



# 医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

## 终端需求逐步复苏，看好全年景气度反转

### 投资逻辑：

2025 年医疗服务板块整体收入同比+2%，归母净利润同比-18%，扣非归母净利润同比+3%。2026Q1 板块整体收入同比+3%，归母净利润同比+17%，扣非归母净利润同比+17%。消费医疗板块凭借强自费属性与宏观消费弱复苏共振，展现出显著的抗周期韧性。严肃医疗板块随 DRG/DIP 支付改革的全面落地以及医保基金监管的常态化，板块业绩普遍承压。我们认为板块基本面已在分化中完成探底，未来市场份额有望加速向具备自主定价权、高运营效能的细分龙头集中，战略性看好优质核心资产估值的触底反弹。

**眼科：跨越资本投入期，基本面确立利润向上拐点。**回顾 2025 年，板块在宏观环境与新院区爬坡的双重扰动下，板块收入维持稳健扩张，盈利中枢探底。进入 26Q1，行业兑现利润端强劲修复，机构净利率均呈现显著回升。业绩反转的核心动能源于产品结构的持续调优，各机构主动通过引入高端设备与先进术式，推动屈光与视光等高附加值消费类业务占比提升，有效平滑了医保控费对白内障等基础眼病造成的下行压力。叠加行业在建工程规模显著收敛，资本扩张周期平稳过渡，单店盈利模型正加速边际优化。眼科赛道已实质性从“规模扩张期”迈入“利润收获期”。对于中小体量标的，随着新建及下沉院区逐步跨越损益平衡点，产能爬坡有望支撑 2026 年利润端兑现实质性高弹性修复；对于龙头机构，战略重心已全面转向内生增效，精细化控本将进一步推升利润率中枢。建议战略性关注单店效能提升显著、高端术式占比持续优化的优质资产。

**齿科：刚需底盘稳固，内生下沉与扬帆出海共驱反转。**2025 年齿科板块收入维持平稳扩张，盈利中枢企稳。进入 26Q1，行业在“以价换量”策略下全面兑现复苏，核心机构利润端稳步向上。一方面，正畸等具备美学溢价的高附加值消费业务呈现明确复苏态势；另一方面，龙头机构网格化营销策略下有望贡献新增量。对于终端服务机构，随着营销策略改革推进，有望支撑 2026 年利润兑现；对于上游齿科耗材，海外出海战略正打开第二成长曲线，规模效应有望进一步推升利润率中枢。

**严肃医疗：顶层框架确立，支付端红利驱动康复产业扩容。**2025 年在 DRG/DIP 支付改革全面深化与医保监管常态化的双重约束下，严肃医疗板块业绩普遍承压，行业处于落后产能加速出清的阵痛期。进入 26Q1，随着长护险全国统筹闭环的彻底打通，长护险释放的庞大“制度性购买力”正引导资源加速向规范化的康复与护理场景倾斜。我们认为能够率先建立标准化运营体系、并拥有广覆盖网络布局的康复龙头，有望凭借其规模效应下的成本优势与品牌背书，在支付方红利持续释放的窗口期，实现经营成果兑现。

### 投资建议

前期优质消费医疗标的估值经历了深度压缩，修复空间较大。随着宏观消费环境逐步企稳、龙头公司经营拐点确认，消费医疗板块估值修复可期。建议关注：（1）国内基本面结构性修复：核心赛道长期渗透率提升逻辑未变，在行业规范化与“以价换量”的洗牌期，看好具备精益运营能力的细分龙头持续吸纳市场份额，实现市占率的稳步提升。

（2）全球化出海打开第二增长曲线：在国内存量博弈背景下，出海已成为破局关键。看好具备底层制造壁垒与全球渠道铺设能力的细分龙头，依托供应链优势加速海外渗透，通过全球化战略打破成长天花板，并逐步进入利润兑现期重塑估值体系。建议关注：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、普瑞眼科、华夏眼科、时代天使、固生堂、海吉亚医疗、锦欣生殖、环球医疗、新里程、三博脑科等。

### 风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险。



## 内容目录

一、业绩总结：业绩展现结构韧性，板块步入精益运营周期.....	4
二、眼科：26Q1 经营势头良好，奠定全年向好基调.....	7
三、齿科：刚需底盘稳固，聚焦龙头“内生下沉”与“扬帆出海”.....	8
通策医疗：业绩平稳增长，营销改革有望贡献新增量.....	9
时代天使：全球化战略成效显著.....	11
四、严肃医疗：顶层框架确立，支付端红利驱动康复产业扩容.....	13
投资建议.....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1： 板块 2025 及 26Q1 业绩（百万元）拆解.....	4
图表 2： 整体板块毛利润（百万元）及毛利率（%）企稳.....	5
图表 3： 板块销售费用（百万元）收窄.....	5
图表 4： 板块管理费用（百万元）及管理费用率（%）收窄.....	6
图表 5： 板块应收账款周转率（%）.....	6
图表 6： 截至 2025 年板块现金及现金等价物余额（百万元）.....	7
图表 7： 22-25 年细分标的收入及利润（百万元）.....	7
图表 8： 22-25 年细分标的净利率及毛利率（%）.....	7
图表 9： 22-25 年细分标的门诊量（万人次）.....	8
图表 10： 细分标的 2025 年收入结构拆解.....	8
图表 11： 细分标的 2025 年机构数量结构拆解.....	8
图表 12： 2020-2025 年中国口腔疾病患者人数预计微增.....	9
图表 13： 中国医疗卫生机构数量预计微增.....	9
图表 14： 中国口腔医疗服务市场规模预计微增.....	9
图表 15： 中国口腔医疗市场结构占比情况.....	9
图表 16： 通策医疗收入及利润（百万元）稳步增长.....	10
图表 17： 18-25 年通策医疗分业务收入（百万元）.....	10
图表 18： 通策医疗 18-25 年门诊人次稳增.....	10
图表 19： 通策医疗 18-25 年医生数及医生单产稳增.....	10
图表 20： 通策医疗重点院区收入及利润情况（百万元）.....	11
图表 21： 时代天使 24H1-25H2 收入及经调整净利润（百万美金）.....	11
图表 22： 时代天使毛利率与艾利科技毛利率对比（%）.....	12
图表 23： 时代天使与艾利科技经调整净利率对比（%）.....	12



图表 24: 时代天使 23-25 年销售及管理费用率 .....	12
图表 25: 艾利科技 23-25 年市场、销售和管理费用率 .....	12
图表 26: 时代天使海外经调整分部亏损逐步收窄 (百万美元) .....	13
图表 27: 时代天使国内及海外案例数高增 (万例) .....	13
图表 28: 世界各大地区建立或实施长期护理政策和计划情况 .....	13
图表 29: 部分国家长期护理政策模式及特征 .....	13
图表 30: 国家长期护理保险服务项目目录 (试行) .....	14
图表 31: 16 年至今我国长护险相关政策梳理 .....	14
图表 32: 试点城市长期护理保险服务方式及支付标准 .....	15
图表 33: 我国各试点城市长护险的参保人群情况 .....	16
图表 34: 我国各试点城市长护险的补贴方式情况 .....	16



## 一、业绩总结：业绩展现结构韧性，板块步入精益运营周期

2025 年医疗服务板块整体收入同比增长 2%，归母净利润同比下滑 18%，扣非归母净利润同比增长 3%。2026Q1 板块整体收入同比增长 3%，归母净利润同比增长 17%，扣非归母净利润同比增长 17%。

消费医疗板块凭借强自费属性与宏观消费弱复苏共振，展现出显著的抗周期韧性。板块的核心增长动能已从早期的“跑马圈地”演变为“技术升级与海外拓荒”双轮驱动。通过高端创新产品的放量、技术壁垒带来的定价权溢价，以及向海外寻找增量市场，消费医疗赛道成功对冲了国内存量市场的价格内卷，在利润端率先兑现了复苏与弹性，实现了高质量的反内卷。

严肃医疗板块则深陷控费阵痛的深水区。随着 DRG/DIP 支付改革的全面落地以及医保基金监管的常态化，板块业绩普遍承压。这一趋势正在倒逼院端加速出清落后产能，向精细化运营控本以及高壁垒、高权重的复杂专科术式转型。

