



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

聚焦院内刚需高成长，积极关注院外及出海市场 ——医疗器械行业2025年投资策略

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）

2024年12月25日

华安证券研究所

投资策略推演

■ 宏观背景

- ✓ (1) 对内：财政政策扩张，地方政府化债，财政资金边际宽松，TO G业务迎来喘息。从宏观三驾马车看，政策也会更加重视国内投资和消费，加强内循环，相对利好医疗设备和消费医疗。
- ✓ (2) 对外：大国政治博弈充满不确定性，特朗普上台后中美贸易关税政策风险加大。全球产业链的重塑也在持续变化中，中国企业积极出海是一件难而正确的事。

■ 行业基本面

- ✓ (1) 行业基调：医药行业仍然充满前景，诊疗量呈现高速增长，医保基金支出仍保持高个位数增速增长，集采、反腐及DRG政策对细分行业的影响逐渐出清。行业竞争程度也随着国内集中度提升、企业寻求出海有所降低，企业的盈利能力有望回升并保持。
- ✓ (2) 增长范式：
 - 存量产品集采影响出清（价稳、量增）+新产品逐渐放量。
 - 国内稳增长（10%左右）+海外中高速增长（20-30%）。
 - 量增来源：（1）进口替代实现超行业增速增长。（2）创造蓝海市场，利用差异化单品或渠道优势实现量增。

■ 流动性

- ✓ (1) 市场：0924政策后资本市场转向，成交量稳定在1万亿元以上，流动性不可与过去一年同日而语。
- ✓ (2) 行业：医药主动基金、医药被动ETF基金、全基逐渐形成三分局面。
- ✓ (3) 公司：积极通过回购、分红、并购等方式提升投资吸引力。

投资建议：聚焦院内高成长，关注院外市场和出海新锐

- **院内：**医保支出整体稳定，结构上受集采、DRG政策影响不同，精选刚需高成长领域。2018年医保局成立后，支付端对医疗产业的影响越来越大，集采、DRG支付等政策显著影响上市公司3-5年维度的盈利水平。展望未来，医保支出围绕“以收定支，略有结余”原则，总量上仍会保持稳定增长，但结构上诊疗量增速>医保支出增速>耗材收入增速的现状可能还会持续。因此院内仍建议选择成长性高、商业模式优、产品易差异化、有进口替代空间的细分领域，包括血管介入、眼科耗材、化学发光等。
- **设备：**院内设备招采有望好转，带动头部厂家业绩反转；院外家用市场强者恒强，集中度和市占率持续提升。（1）2024年院内设备受资金紧张、设备更新政策节奏慢、行业反腐持续等原因，招采量下滑。2025年预计三大影响因素都会有所缓解，设备更新政策细节更明确，行业内各主体对反腐新常态越来越适应，采购需求也会恢复；（2）院外家用市场，相对更偏消费属性，行业集中度提升虽缓慢但趋势确定性强，提升幅度更多考验不同厂家的供应链管理、渠道及销售、品牌影响力等综合能力。
- **出海：**出海成为企业开辟第二增长曲线的重要战略，产业链趋势正在形成中。根据医械汇统计，2023年全球医疗器械市场规模达5826亿美元，其中美国占30.74%，中国占24.56%，欧盟占20.61%。海外市场空间广阔，随着中国企业产品竞争力增强，中国企业有望凭借着创新和成本优势获得一席之地。上市公司海外收入从2018年的283.98亿元增长到2023年的669.46亿元，五年复合增速约为18.7%。星星之火，可以燎原，中国医疗器械企业出海的产业趋势正在形成中。
- **重组：**医疗器械的投融资活动也是企业保持生机的重要手段。根据《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》以及《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，上市公司在聚焦主业的大前提下可以灵活运用包括并购重组、分红、股权激励、回购在内的六个市值管理工具。并购重组被放在了工具箱的首要位置，可关注现金充足、有重组能力且业务有必要性的潜在标的。

推荐及关注标的：

■ 院内

- ✓ (1) 血管介入：推荐惠泰医疗、微电生理，关注赛诺医疗。
- ✓ (2) 眼科耗材：推荐爱博医疗。
- ✓ (3) IVD：化学发光领域推荐新产业、亚辉龙、安图生物，呼吸道诊断领域推荐圣湘生物、英诺特。

■ 设备

- ✓ (1) 院内设备：推荐迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、新华医疗，关注伟思医疗、麦澜德、山外山。
- ✓ (2) 家用器械：推荐可孚医疗、三诺生物，关注鱼跃医疗。

■ 出海

- ✓ (1) ODM供应链类：产能基本已经实现出海，关税政策风险小，重点推荐标的美好医疗、海泰新光、怡和嘉业，关注维力医疗。
- ✓ (2) 自主院内品牌：IVD类由于设备海外装机加速，带动试剂收入提速，如新产业、艾德生物、普门科技。设备领域则重点推荐产品竞争强的迈瑞医疗、联影医疗。
- ✓ (3) 家用线上品牌：新冠疫情期间，抗原检测畅销海外，为国内公司打下了渠道和品牌基础，呼吸道三联检成为继新冠抗原检测后的另一个重磅产品，建议关注九安医疗、东方生物。

■ 并购主题

- ✓ 建议跟随市场热点，寻找账上现金多，主业增长稳定的科创板、创业板上市公司。

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 | 院内集采见底：普惠医保时代下，优选“刚需+产品易差异化+进口替代空间大”的细分领域
- 02 | 医疗设备反转：需求持续，利空因素逐渐缓解
- 03 | 家用医疗器械：强者恒强，集中度提升趋势强化
- 04 | 医疗器械出海：星星之火，可以燎原，产业趋势成型中
- 05 | 并购重组主题：政策鼓励，热点频出

目录

01 | 院内集采见底：普惠医保时代下，优选“刚需+产品易差异化+进口替代空间大”的细分领域

- 1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降
- 1.2 不同细分领域增速及竞争格局展望
- 1.3 重点标的推荐

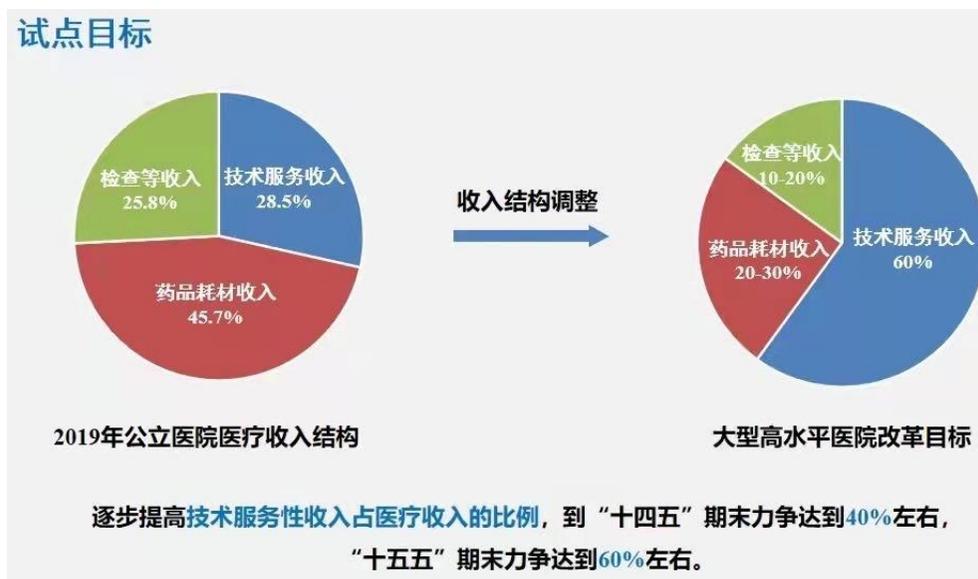
1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降

■ 医保支出

✓ 2024年1-9月，医保结算69.16亿人次，同比增长19.3%，基本医保统筹基金支出1.76万亿元，同比增长10.5%，比同期GDP增速高出5.7个百分点。2024年前三季度，上市公司IVD板块收入增长-3.48%，医疗耗材上市公司收入增长8.33%。

■ 医改目标

✓ 医院收入结构的变化，药品和耗材收入占比下降，逐步提高技术服务性收入占医疗收入的比例，到“十四五”（2021-2025年）期末力争达到40%左右，“十五五”（2026-2030年）期末力争达到60%左右。



资料来源：许树强，《公立医院高质量发展政策解读》，华安证券研究所

1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降

■ 器械集采

✓ 国采：前四批已经完成，规则自第三批脊柱开始更加完善，设置了最低中标价，为企业降价幅度及中标提供了预期。2024年11月计划进行第五批国家集采，涉及人工耳蜗（植入体、言语处理器）和外周血管支架。目前冠脉支架和关节已经完成第二轮续采，续采价格相对温和，竞争格局向头部中标企业集中。

	产品大类	产品品类	集采概况	周期
	高值耗材	冠脉支架	2020年第一次集采，2022年12月续采完成，下一次续采预计在2025年底	3年
	高值耗材	关节	2021年9月第一次集采，2024年4月续采完成，下一次续采预计在2027年下半年	3年
国家集采	高值耗材	脊柱	2022年9月第一次集采，下一次续采预计在2025年底	3年
	高值耗材	人工晶状体	2023年12月第一次集采，下一次续采预计在2026年下半年	3年
	高值耗材	运动医学	2023年12月第一次集采，下一次续采预计在2026年下半年	3年
	高值耗材	人工耳蜗	2024年底第一次集采，下一次续采预计在2027年下半年	3年
	高值耗材	外周血管支架	2024年底第一次集采，下一次续采预计在2027年下半年	3年

资料来源：国家高值耗材招标办公室，华安证券研究所

1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降

■ 器械集采

✓ 联盟集采：低值耗材、高值耗材、医保外耗材几乎都涉及到，用量大、单价高、占医保支付高的具备集采条件的存量产品基本都实现了集采，少数如瓣膜类耗材还未进行集采。

	耗材大类	耗材种类	集采概况
联盟集采	高值耗材	冠脉四大类耗材	2023年京津冀“3+N”18省医药采购联盟
	高值耗材	冠脉导引导管	2022年浙江16省联盟采购
	高值耗材	冠脉导引导丝	2021年内蒙古等13省（区、兵团）联盟采购
	高值耗材	冠脉扩张球囊	2021年四川牵头的“六省二区”省际联盟采购，2020年广东牵头的7省联盟采购
	高值耗材	冠脉药物球囊	2020年广东牵头的7省联盟采购；2021年江苏牵头的12省际联盟采购，2023年江苏省续采完成
	高值耗材	心脏电生理类	2022年福建27省电生理集采联盟；2023年京津冀“3+N”联盟电生理类集采
	高值耗材	外周介入-球囊	2023年河南省公立医院集采试水；2023年河南省联盟集采
	高值耗材	神经介入-支架、球囊	2023年河南省联盟集采；2024年河北省联盟集采；
	高值耗材	止血夹	2023年河北省联盟集采
	高值耗材	起搏器	2021年陕西8省联盟集采，2024年进行续采
	高值耗材	TAVR	2023年广东省广州市集采，尚未有全国或联盟集采
	高值耗材	种植牙	2022年四川省集采联盟
	高值耗材	OK镜	2023年河北16省联盟集采
	高值耗材	脑膜	2023年陕西6省联盟集采，2023年辽宁12省联盟集采
	高值耗材	吻合器、超声刀	2022年福建15省集采联盟；2021年京津冀“3+N”联盟集采，2023年续采完成
	低值耗材	注射器等一次性耗材	2024年三明集采联盟（涉及全国18省的52个地级市、4个国家医改示范县）
	低值耗材	留置针	2022年吉林9省联盟集采；
	低值耗材	透析耗材	2023年河南集采联盟；2024年京津冀“3+N”集采联盟

资料来源：各省联采办公室，华安证券研究所

1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降

■ 器械集采

✓ 联盟集采：目前IVD领域的集采，在生化领域完成进度较前，免疫和分子领域进展较低，2024年重点关注肿标和甲功的联盟集采，从目前发布的集采方案来看，延续上一次传染病的集采方案，对国产厂家市场较为有利。

	产品大类	产品品类	集采概况
省级联盟	IVD-生化	肝功	2023年第一次集采，下一次续采预计在2025年下半年
		肾功	2023年第一次集采，下一次续采预计在2026年上半年
		糖代谢	2024年开始集采，下一次续采预计在2027年
	IVD-免疫	传染病	2023年第一次集采，下一次续采预计在2026年底
		性激素	2023年第一次集采，下一次续采预计在2026年底
		肿标	2024年开始集采，下一次续采预计在2027年
	IVD-分子	甲功	2024年开始集采，下一次续采预计在2027年
		HPV	2023年第一次集采，下一次续采预计在2026年底
		NIPT	2024年江苏省集采

