

# 医疗器械和中药板块2025年中期投资策略

## 关注业绩拐点与行业结构性机遇

分析师：刘颢然 SAC执业证书编号：S0910525060002

分析师：苏雪儿 SAC执业证书编号：S0910525030002

2025/07/12

# 核心观点与标的

## ◆ 核心观点：2025年下半年重点关注医疗设备、中成药等渠道库存出清带来的业绩边际拐点。

- **医疗器械**：重点关注下半年设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向。以旧换新政策驱动叠加医疗行业合规影响渐弱，随着设备厂商渠道库存出清，业绩有望迎来拐点，建议重点关注设备板块。高值耗材端，集采影响逐步出清，关注基本面好转的个股。集采和DRG政策影响导致IVD企业业绩短期承压，关注相关企业出海进展。新技术方向，AI+医疗、脑机接口等新技术领域政策利好频出，产品商业化应用加速，关注相关领域投资机会。
- **中药**：板块关注受库存周期扰动的中药OTC边际拐点。把握精品+创新两大主线：精品中药兼具医疗价值与消费属性，品牌效应明显，对应高净值客户，议价能力较强；创新中药在利好政策的支持与外部环境正向刺激下正在逐渐迎来收获期，中药改良型新药、古代经典名方等中药创新药有望持续以临床为导向加速研制，并实现商业化放量，政策催生的结构性机遇凸显。

## ◆ 建议关注：

- **医疗器械**：**1) 医疗设备**：库存逐步出清，关注业绩拐点，建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、山外山等。**2) 高值耗材**：集采影响减轻，基本面好转，建议关注：春立医疗、赛诺医疗、微电生理等。**3) 消费器械**：人口老龄化叠加健康意识提升，消费器械需求旺盛，建议关注：三诺生物、爱博医疗等。**4) 低值耗材**：关税政策调整窗口期叠加国内终端医院需求复苏，相关公司业绩有望实现稳定增长，建议关注：维力医疗、拱东医疗、英科医疗等。**5) IVD**：关注企业出海进展，建议关注：新产业、亚辉龙、安图生物等。**6) AI医疗及脑机接口等新技术方向**：AI+医疗相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、华大基因等；脑机接口相关标的，如创新医疗、三博脑科、爱朋医疗等。
- **中药**：**1) 中药品牌OTC**：被动去库存有望改善终端动销，持续分享呼吸道传染病高发、人口老龄化等带来的用药需求空间，建议关注：华润三九、以岭药业、东阿阿胶、太极集团、康恩贝、江中药业、昆药集团、马应龙等。**2) 精品中药**：把握品牌稀缺性和提价精品提价两个要点，消费需求有望回暖，建议关注：同仁堂、东阿阿胶、健民集团、云南白药、广誉远、片仔癀等。**3) 中药创新药**：中药创新药在政策支持、医保准入机制优化及临床需求精准定位的驱动下，正迎来集中收获期。建议关注：康缘药业、天士力、以岭药业、云南白药、珍宝岛、济川药业等。

## ◆ 风险提示：

- 医疗设备招采恢复不及预期风险；医疗耗材集采降价风险；出海不及预期风险；国企改革不及预期风险；OTC产品推广不及预期风险；中药材价格波动风险；技术风险。

-  **01** 医疗器械：关注H2设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向
-  **02** 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇
-  **03** 投资建议
-  **04** 风险提示

# 医疗器械：关注H2设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向

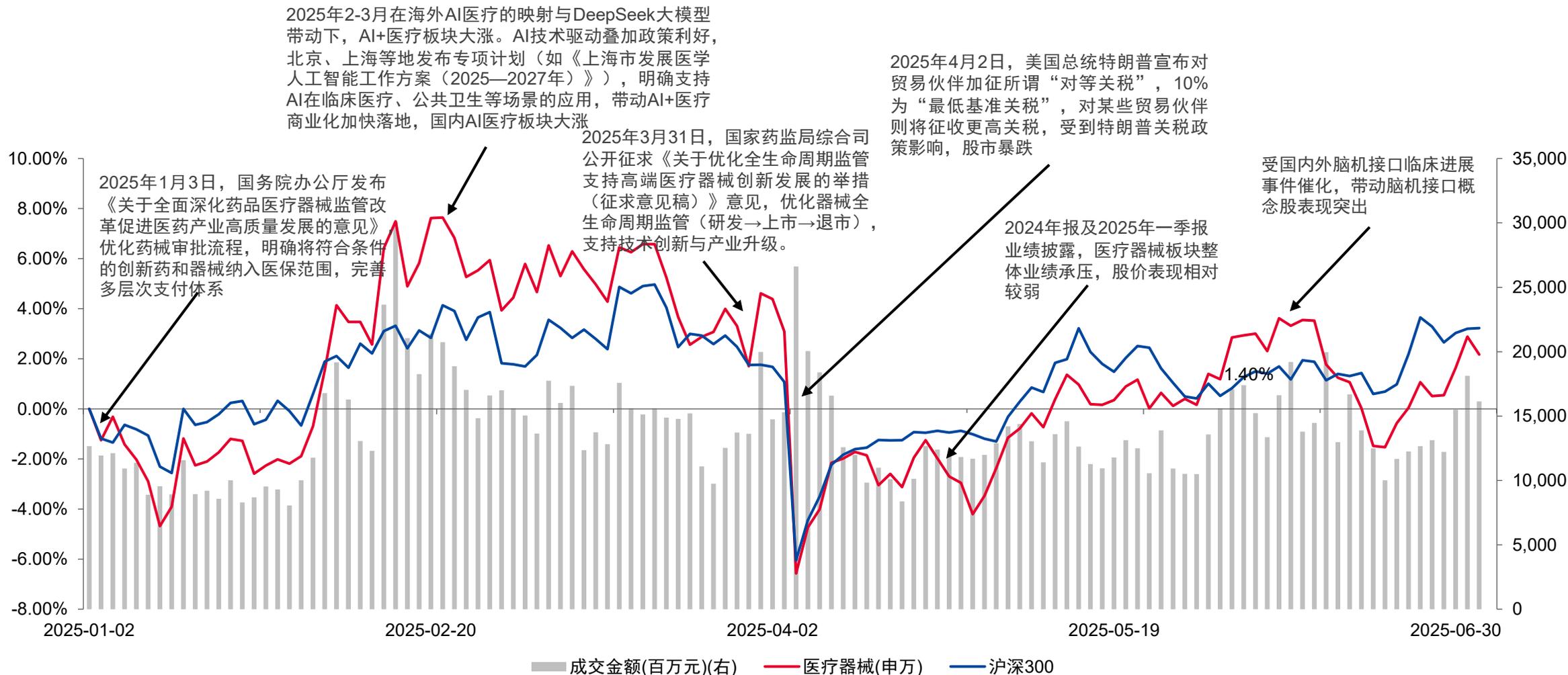
- ◆ **医疗器械行业复盘：**2025年上半年医疗器械指数下跌1.18%，跑输沪深300指数1.24bp。2025年6月30日医疗器械指数滚动市盈率为34.22倍，沪深300为13.06倍，医疗器械指数市盈率相对于沪深300当前值溢价率为161.90%，2010年至今均值溢价率为267.34%，当前值较2010年以来的平均值低105.43个百分点，估值处于历史低位。细分板块来看，2025年上半年医疗器械细分行业中，医疗设备板块相对表现较强，主要系随着医疗行业合规整顿影响出清，医疗设备招投标量逐月回暖，但因库存消化滞后导致一季度业绩仍有所承压，关注Q2库存出清后医疗设备板块弹性。受到海外AI医疗的映射与DeepSeek大模型带动，国内AI+医疗概念行情反复，带动器械板块“AI+检测”“AI+影像诊断”等相关标的股价上涨。另外，政策利好叠加临床进展催化，脑机接口相关概念股标的表现突出。
- ◆ **医疗设备：以旧换新带动需求提升，关注医疗设备板块弹性。**2023年在医疗行业合规整顿的影响下，医疗设备招标采购受到较大影响，相关厂家业绩承压。2024年3月国务院发布以旧换新政策，并且发布超长国债等给与资金支持，缓解地方医院资金压力，2025年持续加大政策支持力度，推动医疗设备采购放量。目前据公开数据统计，医疗设备超声、MR、CT、内窥镜等细分领域招投标金额改善明显，国内设备厂家短期有望受益于招投标改善，迎来业绩拐点。中长期来看，加速国产设备进口替代进程，建议重点关注医疗设备优质企业，如迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、山外山。
- ◆ **高值耗材：集采影响逐步出清，关注基本面好转的个股。**政策端来看，随着集采持续扩品降价，体量较大的耗材品种基本上都经过集采，近两年集采来看，集采规则持续完善，通过规则优化为创新留有空间，且整体降价温和；2025年3月《政府工作报告》明确提出优化药品和耗材集采政策，政策持续利好。细分领域来看，对于成熟度较高、集采影响逐步出清的耗材领域，关注集采续标利好且基本面出现明显好转的个股，建议关注骨科、神经介入等细分领域，建议重点关注春立医疗、赛诺医疗等。对于渗透率较低的耗材领域，集采以价换量逻辑持续兑现，建议关注电生理板块，建议重点关注微电生理、惠泰医疗；消费器械板块，未来国内老龄化趋势下，随着居民自我健康意识不断加强，消费器械需求有望持续增加，行业增长潜力巨大，建议关注家用医疗器械和眼科等细分领域，建议重点关注三诺生物、爱博医疗等。
- ◆ **低值耗材：海外大客户订单稳定增长，国内产品终端进院逐步恢复，短期关税政策调整窗口期下，相关公司业绩有望实现稳定增长，建议重点关注维力医疗、拱东医疗、英科医疗等。**
- ◆ **IVD：集采和DRG政策影响业绩短期承压，关注企业出海进展。**IVD领域集采范围陆续扩大，相关产品价格下降；同时，DRG/DIP支付改革全国覆盖后，医院控费趋严，减少非必需检测项目，检验结果互认政策进一步压缩重复检测需求，导致企业营收和利润承压。控费和集采趋势下，头部企业出海开拓新增长引擎，提升公司长期竞争力，国产IVD产品有望凭借性能和性价比优势突破海外市场。未来，随着海外本地化深耕和高端市场突破，出海将成为IVD行业核心增长极，关注相关企业出海进展。建议重点关注新产业、亚辉龙、安图生物等。
- ◆ **关注AI医疗及脑机接口等新技术方向。**AI医疗方面，技术催化叠加政策推动，AI+医疗产品加速落地。政策端，多部委陆续出台政策推动人工智能在医疗领域应用落地。技术端，DeepSeek-R1等开源大模型推动医疗AI开发成本大幅下降，加速AI技术商业化落地，如迈瑞医疗2024年12月发布“启元重症大模型”，联影医疗2025年4月份发布“元智”大模型，金域医学宫颈液基细胞AI辅助诊断系统落地等。未来随着大模型在医疗领域的应用场景持续落地，产业景气度持续向上，建议关注AI+医疗相关标的，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、华大基因等。脑机接口方面，政策利好叠加技术突破，商业化前景广阔。今年年初以来，脑机接口相关地方产业政策密集落地，鼓励和引导各级政府资金，推动脑机接口产业快速发展。同时，湖北省首创收费体系，打通商业化路径，加快脑机接口临床应用。技术方面持续突破，非侵入式设备精度和响应速度显著提升；侵入式技术方面，成功开展我国首例侵入式脑机接口前瞻性临床试验，临床端转化提速。政策与技术共振，加速脑机接口商业化应用。建议关注脑机接口相关标的，如创新医疗、三博脑科、爱朋医疗等。

-  1.1 医疗器械行业复盘：医疗器械板块处于估值低位
-  1.2 医疗设备：以旧更新带动需求上升，关注板块业绩拐点
-  1.3 医疗耗材：关注集采出清、基本面好转的个股
-  1.4 IVD：受集采影响业绩短期承压，关注企业出海进展
-  1.5 关注AI医疗及脑机接口等新技术方向
-  1.6 投资建议

# 2025年上半年医疗器械市场表现复盘

◆ 2025年上半年医疗器械指数下跌1.18%，跑输沪深300指数1.24bp。

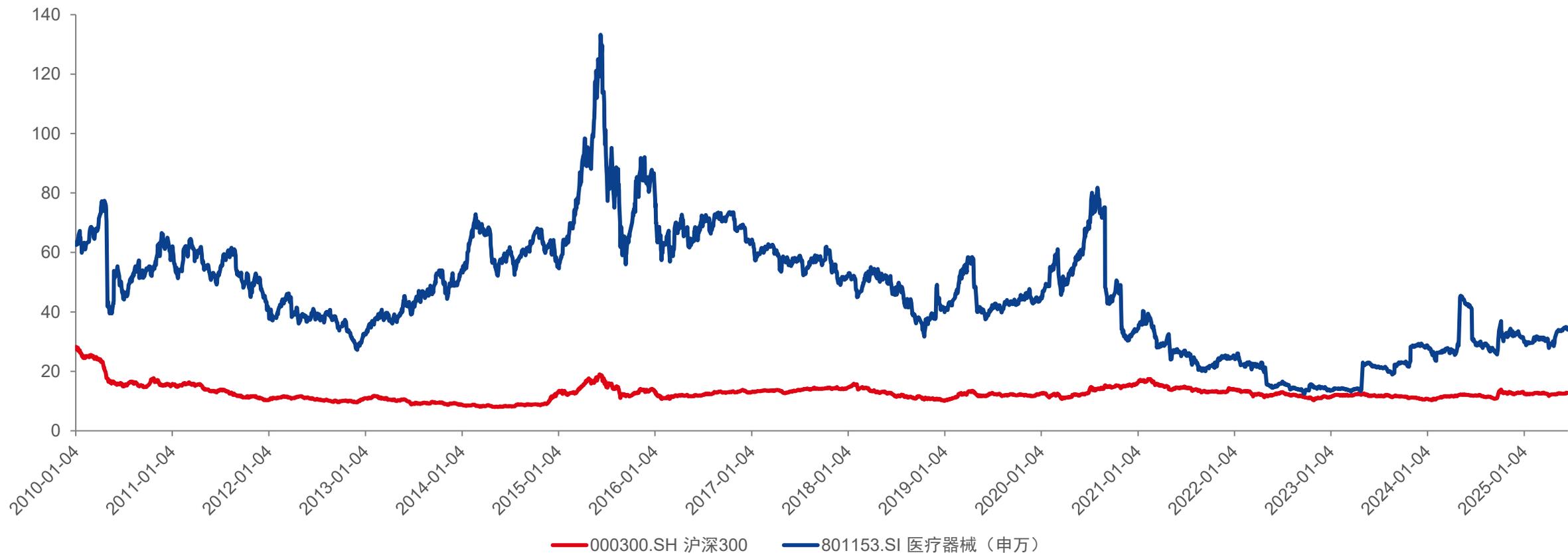
## 图表：2025年上半年医疗器械市场表现复盘



# 医疗器械估值目前处于历史低位

- ◆ 2025年6月30日医疗器械指数滚动市盈率为34.22倍，沪深300为13.06倍，医疗器械指数市盈率相对于沪深300当前值溢价率为161.90%，2010年至今均值溢价率为267.34%，当前值较2010年以来的平均值低105.43个百分点，处于历史低位。

