美器械仍处于高景气阶段，优质龙头有望显著受益

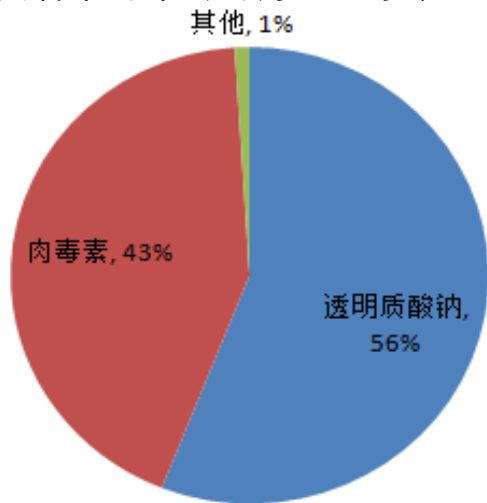
二、荧光内窥镜渗透率持续提升，优质龙头有望快速成长

医美器械：从投资角度看，产业中游企业的投资价值相对较高

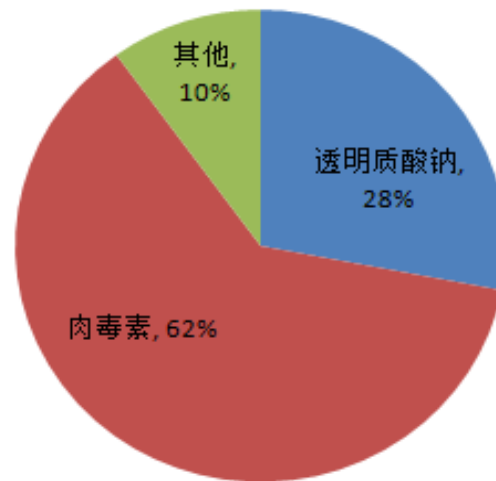
- **医美产业链情况：**医疗美容产业链中，行业中游主要是医疗美容耗材、医疗美容设备生产企业，相关产品主要包括透明质酸钠、胶原蛋白填充剂、微球类产品、肉毒素、埋植线以及医疗美容设备等；行业下游是医疗美容机构或消费者，包括公立医院的整形外科、皮肤科和非公立医疗美容机构等。
- **从投资角度看，产业中游的投资价值较高。**产业中游相关产品如玻尿酸、肉毒素、微球类产品等均属于三类医疗器械，相比之下具有较高的技术壁垒，同时审批注册相对较为严格，拿证时间相对较长，使得行业集中度相对较高，企业产品具有较强的盈利能力，毛利率普遍超过 80-90%。而对产业链下游而言，医疗美容机构行业竞争较为激烈，导致获客成本较高，盈利能力相对不佳。根据 Frost & Sullivan 数据显示，民营医美机构占据主要份额，2018 年民营机构收入占整体医美行业规模的 81.5%。

医美器械：我国注射类医美市场结构与美国存在一定差异

- 2019年我国合规注射类医美市场中透明质酸钠针剂占比约为56%，肉毒素约为43%，其余各类针剂占比约为1%。
- 2019年美国合规注射类医美市场中肉毒素针剂占比约为62%，透明质酸约为28%，其他类约为10%，与我国存在差异。
- 目前填充型注射剂除了常见的透明质酸钠注射剂外，还有正在兴起的微球类长效型注射剂，如华东医药的 Ellanse 少女针，爱美客的濡白天使等）。
- 随着消费观念的转变以及消费能力的提升，25岁以下的医美消费者比例也在快速升高，根据新氧数据显示，2019年我国医美消费者平均年龄约为24.45岁，90后消费者占比超过60%，成为绝对的消费主力。