图表1：板块 2025 及 26Q1 业绩（百万元）拆解

公司	2025收入	2024收入	yoy%	26Q1收入	25Q1收入	yoy%	2025归母净利润	2024归母净利润	yoy%	26Q1归母净利润	25Q1归母净利润	yoy%	2025扣非归母	2024扣非归母	yoy%	26Q1扣非归母	25Q1扣非归母	yoy%
爱尔眼科	22,353	20,983	7%	6,396	6,026	6%	3,240	3,556	-9%	1,181	1,050	12%	3,141	3,099	1%	1,176	1,060	11%
美年健康	10,360	10,702	-3%	1,584	1,754	-10%	285	282	1%	-255	-275	8%	258	252	2%	-260	-282	8%
兴齐眼药	2,473	1,943	27%	683	536	27%	696	338	106%	206	146	41%	697	348	100%	206	136	52%
通策医疗	2,913	2,874	1%	755	745	1%	502	501	0%	187	184	2%	496	496	0%	185	182	1%
华厦眼科	4,139	4,027	3%	1,150	1,093	5%	441	429	3%	172	150	15%	425	409	4%	154	140	10%
欧普康视	1,861	1,814	3%	459	478	-4%	480	572	-16%	146	160	-9%	409	492	-17%	120	147	-19%
爱博医疗	1,483	1,410	5%	398	357	11%	268	388	-31%	89	93	-4%	255	390	-35%	89	86	3%
三博脑科	1,725	1,429	21%	445	393	13%	84	105	-20%	15	38	-61%	90	94	-4%	16	39	-58%
国际医学	4,075	4,815	-15%	969	997	-3%	-313	-254	-23%	-48	-106	55%	-345	-287	-20%	-52	-120	56%
盈康生命	1,886	1,559	21%	496	409	21%	69	115	-41%	26	30	-14%	107	83	28%	24	30	-20%
新里程	3,053	3,799	-20%	720	796	-10%	31	115	-73%	20	26	-20%	33	97	-66%	22	27	-17%
普瑞眼科	2,797	2,678	4%	820	742	11%	-61	-102	40%	71	27	159%	-48	-85	43%	71	28	150%
何氏眼科	1,093	1,096	0%	305	291	5%	27	-27	100%	33	33	0%	11	-29	-137%	31	31	-1%
澳洋健康	1,807	2,010	-10%	407	452	-10%	41	41	2%	5	18	-72%	25	33	-25%	5	18	-69%
时代天使	370	269	38%	-	-	-	28	12	135%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海吉亚医疗	4,009	4,446	-10%	-	-	-	165	598	-72%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
固生堂	3,249	3,022	8%	-	-	-	353	307	15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
朝聚眼科	1,360	1,405	-3%	-	-	-	183	195	-6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
锦欣生殖	2,649	2,812	-6%	-	-	-	-976	283	-345%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
环球医疗	14,940	13,663	9%	-	-	-	2,157	2,032	6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞慈医疗	2,796	2,924	-4%	-	-	-	307	297	3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。注：时代天使业绩单位为美金。

2025 年全年及 2026 年一季度，医疗服务板块整体毛利率同比下降约 1%，主要受多重周期性与结构性因素压制：一是宏观消费环境变化导致终端价格敏感度提升，行业呈现“以价换量”趋势；二是 DRG/DIP 等医保支付改革深化及市场同质化竞争加剧，对整体服务定价形成实质性约束；三是机构端成本结构的阶段性承压，既有新建院区尚处爬坡期导致固定成本摊薄不足，同时部分成熟的核心旗舰医院亦面临收入端降速甚至阶段性下滑的挑战，双向挤压了毛利润空间。

从赛道趋势看，盈利能力的结构性分化持续存在。基础体检及部分严肃医疗赛道受客单价下行与刚性成本双重影响，毛利率整体承压；眼科与口腔等连锁机构维持毛利润绝对额的基本平稳，但单体盈利模型的毛利率中枢有所下调。



图表2: 整体板块毛利润(百万元)及毛利率(%)企稳

公司	2025毛利	2024毛利	yoy%	26Q1毛利	25Q1毛利	yoy%	2025毛	2024毛	yoy%	26Q1毛	25Q1毛	yoy%
	润	润		润	润		利率%	利率%		利率%	利率%	
爱尔眼科	10,531	10,096	4%	3,053	2,894	6%	47.11	48.12	(1.00)	47.73	48.02	(0.28)
美年健康	4,285	4,579	-6%	406	422	-4%	41.36	42.78	(1.42)	25.64	24.04	1.60
兴齐眼药	2,007	1,522	32%	561	430	30%	81.16	78.33	2.83	82.05	80.16	1.90
通策医疗	1,125	1,106	2%	331	329	1%	38.63	38.50	0.13	43.87	44.21	(0.33)
华夏眼科	1,793	1,780	1%	531	492	8%	43.31	44.19	(0.88)	46.13	44.97	1.16
欧普康视	1,349	1,332	1%	329	363	-9%	72.46	73.46	(1.01)	71.61	75.86	(4.26)
爱博医疗	941	934	1%	245	231	6%	63.49	66.23	(2.74)	61.48	64.60	(3.12)
盈康生命	467	370	26%	109	104	5%	27.10	25.86	1.23	24.48	26.31	(1.83)
新里程	1,174	1,489	-21%	296	279	6%	28.81	30.93	(2.12)	30.54	27.96	2.58
普瑞眼科	677	577	17%	204	161	27%	35.91	36.98	(1.07)	41.10	39.34	1.75
何氏眼科	1,251	1,467	-15%	319	349	-9%	40.99	38.61	2.38	44.24	43.80	0.44
时代天使	1,759	1,676	5%	-	-	-	62.90	62.59	0.31	-	-	-
海吉亚医疗	279	328	-15%	-	-	-	25.53	29.90	(4.37)	-	-	-
固生堂	563	605	-7%	-	-	-	31.16	30.09	1.07	-	-	-
朝聚眼科	156	117	34%	-	-	-	42.19	43.50	(1.31)	-	-	-
锦欣生殖	1,342	1,739	-23%	-	-	-	33.47	39.10	(5.64)	-	-	-
环球医疗	1,094	1,016	8%	-	-	-	33.67	33.61	0.06	-	-	-
瑞慈医疗	588	561	5%	-	-	-	43.19	39.93	3.26	-	-	-

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所。注: 时代天使利润单位为美金。

费用端, 2025 年全年及 2026 年一季度, 医疗服务板块在费用管控端逐步兑现精益化管理成效, 板块整体销售费用绝对额保持相对平稳, 而销售费用率普遍收窄。

在行业整体步入“以价换量”与控本增效的阶段, 多数头部机构主动优化了低效的市场投放, 销售费用率出现不同程度的同比下行。预计随着 AI 技术在医疗垂直场景的加速商业化落地, 以及各类数字化营销工具的全面普及应用, 医疗机构将实现获客渠道的结构性优化。这种底层营销效率的跃升将有效摊薄单客获取成本, 支撑板块整体销售费用率长期维持在较低且健康的水平。

图表3: 板块销售费用(百万元)收窄

公司	2025销售费用	2024销售费用	yoy%	26Q1销售费用	25Q1销售费用	yoy%	2025销售	2024销售	yoy%	26Q1销售	25Q1销售	yoy%
	费用	费用		费用	费用		率%	率%		费用率%	费用率%	
爱尔眼科	2,145	2,152	0%	562	544	3%	9.60	10.25	(0.66)	8.79	9.03	(0.24)
美年健康	2,341	2,546	-8%	421	470	-10%	22.60	23.79	(1.19)	26.57	26.79	(0.22)
兴齐眼药	764	705	8%	200	168	19%	30.89	36.30	(5.41)	29.21	31.34	(2.13)
通策医疗	34	32	8%	8	7	19%	1.18	1.11	0.07	1.10	0.94	0.17
华夏眼科	573	582	-2%	149	136	10%	13.84	14.46	(0.62)	13.00	12.45	0.54
欧普康视	521	461	13%	128	124	3%	27.98	25.44	2.54	27.89	26.03	1.86
爱博医疗	258	199	29%	68	61	11%	17.37	14.12	3.25	17.09	17.19	(0.10)
三博脑科	38	24	62%	8	5	54%	2.22	1.66	0.56	1.85	1.36	0.49
国际医学	52	37	40%	10	1	570%	1.27	0.76	0.50	0.99	0.14	0.85
盈康生命	47	53	-12%	17	13	26%	2.48	3.40	(0.92)	3.35	3.23	0.12
新里程	205	294	-30%	17	28	-42%	6.71	7.75	(1.04)	2.31	3.57	(1.26)
普瑞眼科	518	501	4%	138	123	12%	18.53	18.69	(0.16)	16.81	16.52	0.29
何氏眼科	177	182	-3%	44	38	14%	16.23	16.65	(0.43)	14.35	13.15	1.20
澳洋健康	36	43	-17%	8	9	-12%	1.97	2.12	(0.15)	1.86	1.90	(0.04)
时代天使	121	105	16%	-	-	-	32.80	39.07	(6.26)	-	-	-
海吉亚医疗	47	53	-12%	-	-	-	1.17	1.20	(0.03)	-	-	-
固生堂	372	369	1%	-	-	-	11.46	12.20	(0.74)	-	-	-
朝聚眼科	111	125	-11%	-	-	-	8.12	8.86	(0.74)	-	-	-
锦欣生殖	165	175	-6%	-	-	-	6.23	6.23	(0.00)	-	-	-
环球医疗	362	375	-3%	-	-	-	2.43	2.75	(0.32)	-	-	-
瑞慈医疗	2,796	2,924	-4%	-	-	-	307	297	3%	-	-	-

