

2024年09月22日

看好 (维持)

医疗设备板块见底了吗？

——医药行业周报（24/9/18-24/9/20）

投资要点：

- 本周医药市场表现分析：**本周沪深300指数上涨1.32%，医药生物（申万）指数下跌0.79%。个股表现方面，受新一轮国家医保谈判工作启动影响，化药板块有所波动，科伦药业、荣昌生物等标的跌幅明显；受手套等出口美国关税上调影响，英科医疗等低耗标的亦有调整。整体来看，近期医药行情表现疲软，政策扰动有所放大，短期建议关注：**1) 创新药/械：**政策预期相对稳定，创新药迈入高质量发展阶段、国际竞争力提升，盈利能力拐点信号积极，持续看好优质创新药/械个股；**2) 超跌、边际预期改善个股：**在市场风格、医药政策等因素影响下，前期多个板块和个股跌幅显著如医疗设备（开立医疗、澳华内镜等），建议积极关注后续边际变化；**3) 自费资产：**鱼跃医疗、三诺生物、可孚医疗等属于自费品种，政策相对免疫，公司经营预期稳健；**4) 出海：**全球市场容量更大，客户群体众多，长期对于公司丰富收入维度、规避局部风险较为重要，持续看好具有稳定出海能力的标的。
- 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数下滑(-0.79%)，上涨个股数量175家，下跌个股数量309家。本周，医药商业(+1.8%)、医疗服务(+1.1%)和中药(+0.8%)相对表现较好，化学制剂(-2.7%)、医疗器械(-1.9%)和化学原料药(-0.3%)相对表现较差；年初以来，化学制剂(-17.7%)、化学原料药(-18.3%)和中药(-21.3%)相对表现较好，医疗服务(-40.3%)、生物制品(-37.8%)及医疗器械(-27.5%)相对表现较差。
- 医疗设备板块筑底企稳，下半年有望边际向好。**2024年8月，以超声、MRI、CT为代表的医疗设备中标数据持续改善，政策端对设备采购影响进一步减小。当前国内医疗设备市场仍以进口品牌主导，软镜、高端台式彩超进口占比分别达到74.7%和83.8%，国产替代空间较大。我们认为前期设备贴息基数和医疗反腐等影响逐步出清，医疗设备板块正处于阶段性低点，随着设备更新政策有序落地和招标数据持续回暖，经营情况有望逐步向好。建议关注迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗和澳华内镜等标的。
- 投资观点及建议关注标的：**年初以来医药指数下跌超25%，估值处于历史低位，基金持仓预计亦处于历史相对较低位置。2024年半年报已全部披露，展望三季度和四季度，医药基本面有望逐步企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：**1) 创新药械：**建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等；**2) 出海：**建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、万孚生物、健友股份、科兴制药等；**3) 老龄化及院外消费：**建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等；**4) 高壁垒行业：**建议关注麻药（人福医药、恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）；**5) 国产替代：**建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。**6) 小而美标的：**建议关注百洋医药、普门科技、方盛制药、立方制药、麦澜德等。
- 本周投资组合：**开立医疗、三诺生物、美好医疗、鱼跃医疗、和黄医药。
- 本月投资组合：**恒瑞医药、和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、派林生物、天坛生物、迪瑞医疗、昆药集团。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