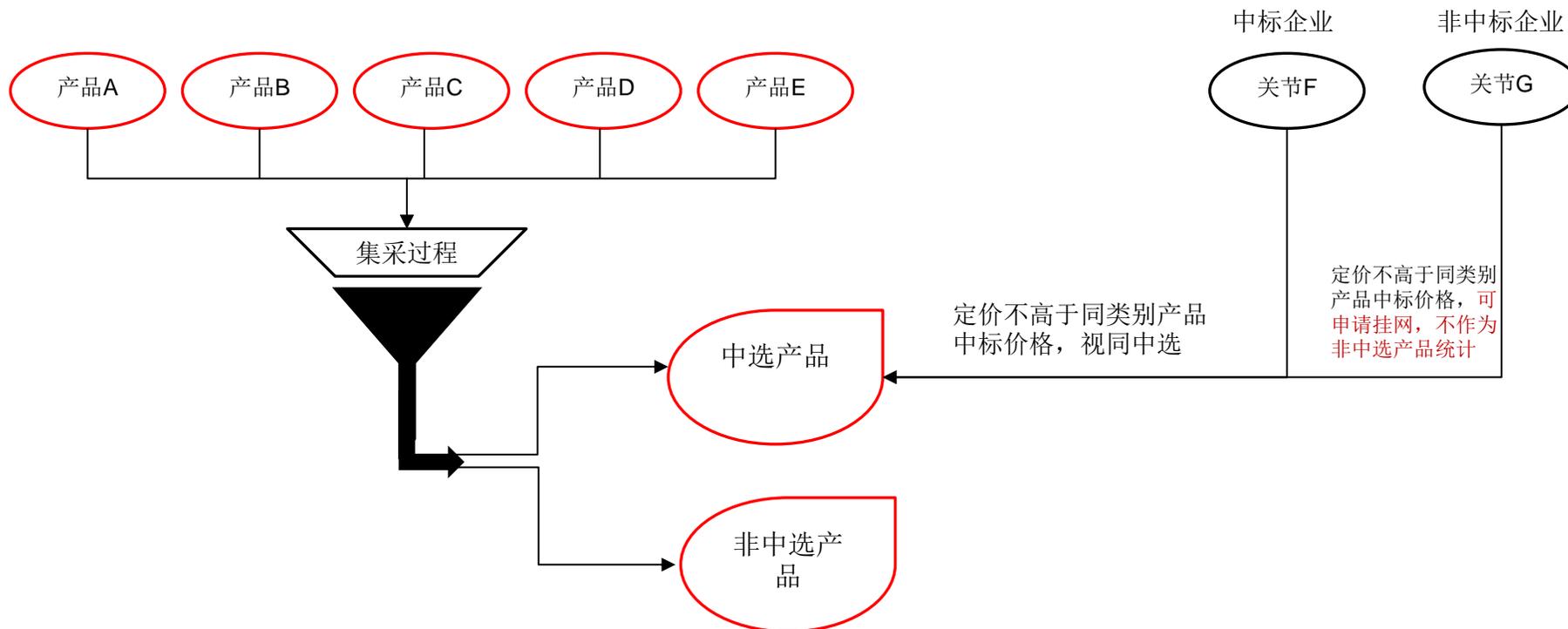
资料来源：各省联采办公室，华安证券研究所

华安证券研究所

1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降

■ 集采与新产品

- ✓ 集采政策分流后，对存量的同类产品分为中标产品和非中标产品，中标产品在临床使用上有优先权，使用量上有一定保证，非中标产品可以在带量外市场使用，但使用量会受到医院采购、医保局监督等影响。同类产品的新产品，如果仅是微创新，无法被认定为“创新器械”，后续的定价也会受到集采价约束。



资料来源：《人工关节集中带量采购协议期满接续采购公告（第1号）》，华安证券研究所绘制

1.1 医保基金支出向服务倾斜，集采、DRG政策推动耗占比下降

■ DRG与创新器械除外支付

- ✓ **DRG分组2.0新闻发布会：**国家医保局医药服务管理司司长黄心宇明确表示，对因住院时间长、医疗费用高、**使用新药品、新耗材、新技术**、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按DRG/DIP标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议，特例单议数量原则上为DRG出院总病例的5%或DIP出院总病例的5%以内。方案明确，对符合条件的新药耗新技术在应用初期按项目付费或以权重（点数）加成等方式予以支持。
- ✓ **地方实践：**北京于2022年7月出台首个《CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法（试行）》，将符合条件的创新技术（包括药械和诊疗方案）在3个自然年内进行DRG/DIP除外支付。目前该工作已初步形成除外范围名单。

申报主体	申报条件	后续流程
企业	<ol style="list-style-type: none"> 1.三年内（指含申报年度及之前的两个自然年度，下同）经药监部门批准上市的新通用名药品/医疗器械；三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品；三年内新纳入国家医保药品目录的药品；三年内由于价格调整新增的可另行收费的医疗器械。 2.取得国家医疗保障局医保药品分类与代码/医保医用耗材分类与代码。 3.符合相关价格政策规定。 4.临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升。 5.对DRG病组支付标准有较大影响。 6.全市累计基本医疗保险参保人员病例达到50例以上，罕见病不受例数限制 	<ol style="list-style-type: none"> (1) 形式审查； (2) 专家论证； (3) 数据验证其对DRG支付标准的影响； (4) 确定除外范围； (5) 根据使用情况，据实结算，有效期三年。

资料来源：《CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法（试行）》，华安证券研究所

1.2 院内不同领域行业增长前景及竞争格局分析

- 高耗领域普遍国产化较低，或者也只是在某个单品上国产化率高，头部公司的收入规模也远没有到天花板。
- ✓ 发光：国产发光五虎竞争力提升，国产占比仅在25%，未来市场份额持续提升。
- ✓ 血管介入：拓展领域广泛，底层研发生产技术有相似性，仅在冠脉支架领域实现国产替代，其他均有较大提升空间。
- ✓ 眼科：人工晶状体国产份额在20%-30%，且有较强的消费属性，不过分依赖医保，头部企业业务天花板高。
- ✓ 口腔：种植体领域国产厂家占比极低，传统骨科公司也有拓展种植体领域的动力。

		重要产品举例	2023年市场规模 (亿元)	国产化率	未来增速预期	国产重要公司
IVD	生化	生化仪、试剂 (如肝功5项)	190	70%	中高个位数	迈瑞、九强、美康、利德曼
	免疫	发光仪、试剂 (如甲功5项)	503	50%	10-15%	迈瑞、安图、新产业、亚辉龙、迈克
	分子	PCR仪、试剂 (如HPV检测)	148	80%	10-20%	华大基因、科华生物、达安、圣湘、艾德
	血液	凝血7项检测	95	60%	个位数	迈瑞、赛科希德
	POCT	仪器、试剂 (心肌标志物)	160	55%	中高个位数	万孚、三诺、基蛋
低耗	血透	透析器、透析管、透析粉/液、灌流器	170	较高	7-10%	威高、三鑫、宝莱特、健帆
	注射穿刺	注射器/针、留置针、输液器、采血针、真空采血管	300	较高	个位数	威高、康德莱
高耗	心血管介入	冠脉介入、结构心、心脏电生理耗材	243	较低	15-20%	乐普、微创系、先健、惠泰、赛诺、佰仁
	外周血管介入	支架、球囊、导管、导丝等	130	较低	15%+	先瑞达、惠泰、先健
	脑血管介入	支架、球囊、导管、导丝等	129	较低	20%+	微创脑科学、沛嘉、归创通桥、赛诺
	非血管介入	消化介入类、泌尿介入类、肿瘤介入类	70	较低	10%	南微医学、安杰思
	骨科	关节、脊柱、创伤、运动医学类	237	60-80%	10-15%	正天、大博、威高、春立、爱康、三友
	眼科	人工晶状体、人工角膜、OK镜	145	较低	10-15%	爱博、昊海生科、欧普康视
	吻合器	直线吻合器、腔镜吻合器	85	40%	个位数	风和、逸思、瑞奇、戴维、天臣
	超声刀	一次性刀头	27	40%	个位数	天津瑞奇、厚凯
	神经外科	脑膜补片、颅骨材料	56	较高	7-10%	康拓、迈普、大博
	口腔	种植体、口腔修复材料、义齿、正畸材料	161	较低	10-15%	时代天使、正海生物

资料来源：医械汇，华安证券研究所预测

1.2.1 IVD发光集采解读：集采结果较温和，具备延展性

- **集采结果较温和：**1) **医保局层面：**2023年安徽化学发光试剂集采方案充分考虑了价格和使用量之间的关系，采纳了过往省份试剂使用量的客观数据，具备科学性，可供其他各省级医保局参考。2) **企业层面：**此次集采有利于国产头部企业进一步拓展院内市场。集采方案采纳进口和国产同一套基准价的标准，给予了国产企业充分的报价空间，但同时也较大压缩了进口企业（进口厂商出厂价较高）的利润空间。3) **市场层面：**从集采结果来看，代理商为了争夺利润空间，和国产厂商合作的意愿更为强烈，代理进口厂商试剂的利润空间被进一步压缩，逐步呈现更快的进口替代趋势。
- **综合来看，安徽联盟此次集采比安徽2021年发光集采要温和，具备延展性和能落地的特点。**截至2024年10月10日，已有五省明确发文表态跟随本次省际联盟集采。

省医保局已发文跟随安徽省际联盟集采的省份（截至2024年10月10日）

发布时间	省份	官方文件	进展
2024/9/19	河北省	《关于做好体外诊断试剂省际联盟集中带量采购中选结果落地实施准备工作的通知》	已执行
2024/9/12	甘肃省	《关于做好肾功和心肌酶等体外诊断试剂省际联盟集中带量采购中选结果执行工作的通知》	已执行
2024/9/5	福建省	《福建省药械联合采购中心关于开展二十五省（区、兵团）体外诊断试剂省际联盟集中带量采购中选产品信息维护的通知》	信息维护
2024/8/26	广西省	《自治区医保局关于做好二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购和使用工作的通知》	已执行
2024/5/17	四川省	《关于开展2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购中选产品协议采购量确定工作的通知》	确定采购量，即将执行

资料来源：各省医药集中采购平台，华安证券研究所

1.2.2 安徽发布2024年肿标、甲功集采政策回顾

- **安徽开展新一轮省级集采，品种涉及肿瘤标志物、甲状腺功能检测等：**2024年9月12日，安徽省医药集中采购平台发布《关于开展肿瘤标志物检测产品、甲状腺功能检测产品挂网工作的通知》。肿瘤标志物检测的产品方法学包括化学发光法、流式荧光法、时间分辨免疫荧光法等，甲状腺功能检测的产品方法学为化学发光法。
- **政策解读：**1) 本轮集采针对安徽省内集采，是在2021年集采肿标、甲功集采上的进一步深化。2) 本次集采涉及16个肿标项目和9个甲功项目，范围更广，以国内IVD企业新产业为例，新产业目前已上市肿标品种18个，甲功产品12个，集采项目数覆盖率分别为89%和75%，预计影响两大板块累计市场规模不低于90%。
- **利好标的：**新产业、迈瑞医疗、安图生物、亚辉龙等国产化学发光头部企业。

2024年安徽开展新一轮肿标、甲功集采产品范围（化学发光法）

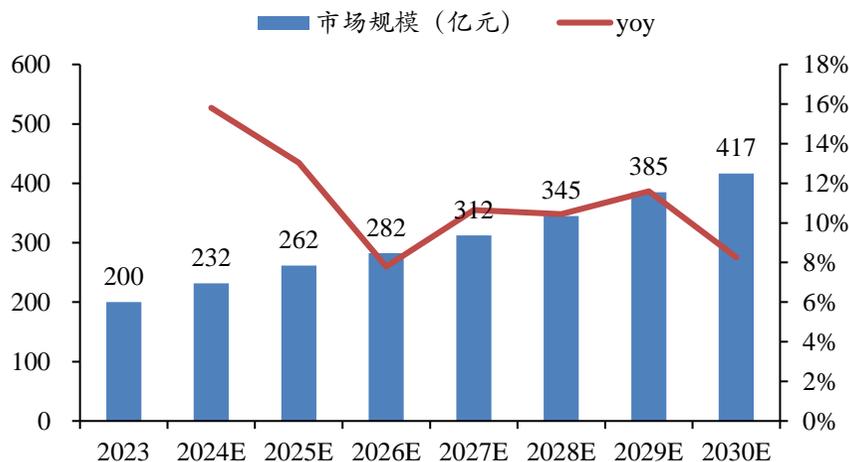
种类	项目
肿瘤标志物检测16项	癌胚抗原（CEA）、甲胎蛋白（AFP）、鳞状细胞癌抗原（SCC或SCCA）、总前列腺特异性抗原（TPSA）、游离前列腺特异性抗原（FPSA）、复合前列腺特异性抗原（CPSA）、糖类抗原50（CA50）、糖类抗原125（CA125）、糖类抗原153（CA153）、糖类抗原199（CA199）、糖类抗原242（CA242）、糖类抗原724（CA724）、人附睾蛋白4（HE4）、胃泌素释放肽前体（proGRP）、细胞角蛋白19片段（CYFRA21-1）、神经元特异性烯醇化酶（NSE）
甲状腺功能检测9项	三碘甲状腺原氨酸（T3）、甲状腺素（T4）、促甲状腺激素（TSH）、游离三碘甲状腺原氨酸（FT3）、游离甲状腺素（FT4）、甲状腺球蛋白（Tg）、甲状腺球蛋白抗体（Anti-Tg）、抗甲状腺过氧化物酶抗体（Anti-TPO）、促甲状腺激素受体抗体（Trab）