2019 年我国合规注射类医美市场
资料来源：Frost&Sullivan

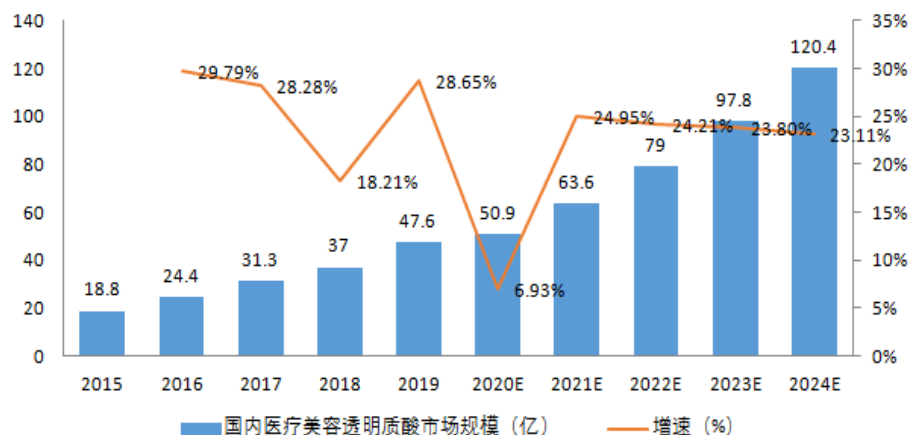


2019 年美国合规注射类医美市场
资料来源：ASPS

医美器械：产品差异化+强大的销售渠道，国产龙头企业有望显著受益

- 目前随着部分产品获得注册证的数量增加，如玻尿酸，整体竞争也将较为激烈，因此产品设计具有差异化将成为重要的突破口。如爱美客用于颈纹修复的玻尿酸产品嗨体自2016年上市后销售额快速放量，近几年销售额呈现快速增长趋势。
- 医美产品尤其是透明质酸类产品，市场规模呈现快速增长趋势，但国内获证企业数量较多，市场竞争也较为充分，因此在产品定位差异化的基础上，需要强大销售渠道给予支撑，不然即使产品获得注册证预计也难以实现销售放量。
- 从透明质酸类产品市场销售额占比看，2019年市占率前五名为韩国LG约为22.6%、美国艾尔建约为19.7%、瑞典瑞蓝约为14.5%、爱美客约为14%、韩国艾莉薇约为7.6%，龙头企业占据该类产品绝大部分市场份额。

透明质酸市场规模呈现快速增长趋势



资料来源：Frost&Sullivan

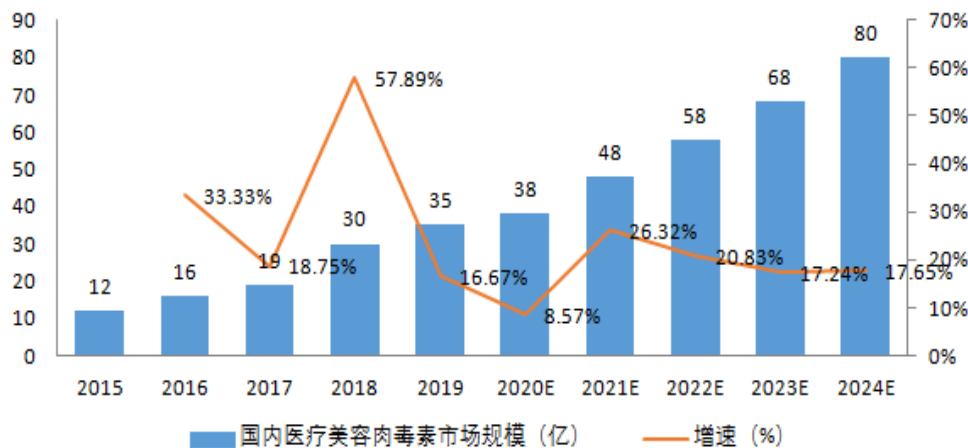
透明质酸获证产品数量较多

	获批厂家	批文数量	商品名
进口	艾尔建 Allergan	4	乔雅登系列
	Q-Med AB	5	瑞蓝系列
	LG	4	伊婉系列
	CROMA GmbH	1	公主系列
	和康生物	1	Formaderm
	吉诺斯 Genoss	1	蒙娜丽莎 Monalisa
	大熊	1	达娜依 DANAIE
	Humedix	2	艾莉薇 Elravie
	菲洛嘉 FILORGA	1	菲洛嘉 FILORGA
	爱美客	5	逸美、爱芙莱等
国产	华熙生物	6	润百颜、润致等
	昊海生科	3	姣兰、海薇等
	杭州协和	2	
	凯乐普	1	
	北京蒙博润	1	
	瑞莱思	1	
	常州药物研究所	1	

