

医疗器械：修复周期，主题向上

政策方向标：

➤ 行业监管趋严仍是主旋律，细分方面建议重视前沿科技（脑机接口）、银发经济（康复）及集采落地（化学发光）方向。

行情复盘：

➤ 行业监管趋严下，手术量、招投标恢复对股价影响波动较大，相对沪深300呈现出一定周期性，2024年2月以来，股价波动或已触底企稳，周期向上可期。

基本面复盘：

- 1. **高值耗材**：2023年大品类集采供货基本完成，2024年有望进入收入、利润率上行周期。2024Q1-Q2常规择期手术或仍处于恢复向上周期，而冠脉介入等刚性手术或受外部影响较小，建议关注的方向：支架、球囊、电生理等刚性需求以及具有一定消费属性如整形美容等领域。
- 2. **医疗设备**：2024年Q1招投标恢复表现较为分化，其中康复医疗（更多为科室建设刚性需求）及消化内镜方向（产品力提升，国产替代周期）恢复相对明显，业绩兑现或较强，值得持续关注。此外，以产品力出海的特色标的如联影医疗、奕瑞科技、迈瑞医疗在海外拓展持续驱动下，业绩稳步增长仍可期待。
- 3. **IVD**：2024年新冠检测高基数基本出清，2024Q1-Q2化学发光等方向有望进入集采供货周期，国产产品依托成本优势放量有望加速。值得关注的方向：化学发光及季节变化下呼吸道检测方面。

投资建议：

- ① **受国内环境扰动较小的平台型或创新出海方向**：推荐迈瑞医疗、联影医疗、新华医疗、奕瑞科技、华大智造、微创机器人、微电生理、澳华内镜、开立医疗等。
- ② **政策利好确定性强的康复赛道**：推荐翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德等，建议关注诚益通、普门科技等。
- ③ **AI&脑机接口方向**：推荐润达医疗、翔宇医疗等，建议关注诚益通，福瑞股份等。
- ④ **进入集采供货周期的化学发光赛道**：推荐新产业、亚辉龙等，建议关注安图生物等。

风险提示： 第三方数据来源不完善的风险，新品商业化不及预期的风险，国内外政策变动的风险，行业竞争加剧的风险。

目录

C O N T E N T S

**01 政策风向标、行情复盘与
基本面表现**

02 个股逻辑及业绩前瞻

03 风险提示

01

政策风向标、行情 复盘与基本面表现

主旋律:

行业监管趋严新浪潮，院内手术及招投标恢复或仍有一定压力：2024年3月，医疗行业监管事件再次掀起新一波浪潮，展望2024年上半年，我们认为院内相关手术开展以及招投标工作或仍然处于缓慢恢复阶段。

细分方向:

银发经济发展下，现康复投资机会：2024年1月15日，国务院办公厅印发了我国首个以“银发经济”命名的政策文件，提出要优化老年健康服务，加快建设康复医院、护理院（中心、站）、安宁疗护机构，加强基层医疗卫生机构康复护理、健康管理等能力建设，鼓励拓展医养结合服务，推动建设老年友善医疗机构。此外特别强调完善智慧健康养老产品及服务推广目录，以及大力发展康复辅助器具产业等。我们再次强调重视康复头部特色企业投资机会。

AI制药获里程碑进展，脑机接口热度攀升：**制药领域：**2024年3月，《自然·生物技术》杂志发表论文，介绍了其首款由生成式AI发现和设计的潜在“全球首创” TNIK抑制剂从人工智能算法开发到II期临床试验的研发历程。**器械领域：**埃隆·马斯克旗下脑机接口公司Neuralink，以及天坛医院、宣武医院均在脑机接口应用方面取得重大突破，引发广泛关注。此外，多场聚焦脑机接口与神经康复高峰论坛先后召开。相关概念公司如：诚益通、翔宇医疗、创新医疗、三博脑科等自2024年2月以来涨幅明显。