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所



板块管理费用率稳中微降，精益化管控成效初步显现。部分企业因计提股权激励费用及新项目爬坡期的人员前置开支，抵消了整体的部分降本空间。在行业告别粗放扩张后，向内部精益管理要效益已成为板块共识，预计后续核心标的的管理费用率中枢将企稳，并具备进一步结构性优化的潜力。

图表4：板块管理费用（百万元）及管理费用率（%）收窄

公司	2025管理费用	2024管理费用	yoy%	26Q1管理费 用	25Q1管理费 用	yoy%	2025管理费用 率%	2024管理费用 率%	yoy%	26Q1管理 费用率%	25Q1管理 费用率%	yoy%
爱尔眼科	3,213	2,989	7%	760	761	0%	14.37	14.25	0.13	11.88	12.63	(0.75)
美年健康	860	885	-3%	206	208	-1%	8.30	8.27	0.04	12.98	11.87	1.12
兴齐眼药	175	170	2%	42	37	12%	7.06	8.76	(1.70)	6.11	6.97	(0.86)
通策医疗	320	316	1%	75	73	4%	10.98	11.02	(0.04)	9.96	9.74	0.22
华夏眼科	521	504	4%	125	122	2%	12.60	12.51	0.09	10.91	11.20	(0.29)
欧普康视	129	109	18%	27	32	-17%	6.92	6.02	0.90	5.85	6.74	(0.89)
爱博医疗	190	171	11%	44	40	10%	12.79	12.12	0.67	11.15	11.25	(0.10)
三博脑科	210	171	23%	53	41	29%	12.19	11.95	0.24	11.89	10.41	1.48
国际医学	518	540	-4%	115	140	-18%	12.72	11.22	1.51	11.82	14.07	(2.25)
盈康生命	189	155	21%	47	40	19%	10.01	9.97	0.04	9.51	9.72	(0.21)
新里程	371	511	-27%	104	118	-12%	12.16	13.45	(1.28)	14.43	14.84	(0.40)
普瑞眼科	330	383	-14%	80	92	-14%	11.78	14.32	(2.54)	9.70	12.44	(2.73)
何氏眼科	202	219	-7%	44	45	-1%	18.53	19.96	(1.42)	14.49	15.36	(0.87)
澳洋健康	102	124	-18%	21	26	-17%	5.65	6.19	(0.53)	5.24	5.65	(0.41)
时代天使	80	68	18%	-	-	-	21.55	25.13	(3.58)	-	-	-
海吉亚医疗	423	437	-3%	-	-	-	10.54	9.84	0.70	-	-	-
固生堂	192	185	4%	-	-	-	5.91	6.11	(0.20)	-	-	-
朝聚眼科	219	237	-8%	-	-	-	16.10	16.90	(0.79)	-	-	-
锦欣生殖	518	483	7%	-	-	-	19.57	17.17	2.40	-	-	-
环球医疗	1,441	1,334	8%	-	-	-	9.65	9.76	(0.12)	-	-	-
瑞慈医疗	221	265	-16%	-	-	-	7.92	9.07	(1.15)	-	-	-

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

运营效率端，2025 及 26Q1 年医疗服务板块整体应收账款周转率同比提升。2025 年周转效率的普遍改善，其中 C 端业务占比较高的眼科等专科机构运营效率提升显著。总体而言，板块整体坏账风险可控。

图表5：板块应收账款周转率（%）

公司	2025应收账款 周转率%	2024应收账款 周转率%	yoy%	26Q1应收账 款周转率%	25Q1应收账 款周转率%	yoy%
爱尔眼科	11.64	10.78	0.08	3.36	2.89	0.47
美年健康	3.58	3.79	(0.06)	0.56	0.63	(0.07)
兴齐眼药	9.80	9.27	0.06	2.55	2.23	0.32
通策医疗	18.19	19.92	(0.09)	4.13	4.48	(0.34)
华夏眼科	13.69	13.22	0.04	3.49	3.56	(0.08)
欧普康视	6.98	7.12	(0.02)	1.66	1.70	(0.04)
爱博医疗	3.60	4.98	(0.28)	0.69	0.97	(0.28)
三博脑科	15.07	13.19	0.14	3.86	3.33	0.53
国际医学	6.48	6.87	(0.06)	1.99	1.39	0.60
盈康生命	6.93	6.22	0.11	1.77	1.65	0.12
新里程	2.53	3.42	(0.26)	0.58	0.64	(0.06)
普瑞眼科	28.22	24.31	0.16	8.62	6.29	2.33
何氏眼科	31.76	24.82	0.28	8.82	7.48	1.34
澳洋健康	6.17	6.90	(0.11)	1.34	1.48	(0.14)

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

流动性端，2025 年医疗服务板块在手现金储备充足，造血能力强，充裕的在手资金将成为后续企业跨越周期及参与产业整合的核心壁垒。



图表6: 截至 2025 年板块现金及现金等价物余额 (百万元)

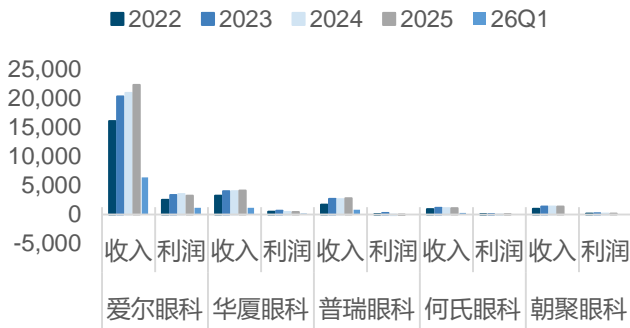
公司	2025在手现金	2024在手现金	yoy%
爱尔眼科	5,280	5,361	-2%
美年健康	3,424	2,968	15%
兴齐眼药	386	363	7%
通策医疗	696	620	12%
华夏眼科	2,493	3,470	-28%
欧普康视	844	758	11%
爱博医疗	630	364	73%
三博脑科	380	560	-32%
国际医学	389	549	-29%
盈康生命	1,061	1,225	-13%
新里程	336	416	-19%
普瑞眼科	338	480	-30%
何氏眼科	539	766	-30%
澳洋健康	160	266	-40%

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

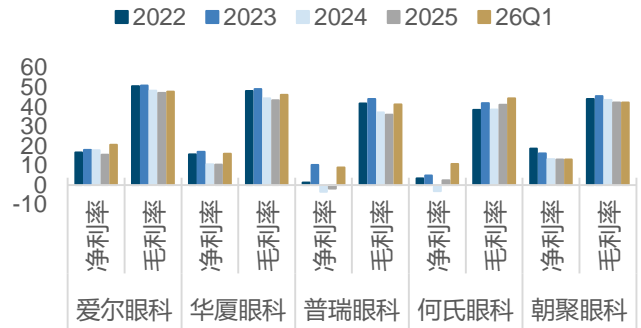
## 二、眼科: 26Q1 经营势头良好, 奠定全年向好基调

2025 年板块在宏观环境与新院区爬坡的双重扰动下, 板块收入仍维持稳健扩张, 盈利中枢探底。进入 26Q1, 板块盈利能力全面企稳回升。营收端维持中个位数至双位数平稳扩张, 利润端改善显著: 爱尔与华夏 26Q1 净利率分别修复至 20.55%和 16.02%, 普瑞与何氏净利率亦分别回升至 8.90%和 10.69%。板块单体盈利模型在经历前期的被动承压后开始边际优化, 在产品结构升级与精细化运营的共振下, 行业基本面正逐步走出底部区间。