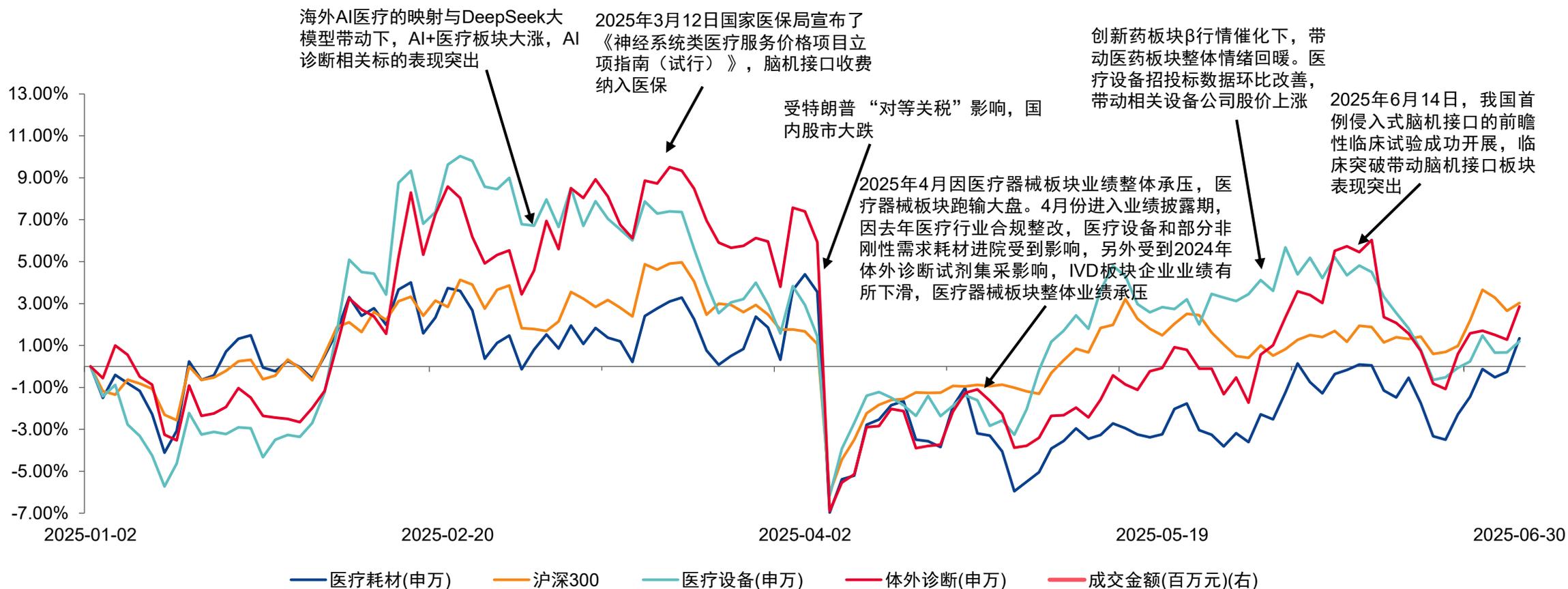
图表：2010年至2025年上半年医疗器械指数和沪深300指数PE-TTM对比



# 2025年上半年医疗器械子行业表现复盘

◆ 2025年上半年医疗器械细分子行业中，医疗设备板块相对表现较强，主要系随着医疗行业合规整顿影响出清，医疗设备招投标量逐月回暖，但因库存消化滞后导致一季度业绩仍有所承压，关注Q2库存出清后医疗设备板块弹性。受到海外AI医疗的映射与DeepSeek大模型带动，国内AI+医疗概念行情反复，带动器械板块“AI+检测”“AI+影像诊断”等相关标的股价上涨。另外，政策利好叠加临床进展催化，脑机接口相关概念股标的表现突出。

图表：2025上半年医疗器械细分子行业市场表现复盘



1.1

医疗器械行业复盘：医疗器械板块处于估值低位

1.2

医疗设备：以旧更新带动需求上升，关注板块业绩拐点

1.3

医疗耗材：关注集采出清、基本面好转的个股

1.4

IVD：受集采影响业绩短期承压，关注企业出海进展

1.5

关注AI医疗及脑机接口等新技术方向

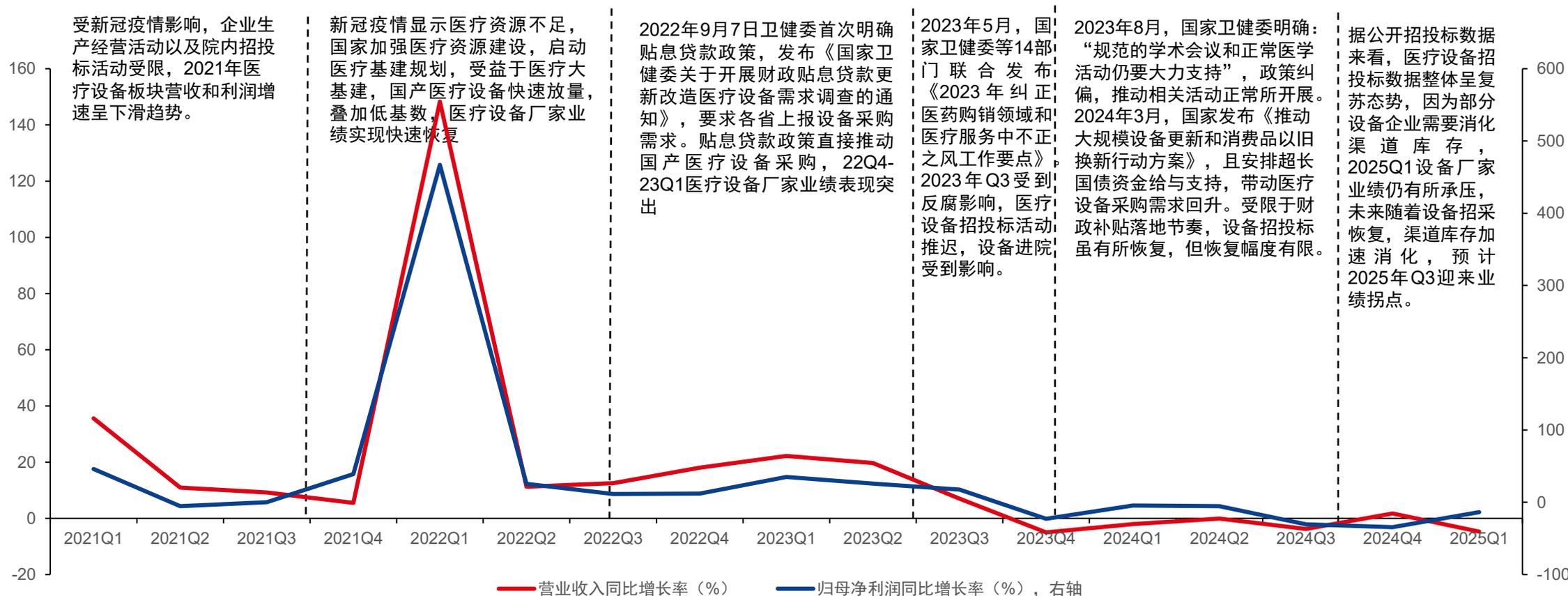
1.6

投资建议

# 医疗设备：因医疗合规整改板块业绩承压，关注库存出清后板块业绩拐点

◆ **医疗设备板块短期业绩承压，关注库存出清后板块业绩拐点。**复盘2021-2025Q1医疗设备板块营收和利润增速来看，2021年受到新冠疫情影响，设备板块业绩下滑。受益于疫后医疗大基建且2021年低基数下，2022Q1医疗设备板块业绩实现大幅增长，叠加贴息贷款政策催化，2022Q4-2023Q2医疗设备板块业绩表现较为突出。2023Q2受到医疗行业合规整顿影响，医院招投标工作暂停，设备进院受到影响，2023Q3-Q4设备板块业绩大幅下滑。2023Q4政策纠偏叠加24年Q2以旧换新政策推动，设备需求回升，但受限于资金落地节奏，设备招投标恢复幅度有限。据公开招投标数据来看，医疗设备招投标数据整体呈复苏态势，因为部分设备企业需要消化渠道库存，2025Q1设备厂家业绩仍有所承压，未来随着设备招采恢复，渠道库存加速消化，预计2025年Q3迎来业绩拐点。

图表：医疗设备板块2021年-2025Q1单季度营收利润同比增速情况（%）



# 以旧换新政策推动医疗设备需求持续提升

- ◆ **以旧换新政策推动医疗设备需求持续提升。**2024年3月，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确将医疗设备更新纳入重点领域，提出到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上。后续各省市立即响应，陆续推出设备更新相关方案，带动医疗设备需求持续提升。2024年因医疗行业合规影响、资金审批流程落地节奏等问题，医疗设备采购政策落地有所滞后，2025年发改委、财政部《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》中明确提出提高资金使用效率，建立超长期特别国债资金直达快享机制，推出实施设备更新贷款贴息政策，降低各类经营主体设备更新的融资成本，政策助力下推动以旧更新政策快速落地。

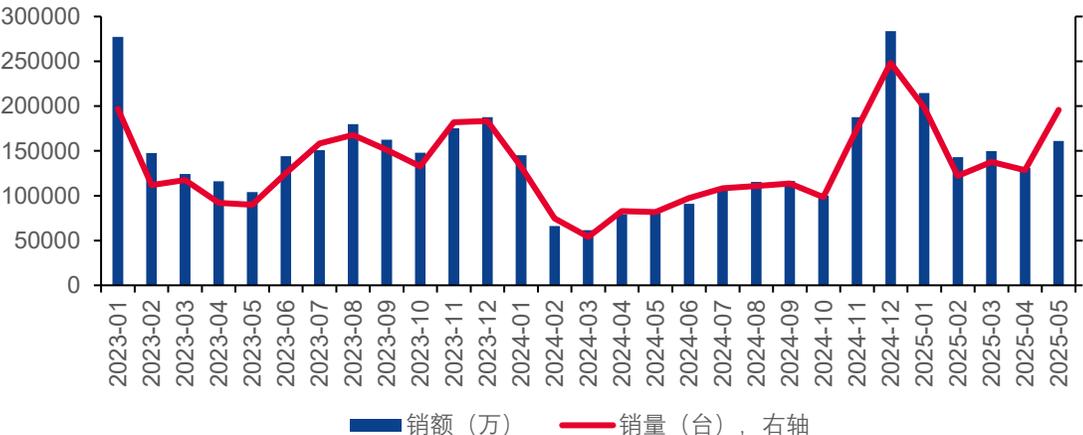
图表：部分以旧换新政策情况

政策发布日期	政策名称	主要内容
2025年2月24日	广西《自治区卫生健康委 自治区发展改革委 自治区财政厅 自治区商务厅 自治区国资委关于进一步做好全区大型医用设备集中采购工作的通知》	政府及国企所属医疗机构用财政性资金购置乙类及单台（套）1000万元以上医用设备，统一由自治区公共资源交易中心实施集中带量采购，每年5月起组织，不少于一次。采购前需完成审批。
2025年1月5日	发改委、财政部《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	将提高资金使用效率，建立超长期特别国债资金直达快享机制，抓紧推出实施设备更新贷款贴息政策，降低各类经营主体设备更新的融资成本。
2024年6月3日	新疆《自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	要求淘汰老旧医疗装备与信息化设施，以县级为重点推进更新，鼓励升级影像、手术机器人等设备，提升信息水平，推动检测设备换新，目标2027年县级以下机构装备达标率超90%，将带动相关设备招投标需求。
2024年5月9日	江苏《江苏省推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案的通知》	推进医疗卫生机构装备与信息化设施迭代升级，鼓励更新医学影像、远程诊疗等医疗装备及信息化设施，目标到2027年更新24万台（套），还推动病房改造。
2024年4月10日	浙江《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措的通知》	提出以县级为重点推进医疗装备更新，要求到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达100%，支持医疗机构更新医学影像等关键装备，目标医疗装备投资规模较2023年增长超30%。
2024年3月13日	国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	明确将医疗设备更新纳入重点领域，提出到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上。重点支持医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等设备更新。

# 设备招投标逐步复苏，关注企业库存消化情况

◆ 设备招投标逐步复苏，关注企业库存消化情况。据众成数科统计招投标数据来看，超声、MR、内窥镜等设备招投标量从2024年3月份左右触底回升。从2025年来看，设备招投标整体呈现复苏态势，单5月份招投标量来看，超声、内窥镜及XR设备的招投标量环比分别增加52%、31%及35%，MR招投标量有所下滑，主要是4月份招投标环比增长123%，基数较高。因为部分医疗设备企业仍在去库存阶段，装机量确认为收入的节奏有所滞后，随着库存逐步出清，预计设备企业Q3业绩迎来拐点。

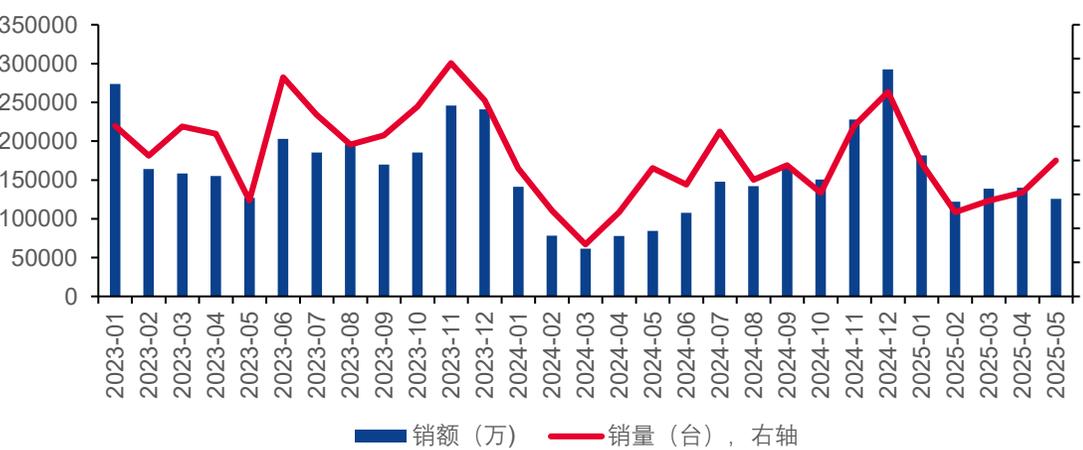
图表：超声设备招投标情况统计



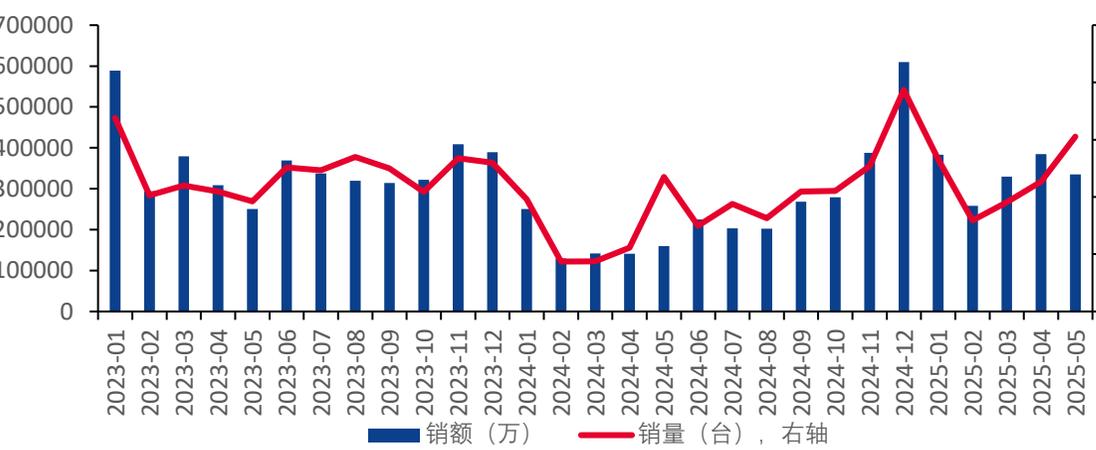
图表：MR设备招投标情况统计



图表：内窥镜设备招投标情况统计



图表：XR设备招投标情况统计



- ◆ **以旧换新带动需求提升，关注医疗设备板块弹性。**2023年在医疗行业合规整顿的影响下，医疗设备招投标采购受到较大影响，相关厂家业绩承压。2024年3月国务院发布以旧换新政策，并且发布超长国债等给与资金支持，缓解地方医院资金压力，2025年持续加大政策支持力度，推动医疗设备采购放量。目前据公开数据统计，医疗设备超声、MR、CT、内窥镜等细分领域采购金额改善明显，国内设备厂家短期有望受益于招投标改善，迎来业绩拐点，中长期来看，加速国产设备进口替代进程，建议重点关注医疗设备优质企业，如迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、山外山。

