

评级： 增持（维持）

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

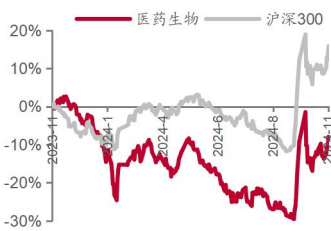
执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	475
行业总市值(亿元)	65,227.13
行业流通市值(亿元)	58,189.05

行业-市场走势对比



相关报告

- 《业绩真空期，寻找 2025 年基本面改善的方向》2024-11-05
- 《Q3 业绩有望逐步出清，把握医药反弹机会》2024-10-27
- 《政策延续，医药复苏与成长可期；第十批国采启动》2024-10-20

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
迈瑞医疗	284.21	7.94	9.56	11.03	12.93	15.09	35.79	29.73	25.76	21.98	18.83	买入
澳华内镜	52.05	0.16	0.43	0.47	0.97	1.59	402.1	143.6	109.6	53.56	32.81	未评级
开立医疗	39.48	0.86	1.06	0.57	1.21	1.44	45.91	37.25	68.89	32.54	27.51	买入
惠泰医疗	339.00	5.37	7.99	7.28	9.74	12.88	57.16	48.65	46.59	34.84	26.33	未评级
九强生物	14.70	0.67	0.90	0.92	0.99	1.16	21.94	16.33	16.02	14.91	12.72	买入
三友医疗	21.62	0.85	0.38	0.14	0.41	0.54	25.44	56.89	153.4	52.67	40.09	买入
美好医疗	32.92	1.08	0.77	0.95	1.21	1.56	30.48	42.75	34.77	27.10	21.15	买入
诺唯赞	25.54	1.63	-0.18	0.08	0.49	0.79	15.67	-141.9	309.6	52.12	32.53	买入
迪安诊断	13.51	2.30	0.49	0.54	0.99	1.42	5.87	27.47	25.21	13.62	9.54	买入

备注：未覆盖公司预测数据取自 Wind 一致预期，股价截止至 2024 年 11 月 10 日

报告摘要

- 高基数+政策扰动致院内诊疗短期承压，低值耗材延续上半年快速增长趋势。**2024 前三季度医疗器械上市公司收入 1880.07 亿元，同比下降 1.16%，扣非净利润 272.42 亿元，同比下降 11.43%，不同子板块分化明显：2024 前三季度收入增速从高到底排序为低值耗材 (+13.17%)、高值耗材 (+4.08%)、医疗设备 (-2.18%)、体外诊断 (-5.12%)，扣非利润增速从高到低排序为低值耗材 (+36.04%)、高值耗材 (+4.54%)、体外诊断 (-11.48%)、医疗设备 (-13.74%)。其中低值耗材在 2023 年行业下游去库存的背景下，自 2024 年初开始，已恢复到快速增长趋势，前三季度增速在上半年基础上进一步提升；高值耗材板块中骨科赛道随着集采影响逐步出清，业绩端有较快恢复；医疗设备大部分公司受招投标放缓和渠道去库存影响，短期继续承压；体外诊断在 23H1 疫后诊疗高基数、叠加 DRGs、集采政策影响下，收入利润均呈现下降趋势。
- 24Q3 收入增速保持稳定，利润增速继续承压，其中低值耗材表现持续亮眼。**2024 年单三季度，医疗器械板块整体收入同比增长 0.78%，环比下降 7.03%，扣非净利润同比下降 17.02%，环比下降 33.29%。子板块来看，收入同比增速从高到低排序为低值耗材 (+19.76%)、高值耗材 (+2.77%)、体外诊断 (-2.30%)、医疗设备 (-4.49%)；扣非净利润同比增速从高到低排序为低值耗材 (+70.74%)、高值耗材 (-3.63%)、体外诊断 (-14.83%)、医疗设备 (-30.99%)。
- 体外诊断：新冠影响逐步出清，DRGs + 集采扩面继续影响量和价。**2024 前三季度子板块收入下降 5.12% (+55.80pp，相较于 2023Q1-Q3 收入同比变化，下同)，扣非利润同比下降 11.48% (+76.18pp)，新冠影响较 2013 年同期进一步减弱；2024Q3，板块收入同比下降 2.30% (+48.96pp)，环比下降 0.94%，扣非净利润同比下 14.83% (+68.61pp)，环比下降 25.60%，同比下降趋势较 Q2 进一步收窄，多数企业在 24Q3 陆续进入常态化增长状态，在检验领域，临床拆套餐、成本思维等可能对存量检验样本量带来负面影响（参考行业头部企业在没有集采和新冠影响下，新产业 24Q1-Q3 收入同比+17.41%，安图 24Q1-Q3 收入同比+4.24%）；同时 2022 年底江西牵头的生化肝功集采在 24 年前三季度实现全面执行，考虑到生化诊断国产化率较高，我们预计各生化企业面临较大的降价压力（参考生化业务占比高的九强生物 24Q1-Q3 收入同比+0.30%，利德曼 24Q1-Q3 收入同比-17.15%，美康生物 24Q1-Q3 收入同比-4.35%）。展望 2024Q4 和 2025 年，DRG/DIP 边际影响有望逐渐减弱，但生化和发光集采范围持续扩大，国产企业面临持续降价和进口替代的挑战与机遇。结合当前政策环境、竞争格局等，我们依然看好 2 条投资方向：**1）出海**，建议重点关注迈瑞医疗 (+7.99%，24Q1-Q3 营收同比增速，下同)、新产业 (+17.41%) 等出海布局早、落地见效快的头部企业。**2）差异化高景气细分**，如自身免疫、阿尔茨海默、IgA 肾病等有望带动企业实现差异化竞争，建议重点关注九强生物 (+0.30%)、亚辉龙 (-9.78%)、诺唯赞 (+13.42%) 等深度布局差异化创新方向的领先企业。
- 医疗设备：招投标延后+渠道去库存影响短期业绩，看好后续设备更新政策落地。**2024 年 8-9 月已有环比改善趋势。2024Q1-Q3 子板块收入下降 2.18% (-16.89pp)，扣非利润同比下降 13.74% (-31.29pp)，其中 2024Q3 设备板块收入下降 4.49%

(-10.25pp)，扣非净利润下降 30.99% (-36.72pp)，板块增速下滑主要因设备更新政策落地不及预期及医疗反腐致前三季度招投标同比显著放缓，同时部分企业也加速清理渠道库存带来短期业绩扰动。我们认为医疗反腐带来的招投标放缓并未影响终端的设备采购需求，伴随设备更新政策陆续在各省份落地，前期挤压的需求有望在未来中期逐步释放，建议重点关注**迈瑞医疗 (+7.99%)**、**联影医疗 (-6.43%)**、**开立医疗 (-4.74%)**、**澳华内镜 (+16.79%)** 等头部企业。