图表7: 22-25 年细分标的收入及利润 (百万元)



图表8: 22-25 年细分标的净利率及毛利率 (%)



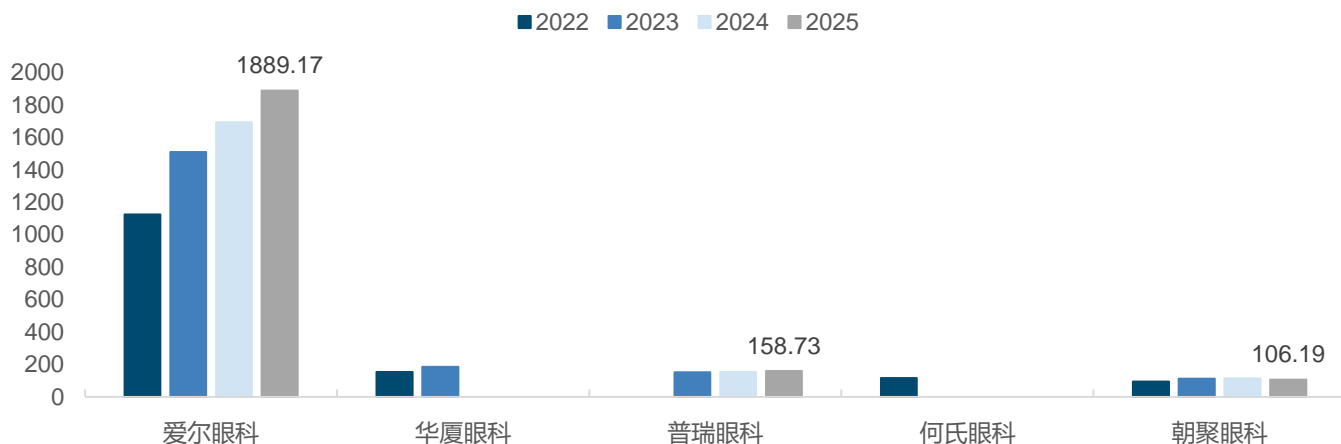
来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

运营端, 2025 年, 爱尔眼科门诊量达 1889.17 万人次 (同比+11.5%), 依托全国性网络布局维持了稳健的客流聚集效应。普瑞眼科 (158.73 万人次) 与朝聚眼科 (106.19 万人次) 等机构门诊量则保持相对平稳或小幅调整。各机构在精益化运营与差异化获客层面的战略聚焦, 有望为板块盈利能力的持续修复提供底层支撑。



图表9：22-25年细分标的的门诊量（万人次）



来源：各公司公告，国金证券研究所

业务结构端，消费属性项目稳固业绩基本盘。2025年，屈光与视光等自费业务在爱尔眼科与华夏眼科的收入占比合计均逾63%，普瑞眼科屈光单一业务占比亦达46.37%，何氏眼科则在视光领域保持超31%的较高权重。

产能扩张端，爱尔眼科依托3.58亿元的在建工程及842家机构基数，延续网点下沉与加密态势；朝聚眼科亦保持一定规模的区域扩建。相对而言，华夏、普瑞与何氏的在建工程规模显著收敛。

图表10：细分标的的2025年收入结构拆解

收入占比 (%)	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科
<b>2025年</b>				
屈光	37.50%	34.23%	46.37%	21.43%
视光	25.89%	26.62%	14.99%	31.84%
白内障	15.56%	19.92%	19.75%	13.27%
其他眼病	20.73%	13.98%	17.81%	11.35%
<b>2024年</b>				
屈光	36.23%	32.19%	45.82%	19.86%
视光	25.16%	26.55%	14.43%	33.29%
白内障	16.63%	21.67%	21.49%	14.30%
<b>2023年</b>				
屈光	36.49%	30.06%	47.69%	20.20%
视光	24.35%	25.34%	14.60%	32.67%
白内障	16.33%	24.59%	21.84%	17.30%

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表11：细分标的的2025年机构数量结构拆解

	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科	朝聚眼科
医院	391	64	36		31
门诊/诊所	272		4		
眼科中心及诊所	179	55			32
机构数量总计 (家)	842	119	40	121	63
在建工程 (百万元)	357.85	3.95	12.80	0.17	161.53

来源：各公司公告，国金证券研究所

投资观点方面，眼科板块正由“投入期”稳步向“收获期”过渡。对于中小体量标的，随着2025年资本开支高峰阶段性收官，新建及扩建院区将逐步渡过损益平衡点，产能利用率的提升有望支撑2026年利润端实现实质性改善。

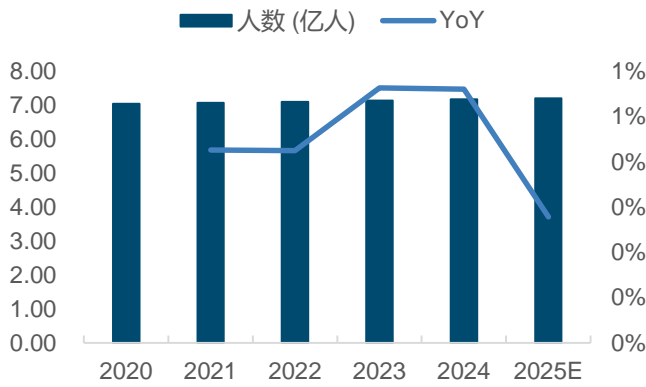
对于龙头机构，有望通过精细化成本管控与经营杠杆的持续优化，利润率水平有望在稳健增长的基础上进一步回升，建议关注具备高运营效率及利润释放弹性的优质标的。

### 三、齿科：刚需底盘稳固，聚焦龙头“内生下沉”与“扬帆出海”

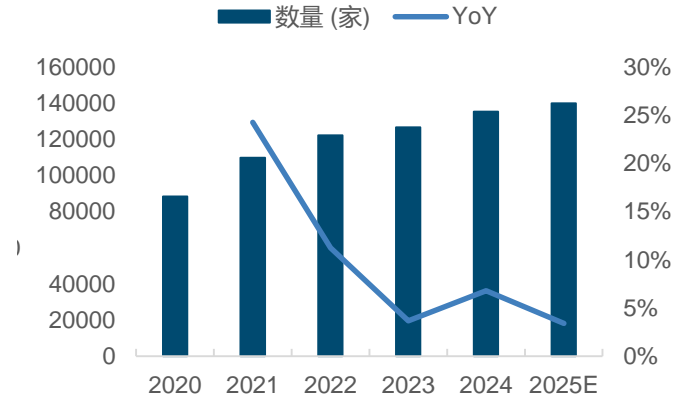
我国口腔医疗行业目前正处于需求刚性释放与消费升级共振的黄金成长期。从底层逻辑看，极高的患病率与庞大的受众基数构成了行业增长的确定性来源：目前约有半数中国居民患有各类口腔疾病，2024年口腔疾病患者人数约为7.18亿人，预计2025年将微增至7.2亿人，持续高位的需求盘为市场规模的扩张提供了稳固支撑。供给侧方面，行业资源正加速集聚，截至2024年底，全国经营状态的口腔医疗机构总数已达135,363家，同比增长6.8%，预计2025年将突破14万家。尽管当前人均牙医资源仍显短缺，但机构数量的稳步攀升显著提升了服务的可及性。



图表12: 2020-2025年中国口腔疾病患者人数预计微增



图表13: 中国医疗卫生机构数量预计微增



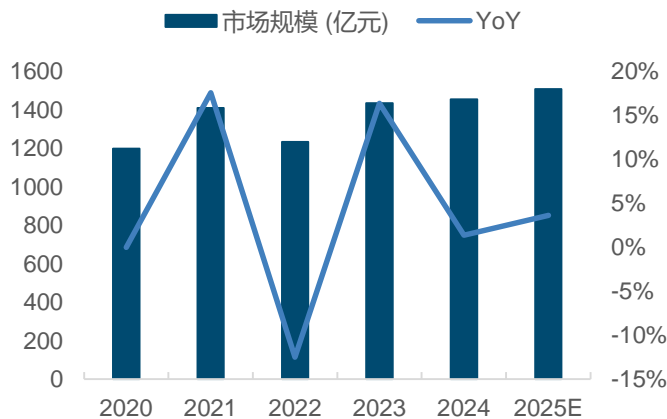
来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