图表：重点关注公司估值表

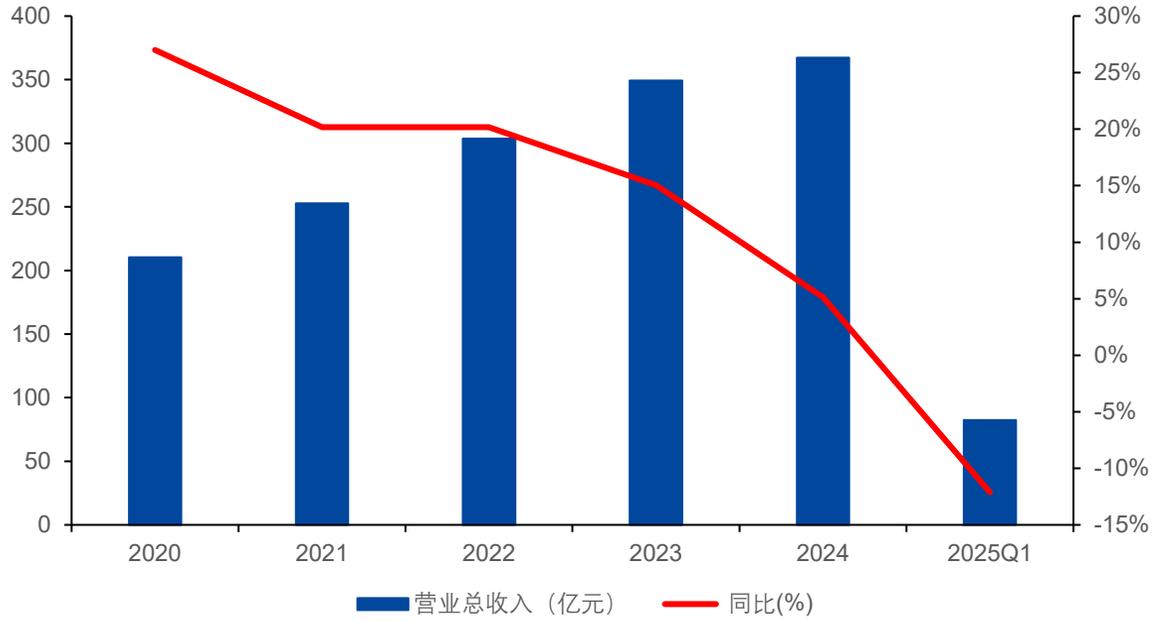
股票名称	股票代码	市值（亿元）	归母净利润（百万元）					P/E（倍）			
		2025/6/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
迈瑞医疗	300760.SZ	2,724.96	11,668.49	12766.55	14649.52	16826.90	24.5	21.3	18.6	16.2	
开立医疗	300633.SZ	128.60	141.40	374.50	500.40	624.47	255.8	34.4	25.7	20.6	
澳华内镜	688212.SH	65.99	21.01	76.82	117.68	161.46	-626.1	86.0	56.1	40.7	
山外山	688410.SH	45.63	70.89	148.62	189.36	236.56	61.9	30.7	24.1	19.3	

注：盈利预测为wind一致预测，截至2025/6/30。

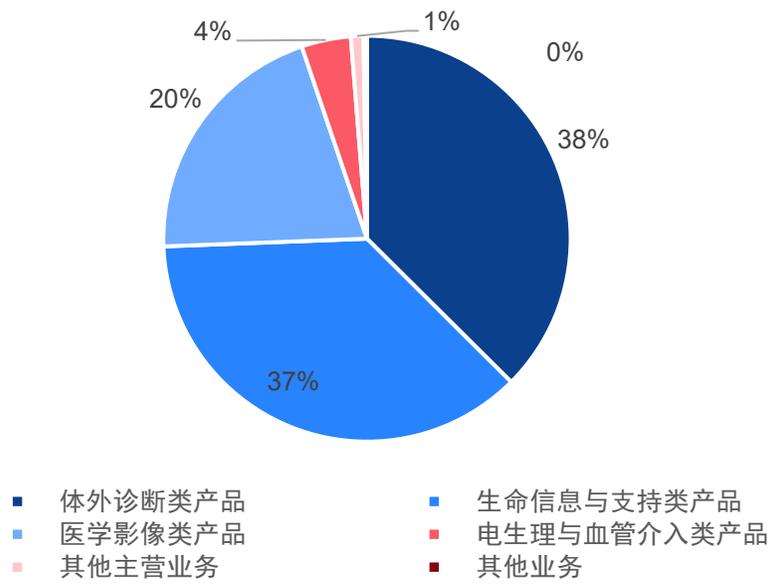
# 迈瑞医疗：国产医疗设备龙头厂商

- ◆ **迈瑞医疗：**公司的主营业务包括生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域，后逐步培育微创外科、心血管和动物医疗等种子业务，增加新的营收增长点。历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商，产品远销全球190多个国家及地区。公司总部设在中国深圳，在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的约40个国家设有63家境外子公司；在国内设有36家子公司、30余家分支机构，形成了庞大的全球化研发、生产制造、营销及服务网络。
- ◆ 细分业务来看，公司IVD业务2024年同比增长10.8%，其中国际体外诊断业务同比增长超过30%，国内市场受DRG政策、检验结果互认和检验项目价格下调，业绩有所承压。公司细分市场市占率仍持续提升，化学发光国内排名升至第三，新增装机国内1800台，其中国内近60%为高速机。截至2024年12月31日，“迈瑞智检”实验室解决方案在全国实现了近590家医院的装机，其中约80%为三级医院，2024年新增装机380家。公司IVD收入体量首次超过PMLS，晋升迈瑞第一大产线；MIS产线24年同比增长6.6%，其中国际业务同比增长超15%，超高端超声系统Resona A20上市首年实现超4亿元收入。国内超声市占率首次超过30%，进一步巩固第一的地位，国际市场伴随着A20系列的上市加速高端突破；2024年PMLS产线营收下滑11.1%，其中微创外科逆势增长超过30%。超声刀和腔镜吻合器入围多个联盟集采，今年有望放量。国际平均市占率仍然较低，未来将持续平稳快速增长。2025年一季度营业收入81.4亿元，同比下滑11.1%，主要系去年同期高基数，且去年设备招投标下滑收入确认滞后。预计今年上下半年的收入将回归到“前低后高”的分布情况，并呈现出逐季度环比改善的趋势，其中整体收入同比增速将从25Q3开始迎来重大拐点。

图表：公司营业收入及增速情况



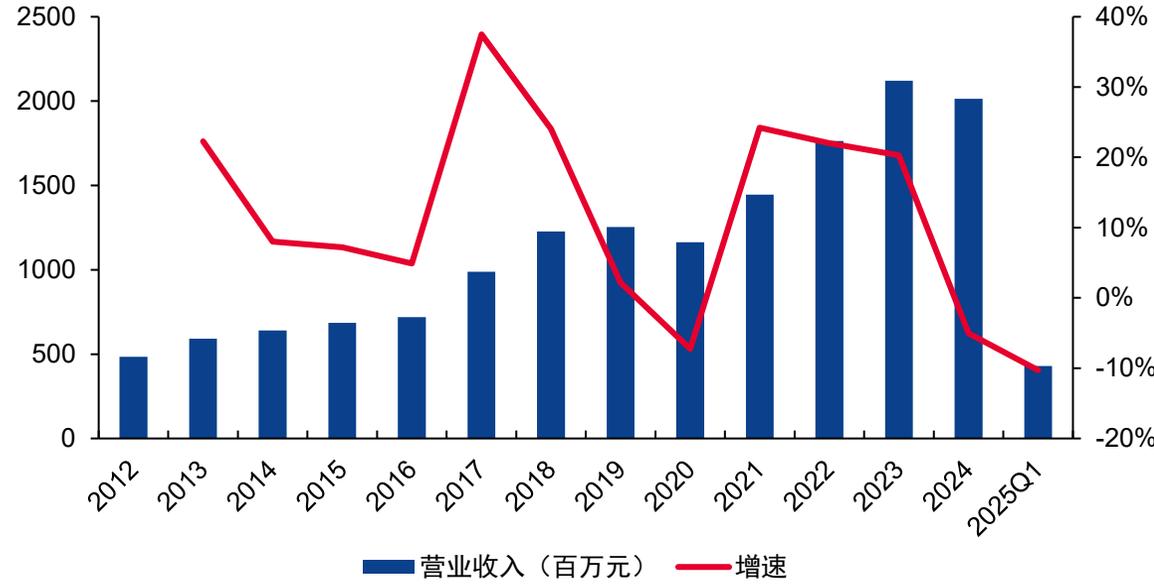
图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)



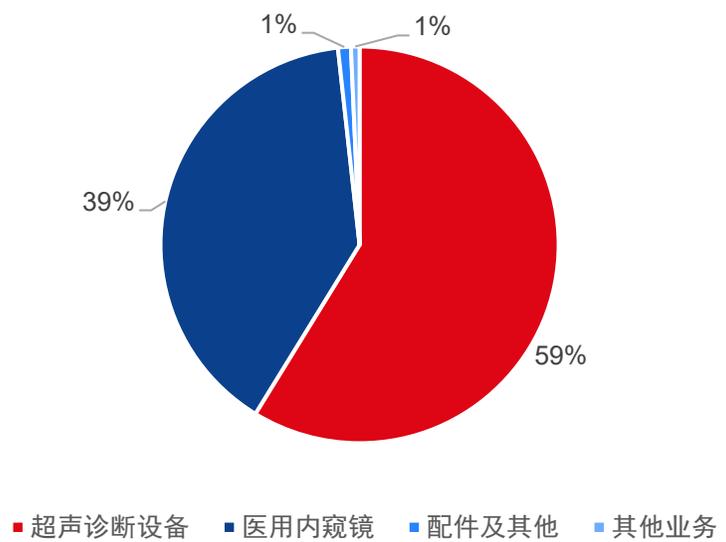
# 开立医疗：超声和内窥镜双轮驱动，新业务进入收获期

- ◆ **开立医疗：**公司是超声业务起家，后进军内窥镜业务搭建第二增长曲线，逐渐在微创外科和心血管介入领域崭露头角，向医疗器械平台型厂家转型。彩超业务方面，公司彩超业务2024年实现收入11.83亿元，营收占比59%，国内市占率排名居前。内窥镜业务方面，2024年实现收入7.95亿元，收入占比39%，全新4K iEndo智慧内镜平台HD-650已经获证，首次推出超分辨率成像功能。公司中高端产品销量稳步提升，并实现国内大型医疗终端客户数量持续增长，三级医院客户占比已达近年峰值。外科产品线方面，随着市场团队建设以及产品线完善，2025年一季度外科产品异军突起，营收实现较快增长。心内业务线方面，公司的血管内超声诊断导管在2023年末浙江省医保局牵头的冠脉血管内超声（IVUS）诊断导管的省际联盟集采成功中选，加速产品的终端覆盖和入院进度，微创外科和心血管业务有望为公司贡献新的营收增长点。
- ◆ **受医疗行业整顿影响，公司短期业绩有所放缓：**2024年受到行业整顿的影响，设备招标采购低迷，公司2024年实现收入20.14亿元，同比下降5%。2025Q1公司实现营业收入4.3亿元，同比下降10%，主要由于公司渠道库存消化压力。未来随着行业招投标回暖叠加以旧换新政策驱动，库存出清后业绩有望迎来拐点，预计全年业绩有望恢复稳健增长。

图表：公司营业收入及增速情况



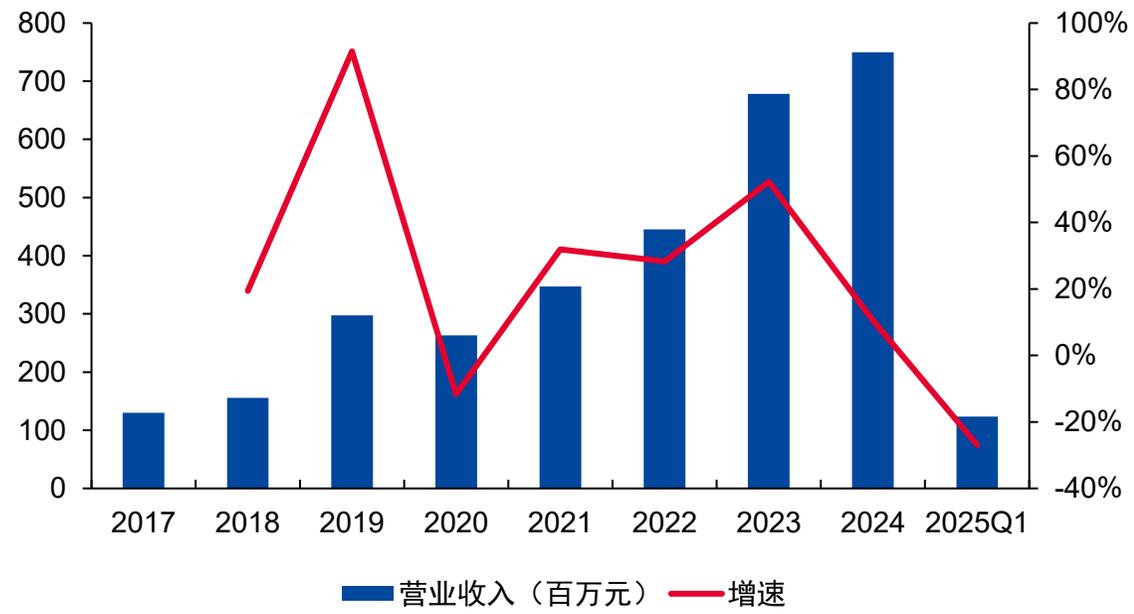
图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)