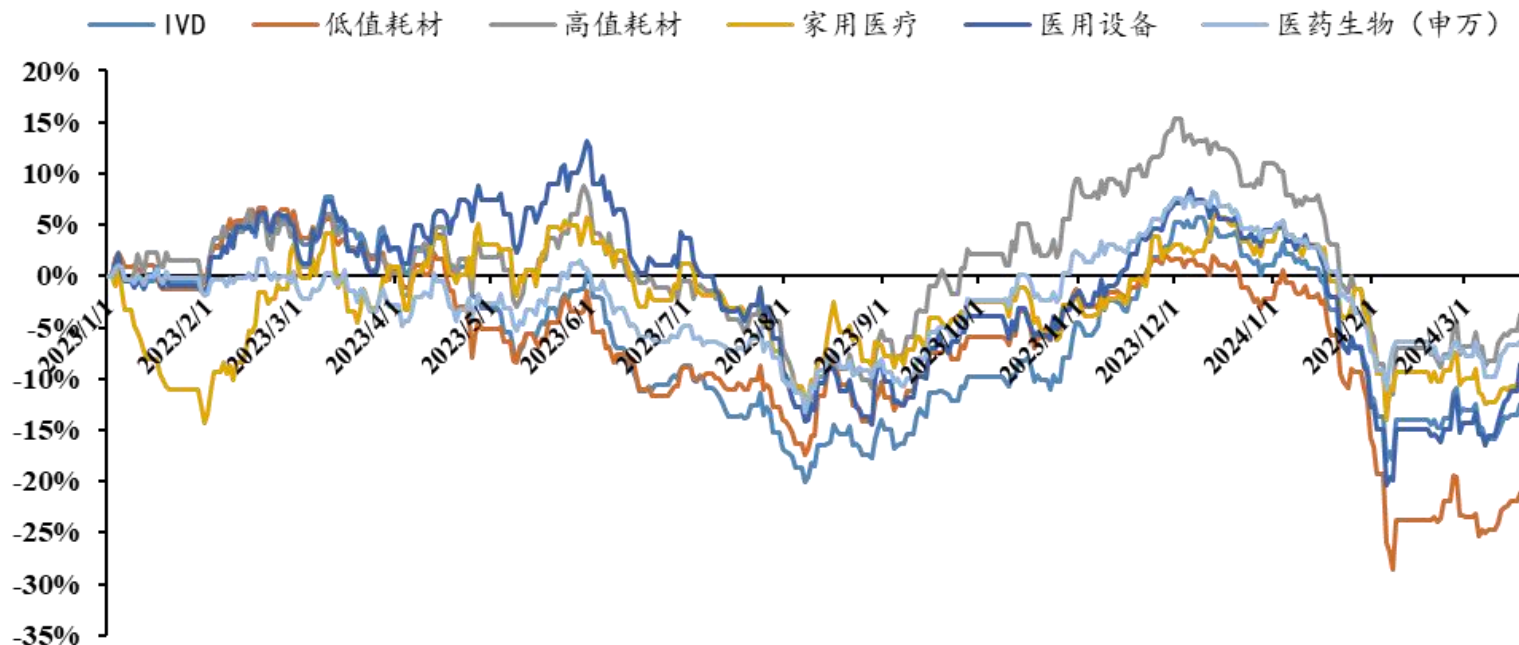
化学发光集采落地，国产替代加速推进：2023年12月由安徽省牵头的25省化学发光集采逐步落地，国产企业如迈瑞医疗、安图生物、新产业、迈克生物等中标优异。价格方面：本次集采平均降幅约53.9%，整体降幅相对温和，对出厂价影响较小，更利于国产头部企业利用成本优势，以价换量，实现市占率快速提升。从执行周期和节奏来看，我们判断，2024Q1-2，国产头部公司业绩兑现有望逐步显现。

医疗器械：2023年以来，相对沪深300，受外界环境变化而呈现出一定周期性；分板块来看：高值耗材-4.3%、医用设备-8.7%、家用医疗-9.3%、IVD-12.2%、低值耗材-20.8%（医药生物-6.8%）。

- 2023.7-9月：招投标放缓影响下，医疗器械板块指数跑输沪深300指数
- 2023.10-12月：高值耗材/医疗设备板块指数有相对不错表现。10月随着三季报窗口以及四季度放量预期，刚需&强创新的产品仍有较好放量，股价开始拉升
- 2024.1-2月：A股市场结构性分化明显，其中医药板块整体表现较弱。
- 2024.2-3月：外部扰动逐步消散，医疗器械板块逐步企稳向上。

我们认为，在政策持续推进下，相对同质化的产品或承受较大压力，而创新性较强的产品往往有更好的放量空间与议价能力，我们持续看好国产创新器械企业随着产品力提升、性价比提升下的国产替代与放量空间。