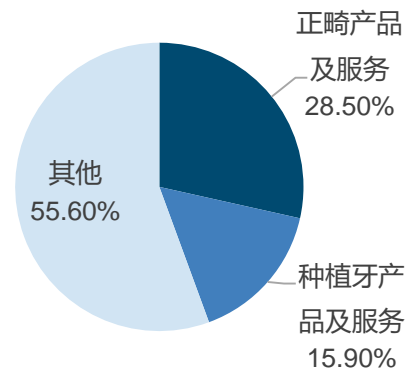
从市场体量来看, 诊疗修复与健康意识深化共同驱动了规模增长, 2024年我国口腔医疗服务市场规模约为1456亿元, 预计2025年将攀升至1509亿元。更深层次的驱动力源于口腔健康正逐步褪去纯粹的“医疗”属性, 转而展现出“消费品”特征。

随着居民可支配收入提升带来的需求进阶, 具备高客单价和美学溢价属性的正畸及种植牙项目合计贡献了近45%的市场份额(正畸28.46%、种植牙15.94%)。

图表14: 中国口腔医疗服务市场规模预计微增



图表15: 中国口腔医疗市场结构占比情况



来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

**通策医疗: 业绩平稳增长, 营销改革有望贡献新增量**

从整体财务表现来看, 通策医疗在2025年行业政策重塑与消费环境承压的双重考验下, 依然展现出了较强的经营韧性。2025年公司实现营业收入29.13亿元(同比+1.37%), 归母净利润5.02亿元(同比+0.19%), 扣非归母净利润4.96亿元(同比-0.04%)。26Q1公司实现营业收入7.55亿元(同比+1.43%), 归母净利润1.87亿元(同比+1.66%), 扣非归母净利润1.85亿元(同比+1.37%)。

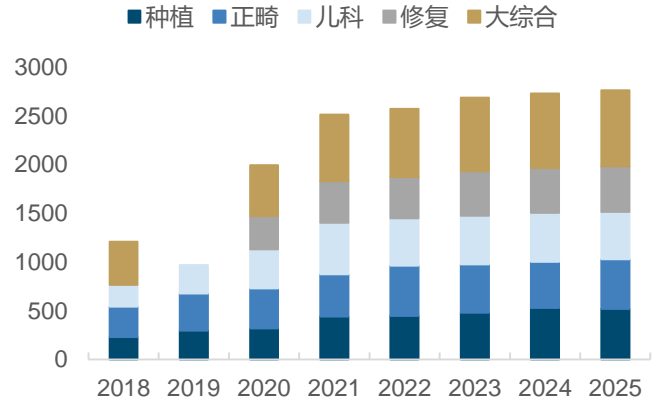
分业务来看, 公司种植业务2025年收入5.19亿元, 同比下降2.08%。面对种植牙集采带来的市场变化, 公司实施“分层定价、双轨并行”增长策略。针对不同客群推出差异化产品, 扩大初诊基数, 同步做好下沉市场布局, 实现“以价换量、以量带质”。正畸业务2025年收入5.10亿元, 同比增长7.63%, 正畸业务呈现明确复苏态势。全年病例量同比增长10.8%。儿科业务收入4.87亿元(同比-2.69%), 修复业务收入4.66亿元(同比+0.72%), 大综合业务收入7.83亿元(同比+2.27%), 整体保持稳定, 为业绩提供基础支撑。



图表16: 通策医疗收入及利润 (百万元) 稳步增长



图表17: 18-25年通策医疗分业务收入 (百万元)

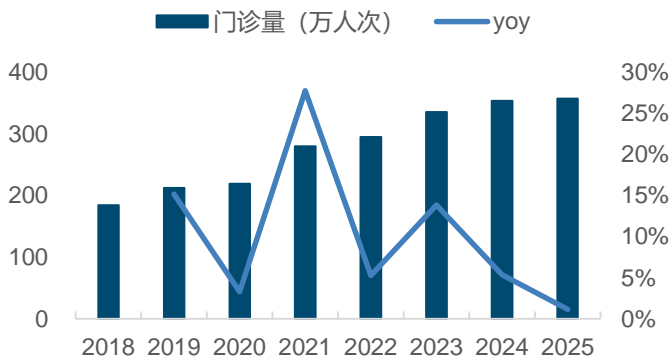


来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

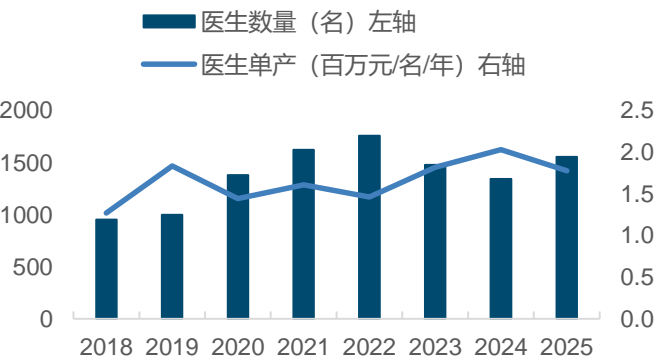
来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

2025 年公司门诊量达 357.36 万人次, 在基数已大的背景下仍保持稳定增长。与此同时, 公司人才梯队建设持续深化, 截至 2025 年底医生人数提升至 1555 名, 尽管受到新设分院初期爬坡的影响, 单产水平仍维持在良性区间。

图表18: 通策医疗 18-25 年门诊人次稳增



图表19: 通策医疗 18-25 年医生数及医生单产稳增



来源: 公司公告, 国金证券研究所

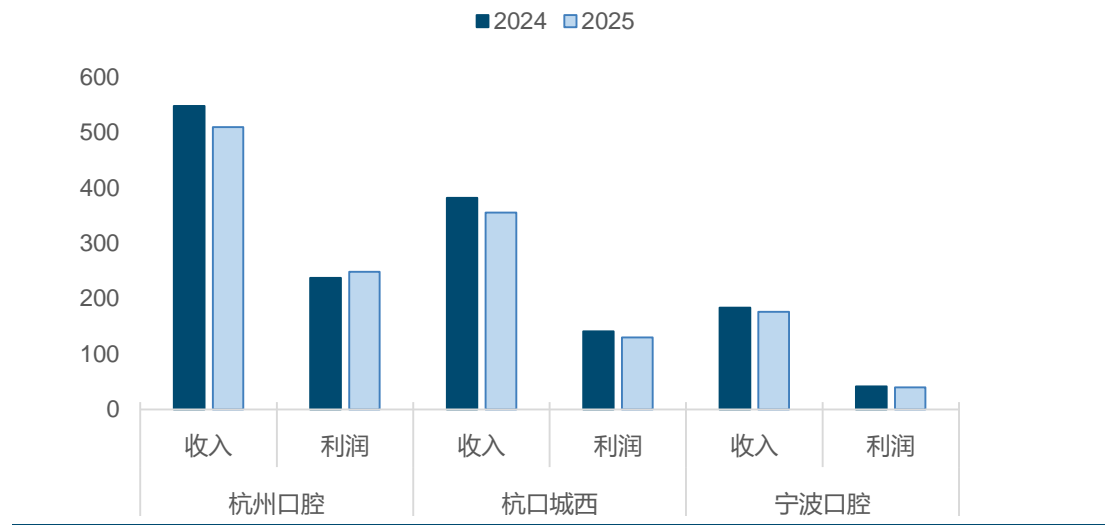
来源: 公司公告, 国金证券研究所

核心院区作为公司的盈利基石与品牌高地, 在 2025 年外部消费环境波动下, 表现出经营韧性。从营收端来看, 杭州口腔医院、杭口城西院区以及宁波口腔医院出现小幅收缩。在收入微降的压力下, 杭州口腔医院的归母净利润不降反升, 从 2.38 亿元增长至 2.48 亿元, 净利率水平得到显著提升, 这充分证明了核心总院在高端疑难病例处理、精细化医疗服务以及经营成本管控方面的极强溢价能力。

与总院进入稳健防御期相呼应的是, 公司“总院+分院”模式下的下沉市场正处于高速增长期, 核心院区的品牌效应已成功转化为蒲公英分院的增长红利。2025 年蒲公英医院共 49 家, 实现收入 8.56 亿元, 占公司总营收 31%, 同比增长 20%; 净利润 9236 万元, 同比增长 95%。2026 年一季度蒲公英医院营收 2.23 亿元, 同比增长 17%; 净利润 4400 万元, 同比增长 24%, 有效平抑了核心院区因新老更替及流量再分配带来的波动。



图表20: 通策医疗重点院区收入及利润情况 (百万元)