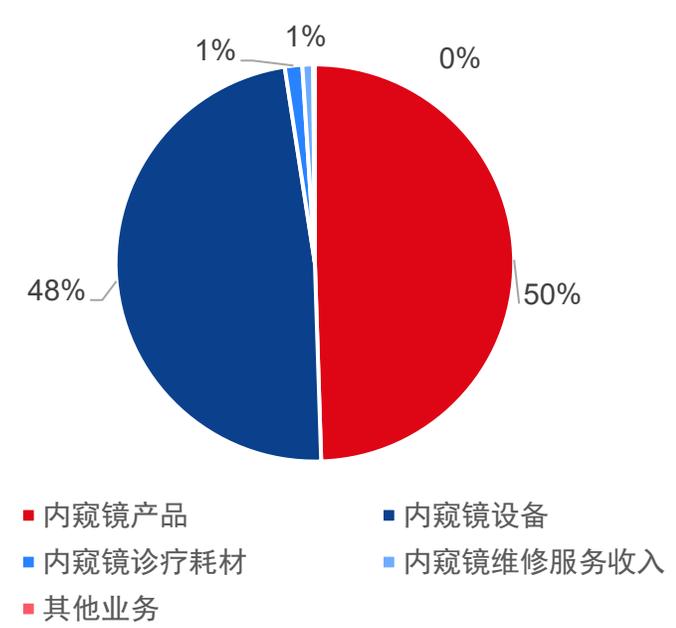
# 澳华内镜：国产软镜设备领头羊

- ◆ **澳华内镜：**公司成立于1994年，专注于内窥镜领域，主要从事电子内窥镜设备及内窥镜诊疗手术耗材研发、生产和销售，产品已应用于消化科、呼吸科、耳鼻喉科、妇科、急诊科等临床科室，公司长期坚持底层技术创新和跨领域人才培养，突破了内窥镜光学成像、图像处理、镜体设计、电气控制等领域的多项关键技术，具备较强的竞争优势，在国外厂商处于市场垄断地位的软性内窥镜领域占有一席之地，产品已进入德国、英国、韩国等发达国家市场。
- ◆ **受行业整顿影响导致公司业绩有所波动。**2017-2019年公司收入由1.30亿元增加至2.98亿元，营收CAGR达51.2%，公司业绩实现高速增长，主要因为公司产品加速迭代，性能提升叠加性价比优势，进口替代加速。2020年受突发性公共卫生事件影响，公司营收增速放缓。2021至2023年收入由2.47亿元增至6.78亿元，公司收入稳健增长，2023年公司业绩表现亮眼（营收增速51.3%）主要得益于贴息贷款政策驱动下，公司新产品AQ-300加速进院。2024年营收增速有所放缓，主要系行业整顿导致终端医院采购延迟影响。未来以旧换新驱动下，招标采购逐步恢复，公司业绩有望恢复快速增长。
- ◆ **内窥镜设备贡献主要营收。**细分业务来看，公司业务主要由内窥镜设备、内窥镜诊疗耗材、内窥镜维修服务收入以及其他业务构成。其中，内窥镜设备贡献主要收入，内窥镜诊疗耗材和维修服务收入占比较低。随着公司配套镜种丰富度增加，产品终端进院持续提升，公司业务有望多点开花，耗材和维修服务收入稳健增长。

图表：公司营业收入及增速情况



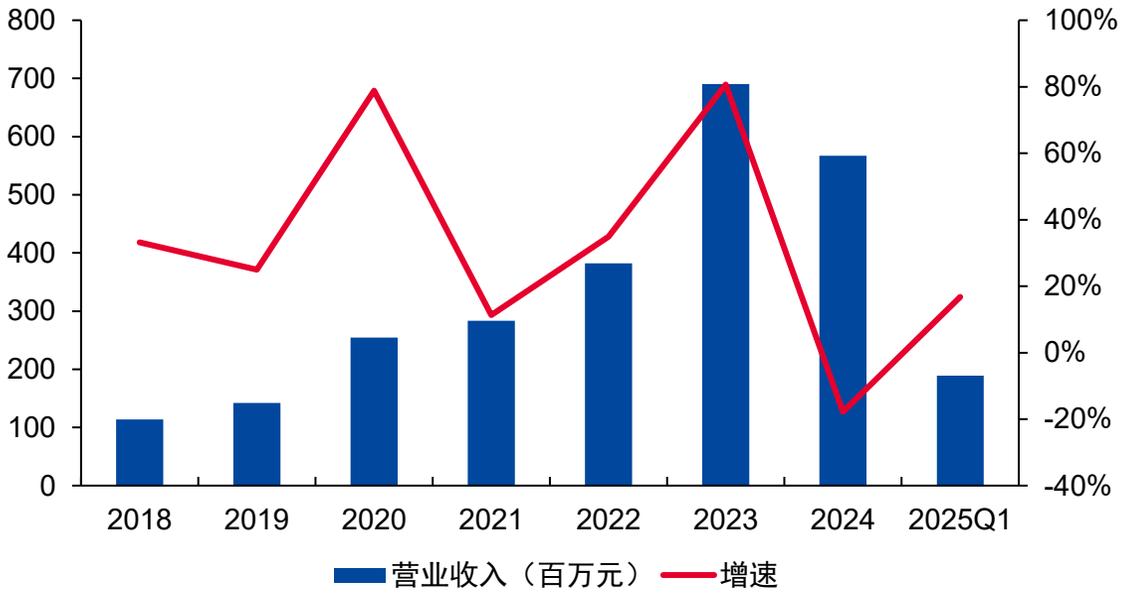
图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)



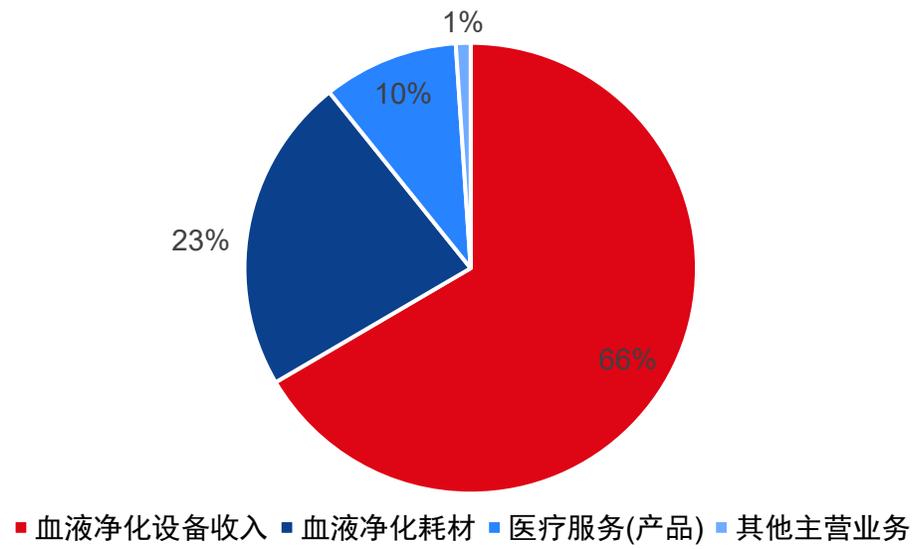
# 山外山：国产血透设备龙头

- ◆ **山外山：**深耕血液净化领域20余年，可提供血液净化全产业链整体解决方案。公司成立于2001年，专业从事血液净化设备与耗材的研发、生产和销售，并提供连锁血液透析医疗服务。公司掌握血液净化领域的关键核心技术，在此基础上推出连续性血液净化设备（CRRT）、血液透析机以及血液灌流机，产品广泛应用于治疗各类急慢性肾衰、尿毒症、多脏器衰竭和中毒等多种病症，也自主研发了血液透析浓缩液、血液透析干粉等血液净化耗材，为客户提供血液净化设备与耗材全产品系列。同时向产业链下游延伸，建成并运营连锁血液透析中心6家，提供连锁血液透析医疗服务。
- ◆ 细分业务来看，血液净化设备贡献绝大部分营收，2024年营收占比66%。公司设备性能优势显著，实现近400家大型三甲医院实现了终端装机，国内客户总量累计超过2000家，未来将受益于以旧换新政策加速入院。耗材端来看，公司已基本完成自产血液净化耗材的全线布局，进一步加大肾病、肝病、急重症等多个学科血液净化耗材的研发力度，提升血液净化耗材产品的市场竞争力。2024年公司自产耗材销售收入实现快速增长，较上年度提升208.15%，2024年耗材营收占比23%。医疗服务方面，公司充分发挥全产业链一体化和全程信息化管理的优势，为肾脏病患者提供优质、高效的血液透析治疗，2024年患者数量同比增长31.42%，进一步提升了公司血液透析服务口碑以及品牌影响力，医疗服务营收占比达10%。

图表：公司营业收入及增速情况



图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)

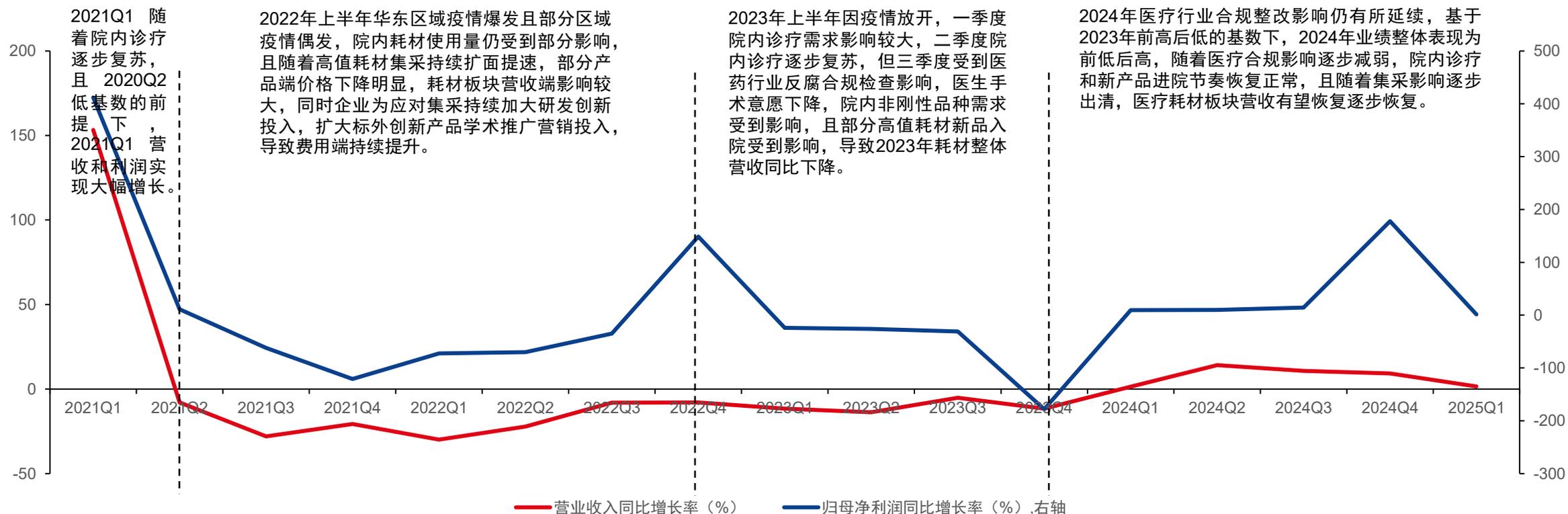


-  1.1 医疗器械行业复盘：医疗器械板块处于估值低位
-  1.2 医疗设备：以旧更新带动需求上升，关注板块业绩拐点
-  1.3 医疗耗材：关注集采出清、基本面好转的个股
-  1.4 IVD：受集采影响业绩短期承压，关注企业出海进展
-  1.5 关注AI医疗及脑机接口等新技术方向
-  1.6 投资建议

# 医疗耗材：集采和外部环境影响下，业绩整体承压

◆ **集采和外部环境影响下，业绩整体承压。**2021Q1随着院内诊疗逐步复苏，且2020Q2低基数的前提下，2021Q1营收和利润实现大幅增长。2022年上半年华东区域疫情爆发且部分区域疫情偶发，院内耗材使用量仍受到部分影响，且随着高值耗材集采持续扩面提速，部分产品端价格下降明显，耗材板块营收端影响较大，同时企业为应对集采持续加大研发创新投入，扩大标外创新产品学术推广营销投入，导致费用端持续提升。2023年上半年因疫情放开，一季度院内诊疗需求影响较大，二季度院内诊疗逐步复苏，但三季度受到医药行业反腐合规检查影响，医生手术意愿下降，院内非刚性品种需求受到影响，且部分高值耗材新品入院受到影响，导致2023年耗材整体营收同比下降；2024年医疗行业合规整改影响仍有所延续，基于2023年前高后低的基数下，2024年业绩整体表现为前低后高，随着医疗合规影响逐步减弱，院内诊疗和产品进院节奏恢复正常，且随着集采影响逐步出清，医疗耗材板块营收有望恢复逐步恢复。

图表：医疗耗材板块2021年-2025Q1单季度营收利润同比增速情况（%）



# 集采政策复盘：政策规则持续完善，为创新预留空间

- ◆ **医疗耗材集采稳步推进，政策规则持续完善。**目前医疗耗材国家层面带量采购已执行到第五批，从政策来看，相关政策规则持续完善，设置保底中标、复活机制以及二次报价等创新政策，不再唯低价论，稳定市场预期，避免优质企业因短期降价退出市场。
- ◆ **提出创新产品豁免机制，集采政策转向稳价提质。**2022年7月13日，北京市医保局指出创新药、创新器械有望豁免DRG付费管理。2022年9月13日，《对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》中提出，创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式。2025年3月5日，《政府工作报告》明确提出“优化药品和耗材集采政策，强化质量评估和监管，让人民群众用药更放心”，政策重心从“扩面降价”转向“稳价提质”，通过动态调整中选规则，确保降价不降质，展现国家对集采相关工作的重视和推进力度，促进医疗行业可持续高质量发展。

图表：国家医疗耗材集采政策复盘

集采品种	批次/时间	规则要点	降价幅度	采购周期
冠脉支架	首批国采（2020.10）	<ul style="list-style-type: none"> <li>按材质分组，价差≤1.8倍</li> <li>设置2850元最高限价</li> </ul>	平均93%	2年
人工关节（髌/膝）	第二批国采（2021.8）	<ul style="list-style-type: none"> <li>竞价比价价格≤同竞价单元最低产品系统竞价比价价格1.5倍的</li> </ul>	平均82%	2年
脊柱类耗材	第三批国采（2022.7）	<ul style="list-style-type: none"> <li>14个产品系统分3单元竞价</li> <li>引入保底中标规则</li> </ul>	平均84%	3年
人工晶体+运动医学	第四批国采（2022.11）	<ul style="list-style-type: none"> <li>竞价机制创新，设置保底降幅机制</li> <li>伴随服务费纳入报价</li> </ul>	人工晶体60% 运动医学74%	2年
人工耳蜗	第五批国采（2024.11）	<ul style="list-style-type: none"> <li>按植入体性能分组</li> <li>二次报价与复活机制</li> </ul>	75%	3年
外周血管支架	第五批国采（2024.11）	<ul style="list-style-type: none"> <li>设置最高有效申报价</li> <li>供应短缺可替补采购</li> </ul>	平均60%	3年

# 冠脉支架集采：关注年底支架集采到期后的续标情况

◆ 冠脉支架集采续标即将到期，关注今年年底续标情况。对比冠脉支架首次和续标情况来看，采购周期从2年变成3年，给与企业更稳定的市场预期。价格方面，支架续标新增伴随服务单列报价，新增≤50元的伴随服务费（含手术培训、配送等），与产品分开报价，终端价有所提升，同时设定798元（产品）+50元（服务）的最高有效申报价，企业组合报价≤848元即可中选，避免恶性竞价。开放新入通道，未中选产品及新获批产品，接受最高申报价即可次年参与报量。