- **高值耗材：集采影响逐步出清，持续看好创新品种。** 2024 前三季度子板块收入增长 4.08% (+8.56pp)，扣非利润同比增长 4.54% (+17.28pp)；2024Q3 板块收入增长 2.77% (+5.50pp)，扣非利润下降 3.63% (+7.67pp)，在 23Q1-Q3 疫后诊疗高基数下依然保持增长趋势。“应采尽采”趋势下，目前常用高值耗材大多已陆续纳入国家或地方集采范围，降价压力持续释放，相关品种国产中标份额提升显著，未来有望保持快速增长，一方面建议重点关注集采即将出清的骨科龙头，如**三友医疗 (-7.30%)**，同时看好电生理领域持续进口替代，包括**微电生理 (+23.21%)**、**惠泰医疗 (+25.63%)** 等。
- **低值耗材：增长趋势延续，看好海外 OEM/ODM 模式持续放量。** 2024 前三季度低值耗材子板块收入增长 13.17% (+20.16pp)，扣非净利润增长 36.04% (+69.49 pp)，其中 24Q3 板块收入增长 19.76% (+23.63pp)，扣非净利润增长 70.74% (+114.62%)，业绩增长显著，一方面是部分以 OEM/ODM 为主要商业模式的企业在经历 1 年左右下游客户去库存的负面影响后，于 2024Q1 陆续恢复增长趋势；另一方面部分防护产品为主（如防护手套）的企业，在经历疫后产能过剩和价格持续触底后，进入量价齐升状态，驱动业绩持续向好。前三季度国内终端诊疗在高基数叠加反腐等政策影响，恢复进度可能略慢于海外，因此我们更看好具备强出海能力（客户积累+海外产能）的低耗企业，尤其是国内 OEM/ODM 为主的企业不断进入外资龙头供应链体系，有望带来中期持续高成长，建议重点关注**美好医疗 (+10.86%)**、**维力医疗 (+8.53%)** 等。
- **投资建议：**国内医疗器械行业依然处于快速发展阶段，短期在诊疗高基数和政策扰动下整体行业持续承压，但我们依然看好创新驱动下的进口替代以及全球化发展，当前时间点我们预计多重负面已经充分释放，未来边际趋势有望持续向好。我们一方面持续看好在政策扶持以及技术驱动下，竞争力不断提升，加速进口替代，有望持续快速放量的国产创新品牌，包括**迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、惠泰医疗**等；另一方面我们建议结合政策进展、行业供需格局、公司经营节奏等，积极布局差异化细分龙头或者有边际向好变化的优质标的，包括**三友医疗、美好医疗、诺唯赞、迪安诊断**等。
- **风险提示：**产品市场推广不达预期风险；政策变化风险；行业数据进行了一定的筛选和划分，存在与行业实际情况偏差风险等。

内容目录

高基数+政策扰动下行业基本面触底，低耗板块延续快速增长趋势.....	4
体外诊断：DRGs +集采扩面持续负面扰动，关注出海和差异化高景气细分.....	8
医疗设备：招投标延后+渠道去库存影响短期业绩，看好后续设备更新政策落地.....	9
高值耗材：分化显著，看好集采出清+稀缺高壁垒创新品种.....	10
低值耗材：增长趋势延续，看好海外 OEM/ODM 模式持续放量.....	11
重点关注细分板块：内镜设备消化渠道库存，ICL、骨科有望迎来拐点.....	12
投资建议与风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 医疗器械 2024Q1-Q3 营收和扣非净利润增速情况.....	4
图表 2： 医疗器械收入构成（2024Q1-Q3，亿元）.....	5
图表 3： 医疗器械扣非利润构成（2024Q1-Q3，亿元）.....	5
图表 4： 医疗器械营收和扣非净利润 24Q3 环比变化（百万元）.....	5
图表 5： 医疗器械营业收入分季度同比增长表.....	5
图表 6： 医疗器械营业收入分季度同比增长图.....	6
图表 7： 医疗器械扣非归母净利润分季度同比增长表.....	6
图表 8： 医疗器械扣非归母净利润分季度同比增长图.....	6
图表 9： 医疗器械板块 2024Q1-Q3 以及 24Q3 期间费用率情况.....	7
图表 10： 2024Q1-Q3 医疗器械分板块期间费用率变化.....	7
图表 11： 24Q3 医疗器械分板块期间费用率变化.....	7
图表 12： 医疗器械板块 2024Q1-Q3 以及 24Q3 毛利率、净利率情况.....	8
图表 13： 医疗器械板块 2024Q1-Q3&24Q3 期间财务比率情况.....	8
图表 14： 2024 前三季度体外诊断板块业绩表现（亿元，截至 11 月 10 日）.....	9
图表 15： 2023-2024 年超声招投标月度情况.....	10
图表 16： 2023-2024 年消化内镜招投标月度情况.....	10
图表 17： 2023-2024 年磁共振招投标月度情况.....	10
图表 18： 2023-2024 年 PET 招投标月度情况.....	10
图表 19： 2024 前三季度医疗设备板块业绩表现（亿元，截至 11 月 10 日）.....	10
图表 20： 2024 前三季度高值耗材板块业绩表现（亿元，截至 11 月 10 日）.....	11
图表 21： 2024 前三季度低值耗材板块业绩表现（亿元，截至 11 月 10 日）.....	12
图表 22： 2024 前三季度&2024Q3 医疗器械细分领域表现.....	13

高基数+政策扰动下行业基本面触底，低耗板块延续快速增长趋势

- 我们统计了 A 股医疗器械板块上市公司的 2024 三季报情况，按照主营业务比重进行划分，将板块分为医疗设备、高值耗材、低值耗材、体外诊断 4 个细分子板块，剔除 ST、数据异常及季度间数据不连贯企业后，总计 121 家上市公司。
- **高基数+政策扰动致院内诊疗短期承压，低值耗材延续上半年快速增长趋势。** 2024 前三季度医疗器械上市公司收入 1880.07 亿元，同比下降 1.16%，扣非净利润 272.42 亿元，同比下降 11.43%，不同子板块分化明显：2024 前三季度收入增速从高到底排序为低值耗材(+13.17%)、高值耗材(+4.08%)、医疗设备(-2.18%)、体外诊断(-5.12%)，扣非利润增速从高到低排序为低值耗材(+36.04%)、高值耗材(+4.54%)、体外诊断(-11.48%)、医疗设备(-13.74%)。其中低值耗材在 2023 年行业下游去库存的背景下，自 2024 年初开始，已恢复到快速增长趋势，前三季度增速在上半年基础上进一步提升；高值耗材板块中骨科赛道随着集采影响逐步出清，业绩端有较快恢复；医疗设备大部分公司受招投标放缓和渠道去库存影响，短期继续承压；体外诊断在 23H1 疫后诊疗高基数、叠加 DRGs、集采政策影响下，收入利润均呈现下降趋势。

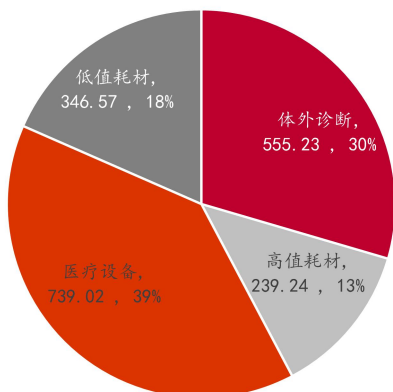
图表 1：医疗器械 2024Q1-Q3 营收和扣非净利润增速情况

主要子板块	营业收入增速			扣除非经常性损益的净利润增速		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	增速变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	增速变化/%
医疗器械	-30.58%	-1.16%	29.42	-60.77%	-11.43%	49.34
体外诊断	-60.92%	-5.12%	55.80	-87.66%	-11.48%	76.18
高值耗材	-4.47%	4.08%	8.56	-12.74%	4.54%	17.28
医疗设备	14.71%	-2.18%	-16.89	17.55%	-13.74%	-31.29
低值耗材	-6.99%	13.17%	20.16	-33.46%	36.04%	69.49

来源：WIND，中泰证券研究所

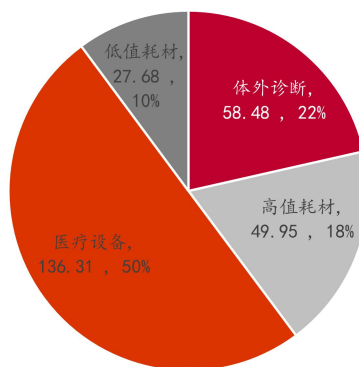
- **医疗设备营收/扣非净利润在医疗器械中占比最高，影响器械整体增长。** 从 2024Q1-Q3 各细分板块结构来看，医疗设备收入占比 39%，扣非净利润占比 50%，2024Q1-Q3 受医疗整顿和设备更新政策滞后影响，院内设备招投标放缓，对医疗器械板块整体增长有较大影响，我们预计 2024Q4 开始，设备更新政策有望逐步落地，展望 2025 年医疗器械板块增长有望趋势向上。