证券分析师

刘闯

S1350524030002

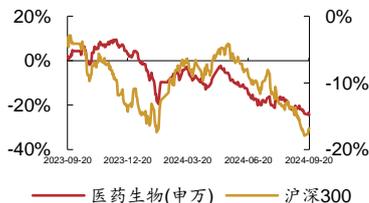
liuchuang@huayuanstock.com

林海霖

S1350524050002

linhailin@huayuanstock.com

板块表现：



相关研究

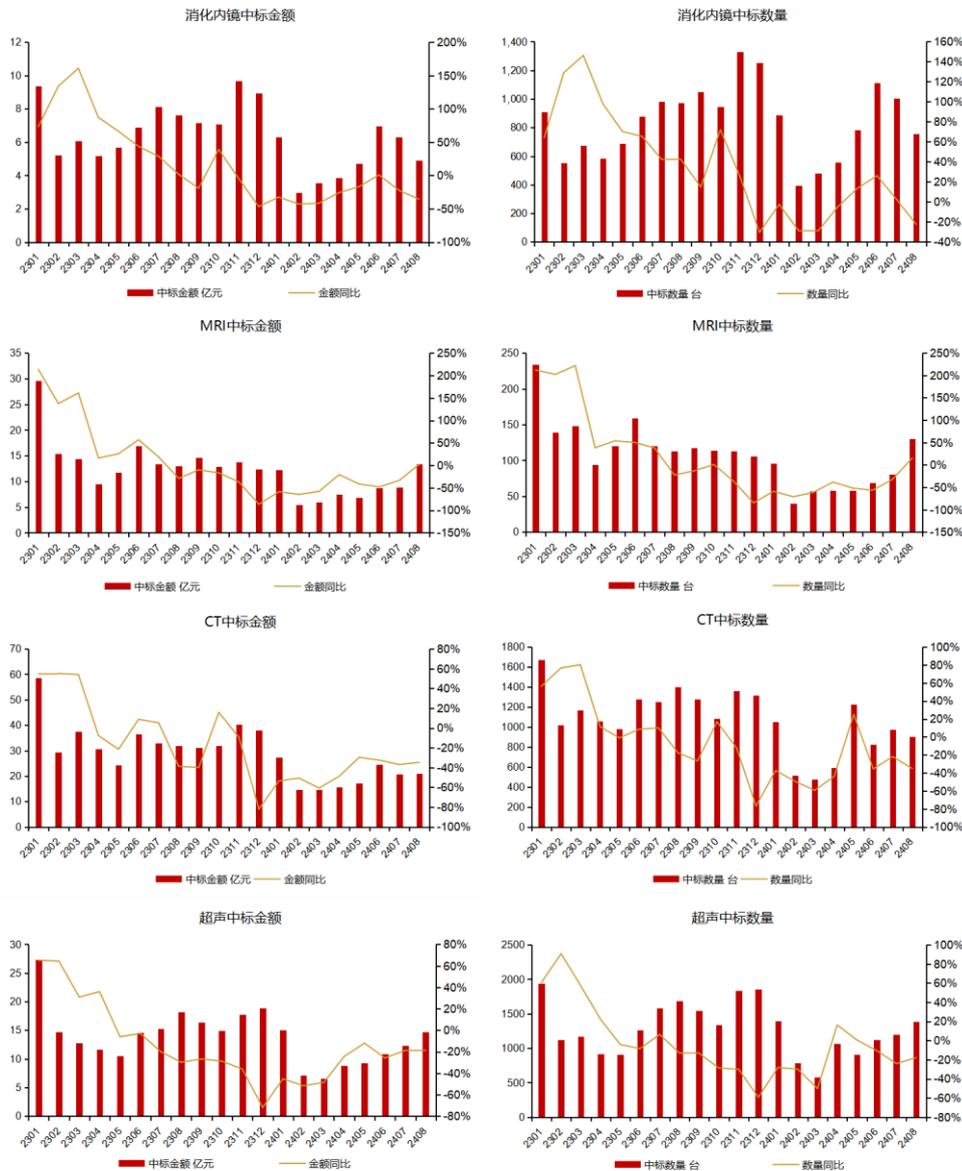
目录

1. 周专题：医疗设备板块筑底企稳，有望边际向好 3
2. 行业观点：子版块进一步分化，自下而上精选个股 6

1. 周专题：医疗设备板块筑底企稳，有望边际向好

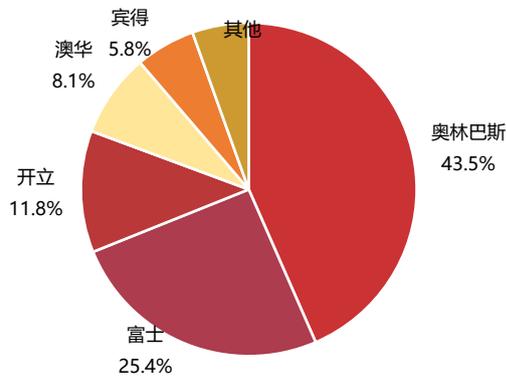
2024年8月，医疗设备中标数据进一步回暖，超声、CT中标金额同比下滑幅度较一季度进一步缩窄，中标金额、数量较4-6月份提升明显，其中超声中标金额连续5个月实现环比正增长；MRI品种8月份实现单月同比转正；政策对医疗设备入院影响逐步减小。

图表 1：部分设备中标情况更新

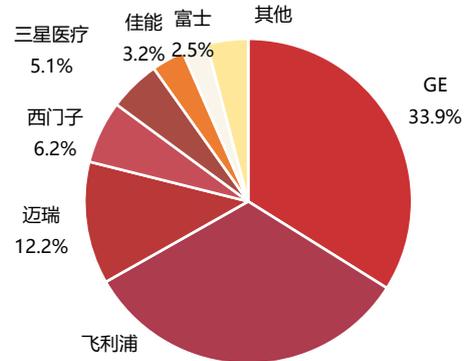


资料来源：众成数科，华源证券研究

根据医招采数据，2023 年国内软镜市场仍以进口品牌主导，按销售进口口径，奥林巴斯、富士、宾得三家日系品牌份额合计近 75%；高端台式超声市场，进口品牌优势更为明显，份额前五中仅有迈瑞医疗一家国产品牌，份额为 12.2%。医疗设备进口替代仍有较大的空间。