图：2023.1-2024.3月医疗器械行业细分板块超额收益率（相对沪深300）

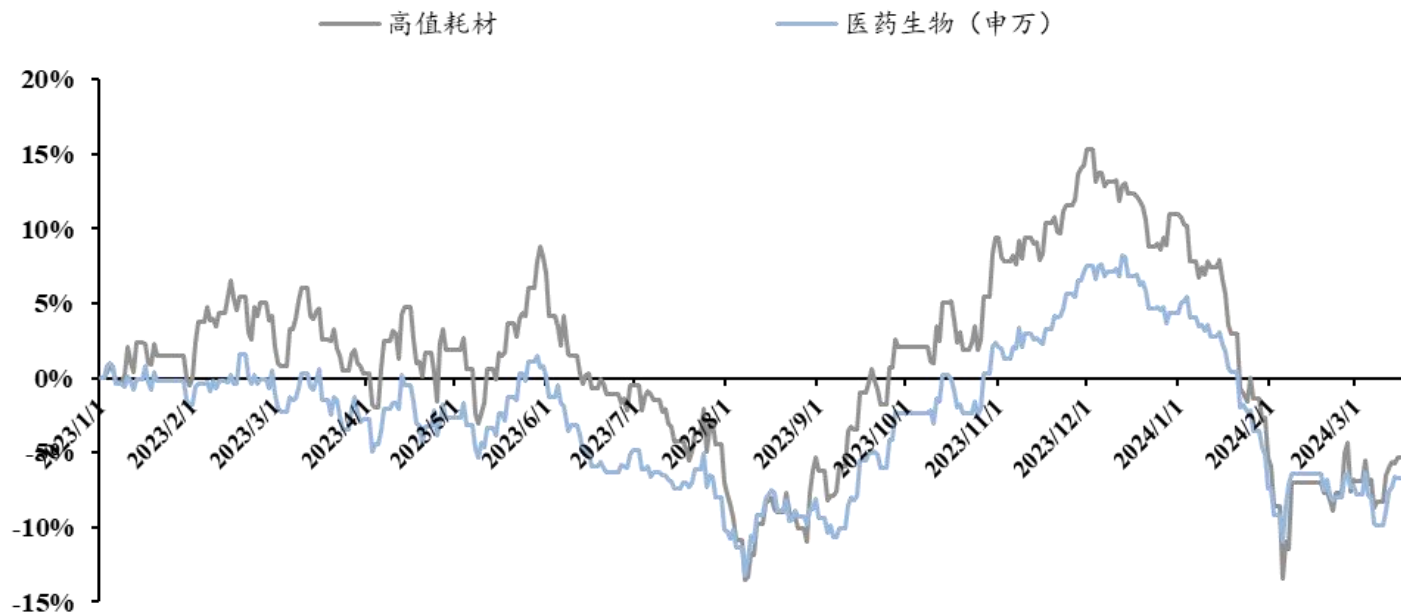


周期：2023年周期：集采&创新产品推广，收入增速下降、费用率上升、净利率下降。2024年周期：大品类集采供货基本完成，有望进入收入、利润率上行周期。

表现：截至2024年3月19日，高值耗材板块指数下跌11.9%，相对沪深300超额收益-4.3%，跑赢申万医药生物指数2.5pct。相对沪深300超额收益主要体现在2023年2-3月、2023年6月、2023年10月-2024.1月，其中上半年在院内手术量恢复下，一季报&半年报预期带来股价弹性；2023年7月-9月，入院放缓预期影响股价，2023年10月在三季报窗口以及入院恢复下，股价上升。**整体表现：**支架、球囊、电生理等刚性需求以及具有一定消费属性如整形美容等领域标的相对涨幅明显。

我们认为，政策持续推进下，相对同质化的产品或承受较大压力，而创新性较强的产品往往有更好的放量空间与议价能力，持续看好具有持续创新迭代能力以及独创性产品的高值耗材平台型企业。

图：2023.10-2024.1月高值耗材走出较强超额收益（相对沪深300）



2023年以来相对医药生物涨幅

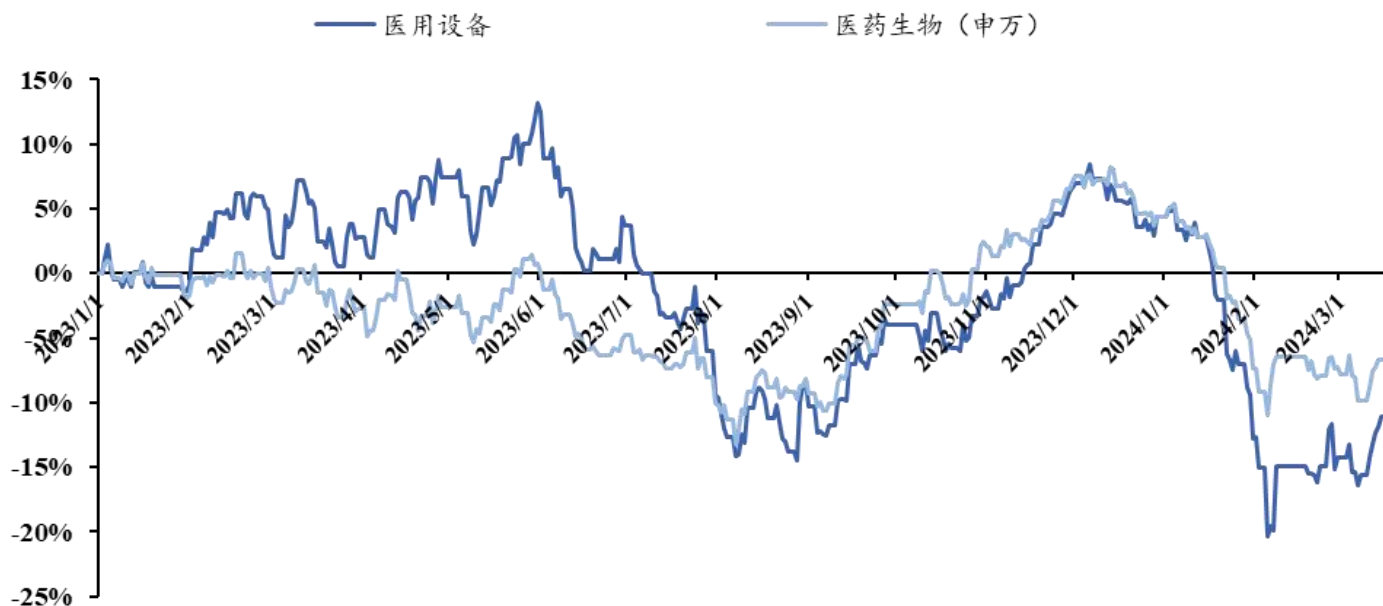
前十名	相对涨幅	后十名	相对涨幅
赛诺医疗	143.0%	康拓医疗	-36.3%
惠泰医疗	57.4%	欧普康视	-29.9%
昊海生科	29.2%	威高骨科	-29.5%
冠昊生物	20.4%	正海生物	-28.6%
微电生理-U	19.3%	三友医疗	-26.5%
心脉医疗	12.1%	爱博医疗	-26.1%
迈普医学	8.2%	乐普医疗	-20.4%
大博医疗	7.9%	奥精医疗	-15.4%
佰仁医疗	7.4%	凯利泰	-12.1%
天臣医疗	7.3%	健帆生物	-9.4%