图表：两轮国家支架集采规则对比

支架集采	第一轮国家集采	第二轮国家支架续标
集采时间	2020.11	2021.11
集采品种	已上市的冠脉支架，材质为钴铬合金或铂铬合金，载药种类为雷帕霉素及其衍生物	
采购周期	2	3
最高有效申报价格	2850	798元/个
伴随服务申报价格	-	50元/个
拟中选规则	1.申报价≤最低产品申报价 1.8 倍的； 2.申报价>最低产品申报价 1.8 倍，但低于 2850 元的	申报价格不高于最高有效申报价的产品确定为拟中选产品
降价幅度	93%	-

图表：国家支架集采情况整理

序号	企业名称	中标品类	第一轮中标价格	降幅	首年意向采购量	二轮续标价格	续标首年意向采购量
1	山东吉威医疗制品有限公司（蓝帆）	EXCROSSA L 心跃	469	96.5%	100690	824	273914
2	易生科技（北京）有限公司	Tivoli爱立	549	92.7%	41865	796	75956
3	上海微创医疗器械（集团）有限公司	火鸟 Firebird 2	590	91.4%	247940	730	513543
4	乐普（北京）医疗器械股份有限公司	GuReater	645	91.3%	120560	848	215374
5	Medtronic Inc.	Resolute Integrity	648	96.6%	51667	806	250141
6	上海微创医疗器械（集团）有限公司	Firekingfisher	750	-	12176	800	67668
7	深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	Helios	755	90.1%	53441	795	74841
8	Boston Scientific Corporation	PROMUS PREMIER	776	95.5%	59842	846	275931
9	Boston Scientific Corporation	PROMUS Element Plus	776	92.2%	32251	-	-
10	万瑞飞鸿（北京）医疗器材有限公司	NOYA	798	89.6%	9774	848	40789

# 骨科集采：细分领域集采均已落地

图表：骨科细分领域集中采购政策情况

	关节	创伤	脊柱	运动医学
集采主体	国家	省级联盟	国家	国家
集采时间	2021.9	2021.7	2022.9	2022.11
采购品种	本次人工关节集中带量采购产品为初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	接骨板及配套螺钉、髓内钉及配件、中空螺钉（空心螺钉）等	本次集中带量采购产品为骨科脊柱类医用耗材，根据手术类型、手术部位、入路方式等组建产品系统进行采购，共分为14个产品系统类别	带线锚钉、免打结锚钉、固定钉、固定板、修复用缝线、软组织重建物、骨类重建物（不包括应用于颅颌面产品；含有骨形态发生蛋白BMP类产品可自愿参加）
集采周期	2	1	3	2
拟中选规则	规则一：同一竞价单元内，按企业竞价比价格由高到低排序，确定入围企业	同竞价组同二级目录内代表品申报价格不高于最低申报价格1.8倍的产品	规则一：A、B竞价单元内，分别按有效申报企业竞价比价格由低到高排序，确定入围企业	规则一：各竞价单元内，按有效申报企业竞价比价格由低到高排序，确定入围企业。入围企业的竞价比价格不高
	规则二：若A组竞价比价格不高于B组最高拟中选企业竞价比价格，且A组竞价比价格不高于最高有效申报价的50%，则A组竞价比价格不高于B组最高拟中选企业竞价比价格的相应申报企业拟中选	申报产品降幅大于50%（以二级目录基准价为基数进行计算）	规则二：同一个产品系统类别内，未按规则一获得拟中选资格的A竞价单元有效申报企业，若竞价比价格不高于B竞价单元最高拟中选竞价比价格，则该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制	规则二：运动医学类，未按规则一获得拟中选资格的有效申报企业，若竞价比价格<同产品类别同折算规则最高有效申报价40%的，该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制
	规则三：申报企业未按拟中选规则一获得拟中选资格，若陶瓷-陶瓷类竞价比价格不高于陶瓷-聚乙烯类或合金-聚乙烯类最高拟中选企业竞价比价格，且竞价比价格不高于最高有效申报价的50%，则不高于上述最高拟中选企业竞价比价格的陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统相应申报企业拟中选	-	规则三：同一个产品系统类别内，未按规则一和规则二获得拟中选资格的有效申报企业，若竞价比价格三本产品系统类别最高有效申报价40%的，则该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制	规则三：运动医学类有效申报企业的竞价比价格<同产品类别同折算规则最高有效申报价70%的，该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制
降价幅度	80%	88.65%	84%	74%

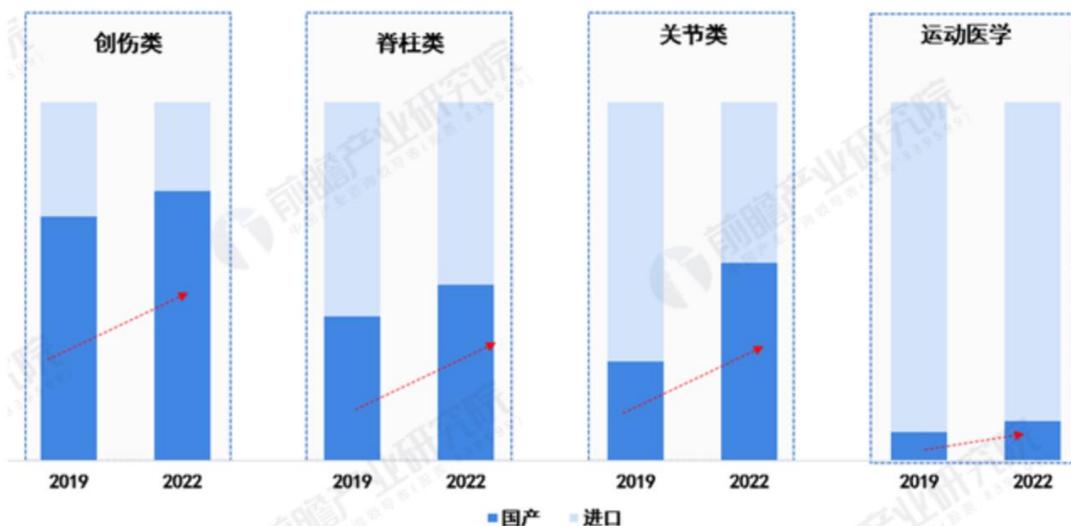
# 骨科集采：国产化率提升显著，市场集中度上升

◆ 国产化率提升显著，市场集中度上升。骨科细分领域集采后，国产化率明显提升。据前瞻产业研究院数据显示，创伤类、脊柱类、关节类、运动医学类产品国产化率提升效果显著。同时，头部厂商通过集采进一步扩大市场份额，国产品牌市场集中度明显提升。

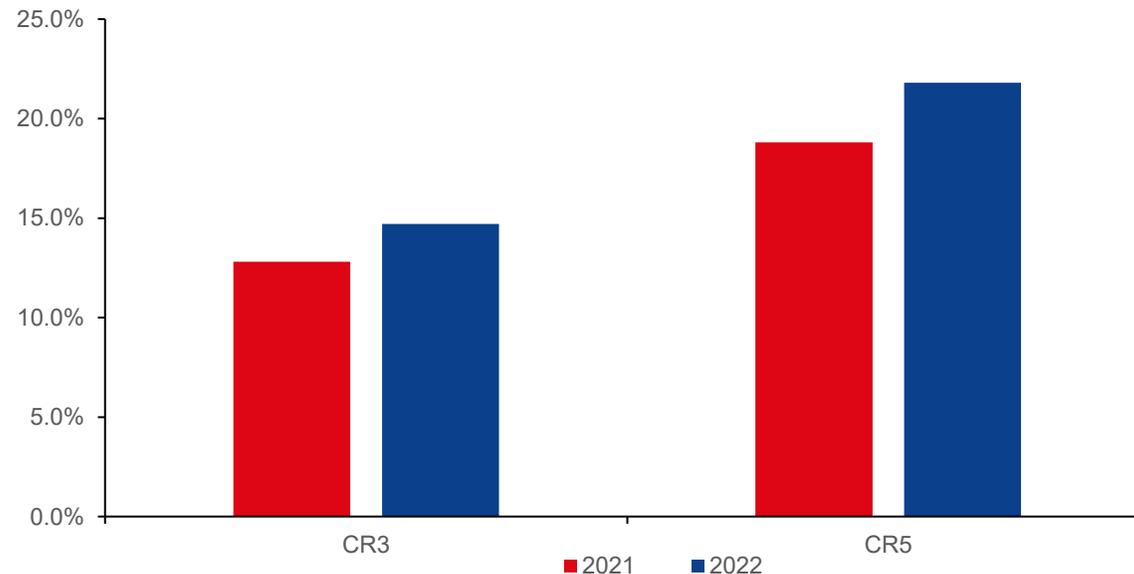
图表：骨科植入器械集采价格平均降幅（%）

省市	公告时间	采购产品	平均降幅（%）	节省金额（亿）	
国家集采	2023/9/14	运动医学	74%	67	
	2022/7/11	骨科脊柱类	84%	260	
	2021/6/21	人工关节	80%	/	
联盟集采	京津冀3+N联盟	2023/5/1	关节骨水泥类	82.13%	8.53
		2022/2/9	骨科创伤类	82.48%	59.17
	河南等十二省	2021/9/28	骨科创伤类	88.65%	75.83

图表：2019年-2022年骨科主要器械品类国产化进程（%）



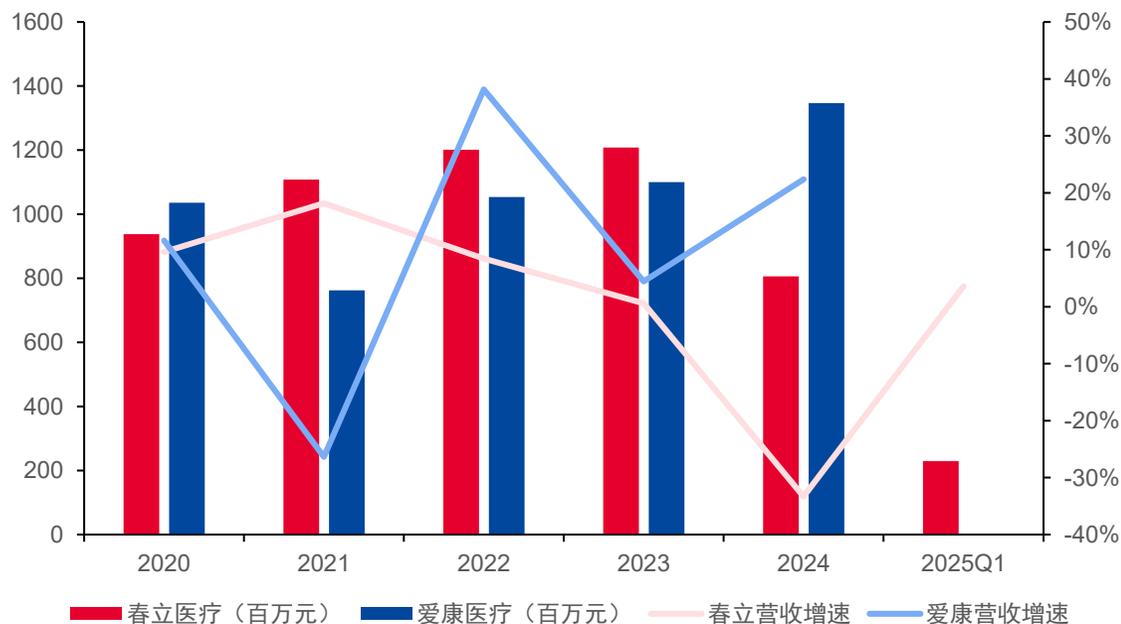
图表：2021-2022年骨科行业国产品牌市场集中度（%）



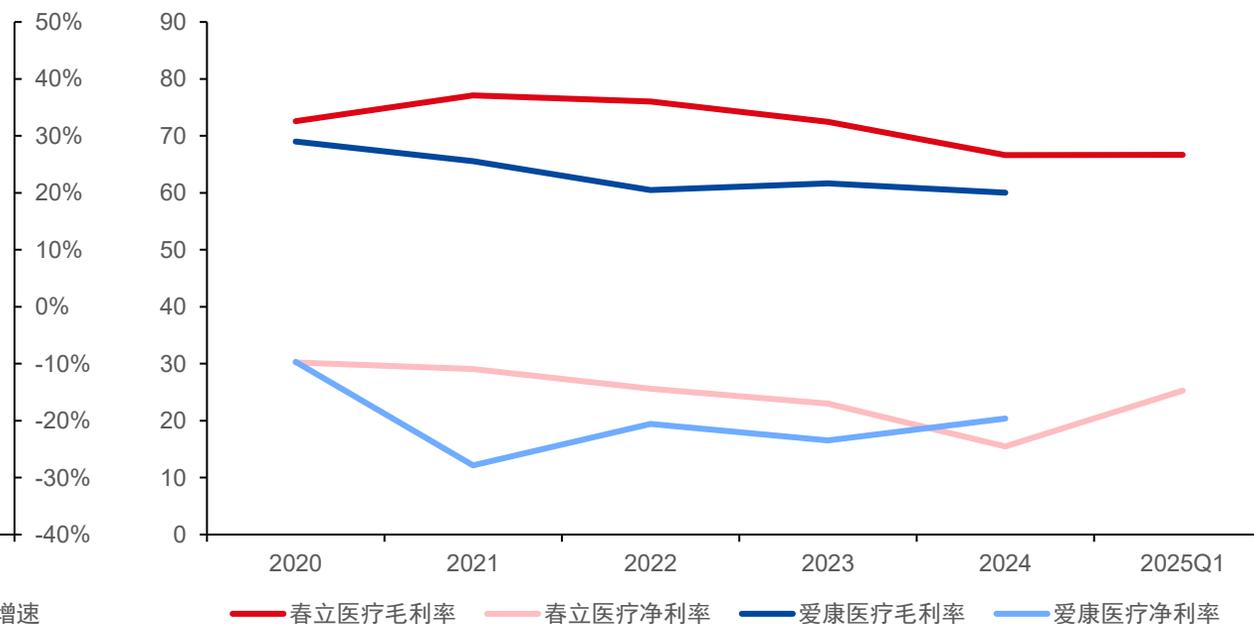
# 关节续标规则优化，头部企业集采影响逐步出清

- ◆ **关节续标规则优化。**2024年5月关节续标落地，与首轮集采结果相比，本次接续采购中选产品价格稳中有降，平均下降6%左右。接续采购坚持“量价挂钩、以量换价”原则，在巩固首轮集采降价成果基础上，优化采购规则。包括坚持竞价入围，引导首轮中选价格较高的产品进一步降价；引导有序竞争，保障供应稳定多元；实行梯度带量，充分体现量价挂钩的激励作用；将首轮集采履约情况纳入考量，对履约不佳的企业予以约束。
- ◆ **头部企业影响逐步出清，收入和利润端成呈边际修复趋势。**收入端来看，2021年关节国家带量采购落地，在集采降价和渠道存货补差影响下，爱康医疗营收实现大幅下滑，2022年集采执行加速进口替代，公司关节收入实现大幅增长，2024年公司得益于集采续约，关节产品实现价量齐升，业绩恢复快速增长。春立医疗在2021年关节集采中髌关节产品全线中标、膝关节落标，2022年受经销商退换货调整以及原材料成本上涨压力，公司关节业务收入大幅下滑，2023年脊柱产品集采落地。2024年5月公司关节产品全线中标，关节续约价格下降约6%，叠加运动医学集采执行，受渠道退换货影响公司业绩明显承压，2025Q1公司国内渠道库存出清，海外和新产品实现快速增长，公司业绩增速回升。毛利率方面，受集采降价影响，爱康医疗和春立医疗毛利率呈下降趋势。净利率方面，爱康医疗和春立医疗呈现边际修复趋势。