图表 2：2023 年国内软镜竞争格局(销售金额口径)


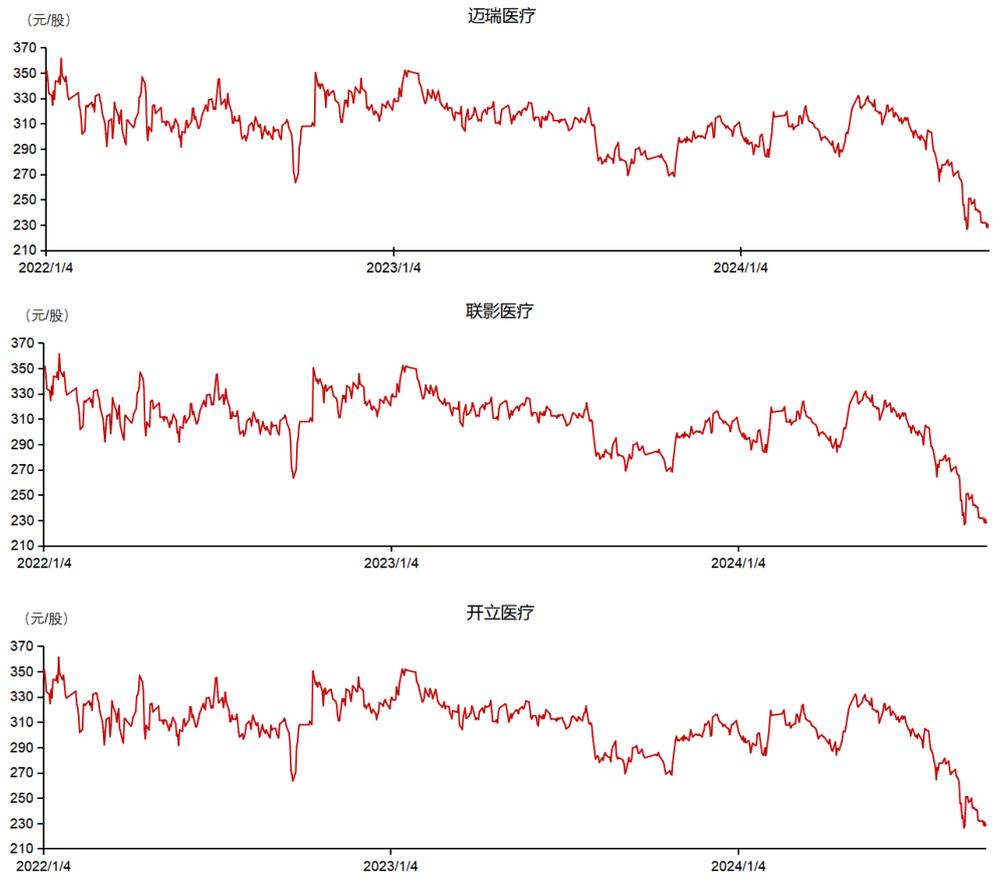
资料来源：医招采公众号，华源证券研究

图表 3：2023 年国内高端台式彩超竞争格局(销售数量口径)


资料来源：医招采公众号，华源证券研究

结合迈瑞、联影、开立等国内医疗设备公司 2022-2024 年股价走势，我们认为前期设备贴息基数、医疗反腐等影响逐步出清，目前处于阶段性低点，随着设备更新政策有序落地、招标数据持续回暖，经营情况有望逐步向好，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜等。

图表 4：2022-2024 年部分医疗设备公司股价复盘



资料来源：Wind，华源证券研究

2. 行业观点：子版块进一步分化，自下而上精选个股

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为-0.79%、-5.30%和-27.56%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为-2.11%、-1.68%和-20.86%。

个股情况：本周上涨个股数量 175 家，下跌个股数量 309 家，涨幅居前为阳双成药业 (+33.00%)、海创药业-U (+19.67%)、赛托生物 (+15.47%)、老百姓 (+9.50%) 和科华生物 (+7.13%)，跌幅居前为海南海药 (-27.07%)、英科医疗 (-21.08%)、澳华内镜 (-18.78%)、阳普医疗 (-18.25%) 和*ST 景峰 (-13.36%)。

本周涨跌幅排名分析：受新一轮国家医保谈判工作启动影响，化药板块有所波动，科伦药业、荣昌生物等标的跌幅明显；受手套等出口美国关税上调影响，英科医疗等低耗标的亦有调整。板块整体缺乏主线，震荡探底。

