

高端医疗正起航，国产设备迎拐点

证券研究报告

2021 年 12 月 06 日

医疗器械&医疗服务行业 2022 年度策略报告

● 核心结论

2022 年我们持续看好“科研试剂进口替代、国产高端医疗设备迎来拐点、医疗消费升级”三条主线。中国医疗器械销售规模从 2016 年的 3700 亿元增长至 2019 年的 6882 亿元，年均复合增长率为 18%。新冠疫情防控需求增加，国内医疗器械企业蓬勃发展，国家政策大力支持国产医疗设备限制并进口产品，国产设备有望迎来进院利好。展望 2022 年，我们继续看好“科研试剂进口替代、国产高端医疗设备迎来拐点、医疗消费升级”三条主线。

科研试剂：通用科研试剂行业：预计我国 2020 年政府属研究机构、高等院校科研试剂及实验耗材规模超 1000 亿元，若考虑企业经费投入，则该市场规模远超千亿元级别，潜在空间极大。国内企业以代理外资品牌、价格竞争作为主要竞争策略，进口替代、市场集中度提升是未来行业的长期趋势。**建议关注：阿拉丁。**生物科研试剂行业：我国生物科研试剂 2019 年市场规模为 136 亿元，增速远高于全球市场，科研客户占据市场主导，2019 年占比为 72.4%，跨国企业影响力较大，已形成规模化发展，国产企业目前正逐步扩大市场份额。**建议关注：诺唯赞。**

高端医疗设备：内窥镜：全球荧光硬镜增长较快，有助提升科室诊疗能力，全球荧光内窥镜占比逐年提升，逐步对白光硬镜产生替代。我国硬镜内窥镜市场增速在 10% 以上，目前主要由外资企业占据主要市场份额，多家国产企业致力于荧光硬镜产品的开发，厚积薄发。**建议关注：海泰新光。**内窥镜：全球及中国软性内窥镜市场销售额稳步上升，中国增速高于全球，软镜市场目前主要受消化系统疾病高发、胃肠镜开展率低等因素驱动，市场仍然主要由国外品牌占据，国产产品总体性能逐步追上外资产品，具有较高性价比。**建议关注：澳华内镜。**口腔扫描仪：2025 年接近百亿市场，国产企业迎来新的发展机遇。**建议关注：先临三维。**

医疗消费行业：隐形正畸产业链：中国的隐形矫治市场仍处于萌芽阶段，增长潜力较大，在供给端，隐形正畸相较传统正畸带来更高利润，医生效率得到提高。在需求端，目前愿意接受隐形正畸人数逐步增多，适应症亦不断扩大，且通过口腔扫描仪能够提高就医效率，供需两端均带动隐形正畸行业快速增长。**建议关注：时代天使。**辅助生殖：由于我国不孕症患病率逐年提升，国内辅助生殖市场规模、IVF 治疗周期数均保持较快速度增长，但我国辅助生殖渗透率相较国外发达国家仍有较大提升空间。辅助生殖行业具有明显的雪球效应，头部企业强者恒强。**建议关注：锦欣生殖。**

风险提示：竞争加剧风险，研发不及预期风险，疫情发展不确定性风险，技术迭代风险，医疗事故风险，政策风险，并购不及预期风险等

行业评级

超配

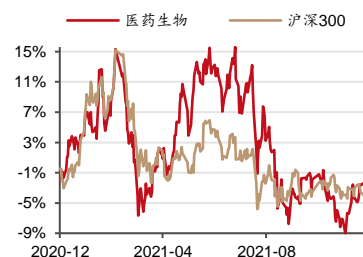
前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现 1 个月 3 个月 12 个月

医药生物	3.12	-1.22	-4.72
沪深 300	1.21	-0.66	-3.26

分析师



吴天昊 S0800520080002



13262686562



wutianhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

医药生物：中国医药崛起路，创新输出进行时——医药行业 2021 年度中期策略报告
2021-05-12

医药生物：医改新时代联翩而至，创新与消费两翼齐飞——医药行业 2021 年策略报告
2020-12-07

医药生物：BioNTech 的 mRNA 新冠疫苗 I/II 期结果积极——医药行业创新周报 7 月份第一期
2020-07-05

索引

内容目录

一、2022 年持续看好“科研试剂进口替代、国产高端医疗设备迎来拐点、医疗消费升级”三条主线	5
二、聚焦进口替代加速行业，科研试剂引领风潮	8
2.1 通用科研试剂：行业成长性好、规模已超千亿，进口替代是长期趋势	8
2.2 生物科研试剂：产品质量提升迅速，国产企业有望实现弯道超车	10
三、聚焦高端医疗设备行业，政策扶植下国产内窥镜企业有望实现高增长	14
3.1 内窥镜：荧光硬镜是全球发展趋势，国产企业厚积薄发	14
3.2 内窥镜：国产企业产品质量比肩日本三巨头，极具性价比	17
3.3 口腔扫描仪：2025 年接近百亿市场，国产企业迎来新的发展机遇	20
四、聚焦年轻消费属性，关注隐形正畸、辅助生殖等消费新理念	22
4.1 隐形正畸产业链：中国市场处于萌芽阶段，关注快速成长的国产企业	22
4.2 辅助生殖：辅助生殖行业赛道优质，头部企业强者恒强	24
五、投资建议	27
5.1 阿拉丁：短期业绩有所承压，长期增长逻辑不变	27
5.2 诺唯赞：国产分子类生物试剂领军企业，后疫情时代国产替代加速	28
5.3 海泰新光：疫情影响逐步消除，整机销售在即	28
5.4 通策医疗：疫情后公司业绩迅速恢复，蒲公英模式快速推进	29
5.5 锦欣生殖：2021H1 深圳美国表现出色，业务版图持续开拓	30
六、风险提示	31

图表目录

图 1：医疗器械板块营收及增速	5
图 2：医疗服务板块营收及增速	5
图 3：医疗器械行业年初至今指数变化情况	6
图 4：2016-2021 中国医疗器械市场规模及预测	6
图 5：国内政府属研究机构、高等院校科研试剂及实验耗材市场规模	9
图 6：2018 年全国研究与试验发展经费支出主体分类结构	9
图 7：国内科研试剂竞争格局	9
图 8：国内科研试剂流通品种和德国默克比较（万种）	9
图 9：全球生物科研试剂市场规模（亿美元）	10
图 10：中国生物科研试剂市场规模（亿元）	10
图 11：中国生物科研试剂市场按用户类型拆分	11
图 12：中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分（2019 年）	11

图 13: 中国分子类试剂市场规模及预测	11
图 14: 中国基于 NGS 的 NIPT 市场规模	12
图 15: 中国基于 NGS 的肿瘤市场规模	12
图 16: 中国分子诊断市场规模	12
图 17: 中国 IVD 产业技术生命周期	13
图 18: 2020 中国生物试剂（分子类）市场竞争格局	13
图 19: 2020 中国国产品牌生命科学试剂（分子类）市场竞争格局	13
图 20: 全球内窥镜行业市场（亿美元）	14
图 21: 全球荧光硬镜市场规模（亿美元）	15
图 22: 全球荧光硬镜市场份额	15
图 23: 全球荧光硬镜占比逐年提高	15
图 24: 中国白光硬镜市场规模	16
图 25: 中国白光硬镜竞争格局	16
图 26: 中国荧光硬镜市场规模（亿元）	16
图 27: 2019 中国荧光硬镜市场份额	16
图 28: 全球软性内窥镜市场销售额规模（亿美元），2011-2019E	17
图 29: 中国软性内窥镜市场销售额规模（亿人民币），2015-2025E	17
图 30: 中国男性癌症发病率前十	18
图 31: 中国女性癌症发病率前十	18
图 32: 中国与部分发达国家胃镜开展率（1/10 万）比较	18
图 33: 中国与部分发达国家肠镜开展率（1/10 万）比较	18
图 34: 全球软镜市场竞争格局，2018	19
图 35: 中国软镜市场竞争格局，2018	19
图 36: 口扫仪应用场景	20
图 37: 国内外口腔企业营收情况	21
图 38: 口扫国内市场国内品牌销量和销售情况	21
图 39: 公司产品软硬件一体化	22
图 40: 公司主营产品情况	22
图 41: 全球正畸市场规模（零售端）	22
图 42: 中国正畸市场规模（零售端）	22
图 43: 中美错颌畸形案例总数以及已治疗案例数对比	23
图 44: 中美已治疗案例数中传统正畸、隐形正畸疗法对比	23
图 45: 隐适美认证医生证书式样	24
图 46: 用户展示隐适美-作为一种时尚的标志	24
图 47: 国内隐形正畸竞争格局（2020 年 Q1-3，案例数）	24
图 48: 中国辅助生殖服务市场规模（亿美元）	25
图 49: 中国进行的 IVF 周期数（万个）	25
图 50: 中国不孕症患病率逐年提高	25
图 51: 美国不孕症患病率逐年提高	25

图 52: 中国辅助生殖渗透率逐年提高	26
图 53: 美国辅助生殖渗透率逐年提高	26
图 54: 中国辅助生殖患者流	26
图 55: “雪球效应有利于行业巨头发展”	27
表 1: 2020 年-2021 年 5 月国家药品监督管理局批准的创新医疗器械	7
表 2: 澳华内镜与国内外主要竞争对手比较	19
表 3: 国内外主要竞争对手新代软镜产品终端价格对比（一套完整的软性内窥镜产品包括一套主机、一条电子胃镜 一条电子肠镜、其他配套产品）	20
表 4: 2025 年不同情形下，口扫行业设备市场规模	21
表 5: 阿拉丁核心指标	28
表 6: 诺唯赞核心指标	28
表 7: 海泰新光核心指标	29
表 8: 通策医疗核心指标	29
表 9: 锦欣生殖核心指标	30

一、2022 年持续看好“科研试剂进口替代、国产高端医疗设备迎来拐点、医疗消费升级”三条主线

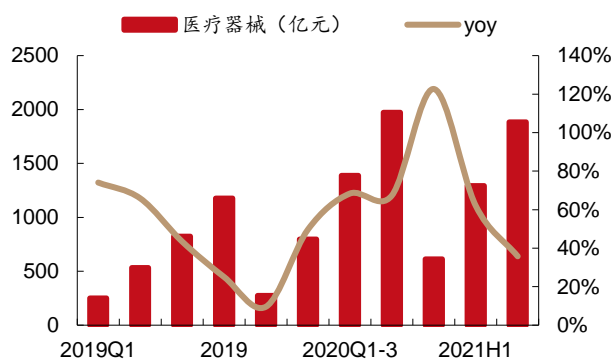
1) 医疗器械及服务 2020 年及 2021 年 Q1-3 业绩回顾：

根据申万医药分类，医疗器械板块 2020 年实现营业收入 1971.96 亿元，同比增长 67.35%；21Q1-3 实现营业收入 1883.62 亿元，同比增长 35.76%，增速较 2020 年度有所下滑；医疗服务板块 2020 年实现营业收入 744.63 亿元，同比增长 15.22%；21Q1-3 实现营业收入 752.05 亿元，同比增长 46.03%，增速较 2020 年明显上升。

医疗器械公司方面，2020 年新冠疫情下，诊断类企业如东方生物、万孚生物、圣湘生物、华大基因等通过相关新冠诊断试剂的海内外销售带来业绩的快速增长，设备类企业如迈瑞医疗、鱼跃医疗等通过呼吸机、监护仪等产品的海内外销售亦带来收入的明显提高，而 2021 年从二季度开始，随着疫苗接种率提高国内外疫情有所缓和，医疗器械公司抗疫类产品的销售开始放缓，且在去年同期的高基数下收入增速下滑较为明显，而此前也有部分择期诊断或手术的企业受到了疫情的冲击，疫情缓解后逐步开始恢复，我们预计非抗疫类医疗器械产品增速将逐步恢复。

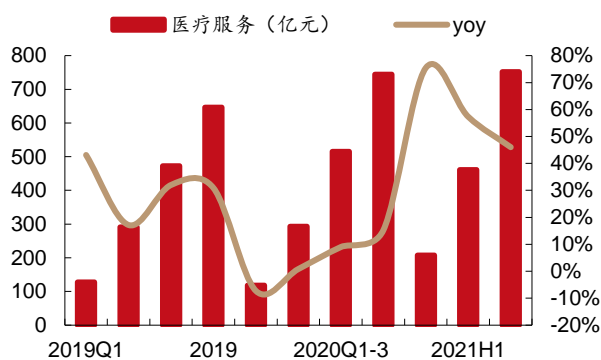
医疗服务公司方面，2020 年新冠疫情爆发后，全国大多地区采取了严格的居家隔离措施，导致医院门诊停诊，门诊量下滑明显，特别对于口腔、眼科等可以择期治疗的科室影响更大，基于此医疗服务类企业在 2020 年整体呈现收入增速放缓的趋势，而随着国内疫情逐渐好转，医疗服务类企业业绩在 2020 年下半年及 2021 年逐渐呈现复苏态势，2021 年 Q1-3 在 2020 年低基数下实现较快的增长。