周期：2023年周期：营运能力提升期。2023前三季度，医疗设备应收账款周转率创新高（同比+0.69）。**2024年周期：**业绩稳步增长仍可期待。虽然招投标延后带来部分业绩的担忧，但我们认为，医疗设备的核心驱动仍在于产品力提升下，高端产品国产替代、海外渠道持续拓展，2024年业绩仍有望稳步增长。

表现：2023年7月后，招投标放缓影响下，医用设备指数明显跑输医药生物指数。截至2024年3月19日，医用设备板块指数下跌16.3%，相对沪深300超额收益-8.7%，跑输申万医药生物指数1.8pct。主要超额收益体现在2023年2-6月，上半年在院内手术量持续恢复下，业绩高增长预期带来股价弹性；2023年7月后，院内招投标放缓影响股价，2023年12月预期恢复后迎来较快回弹。**整体表现：**创新消费、消化内镜、康复医疗等领域相对涨幅明显。

我们认为，招投标波动为短期影响，考虑到设备装机确认的滞后性，随着四季度入院的逐步恢复，2024Q1-3有望带来业绩的恢复；另外，我国设备持续高端化带来的高端产品国产加速、海外拓展持续等逻辑未改，海外拓展加速及入院逐步恢复有望形成股价拉动。

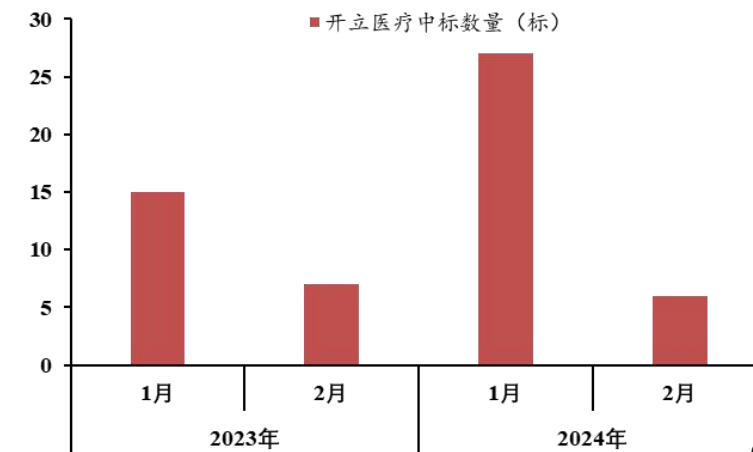
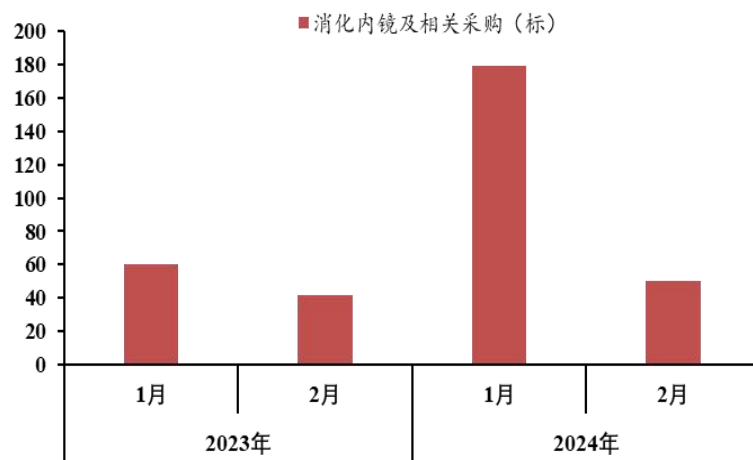
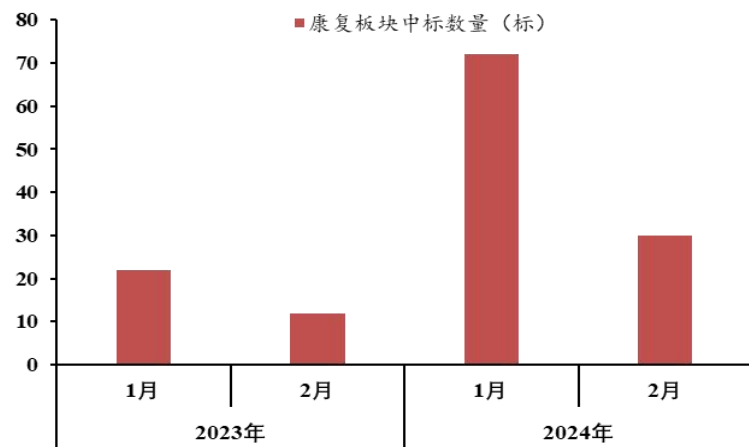
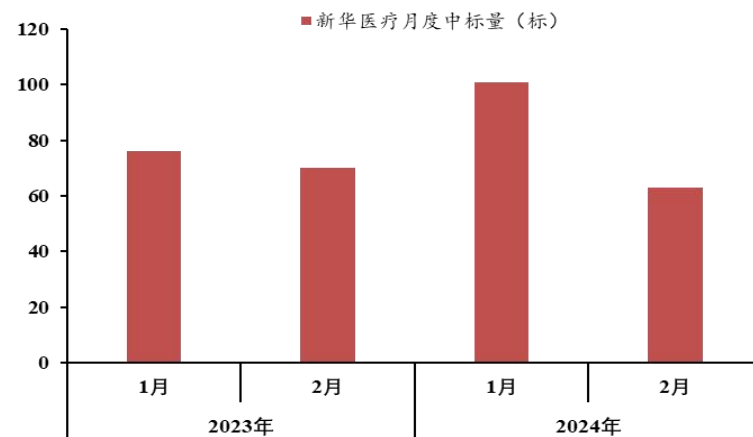
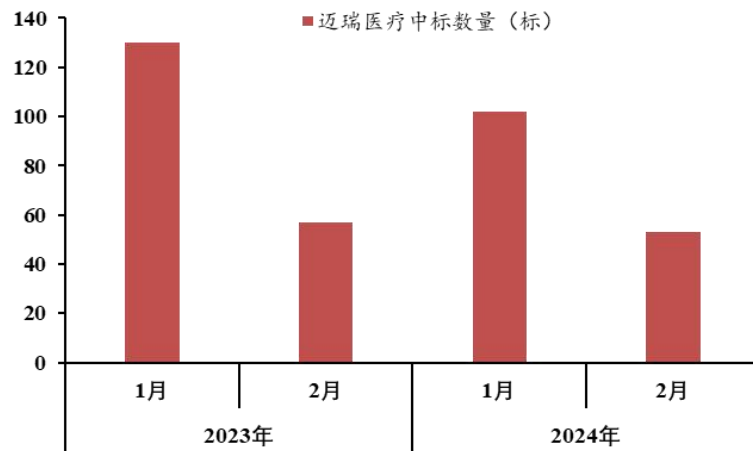
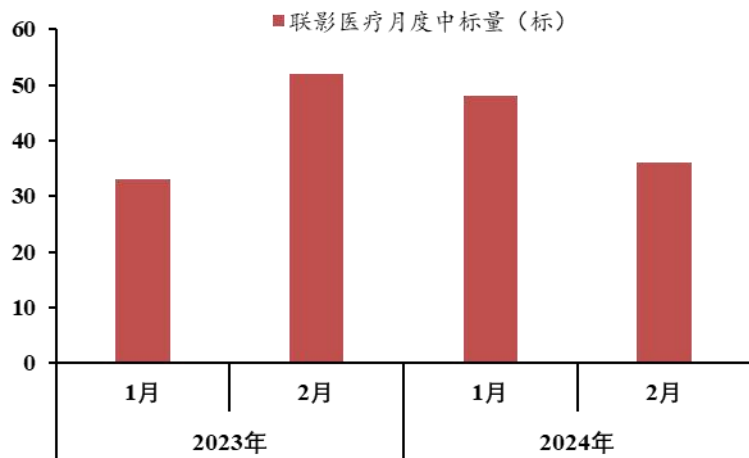
图：2023.1-2024.3月，医用设备板块指数跑输沪深300及医药生物指数