资料来源：安徽省医药集中采购平台，华安证券研究所

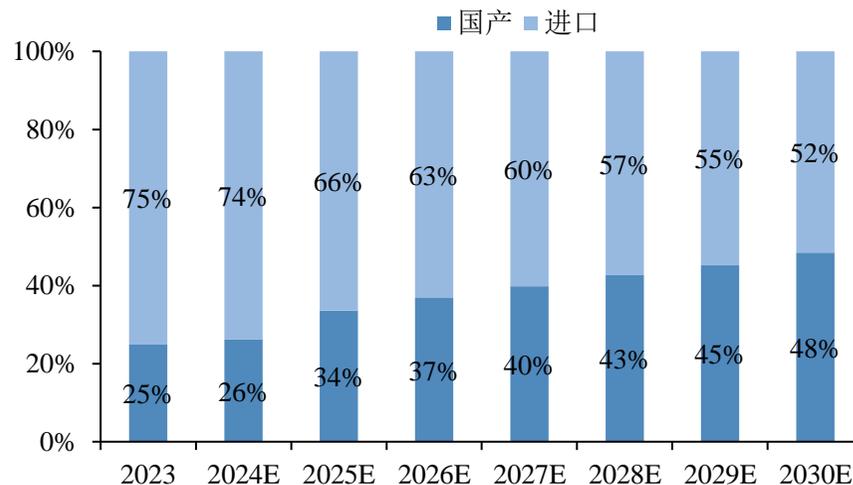
1.2.3 未来某省牵头肿标、甲功省际联盟集采结果预测

- 集采后市场规模的影响因素假设：1) 集采品种：假设集采品种涉及肿标、甲功两大板块的80%（出厂价口径金额）。2) 参与省份：预计25省陆续开展，占中国34个省级行政区的74%，考虑到医保基金结余较充裕的省份未参加，因此参与省份按照较严格的60%初始值计入。3) 执行力度：考虑到2023年安徽集采结果公布以来，各省陆续开始执行。联盟省份的集采执行时间不一，这也会影响国产替代进口的速度。4) 出厂价降幅：假设进口试剂平均降幅为20-50%，国产试剂平均降幅为5-20%。5) 国产偏好性：为了盈利代理商对国产厂商更加偏好，为了迎合政策医院对国产试剂更加偏好。

2023-2030年集采后中国肿标、甲功化学发光合计市场规模预测



2023-2030年集采后肿标、甲功化学发光市场竞争格局



资料来源：华安证券研究所预测

化学发光：2024Q3头部企业表现稳健，集采仍在推进

- 2024年上半年，发光业务中头部公司如迈瑞（国内外增长30%）、新产业（国内外增长18%+）、亚辉龙（自产发光增速48%+）表现较好，安图生物2024年上半年发光试剂增长9%+，迈克生物免疫业务增长15%（其中销量增长31%）。
- ✓ 迈瑞医疗：渠道优势强，综合规模大，国内外全面发展，血球+生化+发光（国产第一，后续实现海外突破）。
- ✓ 新产业：国产第二，肿标领域优势大，高速机装机占比提升+推流水线+报单制的经销商网络结构快速覆盖终端医院。
- ✓ 安图生物：国产第三，传染病领域强，发光推高速机+流水线+补齐自免等领域测试项目+打造分子诊断第二增长曲线。
- ✓ 亚辉龙：国产第四，自免领域发力早，借此进入较多的三级医院，综合装机能力强，常规试剂上量快。
- ✓ 迈克生物：国产第五，发光重点发力流水线装机，股权激励方案同步设置了考核目标。

收入同比增速： %	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	300832.SZ	新产业	17.91	46.77	18.55	36.16	16.62	20.23	15.38
	603658.SH	安图生物	0.52	3.12	-6.33	3.54	5.09	4.33	3.38
	688575.SH	亚辉龙	-51.82	-57.09	-40.66	-40.34	-34.65	27.41	-7.69
化学发光	300463.SZ	迈克生物	-26.85	-17.82	-21.58	-12.29	-8.88	-5.93	-8.94
	688389.SH	普门科技	32.29	18.48	10.64	8.71	10.06	1.27	6.45
	688468.SH	科美诊断	-16.50	15.23	-7.58	-5.01	10.36	-3.46	-6.23

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

分子诊断：后新冠时期公司发展趋势分化

- 分子诊断板块，连续三个季度业绩来看，仅有圣湘生物、艾德生物、仁度生物实现了利润和收入的正增长。
- ✓ 圣湘生物：感染性疾病领域竞争优势突出，新冠后抓住了呼吸道分子检测的机会，2024年持续高增长。
- ✓ 艾德生物：公司占据院内伴随诊断高点，IVD证全，产品独家，与创新企业合作紧密。

收入同比增速：%	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	002030.SZ	达安基因	-89.86	-94.11	-88.49	-87.51	-41.85	3.53	-37.71
	688289.SH	圣湘生物	-86.44	-81.40	-85.14	-84.28	100.31	40.21	54.08
	300685.SZ	艾德生物	-5.28	41.34	20.38	38.28	19.53	17.53	22.53
	300639.SZ	凯普生物	-80.00	-77.13	-82.77	-81.04	-39.39	-25.86	-17.47
分子诊断	002932.SZ	明德生物	-85.03	-94.03	-96.01	-95.96	-83.63	-43.50	-19.26
	688317.SH	之江生物	-89.59	-90.65	-85.55	-84.41	-39.27	-30.69	-26.25
	688399.SH	硕世生物	-93.82	-94.69	-91.26	-89.79	-3.12	-6.73	0.92
	688393.SH	安必平	-24.44	-1.82	8.92	7.31	11.82	5.32	-13.20
	688217.SH	睿昂基因	17.84	-43.20	-28.53	-60.90	12.84	-0.11	-23.04
	688193.SH	仁度生物	-58.44	-45.98	-47.37	-25.79	15.60	1.46	18.60

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

血管介入：2024Q3冠脉、外周细分表现出色

- 板块从2024Q3表现来看，多数公司仍较为优秀，尤其是冠脉介入、外周介入、结构性心脏病，心脏电生理增速略有放缓。
- ✓ 心脉：24Q3核心产品胸主支架产品终端价降价40%，腹主支架降价20-35%，公司推广策略受到影响，渠道库存需要退换货等处理，不考虑非经营性因素净利润增长预计全年0-10%。
- ✓ 乐普：24Q3冠脉植介入收入3.63亿元（同比+7.79%），结构性心脏病收入1.36亿元（同比+57.26%）。
- ✓ 赛诺：24Q3冠脉植入增长70%。
- ✓ 惠泰：24Q3冠脉增长35%，外周增长41%。
- ✓ 佰仁：2024年前三季度瓣膜置换与修复业务增长14.78%，低于上半年增速19%。

收入同比增速： %	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	688016.SH	心脉医疗	10.75	67.25	29.88	28.63	25.38	27.69	-31.65
	300003.SZ	乐普医疗	-4.39	-33.05	-19.38	-39.58	-21.14	-21.58	-28.41
血管介入	688108.SH	赛诺医疗	23.82	72.07	49.81	266.33	24.46	39.17	25.76
	688617.SH	惠泰医疗	31.71	51.05	28.36	32.80	30.20	24.50	23.05
	688351.SH	微电生理	-6.33	35.83	34.21	36.11	71.01	21.36	-1.54
	688198.SH	佰仁医疗	-1.69	37.13	12.46	52.16	17.53	11.35	13.25

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

眼科：2024Q3增速放缓，预计与集采出厂价下降有关

- 三家眼科器械公司2024年第三季度收入均呈现放缓现象，人工晶状体自2024年5月部分省份开始执行集采价，2024Q3全国层面均执行集采，各厂家需要完成出厂价下调和渠道库存补差等工作。
- ✓ 欧普：业务结构以视光业务为主，垂直做拓展，完善视光产品及方案，完善终端的视光服务中心。
- ✓ 爱博：业务布局“医疗+消费”，以眼科全人群服务为中心，基本盘为院内人工晶状体业务，2019-2022年OK镜快速发展，2023年起隐形眼镜ODM业务快速起量，业务结构多元。
- ✓ 昊海：医美成为公司的主要增长点，公司的骨科、眼科业务均在集采后受到一定压力。公司目前玻尿酸产品收入增速快、毛利率高、产品梯队有序，2024年上半年医美实现收入6.34亿元，同比增长31%，收入占比45%。

收入同比增速：%	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	688050.SH	爱博医疗	44.55	53.20	55.20	104.86	63.55	72.91	49.11
眼科	688366.SH	昊海生科	29.06	41.99	8.80	22.74	5.68	8.10	0.22
	300595.SZ	欧普康视	8.17	20.88	2.41	32.92	15.71	10.56	1.55

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

骨科：集采和渠道库存补差对行业的影响逐渐消除

■ 2023年4-6月份脊柱执行集采，2024Q2面临同期的高基数和库存影响；2024Q2关节续采报价及下半年执行中标价；不同骨科公司的渠道库存、出厂价、中标价、终端植入量、中标品类及中标量都差异较大，渠道补差的进展不同，从报表来看，2024Q3板块内4家公司收入已经同比正增长，威高和三友的24Q3净利润率已经回到20%左右。

收入同比增速：%	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	002901.SZ	大博医疗	-9.21	-9.74	-7.63	104.61	9.17	49.85	50.38
	688236.SH	春立医疗	-4.18	-6.34	33.34	-5.72	-9.95	-46.23	-49.03
骨科	688085.SH	三友医疗	24.19	-27.38	-58.51	-39.47	-46.26	3.51	57.30
	300326.SZ	凯利泰	-7.29	-19.80	-34.44	-7.55	-16.37	0.61	28.29
	688161.SH	威高骨科	14.71	-45.70	-3.71	-55.83	-10.74	-3.12	20.06

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

神经外科：颅骨修复PEEK材料占有率持续提升

■ 从板块来看，传统颅骨缺损修复、脑膜补片受集采影响，钛金属材料的人工骨销售受到影响，PEEK材料集采后价格下降，临床接受度提高，因此有PEEK材料的厂家业绩相对较好，如迈普医学、康拓医疗。

收入同比增速： %	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	300238.SZ	冠昊生物	-8.33	22.74	7.71	14.32	-18.85	0.13	-9.88
	300653.SZ	正海生物	-7.35	1.51	-11.44	-0.08	-17.83	-6.10	-4.06
神经外科	301033.SZ	迈普医学	19.35	-28.61	35.81	51.95	28.59	57.27	14.70
	688314.SH	康拓医疗	20.82	13.88	13.30	11.32	8.16	18.36	21.41
	688613.SH	奥精医疗	4.18	20.10	-8.43	-38.16	-0.94	-24.67	-26.71

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

外科：腔镜吻合器集采后持续放量，部分公司出海加速

- ✓ 南微：2024年前三季度，公司境外收入9.74亿元，同比增长36%，其中亚太3.38亿元（yoy+40%），美洲1.44亿元（yoy+19%），欧洲、中东及非洲（EMEA）市场收入1.24亿元，同比增长36.5%。
- ✓ 安杰思：2024年前三季度，公司实现境外收入2.22亿元（YoY+33.2%）。
- ✓ 天臣医疗：2024年上半年腔镜吻合器收入约1亿元，2023年全年收入约1.85亿元。

收入同比增速：%	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	688576.SH	西山科技	53.84	18.28	25.70	49.88	9.98	-3.61	-15.57
	688581.SH	安杰思	16.70	44.30	32.90	50.44	23.35	32.43	16.34
外科	688013.SH	天臣医疗	17.45	22.56	-12.76	12.83	1.26	6.61	27.94
	688029.SH	南微医学	24.26	15.35	8.41	42.33	12.72	19.55	13.44
	300314.SZ	戴维医疗	61.55	43.27	0.62	1.98	-1.61	-30.70	-3.21

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

1.3 推荐标的：惠泰医疗

投资亮点

- (1) 电生理：行业规模近200亿元，国产占有率低，进口替代空间大、竞争格局优。2025Q1预计多款房颤产品上市，射频消融和脉冲消融等多种能量源的房颤术式解决方案也更完整，而且从行业看国产耗材在房颤领域的进口替代刚刚开始，未来电生理业务有望成为公司第一大业务板块。
- (2) 血管介入：公司冠脉通路类稳定增长（持续超预期，30%-35%增长），外周业务持续保持40%以上增长。
- (3) 公司控股权变更，迈瑞入主，预计未来在海外市场将持续给惠泰赋能，远期惠泰成为迈瑞的心血管耗材平台，更多的资产注入以及其他潜在业务扩展也是可以期待的。