图表 2: 医疗器械收入构成 (2024Q1-Q3, 亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 医疗器械扣非利润构成 (2024Q1-Q3, 亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

- 24Q3 收入增速保持稳定, 利润增速继续承压, 其中低值耗材表现持续亮眼。2024 年单三季度, 医疗器械板块整体收入同比增长 0.78%, 环比下降 7.03%, 扣非净利润同比下降 17.02%, 环比下降 33.29%。子板块来看, 收入同比增速从高到低排序为低值耗材 (+19.76%)、高值耗材 (+2.77%)、体外诊断 (-2.30%)、医疗设备 (-4.49%); 扣非净利润同比增速从高到低排序为低值耗材 (+70.74%)、高值耗材 (-3.63%)、体外诊断 (-14.83%)、医疗设备 (-30.99%)。

图表 4: 医疗器械营收和扣非净利润 24Q3 环比变化 (百万元)

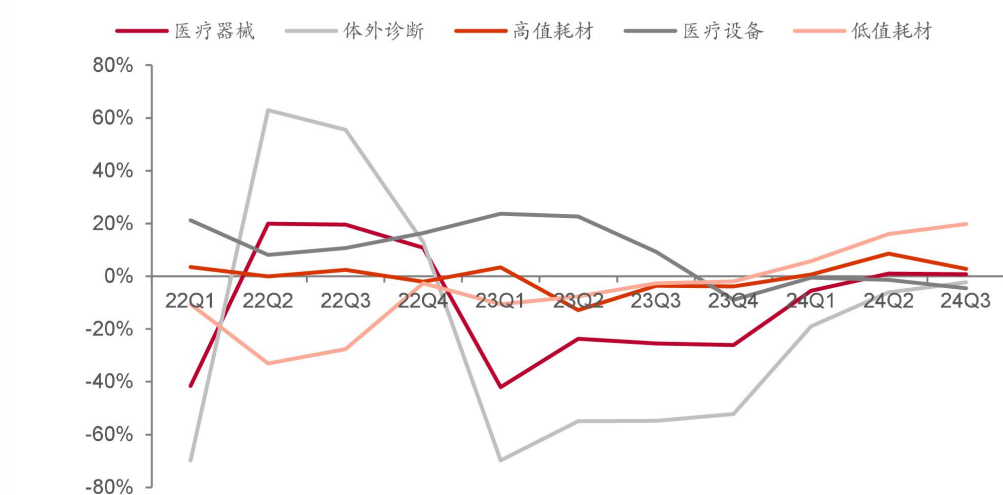
营收	24Q2	24Q3	环比	扣非	24Q2	24Q3	环比
医疗器械	66206	61554	-7.03%	医疗器械	10535	7028	-33.29%
体外诊断	18257	18085	-0.94%	体外诊断	2001	1489	-25.60%
高值耗材	7657	7767	1.44%	高值耗材	1656	1453	-12.20%
医疗设备	27002	22572	-16.41%	医疗设备	5923	3154	-46.75%
低值耗材	11641	12064	3.63%	低值耗材	1132	828	-26.82%

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 医疗器械营业收入分季度同比增长表

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
医疗器械	-41.55%	19.89%	19.58%	10.77%	-42.08%	-23.67%	-25.47%	-26.02%	-5.49%	0.97%	0.78%
体外诊断	-69.87%	62.94%	55.46%	12.90%	-69.87%	-54.90%	-54.76%	-52.16%	-18.93%	-6.12%	-2.30%
高值耗材	3.54%	-0.02%	2.44%	-2.04%	3.33%	-12.82%	-3.62%	-3.85%	0.64%	8.56%	2.77%
医疗设备	21.28%	8.08%	10.70%	16.42%	23.76%	22.60%	9.23%	-8.97%	-0.52%	-1.36%	-4.49%
低值耗材	-10.62%	-33.05%	-27.65%	-2.66%	-10.62%	-7.58%	-2.67%	-1.94%	5.72%	16.05%	19.76%

来源: WIND, 中泰证券研究所

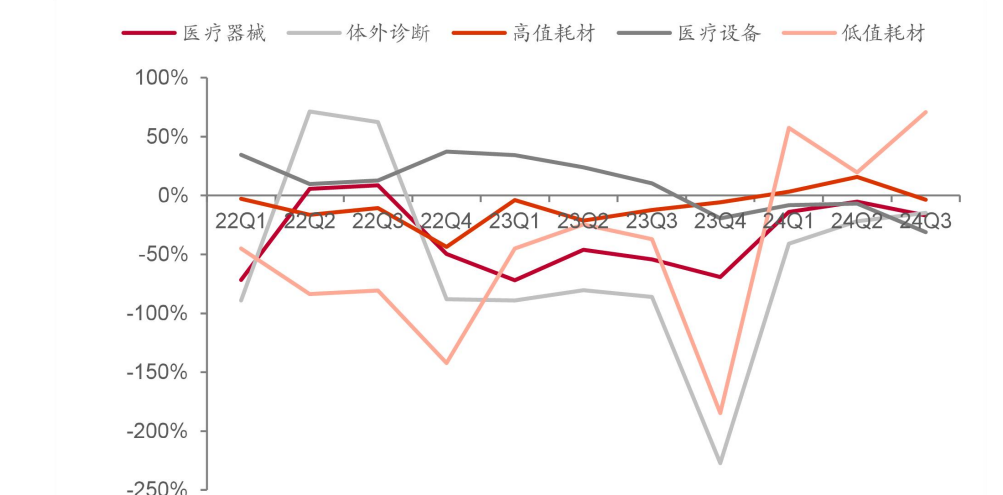
图表 6：医疗器械营业收入分季度同比增长图


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：医疗器械扣非归母净利润分季度同比增长表

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
医疗器械	-71.73%	5.85%	8.73%	-49.49%	-71.95%	-45.93%	-54.34%	-69.12%	-13.77%	-5.05%	-17.02%
体外诊断	-89.13%	71.37%	62.47%	-88.04%	-89.13%	-80.40%	-86.02%	-227.26%	-40.91%	-21.72%	-14.83%
高值耗材	-2.78%	-16.32%	-10.62%	-43.67%	-3.75%	-21.26%	-12.17%	-5.83%	3.16%	15.77%	-3.63%
医疗设备	34.54%	9.77%	12.91%	37.22%	34.45%	24.09%	10.35%	-19.27%	-8.12%	-6.85%	-30.99%
低值耗材	-44.84%	-83.68%	-80.52%	-142.15%	-44.84%	-24.55%	-37.13%	-184.68%	57.58%	19.57%	70.74%

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 8：医疗器械扣非归母净利润分季度同比增长图


来源：WIND，中泰证券研究所

■ 汇兑损失带来财务费用提升，整体费用率增高。2024 前三季度医疗器械板块整体期间费用率 32.23% (+0.88pp)，其中销售费用率 14.97% (-0.59pp)，管理费用率 8.01% (+0.23pp)，研发费用率 9.66% (+0.19pp)，财务费用率 -0.40% (+1.05pp)，板块整体费用率有所提升，主受汇兑损益对财务费用的影响。2024 年单三季度，医疗器械板块期间费用率 34.15% (+

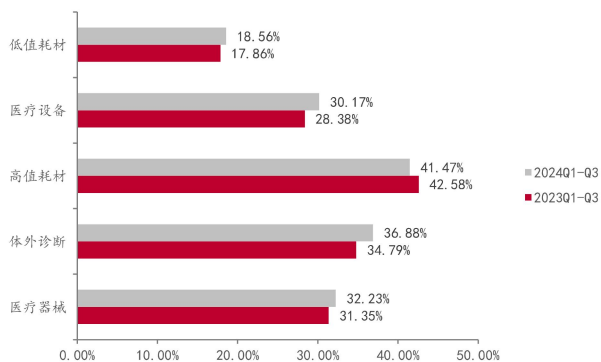
0.42pp), 其中销售费用率 14.92% (-0.75p), 管理费用率 8.35% (+0.02pp), 研发费用率 10.03% (+0.07pp), 财务费用率 0.84% (+1.08pp), 主要影响因素依然是汇兑波动。