图表 5：本周申万医药行业涨幅 Top10

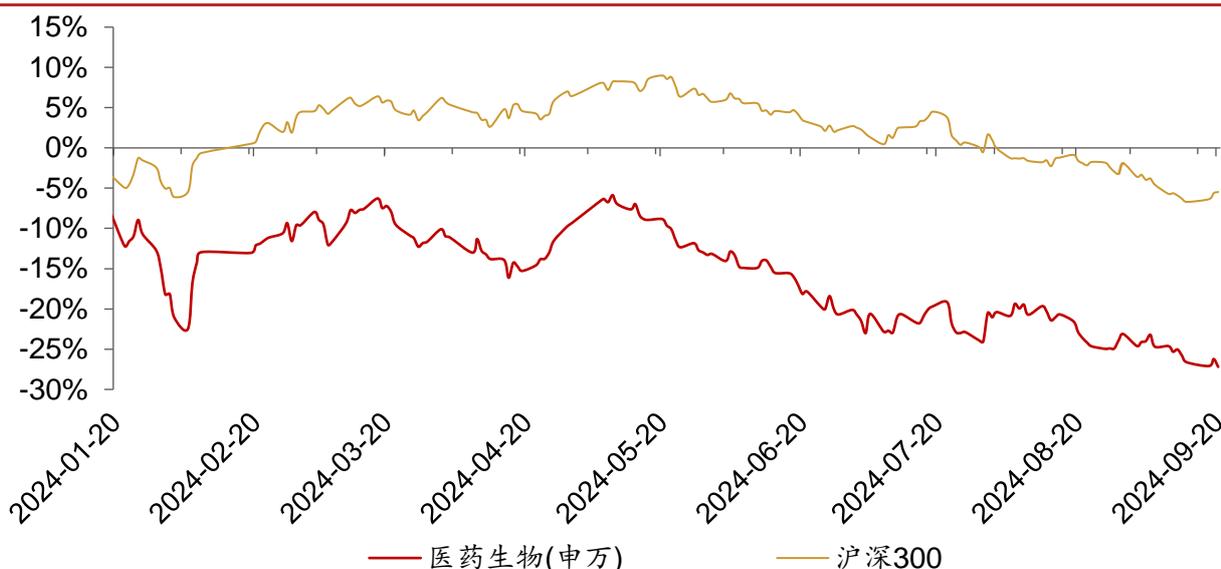
排序	代码	名称	市值 (亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	002693.SZ	双成药业	38.3	33.00%	76.82%	22.90%
2	688302.SH	海创药业-U	30.1	19.67%	23.16%	-41.69%
3	300583.SZ	赛托生物	28.9	15.47%	19.92%	-20.29%
4	603883.SH	老百姓	107.8	9.50%	5.04%	-36.75%
5	002022.SZ	科华生物	29.4	7.13%	1.42%	-49.82%
6	002622.SZ	皓宸医疗	13.0	6.90%	6.16%	-52.60%
7	300562.SZ	乐心医疗	24.5	6.53%	-23.87%	1.47%
8	000534.SZ	万泽股份	47.1	6.21%	-3.65%	-28.64%
9	600750.SH	江中药业	122.6	5.92%	-7.41%	-4.11%
10	002901.SZ	大博医疗	109.0	5.66%	7.91%	-34.54%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-0.79%	-5.30%	-27.56%
12	000300.SH	沪深 300		1.32%	-3.62%	-6.71%

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 6：本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	000566.SZ	海南海药	51.4	-27.07%	29.84%	-12.39%
2	300677.SZ	英科医疗	138.7	-21.08%	-21.00%	-8.05%
3	688212.SH	澳华内镜	43.1	-18.78%	-19.70%	-48.10%
4	300030.SZ	阳普医疗	16.8	-18.25%	30.60%	-30.06%
5	000908.SZ	*ST 景峰	36.5	-13.36%	-5.25%	28.09%
6	688197.SH	首药控股-U	46.2	-11.78%	-12.85%	-43.70%
7	300149.SZ	睿智医药	21.4	-11.57%	-6.75%	-44.05%
8	002422.SZ	科伦药业	431.3	-10.38%	-12.17%	-5.02%
9	300086.SZ	康芝药业	17.2	-10.33%	1.60%	-34.92%
10	688331.SH	荣昌生物	99.8	-10.00%	-10.46%	-63.02%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-0.79%	-5.30%	0.00%
12	000300.SH	沪深 300		1.32%	-3.62%	0.00%