投资建议： 预计2024-2026归母净利润分别实现7.28亿元、9.73亿元和13.07亿元，维持买入评级。

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1650	2174	2882	3829
收入同比 (%)	35.7%	31.7%	32.6%	32.8%
归属母公司净利润	534	728	973	1307
净利润同比 (%)	49.1%	36.4%	33.6%	34.4%
毛利率 (%)	71.3%	71.5%	71.8%	71.9%
ROE (%)	28.0%	27.6%	27.0%	26.6%
每股收益 (元)	8.04	7.48	10.00	13.43

资料来源：IFind、华安证券研究所

1.3 推荐标的：爱博医疗

投资亮点

- 公司是研发驱动的眼科医疗器械平台，围绕产品研发生产布局全产业链技术平台，“医疗+消费”标签突出。
- 人工晶状体打破进口垄断，集采促进院内渠道铺开，公司双焦点有视觉功能改善功能人工晶体报价较好，2024Q2执行集采价格后快速放量。
- 视光业务，OK镜和离焦镜产品多样，满足不同支付能力的消费者。我国儿童青少年视力健康问题严峻，视力矫正及防控需求空间极大且相对刚性。
- 隐形眼镜业务，目前正在做代工业务，产能建设持续。2024年上半年，天眼医疗已经实现盈利，优你康大幅减亏。

投资建议：

预计2024-2026年归母净利润预计分别实现4.13亿元、5.32亿元和7.08亿元，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	951	1383	1720	2222
收入同比 (%)	64.1%	45.4%	24.3%	29.2%
归属母公司净利润	304	413	532	708
净利润同比 (%)	30.6%	35.8%	29.0%	33.0%
毛利率 (%)	76.0%	68.6%	70.2%	71.3%
ROE (%)	14.3%	16.3%	17.4%	18.8%
每股收益 (元)	2.89	2.18	2.81	3.74

资料来源：IFind、华安证券研究所

1.3 推荐标的：迈普医学

- 集采后受益标的，脑膜、颅骨、新产品高速增长，2025年预计依然看到40-50%利润端增长。
- 脑膜集采常态化，公司应对十分亮眼。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，公司脑膜增速36%，行业内唯一做到“以价换量”。
- 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，颅骨公司9M24增速38%。
- 止血纱+脑膜胶alpha最强。竞争格局好，止血纱下半年适应症拓展到全科，不限于神经外科；国内商业化只有强生，起量靠进口替代+适应症拓展。脑膜胶结合脑膜增长和渗透率提升。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	231	318	412	510
收入同比 (%)	18.2%	37.6%	29.8%	23.8%
归属母公司净利润	41	67	97	137
净利润同比 (%)	13.9%	63.9%	45.2%	41.0%
毛利率 (%)	82.0%	78.4%	75.5%	73.6%
ROE (%)	6.4%	9.4%	12.0%	14.4%
每股收益 (元)	0.62	1.01	1.47	2.08

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.3 推荐标的：圣湘生物

投资亮点

- (1) 疫情三年建成了大量的PCR实验室，分子诊断检测的可及性从三级医院下沉到二级医院，检验能力大大提升，推动分子诊断行业发展。公司多联检产品如呼吸道产品、生殖道感染检测产品正处于放量周期。
- (2) 公司发布股权激励计划，激励考核目标较高。考核周期2024年-2027年，考核目标2024/2025年的扣非净利润分别达到2/3亿元，2026年营业收入较2025年增长率不低于40.00%或2025年的扣非净利润分别达到4.5亿元。2024-2026年扣非归母净利润CAGR达到50%。

投资建议： 预计2024-2026年归母净利润预计分别实现2.99亿元、4.81亿元和6.93亿元，维持“买入”评级。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1007	1543	2052	2666
收入同比 (%)	-84.4%	53.2%	33.0%	29.9%
归属母公司净利润	364	299	481	693
净利润同比 (%)	-81.2%	-17.9%	61.1%	44.0%
毛利率 (%)	71.5%	76.4%	77.9%	78.4%
ROE (%)	5.1%	4.1%	6.1%	8.1%
每股收益 (元)	0.62	0.51	0.83	1.19

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

1.3 推荐标的：英诺特

- 核心看点：流感催化下，倒逼临床诊疗流程优化，推动门急诊端多联检产品使用习惯，渗透率提升。
- 医疗终端快速增长，渗透率持续提升。23年医疗机构覆盖数由1700家增加至4200家，预计24年新增2000家以上。
- ToC合作进展预期。截至24Q3，TOC端有3000万收入，看好24Q4流感爆发放量（包括诺如病毒）。
- 海外值得期待。东南亚陆续拿证放量，欧洲三联检放量，美国进展新冠甲流乙流EUA等。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	478	802	1136	1529
收入同比 (%)	7.0%	67.8%	41.7%	34.6%
归属母公司净利润	174	396	569	759
净利润同比 (%)	15.4%	127.6%	43.8%	33.2%
毛利率 (%)	76.0%	88.3%	83.7%	79.1%
ROE (%)	9.4%	17.5%	20.1%	21.1%
每股收益 (元)	1.28	2.90	4.17	5.56

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

1.3 推荐标的：新产业

- **核心看点：安徽联盟集采全A企业，收入增量已兑现；海外收入集中度低，有望进一步扩容。**
- **综合能力位居一线，安徽联盟集采表现亮眼。**公司无论是仪器装机量、流水线、高速机占比、三甲医院覆盖率各项指标，还是试剂丰富度和覆盖范围，均为国内第一梯队top2水平；2023年安徽省际联盟集采，公司是唯一一个5A中标企业，并且对应试剂实现了放量（传染病+28%，性激素+23%）。
- **十年出海耕耘迎来收获期，海外占比有望进一步提升。**公司产品出海10年，海外收入占比35%以上，有丰富的海外本地化运营经验（印度为例）；公司在海外有10个控股子公司，收入占比较高的国家包括印度、俄罗斯、沙特、意大利等。海外top10收入占比不到50%，top2不到20%，比较均衡，不受单一国家影响。随着海外销售架构调整，海外高增长可持续。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3930	4703	5409	6122
收入同比 (%)	29.0%	19.7%	15.0%	13.2%
归属母公司净利润	1654	1926	2288	2661
净利润同比 (%)	24.5%	16.5%	18.8%	16.3%
毛利率 (%)	73.0%	72.7%	73.8%	74.7%
ROE (%)	21.9%	20.4%	19.5%	18.5%
每股收益 (元)	2.11	2.45	2.91	3.39

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.3 推荐标的：亚辉龙

- **核心看点：创新型化学发光标的，内生增长强劲，净利率提升，未来3-5年看CAGR 30%。**
- **自免+常规+多项特色，IVD中的biotech。1) 基本盘：**自免及特色项目国内第一，具有发光注册证176张，其中自免注册证60张，化学发光装机今年破万，跻身第一梯队。**2) 管理层积极进取，强销售+强研发：**高举高打，国内三甲医院覆盖率70%，top100覆盖率73家。特色试剂有抗磷脂抗体，自身免疫肌炎谱、高敏肌钙蛋白、丙肝丁肝大中小分型等，KOL医院做科研转化离不开亚辉龙的支持，强粘性；老胡总一线销售出身，公司人才济济，强大的研发能力和销售能力相辅相成。
- **经营层面拐点+利润释放，海外市场加速预期。1) 经营改善出清+净利率提升。**公司新冠减值+卓润出表等费用在23Q3处理完毕，2024有研发立项，2025年放利润。**2) 国内装机+单产继续维持高增长：**公司高速机（占比60%+）、流水线增速明显（累计129条），单产已经到了19万/台（yoy+18%），国内收入端保持不低于35%增速。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2053	2021	2353	2704
收入同比 (%)	-48.4%	-1.6%	16.5%	14.9%
归属母公司净利润	355	370	520	700
净利润同比 (%)	-64.9%	4.2%	40.6%	34.5%
毛利率 (%)	56.8%	63.8%	64.3%	65.7%
ROE (%)	13.9%	12.5%	15.0%	16.7%
每股收益 (元)	0.63	0.65	0.91	1.23

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.3 推荐标的：安图生物

投资亮点

(1) 分子高基数的影响消除，2022年公司由于新冠疫情促进，分子诊断业务收入和新冠类疫情相关收入较高，2023年需求变化后，该部分收入大幅下降，2024年的分子诊断高基数不在，也会在2023年基础上贡献更多收入。分子诊断预计将成为公司的第二增长曲线，2027年有望冲击10亿元。

(2) 行业集采利好头部企业提升市场占有率。2023年市场担心集采传染病项目对公司业绩增长造成压力，但集采结果较好，2024Q4继续集采的肿标、甲功等项目，对公司市场份额提升也将继续利好。公司高速机装机顺利，自免等项目注册顺利，单价保持在30万元以上。

投资建议：预计公司2024/2025年归母净利润14.65/17.67亿元，维持“买入”评级。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4444	4854	5666	6644
收入同比 (%)	0.0%	9.2%	16.7%	17.3%
归属母公司净利润	1217	1465	1767	2204
净利润同比 (%)	4.3%	20.3%	20.6%	24.7%
毛利率 (%)	65.1%	65.8%	65.7%	65.6%
ROE (%)	14.3%	15.4%	16.5%	18.1%
每股收益 (元)	2.10	2.52	3.04	3.79

资料来源：IFind，华安证券研究所

目录

02 | 医疗设备反转：需求持续，利空因素逐渐缓解

- 2.1 长期视角：设备保有率及诊疗需求支持长期增长
- 2.2 短期视角：资金、反腐、政策影响因素均有缓解
- 2.3 竞争格局：国产品牌市场占有率进一步提升
- 2.4 重点标的推荐

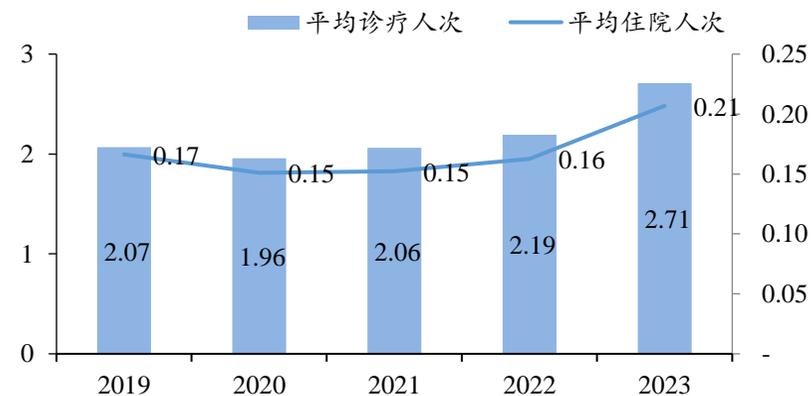
2.1 长期视角：设备保有率及诊疗需求支持长期增长

- **诊疗需求持续：**随着人口老龄化结构加深，人均诊疗次数增加，临床需求支撑对医疗设备的采购需求持续。根据国家统计局数据，2022年全国医疗卫生机构诊疗人次约84.2亿人次，2023年全国医疗卫生机构的总诊疗人次为95.6亿人次，较2022年增长了13.5%，近10年的复合增速约为3%。

职工参保人员每人年诊疗人次（左）及住院人次（右）



居民参保人员每人年诊疗人次（左）及住院人次（右）

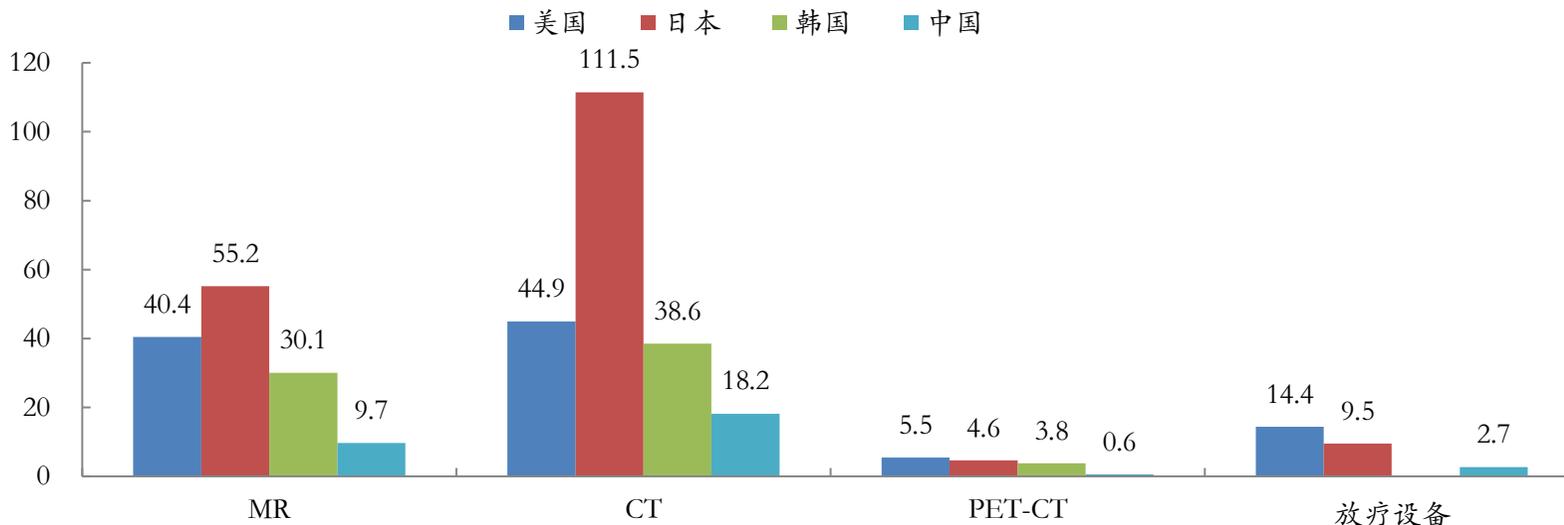


资料来源：ifind，华安证券研究所

2.1 长期视角：设备保有率及诊疗需求支持长期增长

- **设备保有率：**医疗设备是促进医疗服务公平化，提升地方医疗服务水平的重要投入。以CT为例，目前CT设备在发达国家已普及到各级大、小医院以及私人诊所，2021年美国的CT设备人均保有量为每百万人拥有45台，日本的CT设备人均保有量更是高达每百万人拥有112台。