图表：主要关节上市企业营收和增速情况



图表：主要关节上市企业净利率和毛利率情况 (%)



# 电生理集采：降幅较为温和，加速国产产品入院

◆ **集采降幅温和，加速国产产品进院节奏。**2023年1月，福建省牵头开展的介入电生理、腔镜切割吻/缝合器两类医用耗材省际联盟集中带量采购，产生中选结果。其中，电生理类医用耗材中选产品平均降幅49.35%。以心脏介入电生理手术中量较大的房颤消融手术为例，单台手术耗材成本将由集采前的平均7.6万元降至集采后的4.2万元，随着电生理手术费用降低，电生理手术量有望进一步增长，带动相关耗材产品放量。同时，国产产品通过集采中标，加大终端医院覆盖率，通过以价换量实现市场份额提升。

图表：单件采购模式

序号	品类名称	竞价单元		最高有效申报价(元)	微创电生理中选产品	惠泰中选产品	拟中选价格情况
1	房间隔穿刺针			3400	√	√	除按排名中选外，如果降幅≥50%即获得拟中选资格
2	电生理导管鞘 (房间隔穿刺鞘)	固定弯		1600	√	√	
		可调弯		9500	√	√	
3	线形诊断导管	2极标测	固定弯	1100	√	√	
		4极标测 (含5-9极)	固定弯	2400	√	√	
			可调弯	4200	√	√	
		10极标测 (含10-19极)	固定弯	3500	√	√	
可调弯	5300		√	√			
4	环形诊断导管 (不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报)	电定位		8300	√	√	
		磁定位		8300	√ 独家报名	×	
5	非压力感应治疗导管	电定位	非冷盐水	9000	√	√	
			冷盐水	18000	√	√	
		磁定位	非冷盐水	15000	√	×	
			冷盐水	20000	√	√	
6	磁定位异/星形诊断导管 (不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报)			25000	√ 唯一中选	×	

# 电生理集采：降幅较为温和，加速国产产品入院

图表：配套采购模式

序号	品类名称	最高有效申报价(元)	微创电生理中选产品	拟中选价格情况
1	冷冻环形诊断导管 (不符合参与组套采购模式的产品)	23000	√	·组套中选企业，估计降幅≥25%即可获拟中选资格 ·未参与组套企业，估计降幅≥45%即可获拟中选资格
2	冷冻导管鞘	8000	√	
3	心内超声导管	19000	×	
4	体表定位参考电极	8000	√	
5	灌注管路	800	√	估计降幅≥45%即可拟中选资格

图表：组套采购模式

组别	分组	组件名称	组件最高有效申报价(元)	分组最高有效申报价(元)	微创电生理中选产品	惠泰中选产品	拟中选价格情况
分组1	磁定位异/星形诊断导管 + 磁定位压力感应治疗导管	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000	无	无	同分组中降幅≥30%的组套获得拟中选资格
		磁定位压力感应治疗导管	28000				
分组2	磁定位环形诊断导管 + 磁定位压力感应治疗导管	磁定位环形诊断导管	18000	46000			
		磁定位压力感应治疗导管	28000				
分组3	电定位环形诊断导管 + 电定位压力感应治疗导管 (允许同企业的磁定位产品参与本分组的申报)	电定位环形诊断导管	11000	39000			
		电定位压力感应治疗导管	28000				
分组4	冷冻环形诊断导管 + 冷冻治疗导管	冷冻环形诊断导管	23000	51000			
		冷冻治疗导管	28000				

# OK镜集采：集采降价增加OK镜产品可及性，加速渗透提升

- ◆ **集采降价增加OK镜产品可及性，加速渗透提升。**2023年6月，河北省医械采购中心公示OK镜集采拟中选结果。此次集采由河北省牵头，涉及16个省、市、自治区，采购周期为2年。从中标结果来看，标准片的单片价格最低降至1760元/片，最高价格4050元/片；环曲片单片价格最低为2260元/片，最高价格为4450元/片。OK镜集采降幅达30%-50%，集采降价增加OK镜产品可及性，加速产品渗透提升。外资品牌未中选集采，国产品牌可通过性价比和本地化服务优势迅速扩大市场份额，加快国产替代。

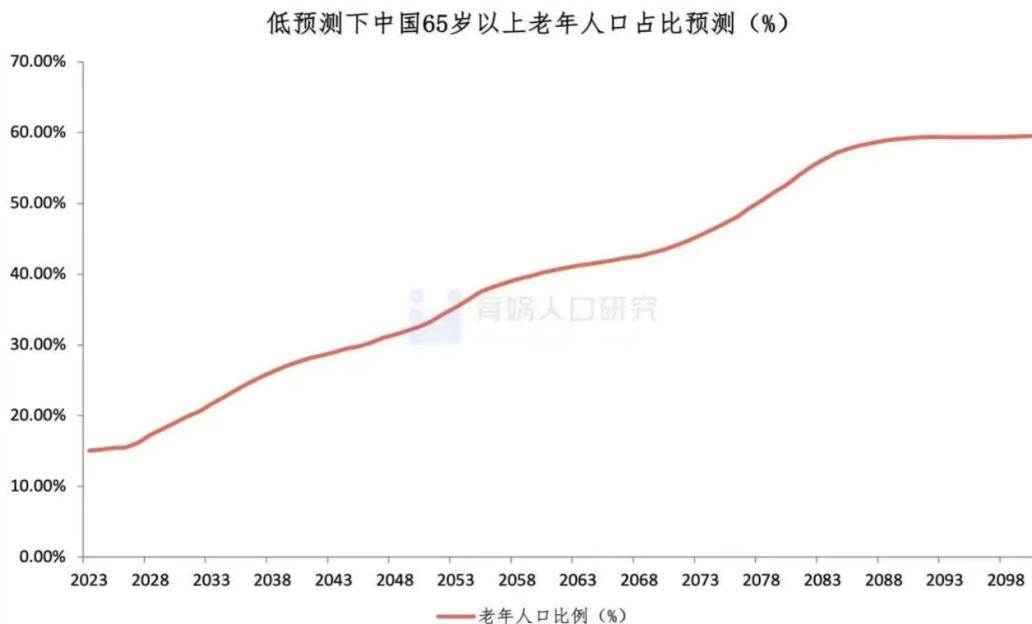
图表：OK镜集采中标情况

采购品种	申报企业	系数/转换比	拟中选价格/元	拟中选排名
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	欧普康视科技股份有限公司	标准片	1760	1
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	欧普康视科技股份有限公司	环曲片	2260	1
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	爱博诺德（北京）医疗科技股份有限公司	标准片	2730	2
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	爱博诺德（北京）医疗科技股份有限公司	环曲片	3430	2
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	厦门南鹏亨泰科技开发有限公司	标准片	2720	3
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	厦门南鹏亨泰科技开发有限公司	环曲片	4320	3
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	北京远程视觉科技有限公司	标准片	3200	4
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	北京远程视觉科技有限公司	环曲片	4200	4
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	上海有康医疗器械有限公司	标准片	4050	5
用膜塑形用硬性透气接触镜(夜戴型)	上海有康医疗器械有限公司	环曲片	4450	5

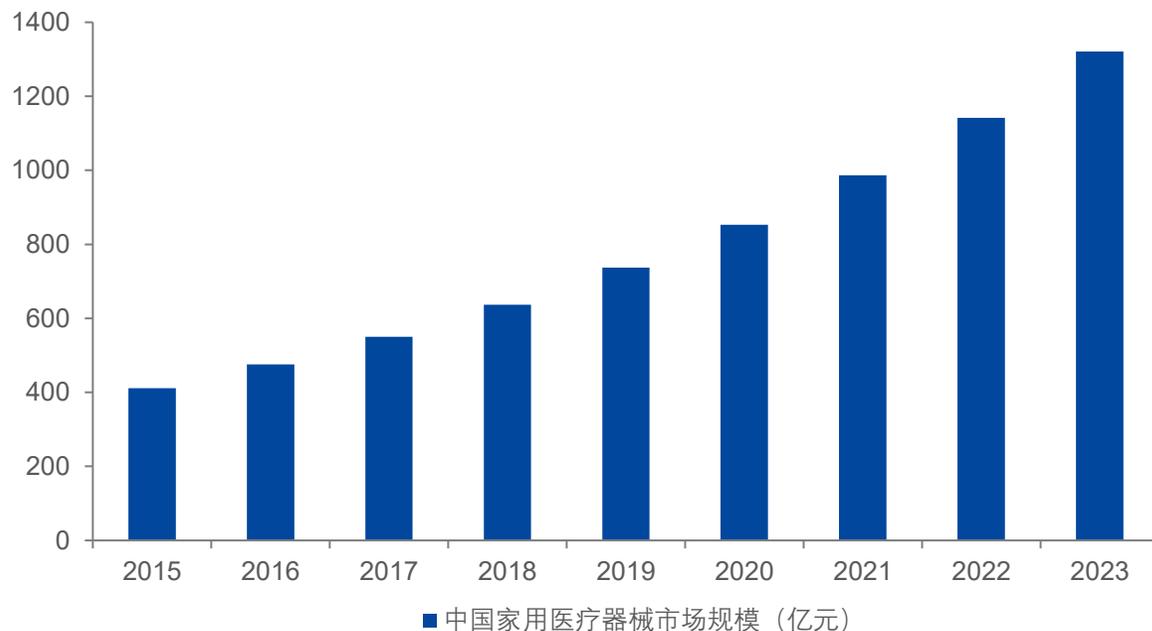
# 家用器械：老龄化驱动+健康意识提升，市场有望持续扩容

- ◆ 我国65岁以上老年人口占比持续提升，老龄化趋势加速。据育娲人口研究数据显示，2021年中国65岁以上人口占比达14.2%，进入深度老龄化社会；2022年65岁以上人口占比进一步上升到14.9%，按照低预测，预计2032年左右进入占比超20%的超级老龄化社会。从发达国家看，从65岁及以上人口占比超过7%的老龄化过渡到超14%的深度老龄化，法国用了126年、英国46年、德国40年、日本24年（1971-1995年）、中国仅用了20年；从深度老龄化到老年人口占比超过20%的超级老龄化，法国用了28年（1990-2018年），德国用了36年（1972-2008年），日本用了11年（1995-2006年）。未来随着第二、三轮婴儿潮人口逐渐进入老龄，叠加低生育率影响，老龄化趋势将加速。
- ◆ 未来国内老龄化趋势下，随着居民自我健康意识不断加强，家用医疗器械需求有望持续增加，行业增长潜力巨大。据智研咨询数据显示，我国家用医疗器械市场规模从2015年的411.1亿元增长至2023年的1321.2亿元，年复合增长率达15.71%，市场有望持续扩容，带动家用医疗器械企业快速发展。建议重点关注家用医疗器械标的三诺生物、鱼跃医疗。

图表：2023-2100年中国老年人口占总人口的比例预测(%)



图表：2015-2023年中国家用医疗器械市场规模(亿元)



- ◆ **高值耗材方面，集采影响逐步出清，关注基本面好转的个股。**政策端来看，随着集采持续扩品降价，体量较大的耗材品种基本上都经过集采，近两年集采来看，集采规则持续完善，通过规则优化为创新留有空间，且整体降价温和；2025年3月《政府工作报告》明确提出优化药品和耗材集采政策，政策持续利好。细分领域来看，对于成熟度较高、集采影响逐步出清的耗材领域，关注集采续标利好且基本面出现明显好转的个股，建议关注骨科、神经介入等细分领域，建议重点关注春立医疗、赛诺医疗等。对于渗透率较低的耗材领域，集采以价换量逻辑持续兑现，建议关注电生理板块，建议重点关注微电生理、惠泰医疗；消费器械板块，未来国内老龄化趋势下，随着居民自我健康意识不断加强，消费器械需求有望持续增加，行业增长潜力巨大，建议关注家用医疗器械和眼科等细分领域，建议重点关注三诺生物、爱博医疗等。
- ◆ **低值耗材方面，海外大客户订单稳定增长，国内产品终端进院逐步恢复，短期关税影响减弱下，相关公司业绩有望实现稳定增长，建议重点关注维力医疗、拱东医疗、英科医疗等。**

图表：重点关注公司估值表

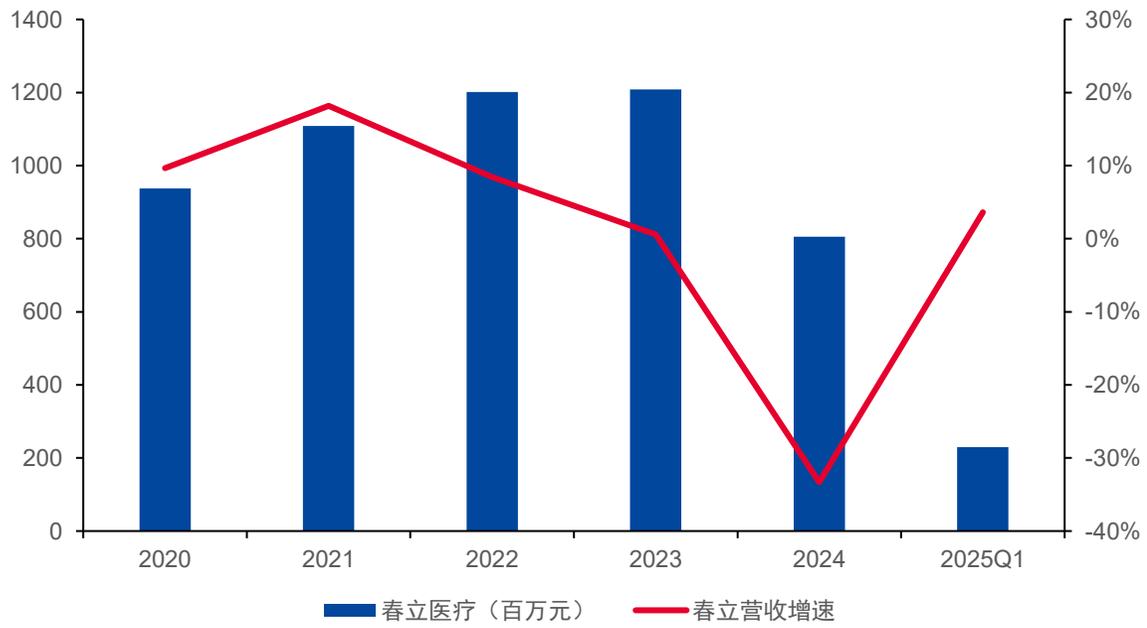
股票名称	股票代码	市值（亿元）	归母净利润（百万元）					P/E（倍）			
			2025/6/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
春立医疗	688236.SH	71.31	124.99	201.93	251.69	310.59	55.8	35.3	28.2	23.0	
赛诺医疗	688108.SH	46.68	1.50	19.34	41.48	54.45	760.3	241.3	111.5	85.7	
三诺生物	300298.SZ	127.47	326.29	431.19	521.69	630.66	40.2	29.6	24.4	20.2	
维力医疗	603309.SH	37.25	219.39	264.13	316.88	381.63	16.3	14.1	11.8	9.7	