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 7：年初至今医药指数表现


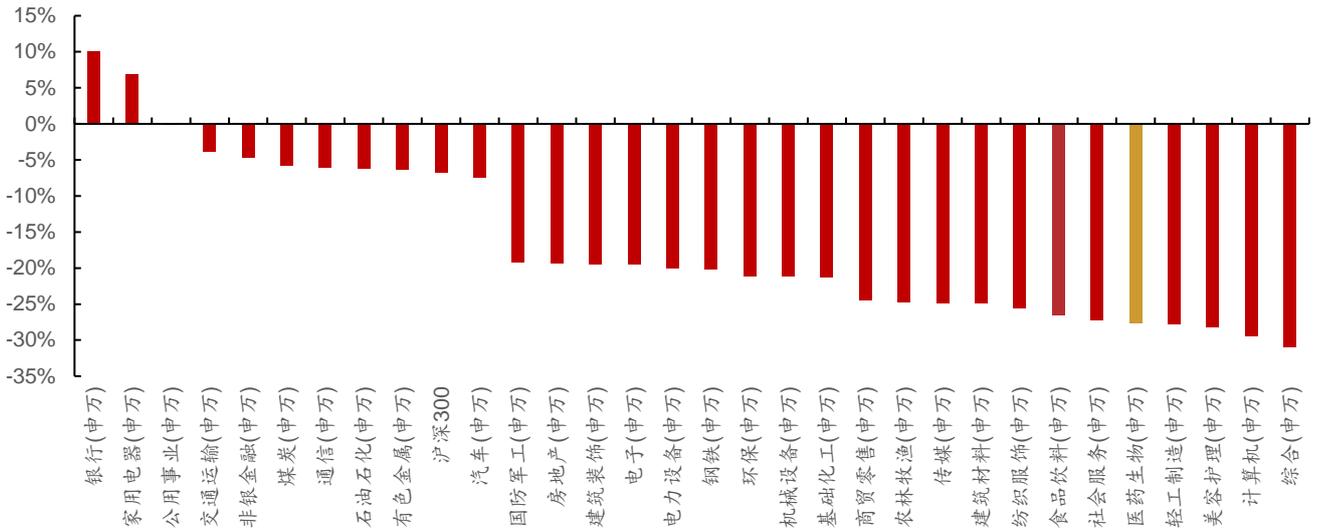
资料来源：Wind，华源证券研究

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医药商业 (+1.8%)、医疗服务 (+1.1%) 和中药 (+0.8%) 相对表现较好，化学制剂 (-2.7%)、医疗器械 (-1.9%) 和化学原料药 (-0.3%) 相对表现较差；

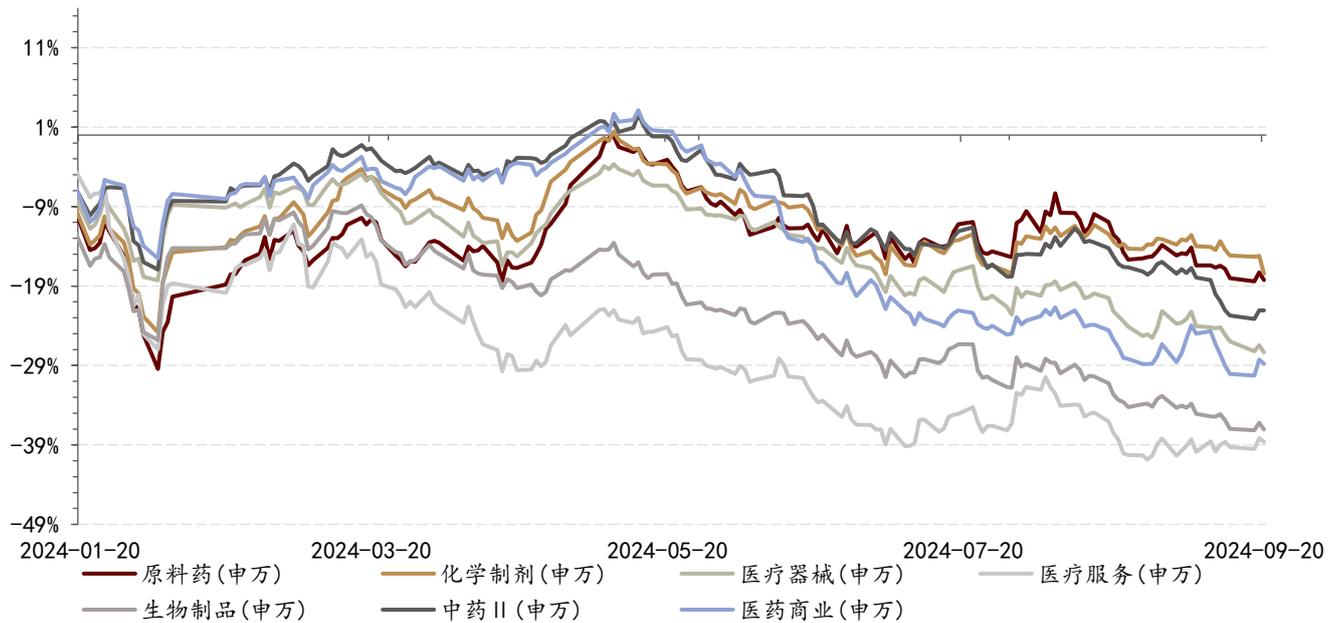
年初以来，化学制剂 (-17.7%)、化学原料药 (-18.3%) 和中药 (-21.3%) 相对表现较好，医疗服务 (-40.3%)、生物制品 (-37.8%) 及医疗器械 (-27.5%) 相对表现较差。