图 1：医疗器械板块营收及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

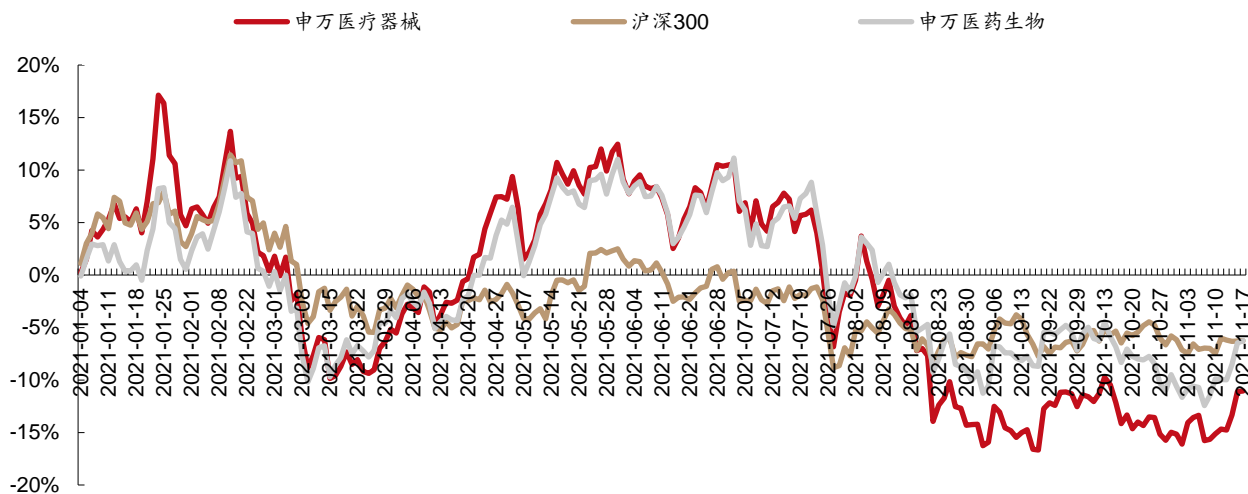
图 2：医疗服务板块营收及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从指数的走势看，2021 年 1 月 1 日至 2021 年 11 月 17 日，申万医疗器械指数收益率为 -11.04%，分别跑输沪深 300 指数、申万医药生物指数 4.79pct、4.78pct。2021 年 1-2 月，申万医疗器械指数震荡上行，主要是延续 2020 年疫情下医疗器械行业高景气，行业内企业防疫产品带来明显的业绩增量；2021 年 3-4 月行业整体回调较多，主要是由于前期抱团核心资产的医药标的处于高估值，医药整体回调明显；2021 年 5-6 月由于国内外疫情反复，医疗器械企业上半年业绩有明显增长，带动指数继续上行；2021 年 7-9 月，医疗器械行业相关集采政策频出，特别是安徽省 IVD 集采引发市场的担忧，导致指数快速下行；2021 年 9 月至今，IVD 集采、骨科集采结果公布，降价趋势较为温和好于市场预期，政策压力有所缓解，指数在之前的基础上有所震荡。

图 3: 医疗器械行业年初至今指数变化情况

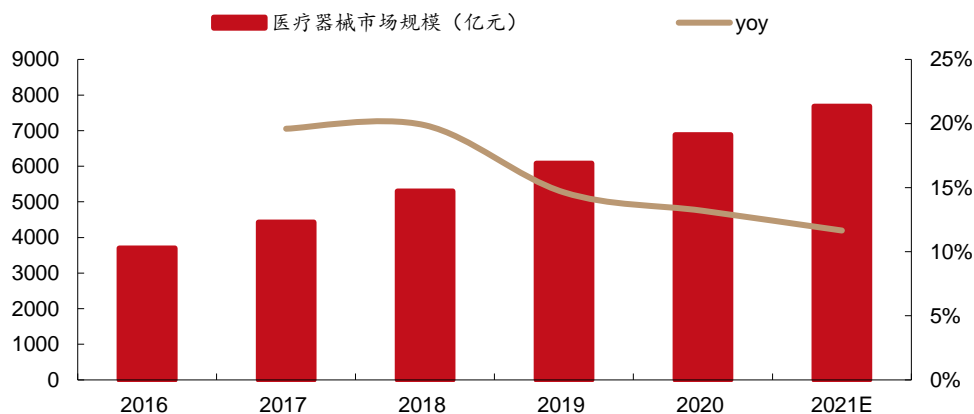


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2) 行业情况及重大政策回顾:

中国医疗器械行业市场高速增长, 后疫情时代有望迎来新机遇。中国是全球第二大医疗器械市场, 根据中商情报网数据显示, 中国医疗器械销售规模从 2016 年的 3700 亿元增长至 2019 年的 6882 亿元, 年均复合增长率为 18%, 且预测 2021 年中国医疗器械销售规模将达 7684 亿元。2020 年以来, 新冠疫情突袭而至, 在这场防控新冠肺炎疫情的斗争中, 医疗器械行业及时提供了大量诊断试剂、呼吸机、防护服、各类防护口罩等防护用品, 发挥了不可替代的作用。国家药品监督管理局不断深化医疗器械审评审批改革, 优化审评审批流程, 审评审批效率不断提高, 推动创新医疗器械产品加速涌现。展望未来, 我们医疗器械行业仍然处于“黄金发展期”, 前景广阔。

图 4: 2016-2021 中国医疗器械市场规模及预测



资料来源: 中商情报网, 西部证券研发中心

疫情下国产医疗器械出口竞争优势凸显, 进口增速放缓。根据中国医保商会统计, 2020 年我国医疗器械(含防疫物资)进出口贸易额为 1037.2 亿美元, 其中出口额为 732.04 亿美元, 同比增长 72.59%, 增长势头强劲。中国医疗器械出口额大增主要是因为不少国家产业链、供应链收到重创甚至停摆之际, 中国产业体系率先恢复正常运转, 出口竞争优势进一步凸显; 此外, 2020 年我国医疗器械进口额为 305.16 亿美元, 同比增长 1.72%, 受

到新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年医疗器械进口出现负增长，下半年部分市场逐步恢复，进口业务有所增长，进口产品中导管类耗材、体外诊断试剂和高端医疗设备是进口额最大的品种。

医疗器械审评审批效率进一步提高，创新医疗器械上市情况乐观。2020 年以来，国家药品监督管理局深化审评审批制度改革，优化审评审批流程，审评审批效率进一步提高，医疗器械审结任务整体按时限完成率达到 97%。根据国家药品监督管理局发布的信息，自 2014 年开始实施《创新医疗器械特别审批程序》以来，截至 2021 年 5 月底，共批准 91 家公司 109 个创新医疗器械上市，其中 2020 年批准注册 26 件，2021 年 1-5 月批准 10 件。

表 1：2020 年-2021 年 5 月国家药品监督管理局批准的创新医疗器械

序号	产品名称	生产企业	批准日期	所在地	注册证号
1	穿刺手术导航设备	医达极星医疗科技（苏州）有限公司	2020/1/14	苏州	国械注准 20203010034
2	冠脉血流储备分数计算软件	北京昆仑医云科技有限公司	2020/1/14	北京	国械注准 20203210035
3	人 EGFR/KRAS/BRAF/	厦门飞朔生物技术有限公司	2020/1/22	厦门	国械注准 20203400094
4	胚胎植入前染色体非整倍体检测试剂盒（半导体测序法）	苏州贝康医疗器械有限公司	2020/2/21	苏州	国械注准 20203400181
5	生物可吸收冠脉雷帕霉素洗脱支架系统	山东华安生物科技有限公司	2020/3/4	济南	国械注准 20203130197
6	药物球囊扩张导管	上海微创心脉医疗科技股份有限公司	2020/4/26	上海	国械注准 20203130445
7	心血管光学相干断层成像设备及附件	深圳市中科微光医疗器械技术有限公司	2020/4/28	深圳	国械注准 20203060446
8	RNF180/Septin9 基因甲基化检测试剂盒（PCR 荧光探针法）	博尔诚（北京）科技有限公司	2020/4/28	北京	国械注准 20203400447
9	等离子手术设备	湖南菁益医疗科技有限公司	2020/5/8	湖南	国械注准 20203010474
10	肿瘤电场治疗仪	NovoCure Ltd.	2020/5/11	以色列	国械注进 20203090269
11	经导管主动脉瓣膜系统	Edwards Lifesciences LLC	2020/6/5	美国	国械注进 20203130291
12	经导管二尖瓣夹及可操控导引导管	Abbott Vascular	2020/6/15	美国	国械注进 20203130325
13	糖尿病视网膜病变分析软件	上海鹰瞳医疗科技有限公司	2020/8/7	上海市	国械注准 20203210686
14	糖尿病视网膜病变眼底图像辅助诊断软件	深圳硅基智能科技有限公司	2020/8/7	深圳市	国械注准 20203210687
15	髋关节镀膜球头	中奥汇成科技股份有限公司	2020/8/20	北京	国械注准 20203130707
16	取栓支架	珠海通桥医疗科技有限公司	2020/9/7	广东省	国械注准 20203030728
17	血流储备分数测量设备	深圳北芯生命科技有限公司	2020/9/29	深圳市	国械注准 20203070774
18	压力微导管	深圳北芯生命科技有限公司	2020/9/29	深圳市	国械注准 20203070775
20	记忆合金钉脚固定器	兰州西脉记忆合金股份有限公司	2020.10.26	甘肃	国械注准 20203130823
21	冠脉 CT 造影图像血管狭窄辅助分诊软件	语坤（北京）网络科技有限公司	2020/11/3	北京	国械注准 20203210844
22	KRAS 基因突变及 BMP3/NDRG4 基因甲基化和便隐血联合检测试剂盒（PCR 荧光探针法-胶体金法）	杭州诺辉健康科技有限公司	2020/11/9	杭州	国械注准 20203400845
23	药物洗脱 PTA 球囊扩张导管	浙江归创医疗器械有限公司	2020.11.9	浙江省	国械注准 20203030857
24	周围神经修复移植术	江苏益通生物科技有限公司	2020.11.17	江苏省	国械注准 20203130898
25	肺结节 CT 影像辅助检测软件	杭州深睿博联科技有限公司	2020/11/30	杭州市	国械注准 20203210920
26	椎动脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	微创神通医疗科技（上海）有限公司	2020/12/17	上海市	国械注准 20203130971
27	髂动脉分叉支架系统	先健科技（深圳）有限公司	2021/1/12	广东	国械注准 20213130022
28	锚定球囊扩张导管	湖南埃普特医疗器械有限公司	2021/1/13	湖南	国械注准 20213030023
29	一次性使用血管内成像导管	苏州阿格斯医疗技术有限公司	2021/3/9	江苏	国械注准 20213060169
30	一次性使用电子输尿管肾盂内窥镜	北京北方腾达科技发展有限公司	2021/3/16	北京	国械注准 20213060175
31	幽门螺杆菌 23S rRNA 基因突变检测试剂盒（PCR-荧光探针法）	上海芯超生物科技有限公司	2021/4/1	上海	国械注准 20213400227
32	冠状动脉 CT 血流储备分数计算软件	深圳睿心智能医疗科技有限公司	2021/4/14	深圳	国械注准 20213210270

33	经导管主动脉瓣系统	沛嘉医疗科技(苏州)有限公司	2021.4.19	江苏省	国械注准	20213130275
34	临时起搏器	深圳市先健健康医疗电子有限公司	2021/4/26	广东	国械注准	20213120299
35	紫杉醇洗脱 PTCA 球囊扩张导管	浙江巴泰医疗科技有限公司	2021/4/30	浙江省	国械注准	20213030297
36	周围神经套接管	北京汇福康医疗技术股份有限公司	2021/4/30	北京市	国械注准	20213130298

资料来源: NMPA, 西部证券研发中心

国家政策大力支持国产医疗设备限制并进口产品, 国产设备有望迎来进院利好。2021 年 6 月 21 日, 广东省药品监督管理局发布《广东省粤港澳大湾区内地临床急需进口药品医疗器械管理暂行规定(草案)》, 草案提出, 即使是临床急需, 也只有三种特殊情况, 才能选择进口: (1) 未在中国内地批准注册的; (2) 已注册产品无法替代的; (3) 医院曾经采购的, 临床急需, 且具有临床应用先进性的。提出申请后, 需专家论证, 且只一年有效, 一旦产品在境外被召回, 国内也必须停用, 一系列举措反应了对于进口产品的谨慎应用和对国内产品的支持。2021 年 10 月, 国家财政部及工信部联合发布了《政府采购进口产品审核指导标准》(2021 年版), 通知明确规定了政府机构(事业单位)采购国产医疗器械及仪器的比例要求, 其中 137 种医疗器械全部要求 100% 采购国产; 12 种医疗器械要求 75% 采购国产; 24 种医疗器械要求 50% 采购国产; 5 种医疗器械要求 25% 采购国产, 在此基础上国产医疗设备配置有望迎来进院利好。

3) 未来主要投资策略及方向:

我们看好“科研试剂进口替代、国产高端医疗设备迎来拐点、医疗消费升级”三条主线。

1) 对于科研试剂行业来说, 我们认为是整个医药板块中为数不多的具有“行业空间成长性大、进口替代加速、政策相对免疫”等优点的优质赛道, 对于行业内逐步成长的国产企业, 产品已经拥有和外资抗衡的实力, 进口替代是必然趋势。2) 对于高端医疗设备企业来说, 内窥镜等高端器械设备具有技术壁垒高、国内起步晚等特点, 近年来国内也逐步涌现出了一批以海泰新光、开立医疗、迈瑞医疗为代表的具有较强研发能力的国产企业, 我们认为在医疗新基建的行业背景以及政府对于国产器械的大力扶持趋势下, 国产高端医疗设备企业有望实现弯道超车。3) 对于医疗消费类企业来说, 可选消费终端受政策压制的影响相对较小, 而老龄化、人均可支配收入提高的趋势下, 预计将带来行业需求的迅速上升。

二、聚焦进口替代加速行业, 科研试剂引领风潮

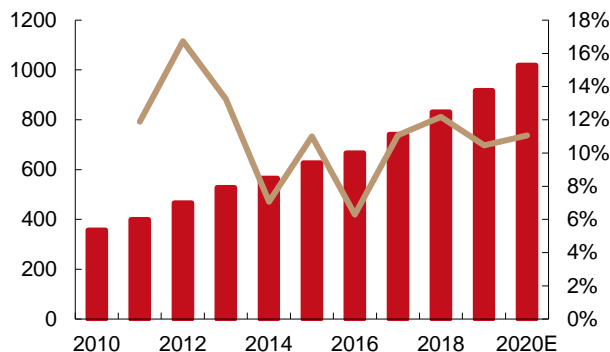
2.1 通用科研试剂: 行业成长性好、规模已超千亿, 进口替代是长期趋势

预计我国 2020 年政府属研究机构、高等院校科研试剂及实验耗材规模超 1000 亿元。2020 年根据国家科技基础条件平台中心资助项目“高校院所实验试剂需求分析与管理研究”基金项目调研发现, 科研试剂、实验耗材支出约占政府属研究机构、高等院校研究与试验发展(R&D)经费支出的 20%-25%左右。以科研试剂、实验耗材支出占政府属研究机构、高等院校 R&D 经费支出的 20%进行保守估计, 我国政府属研究机构、高等院校科研试剂及实验耗材规模从 2010 年的 357 亿元增长至 2019 年的 917 亿元, 年均复合增长率为 11.06%, 据此预计到 2020 年市场规模将达到 1,019 亿元。