注：盈利预测为wind一致预测，截至2025/6/30。

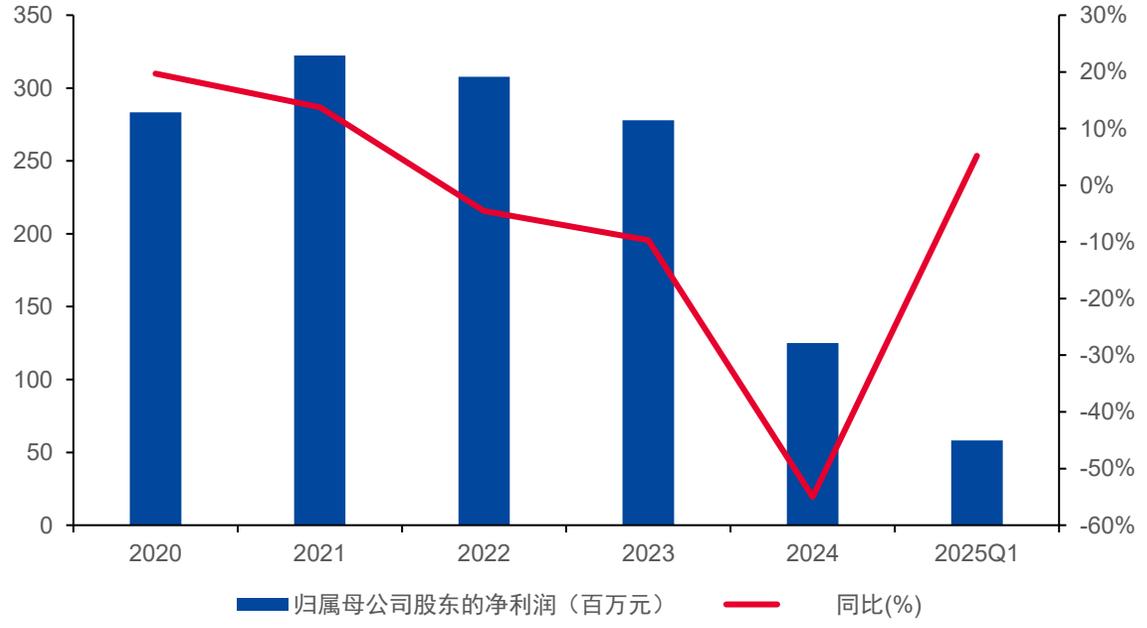
# 春立医疗：国产关节龙头企业，集采加快进口替代

◆ **春立医疗**：公司深耕骨科行业多年，专注于关节、脊柱及运动医学产品的研发、生产和销售。公司骨科产品系列丰富，目前主要营收来源于关节和脊柱。因国家关节和脊柱集中带量采购政策，集采价格陆续落地执行后受到渠道退换货影响，导致2022-2023H1公司业绩部分承压，2023Q3单季度来看，公司营收增速由负转正。集采常态化下，公司通过内部节本增效及外部积极开拓市场、建设营销网络等措施，相关产品以价换量，使得公司营业收入维稳上升。2021年9月关节国采落地，公司中标三个髌关节产品。膝关节产品虽未中标，但公司和中标的贝思达合作生产膝关节产品减小失标的影响，随着国采关节续约推进，公司产品有望中标为公司带来业绩增量。脊柱业务方面，脊柱国采落地后，库存渠道补差对公司脊柱业务收入造成影响，未来随着渠道库存清理完成，公司脊柱业务将恢复新增长。2024年5月公司关节产品全线中标，关节续约价格下降约6%，叠加运动医学集采执行，受渠道退换货影响公司业绩明显承压，2025Q1公司国内渠道库存出清，海外和新产品实现快速增长，公司业绩增速回升。集采前国内关节、脊柱耗材以进口厂商为主，集采中标降价使得进口厂商的供应意愿和经销商渠道代理意愿下降，进而推动经销商代理国产产品，加快国产产品放量。

图表：公司营业收入及增速情况



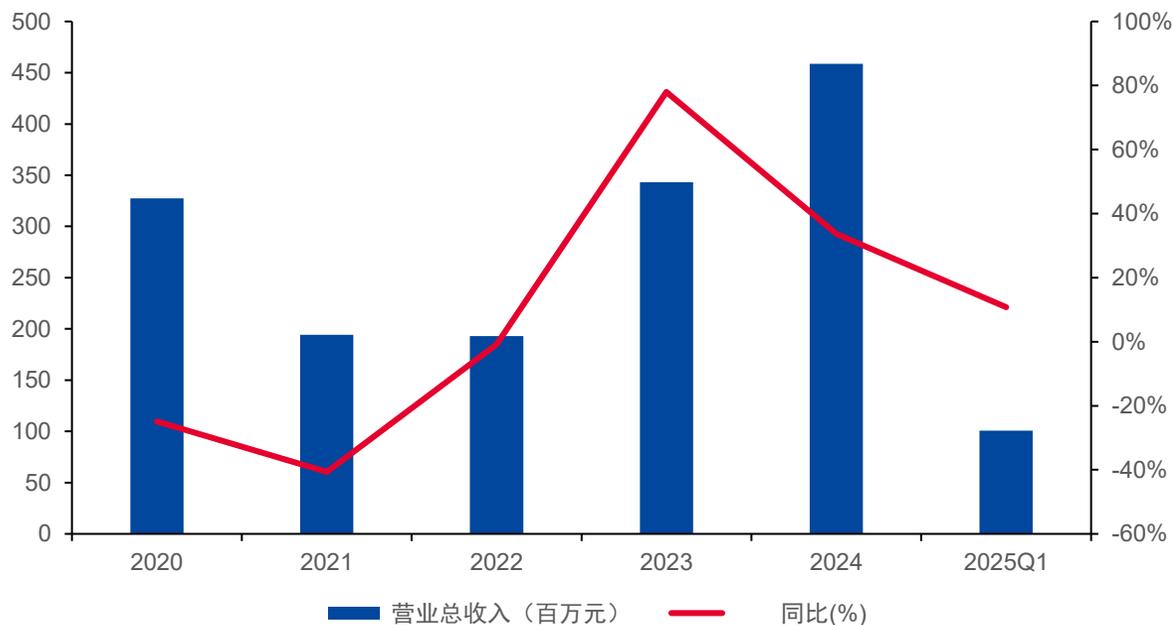
图表：公司归母净利润及增速情况



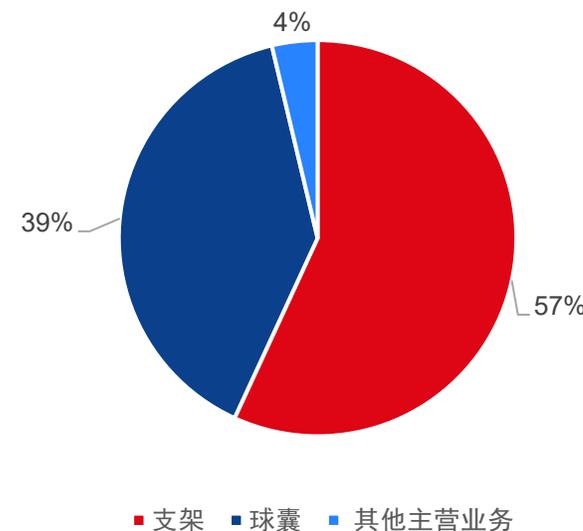
# 赛诺医疗：冠脉业务迎修复，神经介入构筑第二增长曲线

- ◆ **赛诺医疗：**公司2007年成立于天津，以冠脉业务起家，后布局神经介入领域，打造多元化业务结构。冠脉介入业务方面，受品类规则影响，2020年首次国家冠脉支架集中带量采购中公司无合适产品参与，导致冠脉支架市场份额出现下滑，冠脉业绩短期承压。2022年冠脉支架集采续标中，公司最新的两款药物洗脱支架 HT Supreme、HT Infinity 分别以779元、839元的价格中选A组及B组，首年意向采购量近5万条。受国家二轮冠脉支架集中带量采购政策影响，2023年冠脉支架产品销量恢复快速增长；公司自主研发的棘突球囊在京津冀“3+N”联盟集采中标，借助集采实现快速放量。公司冠脉介入业务2024年实现营收1.53亿元，同比增长59%，冠脉业务重新恢复高增长。
- ◆ **神经介入全产品布局，重磅单品陆续获批。**公司神经介入产品覆盖急性缺血类产品、狭窄缺血类产品、出血类产品及通路类产品等全品类，相关产品陆续获批上市。2024年公司神经介入业务实现营收2.05亿元，同比增长13%。公司神经介入创新产品密网支架已于今年5月国内获批，全球首创产品自膨颅内药物支架已通过国家药监局《创新医疗器械特别审查程序》审批，并在国内及欧洲提交注册申请，神经介入在研产品逐步进入收获期，看好新产品商业化为公司业绩增长贡献增量。

图表：公司营业收入及增速情况



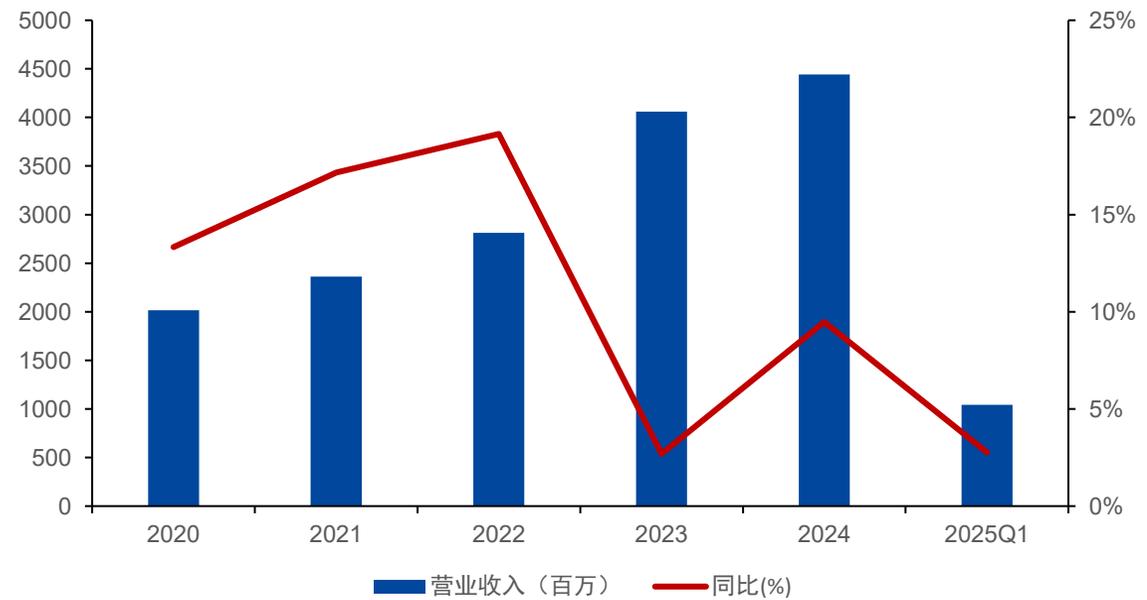
图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)



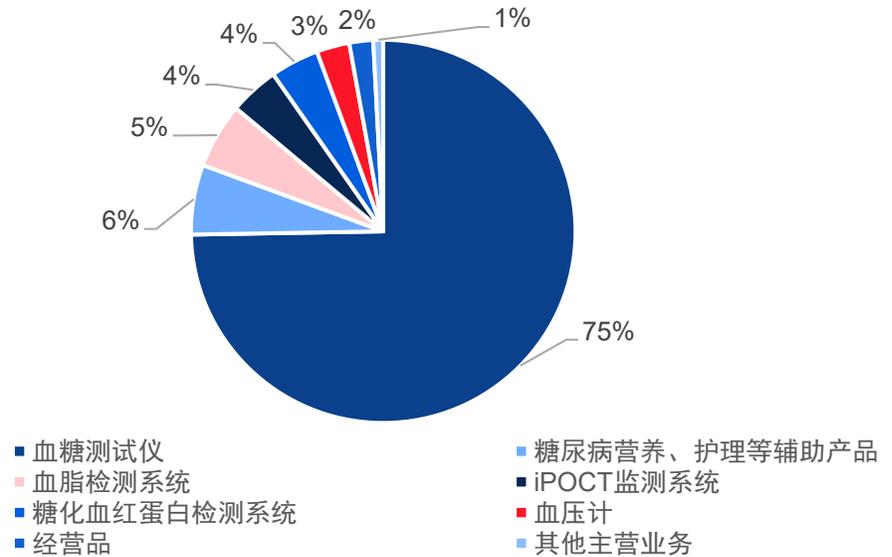
# 三诺医疗：国产血糖监测龙头，CGM发展潜力巨大

- ◆ **三诺生物：国产血糖监测龙头，CGM发展潜力巨大。**公司深耕血糖监测领域20余年，占据着我国50%以上的血糖仪零售市场，血糖仪产品覆盖3800家等级医院、超过22万家药店及健康服务终端、1万多家社区医院及乡镇医院，业务覆盖20多家主流电商平台。近两年随着国产CGM产品上市，患者血糖监测认知持续提升，公司有望凭借传统BGM渠道和品牌优势加速CGM产品放量，同时公司海外子公司经营改善，公司盈利能力水平有望逐步提升。
- ◆ **BGM业务稳健增长，公司零售渠道具备绝对优势。**我国糖尿病患者血糖仪渗透率和血糖监测频率却远低于发达国家及全球平均水平，老龄化趋势下BGM市场仍预计持续增长。公司深耕血糖仪行业多年，零售渠道具备绝对优势，市占超50%。院内渠道因外资品牌具有先发优势，占据绝大部分市场份额，国产品牌院内渠道仍有较大提升空间。后续公司借力零售端品牌口碑发力院内市场，加速国产替代，BGM业务有望持续稳定增长。
- ◆ **CGM商业化加速，性价比+渠道+品牌力加快产品放量。**公司CGM产品性能优异，品牌渠道优势下有望快速放量，且公司第二代CGM产品取得医疗器械注册证，进一步丰富了公司糖尿病监测产品线的品类。性能方面，三诺CGM产品MARD值为8.71%，准确率可对标德康，各项参数性能优异，性价比优势显著。公司零售市场市占率超50%，品牌优势显著，国内CGM产品有望快速放量。同时，CGM海外产品注册稳步推进，新增新加坡、巴基斯坦、俄罗斯、沙特、阿联酋、阿尔及利亚、肯尼亚、埃塞俄比亚、秘鲁、智利获批注册证，未来有望通过子公司渠道推动海外市场销售，打开公司成长天花板。