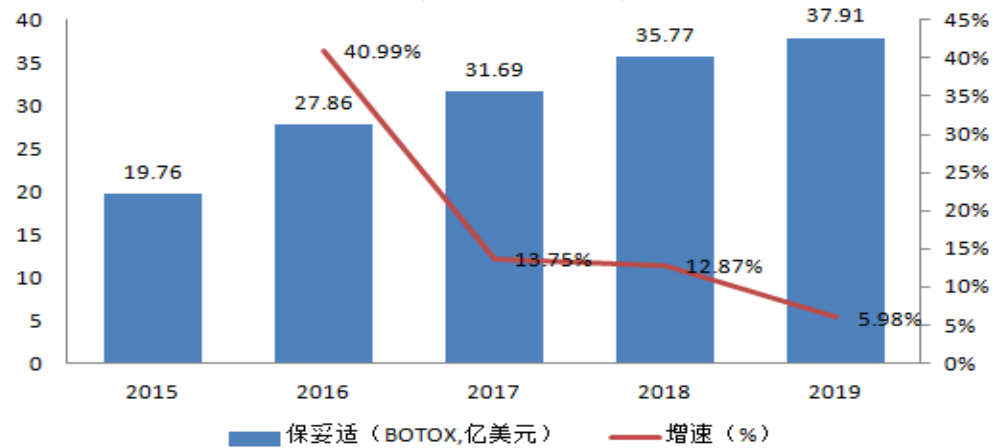
资料来源：NMPA

医美器械：肉毒素类产品国内获批厂家较少，国产龙头企业有望率先突围

- 肉毒素主要用于动态皱纹的处理，因肉毒素毒性极强，对剂量要求严格，因此准入门槛较高。
- 2019年国内医疗美容肉毒素市场规模约35亿元，2015~2019 年复合增速为31.2%，预计 2019~2024E 复合增速约为17.5%，预计2024 年将达到80 亿元。整体市场规模也呈现出快速增长趋势。
- 目前国内医疗美容市场共有4款产品获批上市，分别为2009年获批的艾尔建宝妥适（进口），2012年获批的兰州生物衡力，2020年6月获批的益普生的吉适（进口，高德美代理），2020年10月获批的Hugel乐提薄（进口，四环药业代理）；此外，还有两家公司完成临床，两家公司在临床中。



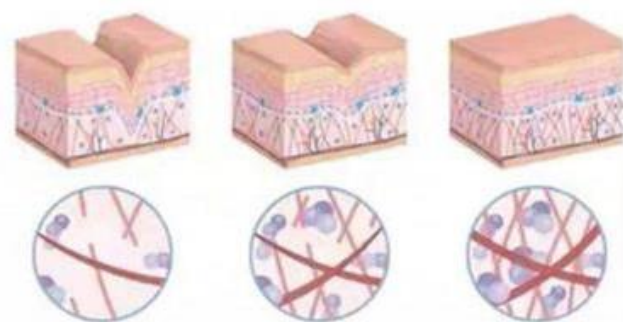
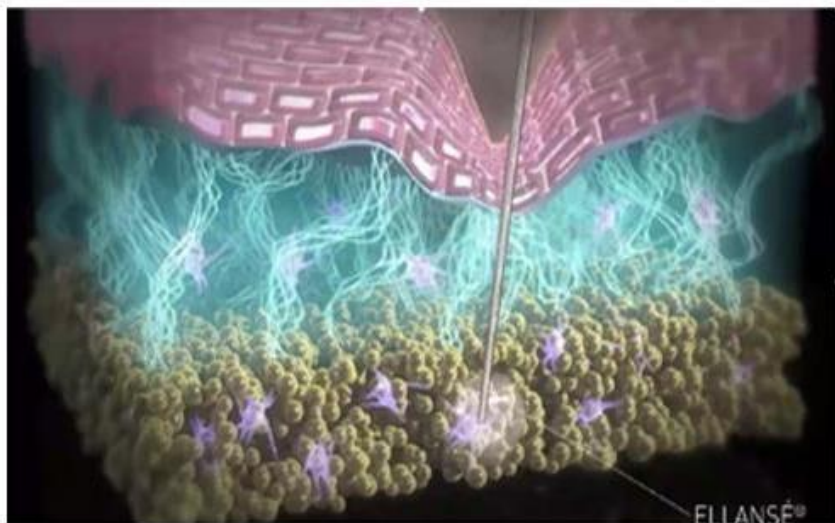
资料来源：Frost&Sullivan



资料来源：Frost&Sullivan

医美器械：微球类产品维持时间更长，助力行业发展进入新阶段

- 微球类产品通常包含 20-30% 的微球成分和 70%-80% 的载体溶液或凝胶，填充至真皮中深层；
- 载体溶液或凝胶短期可以起到一定的填充效果；
- 同时微球成分均匀分布在填充部位，2-3 个月后可以激发人体成纤维细胞及胶原蛋白再生，产生更为持久的美容效果。
- 竞争格局相对良好，国产龙头企业布局处于领先地位，有望于上市后快速放量。