图表 8：申万各板块年初至今涨跌幅情况



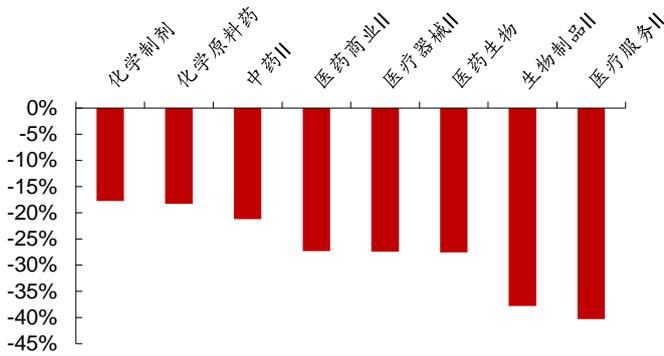
资料来源：Wind，华源证券研究

图表 9：申万医药各细分板块年初至今表现



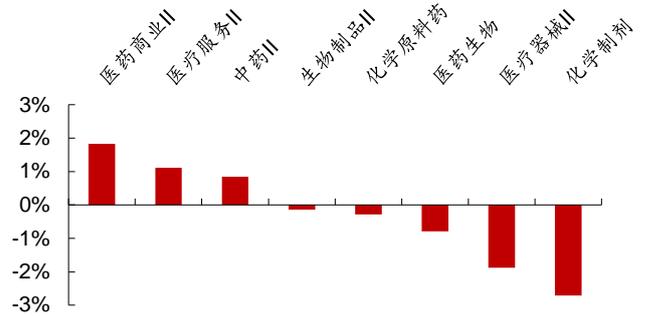
资料来源：Wind，华源证券研究

图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 华源证券研究

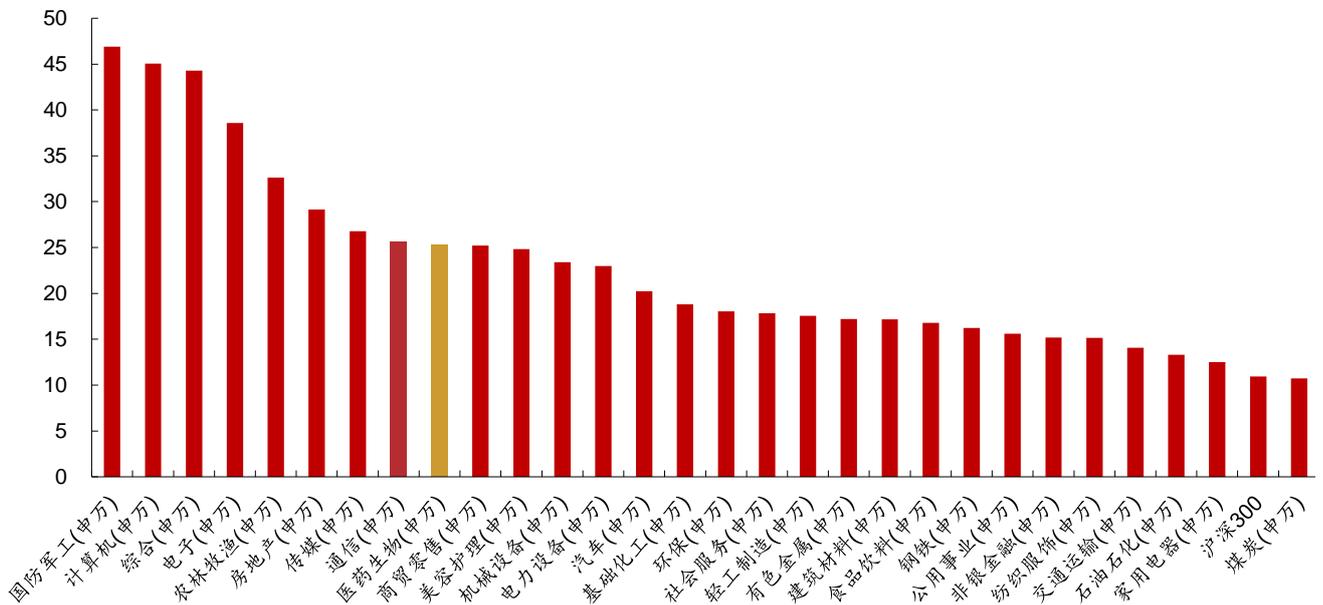
图表 11: 本周医药子板块表现情况



资料来源: Wind, 华源证券研究

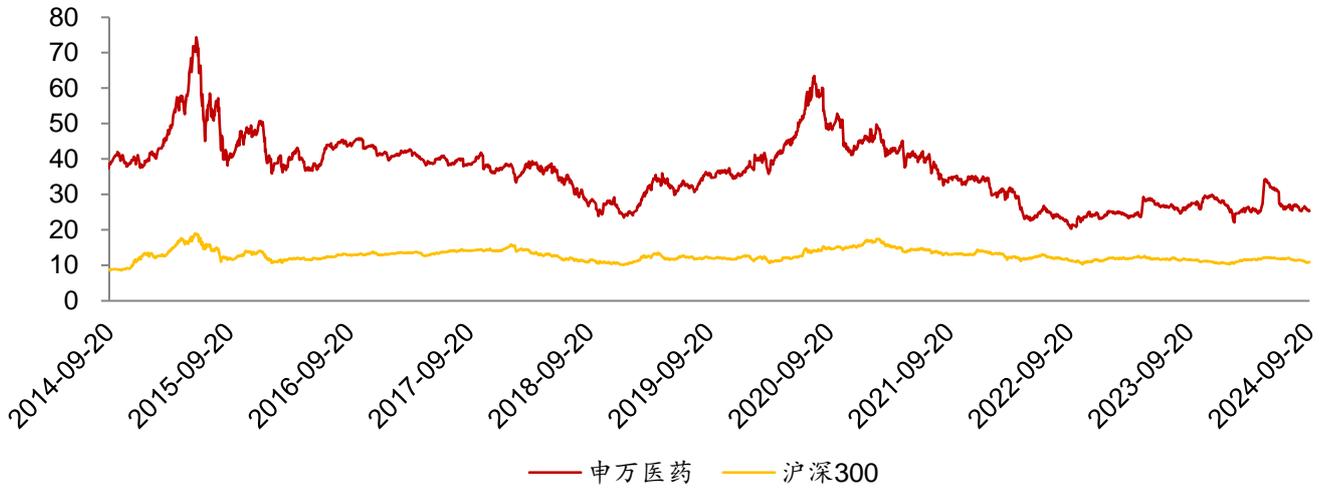