若考虑企业经费投入, 则该市场规模远超千亿元级别, 潜在空间极大。我国 R&D 经费投入从活动主体上来看由企业、政府属研究机构及高等院校组成, 其中, 企业是 R&D 经费投入的绝对主力, 2018 年度全国 R&D 经费支出中企业占比达 77%。若再考虑企业 R&D 经费投入中的科研试剂及实验耗材支出, 则我国科研试剂及实验耗材市场规模将远超千亿元级别。

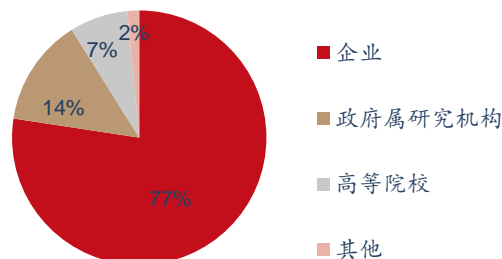
行业专题报告 | 医药生物

图 5: 国内政府属研究机构、高等院校科研试剂及实验耗材市场规模



资料来源: 国家统计局, 西部证券研发中心

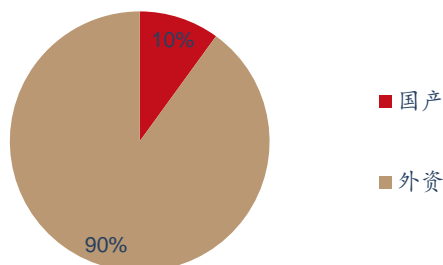
图 6: 2018 年全国研究与试验发展经费支出主体分类结构



资料来源: 国家统计局, 西部证券研发中心

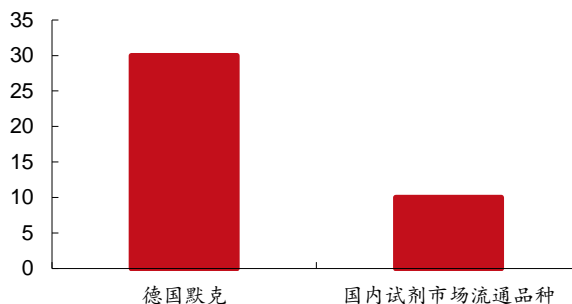
外资品牌占据科研试剂行业 90% 以上市场份额, 国内流通试剂品种数量较为有限。目前, 国内科学服务行业主要被国外知名企业所占据, 本土企业依靠地缘优势和较高性价比抢占了少量市场份额。根据国家科技基础条件平台中心资助项目“高校院所实验试剂需求分析与研究”基金项目调研发现, 在国内科研试剂市场, 国产试剂销售规模比例约为 10%, 仍有 90% 左右的市场为外资企业所占据。根据《2016-2017 年度试剂行业发展情况调研报告》, 德国默克 (Merck KGaA) 目前已经能提供 30 多万种产品, 而国内试剂市场流通品种约 10 万种, 国内试剂企业具有自主生产能力的试剂品种更为有限。

图 7: 国内科研试剂竞争格局



资料来源: 阿拉丁招股说明书, 西部证券研发中心

图 8: 国内科研试剂流通品种和德国默克比较 (万种)



资料来源: 阿拉丁招股说明书, 西部证券研发中心

国内企业以代理外资品牌、价格竞争作为主要竞争策略。目前, 国内厂商大多倾向于通过代理外资品牌的方式先做市场, 对客户需求和产品情况有了一定了解后再尝试进行进口试剂的复制或仿制 (大多是中低端试剂或者通用试剂), 同时以较低的价格销售, 市场主体以小型经销商为主, 100 多家销售额超 1 亿元的大型经销商和数以万计的销售低于 100 万元乃至 10 万元的小型经销商构成了中国科研试剂行业的主体, 在 2016 年统计的 56 家化学试剂生产企业中, 销售过亿的企业 18 家, 销售额在 3,000-9,000 万之间的企业有 38 家, 市场格局较为分散。也正是这种品牌代理的盛行, 一定程度上阻碍了科研试剂的国产化, 自主开发经验的缺乏导致国产企业在生产工艺、质量控制方面与外资品牌存在一定差距。此外, 在中低端产品方面, 国产企业与外资展开价格竞争, 虽在发展初期能够快速抢占市场份额, 但利润空间十分有限, 较难完成资本积累扩大生产规模。

进口替代、市场集中度提升是未来行业的长期趋势。经过近几年国家的产业政策支持, 国

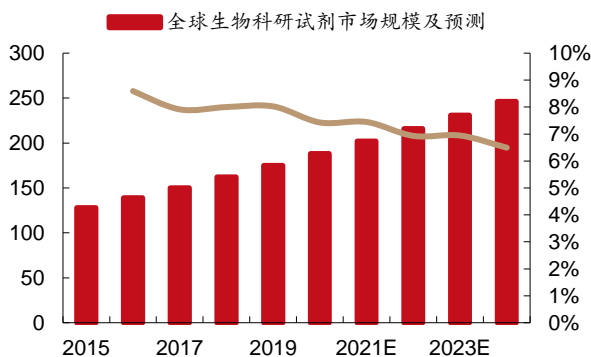
内也兴起了一批具有一定规模、拥有自主研发能力的科研试剂生产企业，这些企业将是未来国产产品替代进口的主要动力。在质量方面，部分国产企业已经与外资产品没有太大的差距，甚至部分产品超过外资水平，国产品牌接受度正逐渐提高；在价格方面，国内试剂品牌普遍低于外国品牌 15%-20%；在发货周期方面，由于外资品牌针对的是全球市场，中国国内的售后服务与发货周期效率方面明显较国内企业不足。此外，从海外科研服务行业的发展趋势来看，通过大量的并购重组，全球市场走向集中，我国目前行业格局较为分散，近几年许多小企业因为研发能力不足、产品丰富度欠缺、仓储条件达不到环保、安全要求陆续关闭，行业集中度有提升的趋势，国产龙头企业将充分享受行业红利，逐步打破进口垄断。

2.2 生物科研试剂：产品质量提升迅速，国产企业有望实现弯道超车

全球生物科研试剂市场规模 2019 年达到 175 亿美元，近 4 年复合增速为 8.1%。在生命科学研究的投入中，约 10%-15% 用于生物科研试剂的投入。从全球来看，生物科研试剂市场的整体规模在 2015 年为 128 亿美元，2019 年达到 175 亿美元，期间复合增速为 8.1%，预计于 2024 年达到 246 亿美元，2019-2024 年期间年均复合增长率为 7.1%。

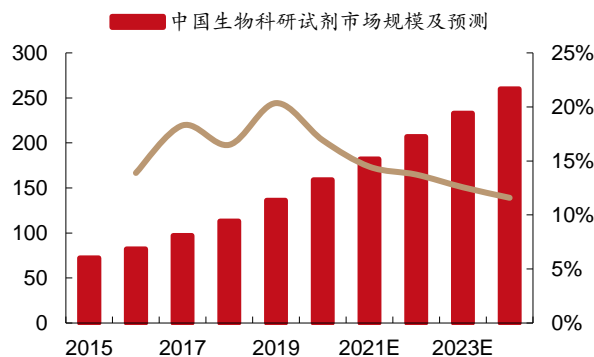
我国生物科研试剂 2019 年市场规模为 136 亿元，增速远高于全球市场。相比国外我国生物科研试剂行业发展较晚，但整体增速较快明显高于全球市场，2015 年市场规模为 72 亿元，2019 年达到 136 亿元，期间复合增速为 17.1%，预计到 2024 年市场规模将达到 260 亿元。

图 9：全球生物科研试剂市场规模（亿美元）



资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

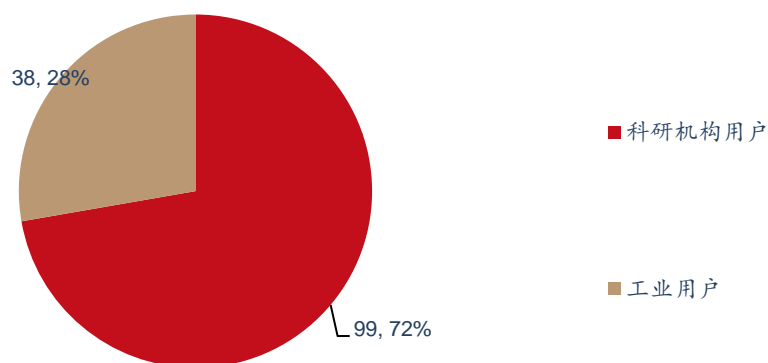
图 10：中国生物科研试剂市场规模（亿元）



资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

科研客户占据市场主导，2019 年占比为 72.4%。从终端市场客户结构看，主要可以分为工业客户和科研机构客户。工业用户一般使用生物试剂进行产品检测或研发，一般来说单次采购量较大；科研用户一般使用生物科研试剂进行教学或科学项目研究，对生物科研试剂的检测效率、准确度和质量标准要求较高，单次采购量不大。2019 年从生物科研试剂投入资金计算，我国科研机构用户占比为 72.4%，工业用户占比为 27.6%，科研客户占据市场主导。

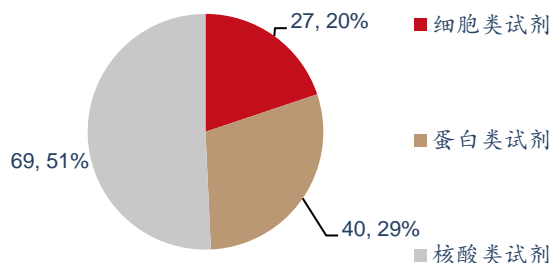
图 11：中国生物科研试剂市场按用户类型拆分



资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

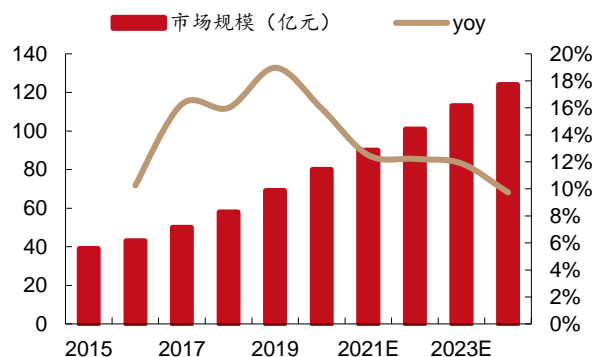
核酸类试剂是最大的细分市场，2019 年市场规模达到 69 亿元。我国生物科研试剂行业进一步细分可分为核酸类试剂、蛋白类试剂、细胞类试剂，从 2019 年数据看，核酸类试剂的市场规模占比最高为 50.9%，是生物科研试剂中最大的类别，蛋白类试剂、细胞类试剂的市场占比分别为 29.4%、19.7%。诺唯赞所处的细分赛道为核酸类试剂，该市场 2015 年市场规模为 39 亿元，2019 年达到 69 亿元，期间复合增速为 15.8%，2024 年预计将达到 124 亿元，增长前景广阔。

图 12：中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分（2019 年）



资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

图 13：中国分子类试剂市场规模及预测



资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

进口替代推进、下游应用发展、下游技术不断迭代等因素促进我国生物科研试剂行业快速增长：

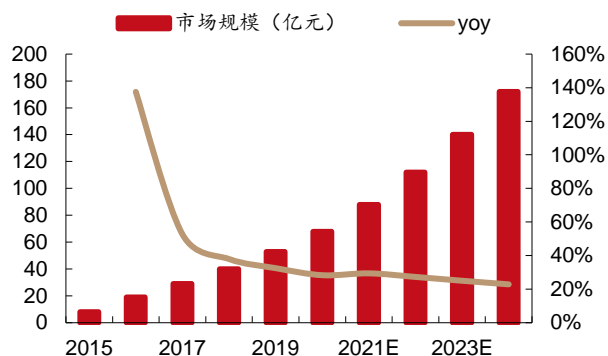
1) 进口替代的推进：目前科研机构用户及工业客户对于进口生物科研试剂依赖程度较高，在国际形势迅速变化的趋势下容易存在“卡脖子”风险，且疫情下进口产品存在价格上涨、供货紧张的现象，在此趋势下国内科研机构、企业更加倾向于性价比更高的国产试剂的选择。同时国家政策对国产企业也有较大扶持，鼓励本土生物试剂行业进行技术创新，打造自主可控的生物试剂供应链，进一步推动生物试剂的进口替代进程。

2) 下游应用的蓬勃发展（高通量测序、体外诊断）：高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发等生命科学的下游应用领域的蓬勃发展，推动了生物试剂行业市场规模的快速增长。

NGS 又称高通量测序，以高输出量和高解析度为主要特色，能够一次并行对几十万到几百万条 DNA 分子进行序列读取，在提供丰富的遗传学信息的同时，还可大大降低测序费

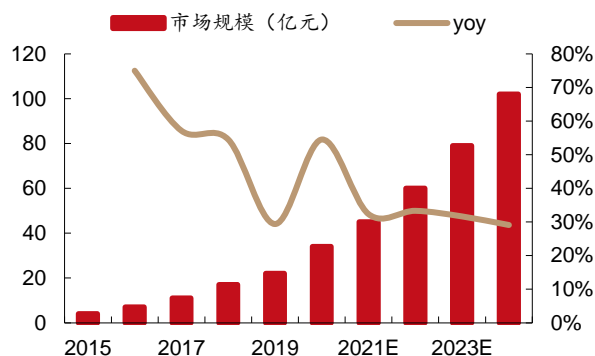
用、缩短测序时间,目前在医学领域的应用越来越广泛,主要包括无创产前基因检测(NIPT)、肿瘤诊断和治疗、生殖遗传筛查、流行病学研究等,目前临床应用较多且较成熟的为 NIPT 及肿瘤诊断和治疗。目前基于高通量测序的 NIPT 检测 2019 年市场规模为 52.5 亿元,近四年复合增速接近 60%;基于高通量测序的肿瘤诊断和治疗市场规模 2019 年为 22.3 亿元,近四年复合增速超过 40%。