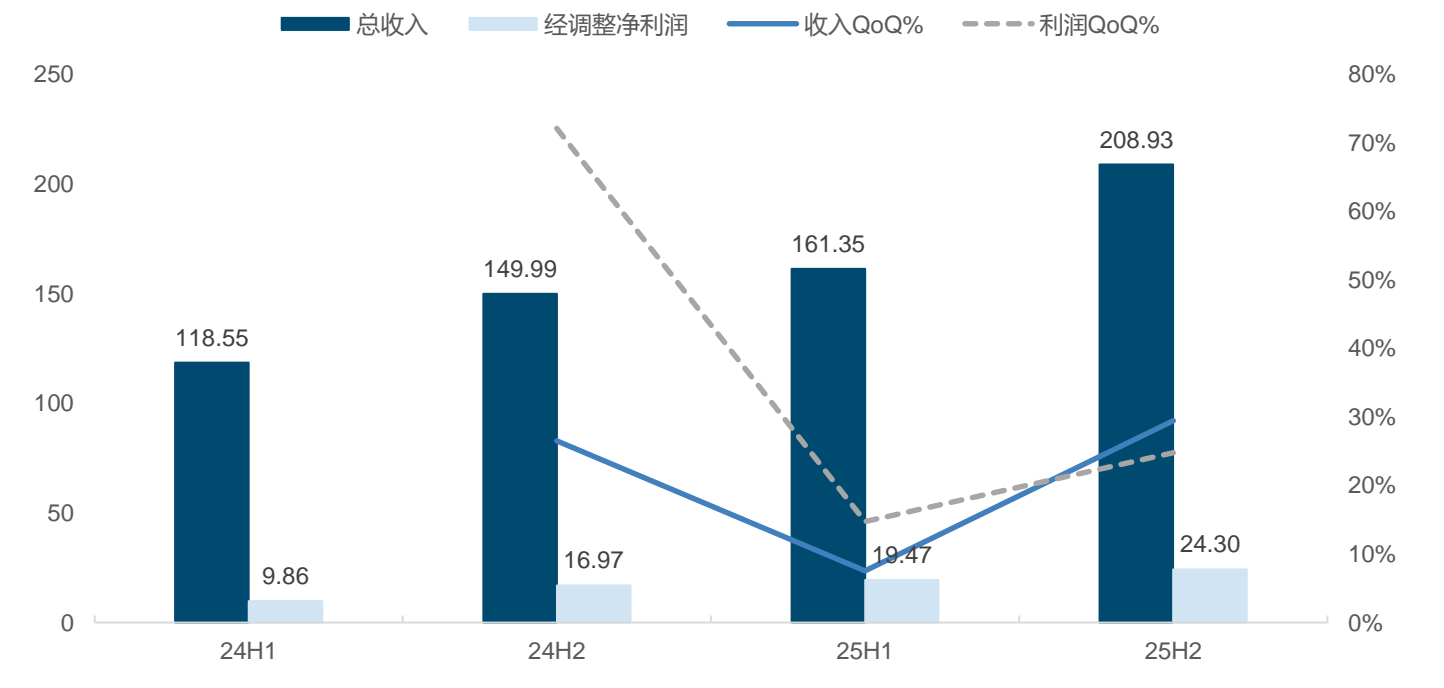


来源: 公司公告, 国金证券研究所

时代天使: 全球化战略成效显著

2025 年公司实现收入 3.7 亿美元, 同比增长 37.8%; 实现净利润 2630 万美元, 同比增长 163.0%; 实现经调整净利润 4380 万美元, 同比增长 63.0%。

图表21: 时代天使 24H1-25H2 收入及经调整净利润 (百万美金)



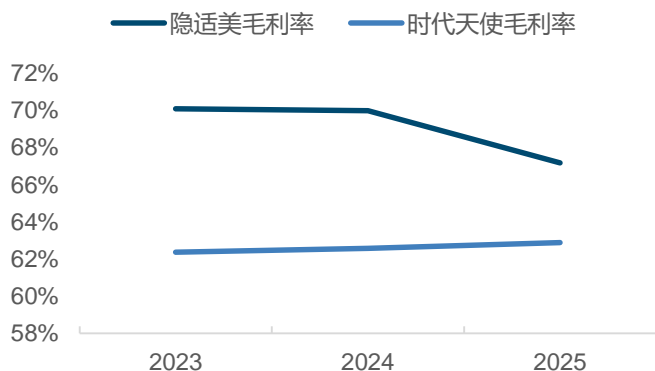
来源: 公司公告, 国金证券研究所

在盈利能力与运营效率方面, 时代天使通过与全球行业巨头艾利科技(Align Technology)的多维度对标, 展现出了效率优化潜力。

从毛利端来看, 时代天使 2023-2025 年毛利率稳步微升, 体现了公司在供应链优化及全球产能配置上的成本管控能力。此外在经调整净利率上, 时代天使 2025 年经调整净利率为 12%, 同比+1.8pct, 同样有所提升。

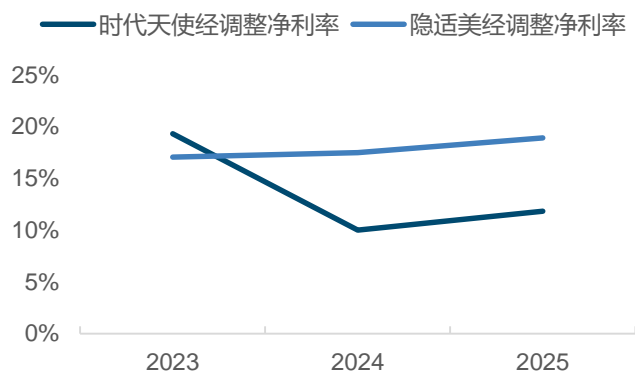


图表22: 时代天使毛利率与艾利科技毛利率对比 (%)



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

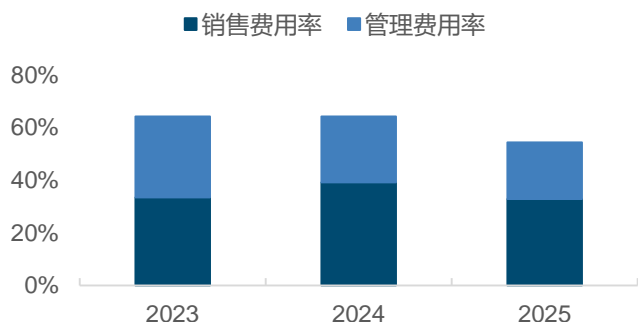
图表23: 时代天使与艾利科技经调整净利率对比 (%)



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

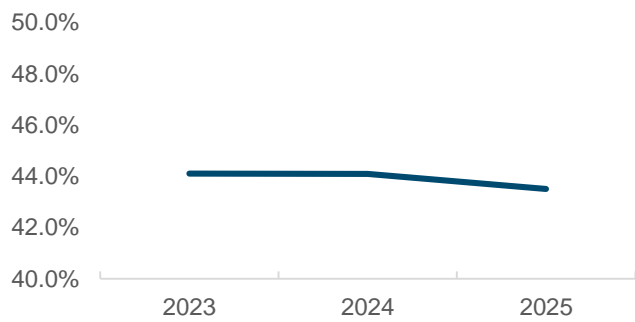
通过对比双方的费用结构可见, 艾利科技的市场、销售及管理费用率在 43%~44% 区间, 时代天使的销售及管理费用率在 2025 年实现优化, 显示出前期针对全球渠道铺设及数字化医学平台的投入已初有成效。随着品牌声量在国内外市场的自然渗透, 单位营销成本随规模效应摊薄而优化, 时代天使期间费用率有望进一步优化。

图表24: 时代天使 23-25 年销售及管理费用率



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

图表25: 艾利科技 23-25 年市场、销售和管理费用率



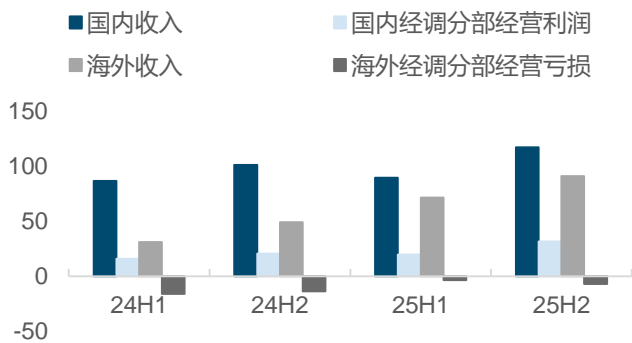
来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