我国与不同国家大型设备保有率比较（台/每百万人）



资料来源：联影医疗招股说明书，杨玉洁,邱五七,毛阿燕,等.典型国家大型医用设备配置与使用管理现状分析[J].中国医院管理, 2022, 42(4):5, 海吉亚招股说明书，国际原子能机构，中华医学会放射肿瘤治疗学分会，Frost&Sullivan，华安证券研究所

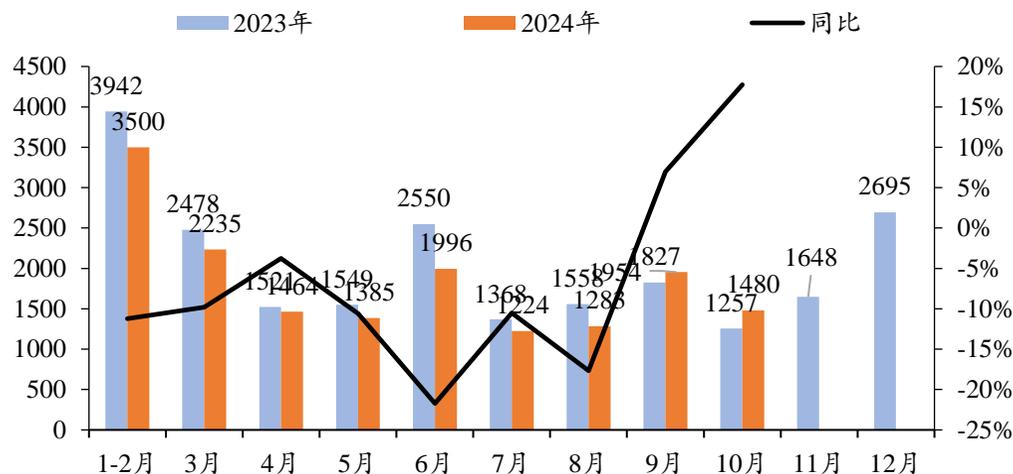
注：MR、CT、PET-CT相关数据是2018年数据，放疗设备相关数据是2019年数据

2.2 短期视角：资金、反腐、政策影响因素均有缓解

- **资金**：财政资金和医院自筹资金两部分，其中财政开支在化债的背景下，预计压力会有所缓解。医院自筹部分更多需要依赖于医院自身的经营情况，医院整体来看收入仍呈现高个位数增长，因此仍有空间每年投入5-10%用来采购医疗设备。
- **医疗反腐**：医疗反腐进入常态化，行业内从业人员对医疗反腐的生态也越来越适应，行为的边界也被界定得更清晰。

我国卫生健康支出一般公共预算项（亿元）

	2023年	2024年	同比
1-2月	3942	3500	-11%
3月	2478	2235	-10%
4月	1521	1464	-4%
5月	1549	1385	-11%
6月	2550	1996	-22%
7月	1368	1224	-11%
8月	1558	1283	-18%
9月	1827	1954	7%
10月	1257	1480	18%
11月	1648		
12月	2695		



资料来源：财政部，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

2.2短期视角：资金、反腐、政策影响因素均有缓解

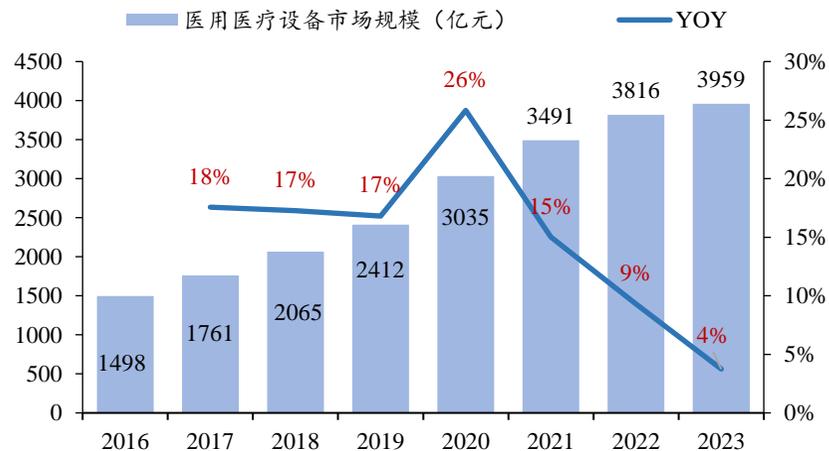
设备更新政策进展及预期是行业近2-3年重要的观察指标。

- 2024-03-13 国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
- 2024-05-29 国家发改委、国家卫健委、国家中医药管理局、国家疾控局四部委联合发布了《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》：1) 2027年，医疗卫生领域设备投资规模较2023年增长25%以上；2) 支持乡镇卫生院配置X射线CT、DR、彩超、全自动生化分析仪等设备，以及呼吸机、肺功能仪等满足基本医疗服务需求的通用和专用设备。
- 医疗设备更新市场规模测算：根据第三方机构医装数胜，本轮医疗领域“以旧换新”有四大重点方向，一是医学影像、放疗、手术机器人等医疗装备的更新改造，二是医疗监护、远程医疗等信息化设备的升级，三是推进智能化，四是加强基层医疗卫生基础设施建设。截至9月底，医疗设备更新批复项目已超过1000个，这1000个批复项目预算总金额突破412亿元，预计第一批设备更新预计拉动600亿元医疗设备采购规模。
- 目前已进入审批阶段的省份：安徽、广东、广西、河北、重庆、北京、吉林、福建。
- 进展和未来趋势预判：预计等到1Q25陆续落地，2025年年中可以看到明显增长。

2.2 短期视角：资金、反腐、政策影响因素均有缓解

- 2025年大概率迎来行业修复：从狭义医疗设备概念来看，2020年之前医用医疗器械市场近些年均保持着17%-18%左右的增速增长，2020年新冠疫情第一年，医用医疗设备行业快速增长，2021-2023年在2020年高基数的基础上也保持了稳健增长，2020-2023年四年的复合增速约为13%。随着2020年高基数的影响消除，我们认为医用医疗设备市场行业增速将很快回归到常态轨道，与整体的医疗健康需求相匹配。另外，2021-2023年疫情期间医疗新基建项目建了很多的医院，这些医院还有大量未进入到装修、设备采购和营业中，2024年由于招采延迟，预计这些需求也会在未来转化成订单。

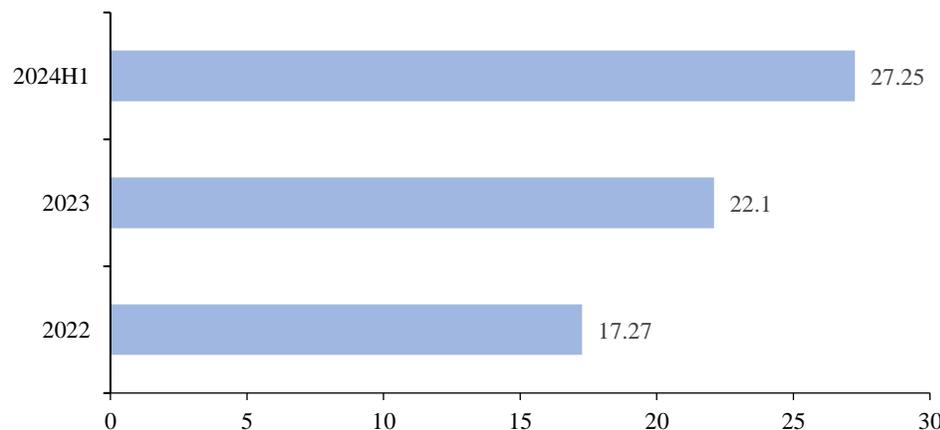
我国医疗设备市场规模（左）及其增速（右）



资料来源：医械汇，华安证券研究所

华康医疗在手订单情况

■ 在手订单（亿元）

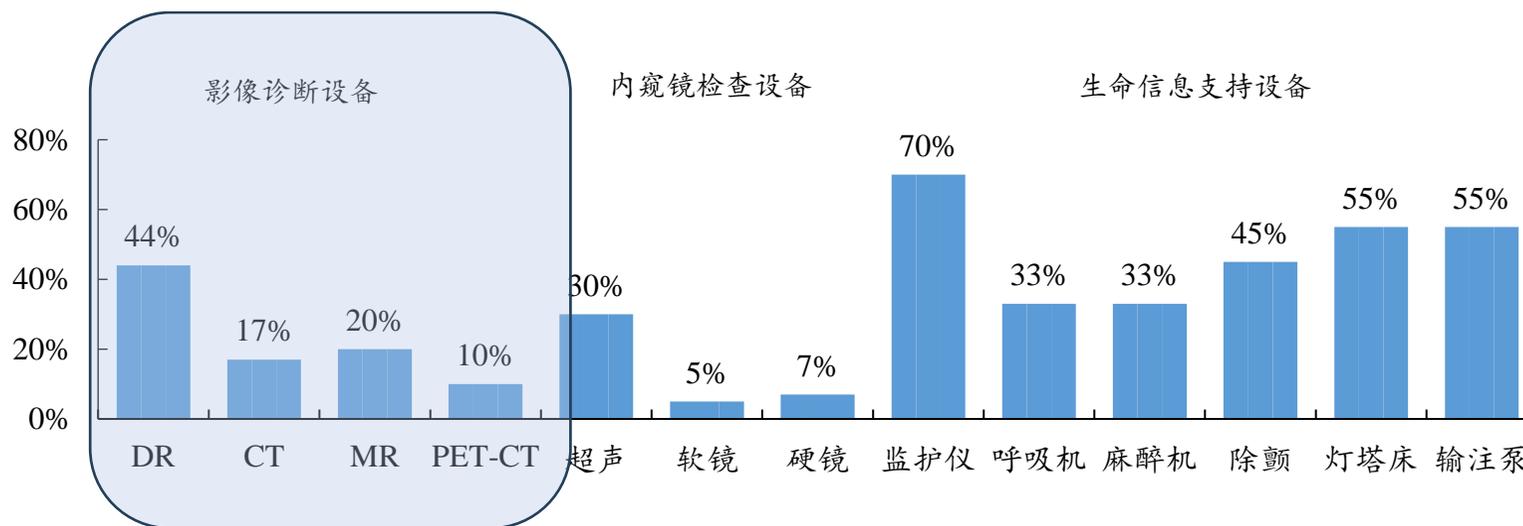


资料来源：ifind，华康医疗公告，华安证券研究所

2.3 竞争格局：国产品牌市场占有率进一步提升

- 国产化提升趋势明显：（1）近些年技术进步相对缓慢，国产优秀公司充分吸收和掌握了相关技术，快速迭代，产品性能比肩进口品牌；（2）财政资金更注重采购性价比，国产品牌在满足基本临床需求的基础上，价格相对进口品牌低，更易获得订单；（3）国产售后团队、经销商团队本土化优势，与下游医院、医生关系更密切，客情服务到位，满足不同医院临床、科研需求。

我国不同种类医疗设备的国产化率



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2022版本）》，华安证券研究所

影像设备：2024Q3业绩继续低迷，2024Q4有望改善

- 2024Q3板块继续低迷，公立医院招采需求下滑幅度较大，但行业内的上市公司如迈瑞、联影、开立、万东、澳华均保持优于行业的表现。这也体现了细分领域头部品牌的市场竞争力，在行业低迷期间仍能抢占更多商机。