2023年以来相对医药生物涨幅

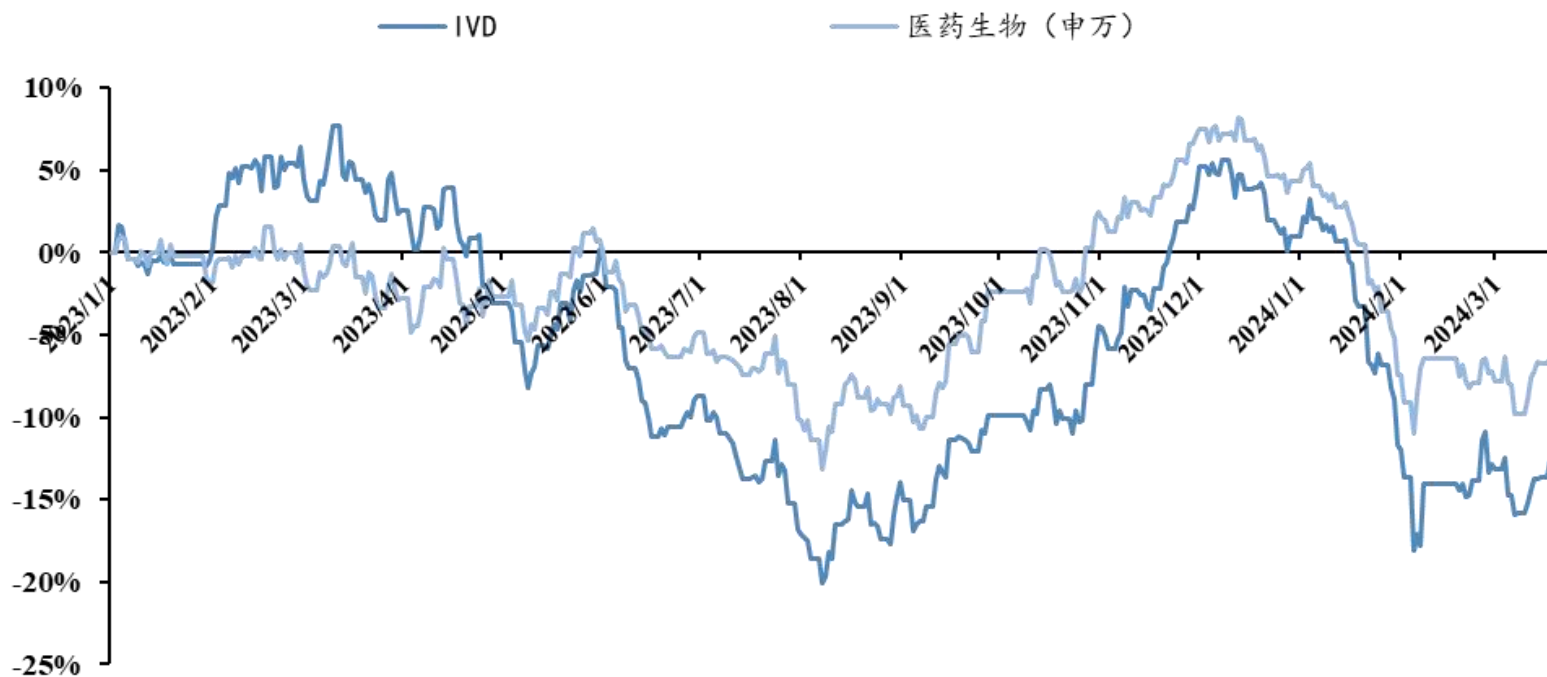
前十名 相对涨幅		后十名 相对涨幅	
福瑞股份	140.6%	ST和佳	-66.8%
翔宇医疗	64.7%	宝莱特	-37.8%
理邦仪器	24.6%	海泰新光	-36.2%
新华医疗	23.9%	海尔生物	-35.9%
祥生医疗	15.6%	奕瑞科技	-31.0%
伟思医疗	15.3%	康泰医学	-30.7%
澳华内镜	9.8%	华康医疗	-26.4%
戴维医疗	8.2%	美好医疗	-19.7%
天智航-U	0.9%	尚荣医疗	-19.1%
康众医疗	-3.9%	爱朋医疗	-12.8%

中标情况： 2024年1-2月份医疗器械中标呈现一定提升趋势，特别是**康复和内镜板块**：根据招标网数据，2024年1-2月中标数据由2023Q4的恢复转为同比提升，我们认为，随着招投标数量提升、设备以旧换新政策鼓励、配置证放开等影响，根据设备装机周期的差异，医疗设备企业2024年Q1-3收入增长有望陆续恢复。



周期：2023年周期：业绩高基数出清，研发费用率高增。2024年周期：部分品类有望进入集采供货周期，国产产品放量加速。
表现：诊疗常态化，IVD股价下行。截至2024年3月19日，IVD板块指数下跌19.8%，相对沪深300超额收益-12.2%，跑输申万医药生物指数5.4pct。主要超额收益体现在2023年2-3月，诊断需求再次回升预期带来股价弹性；随后，诊断需求常态化，高基数下业绩低增长预期，叠加2023年7月后招投标放缓影响，IVD板块指数波动下行，2023年12月预期恢复后迎来较快回弹。**整体表现：**化学发光、呼吸道检测等相关标的相对涨幅明显。
我们认为，IVD行业随着集采政策的快速扩面已进入到国产替代加速期，罗雅贝西等外资在国内建立的市场地位，正随着国产企业产品质量，服务能力持续提升而打破，我们持续看好国产龙头企业弯道超车的历史机遇。