图 14: 中国基于 NGS 的 NIPT 市场规模



资料来源: 诺唯赞招股说明书, 西部证券研发中心

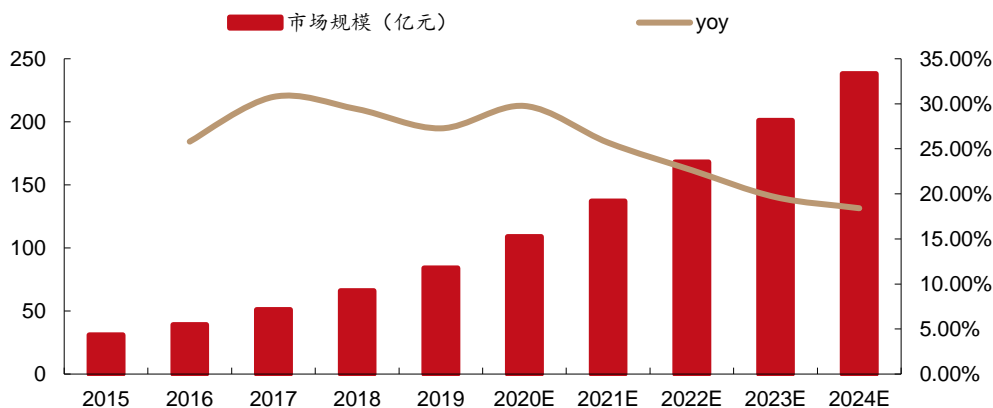
图 15: 中国基于 NGS 的肿瘤市场规模



资料来源: 诺唯赞招股说明书, 西部证券研发中心

在体外诊断领域, 诺唯赞销售的产品主要应用于下游生产分子诊断试剂, 分子诊断包括 PCR、原位杂交、基因芯片、基因测序等, 用于寻找遗传密码中的异常或变异, 我国分子诊断市场规模 2019 年达到 84 亿元, 2015-2019 年复合增速为 28.5%, 预计未来 5 年仍能保持 20%以上的复合增速。

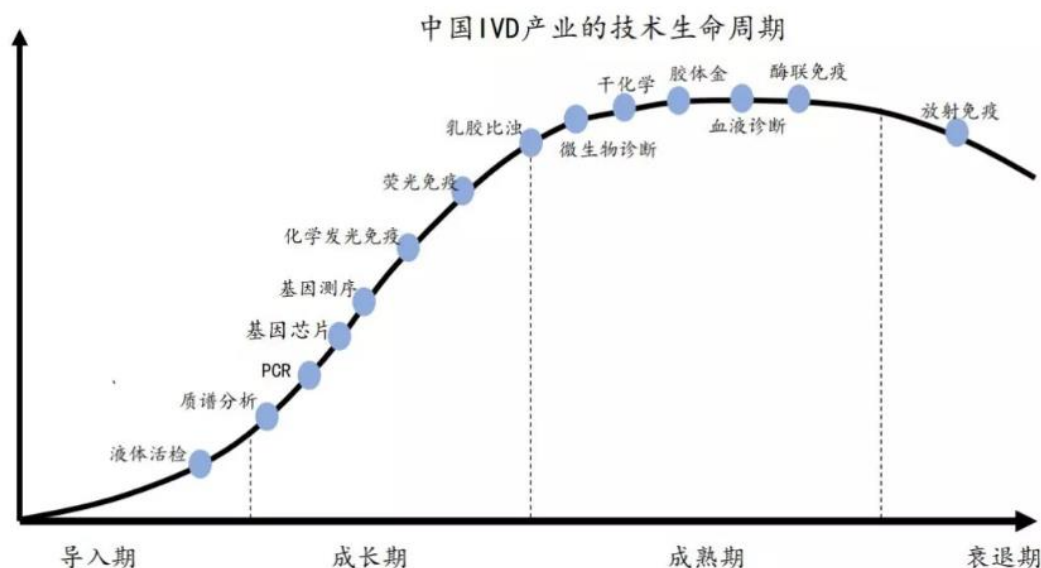
图 16: 中国分子诊断市场规模



资料来源: 诺唯赞招股说明书, 西部证券研发中心

3) 下游技术进步推动上游生物试剂需求增长: 我国 IVD 技术经历了传统化学反应、酶催化反应、免疫诊断、分子诊断等的发展历程, 灵敏度、特异性、准确性逐步提升, 检测速度大幅提升, 成本下降明显。特别是随着 2000 年第二代高通量测序技术的面试, 相应的高通量测序建库试剂也开始出现大量需求。未来, 随着生命科学领域新技术的不断发展, 相应配套的生物科研实际需求将会不断扩大, 生物试剂市场规模也会随之不断扩大。此外, 随着本次新冠疫情的原因, 也进一步促使国内分子诊断技术快速发展, 带来对于上游试剂需求的不断提升。

图 17：中国 IVD 产业技术生命周期



资料来源：《上市公司发展白皮书》，西部证券研发中心

跨国企业影响力较大，已形成规模化发展。从国际视角看，在美国、欧洲等发达国家或地区生物试剂行业已基本发展成熟，市场竞争格局较为稳定。行业内领先企业通过收购等方式形成规模化发展，行业集中度呈上升趋势，并诞生了一批具有世界影响力的跨国企业。相对于成熟的国际市场，我国生物试剂行业起步于上世纪 90 年代初，由于起步较晚，我国生物试剂行业企业与海外跨国企业相比存在一定的差距，我国生物试剂市场仍主要被进口产品占据。

国产企业逐步扩大市场份额，诺唯赞在国内厂商中排名第一。经过近 30 年的发展，我国出现了多个在部分细分领域能够与海外跨国企业进行一定竞争的代表性企业。尤其是随着供应链本地化愈发受到重视，国内生物试剂行业企业有望逐步扩大市场份额，面临良好的发展机遇。从整体看，2020 年在我国分子类生物试剂市场中，赛默飞、凯杰、宝生物、BioRad 四家外资市场份额分别为 18.5%、11.1%、6.8%、4.7%，合计占据超过 40% 市场份额，诺唯赞占有约 5% 的市场份额，排名第五，在国内厂商中排名第一；若单纯看国内分子生物试剂生产企业，整体格局较为分散，主要龙头企业包括诺唯赞、全式金、翊圣生物、爱博泰克、康为世纪等。

图 18：2020 中国生物试剂（分子类）市场竞争格局

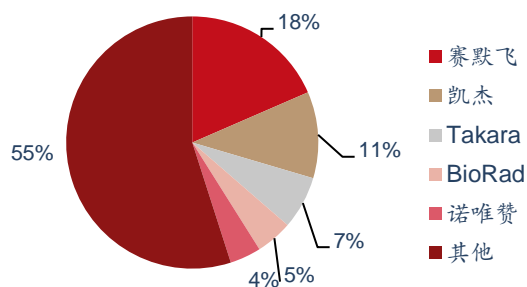
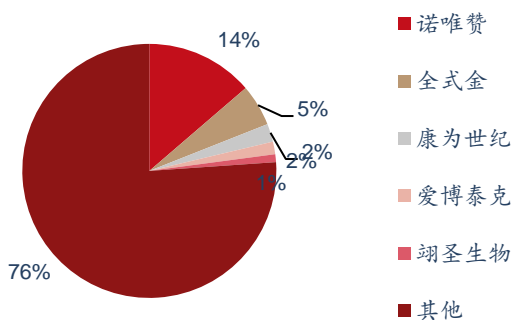


图 19：2020 中国国产品牌生命科学试剂（分子类）市场竞争格局



资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

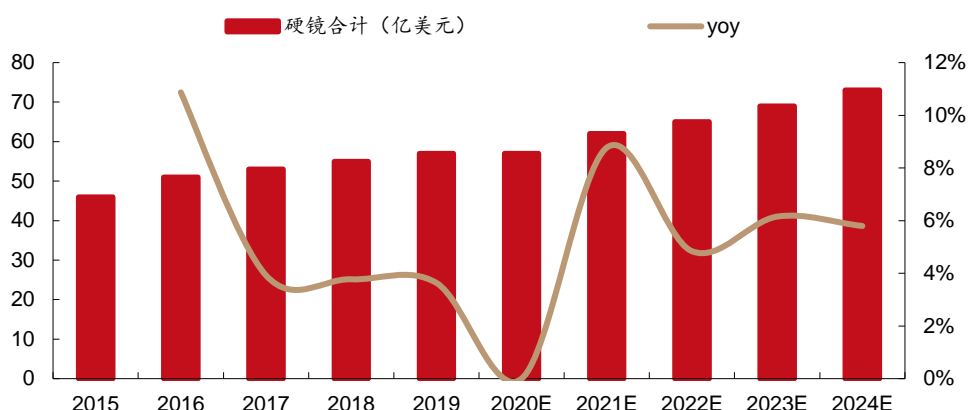
资料来源：诺唯赞招股说明书，西部证券研发中心

三、聚焦高端医疗设备行业，政策扶植下国产内窥镜企业有望实现高增长

3.1 内窥镜硬镜：荧光硬镜是全球发展趋势，国产企业厚积薄发

全球硬管式内窥镜行业市场（包括白光及荧光）：硬管式内窥镜的应用在全球范围内已经相对成熟，近年来保持稳定增速。全球硬镜的市场规模由 2015 年的 46.4 亿美元增长至 2019 年的 56.9 亿美元，期间年复合增长率为 5.2%；未来预计整体增速略微放缓，将以 4.9% 的年复合增长率增长至 2024 年的 72.3 亿美元。

图 20：全球内窥镜行业市场（亿美元）

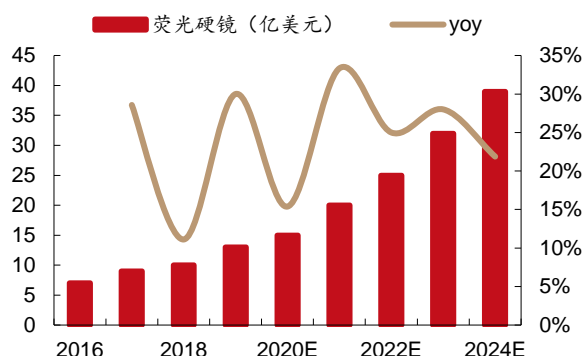


资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

全球荧光硬镜增长较快，有助于提升科室诊疗能力。全球荧光硬镜市场初步发展于 2015 年，随着荧光硬镜技术的逐渐成熟，近年来被广泛应用于腹腔镜等临床手术。由于荧光整机系统兼具了白光和荧光内窥镜功能，一体化产品有助于减少手术室设备配置，并提升科室诊疗能力，因此荧光产品的市场规模及占比逐年提高。2019 年全球荧光硬镜的市场规模达到 13.1 亿美元，预计未来将呈现高速增长，以 24.3% 的年复合增长率增长至 2024 年的 38.7 亿美元。

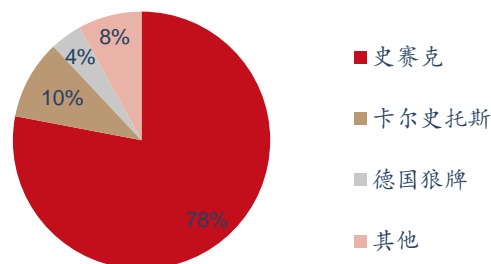
全球荧光硬镜市场集中度高，史赛克是绝对龙头。荧光硬镜领域具有较高的技术壁垒，因此全球行业集中度较高。在全球荧光硬镜细分领域的竞争格局中，史赛克占据主导地位。2019 年，史赛克的销售额达到 10.2 亿美元，占比为 78.4%；卡尔史托斯和德国狼牌以 1.3 亿美元和 0.5 亿美元的年销售额排名第二、三位，市场占比分别为 9.6% 和 4.1%。

图 21：全球荧光硬镜市场规模（亿美元）



资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

图 22：全球荧光硬镜市场份额

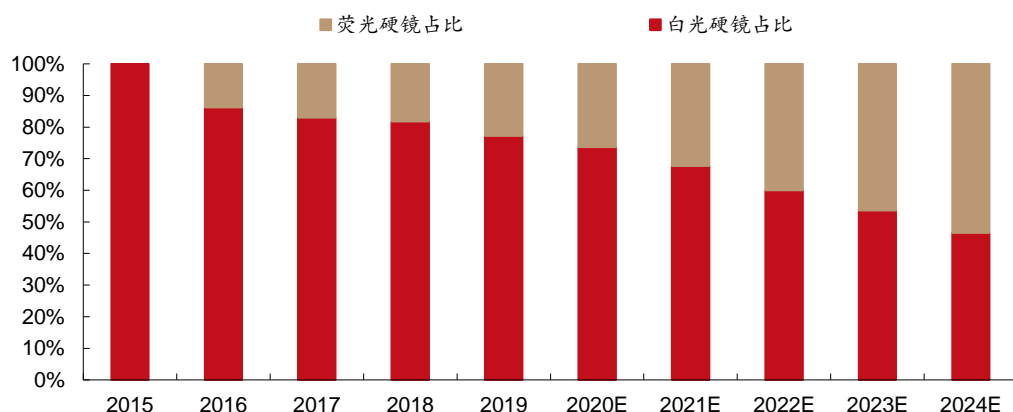


资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

荧光内镜占比逐年提升，逐步对白光硬镜产生替代。2016 年-2019 年，全球荧光硬镜的市场规模占比分别为 13.1%、17.5%、19.0%和 22.9%，逐年上升，预计到 2024 年，荧光将占据全球硬镜 53.5%的市场份额。从内窥镜整机系统的角度，由于荧光内窥镜系统兼具白光和荧光两种模式的显影能力，对于终端医疗机构来说，可实现设备一体化功能，即既能满足传统白光内窥镜的临床需求，也能满足对病灶识别能力要求较高的荧光视野手术需求，有效减少手术室的设备配置并提升医院的科室诊疗能力，降低手术难度。市场销售过程中，在采购预算充足的情况下（或者终端价格相似的情况下），终端医疗机构更愿意采购荧光内窥镜整机系统产品。因此，未来内窥镜市场中荧光产品的市场份额将逐年提高，而白光硬镜的市场占比呈现下降态势。