收入同比增速： %	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	300206.SZ	理邦仪器	64.21	-3.81	12.93	-17.25	-30.65	6.27	6.07
	688212.SH	澳华内镜	53.77	90.80	23.00	51.68	34.91	12.61	5.39
	600055.SH	万东医疗	21.12	37.95	20.04	-19.99	20.94	15.43	18.57
影像设备	600587.SH	新华医疗	15.42	13.43	1.29	2.42	3.68	0.91	-0.32
	300633.SZ	开立医疗	27.63	22.67	2.10	27.58	1.33	-6.48	-9.18
	688301.SH	奕瑞科技	34.77	31.22	14.71	4.87	11.48	3.56	-24.94
	688271.SH	联影医疗	33.42	21.69	28.14	17.72	6.22	-2.47	-25.00
	300760.SZ	迈瑞医疗	20.47	20.20	11.18	7.90	12.06	10.35	1.43

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

康复设备：2023年高基数叠加行业环境低迷等因素影响业绩

- 2024Q3康复板块继续承压，业务品类里如果有其他非康复类业务，整体业绩可能会好一点。
- ✓ 翔宇医疗：综合康复医疗器械提供商，临床康复一体化+多品类、多渠道（公立二三级医院仍占主要）。
- ✓ 诚益通：装备自动化业务+康复设备（综合康复提供商，其中基层业务增长迅速）。
- ✓ 伟思医疗：大康复（精神康复、神经康复、运动康复、盆底康复等）+医美。
- ✓ 麦澜德：盆底及产后康复+生殖抗衰（属医美业务，后续会增加皮肤医美等）。

收入同比增速：%	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	现金(亿元)
	300430.SZ	诚益通	19.88	66.66	12.59	-11.56	9.36	-6.88	-45.83	1.51
	688273.SH	麦澜德	46.34	-12.24	-25.29	-35.89	-4.39	30.20	18.75	9.21
康复设备	688626.SH	翔宇医疗	68.25	41.09	52.70	53.73	18.12	-11.92	-18.51	7.32
	688580.SH	伟思医疗	76.57	55.29	35.80	24.19	-8.24	-16.38	-10.54	10.27

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：现金为截至2024年9月30日的金额

2.4 推荐标的：迈瑞医疗

投资亮点

- (1) 海外市场拓展加速：2024年上半年公司海外收入增长18%。公司核心产品全球竞争力强，如监护仪、血球，凭借品牌效应，公司海外高端客户突破加速，海外战略客户收入占比提升到14%。公司在美国、俄罗斯、印度、巴西等国家收入超过1亿美金。
- (2) 公司种子业务高速增长，微创外科、AED、并购控股的惠泰医疗（心血管耗材企业）收入端保持复合30%以上增长。国内业务IVD行业国产第一，行业第三，影像和监护类设备受招投标节奏影响，收入有所下降，但在行业低迷背景下，公司业绩远好于行业尾部客户，甚至远好于行业第二名，赢单率高，随着24Q4的到来，预计国内设备业务也会恢复。

投资建议：我们预计公司2024/2025年归母净利润139/167亿元，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	34932	40357	48431	57878
收入同比 (%)	15.0%	15.5%	20.0%	19.5%
归属母公司净利润	11582	13881	16695	20216
净利润同比 (%)	20.6%	19.8%	20.3%	21.1%
毛利率 (%)	66.2%	65.2%	65.3%	65.4%
ROE (%)	35.0%	29.6%	26.2%	24.1%
每股收益 (元)	9.56	11.45	13.77	16.67

资料来源：IFind、华安证券研究所

3.4 推荐标的：联影医疗

- (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，在国内外均有产能布局，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）、XR部分核心部件（X射线管、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，并正在推进其他核心部件的研发进程。
- (3) 国内市场优势显著，海外拓展渐入佳境。按2024年上半年国内新增市场金额口径统计，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，国内市场有望实现进一步突破；海外市场有序扩张，目前，公司业务已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲超70个国家和地区，2024H1海外市场营收9.33亿元（yoy+29.94%）。

投资建议： 预计2024-2026年归母净利润分别实现13.97亿元、20.83亿元和25.08亿元，维持“买入”评级。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11411	10828	12566	14545
收入同比 (%)	23.5%	-5.1%	16.1%	15.7%
归属母公司净利润	1974	1397	2083	2508
净利润同比 (%)	19.2%	-29.3%	49.1%	20.4%
毛利率 (%)	48.5%	49.6%	50.2%	50.8%
ROE (%)	10.5%	7.0%	9.6%	10.6%
每股收益 (元)	2.40	1.69	2.53	3.04

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

2.4 推荐标的：新华医疗

- **设备更新进展**：计划不少于200亿中央财政支持，预计公司放疗及影像设备有望拿到5-10亿增量订单。
- **国资控股，股权激励+定增增持**。1) 21年发布股权激励目标，23年已超额完成，24年肯定能完成（目标：相比20年扣非净利润+130%；实际：+200%多）。2) 大股东山东颐养健康认购1796.4万股定增（占比32.7%）。
- **收入结构优化，主攻医疗器械+制药装备，估值重塑**。公司一直贯彻落实“调结构、强主业、提效益、防风险”的发展方针，聚焦主业发展医疗器械和制药装备。目前医疗器械收入占比稳定在40%以上，制药装备即将突破20%，医药商贸和医疗服务板块剥离或不做要求。高新密集产品收入增加会增利，带来增速提升。
- **大股东对公司利润和市值进行考核**。2023年报提出“稳定业绩挖掘亮点，重塑价值提升市值”，稳业绩后对市值提出要求。设备更新增量+医疗器械耗材+制药装备出海或许带来收入增加。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10012	10552	11303	12021
收入同比 (%)	7.9%	5.4%	7.1%	6.4%
归属母公司净利润	654	768	864	947
净利润同比 (%)	30.8%	17.5%	12.4%	9.7%
毛利率 (%)	27.4%	27.6%	28.1%	28.7%
ROE (%)	8.9%	9.8%	9.9%	9.8%
每股收益 (元)	1.43	1.27	1.42	1.56

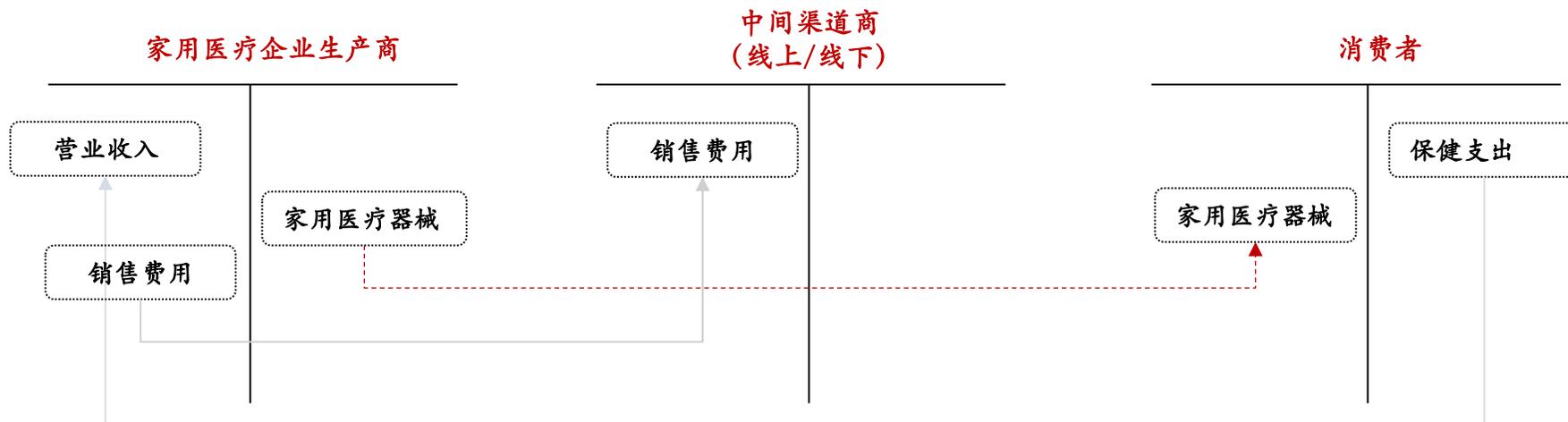
资料来源：ifind，华安证券研究所

目录

03 | 家用医疗器械：强者恒强，集中度提升趋势强化

- 3.1 居民自我保健需求持续，品牌消费粘性高
- 3.2 大单品、新业态促进行业发展
- 3.3 重点标的推荐

3.1 家用医疗器械：自我保健的重要窗口，消费属性强



- ① 需求增加，保健意识增强，保健支出提升
- ② 国产产品质量性能提升，由性价比向高品质、高价格带切换
- ③ 渠道建设非一朝一夕，人群画像的精准筛选是关键

资料来源：华安证券研究所绘制

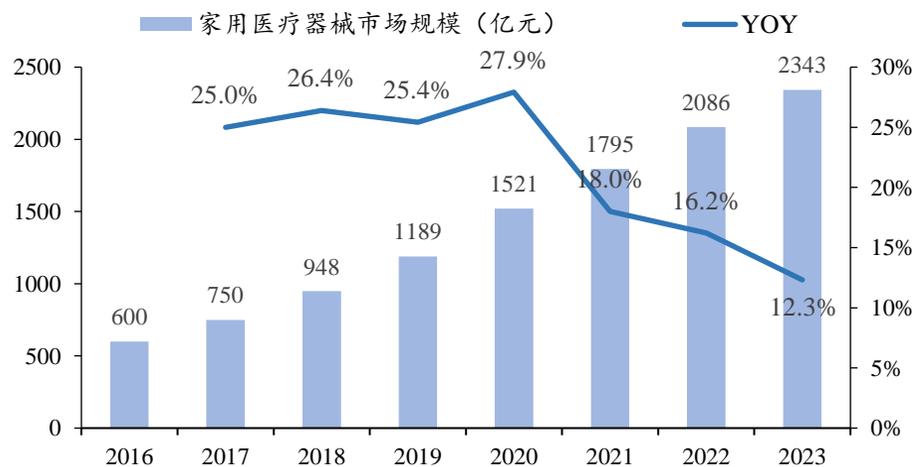
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

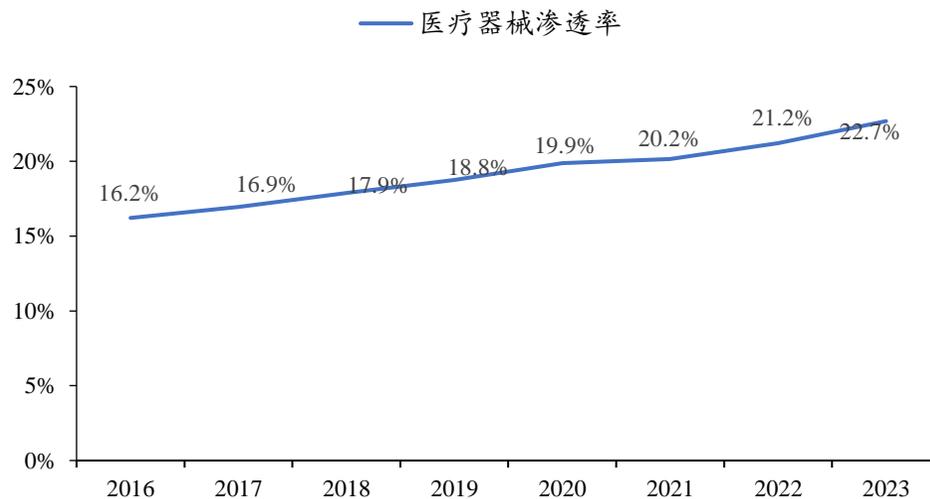
3.1 居民自我保健需求持续，品牌消费粘性高

- **市场规模：**我国家用医疗设备增速超过整体医疗设备，且占比逐年增高。市场规模从2015年的480亿元，发展至2020年的1,521亿元，年均复合增长率为25.94%。在部分发达国家，家用医疗器械已经占到整个医疗器械产业的40%，尽管我国医疗器械市场经过了快速的发展，我国近几年比例在17%左右，还远远低于这一比例，但从趋势上看，家用医疗器械占比在持续提升。
- **技术升级，产品需求大。**家用医疗器械产品技术变化也比较快，新功能、新设计层出不穷，产品的实用性、性能质量及美观度也更能吸引消费者更新设备或尝试新产品。

我国家用医疗器械市场规模（左）及增速（右）



我国家用医疗器械占医疗器械比例



资料来源：医械汇，《中国医疗器械行业蓝皮书（2024）》华安证券研究所

3.2大单品、新业态促进行业发展

- **大单品**：在传统领域也有新的大单品不断推出，如血糖检测领域的CGM，体温计领域的额温枪、耳温枪，轮椅领域的电动轮椅，听力领域的助听器，身体体态矫正领域的背背佳，呼吸领域的制氧机，睡眠领域的呼吸机，医美领域的光子面罩、敷料面膜，家用IVD检测领域的抗原检测等等。市场的新需求也在不断增加，如减肥的GLP-1注射笔、可穿戴设备等。
- **新业态**：兴趣电商等直播平台不断分割传统货架电商的流量，销售不仅取决于产品性能，也取决于主播个人IP。