图：2023.1-2024.3月IVD板块指数震荡下行（相对沪深300）



2023年以来相对医药生物涨幅

前十名	相对涨幅	后十名	相对涨幅
新产业	78.0%	明德生物	-51.2%
英诺特	72.8%	东方生物	-45.0%
亚辉龙	39.8%	安旭生物	-43.0%
九强生物	38.9%	凯普生物	-41.4%
普门科技	20.6%	诺唯赞	-39.5%
中源协和	15.2%	易瑞生物	-36.8%
迪瑞医疗	13.7%	之江生物	-35.6%
安图生物	13.0%	热景生物	-31.5%
爱威科技	11.8%	达安基因	-29.6%
圣湘生物	11.2%	博拓生物	-28.1%

02

个股逻辑及 业绩前瞻

核心看点：1) 营销深化；2) 一体化解决方案带来的平台效应；3) 需求复苏+政策落地=需求释放；

核心逻辑：

- 1.公司无论从产品还是销售网络的广度和梯度覆盖程度，均处于市场绝对领先地位，一体化解决方案带来的平台效应使得公司龙头地位稳固。
- 2.需求复苏、银发经济等利好政策助力延期设备采购需求得以释放、2024年康复政策或将加速落地，公司业绩有望保持较快增长。

与众不同：

- **市场认为**公司产品较为低端，技术壁垒不高，过于医疗经销商渠道优势，在政策红利来临时，难以保持领先地位。**主要依据：**公司产品虽多样化，但诸多产品单价较低，竞争小厂家众多。**不同于市场的认知**，我们认为我国康复医疗体系建设仍处于早期快速发展阶段，在企业跑马圈地的大背景下，产品广度在前期开拓空白市场中的重要意义尤为凸显，公司在这方面无论是产品、渠道的广度和梯度覆盖程度以及提供的一体化解决方案均处于市场领先地位，目前公司正持续拓展基层市场，以及加速推进临床康复一体化，形成独有的竞争壁垒，在行业红利来临时，有望优先受益。

催化剂：

- **1.营销深化：**公司从2022年以来，重点培养销售从做业务向做项目转型，同时着重发展经销/代理商规模，将重磅单品单独招标，提升产品市场综合竞争力。
- **2.需求复苏：**医院门诊量快速恢复，康复需求持续释放。
- **3.政策落地：**加速推进康复科建设，全国康复医疗服务试点工作，临床康复一体化，银发经济等相关利好政策有望持续推动行业快速发展。
- **投资建议：**
- 我们预计，公司2024-2025年营业总收入分别9.26、11.49亿元，分别同比增长24.3%、24.2%；归母净利润分别为3.1、3.8亿元，分别同比增长33.9%、24.3%。

风险提示：

- 新产品推广不及预期风险；政策推进不及预期，基层团队市场推广不及预期等。

核心看点：1) 康复机器人及医美新产品放量；2) 需求复苏+政策落地=需求释放；3) 协同效应：收购科瑞达激光

核心逻辑：

- 1.公司现已逐步构建以磁刺激产品为主体，以康复机器人和医美能量源产品为“两翼”的战略布局，并通过构建全面领先的产品矩阵，将细分市场从盆底及产后康复、神经康复、精神康复，战略升级至康复全场景以及医美能量源器械两个优质赛道，成长天花板正逐步打开。
- 2.需求复苏、银发经济等利好政策助力延期设备采购需求得以释放、2024年康复政策或将加速落地，公司业绩有望保持较快增长。

与众不同：

- **市场认为**公司聚焦于盆底产后康复领域，该市场规模较小成长力有限，叠加公司相关产品技术壁垒不高，市场竞争压力大，另外，新布局产品放量也较慢，业绩难有较大突破。**主要依据：**国内生育率持续下降，且竞争对手麦澜德同样在布局磁刺激产品，业绩表现优于公司，另外康复机器人上市一年仍未有较大放量。**不同于市场的认知，**我们认为公司诸多产品具有一定的先发优势，早年通过“磁电联合”理念，已在市场赢得较好口碑，另外，新产品推广方面受制于公共卫生事件影响未达预期，现在主要压制因素已消除，叠加公司收购科瑞达形成产品及渠道的协同效果，有望迎来业绩加速。此外，医美相关产品也有望于2024年陆续上市带来增量贡献，业绩弹性较大。

催化剂：

- 1.**新产品放量：**康复机器人市场推广逐步回归正常，塑型磁、射频系列及皮秒激光等医美产品或将在2024年陆续上市放量。
- 2.**需求复苏：**医院门诊量快速恢复，康复需求重新释放。
- 3.**政策落地：**加速推进康复科建设，全国康复医疗服务试点工作，临床康复一体化，银发经济等相关利好政策有望持续推动行业快速发展。
- **投资建议：**
- 我们预计，公司2024-2025年营业总收入分别6.0、7.4亿元，分别同比增长30.5%、22.3%；归母净利润分别为2.0、2.6亿元，分别同比增长47.4%、30.3%。