图表 9: 医疗器械板块 2024Q1-Q3 以及 24Q3 期间费用率情况

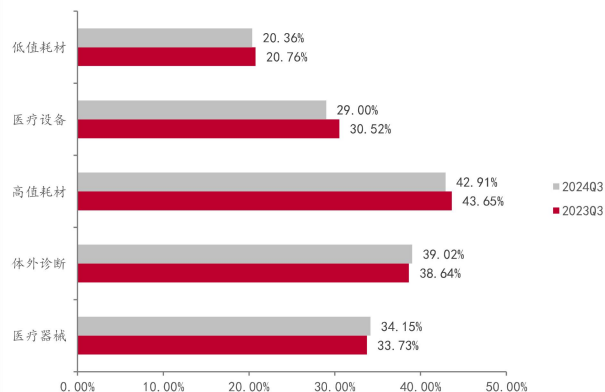
主要子板块	销售费用率			管理费用率			研发费用率			财务费用率		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	增速变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	增速变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	增速变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	增速变化/%
医疗器械	15.56%	14.97%	-0.59	7.78%	8.01%	0.23	9.47%	9.66%	0.19	-1.46%	-0.40%	1.05
体外诊断	17.03%	17.38%	0.35	9.23%	9.48%	0.25	10.09%	10.37%	0.28	-1.56%	-0.35%	1.21
高值耗材	23.44%	22.04%	-1.41	9.61%	9.67%	0.05	10.36%	10.02%	-0.34	-0.84%	-0.26%	0.58
医疗设备	13.79%	13.93%	0.14	5.99%	6.38%	0.38	10.16%	10.59%	0.43	-1.56%	-0.71%	0.84
低值耗材	7.47%	7.09%	-0.38	7.62%	6.90%	-0.72	4.15%	4.19%	0.04	-1.39%	0.38%	1.76

主要子板块	销售费用率			管理费用率			研发费用率			财务费用率		
	23Q3	24Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%
医疗器械	15.67%	14.92%	-0.75	8.33%	8.35%	0.02	9.96%	10.03%	0.07	-0.24%	0.84%	1.08
体外诊断	18.41%	18.54%	0.13	10.12%	9.79%	-0.32	10.57%	10.14%	-0.44	-0.46%	0.55%	1.01
高值耗材	22.75%	22.45%	-0.30	10.28%	10.40%	0.12	11.01%	9.84%	-1.18	-0.39%	0.23%	0.62
医疗设备	14.23%	13.43%	-0.80	6.27%	6.97%	0.70	10.45%	8.15%	-2.30	-0.42%	0.45%	0.87
低值耗材	7.51%	6.93%	-0.58	7.96%	6.82%	-1.14	4.30%	3.91%	-0.39	0.99%	2.69%	1.71

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 10: 2024Q1-Q3 医疗器械分板块期间费用率变化


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 11: 24Q3 医疗器械分板块期间费用率变化


来源: WIND, 中泰证券研究所

■ **耗材集采+设备规模效应减弱影响板块短期盈利能力。**2024 前三季度医疗器械板块毛利率 49.34% (-1.66 pp), 净利率 14.90% (-2.08pp), 其中体外诊断板块和高值耗材板块中都有部分细分受集采执行影响, 毛利率和净利率有所扰动; 医疗设备板块 2024 年 Q1-Q3 毛利率 51.55% (-0.92pp), 净利率 19.86% (-2.72pp), 受设备更新政策滞后和渠道去库存影响, 企业生产端规模效应下降, 板块盈利能力短期承压。经营性现金流主要受医院回款周期影响, 通常下半年会显著好于上半年。

图表 12: 医疗器械板块 2024Q1-Q3 以及 24Q3 毛利率、净利率情况

主要子板块	毛利率						净利率						经营性现金流 (百万元)		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比变化
医疗器械	51.00%	49.34%	-1.66	50.45%	48.56%	-1.88	16.98%	14.90%	-2.08	15.16%	11.90%	-3.26	22182	26699	20.36%
体外诊断	50.93%	51.44%	0.51	51.48%	51.42%	-0.06	14.59%	12.12%	-2.47	12.58%	10.97%	-1.61	4199	6079	44.76%
高值耗材	68.45%	67.52%	-0.93	68.10%	66.72%	-1.38	23.00%	22.97%	-0.03	21.82%	21.11%	-0.71	4780	5176	8.28%
医疗设备	52.46%	51.55%	-0.92	52.51%	49.08%	-3.43	22.57%	19.86%	-2.72	21.27%	15.35%	-5.92	8628	11149	29.22%
低值耗材	27.46%	29.47%	2.01	27.41%	29.61%	2.20	8.42%	9.17%	0.75	5.99%	7.82%	1.83	3482	3763	8.07%

来源: WIND, 中泰证券研究所

- **资产负债率略有上升, 周转能力逐步改善。**2024 前三季度医疗器械板块资产负债率为 26.26% (+1.79 pp), 应收账款周转率 2.51 次 (+0.05 次), 存货周转率 1.58 次 (+0.02 次); 2024Q3 板块资产负债率 26.26% (+2.62pp), 应收账款周转率 0.81 次 (+0.03 次), 存货周转率 0.57 次 (+0.02 次), 板块整体负债水平略有上升, 周转水平相对稳定, 营运状况良好。

图表 13: 医疗器械板块 2024Q1-Q3 & 24Q3 期间财务比率情况

主要子板块	资产负债率			应收账款周转率			存货周转率		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比变化/%	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比变化	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比变化
医疗器械	24.47%	26.26%	1.79	2.46	2.51	0.05	1.56	1.58	0.02
体外诊断	20.85%	20.88%	0.03	1.35	1.52	0.16	1.66	1.81	0.15
高值耗材	22.14%	22.56%	0.41	3.87	4.21	0.34	0.93	0.91	-0.02
医疗设备	28.65%	30.30%	1.65	4.59	3.66	-0.93	1.39	1.30	-0.09
低值耗材	27.88%	34.25%	6.37	7.61	7.24	-0.36	3.35	3.55	0.21

主要子板块	资产负债率			应收账款周转率			存货周转率		
	23Q3	24Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%	23Q3	24Q3	同比变化/%
医疗器械	23.63%	26.26%	2.62	0.78	0.81	0.03	0.55	0.57	0.02
体外诊断	20.59%	20.88%	0.30	0.43	0.49	0.07	0.56	0.63	0.07
高值耗材	21.44%	22.56%	1.11	1.27	1.37	0.09	0.31	0.30	-0.01
医疗设备	21.94%	30.30%	8.36	1.44	1.12	-0.32	0.44	0.42	-0.02
低值耗材	26.34%	34.25%	7.91	2.50	2.52	0.02	0.89	1.00	0.11

来源: WIND, 中泰证券研究所

体外诊断: DRGs + 集采扩面持续负面扰动, 关注出海和差异化高景气细分

- **新冠影响逐步出清, DRGs + 集采扩面继续影响量和价。**2024 前三季度子板块收入下降 5.12% (+55.80pp, 相较 2023Q1-Q3 收入同比变化, 下同), 扣非利润同比下降 11.48% (+76.18pp), 新冠影响较 2013 年同期进一步减弱; 2024Q3, 板块收入同比下降 2.30% (+48.96pp), 环比下降 0.94%, 扣非净利润同比下 14.83% (+68.61pp), 环比下降 25.60%, 同比下降趋势较 Q2 进一步收窄, 多数企业在 24Q3 陆续进入常态化增长状态, 环比下降我们预计原因主要是考虑集采逐步执行, 渠道和终端开始去库存导致部分企业发货环比下降。除开新冠负面影响, 根据《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》, 2024 年所有统筹地区开展按疾病诊断相关分组 (DRG) 付费或按病种分值 (DIP) 付费改革, 在检验领域, 临床拆套餐、成本思维等可能对存量检验样本量带来负面影响 (参考行业头部企业在没有集采和新冠影响下, 新产业 24Q1-Q3 收入同比+17.41%, 安图 24Q1-Q3 收入同比