海外业务已成为驱动公司增长的核心支柱。2025 年公司在内地以外全球市场录得收入 1.63 亿美元, 同比增长 102%, 占总收入的比重持续攀升, 海外达成案例数约 25.62 万例, 同比增长 82.1%。2025 年海外分部经调整分部经营亏损从去年同期的 2970 万美元收窄至 1050 万, 亏损收窄主要得益于运营杠杆效应以及若干中国以外生产工厂的投产成本进度延后。

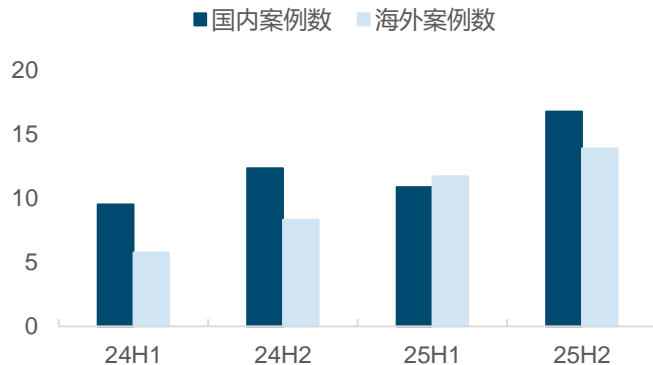
国内业务通过产品矩阵优化及下沉市场渗透, 依然维持了稳健态势, 2025 年时代天使实现收入 2.07 亿美元, 并在消费环境下实现了 26.3% 的案例数快速增长, 国内市场的经调整利润为 5130 万美元, 同比增长 40.0%, 主要受益于国内市场收入稳健增长及集团层面的规模效应。



图表26: 时代天使海外经调整分部亏损逐步收窄 (百万美元)



图表27: 时代天使国内及海外案例数高增 (万例)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

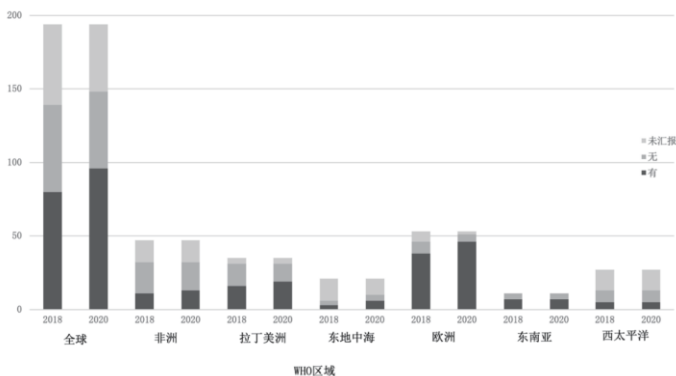
#### 四、严肃医疗: 顶层框架确立, 支付端红利驱动康复产业扩容

从全球视角来看, 长期护理保险制度的建立是应对老龄化社会的共性路径。世界卫生组织的数据显示, 截至 2020 年, 全球近半数的国家及地区已实施长期护理相关政策, 其中欧洲与东南亚国家进度领先, 其背后的核心动因是各国医疗保障体系在长周期失能养老压力下的结构性转型。

虽然目前国际上关于长期护理的保障模式尚未统一, 涵盖了以日德为代表的社会保险模式、以美英为代表的社会救助模式, 以及瑞典等国推行的社会福利模式, 但绝大多数国家仍偏向于政府主导的福利安全网, 旨在通过制度化手段分担家庭照护成本。

图表28: 世界各大地区建立或实施长期护理政策和计划情况

图表29: 部分国家长期护理政策模式及特征



政策模式	包含国家
社会保险	日本、德国、以色列、韩国、卢森堡、荷兰
社会福利	比利时、英国、法国、意大利、西班牙、爱尔兰、加拿大、捷克共和国、芬兰、斯洛伐克、斯洛伐克、立陶宛、拉脱维亚、奥地利、冰岛、瑞典
社会救助	爱沙尼亚、美国、匈牙利、克罗地亚

来源: 世界卫生组织数据库, 《长期护理政策的国际经验与中国探索》, 国金证券研究所

来源: 《The effectiveness of social protection for long-term care in old age》, 《长期护理政策的国际经验与中国探索》, 国金证券研究所

我国人口老龄化正呈现出“规模巨、进程快、高龄化”的特征。2024 年我国 60 岁及以上人口已达 3.1 亿, 2023 年我国 60 岁以上总失能人口高达 4654 万人, 失能风险已成为制约社会保障体系可持续性的核心挑战。

在此背景下, 长期护理保险 (以下简称“长护险”) 应运而生, 其基本定义是为因年老、疾病或伤残而丧失日常生活自理能力、处于长期失能状态的参护人, 提供生活照护和与之密切相关的医疗护理服务的制度保障。长护险自 2012 年青岛试点起步, 历经十余年扩围, 目前已覆盖全国 49 个城市, 参保人数达 1.88 亿。



图表30：国家长期护理保险服务项目目录（试行）

国家长期护理保险服务项目目录（生活照护类）		国家长期护理保险服务项目目录（医疗护理类）	
项目类别	项目名称	项目类别	项目名称
饮食照护	协助进食/水及指导（含管饲饮食）	一般检查护理	吸痰
排泄照护	协助排泄		氧气吸入
	人工取便		常规换药
	失禁照护		雾化吸入
	人工肛门/便袋清洁		灌肠
清洁照护	洗发	基础护理	置管（胃管）
	理发		导尿（留置导尿）
	口腔清洁（包括义齿）		快速血糖测定
	指/趾甲清洁	专项护理	一般物理降温
	擦浴		造口护理
	沐浴		气管切开护理
穿脱衣物	整理床单位（床铺）	康复	深静脉置管护理
	协助更衣及指导		认知功能训练
功能维护	体位管理		运动功能训练
	生活功能训练及指导		吞咽功能训练
	协助翻身叩背排痰		语言功能训练
对症护理	压疮预防照护及指导		
	协助给药		

来源：国家医疗保障局，国金证券研究所

2016年人社部发布《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》。首批15个试点城市启动。此时的长护险带有强烈的“医保附属”色彩，主要依附于城镇职工医保基金划转，且聚焦于解决重度失能人员的“医疗护理”刚需。

2020年国家医保局、财政部联合印发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，试点城市大幅扩容至49个。首次明确了长护险作为“独立险种”的战略定位，并要求探索建立多元化、独立的筹资机制。服务范畴也从侧重医疗护理，正式拓宽为“基本生活照料与医疗护理并重”。

2025年国家医保局出台的《服务项目目录》统一了36项服务规范，叠加2026年多部门联合印发的《实施方案》明确了全国统一的0.3%基准费率及70%/50%的支付比例底线，标志着长护险彻底打通了独立筹资闭环并完成了全国行业“底层协议”的统一。

图表31：16年至今我国长护险相关政策梳理

时间	政策文件	发布部门	具体内容
2016/7/29	《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	人社部	启动长护险试点，第一批15个城市（承德、长春、齐齐哈尔、上海、南通、苏州、宁波、安庆、上饶、青岛、荆门、广州、重庆、成都、石河子），吉林和山东为重点联系省。重点解决重度失能人员基本生活照料和医疗护理费用
2019/3/5	《2019年政府工作报告》	国务院	改革完善医养结合政策，扩大长期护理保险制度试点
2020/9/10	《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》	医保局、财政部	试点城市增至49个（含北京市石景山区等14个新增地区），进一步明确保障范围、筹资机制、待遇机制等
2021/3/5	《2021年政府工作报告》	国务院	促进医养康养相结合，稳步推进长期护理保险制度试点
2021/12/1	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	国务院	支持专业化养老机构建设，建立长期照护服务标准规范，发展康复辅助器具
2022/3/5	《2022年政府工作报告》	国务院	支持社会力量提供日间照料、助餐助洁、康复护理等服务，稳步推进长护险试点
2023/3/5	《2023年政府工作报告》	国务院	推进医养结合，稳步推进长期护理保险制度试点
2024/3/5	《2024年政府工作报告》	国务院	推进建立长期护理保险制度
2024/7/21	《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	中共中央	加快建立长期护理保险制度
2024/12/30	《中共中央国务院关于深化养老服务改革的意见》	中共中央、国务院	强化失能老年人照护，发展长期照护和认知障碍照护服务，加快建立长护险制度，做好与经济困难高龄失能老年人补贴政策的衔接
2025/3/5	《2025年政府工作报告》	国务院	加快建立长期护理保险制度，加大对老年助餐服务、康复辅助器具购置和租赁支持力度
2025/9/18	《国家长期护理保险服务项目目录（试行）》	国家医保局	明确36项服务项目：生活照料类（饮食、排泄、清洁、穿戴、功能维护等）、医疗护理类（一般检查、基础护理、专项护理、康复四类）；规范目录管理，2025年12月底前落地实施
2026/3/5	《2026年政府工作报告》	国务院	完善社会保障和服务政策，加快建立长期护理保险制度
2026/3/26	《加快建立长期护理保险制度实施方案》	国家医保局等8部门	费率统一为0.3%（单位和个人各0.15%），支付比例70%/50%，覆盖全部基本医保参保人员