家用设备的发展趋势



互联网放大了头部主播的IP价值 (2021年双11首日淘宝平台)



资料来源：可孚医疗招股说明书，淘宝网，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

家用医疗器械：政策免疫板块，需求不受医保支付影响

- 鱼跃：国内（市场集中度低，核心品类继续增长）+海外（制氧机打开市场，海外CAGR30%左右增长）。
- 三诺：血糖监测BGM（利润10%左右增长，提高试剂仪器比）+CGM（国内外高速增长，2025年美国FDA批准）。
- 怡和：家用呼吸机美国市场占有率第二，设备和耗材（面罩）比仍有较大的改善空间。
- 可孚：产品策略（核心品类市场占有率很低）+渠道优势（线上兴趣电商打开新市场）。
- 美好：随核心客户增长而增长（家用呼吸机和人工耳蜗）+新品类新客户打开业务天花板。

收入同比增速： %	证券代码	证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	002223.SZ	鱼跃医疗	48.41	31.51	7.65	-34.08	-17.44	-8.82	2.21
	300298.SZ	三诺生物	6.15	100.75	49.29	22.87	54.07	-17.04	2.05
	300753.SZ	爱朋医疗	29.22	35.38	49.42	15.47	-6.71	-3.08	-11.04
家用器械	301367.SZ	怡和嘉业	131.85	-25.26	-55.93	-55.82	-60.02	-28.50	10.51
	301087.SZ	可孚医疗	42.38	-4.51	3.92	-33.61	-5.64	13.21	14.09
	300562.SZ	乐心医疗	-37.55	-20.89	-25.27	22.70	52.93	12.56	15.37
	301363.SZ	美好医疗	29.24	-0.75	-26.53	-15.37	-23.34	9.83	55.68

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

3.3 推荐标的：三诺生物

投资亮点

- 1) 公司作为传统血糖仪国产龙头抢占进口替代先机，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，公司占据先发优势，参考德康及雅培的收入体量，我们预计公司未来CGM收入体量有望看到5-10亿美元区间。

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4059	4317	4875	5446
收入同比 (%)	2.7%	6.4%	12.9%	11.7%
归属母公司净利润	284	357	473	616
净利润同比 (%)	-36.3%	25.4%	32.5%	30.4%
毛利率 (%)	54.1%	55.3%	55.8%	56.6%
ROE (%)	9.2%	12.2%	13.9%	15.3%
每股收益 (元)	0.51	0.63	0.84	1.09

资料来源：IFIND、华安证券研究所

3.3 推荐标的：可孚医疗

投资亮点：

- (1) 听力验配中心：健耳听力验配门店，品牌初具，远期可对标听力保健领军企业安湃声。
- (2) 常规家用器械：公司SKU丰富，非新冠品类快速恢复，叠加自产率提升，且通过并购和自研的方式，布局大品种，盈利能力持续提升。
- (3) 渠道优势显著：公司线上店铺运营经验丰富，线下线上渠道优势突出，线上客户的复购率高。

投资建议： 预计2024-2026年归母净利润分别实现3.57亿元、4.69亿元和5.79亿元，增速分别为40.6%、31.2%和23.5%，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2854	3207	3686	4349
收入同比 (%)	-4.1%	12.4%	15.0%	18.0%
归属母公司净利润	254	357	469	579
净利润同比 (%)	-15.7%	40.6%	31.2%	23.5%
毛利率 (%)	43.3%	51.1%	51.6%	52.2%
ROE (%)	5.2%	6.8%	8.2%	9.2%
每股收益 (元)	1.24	1.71	2.24	2.77

资料来源：IFind、华安证券研究所

目录

04 | 医疗器械出海：星星之火，可以燎原，产业趋势成型中

- 4.1 海外市场空间广阔，中国制造竞争力提升
- 4.2 出海成为必选项，“国内保基本，海外保利润”
- 4.3 全球供应链格局重塑，变中有机
- 4.4 重点标的推荐



4.1 海外市场空间大，区域差异性高

- 根据医械汇统计，2023年全球医疗器械市场规模达5826亿美元，其中美国占30.74%，中国占24.56%，欧洲占20.61%，海外市场约是中国市场规模的3-4倍，北美、东南亚、欧洲、拉美等区域均是出海的重要目的地。

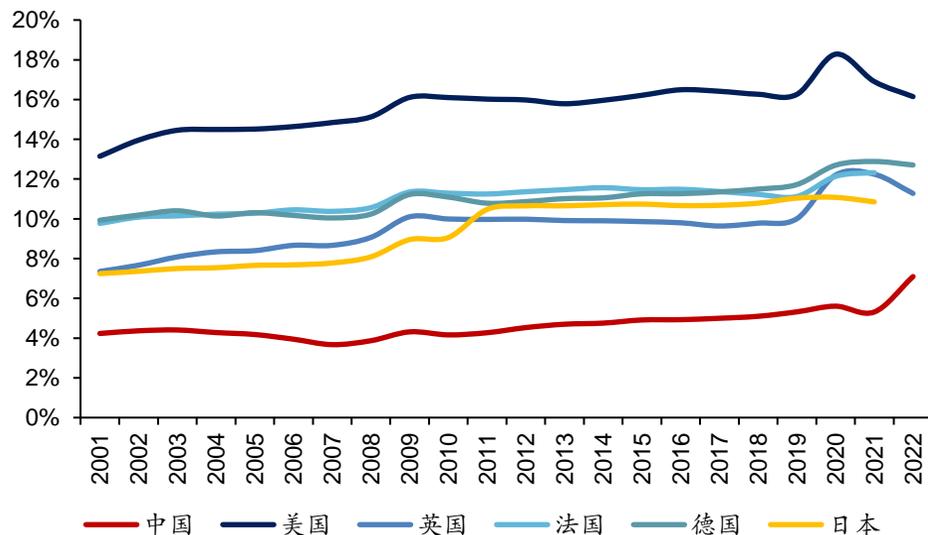


资料来源：华安证券研究所绘制

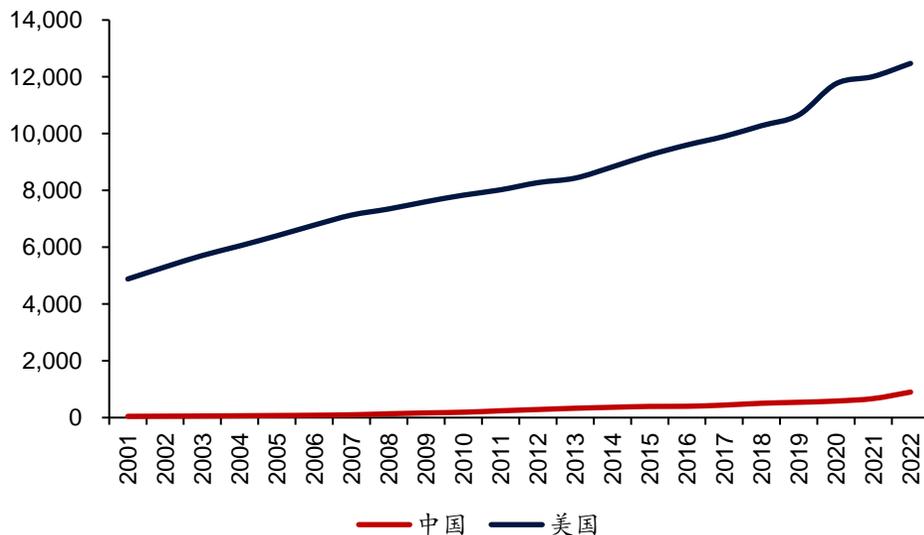
4.1 海外发达国家具备更强的人均医疗卫生支出水平

- 发达国家长期以来发展了更完善的医疗支付体系，具备更强的支付能力。根据不同国家人均医疗卫生支出和人均GDP的比值来看，我国依然处于6-8%的水平，而发达国家基本处于约10%及以上的水平，其中美国更是连续三年高于15%位居世界第一；从绝对值来看，中美人均医疗卫生支出对比差距悬殊（差两个数量级）。
- 美国人均医疗卫生支出全球第一。根据美国联邦医疗保险和医疗补助服务中心（CMS），2017至2026年，美国医疗卫生总支出将以每年平均5.5%的速度增长；到2026年，医疗卫生支出总费用将达到GDP的19.7%。2022年，美国医疗卫生支出超过4万亿美元，人均医疗卫生支出12474美元（中国为899美元），位居全球第一。

不同国家人均医疗卫生支出/人均GDP (%)



中美人均医疗卫生支出对比 (美元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

4.1 中国制造市场竞争力提升

- (1) 出口规模保持稳健增长，全球占有率提升。
- (2) 出口品类中高附加值产品增加，中高端客户不断突破。
- 据中国医药保健品进出口商会统计数据显示，2023年，中国医疗器械对外贸易总额为831.30亿美元，同比下降14.18%；其中，出口额为455.25亿美元，同比下降22.80%；进口额为376.05亿美元，同比微降0.77%。全年实现贸易顺差79.2亿美元。
- (3) 前十大出口国家中，俄罗斯继2022年首次挤进我医疗器械出口前十大市场后，2023年已位列我医疗器械第四大出口伙伴国。

2023 年我国医疗器械类产品进出口统计

品类	出口额 (亿美元)	同比 (%)	进口额 (亿美元)	同比 (%)
医疗器械类	455.25	-22.8	376.05	-0.77
医用敷料	40.02	-43.95	5.57	-8.47
一次性耗材	92.36	-4.03	40.35	-10.09
医院诊断与治疗	208.96	-31.25	298.94	-0.09
保健康复用品	94.36	-5.08	16.89	0.63
口腔设备与材料	19.54	4.67	14.3	18.92

2023 年我国医疗器械前十大出口市场统计

序号	出口市场	出口额 (亿美元)	出口同比 (%)	出口占比 (%)
1	美国	107.53	-19.2	23.6
2	日本	28.53	-26.2	6.3
3	德国	24.02	-40.8	5.3
4	俄罗斯	17.32	24.0	3.8
5	中国香港	16.77	-44.5	3.7
6	荷兰	13.45	-16.4	3.0
7	印度	13.18	0.7	2.9
8	韩国	12.60	-18.1	2.8
9	英国	11.94	-46.1	2.6
10	澳大利亚	11.79	-47.84	2.59

资料来源：中国海关，华安证券研究所

4.1 中国制造市场竞争力提升

- 中国医药保健品进出口商会根据中国海关数据统计显示，2024年上半年，我国医疗器械对外贸易总额为406.49亿美元，同比微降0.49%；其中，出口额为229.76亿美元，同比增长3.12%；进口额为176.73亿美元，同比下降4.79%，实现贸易顺差53.03亿美元。在出口市场方面，美国仍然是我国医疗器械第一大出口市场；在出口产品类别方面，医院诊断与治疗类产品出口额最大，一次性耗材涨幅最显著。

产品类别	出口额(亿美元)	同比(%)
医院诊断与治疗类产品	103.95	2.50
一次性耗材	48.81	8.55
保健康复用品	47.63	4.40
医用敷料	19.13	-9.81
口腔设备与材料	10.24	6.80

伙伴国家/地区	出口额(亿美元)	占比(%)	同比(%)
美国	54.47	23.7	4.5
日本	13.31	5.8	-9.6
德国	12.09	5.3	1.3
俄罗斯	7.69	3.3	-5.8
荷兰	7.53	3.3	13.0
印度	6.75	2.9	1.9
韩国	6.41	2.8	6.8
中国香港地区	6.38	2.8	-24.0
英国	6.25	2.7	10.9
澳大利亚	5.73	2.5	-6.3

资料来源：中国海关，华安证券研究所



4.2 医药板块出海是国内政策背景下的顺势而为

➤ 今年政策趋势和要点:

- 国谈+国采在未来是常态。医保资金结余承压，不论产品，但凡初具市场规模都会走向国谈/国采的终点。
- DRG/DIP使得单个病种收费限制在合理范围内。DRG/DIP的全面推行后，不论产品，只看病种，使得单个病种收费限制在合理范围内，进一步杜绝了医保资金的超额使用现象；
- 2024-07-05 国务院审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。
- 支持创新和医保压价看似相互矛盾，实则是倒逼严肃医疗创新出海，寻找更广阔的市场。

➤ 发达国家仍然是出海的最优选择之一:

- 特朗普上台高关税不利于中国企业出口。
- 但加高关税的本质是让制造业回流，在美建厂仍有较大的自主性。如果未来真的希望制造业回迁，强调经济利益的特朗普很有可能支持中国在美设厂，重视在美设厂、本土化运营的医药企业。
- 欧美日等发达国家具备高消费水平，仍然是出海最优选择：发展中国家政府医疗支出能力有限，欧美等发达国家是企业出海的战略重心，虽然初期布局困难重重，但是一旦入围政治稳定、法制健全，适合企业长期发展。