+4.24%)；同时 2022 年底江西牵头的生化肝功集采在 24 年前三季度实现全面执行，考虑到生化诊断国产化率较高，我们预计各生化企业面临较大的降价压力（参考生化业务占比高的九强生物 24Q1-Q3 收入同比+0.30%，利德曼 24Q1-Q3 收入同比-17.15%，美康生物 24Q1-Q3 收入同比-4.35%）。展望 2024Q4 和 2025 年，DRG/DIP 边际影响有望逐渐减弱，但生化和发光集采范围持续扩大，国产企业面临持续降价和进口替代的挑战与机遇。

- 结合当前政策环境、竞争格局等，我们依然看好 2 条投资方向：1) 出海，疫后国产品牌在海外市场迎来发展良机，尤其在大样本量客户群体突破持续加速，未来产品出海有望成为 IVD 企业发展的重要方向，建议重点关注**迈瑞医疗 (+7.99%，24Q1-Q3 营收同比增速，下同)**、**新产业 (+17.41%)**等出海布局早、落地见效快的头部企业。2) **差异化高景气细分**，目前体外诊断集采聚焦在用量大、竞争充分的生化、发光等主流领域，IVD 行业中仍然有一些国产化率低、临床渗透率待提升的高景气细分，如病理诊断，血凝检测等；同时在已成熟技术平台上，一些伴随技术突破、药物进展、临床价值持续被认可创新项目，如自身免疫、阿尔茨海默、IgA 肾病等有望带动企业实现差异化竞争，建议重点关注**九强生物 (+0.30%)**、**亚辉龙 (-9.78%)**、**诺唯赞 (+13.42%)**等深度布局差异化创新方向的领先企业。

图表 14：2024 前三季度体外诊断板块业绩表现（亿元，截至 11 月 10 日）

证券代码	证券简称	市值	营业收入				扣非归母净利润			
			2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 同比增速	2024Q3 同比增速	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 同比增速	2024Q3 同比增速
300832.SZ	新产业	538.61	34.14	12.03	17.41	15.38	13.31	4.63	20.80	11.62
603882.SH	金城医学	155.82	56.19	17.38	-10.95	-13.15	0.78	0.04	-77.23	-94.62
603658.SH	安图生物	268.37	33.80	11.73	4.24	3.38	9.30	3.32	6.69	-3.99
300676.SZ	华大基因	209.62	28.26	9.54	-10.10	-10.93	-1.39	-1.40	-260.86	-560.34
002432.SZ	九安医疗	228.74	20.92	7.41	-23.79	60.32	13.77	6.79	100.83	247.28
300244.SZ	迪安诊断	84.43	92.58	30.40	-10.05	-11.89	1.34	0.59	-72.18	-60.76
002030.SZ	达安基因	89.68	5.91	1.91	-29.83	-37.71	-4.33	-2.54	-487.90	-239.08
688575.SH	亚辉龙	105.90	13.94	4.34	-9.78	-7.69	2.08	0.46	19.01	0.08
300482.SZ	万孚生物	126.57	21.81	6.06	8.83	17.51	3.88	0.63	14.88	49.89
300406.SZ	九强生物	86.50	12.37	4.16	0.30	-0.40	3.71	1.23	0.63	-5.18
688289.SH	圣湘生物	137.39	10.33	3.16	63.24	54.08	1.51	0.30	637.21	383.38
300463.SZ	迈克生物	89.42	19.48	6.69	-7.92	-8.94	2.92	0.93	6.05	-3.95
300685.SZ	艾德生物	105.41	8.48	3.05	19.84	22.53	2.12	0.80	37.74	79.42
688298.SH	东方生物	69.94	6.58	2.39	0.83	58.92	-3.50	-1.43	-231.81	-25.23
300396.SZ	迪瑞医疗	46.06	11.75	2.97	12.10	-15.97	1.88	0.26	-17.72	-63.86
688606.SH	奥泰生物	54.51	6.18	2.22	10.37	28.72	1.54	0.61	59.78	130.57
300639.SZ	凯普生物	41.57	6.10	2.01	-28.26	-17.47	-2.70	-1.85	-276.98	-466.27
603387.SH	基蛋生物	44.98	8.80	2.62	-12.10	-11.91	1.76	0.46	-11.29	-16.61
301060.SZ	兰卫医学	42.57	13.20	4.32	3.95	-0.04	-0.50	-0.60	-249.54	-2,781.68
002932.SZ	明德生物	44.39	2.26	0.71	-63.95	-19.26	-0.39	-0.10	-185.76	-197.08
688075.SH	安旭生物	51.49	4.03	1.55	27.56	38.78	0.19	0.00	-80.45	4,408.83
300318.SZ	博晖创新	50.97	6.46	1.59	-19.85	-42.99	0.16	-0.11	29.24	-255.04
300942.SZ	易瑞生物	35.84	1.58	0.54	-4.27	2.66	-0.10	-0.05	90.89	85.93
300439.SZ	美康生物	44.12	14.07	4.58	-4.35	-7.34	1.93	0.43	7.16	-3.20
002022.SZ	科华生物	34.66	13.50	4.42	-29.09	-13.01	-1.45	-0.70	-282.82	-57.25
688317.SH	之江生物	36.14	1.38	0.43	-32.95	-26.25	-0.19	-0.43	-177.13	-3,698.99
688468.SH	科美诊断	29.24	3.44	1.18	-0.43	-6.23	0.94	0.24	-8.30	-42.01
000710.SZ	贝瑞基因	35.71	8.23	2.71	-4.96	-11.16	0.13	0.03	111.17	110.12
688068.SH	热景生物	28.45	3.86	1.37	-5.10	37.48	-1.02	-0.25	-1,028.31	40.82
300289.SZ	利德曼	28.78	2.82	0.93	-17.15	-17.42	-0.07	-0.03	-130.05	-135.53
688338.SH	赛科希德	30.72	2.27	0.67	10.89	7.49	0.82	0.20	-4.62	-23.73
688767.SH	博拓生物	32.66	3.89	1.22	24.51	21.42	0.81	0.11	6.98	-51.08
688253.SH	英诺特	58.68	5.21	1.00	87.05	81.86	2.24	0.32	239.12	869.88
688399.SH	硕世生物	45.93	2.68	0.91	-3.02	0.92	-0.16	-0.14	91.98	87.38
300642.SZ	透景生命	24.37	3.21	1.05	-20.01	-15.92	0.14	0.11	-48.27	491.28
688656.SH	浩欧博	72.42	3.07	1.04	2.29	-4.92	0.25	0.06	-25.87	-61.13
688393.SH	安必平	18.23	3.53	1.25	-0.52	-13.20	0.23	0.12	-35.85	-43.15
688217.SH	睿昂基因	11.23	1.90	0.55	-4.62	-23.04	0.01	-0.04	-92.91	-319.05
688193.SH	仁度生物	16.22	1.31	0.44	11.57	18.60	-0.03	-0.03	78.02	-2,415.56
688067.SH	爱威科技	13.61	1.53	0.56	1.57	-0.24	0.20	0.12	23.11	-3.04
300298.SZ	三诺生物	153.03	31.82	10.49	4.83	2.05	2.32	0.53	-31.73	-62.06
688389.SH	普门科技	73.39	8.57	2.67	5.89	6.45	2.43	0.80	29.11	29.01
300206.SZ	理邦仪器	63.06	13.82	4.60	-9.29	6.07	1.58	0.44	-26.92	77.83