由于白光和荧光在临床科室中各有应用，荧光暂时无法完全替代白光内窥镜。从内窥镜技术及功能的角度，白光内窥镜主要用于观察受试者体腔内的真实影像；荧光内窥镜技术则具备宽光谱成像优势，可提升病灶和病变前区域的可视性，主要用于观察靠真实影像无法有效捕捉的病灶或病变前部位。在普外科、肝胆科、妇科等临床科室中，荧光内窥镜技术可有效克服白光内窥镜下观察、手术操作的局限性，强化手术视野及图像清晰度，便于实时观察和有效诊疗，因此荧光内窥镜在该部分科室中的临床应用价值及优势更为显著。而对于齿科、耳鼻喉科等对显影及实时成像要求较低的科室，白光内窥镜的应用更为广泛。因此，不同科室需求的多样性决定了在临床应用中，荧光内窥镜无法完全替代白光内窥镜。

图 23：全球荧光硬镜占比逐年提高

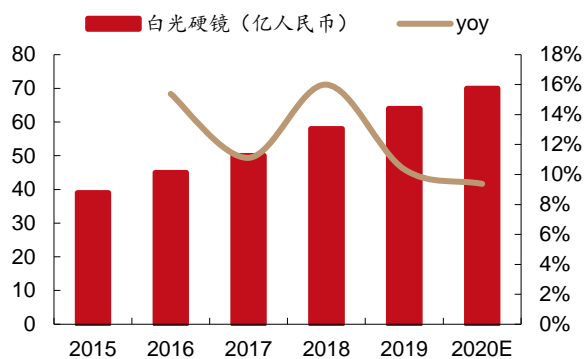


资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

我国硬镜内窥镜市场增速在 10%以上，目前主要由外资企业占据主要市场份额。我国硬

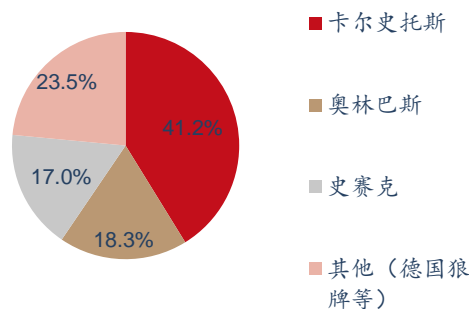
镜内窥镜市场基本以白光市场为主，2019 年市场规模达到 64.2 亿元人民币，市场占比 98.3%，2015-2020 年复合增速为 12.41%。在我国白光市场领域，进口品牌卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克及德国狼牌等企业占据绝大部分市场份额。

图 24：中国白光硬镜市场规模



资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

图 25：中国白光硬镜竞争格局

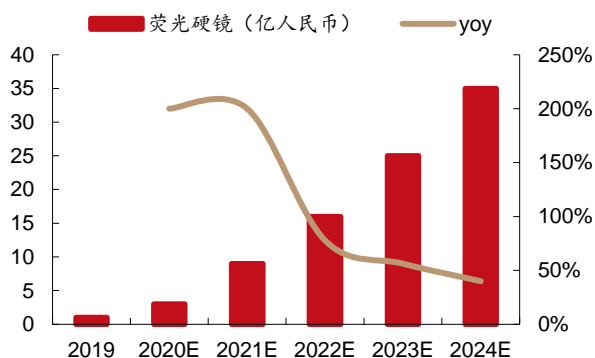


资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

相较于全球荧光市场，我国荧光硬镜的发展相对滞后。2019 年行业发展初期，荧光手术式研究开展比较晚，学术研究活动仍以进口企业为主，临床普及率相对较低，总体市场规模仅为 1.1 亿元人民币。而随着进口品牌的产品推广、我国企业的技术研发创新、相关荧光产品的获批上市等，预计未来我国荧光硬镜市场将进入高速增长期，总体市场规模将快速增长至 2024 年的 35.2 亿元人民币，占我国硬镜市场的比重达到 32%。

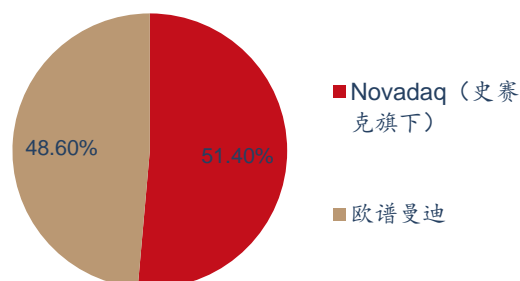
目前国内荧光内镜主要参与者为 Novadaq 和欧普曼迪。受限于荧光核心光学技术水平较高及中国市场产品推广时间较晚等因素，目前我国荧光硬镜市场参与者较少。2019 年 Novadaq（史赛克旗下）和欧普曼迪分别以 5,700 万元人民币和 5,390 万元人民币的销售额占据我国 51.4% 和 48.6% 的市场份额，其中欧普曼迪主要做光源和摄像系统，与海泰新光是合作关系，其腹腔镜采用的是海泰新光的产品，在国内率先开始以整机的形式商业化。除已上市产品的公司外，卡尔史托斯、北京精准医疗、深圳迈瑞医疗等多家企业也致力于国内荧光硬镜产品的开发，积极布局荧光市场。

图 26：中国荧光硬镜市场规模（亿元）



资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

图 27：2019 中国荧光硬镜市场份额



资料来源：海泰新光招股书，西部证券研发中心

行业进入者增多，光学系统技术壁垒较高。近年来有较多的企业涌入内窥镜行业，反映了该行业前景较为广阔。内窥镜系统主要分为光学系统和摄像系统，其中光学系统技术壁垒比较高，处于上游并且是基础学科，具有研发投入多，产出比低的特点；近几年因手机、

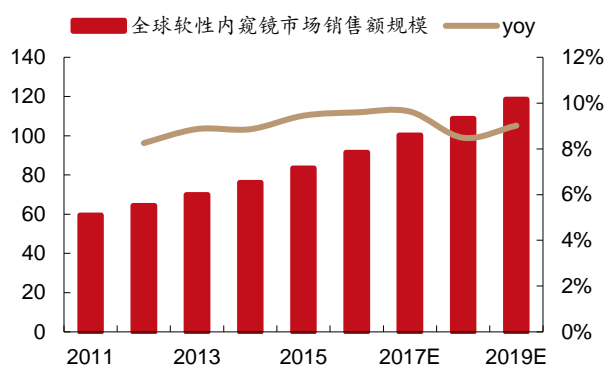
安防等电子设备的兴起带动了摄像行业的快速发展，摄像系统门槛大幅降低。

在此基础下，目前国内的内窥镜企业大致可以分为以下三类：1) 以光学技术起家的内窥镜企业，包括海泰新光、沈阳沈大、桐庐等，此类企业有较为扎实的技术基础，如海泰新光先在国际主流市场锤炼技术创新、生产制造和质量控制能力，然后创立自主品牌拓展国内市场；2) 具有一定优势内窥镜系统生产商家，例如迈瑞医疗，具有较强的产业和渠道优势，并购一些优质的技术企业，再组装成整机进行销售；3) 没有明显优势的小型企业，他们需要从零开始研发、注册、生产、销售，整个产品周期会比较长。我们预计未来行业内制度不规范、研发进展慢的公司将会逐步淘汰，优质的国产企业将脱颖而出逐步实现进口替代。

3.2 内窥镜软镜：国产企业产品质量比肩日本三巨头，极具性价比

全球及中国软性内窥镜市场销售额稳步上升，中国增速高于全球。2019 年全球软性内窥镜市场销售额规模预计为 118.5 亿美元，2015 年-2019 年年均复合增长率为 9.18%，高于同期全球医疗器械行业的平均复合增速，以此增速预计到 2024 年，软性内窥镜市场销售额规模将达到 184 亿美元。2015 年中国软性内窥镜市场销售额规模约 28.7 亿元，2019 年中国软性内窥镜市场销售额规模约 53.4 亿元，2015-2019 年复合增长率约为 16.79%，随着消化道早癌筛查的普及和内窥镜新术式的开展，未来国内软性内镜市场将继续保持较快增长，预计到 2025 年销售额将达到 81.2 亿元。

图 28：全球软性内窥镜市场销售额规模（亿美元），2011-2019E



资料来源：澳华内镜招股书，西部证券研发中心

图 29：中国软性内窥镜市场销售额规模（亿人民币），2015-2025E

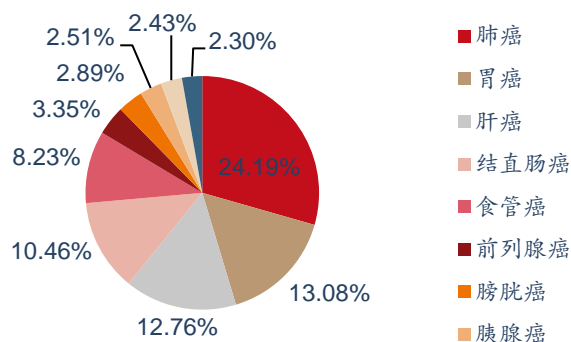


资料来源：澳华内镜招股书，西部证券研发中心

软镜市场驱动因素：

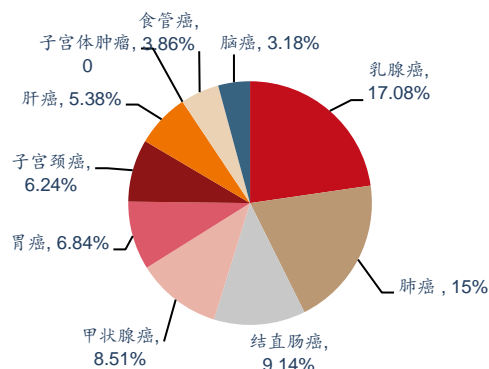
1) 我国消化系疾病高发，市场需求空间巨大。根据《中国卫生统计年鉴》的数据，2018 年我国公立医院消化系疾病出院人数为 902.14 万人，2012 年至 2018 年的复合增长率为 20.07%，处于高发阶段。受饮食习惯、环境因素的影响，我国是消化系肿瘤高发国家。根据国家癌症中心的数据，2015 年我国新发恶性肿瘤 393 万人，消化道肿瘤中的胃癌、结直肠癌和食管癌的发病人数为 103.62 万人，占比 26.37%。中国男性癌症发病前十位中，消化道肿瘤胃癌、结直肠癌和食道癌分别位列第二位、第四位和第五位，占比分别为 13.08%、10.46% 和 8.23%，累计发病人数 68.34 万人；中国女性癌症发病前十位中，消化道肿瘤结直肠癌、胃癌和食道癌分别位列第三位、第五位和第九位，占比分别为 9.14%、6.84% 和 3.86%，累计发病人数 35.28 万人。

图 30: 中国男性癌症发病率前十



资料来源: 澳华内镜招股书, 西部证券研发中心

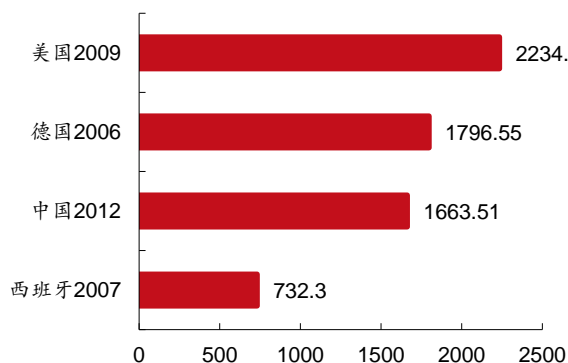
图 31: 中国女性癌症发病率前十



资料来源: 澳华内镜招股书, 西部证券研发中心

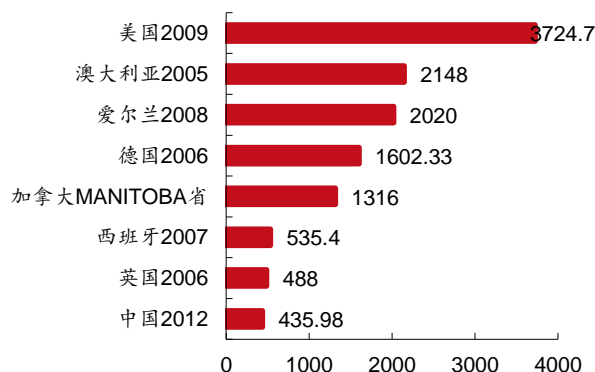
2) 我国胃镜、结直肠镜开展率较低, 增长空间较大。根据《消化内镜技术发展报告》统计, 中国的胃镜、结直肠镜开展率与国际发达国家相比, 均存在不小的差距。i. 胃镜开展率。通过对美国 (2009 年)、德国 (2006 年) 和西班牙 (2007 年) 每 10 万人胃镜开展率对比来看, 美国的胃镜开展率最高, 每 10 万人有 2,234.82 人。中国 2012 年的开展量与德国 2006 年开展量相当, 但与美国相比, 差距较大。ii. 肠镜开展率。通过对美国 (2009 年)、澳大利亚 (2005 年)、爱尔兰 (2008 年)、德国 (2006 年)、西班牙 (2007 年)、英国 (2006 年) 和加拿大曼尼托巴省的每 10 万人肠镜开展率对比来看, 美国 2009 年的肠镜开展率最高, 每 10 万人有 3,724.70 人开展, 而中国每 10 万仅 435.98 人开展, 差距巨大。

图 32: 中国与部分发达国家胃镜开展率 (1/10 万) 比较



资料来源: 澳华内镜招股书, 西部证券研发中心

图 33: 中国与部分发达国家肠镜开展率 (1/10 万) 比较



资料来源: 澳华内镜招股书, 西部证券研发中心

3) 肿瘤早诊早治渐成共识, 释放内镜诊疗需求。对于消化系恶性肿瘤发展进程缓慢, 早筛窗口期长、可行性强, 行业共识解决这一问题的关键是在全国范围内推行消化道肿瘤筛查, 通过早发现、早诊疗而提高疾病存活率而内镜取活检是确诊的金标准。2018 年 4 月 13 日国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划正式启动, 项目启动后争取每年筛查 1000 万至 2000 万人, 并计划依托筛查在 2030 年实现我国胃肠道早癌诊断率提高到 20%, 胃肠道癌 5 年生存率提高至 50%, 开展消化道内窥镜肿瘤筛查进入黄金发展期, 从而有利于内镜的普及与销售推广。2019 年 6 月, 国家卫健委印发《上消化道癌人群筛查及早诊早治等技术方案》, 核心内容是评估个体患上消化道癌的风险, 对筛选出的高危人群进行上消化道内镜检查, 在一次内镜检查中可发现上消化道不同部位的病变, 对发现的可疑病变进行活体组织病理学检查。