纤维细胞及胶原蛋白逐渐增加

医美器械：投资建议

建议逢低关注：

- 华东医药：医美业务逐步进入业绩释放阶段，业绩、估值有望迎来双提升。
- 爱美客：国产医美器械龙头企业，具备丰富的产品体系，医美产品正处于快速放量期。

风险提示

- 行业竞争加剧的风险；
- 新产品上市不及预期的风险；
- 短期估值偏高的风险。

第二部分 聚焦高景气赛道，关注疫情缓解后优质龙头业绩修复

一、医美器械仍处于高景气阶段，优质龙头有望显著受益

二、荧光内窥镜渗透率持续提升，优质龙头有望快速成长

荧光内镜：荧光内窥镜临床优势明显，市场占比将逐步提升

- 与传统手术相比，内窥镜手术具有微创优势，术中操作视野清晰，且创面通常仅有0.5-1cm，患者术后疼痛轻、恢复快。
- 荧光腹腔镜在临床医学中的优势包括胆管显影、子宫恶性肿瘤前哨淋巴结定位、肝段显影、肿瘤定位等，临床应用优势显著。
- 从内窥镜技术及功能的角度，白光内窥镜主要用于观察受试者体腔内的真实影像；荧光内窥镜技术则具备宽光谱成像优势，可提升病灶和病变前区域的可视性，主要用于观察靠真实影像无法有效捕捉的病灶或病变前部位。
- 主要核心零部件，包括内窥镜、内窥镜光源模组、内窥镜摄像适配器/适配镜头等内窥镜整机系统的核心部件。

高清荧光腹腔镜



高清荧光内窥镜光源模组



高清荧光摄像适配器/适配镜头



荧光内镜：荧光内窥镜临床优势明显，市场占比将逐步提升

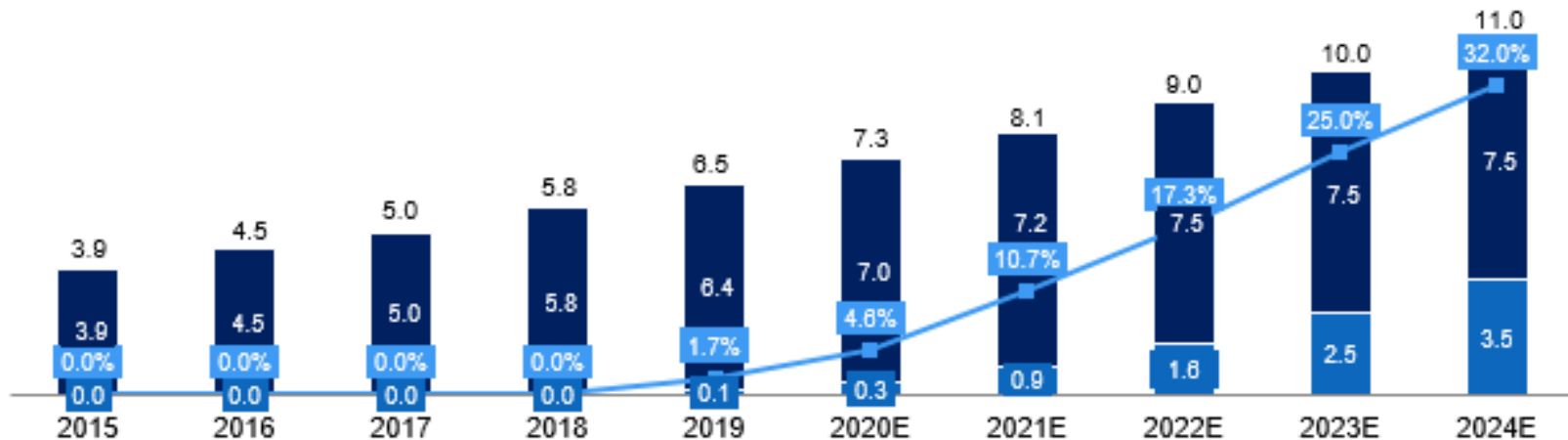
- 荧光技术逐步成熟，市场规模快速增长。全球荧光硬镜市场发展于2015年，随着荧光硬镜技术的逐渐成熟，近年来被广泛应用于腹腔镜等临床手术。由于荧光整机系统兼具了白光和荧光内窥镜功能，一体化产品有助于减少手术室设备配置，并提升科室诊疗能力，因此市场规模及占比逐年提高。根据弗若斯特沙利文数据，2019年全球荧光硬镜的市场规模达到13.1亿美元，占总体硬镜市场的比重为22.9%；预计未来将呈现快速增长，以24.3%的年复合增长率增长至2024年的38.7亿美元，占比逐步提高至53.5%。
- 荧光内窥镜市场占比将逐步提升。2015-2019年，全球白光硬镜市场规模从46.4亿美元略微降低至43.8亿美元。随着荧光技术的逐步普及，全球白光硬镜市场规模及占比将呈下降态势。预计到2024年，总体市场份额将跌至33.7亿美元，市场占比不超过50%。2016-2019年，全球荧光硬镜的市场规模占比分别为13.1%、17.5%、19.0%和 22.9%，逐年上升，预计到 2024 年，荧光将占据全球硬镜 53.5%的市场份额。预计未来白光内窥镜将可能主要应用于如齿科、耳鼻喉科等对显影及实时成像要求较低的科室。
- 在全球荧光硬镜细分领域的竞争格局中，史赛克占据主导地位。2019年，史赛克的销售额达到 10.2亿美元，占比为 78.4%；卡尔史托斯和德国狼牌以 1.3 亿美元和 0.5 亿美元的年销售额排名第二和第三位，市场占比分别为 9.6% 和 4.1%。