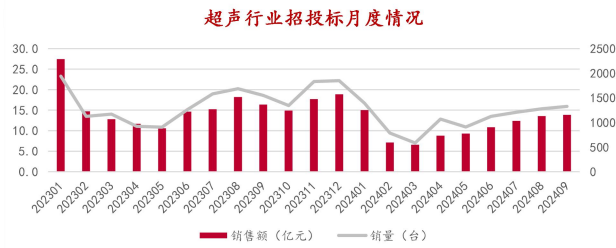
来源：WIND，中泰证券研究所

医疗设备：招投标延后+渠道去库存影响短期业绩，看好后续设备更新政策落地

- 招投标放缓影响短期业绩，2024 年 8-9 月已有环比改善趋势。2024Q1-Q3 子板块收入下降 2.18% (-16.89pp)，扣非利润同比下降 13.74% (-31.29pp)，其中 2024Q3 设备板块收入下降 4.49% (-10.25pp)，扣非净利润下降 30.99% (-36.72pp)，板块增速下滑主要因设备更新政策落地不及预期及医疗反腐致前三季度招投标同比显著放缓，同时部分企业也加速清理渠道库存带来短期业绩扰动。根据众成医械数据库，我们选择与上市公司关联度较

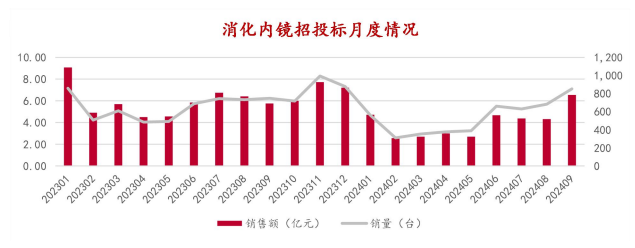
高的几个细分板块看招投标情况，包括超声、消化内镜、磁共振、PET，自2024年6月开始，部分品类已经表现出明显环比向上的趋势，9月已有个别品类呈现同比增长趋势。

图表 15: 2023-2024 年超声招投标月度情况



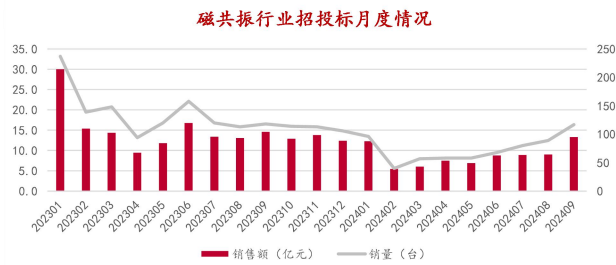
来源：众成数科，中泰证券研究所

图表 16: 2023-2024 年消化内镜招投标月度情况



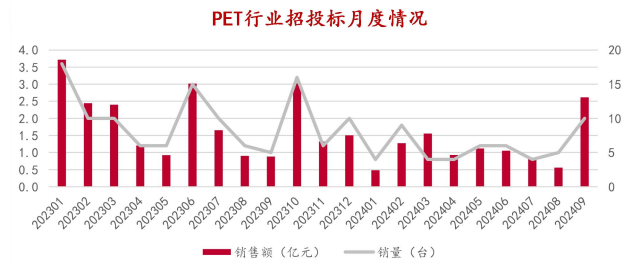
来源：众成数科，中泰证券研究所

图表 17: 2023-2024 年磁共振招投标月度情况



来源：众成数科，中泰证券研究所

图表 18: 2023-2024 年PET 招投标月度情况



来源：众成数科，中泰证券研究所

■ 设备更新政策有望自2024Q4开始陆续落地，我们看好2025年设备板块的向上拐点趋势。我们认为医疗反腐带来的招投标放缓并未影响终端的设备采购需求，伴随设备更新政策陆续在各省份落地，前期挤压的需求有望在未来中期逐步释放，建议重点关注迈瑞医疗(+7.99%)、联影医疗(-6.43%)、开立医疗(-4.74%)、澳华内镜(+16.79%)等头部企业。

图表 19: 2024 前三季度医疗设备板块业绩表现 (亿元, 截至11月10日)

证券代码	证券简称	市值	营业收入				扣非归母净利润			
			2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3同比增速	2024Q3同比增速	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3同比增速	2024Q3同比增速
300760.SZ	迈瑞医疗	3,445.88	294.85	89.54	7.99	1.43	104.37	30.57	7.75	-8.62
688271.SH	联影医疗	1,076.52	69.54	16.21	-6.43	-25.00	4.64	-3.34	-44.00	-899.46
002223.SZ	鱼跃医疗	369.71	60.28	17.20	-9.53	2.21	12.74	3.10	-23.74	-25.38
688114.SH	华大智造	212.01	18.69	6.60	-15.19	-13.22	-4.97	-1.73	-104.56	-60.82
688301.SH	奕瑞科技	175.17	13.56	3.30	-2.91	-24.94	3.86	0.50	-21.57	-65.53
300633.SZ	开立医疗	170.83	13.98	3.86	-4.74	-9.18	0.86	-0.69	-73.21	-242.34
300171.SZ	东富龙	104.76	34.90	11.99	-19.32	-12.78	1.32	0.33	-75.50	-77.52
600055.SH	万东医疗	111.93	10.93	3.93	18.07	18.57	1.11	0.30	5.87	-13.71
688139.SH	海尔生物	109.09	17.82	5.59	-2.43	0.51	2.76	0.64	-5.85	0.09
600587.SH	XHYL	111.57	74.23	22.37	1.45	-0.32	6.07	1.33	9.36	-7.10
300049.SZ	福瑞股份	106.55	9.80	3.37	21.42	19.37	0.97	0.22	21.98	-31.38
300869.SZ	康泰医学	67.30	3.34	1.22	-45.91	-0.53	-0.06	-0.03	-103.53	-125.79
688212.SH	澳华内镜	70.05	5.01	1.47	16.79	5.39	0.15	0.16	-55.24	309.81
688626.SH	翔宇医疗	49.58	5.07	1.69	-6.50	-18.51	0.64	0.11	-60.88	-84.27
688677.SH	海泰新光	47.71	3.19	0.98	-15.30	-9.39	0.89	0.25	-19.60	-2.79
301367.SZ	怡和嘉业	67.21	6.02	2.20	-36.31	10.51	0.85	0.19	-62.88	24.67
688410.SH	山外山	39.43	4.18	1.40	-27.39	-22.39	0.51	0.13	-70.71	-71.73
300358.SZ	楚天科技	46.52	41.71	13.42	-18.75	-24.49	-2.11	-1.10	-174.74	-874.01
688277.SH	天智航-U	47.28	0.92	0.34	-31.08	-34.67	-1.15	-0.33	1.87	8.38
688358.SH	祥生医疗	28.40	3.62	1.15	-9.85	8.79	0.89	0.15	-33.86	-39.13
688580.SH	伟思医疗	30.31	2.92	1.00	-12.06	-10.54	0.68	0.25	-24.92	-2.88
002551.SZ	尚荣医疗	28.72	10.03	3.71	9.13	16.42	0.03	0.01	-59.91	-40.78
688273.SH	麦澜德	26.30	3.31	1.02	13.81	18.75	0.88	0.22	22.81	0.46
300246.SZ	宝莱特	19.34	8.08	2.71	-15.15	-5.40	-0.31	-0.16	-175.41	-391.64
301235.SZ	华康医疗	22.37	10.80	5.26	-5.72	16.28	0.13	0.30	-75.38	-16.74
300562.SZ	乐心医疗	29.92	7.56	2.58	24.39	15.37	0.50	0.18	389.83	640.41
300753.SZ	爱朋医疗	19.42	2.75	0.95	-7.12	-11.04	0.01	-0.05	-74.25	-383.76
688607.SH	康众医疗	13.41	1.96	0.67	7.77	-5.46	0.04	0.02	160.74	147.62

