

中加基金薛杨：医疗设备景气度提升拐点将至 中高端设备龙头公司或更具优势

作者：中加基金研究员薛杨 转载于：证券市场·红周刊

摘要：疫情防控常态化阶段，医疗设备板块景气度逐渐提升，尤其是细分市场建立显著竞争优势的龙头公司。

自去年 6 月底冲高回落后，医疗设备板块经过一年多震荡调整，估值已经得到比较充分消化。目前无论是绝对估值水平，还是与医药整体估值比较，均已进入历史底部区域。随着压力释放和基本面拐点到来，加上行业发展空间打开，行业将迎来中长期配置机会，在细分市场建立了显著竞争优势的龙头公司值得关注。

细分赛道利好不断医疗设备板块行业景气度提升

医疗设备行业正迎来前所未有发展机遇。“新基建+医院”扩建周期带来需求端扩容，政策对国产设备支持加速国产设备放量，国产设备的技术进步也为其进入高端市场提供支持，加上出口态势良好，行业未来几年有望进入高速发展期。

首先，新基建与医院扩张周期为医疗设备需求增长先后提供了支持。2018 年开始，医院开始了新一轮的扩张周期，且三级医院表现出更高增速，这尤其为高端医疗设备带来新的增量空间。2020-2021 年疫情期间，防疫相关设备大幅增长，集中于 ICU、发热门诊建设的医疗新基建带来了第一波需求扩张，主要包括监护、CT、移动 DR，但由于采购资金有限，部分非新基建的医疗设备需求比如 MR、内窥镜实际是被压制的。随着诊疗量的逐渐恢复，新基建的需求已经得到部分兑现，预计这轮医院扩张周期带来的采购需求将集中释放。

其次，政策对国产设备的鼓励和支持方向清晰且持续。2021 年高层发布指导文件，要求“国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平”。此后部门层面也作了各项细化，各地方陆续出台了相关落地细则。这些政策对国产设备放量的推进是显而易见的。一方面，历史上很多国产设备作为后进者，即使质量达到进口设备水平，放量也非常缓慢，而对国产设备的鼓励大幅提高了国产替代速度。另一方面，进口论证也增加了进口产品相对成本，国产设备在性价比、保修等方面，优势会更加凸显。再次，多年技术沉淀推动国产医疗设备进入密集突破期。以 PET/CT 为例，某国产龙头公司的核心产品 uEXPLORER 率先实现了国际领先的突破，轴向视野达到

了 194cm，甚至实现了更加前沿的科研端的销售。此外在监护、超声、内窥镜、MR、CT 等领域，国产公司均实现了高端产品的突破甚至超越。上游的核心电子器件国产化进度与整机比相对落后，但也有很多实现了进口替代，比如 X 线探测器、磁体、闪烁晶体。国产医疗设备的技术突破时间有先后，会导致替代进度差异，而从长时间维度来看，这种技术突破一旦开始，就很难停止。

此外，国产医疗设备的出口业务也实现了新的突破。2020 年疫情下，海外对监护仪、呼吸机等防疫设备的需求出现爆发，国内相关企业出口业务迅速增长，龙头企业即使 2021 年防疫设备需求回落，也依然在高基数下保持了稳定的收入。另一方面，非防疫相关设备公司的出口在 2021 年海外疫情反复的情况下，依然恢复迅速。此外，欧美高端设备市场也得到了突破，如某 CT 龙头公司在问询函回复中披露，2019-2021 欧美市场 CT 的销量分别为 8、10、36 台。欧美 CT 的需求大部分来自于存量替换，这意味着国产医疗设备在与进口企业的直接竞争中，已初具实力。

表 1 部分医疗设备公司的海外收入及增速

年份	海外收入/百万元				同比增速				18-21CAGR
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	
迈瑞医疗	3518	7022	9916	10010	14%	100%	41%	1%	42%
联影医疗	43	99	240	511		128%	143%	113%	128%
开立医疗	605	663	496	666	25%	10%	-25%	34%	3%
祥生医疗	246	293	272	345	21%	19%	-7%	27%	12%

数据来源:wind、中加基金

行业短期处于高景气中长期也具有很高确定性

医疗设备需求对应的是终端的医疗诊断和治疗需求，其会随着医疗需求的增长持续增长，不会受人口结构和疾病谱系变化的影响，以 CT 和 MR 为例，中国的人均保有量离发达国家还有极大差距，至少在追上发达国家之前，医疗设备行业不用担心空间问题。

从海外经验看，医疗设备公司通常呈现强者恒强的特点，这与医疗设备医工同源的特点是高度相关的。而医工同源是指，医疗设备实现销售后，使用端的反馈会反过来促进研发端产品的进步，成为医疗设备公司的技术沉淀的一部分。这极大地增加了潜在竞争者的进入成本。需求端的高确定性以及供给端良好的格局，保障了医疗设备公司的长久期价值。

表2 部分医疗设备上市公司营收利润情况一览

证券代码	证券简称	2022Q1 营收	2022Q1 净利润	2022Q1 净利润同比增长率	2022 年中期业绩预告摘要
300760.SZ	迈瑞医疗	6943	2105	23%	
688271.SH	联影医疗（拟上市）	1,659	306	2%	净利润 74454-87403 万元，同比增长 15-35%（摘自招股书）
300633.SZ	开立医疗	371	51	41%	净利润 16000-20000 万元，同比增长 46.7-83.4%
688677.SH	海泰新光	93	36	37%	
688358.SH	祥生医疗	100	25	9%	净利润 7100-7851 万元，同比增长 50.5-66.4%

数据来源:wind、中加基金

业绩拐点将至 行业高估值逐步消化

医疗设备板块近一年股价承压，主要在于市场对基本面的忧虑。2020 年防疫设备出口强劲，导致业绩基数较高，而 2021 年医院采购需求被压制，未达市场预期，这些负面因素接下来有望逐渐消除，我们预计医疗设备行业正迎来业绩拐点。

从具体标的的选择上，可重点关注在细分市场建立了显著竞争优势的龙头公司，这会表现在公司的市占率上，最好的情况是市场国产化率尚低、且公司份额开始明显增加。

这里需要注意的是，即使是同一产品，由于中高端设备和低端设备单价差异较大，实际上可以视为两个不同的市场，我们应该重点关注在中高端领域实现突破的公司。其次，平台化公司拥有更强的抗风险能力以及久期价值，中长期确定性更强。此外，还应关注公司的国际化进展，海外市场的开拓能给公司带来更大弹性。

(作者系中加基金研究员。文章仅代表作者个人观点。)