风险提示：

- 新产品推广不及预期风险；政策推进不及预期等。

核心看点：1）种植集采推动齿科CBCT放量；2）新能源电池检测合作逐步深入；3）订单与产能共振

核心逻辑：

- 1.平板探测器行业技术壁垒高，公司技术储备扎实，具备国际竞争力，随着下游应用场景逐步丰富，公司成长天花板有望逐步打开。
- 2.公司依托成本控制、技术储备、客户口碑构筑自己核心竞争力，在行业快速发展过程中，能够拥有较强的获客能力，带动国产替代步伐逐步加速。
- 3.种植牙集采以及新能源电池迅速发展，为公司齿科及工业领域拓展带来较大机遇，新签订单与新增产能共振有望带来持续超预期表现。

与众不同：

- **市场认为**公司新业务拓展订单具有一定周期性，业绩高增速持续性不强。**主要依据**，2021年公司新增齿科美亚光电、工业宁德时代大订单，后续或因高基数影响业绩高增速持续性。**不同于市场的认知**，我们认为齿科和新能源电池两个大订单的获取，验证了公司无论是技术还是产品储备已逐步成熟完善，我们更看好公司随着产品不断丰富，与老客户合作逐步深入的潜力，以及高景气赛道应用场景打开和新客户获取等能力。**主要依据**：全球医学影像排名前十的企业，有6家是公司的客户，验证了公司技术储备及供应链稳定性得到广泛认可。

催化剂：

- 1.**政策**：2023年4月，全国种植牙集采已逐步落地，降幅可达63%，有望大大提高CBCT渗透率，带动公司相关产品放量。
- 2.**新订单获取**：**齿科**：国内新合作客户目前仍处于快速放量阶段。而参考国内客户拓展及放量节奏，海外客户也将逐步迎来新的增量。**工业**：随着公司新产品陆续上市，与宁德合作正逐步深入，除了头部电池厂商的合作，公司同样通过与上游工业检测设备整机厂商合作，逐步覆盖市场更多电池检测需求，预计短期内，都将带来较多的增量贡献。
- 3.**产能**：2022年公司海宁工厂产能已陆续释放，总产能或翻倍，产能充沛。

投资建议：

- 我们预计，公司2024-2025年营业总收入分别25.7、32.6亿元，分别同比增长36.1%、27.1%；归母净利润分别为10.3、13.1亿元，分别同比增长66.7%、27.4%。

风险提示：

- 国际贸易形势变化风险；新产品推广不及预期风险；原材料供应风险；新客户拓展不及预期风险。

核心看点：1）国际化进程加速；2）新基建、贴息贷款带来增量；3）新业务逐步放量

核心逻辑：

- 1.内生增长+外延并购是支撑公司快速发展的核心，目前公司多款产品国内市占率提升迅速并已达第一，但国际占比较小；国际拓展仍具较大空间；
- 2.公共卫生事件下全球医疗新基建为公司国际化拓展及高端客户突破带来了发展机遇，配合公司产品不断高端化，国际化进程处于逐步加速阶段。
- 3.动物医疗、微创、骨科及AED等新兴业务拓展已初具规模，有望逐步成为公司第二增长曲线，打开长期成长天花板。

与众不同：

- **市场认为**公司收入体量大，国内市占率高，新基建订单具有波动性，未来高速增长的持续性较难。**市场该认知的合理性来自于**国际器械龙头企业诸如美敦力、强生等收入增速基本维持在10%以下，我们认为该认知忽略了公司的发展阶段以及目前所经历的历史机遇有所不同。**不同于市场的认知**，我们认为公司现在仍处于快速发展阶段，类比国际器械龙头，公司国际化进程远没有达到成熟阶段，另外，医疗新基建带来的不仅仅是订单，更多的是国际化拓展及高端客户突破的机遇，再加上新业务的快速放量，公司收入高增速持续性确定性仍然较强。

催化剂：

- **1.国际化进程：**20-21年新冠期间国际高端市场及空白市场突破数量已超越历史总和两倍（累计超过1400家），22-23年突破数量仍然维持在高位，后续将逐步进入兑现期；
- **2.市占率及高端占比快速提升：**近3年来公司陆续推出多款高端化产品，目前仍处于快速放量阶段，2022年彩超国内市占率成功超越进口成为第一。公司高端麻醉机A8、A9持续实现海外重大客户群突破以及IDN大型医联体医院突破。
- **3.新兴业务：**2021-2022年，新兴业务持续保持较高增速成长，2023-2024年特别是微创方面有多款新产品上市陆续放量，收入占比有望快速提升贡献第二增长曲线。

投资建议：

- 我们预计，公司2023-2025年营业总收入分别360.1、433.7、524.3亿元，分别同比增长18.6%、20.4%、20.9%；归母净利润分别为118.2、143.0、175.5亿元，分别同比增长23.0%、21.0%、22.8%。

风险提示：

- 国际贸易形势变化风险；新产品推广不及预期风险；集采等行业政策变化风险等。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/37706002000006062>