来源：WIND，中泰证券研究所

高值耗材：分化显著，看好集采出清+稀缺高壁垒创新品种

- **高值耗材：集采影响逐步出清，持续看好创新品种。**2024 前三季度子板块收入增长 4.08% (+8.56pp)，扣非利润同比增长 4.54% (+17.28pp)；2024Q3 板块收入增长 2.77% (+5.50pp)，扣非利润下降 3.63% (+7.67pp)，在 23Q1-Q3 疫后诊疗高基数下依然保持增长趋势。“应采尽采”趋势下，目前常用高值耗材大多已陆续纳入国家或地方集采范围，降价压力持续释放，相关品种国产中标份额提升显著，未来有望保持快速增长，一方面建议重点关注集采即将出清的骨科龙头，如三友医疗 (-7.30%)，同时看好电生理领域持续进口替代，包括微电生理 (+23.21%)、惠泰医疗 (+25.63%) 等。

图表 20：2024 前三季度高值耗材板块业绩表现（亿元，截至 11 月 10 日）

证券代码	证券简称	市值	营业收入				扣非归母净利润			
			2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 同比增速	2024Q3 同比增速	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 同比增速	2024Q3 同比增速
688617.SH	惠泰医疗	330.16	15.25	5.24	25.63	23.05	5.08	1.80	41.08	53.18
300003.SZ	乐普医疗	245.42	47.85	14.02	-23.55	-28.41	7.34	0.87	-42.91	-77.19
300529.SZ	健帆生物	267.53	21.96	7.00	47.76	47.74	7.54	2.28	86.49	61.34
300595.SZ	欧普康视	182.12	14.31	5.48	8.44	1.55	4.73	1.90	0.40	-7.74
688050.SH	爱博医疗	191.40	10.75	3.90	60.94	49.11	3.04	1.05	27.41	22.88
688366.SH	昊海生科	164.24	20.75	6.70	4.69	0.22	3.21	0.91	5.53	-22.02
688198.SH	佰仁医疗	172.27	2.92	1.02	13.57	13.25	0.55	0.23	-10.85	-5.83
688016.SH	心脉医疗	127.63	9.70	1.82	9.13	-31.65	5.02	1.15	37.37	9.56
688029.SH	南微医学	140.62	20.12	6.79	15.31	13.44	4.46	1.40	18.11	17.82
002901.SZ	大博医疗	143.95	15.29	5.65	35.88	50.38	2.11	0.89	297.20	862.68
688351.SH	微电生理-U	100.61	2.91	0.93	23.21	-1.54	-0.01	-0.02	95.69	67.09
688161.SH	威高骨科	122.00	10.83	3.33	0.07	20.06	1.59	0.70	37.00	675.53
688236.SH	春立医疗	54.70	5.08	1.28	-35.84	-49.03	0.44	-0.22	-72.82	-142.69
688108.SH	赛诺医疗	47.13	3.18	1.05	30.20	25.76	-0.29	-0.16	41.65	-14.05
300653.SZ	正海生物	42.84	2.91	0.93	-9.46	-4.06	1.08	0.33	-26.67	-14.75
688085.SH	三友医疗	53.72	3.33	1.21	-7.30	57.30	0.03	0.05	-94.50	675.10
300326.SZ	凯利泰	42.38	7.50	2.74	1.86	28.29	0.44	0.19	-45.67	62.25
300238.SZ	冠昊生物	38.98	2.78	0.88	-9.97	-9.88	0.20	0.01	-46.88	-87.55
301033.SZ	迈普医学	33.87	1.91	0.69	30.98	14.70	0.46	0.18	108.37	44.96
301290.SZ	东星医疗	25.49	3.16	1.02	1.58	-6.27	0.43	0.12	-15.45	-31.13
688613.SH	奥精医疗	24.47	1.48	0.48	-19.22	-26.71	-0.08	-0.10	-119.92	-166.08
688314.SH	康拓医疗	23.70	2.40	0.87	16.22	21.41	0.66	0.26	11.63	18.96
688013.SH	天臣医疗	16.43	2.02	0.69	11.22	27.94	0.39	0.13	47.77	166.34
300453.SZ	三鑫医疗	42.89	10.82	3.96	16.38	13.69	1.52	0.57	18.84	16.29

来源：WIND，中泰证券研究所

低值耗材：增长趋势延续，看好海外 OEM/ODM 模式持续放量

- **低基数下快速增长趋势有望延续。**2024 前三季度低值耗材子板块收入增长 13.17% (+20.16pp)，扣非净利润增长 36.04% (+69.49 pp)，其中 24Q3 板块收入增长 19.76% (+23.63pp)，扣非净利润增长 70.74% (+114.62%)，业绩增长显著，一方面是部分以 OEM/ODM 为主要商业模式的企业在经历 1 年左右下游客户去库存的负面影响后，于 2024Q1 陆续恢复增长趋势；另一方面部分防护产品为主（如防护手套）的企业，在经历疫后产能过剩和价格持续触底后，进入量价齐升状态，驱动业绩持续向好。前三季度国内终端诊疗在高基数叠加反腐等政策影响，恢复进度可能略慢于海外，因此我们更看好具备强出海能力（客户积累+海外产能）的低耗企业，尤其是国内 OEM/ODM 为主的企业不断进入外资龙头供应链体系，有望带来中期持续高成长，建议重点关注美好医疗 (+10.86%)、维力医疗 (+8.53%) 等。

图表 21: 2024 前三季度低值耗材板块业绩表现 (亿元, 截至 11 月 10 日)

证券代码	证券简称	市值	营业收入				扣非归母净利润			
			2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 同比增速	2024Q3 同比增速	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 同比增速	2024Q3 同比增速
600529.SH	山东药玻	171.94	38.25	12.39	4.12	-0.99	6.89	2.34	16.72	4.28
300677.SZ	英科医疗	181.32	70.98	25.86	40.79	48.04	6.01	1.14	284.21	890.84
300151.SZ	昌红科技	112.47	7.82	2.99	5.84	32.74	0.63	0.29	76.70	1,396.22
301087.SZ	可孚医疗	82.72	22.49	6.90	5.87	14.09	2.19	0.53	12.59	123.78
002382.SZ	LFYL	56.40	46.54	16.49	29.85	24.68	-2.49	-0.62	43.61	51.00
603301.SH	振德医疗	63.50	31.25	10.83	-2.61	19.92	2.25	0.64	-20.59	5.19
002950.SZ	奥美医疗	55.35	24.50	8.68	21.39	46.80	2.44	0.74	15.22	74.33
605369.SH	GDYL	50.65	8.36	2.82	17.31	10.94	1.39	0.46	70.42	63.28
300981.SZ	中红医疗	52.61	18.38	6.90	16.22	18.35	-0.00	0.04	99.61	228.71
603222.SH	济民医疗	40.17	6.83	2.17	0.74	-6.97	0.27	0.02	-32.47	-13.91
301122.SZ	采纳股份	25.79	2.92	0.98	-0.50	-16.14	0.41	0.19	-44.09	-45.02
301093.SZ	华兰股份	30.69	4.23	1.39	-6.82	-7.81	0.36	0.11	-25.98	-11.20
603987.SH	康德莱	34.13	17.05	5.82	-9.05	-2.10	1.62	0.59	-8.72	20.16
603309.SH	维力医疗	39.42	10.60	3.84	8.53	18.16	1.60	0.59	21.18	19.66
300314.SZ	戴维医疗	37.18	4.03	1.37	-12.21	-3.21	0.59	0.14	-44.47	-38.57
603976.SH	正川股份	25.37	6.10	1.49	-8.72	-32.36	0.48	0.07	79.28	64.50
301097.SZ	天益医疗	26.78	3.12	1.08	13.26	12.34	-0.01	-0.08	-104.07	-794.82
300030.SZ	阳普医疗	20.96	4.21	1.28	-10.78	-15.94	-0.13	-0.05	-267.62	60.87
688026.SH	洁特生物	20.94	3.91	1.55	18.56	16.22	0.44	0.19	330.98	97.28
301234.SZ	五洲医疗	19.58	3.43	1.30	-17.38	-5.48	0.27	0.09	-48.42	-48.20
301363.SZ	美好医疗	133.87	11.57	4.50	10.86	55.68	2.48	0.85	-11.15	55.51