国内软镜市场仍然主要由国外品牌占据，澳华内镜在国产厂商中属佼佼者。2018 年，全球软性内镜市场奥林巴斯占据 65% 的市场份额，宾得医疗和富士胶片分别占据 14% 的市场份额。上述三家日本内窥镜企业凭借先发优势和成熟技术优势，占据了全球软性内窥镜市场超过 90% 市场份额。2018 年奥林巴斯在中国市场占有率超过 80%，高于其在全球的平均水平。奥林巴斯、富士胶片、宾得医疗三家日本企业市场占有率合计约为 95%。国内企业中，澳华内镜市场占有率约为 2.5%。2019 年国内软镜市场规模约为 53.4 亿元。据此测算澳华内镜 2019 年国内市场占有率约为 3%。

图 34：全球软镜市场竞争格局，2018

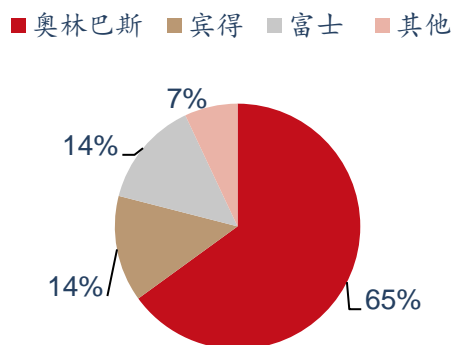
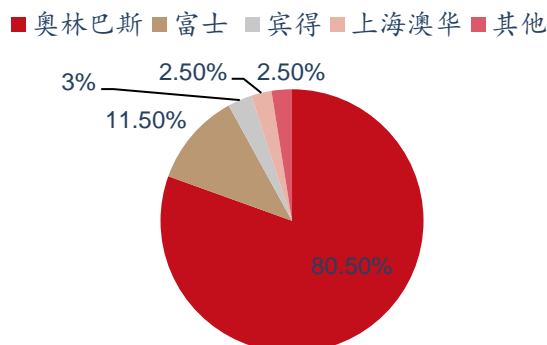


图 35：中国软镜市场竞争格局，2018



资料来源：澳华内镜招股书，西部证券研发中心

资料来源：澳华内镜招股书，西部证券研发中心

国产产品总体性能逐步追上外资产品，具有较高性价比。从主要指标上看，澳华内镜最新的软性内窥镜产品与国内外主要竞争对手新代产品相比，总体性能参数上与行业主要品牌的技术水平没有实质性差别，在部分功能特性上具有比较优势；从价格上看，国产最新的软性内窥镜产品与国外主要竞争对手新代产品相比具有一定的价格优势。从中值看，2020 年澳华内镜 AQ-200 产品终端价格为 175.9 万元，开立医疗 HD-550 产品价格为 163.05 万元，而同时外资品牌如奥林巴斯 CV-290 价格为 233.175 万元，富士胶片的 ELUXE-7000 终端价格为 256.65 万元，宾得医疗的 EPK-i7000 终端价格为 228.35 万元，国产品牌普遍比进口品牌低约 20-30% 的价格，较为具有性价比。

表 2：澳华内镜与国内外主要竞争对手比较

项目	澳华内镜	开立医疗	奥林巴斯	富士胶片	宾得医疗	技术水平/行业地位
	AQ-200	HD-550	CV-290	ELUXE-7000	EPK-i7000	位
画质清晰度	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P	行业先进水平
冷光源	300W 氙灯	多 LED	300W 氙灯	多 LED	300W 氙灯	差异化技术路线
信号传输方式（主机和镜体间）	激光传输、无需导 光杆	电信号传输、有导 光杆	电信号传输、有导 光杆	红外传输、有导光 杆	电信号传输、有导 光杆	行业领先地位
光学染色功能	CBI Plus®分光染色 技术	VIST 光电复合染色 成像技术	NBI 窄带成像技术	FICE 电子染色	I-SCAN 智能电子 染色	差异化技术路线
光学变焦功能	无	无	有	有	有	重点在研方向
胃镜弯曲角（度）上/下/左/右	210/90/100/100	210/90/100/100	210/90/100/100	210/90/100/100	210/120/120/120	行业先进水平
肠镜弯曲角（度）上/下/左/右	180/180/160/160	180/180/160/160	180/180/160/160	180/180/160/160	210/180/160/160	行业先进水平
胃镜视场角（度）	145	140	140	140	140	行业领先地位
肠镜视场角（度）	145	140	170	170	140	国有产品领先地位
供电方式	无电气接点	有电气接点	有电气接点	无电气接点	有电气接点	行业先进水平
监视器	双画面，26 英寸全	24 寸、21.5 寸高清	26 英寸全高清液	19 英寸全高清液	19 英寸 SNOY 液	具备产品配套

	高清液晶	液晶	晶	晶	晶	
周边设备（注册类）	送水泵、送气泵	无	送水泵、送气泵	送水泵、送气泵	送水泵、送气泵	具备产品配套
射频卡定制功能	有	无	无	无	无	具备功能配套

资料来源：澳华内镜招股书，西部证券研发中心

表 3：国内外主要竞争对手新代软镜产品终端价格对比（一套完整的软性内窥镜产品包括一套主机、一条电子胃镜 一条电子肠镜、其他配套产品）

企业名称	产品型号	2020 年（万元）	2019 年（万元）	2018 年（万元）
澳华内镜	AQ-200	123.00-228.80	110.00-139.00	-
开立医疗	HD-550	147.20-178.90	155.40-178.90	-
奥林巴斯	CV-290	189.60-276.75	183.80-243.00	221.93-257.78
富士胶片	ELUXE-7000	249.80-263.50	216.00-220.00	-
宾得医疗	EPK-i7000	190.00-266.70	203.00-221.50	208.00-220.00

资料来源：澳华内镜招股书，西部证券研发中心

建议关注国产软镜企业澳华内镜。澳华内镜自 1994 年成立以来专注于内窥镜领域，2005 年推出首代电子内镜系统 VME2000，系国内最早的国产软性电子内镜之一，2010 年推出 VME2800 电子内镜系统，2013 年推出国内首台自主研发的具有分光染色（CBI）功能的电子内镜系统 AQ100，2018 年推出新一代 AQ200 全高清光通内镜系统，产品线不断拓宽覆盖高中低端系列。从产品性能上看，总体性能参数上与行业主要品牌的技术水平没有实质性差别，在部分功能特性上具有比较优势，从价格上看，公司产品终端价格普遍比外资产品低 20-30%，在医疗终端具备较强的竞争力。从财务指标上看，公司 2020 年受疫情影响收入、利润均有所下滑，2021Q1-3 公司经营恢复较快，收入同比增长 51.06%，净利润同比增长 174.58%。

3.3 口腔扫描仪：2025 年接近百亿市场，国产企业迎来新的发展机遇

“口扫”是一台口腔扫描仪器，可以起到取模、预览矫正效果以及检测矫正进度的作用，和矫正 3D 方案系统、矫正牙套一起，组成了一个全数字化的正畸体验。

图 36：口扫描仪应用场景



资料来源：《2020 中国口腔产业数字化趋势报告》，西部证券研发中心

预计 2025 年口扫描仪设备与耗材接近百亿市场。2025 年中性假设下，口扫存量市场 2025

行业专题报告 | 医药生物

年约为 258 亿元，考虑到每 5 年为一个设备更新迭代周期，每年市场的设备容量约为 50 亿元。耗材市场按每台口扫仪每月更换 4 个口扫头计算，每年约需更换总计 1200 万个口扫头，均价 300，则每年口扫耗材约为 36 亿元。

表 4：2025 年不同情形下，口扫行业设备市场规模

	口腔诊所数 预测*	门店数量 (A)	口腔医院数 预测	门店数量 (B)	综合医院口 腔科预测 (C)	渗透率	单位口扫台 数 (台) **	口扫数量 (A+B+C)*渗透 率, (万台)	口扫单价 (进 院价, 万元)	口扫设备市 场存量 (亿 元)
乐观	120000	240000	8000	12000	5000	60%	6	92.52	15	1387.5
中性	100000	200000	7000	10500	5000	40%	3	25.88	10	258.8
悲观	80000	160000	6000	9000	5000	20%	1	9.1	6	54.6

资料来源：企查查，西部证券研发中心预测 (*截至 2021 年，共有口腔诊所 76923 家，年新增 11161 家，口腔医院 5828 家，1117 家)

**乐观：3 个主要科室，每个主要科室配 2 台。中性：2 个主要科室，每个主要科室配 1.5 台。悲观：每个医院配 1 台)

国外企业定位高端市场，在口扫、CAD、种植有一定的优势。2019 年，在总营收方面，国外头部口腔企业收入在 20 亿-40 亿美元，而国内头部企业总营收在 5 亿到 15 亿元人民币。在口扫的国内市场国内品牌市场占有率在 10% - 15%之间，其他份额由国际品牌占有。而口扫产品的销售对象主要由私人诊所、技工所、公司医院构成，其中私人诊所的占比最高为 60%左右。在技术上，国内技术精进的口扫企业和国外口扫企业的差距越来越小，将逐步赶上国外口扫企业。预计将来，国内技术领先的产品将替代部分国外品牌，在市场中占有更多份额。

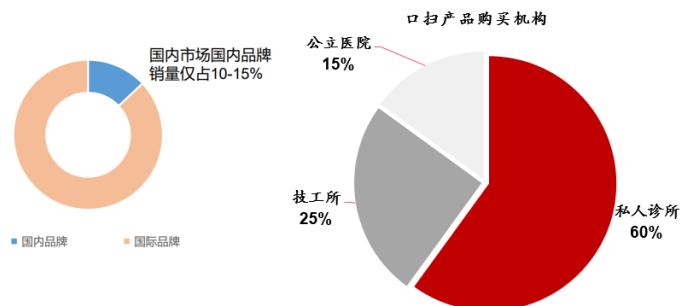
图 37：国内外口腔企业营收情况

2019	登士柏西诺德	Envista	爱齐科技	士卓曼
总营收 (美元)	40.29 亿	27.51 亿	24.06 亿	17.07 亿
牙科排名	1	2	3	4

2019	先临三维	爱尔创	美亚光电
总营收 (人民币)	4.55 亿	4.72 亿	15 亿
主线产品	扫描设备	口腔材料	CBCT

资料来源：医趋势，Wind，西部证券研发中心

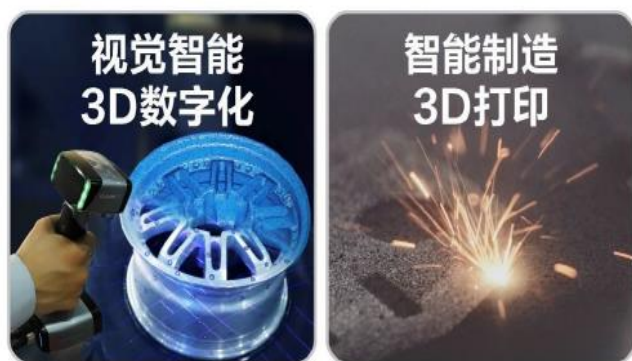
图 38：口扫国内市场国内品牌销量和销售情况



资料来源：《2020 中国口腔产业数字化趋势报告》，西部证券研发中心

建议关注国产口扫行业龙头先临三维。口扫检查是隐形正畸治疗流程中较为重要的一环，口扫产品有望在隐形正畸渗透率不断增加的趋势下保持快速增长。先临三维是国产口扫仪领军企业，业务转型专注齿科数字化。公司 2018 年起对业务进行调整和聚焦，明确高端制造、齿科医疗等作为产品重点应用领域，形成齿科数字化、数字化设计及检测、数字化制造的解决方案，同时缩减非核心业务和亏损业务，进一步加大了 3D 打印服务业务的调整和减亏力度。2021 年上半年公司实现营业收入 2.60 亿元，同比提升 68.22%，主要是齿科数字化和 3D 扫描两大核心业务上半年增长较多，两大业务同比增长 83.96%，达到 2.07 亿元，收入占比 79.82%。

图 39: 公司产品软硬件一体化



资料来源: 先临三维申报材料, 西部证券研发中心

图 40: 公司主营产品情况



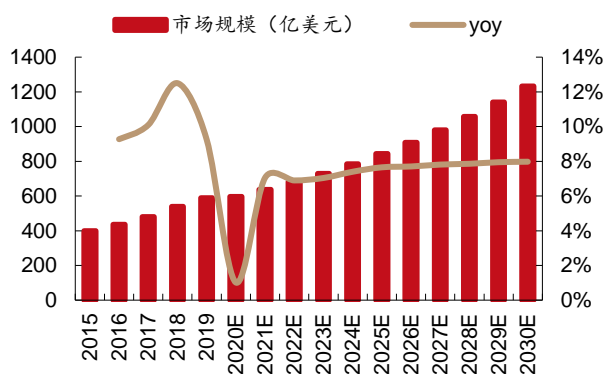
资料来源: 先临三维申报材料, 西部证券研发中心

四、聚焦年轻消费属性，关注隐形正畸、辅助生殖等消费新理念

4.1 隐形正畸产业链：中国市场处于萌芽阶段，关注快速成长的国产企业

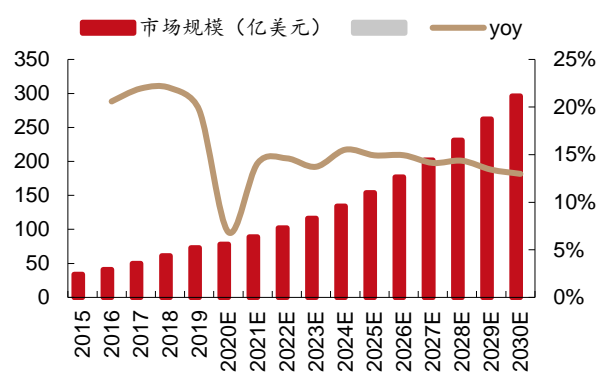
全球正畸市场 2019 年达到 590 亿美元，中国正畸市场复合增速明显高于全球。根据时代天使招股书的数据,从零售端销售收入看,全球正畸市场由 2015 年的 399 亿美元增至 2019 年的 590 亿美元,复合年增长率为 10.3%,主要原因是中国、美国、欧洲国家及其他亚太地区的正畸市场快速增长;而中国正畸市场由 2015 年的 34 亿美元增至 2019 年的 73 亿美元,复合增长率为 20.7%,其增速明显高于全球增速。