荧光内镜：国内市场刚刚起步，国产龙头积极布局

- 相较于全球荧光市场，我国荧光内镜的发展相对滞后。2019年行业发展初期，总体市场规模为1.1亿元人民币。随着进口品牌的产品推广、我国企业的技术研发创新、相关荧光产品的获批上市等，预计未来我国荧光内镜市场将进入快速增长期，总体市场规模将快速增长至2024年的35.2亿元人民币，占我国内镜市场的比重达到32%。

十亿人民币

年复合增长率	内镜市场	白光内镜	荧光内镜
2015-2019	13.8%	13.4%	N/A
2019-2024E	11.0%	3.1%	99.6%



资料来源：Frost&Sullivan，海泰新光招股说明书

荧光内镜：国内市场仍处于初期阶段，国产龙头积极布局

- 受限于荧光核心光学技术水平较高及中国市场产品推广时间较晚等因素，目前我国荧光内镜市场参与者较少。2019 年，Novadaq（史赛克旗下）和欧谱曼迪分别以 5,700 万元人民币和 5,390 万元人民币的销售额占据我国 51.4% 和 48.6% 的市场份额。除已上市产品的公司外，卡尔史托斯、北京精准医疗、迈瑞医疗、海泰新光等多家企业也致力于国内荧光内镜产品的开发，积极布局荧光市场。目前已经拿到注册证的国产企业苏州国科美润达、迈瑞医疗、北京精准医疗、南京图格、成都新兴内窥镜、海泰新光等。总体看，国内荧光内窥镜市场仍处于初期阶段，获证国产企业数量不多，总体竞争格局良好。

荧光内镜：建议逢低关注国产优质龙头企业

- **海泰新光：**高清荧光内窥镜系统核心零部件（内窥镜、光源模组、医用光学产品等）生产商，同时推出自主生产的荧光内窥镜整机系统，有望受益于荧光内窥镜行业的快速发展。
- **迈瑞医疗：**国内创新医疗设备龙头企业，中高端监护设备、彩超进入中高端市场，且不断拓展微创外科、内窥镜、宠物医疗器械等领域。
- **开立医疗：**超声业务逐步恢复，内镜业务快速增长，公司销售渠道进一步完善，业绩迎来拐点。

风险提示

- 新产品上市不及预期的风险；
- 短期估值偏高的风险。

建议逢低关注其他高景气细分领域优质龙头企业

- 欧普康视：角膜塑形镜领域优质龙头企业。
- 爱博医疗：角膜塑形镜领域优质龙头企业。
- 艾德生物：肿瘤伴随诊断领域优质龙头企业。

风险提示

- 新产品上市不及预期的风险；
- 短期估值偏高的风险。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计6个月内该行业超越整体市场表现；

中性：预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平；

回避：预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计6个月内绝对涨幅大于20%；

推 荐：预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间；

中 性：预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；

回 避：预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。