来源: WIND, 中泰证券研究所

重点关注细分板块: 内镜设备消化渠道库存, ICL、骨科有望迎来拐点

- 内窥镜设备消化渠道库存短期业绩承压, 内镜耗材受海外业务加速驱动增长显著。**2024 前三季度子板块收入增长 5.53%, 扣非净利润下降 22.75%, 其中 2024Q3 板块收入增长 5.24%, 扣非净利润下降 25.90%, 消化内镜设备在整体招投标放缓+渠道去库存下短期承压, 我们预计 2025 年起相关龙头如开立医疗 (-4.74%, 2024 年前三季度营收增速, 下同)、澳华内镜 (+16.79%) 有望轻装上阵, 内镜下耗材如南微医学 (+15.31%)、安杰思 (+23.53%) 等在海外持续增长带动下, 保持快速增长趋势。
- 第三方医学实验室受后新冠负面影响 (高基数、应收减值) 业绩承压, 24Q3 经营性净利率环比持续改善。**2024 前三季度子板块收入下降 10.23%, 扣非净利润下降 111.17%, 其中 2024Q3 板块收入下降 11.69%, 扣非净利润下降 167.96%, 表现业绩低迷主要受同期新冠业务基数, 以及新冠应收计提减值影响, 同时行业竞争加剧叠加 DRG 等政策扰动, 板块龙头金城医学 (-10.95%)、迪安诊断 (-10.05%) 短期继续承压, 但从 24Q3 毛利率、经营性净利率 (还原新冠应收减值) 趋势看, 龙头企业盈利能力持续改善, 我们认为行业基本面基本触底, 未来有望边际持续向好。
- 骨科耗材集采影响边际改善。**2024 前三季度子板块收入增长 3.29%, 扣非净利润增长 1.30%; 其中 24Q3 子板块收入增长 19.06%, 扣非净利润增长 124.73%, 随着集采规则趋于温和, 集采执行周期后, 头部企业大博医疗 (+35.88%)、三友医疗 (-7.30%) 等企业风险陆续释放。
- 心血管及神经介入整体趋势向好, 持续看好电生理板块。**2024 前三季度子板块收入下降 10.97%, 扣非净利润下降 12.53%, 其中 2024Q3 子板块收入下降 17.50%, 扣非净利润增长 36.36%, 板块业绩略有下滑, 主要因行业收入占比较高的乐普医疗 (-23.55%) 的药品业务受零售药店政策、集采、反腐等影响大幅下降, 心血管介入业务实现依然实现较好增长, 其他细分如微电生理 (+23.21%)、惠泰医疗 (+25.63%) 等持续业绩亮眼。
- 康复设备短期受招投标放缓影响较大。**2024 前三季度子板块收入增长 0.63%, 扣非净利润下降 10.00%; 2024Q3 子板块收入下降 2.72%, 扣非净利润下降 23.13%。受前三季度招投标放缓影响, 翔宇医疗 (-6.50%)、伟思医疗 (-12.06%) 等均收到一定影响。

图表 22: 2024 前三季度&2024Q3 医疗器械细分领域表现

内窥镜系统		2024Q1-03收入增速 (%)	2024Q1-03扣非净利润增速 (%)	24Q3收入增速 (%)	24Q3扣非净利润增速 (%)
300633.SZ	开立医疗	-4.74	-73.21	-9.18	-242.34
688677.SH	海泰新光	-15.30	-19.60	-9.39	-2.79
688212.SH	澳华内镜	16.79	-55.24	5.39	309.81
688029.SH	南微医学	15.31	18.11	13.44	17.82
688013.SH	天臣医疗	11.22	47.77	27.94	166.34
688581.SH	安杰思	23.53	36.52	15.34	12.61
板块合计		5.53	-22.75	5.24	-25.90
ICL		2024Q1-03收入增速 (%)	2024Q1-03扣非净利润增速 (%)	24Q3收入增速 (%)	24Q3扣非净利润增速 (%)
300244.SZ	迪安诊断	-10.05	-72.18	-11.89	-60.76
603882.SH	金城医学	-10.95	-77.23	-13.15	-94.62
300639.SZ	凯普生物	-28.26	-276.98	-17.47	-466.27
301060.SZ	兰卫医学	3.95	-249.54	-0.04	-2,781.68
板块合计		-10.23	-111.17	-11.69	-167.96
骨科耗材		2024Q1-03收入增速 (%)	2024Q1-03扣非净利润增速 (%)	24Q3收入增速 (%)	24Q3扣非净利润增速 (%)
002901.SZ	大博医疗	35.88	297.20	50.38	862.68
300326.SZ	凯利泰	1.36	-45.67	28.29	62.25
688161.SH	威高骨科	0.07	37.00	20.06	675.53
688236.SH	春立医疗	-35.84	-72.82	-49.03	-142.69
688314.SH	康拓医疗	16.22	11.63	21.41	18.96
688085.SH	三友医疗	-7.30	-94.50	57.30	675.10
板块合计		3.29	1.30	19.06	124.73
心血管及神经介入		2024Q1-03收入增速 (%)	2024Q1-03扣非净利润增速 (%)	24Q3收入增速 (%)	24Q3扣非净利润增速 (%)
300003.SZ	乐普医疗	-23.55	-42.91	-28.41	-77.19
688016.SH	心脉医疗	9.13	37.37	-31.65	9.56
688198.SH	佰仁医疗	13.57	-10.85	13.25	-5.83
688617.SH	惠泰医疗	25.63	41.08	23.05	53.18
688351.SH	微电生理-U	23.21	-	-1.54	-
688108.SH	赛诺医疗	30.20	41.65	25.75	-14.05
板块合计		-10.97	-12.53	-17.50	-36.36
康复设备		2024Q1-03收入增速 (%)	2024Q1-03扣非净利润增速 (%)	24Q3收入增速 (%)	24Q3扣非净利润增速 (%)
688389.SH	普门科技	5.89	29.11	6.45	29.01
688580.SH	伟思医疗	-12.06	-24.92	-10.54	-2.88
688626.SH	翔宇医疗	-6.50	-60.88	-18.51	-84.27
688273.SH	麦澜德	13.81	22.81	18.75	0.46
板块合计		0.63	-10.00	-2.72	-23.13

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资建议与风险提示

- 投资建议:** 国内医疗器械行业依然处于快速发展阶段, 短期在诊疗高基数和政策扰动下整体行业持续承压, 但我们依然看好创新驱动下的进口替代以及全球化发展, 当前时间点我们预计多重负面已经充分释放, 未来边际趋势有望持续向好。我们一方面持续看好在政策扶持以及技术驱动下, 竞争力不断提升, 加速进口替代, 有望持续快速放量的国产创新品牌, 包括**迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、惠泰医疗**等; 另一方面我们建议结合政策进展、行业供需格局、公司经营节奏等, 积极布局差异化细分龙头或者有边际向好变化的优质标的, 包括**三友医疗、美好医疗、诺唯赞、迪安诊断**等。
- 风险提示:** 产品市场推广不达预期风险; 政策变化风险; 行业数据进行了一定的筛选和划分, 存在与行业实际情况偏差风险等。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。