图 41: 全球正畸市场规模（零售端）



资料来源: 时代天使申报资料, 西部证券研发中心

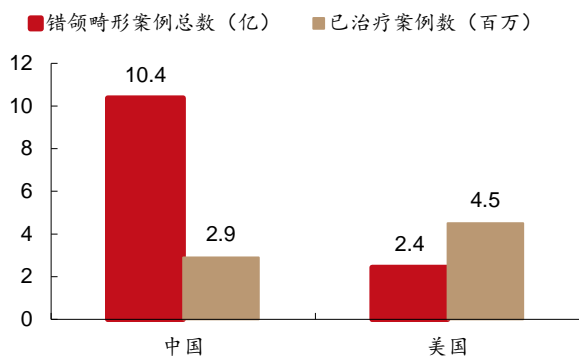
图 42: 中国正畸市场规模（零售端）



资料来源: 时代天使申报资料, 西部证券研发中心

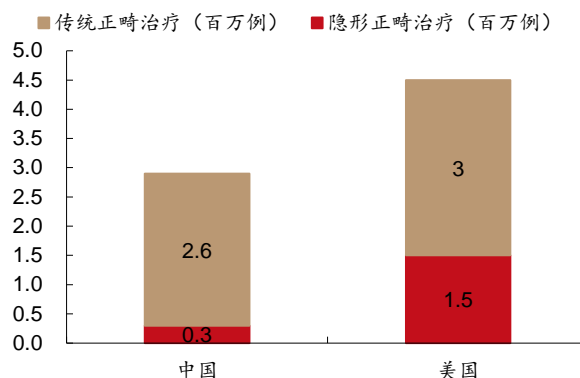
中国的隐形矫治市场仍处于萌芽阶段，增长潜力较大。2019 年，中国约有 10.4 亿例错颌畸形病例，远高于美国约 2.4 亿例错颌畸形病例，然而 2019 年中国接受治疗的 290 万例错颌畸形病例中，仅有 10.5%使用隐形矫治器；而美国接受治疗的 450 万例错颌畸形病例中有 33.1%使用隐形矫治器。该明显差异表明了中国隐形矫治市场的渗透率严重不足。

图 43: 中美错颌畸形案例总数以及已治疗案例数对比



资料来源: 时代天使申报资料, 西部证券研发中心

图 44: 中美已治疗案例数中传统正畸、隐形正畸疗法对比



资料来源: 时代天使申报资料, 西部证券研发中心

中国隐形正畸市场的主要驱动因素-需求端:

- 1、接受隐形正畸人数增多。**由于隐形正畸摆脱了传统正畸的种种不适感和外观问题,接受正畸的整体人群增多。
- 2、扩大适应症范围。**技术进步还可能推动隐形矫治器治疗应用于中国更为常见的复杂适应症,这提供了不断扩大的新目标患者群体。
- 3、通过口腔扫描提高就医效率。**口腔扫描仪是一项新兴口腔数码技术,能带来即时可视化治疗效果。2019年,中国口腔扫描仪的渗透率约为10.0%,而美国约为40.0%,由于口腔扫描仪的成本降低,市面品牌增多,其渗透率可能有所增加,这将促进中国隐形矫治市场的发展。

中国隐形正畸市场的主要驱动因素-供给端:

- 1、隐形正畸带来更高利润。**目前来说,传统正畸客单价从几千至上万。而隐形正畸收费国产在2-3万,进口在4-5万左右,诊所利润更高。
- 2、释放供给端产能限制。**牙科医生群体扩大,从正畸专科医生到全科医生也能做隐形正畸。
- 3、提高医生效率,释放产能。**隐形正畸不需要传统正畸时调整弓丝过程,这大大解放了医生的治疗时间,增加病例数。

中国隐形正畸行业的行业准入壁垒:

- 1、牙医及患者对品牌的认可。**中国隐形矫治解决方案市场目前由两大参与者占领,在牙科医生和患者中建立了良好的口碑,令新进入者难以培养品牌认知度。建立品牌知名度和客户忠诚度需要大量时间和精力,这也对新的市场进入者造成困难。
- 2、公司经治疗的病例数量。**对于隐形正畸来说,其积累的病例数越多,代表其设计端对各类型的病例设计经验更为丰富,行业具有明显的马太效应。
- 3、强大的跨学科能力。**牙科医生在提供隐形矫治器治疗时,期望能在整个治疗过程中获得隐形矫治解决方案提供商的全面医疗和技术支持。因此,隐形矫治解决方案提供商必须具备强大的跨学科能力,包括正畸学、生物力学、材料科学、计算机科学及智能制造技术,这些技术壁垒对于新的进入者耗时且昂贵。

图 45: 隐适美认证医生证书式样



资料来源: Instagram, 西部证券研发中心

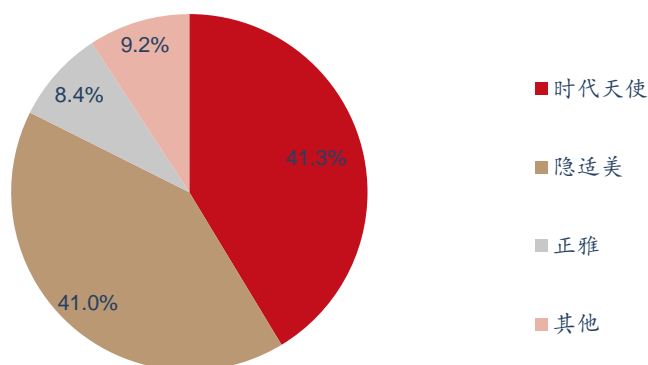
图 46: 用户展示隐适美-作为一种时尚的标志



资料来源: Instagram, 西部证券研发中心

建议关注国产隐形正畸行业龙头企业时代天使。时代天使是一家全球性的口腔隐形正畸技术、隐形矫治器生产及销售的服务提供商，目前产品主要包括时代天使标准版、时代天使冠军版、时代天使儿童版和 COMFOS，截至 2021H1 已实现营业收入 5.71 亿元，同比增长 85%，实现经调整净利润 1.57 亿元，同比增长 68.6%。从 2020 年 Q1-3 中国隐形正畸案例数看，时代天使已经占据国内 41.3% 的市场份额，超过隐适美并在国内竞争对手中排名第一，且在所有市场参与者中，时代天使的产品线最为全面。

图 47: 国内隐形正畸竞争格局 (2020 年 Q1-3, 案例数)

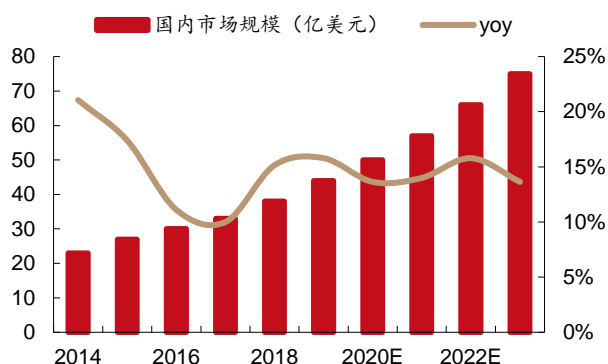


资料来源: 时代天使申报材料, 西部证券研发中心

4.2 辅助生殖: 辅助生殖行业赛道优质, 头部企业强者恒强

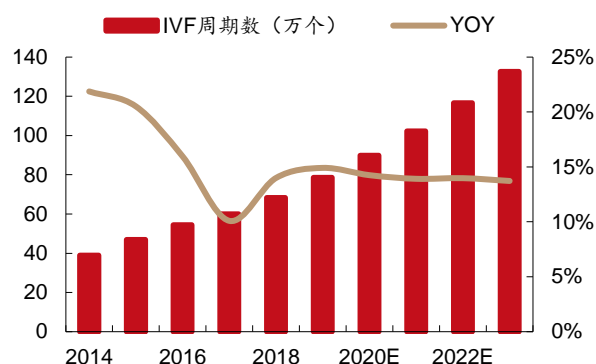
国内辅助生殖市场规模、IVF 治疗周期数均保持较快速度增长。中国的辅助生殖服务市场近年来增长较快，从 2014 年的 23 亿美元增长至 2018 年的 38 亿美元，折合人民币为从 2014 年的 140 亿元增长至 2018 年的 252 亿元，年复合增长率为 15.8%，且预期至 2023 年市场规模将增长至 496 亿元。从进行的 IVF 周期来看，国内的 IVF 治疗周期也保持较快速的增长，从 2014 年约 39 万个增长至 2018 年约 68.4 万个，年复合增速为 15.1%，且预计至 2023 年增长至 132.6 万个。

图 48：中国辅助生殖服务市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

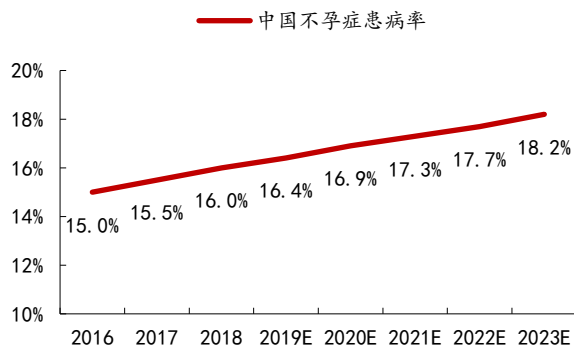
图 49：中国进行的 IVF 周期数（万个）



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

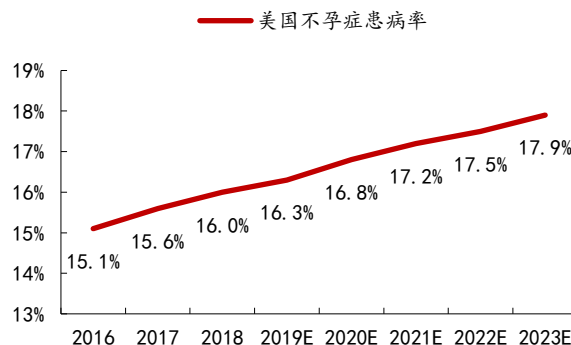
不孕症患病率预计将逐年提升。随着生活节奏加快、工作压力增加、环境逐渐恶化和饮食结构的改变，不孕症发病率逐年升高，而不孕症是一种特殊的生殖健康缺陷，其生理与心理因素并存，不孕症的发生常给家庭和社会造成严重的影响。不孕症患病率的计算方式是将不育夫妇的数量除以生育年龄配偶（女性为 15-49 岁）数量，在中国不孕症患病率从 2018 年的 16% 预计增长至 2023 年的 18.2%，在美国不孕症患病率从 2018 年的 16.0% 预计增长至 2023 年的 17.9%，提高的原因主要为不健康的生活方式、首次生育年龄上升等因素。生育年龄方面，根据第六次人口普查的数据，中国妇女的平均生育年龄已达 29.13 岁，与第五次人口普查相比，平均育龄上升 2 岁，已经超过了专家建议的 28 岁前的黄金生育时段。随着平均生育年龄的增加，预计中国不孕症的患病率将继续上升。

图 50：中国不孕症患病率逐年提高



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

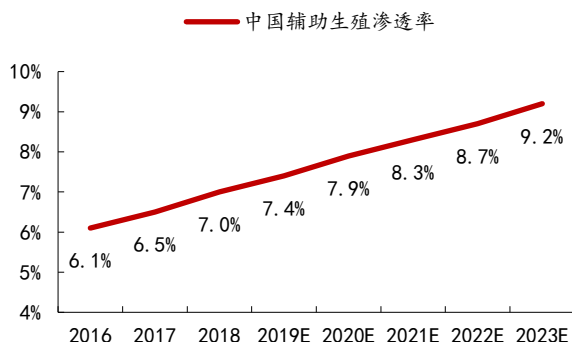
图 51：美国不孕症患病率逐年提高



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

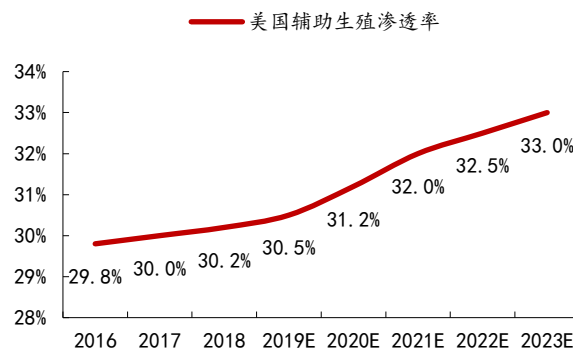
我国辅助生殖服务渗透率逐年提高，但与美国等发达国家比还有较大提升空间。渗透率的计算方式为已经接受辅助生殖治疗的夫妇数量除以应当接受辅助生殖治疗的夫妇数量。在辅助生殖服务负担能力提升、民众科普程度提升、辅助医疗服务投资增加的趋势下，我国的辅助生殖服务渗透率呈现逐年提升的趋势，2018 年达到 7.0%，但与美国 30% 以上的渗透率相比仍有较大的提升空间，预计至 2023 年我国辅助生殖渗透率将达到 9.2%。