板块估值: 截至 2024 年 9 月 20 日, 申万医药板块整体 PE 估值为 25.32X, 在申万一级分类中排第 9, 从 PE 绝对值来看, 目前医药估值到了历史相对底部位置。各细分板块估值情况, 目前化学原料药、化药制剂和医疗器械等板块估值相对较高, 医药商业和中药估值相对较低。

图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 9 月 20 日, 整体 TTM 法)



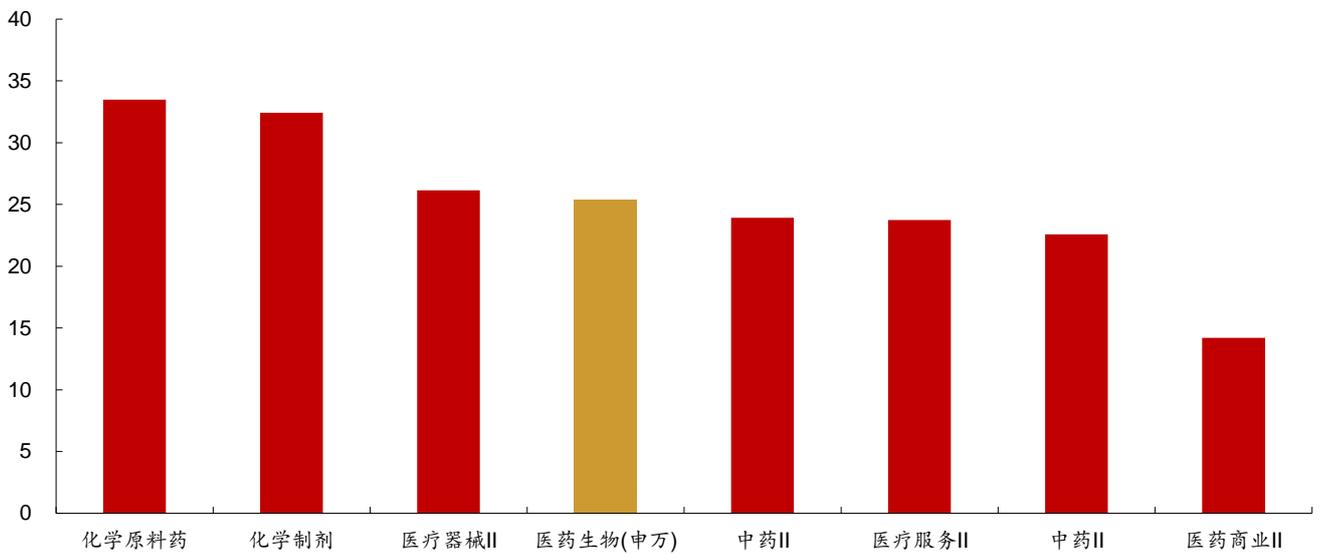
资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 9 月 20 日, 整体 TTM 法)