来源：国家医疗保障局，中共中央人民政府，国金证券研究所

从试点城市的演进脉络看，长护险给付标准正经历从“身份导向”向“需求导向”的范式转移。



早期如青岛模式以参保人群分类定价；而上海、安庆乃至成都、荆门等后续试点，则逐步叠加了服务方式、专业程度及失能等级等多维指标。这种复合维度的演进，本质上是地方医保精算模型从粗放式补贴向精准化保障的跨越，旨在通过精细化的需求画像，将有限的资源精准匹配给重度失能且需要更高专业护理的人群。

在支付标准的具体设定上，各试点城市展现出了“比例报销”与“限额/定额支付”并重的杠杆调控策略。以上海、福州为代表的城市主要采用比例支付机制，相对而言，安庆、重庆、汉中等城市则更倾向于采用严格的日定额或月度限额。

此外，给付政策中显现出明确的“居家优先”战略定力。通过对居家社区护理设定更高的报销比例（如上海90%对85%）或更充盈的月度额度（如天津模式），政策杠杆正积极引导服务资源下沉家庭场景。

图表32：试点城市长期护理保险服务方式及支付标准

试点批次	城市	依据标准	服务方式	支付标准
第一批	上海	服务方式	社区居家护理	支付水平为90%
		服务方式	养老机构护理	支付水平为85%
		服务方式	住院医疗护理	按参加本市医疗保险规定
	青岛	参保群体	职工	报销比例为90%
		参保群体	居民	一档缴费（2021年）的成年居民、大学生、少年儿童报销比例为80%，二档缴费（2022年）的成年居民为75%
	荆门	服务方式+失能等级	居家护理	每人每月限额为100元，支付比例为重度失能一级80%、二级50%、三级40%
			养老机构护理	重度失能一级：一、二、三级护理比例为80%、90%、100%；重度失能二级：60元、70元、80元；重度失能三级：50元、60元、70元。支付比例为75%
	安庆	服务方式	医院护理	每人每月限额为150元，支付比例为75%
			居家护理	按15元/天的标准享受护理补助；机构上门服务，支付比例为70%；最高支付限额为500元/月的护理服务
			养老机构护理	定额，每户为50元
重庆	服务方式	医疗机构护理	定额，每户为60元	
		居家上门护理	50元/天	
成都	服务专业程度	机构护理	50元/天	
		基础护理	以失能等级对应的月护理费用为基数，城镇职工和城乡居民按75%、60%的比例定额支付	
			专业护理	居家护理（限额）：重度一级、二级、三级每月不超过300元、400元、500元；上门和机构护理（定额）：重度一级、二级、三级每月为300元、400元、500元
第二批	天津	服务方式	居家护理	每月2100元，由长期护理保险基金支付75%
			机构护理	每天70元，由长期护理保险基金支付70%
	福州	服务方式	居家护理	按标准（1800元/月）的85%支付
			机构护理	按标准（1800元/月）的75%支付
	晋城	服务方式	居家自主护理	每日定额30元，长期护理保险基金全额支付
			居家上门护理	每月定额1500元，长期护理保险基金支付70%
			居家和上门叠加护理	居家自主护理每日定额15元，机构上门护理每月定额1000元，长期护理保险基金支付比例分别为100%、70%
	开封	服务方式	机构护理	每日定额100元，长期护理保险基金支付70%
			居家自主护理	月支付限额900元
	南宁	服务方式	居家上门护理	支付比例为75%，月限额1500元
机构护理			支付比例为65%，月限额1900元	
机构上门护理			按每月护理待遇标准的75%支付	
汉中	服务方式	入住机构护理	按每月护理待遇标准的70%支付	
		异地居住护理	按每月护理待遇标准的60%支付	
		居家护理	按每月不超过450元的标准补助	
			机构上门护理	每月补助标准不超过800元
			养老机构护理	每月补助标准不超过1100元
			医疗机构护理	每月补助标准不超过1200元

来源：《基于政策评估的长期护理保险差异化研究》、国金证券研究所

筹资端已突破单一医保划拨，通过引入个人缴费及财政补贴构建多元体系，强化制度的可持续性。保障范围则由城镇职工外延至城乡居民，半数试点城市已实现全民覆盖。给付模式上，各地因地制宜创新服务与现金组合，并延伸至辅具领域。长护险通过释放失能家庭的“制度性支付”潜力，引导资源流向居家及社区护理，化解社会失能风险。



图表33：我国各试点城市长护险的参保人群情况

参保对象	地区
参加基本医疗保险的职工	承德、安庆、临沂、齐齐哈尔、聊城、泰安、重庆、滨州、济宁、淄博、菏泽、烟台、长沙、威海、贺州、德州、枣庄、秦皇岛、乌鲁木齐、萍乡、天门、宜昌、定州、黔西南、湘潭、天津、福州、汉中、晋城、开封、盘锦、南宁
参加基本医疗保险的职工和城乡居民	青岛、长春、潍坊、济南、日照、南通、松原、吉林、荆门、上海、上饶、石河子、杭州、徐州、嘉兴、通化、临汾、苏州、宁波、克拉玛依、东营、台州、义乌、常州、无锡、舟山、满洲里、泰州、唐山、石家庄、乌海、晋江、呼和浩特、深圳、成都、广州、扬州、温州、昆明

来源：《长期护理政策的国际经验与中国探索》，国金证券研究所

图表34：我国各试点城市长护险的补贴方式情况

补贴方式	地区
包含现金补贴	聊城、滨州、威海、贺州、德州、黔西南、天津、汉中、晋城、开封、上饶、石河子、杭州、克拉玛依、东营、常州、无锡、唐山、石家庄、呼和浩特、深圳、温州、成都、扬州
不包含现金补贴	承德、安庆、临沂、齐齐哈尔、泰安、重庆、济宁、淄博、菏泽、烟台、长沙、枣庄、秦皇岛、乌鲁木齐、平壤、天门、宜昌、定州、泰州、乌海、晋江、广州、昆明、湘潭、福州、盘锦、南宁、青岛、潍坊、长春、日照、南通、松原、吉林、荆门、济南、上海、徐州、嘉兴、通化、临汾、苏州、宁波、台州、义乌、舟山、满洲里

来源：《长期护理政策的国际经验与中国探索》，国金证券研究所

长护险的全国性推广，本质上是对终端医疗服务行业的一次支付端革命。目前我国护理服务需求规模约为 7400 亿元，但实际保障覆盖率仅为 16%，存在显著的错配空间。

从行业演进脉络看，顶层政策对居家与社区模式的深度侧重，锁定了长护险资金向专业化、资质化供给方的流向路径。在此趋势下，能够率先建立标准化运营体系、并拥有广覆盖网络布局的康复龙头，有望凭借其规模效应下的成本优势与品牌背书，在支付方红利持续释放的窗口期，实现经营成果兑现。

### 投资建议

前期优质消费医疗标的估值经历了深度压缩，目前修复空间较大。随着宏观消费环境逐步企稳、龙头公司经营拐点确认，消费医疗板块估值修复可期。我们延续年度报告观点，建议关注：

(1) 国内基本面结构性修复：核心赛道长期渗透率提升逻辑未变，在行业规范化与“以价换量”的洗牌期，看好具备精益运营能力的细分龙头持续吸纳市场份额，实现市占率的稳步提升；

(2) 全球化出海打开第二增长曲线：在国内存量博弈背景下，出海已成为破局关键。看好具备底层制造壁垒与全球渠道铺设能力的细分龙头（如时代天使），依托供应链优势加速海外渗透，通过全球化战略打破成长天花板，并逐步进入利润兑现期重塑估值体系。

### 风险提示

**汇兑风险：**部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

**国内外政策风险：**若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

**投融资周期波动风险：**医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

**并购整合不及预期的风险：**部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究