4.3 全球供应链重塑，变中有机

■ 中国医疗器械海外投资加速

- ✓ 收购进展较多：（1）2023年，迈瑞医疗收购了德国DiaSys，构建全球供应链平台，布局海外本地供应；（2）2023年三友医疗认购Implanet公开发行业股份，持续超80%；
- ✓ 海外建厂较多：（1）维力在墨西哥建厂；（2）振德医疗在肯尼亚和墨西哥投资建厂；（3）乐普在马来西亚建厂；（4）美好医疗在马来西亚建厂；（5）海泰新光在泰国建厂；（6）采纳股份在柬埔寨建厂；（7）英科医疗在印尼建厂；（8）拱东医疗在美国建厂；（9）安杰思在泰国建工厂；
- ✓ 海外业务发力：（1）骨科行业公司发力海外市场，2024年上半年海外收入大增；（2）中部省份公司，如安图生物、翔宇医疗也开始拓展海外市场。

2024H1 出口类公司业绩总结

- 出口增速较好的公司不多，且收入体量在5亿以下的较多，低值耗材和家用医疗器械公司海外市场2024年上半年相对较好，且国外毛利率会更高；IVD领域仅个别公司有较好的业绩，通常来看国内毛利率更高。从价值链位置来看，自有品牌的高值耗材、IVD、设备类公司毛利率相对较高。

板块	证券代码	证券名称	2024H1 国外收入 (亿元)	国外收入占比	国外毛利率	国内毛利率	国外收入增速
IVD	300832.SZ	新产业	7.96	36.0%	64.3%	77.56%	22.8%
IVD	300760.SZ	迈瑞医疗	79.06	38.5%	NA	NA	18.1%
IVD	300685.SZ	艾德生物	1.02	18.8%	85.60%	85.05%	32.5%
IVD	002432.SZ	九安医疗	12.68	93.8%	74.0%	13.27%	-40.8%
耗材	605369.SH	拱东医疗	3.24	58.5%	32.3%	34.52%	341.9%
耗材	688029.SH	南微医学	6.24	46.8%	67.5%	68.57%	39.7%
耗材	002382.SZ	蓝帆医疗	25.90	86.2%	13.7%	31.67%	35.5%
耗材	688581.SH	安杰思	1.38	52.1%	72.3%	70.77%	35.3%
耗材	603309.SH	维力医疗	3.37	49.9%	NA	NA	28.0%
耗材	002950.SZ	奥美医疗	13.20	83.4%	32.4%	10.59%	18.4%
耗材	002551.SZ	尚荣医疗	4.37	69.1%	13.4%	19.48%	18.2%
设备	300562.SZ	乐心医疗	4.07	81.7%	40.5%	17.83%	41.4%
设备	002223.SZ	鱼跃医疗	4.79	11.1%	33.9%	51.98%	30.2%
设备	300049.SZ	福瑞股份	3.99	62.1%	90.7%	52.65%	13.8%
设备	301363.SZ	美好医疗	6.07	86.0%	44.8%	17.87%	-9.5%
设备	688114.SH	华大智造	4.08	33.7%	71.2%	59.09%	-16.3%
设备	688677.SH	海泰新光	1.54	69.9%	69.8%	50.85%	-18.2%
设备	301367.SZ	怡和嘉业	2.19	57.2%	55.4%	46.79%	-56.0%

资料来源：IFind，公司公告，华安证券研究所

4.4 推荐标的：美好医疗

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。**医疗器械组件产品多为非标定制化产品，具有工艺复杂、精度要求高、技术迭代快、对非常规特殊工艺要求多、生产批量大、产品类型及项目等特点，因此需要参与企业具备较强的从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务能力。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。**

投资建议：预计2024-2026年归母净利润分别实现3.97亿元、5.05亿元和6.41亿元，维持“买入”评级。

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1338	1693	2116	2659
收入同比 (%)	-5.5%	26.5%	25.0%	25.7%
归属母公司净利润	313	397	505	641
净利润同比 (%)	-22.1%	26.6%	27.2%	27.0%
毛利率 (%)	41.2%	41.0%	41.7%	41.5%
ROE (%)	9.8%	11.1%	12.4%	13.6%
每股收益 (元)	0.77	0.98	1.24	1.58

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

4.4 推荐标的：海泰新光

投资亮点

- (1) 光学领域竞争力突出。与大客户史赛克深度绑定，公司不断参与更多新产品研发及供应，未来在史赛克的供应链中价值量不断提升，2024年大客户库存去化到极低水平，2024Q4有望开始补库存，2025年该业务改善确定性高。
- (2) 整机业务蓄势待发。2023Q3公司二代荧光腹腔镜上市，2024年公司整机销售预计超200台，自主品牌整机业务可能会逐渐超预期，成为公司的第二增长曲线。

投资建议：预计2024-2026年公司收入分别为4.37亿元、5.42亿元和6.50亿元，收入增速分别为-7.1%、24.1%和19.9%，2024-2026年归母净利润分别实现1.33亿元、1.87亿元和2.26亿元，增速分别为-9.0%、41.4%和20.5%，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	471	437	542	650
收入同比 (%)	-1.3%	-7.1%	24.1%	19.9%
归属母公司净利润	146	133	187	226
净利润同比 (%)	-20.2%	-9.0%	41.4%	20.5%
毛利率 (%)	63.7%	65.3%	66.0%	66.5%
ROE (%)	11.3%	9.3%	11.6%	12.3%
每股收益 (元)	1.20	1.10	1.55	1.87

资料来源：wind、华安证券研究所



4.4 推荐标的：怡和嘉业

投资亮点

- (1) 长逻辑：公司抓住飞利浦召回的机会，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，6-7月订单已经下达，2024Q3美国呼吸机业务已经环比较大改善，2024Q4预计继续维持好转态势。

投资建议： 预计2024-2026年归母净利润分别实现2.20亿元、2.92亿元和3.73亿元，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1122	916	1079	1275
收入同比 (%)	-20.7%	-18.4%	17.8%	18.2%
归属母公司净利润	297	220	292	373
净利润同比 (%)	-21.8%	-26.0%	32.8%	27.8%
毛利率 (%)	46.1%	48.1%	49.0%	49.7%
ROE (%)	10.7%	7.3%	8.9%	10.2%
每股收益 (元)	4.65	2.45	3.26	4.17

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

目录

- 01 | 医疗器械出海：星星之火，可以燎原，产业趋势成型中
- 02 | 院内集采见底：普惠医保时代下，优选“刚需+产品易差异化+进口替代空间大”的细分领域
- 03 | 医疗设备反转：需求持续，利空因素逐渐缓解
- 04 | 家用医疗器械：强者恒强，集中度提升趋势强化
- 05 | 并购重组主题：政策鼓励，热点频出

5.1 并购六条：活跃市场，回归常识

■ 并购六条主要内容

- ✓ 一是助力新质生产力发展。
- ✓ 二是加大产业整合力度。
- ✓ 三是提升监管包容度。
- ✓ 四是提高支付灵活性和审核效率。
- ✓ 五是提高中介机构服务水平。
- ✓ 六是依法加强监管。

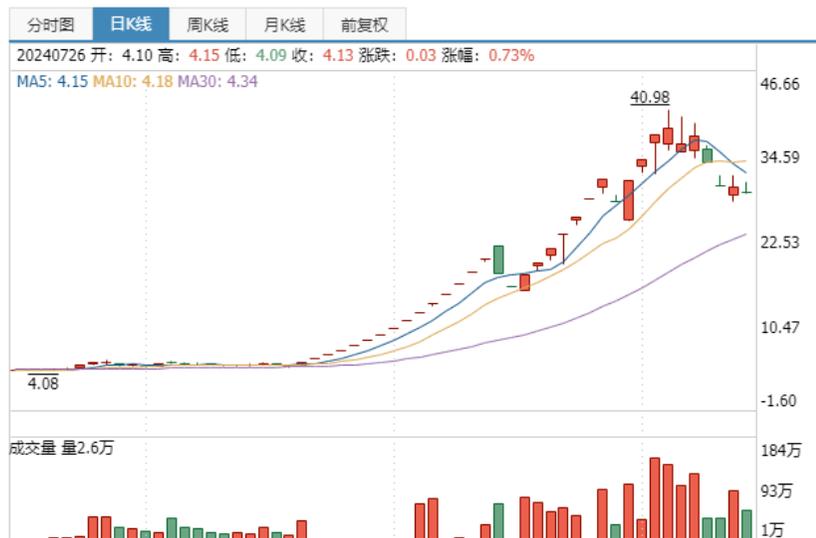
■ 并购六条要点解读

- ✓ 鼓励跨行业并购。鼓励跨行业并购，可以收购不良资产（回归常识），之前基本没有明确提出过；
- ✓ 鼓励要做大做强。展望过去更多是反平台、反垄断、打击野蛮资本。
- ✓ 尊重市场和创新，提高监管包容度。
- ✓ 简化审查，提高重组效率。
- ✓ 引导中介机构有所作为。
- ✓ 打击违规，保护中小股东的利益。

5.2 并购六条发生前后的标志性并购重组事件

- **跨行业并购**：2024-08-27，双成药业拟以发行股份及支付现金的方式购买宁波奥拉半导体股份有限公司100%股份，本次交易完成后，奥拉股份将成为双成药业的全资子公司。上市公司也将实现战略转型，发展重心将随之转移到模拟芯片及数模混合芯片，并在未来剥离医药类相关资产。医药+半导体跨行业并购，最终形成半导体公司的“借壳上市”。
- **同行业并购**：2024-10-30，科创板上市公司浩欧博披露控制权拟发生变更的公告，正大集团旗下的港股上市公司中国生物制药拟采取“协议转让+部分要约”方式收购浩欧博约55%股权。收购价为每股33.74元、总价格6.3亿元。收购完成后，通过全资子公司辉煌润康和控股子公司双润正安，中国生物将持有浩欧博55%股权，取得控股权。

双城药业日K线及成交量



浩欧博日k线及成交量



资料来源: ifind, 华安证券研究所

华安证券研究所



5.3 医疗器械公司24Q3账上现金和交易性金融资产情况一栏

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	24E营业收入 (亿元)	24E净利润 (亿元)	货币资金+交易性 金融资产 (亿元)	净现金 (亿元)	现金市值比	净现金市值比
300677.SZ	英科医疗	175.37	91.15	12.41	183.84	43.51	105%	25%
688317.SH	之江生物	35.55	-	-	27.44	26.61	77%	75%
688298.SH	东方生物	69.65	-	-	37.07	29.96	53%	43%
300981.SZ	中红医疗	50.90	25.14	1.27	27.00	16.95	53%	33%
688767.SH	博拓生物	31.98	-	-	16.11	15.34	50%	48%
688606.SH	奥泰生物	54.62	8.51	2.62	26.63	25.61	49%	47%
002432.SZ	九安医疗	225.90	-	-	105.34	91.98	47%	41%
301290.SZ	东星医疗	25.04	-	-	11.68	10.36	47%	41%
002382.SZ	蓝帆医疗	54.49	-	-	24.84	2.98	46%	5%
688613.SH	奥精医疗	23.59	-	-	10.58	10.38	45%	44%
688399.SH	硕世生物	46.30	3.94	0.60	20.74	16.94	45%	37%
688151.SH	华强科技	58.43	-	-	25.53	22.06	44%	38%
688338.SH	赛科希德	28.78	3.07	1.24	12.53	12.11	44%	42%
688581.SH	安杰思	48.15	6.56	2.73	20.86	20.41	43%	42%
688193.SH	仁度生物	15.75	-	-	6.78	6.25	43%	40%
688236.SH	春立医疗	47.19	12.09	2.64	19.20	16.36	41%	35%
688075.SH	安旭生物	51.07	-	-	20.26	15.49	40%	30%
688358.SH	祥生医疗	27.53	5.83	1.96	10.71	9.14	39%	33%
301367.SZ	怡和嘉业	67.83	9.32	2.19	26.39	25.04	39%	37%
688273.SH	麦澜德	25.16	4.26	1.29	9.21	8.59	37%	34%
688410.SH	山外山	37.88	7.49	1.81	13.76	12.79	36%	34%
301122.SZ	采纳股份	25.71	3.61	0.69	9.28	8.56	36%	33%
688580.SH	伟思医疗	28.73	4.75	1.40	10.27	9.20	36%	32%
300358.SZ	楚天科技	45.04	63.09	1.20	15.56	-22.56	35%	-
688289.SH	圣湘生物	132.78	15.09	3.26	45.69	40.32	34%	30%
301515.SZ	港通医疗	19.54	-	-	6.69	3.49	34%	18%
688607.SH	康众医疗	12.78	-	-	4.36	3.80	34%	30%
688253.SH	英诺特	56.52	8.30	3.92	18.62	18.06	33%	32%
301087.SZ	可孚医疗	80.83	32.83	3.65	26.61	14.74	33%	18%

资料来源: ifind (2024-11-07), 华安证券研究所

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！