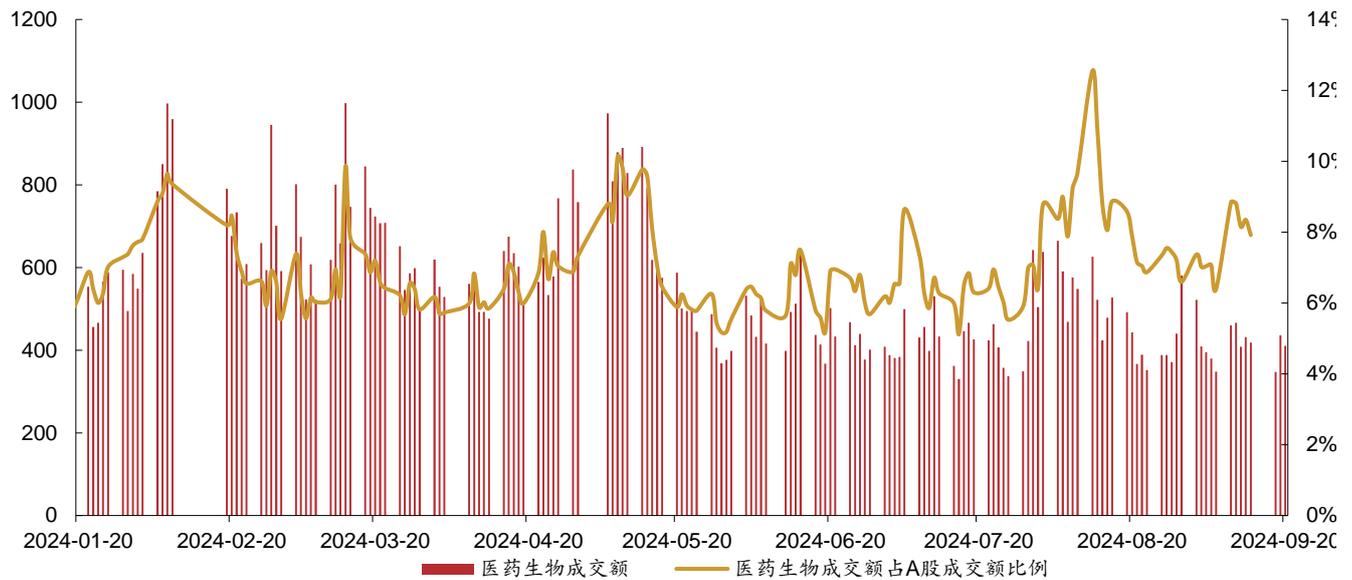
资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 9 月 20 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 15：年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）



资料来源：Wind，华源证券研究

投资观点：医药指数在连续跌了 3 年后，2024 年以来又进一步下跌超 25%，主要系医药政策再次出现超预期利空，医药行业整顿持续进行，药品“四同”政策加速推进，院内 DRG/DIP 进一步推广，以及新一批全国中成药集采在即。但是，医药行业亦不乏一些积极的利好政策，如国务院层面明确对创新药全产业链鼓励。我们认为医药指数已经较为充分的消化了今年以来的医药政策变化，目前医药板块整体 PE 估值为 25X，处于历史低位，基金持仓预计亦处于历史相对较低位置，医药行业有望边际企稳。展望下半年，我们判断医药基本面有望逐步企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药/械及产业是明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等。

2) 出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、万孚生物、健友股份、科兴制药等。

3) 老龄化及院外消费：随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等。

4) 高壁垒行业: 麻药和血制品行业需求较为稳健, 供给端相对稳定, 建议关注麻药 (人福医药、恩华药业、国药股份等)、血制品 (派林生物、天坛生物、博雅生物等)。

5) 国产替代: 国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势, 其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低, 主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

6) 小而美标的: 由于近期医药市场相对悲观, 部分高增长的公司估值短期受到一定压制, 但随着业绩的持续兑现以及医药情绪的好转, 我们预计这类政策的估值有望得到修复, 建议关注百洋医药、普门科技、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合: 开立医疗、三诺生物、美好医疗、鱼跃医疗、和黄医药。

本月投资组合: 恒瑞医药、和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、派林生物、天坛生物、迪瑞医疗、昆药集团。

风险提示:

- 1) 行业竞争加剧风险: 随着我国医药产业的不断创新与进步, 不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险;
- 2) 政策变化风险: 分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心, 医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险;
- 3) 行业需求不及预期风险: 若终端需求不及预期, 将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数