图 52: 中国辅助生殖渗透率逐年提高



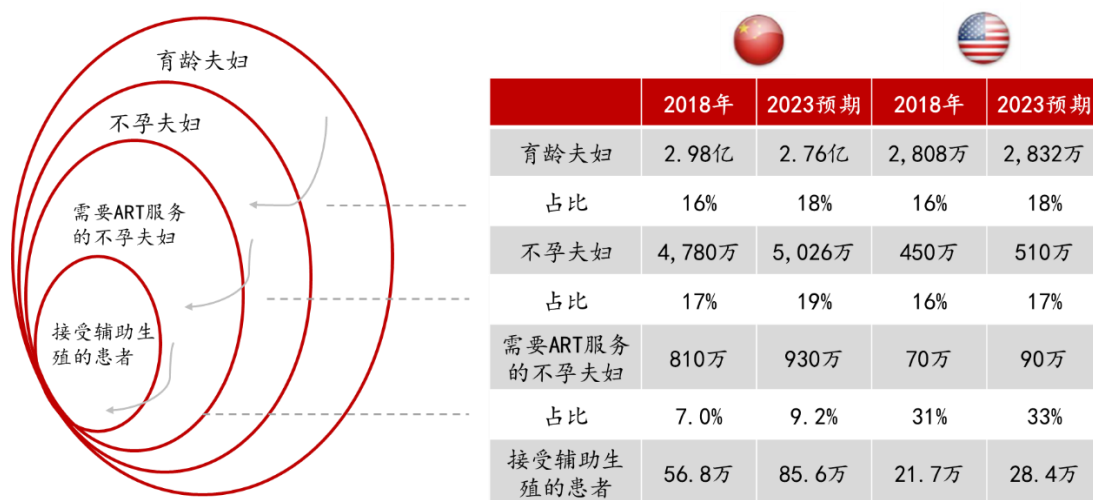
资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

图 53: 美国辅助生殖渗透率逐年提高



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

图 54: 中国辅助生殖患者流



资料来源: 锦欣生殖推介材料, 西部证券研发中心

行业具有明显的雪球效应, 头部企业强者恒强。从行业的特点看, 最明显的就是辅助生殖行业资质准入门槛非常高, 叠加国家政策对于机构数量的控制, 将持续限制该行业的供应量。对于已经在行业内部深耕多年的医院或企业, 已经依靠先发优势积累较多的成功案例并树立良好的口碑和较高的声誉, 吸引更多的患者治疗从而积累更多的成功案例, 并提高成功率, 成功率是一个辅助生殖机构的核心竞争力, 在这样的良性循环下, 我们认为规模较小的新进入者极难追赶行业巨头, 头部企业集中度会进一步提高, 强者恒强。

图 55：“雪球效应”有利于行业巨头发展”



资料来源：锦欣生殖申报材料，公司西部证券研发中心

五、投资建议

5.1 阿拉丁：短期业绩有所承压，长期增长逻辑不变

公司 2021Q1-3 实现营业收入 1.98 亿元，同比增长 23.53%，实现归母净利润 0.60 亿元，同比增长 23.52%。其中 2021Q3 单季度实现营收 0.67 亿元，同比下降 1.68%，实现归母净利润 0.18 亿元，同比下降 24.01%。公司单三季度业绩低于市场预期，主要原因包括：1) 去年疫情影响，高校及科研机构集中在 7、8 月份开学复工进行采购，去年三季度基数较高；2) 公司大幅增加人员招聘，职工薪酬增长导致管理费用及研发费用增加；3) 公司由于高新技术企业证书到期，目前虽已通过复审，但是尚未取得证书，暂按 25% 税率计算所得税；4) 去年由于疫情原因备货速度较慢，导致今年销售收入增速乏力，今年以来公司加速产品开发，提高备货规模，截止三季度末公司存货规模已达到 1.46 亿元，与期初相比增加了 44.4%，可保障未来销售收入增长，长期看公司产品线丰富，公司部分科研试剂产品达到国内领先或国际先进水平，未来依靠高性价比、优质售后服务逐步实现进口替代。

公司是国产自主高端科研试剂龙头企业，进口替代、集中度提升是长期趋势。外资早年通过本土化策略、并购、通过国内经销商方式，快速抢占国内市场，目前占据科研试剂行业 90% 以上份额，经过近几年国家产业政策支持，国内也兴起了一批具有一定规模、拥有自主研发能力的科研试剂生产企业。公司产品覆盖高端化学、生命科学、分析色谱和材料科学四大领域，目前有常备销售品种 4 万种以上，期货 8 万种以上，募投项目后计划三年内现货品种翻倍；在产品质量上，公司部分科研试剂产品达到国内领先或国际先进水平，未来依靠高性价比、优质的售后服务逐步实现进口替代。

设立子公司，拓展生物试剂业务。2021H1 公司投资并设立全资子公司上海阿拉丁生物试剂有限公司，开展生物试剂研发业务。随着基因工程、蛋白质组学及分子生物学等生命科

学研究领域迅速发展，对生物试剂需求将迅速放大，此举将全面提升公司生命科学领域产品研发能力，利于建设品种丰富、具备生物活性的重组蛋白质库和抗体库，满足客户多元化需求。

表 5：阿拉丁核心指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	210	234	292	389	508
增长率	26.0%	11.7%	24.6%	33.4%	30.5%
归母净利润（百万元）	64	74	97	145	196
增长率	13.4%	16.9%	30.9%	48.8%	34.9%
每股收益（EPS）	0.63	0.74	0.97	1.44	1.94

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

风险提示：竞争加剧风险，研发不及预期风险，疫情发展不确定性风险。

5.2 诺唯赞：国产分子类生物试剂领军企业，后疫情时代国产替代加速

公司 2020 年 Q1-3 实现营业收入 12.89 亿元，同比增长 13.21%；实现归母净利润 5.50 亿元，同比下降 9.07%；实现扣非归母净利润 5.29 亿元，同比下降 12.10%，其中，2021 年三季度实现营业收入 4.63 亿元，同比增长 34.30%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 4.11%；实现扣非归母净利润 1.52 亿元。

公司生物试剂产品齐全，终端应用领域丰富。公司通过自主开发的蛋白质定向改造与进化平台对高端酶定向进化，现已完成 200 多种酶的改造，每一种酶包括上百种基因工程突变体，例如 DNA 连接酶、文库扩增酶、热启动酶和荧光素酶等；此外，公司针对不同的应用场景，公司选择不同的基因工程突变体作为原料开发生物试剂，现已开发出超过 500 种生物试剂，形成了 PCR 系列、qPCR 系列、分子克隆系列、逆转录系列、基因测序系列、Bio-assay 系列、提取纯化系列、基因编辑系列和细胞/蛋白系列等多个产品系列，广泛应用于科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发和动物检疫等领域。

公司部分产品已经达到国际先进水平。针对上游原料的研发及生产技术，公司设立时即成立了基础科学研究院，专注于研究功能性蛋白的改造、筛选、合成等关键技术，已形成多个核心技术平台。截至目前，公司已成功对 200 多种酶进行定向改造，并可大规模稳定制备，部分产品在性能上达到国际先进水平，体现了公司核心技术平台的竞争优势。以公司 Taq DNA 聚合酶为例，在关键指标活性、扩增效率、稳定性、抑制剂耐受性、灵敏度等方面，均已经达到或者部分超过同类外资产品水平。

表 6：诺唯赞核心指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	268	1,564	1,768	1,868	2,130
增长率	57.1%	482.9%	13.0%	5.7%	14.0%
归母净利润（百万元）	26	822	746	824	980
增长率	259.2%	3085.6%	-9.2%	10.4%	18.9%
每股收益（EPS）	0.06	2.05	1.87	2.06	2.45

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

风险提示：新冠疫情不确定性风险，技术迭代风险，竞争加剧风险等。

5.3 海泰新光：疫情影响逐步消除，整机销售在即

公司公告 2021 年三季报，2021Q1-3 实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 9.65%，实现归母净利润 0.92 亿元，同比增长 21.62%。其中 2021Q3 单季度实现营收 0.82 亿元，同比

增长 29.50%，实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 30.24%，公司三季度业绩符合市场预期。

三季度发货量增加，终端需求提升。第三季度医用内窥镜器械收入占第三季度营业收入的比例为 77.19%，同比去年第三季度发货增加 2290 万元，同比增幅 56.16%，原因是医用内窥镜器械产品中模组类产品的客户需求量增加，相应的发货量同比增加。同时，伴随着当期非经常性损益项目政府补助与理财产品收益增加等因素，公司第三季度净利润增长明显。

公司是国产荧光内窥镜领先企业，与史赛克深度绑定。公司是医用成像器械行业的高新技术企业，核心收入来自于医用内窥镜器械。目前公司已进入国际巨头史赛克的重要供应商行列，其荧光内窥镜产品应用于其在全球推出的首款高清荧光腹腔镜（荧光+白光）整机系统，成为该设备中核心部件的唯一设计及生产供应商，2017-2020 年公司对于史赛克直接、间接的销售收入占公司营业收入总额均在 60% 以上，与史赛克深度的绑定保证了公司业绩的稳定增长。

整机销售在即，有望 2022 年贡献业务增量。9 月 16 日公司 1080P 内窥镜摄像系统获批，整机推出在即。此外公司正积极进行 4K 超高清图像技术研发，预计今年年底也将完成注册，主要针对三甲医院设计。2021 年公司整机系统山东区域的营销网络开始建设，公司已经与山东省内多家医院建立临床合作，推进医院外科手术影像应用的覆盖，整机系统有望在 2022 年带来业务增量，逐步打破国内内窥镜行业被外资垄断的局面。

表 7：海泰新光核心指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	253	275	336	468	640
增长率	26.0%	8.8%	21.9%	39.5%	36.7%
归母净利润（百万元）	72	96	122	180	244
增长率	31.9%	34.0%	26.2%	48.3%	35.2%
每股收益（EPS）	0.83	1.11	1.40	2.07	2.80

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

风险提示：疫情发展不确定性风险，医疗器械注册证获批不成功风险等。

5.4 通策医疗：疫情后公司业绩迅速恢复，蒲公英模式快速推进

公司 2021Q1-3 实现营业收入 21.36 亿元，同比增长 44.16%，实现归母净利润 6.20 亿元，同比增长 55.09%。其中 2021Q3 单季度实现营收 8.19 亿元，同比增长 12.44%，实现归母净利润 2.69 亿元，同比增长 5.88%，公司业绩符合预期。

公司始终践行“区域总院+分院”模式，四大业务均稳步增长。从业务结构看，公司四大业务保持稳步、快速增长，2021Q1-3 种植、正畸、儿科、综合分别实现营收 3.31、4.36、4.09、8.34 亿元，分别同比增长 46.49%、37.89%、41.64%、41.65%。分医院看，公司始终践行“区域总院+分院”模式，依托具有良好口碑以及强大影响力的区域中心医院，辐射周边分院，发挥中心医院与分院的联动效应。目前公司以杭州口腔医院平海院区、杭州口腔医院城西院区、宁波口腔医院三大总院为中心医院，其中区域总院（杭口）2021Q1-3 实现营收 5.73 亿元，同比增长 32.70%，区域分院 2021Q1-3 实现营收 12.55 亿元，同比增长 46.75%。

表 8：通策医疗核心指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,894	2,088	2,891	3,835	4,931

增长率	22.5%	10.2%	38.5%	32.7%	28.6%
归母净利润 (百万元)	465	493	758	1,034	1,350
增长率	40.1%	5.8%	53.9%	36.4%	30.6%
每股收益 (EPS)	1.45	1.54	2.36	3.22	4.21

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

风险提示：疫情发展不确定性风险，医疗事故风险，政策风险。

5.5 锦欣生殖：2021H1 深圳美国表现出色，业务版图持续开拓

公司 2021H1 实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 40.44%，实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 34.07%，实现经调整净利润 2.28 亿元，同比增长 36.2%，公司业绩超市场预期。

取卵周期快速增长，美国、深圳地区业务恢复明显。公司 2021H1 取卵周期数达到 13164 例，同比增长 36.5%。ARS 方面，西囡医院集团实现收入 3.74 亿元，同比增长 16.85%。深圳中山医院实现收入 1.85 亿元，同比增长 68.44%，武汉锦欣实现收入 2093 万元；美国 HRC 实现管理服务费收入 2.01 亿元，同比增长 37.10%，深圳与美国业务的疫情后明显恢复好转。

陆续并购云南、美国、香港地区业务，扩大国内外服务版图。2021 年 6 月份公司通过股权转让协议等方式获得九洲医院和和万家医院约 19.33% 的股权，将业务扩展至云南；2021 年 8 月美国 HRC 与南加大订立管理服务协议，HRC 将管理由 USC 拥有及经营的凯克医学院生殖及不育内分泌科生育医学业务，将有助于美国业务多元化发展；2021 年 8 月，公司收购香港生育康健中心以及香港辅助生育中心，在香港提供 ARS 和生育服务，未来将通过深圳及香港的综合运营提高在大湾区的市场地位。

收购锦欣妇儿，有望和集团良好协同助力集团长期健康可持续发展。2021 年 10 月 19 日公司拟收购 JINXIN Medical Management (BVI) Group Limited 100% 股权，包含其附属公司如四川锦欣妇女儿童医院（锦欣妇儿）。锦欣妇儿是全国最大的民营单体妇儿医疗机构（三甲医院），自身及拥有管理的医疗机构总出生量从 2018 年以来排名大成都所有医疗机构前三，占成都市总分娩量约 10%，其拥有 70 年的品牌和用户基础，自 2016 年起累计服务分娩客户约 10 万人次，单客户服务价值 10 到 15 万元，差异化服务具有强消费能力的中高端收入人群。人才方面，CEO 段涛是妇儿领域全国最好、学术地位最高的知名专家之一，是原同济大学附属上海市第一妇婴保健院院长，资历深厚。我们认为通过本次收购，锦欣原有 ARS 业务可以与妇儿产业强强联合，极大地延伸产业链，提供备孕、怀孕、产检、分娩及产后一体化的健康管理和升级服务；成本端方面，收购可实现两者管理费用协同、供应链协同、人才科研支出协同等，降本增效。整体看，辅助生殖与妇儿结合为行业大势所趋，且有助于获取各自领域高壁垒牌照资质，以及优化对外扩张路径，长期提高公司的盈利质量以及可持续增长能力。

表 9：锦欣生殖核心指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,648	1,426	1,813	2,588	3,440
增长率	78.8%	-13.5%	27.1%	42.8%	32.9%
归母净利润 (百万元)	410	252	338	527	753
增长率	145.9%	-38.6%	34.4%	55.8%	43.1%
每股收益 (EPS)	0.16	0.10	0.13	0.21	0.30

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

风险提示：医疗事故风险；疫情发展不确定性风险；并购不及预期风险。

六、风险提示

竞争加剧风险，研发不及预期风险，疫情发展不确定性风险，技术迭代风险，医疗器械注册证获批不成功风险，医疗事故风险，政策风险，并购不及预期风险等

西部证券—行业投资评级说明

超配：行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配：行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配：行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。

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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。