图表：公司营业收入及增速情况



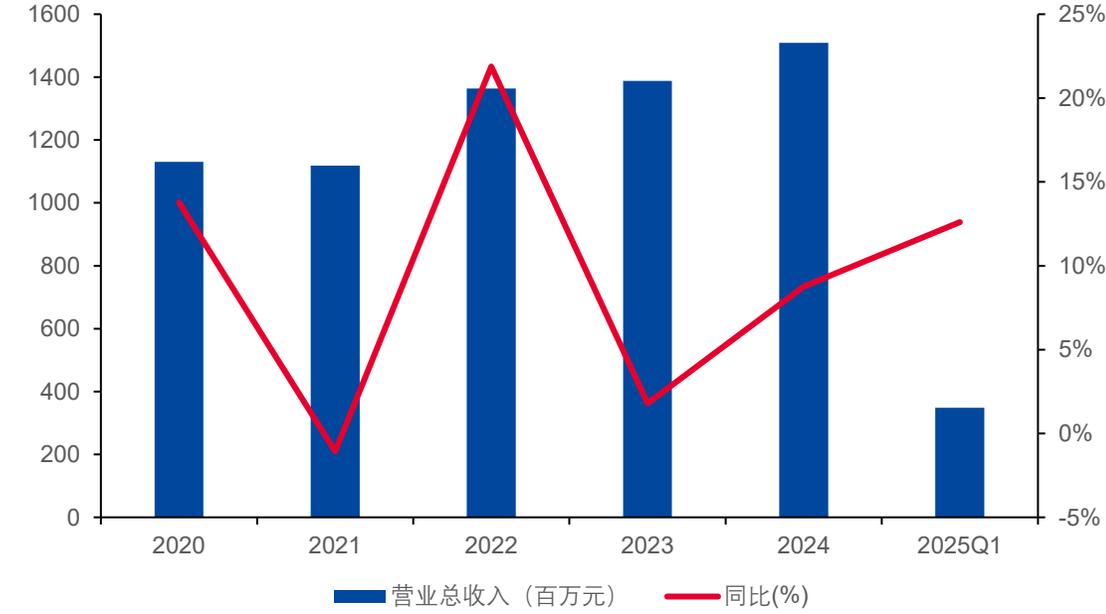
图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)



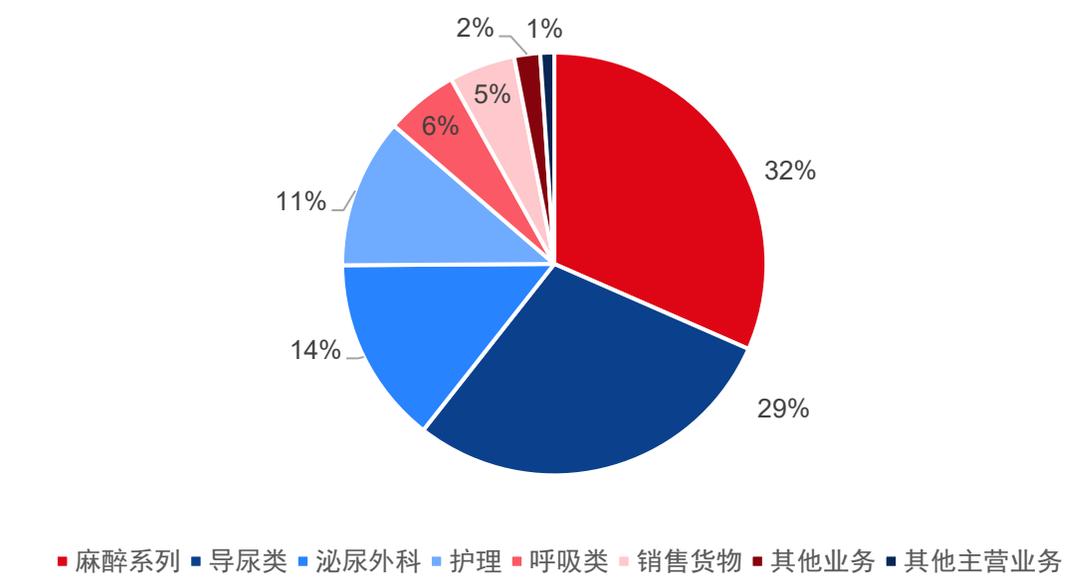
# 维力医疗：外销市场稳步推进，内销有望逐步恢复

- ◆ 维力医疗成立于2004年，公司主要从事麻醉、导尿、泌尿外科、护理、血液透析、呼吸等领域医疗器械的研发、生产和销售。
- ◆ 外销收入稳步推进，积极开拓新兴市场。2024年公司实现外销收入7.97亿元，同比增长24%。大客户方面，随着北美大客户库存出清，2023年下半年开始海外业务逐步恢复，2024年已完全恢复常态化，2024年大客户业务收入同比增长30%以上。同时为应对地缘政治风险，公司积极部署海外墨西哥生产基地的筹建，并积极开拓欧洲市场以及南美、东南亚等新兴市场。
- ◆ 受医疗行业整顿影响，国内新产品进院节奏放缓。2024年公司实现内销收入6.8亿元，同比下滑5%，随着行业整顿形势缓和，公司新产品入院推广有望加速。同时，公司持续加大高端创新产品研发，抗凝技术、高压球囊、载药技术等均取得新的技术突破，逐步助力公司产品线丰富和升级。未来随着公司高毛利新产品快速入院，有望带动公司内销业绩恢复稳定增长。

图表：公司营业收入及增速情况



图表：公司营业收入产品构成情况(2024年，按产品收入)

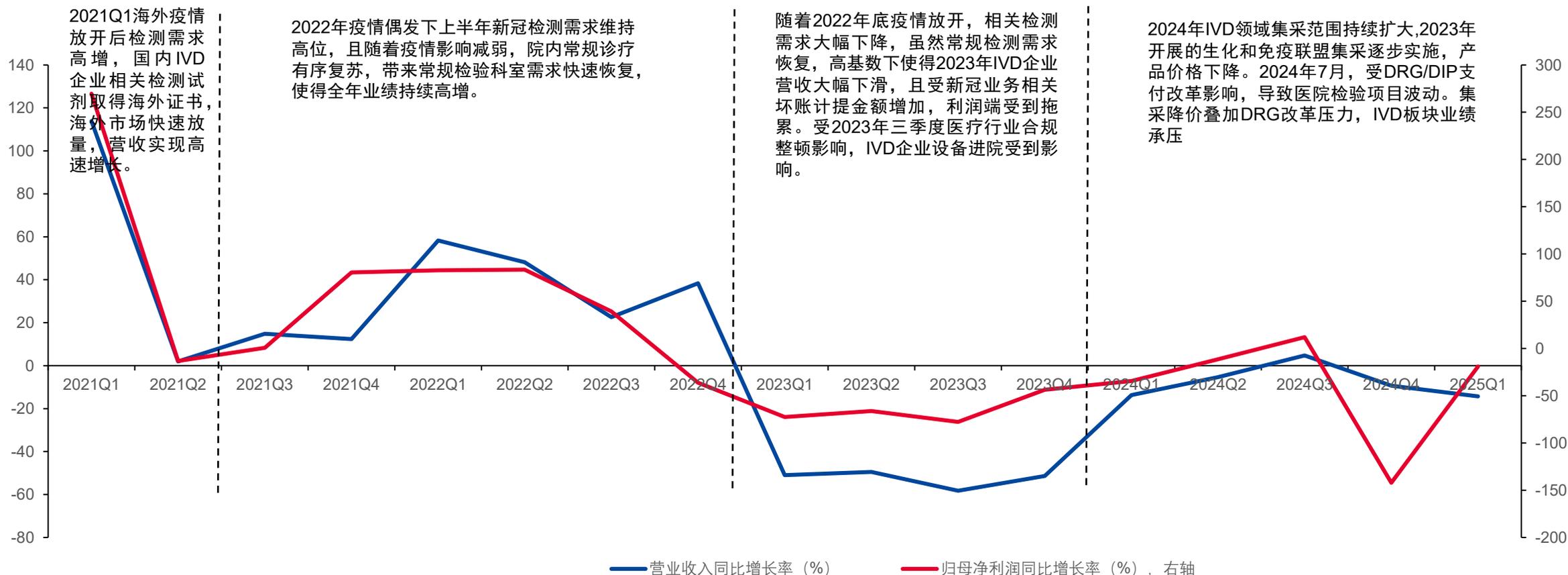


-  1.1 医疗器械行业复盘：医疗器械板块处于估值低位
-  1.2 医疗设备：以旧更新带动需求上升，关注板块业绩拐点
-  1.3 医疗耗材：关注集采出清、基本面好转的个股
-  1.4 IVD：受集采影响业绩短期承压，关注企业出海进展
-  1.5 关注AI医疗及脑机接口等新技术方向
-  1.6 投资建议

# IVD：集采和DRG政策影响，板块业绩短期承压

◆ **集采和DRG政策影响，板块业绩短期承压。** IVD板块来看，2021Q1和2022Q1营收均保持较高增长，主要系2021Q1海外疫情放开后检测需求高增，国内IVD企业相关检测试剂取得海外证书，海外市场快速放量，营收实现高速增长，同时国内疫情虽得到有效控制，但春节返乡需核酸证明及新冠核酸检测常规化等带来持续检测需求，导致IVD企业一季度营收高增。随着2022年底疫情放开，相关检测需求大幅下降，高基数下使得2023年IVD企业营收大幅下滑。2024年IVD领域集采范围持续扩大，2023年开展的生化和免疫联盟集采逐步实施，产品价格下降。2024年7月，受DRG/DIP支付改革影响，导致医院检验项目波动。集采降价叠加DRG改革压力，IVD板块业绩承压。

图表：IVD板块2021年-2025Q1单季度营收利润同比增速情况（%）



# IVD集采：集采范围持续扩大，降价幅度较为温和

◆ **IVD领域集采范围持续扩大。**2021年8月，安徽省试点化学发光试剂集采，新产业、雅培、迈瑞医疗、西门子等中标，中选产品平均降价47.02%，迈瑞等国产公司通过集采实现安徽高等级医院突破。2023年1月，安徽省凝血、心梗类试剂集采落地。其中，凝血六项平均降幅40.16%，心梗类三项平均降幅57.35%。心梗类全部为国产品牌中选，凝血类主要为国产品牌中标，集采有力推动国产替代。2023年11月，安徽等25省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购落地，试剂价格平均降幅为53.9%，国产主流产品迈瑞、安图、新产业等纷纷中选。2024年6月，京津冀“3+N”联盟发布肾功、心肌酶、生化类检测试剂带量联动采购。整体来看，集采涉及品类持续增加，降价幅度较为温和。

图表：IVD集采情况汇总

事件	集采文件发布时间	采购周期	集采品种	参与省份	采购结果
安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判协议	2021/08/09	2年	肿标，感染，心肌，激素，降钙素	安徽	产品平均降幅约47.02%
江西肝功检测生化类试剂省际联盟集中带量采购	2022/11/14	2年	26项肝功类生化试剂	江西、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、福建、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、兵团	产品平均降幅约68.64%
安徽省凝血类、心梗类临床检验试剂集中带量采购	2022/11/30	2年	凝血六项、心梗类三项	安徽	凝血六项共22家企业参加，16家企业产品拟中选，平均降幅40.16%，心梗类三项26家企业参加申报，17家企业产品拟中选，平均降幅57.35%。
江西等24省肾功、心肌酶生化试剂集中带量采购	2023/11/24	2年	肾功及心肌酶项目	江西、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、福建、河南、湖南、湖北、广西、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、兵团	中选产品价格平均降幅约77%
安徽等25省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购	2023/11/17	2年	术前八项(含酶免)、性激素六项、糖代谢两项、HCG、β-HCG、HPV分子诊断	安徽、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、福建、江西、山东、河南、湖南、湖北、广西、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、兵团	集采企业报价平均降幅为53.9%
甘肃省甲功九项集采	2023/12/27	2年	甲功九项	甘肃	集采平均降幅42.07%
京津冀“3+N”联盟肝功生化类检测试剂带量联动采购	2024/06/14	1年	26项肝功类生化试剂	天津、山东、四川、西藏	/
京津冀“3+N”联盟肾功、心肌酶、生化类检测试剂带量联动采购	2024/06/14	1年	28项肾功及心肌酶项目	天津、山东、广东、云南	/

◆ **IVD：集采和DRG政策影响业绩短期承压，关注企业出海进展。** IVD领域集采范围陆续扩大，相关产品价格下降；同时，DRG/DIP支付改革全国试点推进，医院控费趋严，减少非必需检测项目，检验结果互认政策进一步压缩重复检测需求，导致企业营收和利润承压。控费和集采趋势下，头部企业出海开拓新增长引擎，提升公司长期竞争力，国产IVD产品有望凭借性能和性价比优势突破海外市场。未来，随着海外本地化深耕和高端市场突破，出海将成为IVD行业核心增长极，关注相关企业出海进展。建议重点关注新产业、亚辉龙、安图生物等。

图表：重点关注公司估值表

股票名称	股票代码	市值（亿元）	归母净利润（百万元）					P/E（倍）			
		2025/6/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
新产业	300832.SZ	445.66	1,828.46	2046.22	2422.92	2878.48	24.2	21.8	18.4	15.5	
亚辉龙	688575.SH	82.23	301.53	367.56	466.39	574.35	33.9	21.6	17.8	14.5	
安图生物	603658.SH	214.28	1,194.45	1265.83	1483.82	1757.61	18.8	16.9	14.4	11.2	

注：盈利预测为wind一致预测，截至2025/6/30。

-  1.1 医疗器械行业复盘：医疗器械板块处于估值低位
-  1.2 医疗设备：以旧更新带动需求上升，关注板块业绩拐点
-  1.3 医疗耗材：关注集采出清、基本面好转的个股
-  1.4 IVD：受集采影响业绩短期承压，关注企业出海进展
-  1.5 关注AI医疗及脑机接口等新技术方向
-  1.6 投资建议

# AI+医疗：AI赋能医疗健康，AI医疗产品加速落地

- ◆ **AI赋能医疗健康，助力行业发展。** AI+医疗是人工智能技术与医疗领域深度融合而形成的一个跨学科、跨领域的新兴行业，利用人工智能的各种技术和算法，对医疗数据进行分析处理，以辅助医疗决策、提升医疗效率、改善医疗服务质量、推动医疗行业的创新发展。目前，人工智能技术在医疗领域的应用主要包括医学影像、临床辅助决策、精准医疗、健康管理、医疗信息化、药物研发以及医疗机器人等，助力降本增效、提升诊疗水平、改善患者体验等。
- ◆ **AI+医疗产品加速落地，关注AI+医疗相关标的。** AI在医疗领域的产品陆续落地，如迈瑞医疗2024年12月发布“启元重症大模型”，整合患者病情数据，生成临床思维导向的病历文档。联影医疗2025年4月份发布“元智”大模型，在复杂病灶诊断和器官分割等任务中精准度超95%。未来随着大模型在医疗领域的应用场景持续落地，产业景气度持续向上，建议关注AI+医疗相关标的，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、华大基因等。

图表：AI医疗技术的应用价值

场景	主要细分	AI应用价值	相关公司
AI+医学影像	疾病筛查	提高筛查效率，降低误诊/漏诊率	联影医疗、迈瑞医疗、祥生医疗、金域医学
	辅助诊断	提高诊断准确性，实现疾病精准分级、分期	
AI+临床辅助决策	辅助治疗	治疗方案辅助决策、术前规划、手术导航和预后评估等	嘉和美康、迪安诊断
AI+精准医疗	基因检测	提升检测效率及准确率，更好辅助疾病治疗	华大基因、华大智造
AI+健康管理	可穿戴设备	实现健康状况实时监测和评估	乐心医疗
	虚拟护士	加强病人日常管理，减少患病风险	
AI+医疗信息化	虚拟助理	提升导诊、分诊等环节工作效率，提升用户体验	卫宁健康
	电子病历	保证数据的标准化、结构化，并最终实现辅助临床决策	贝瑞基因
	公共卫生信息化	在疾病预测、传染病溯源分析等方面发挥作用	
AI+医疗机器人	手术机器人	提升手术精确度，增强手术成功率	微创机器人、天智航
	康复护理机器人	缓解康复医疗资源稀缺，提高患者康复质量	
	医疗服务机器人	用于智能导诊、消毒杀菌等环节，实现降本增效	

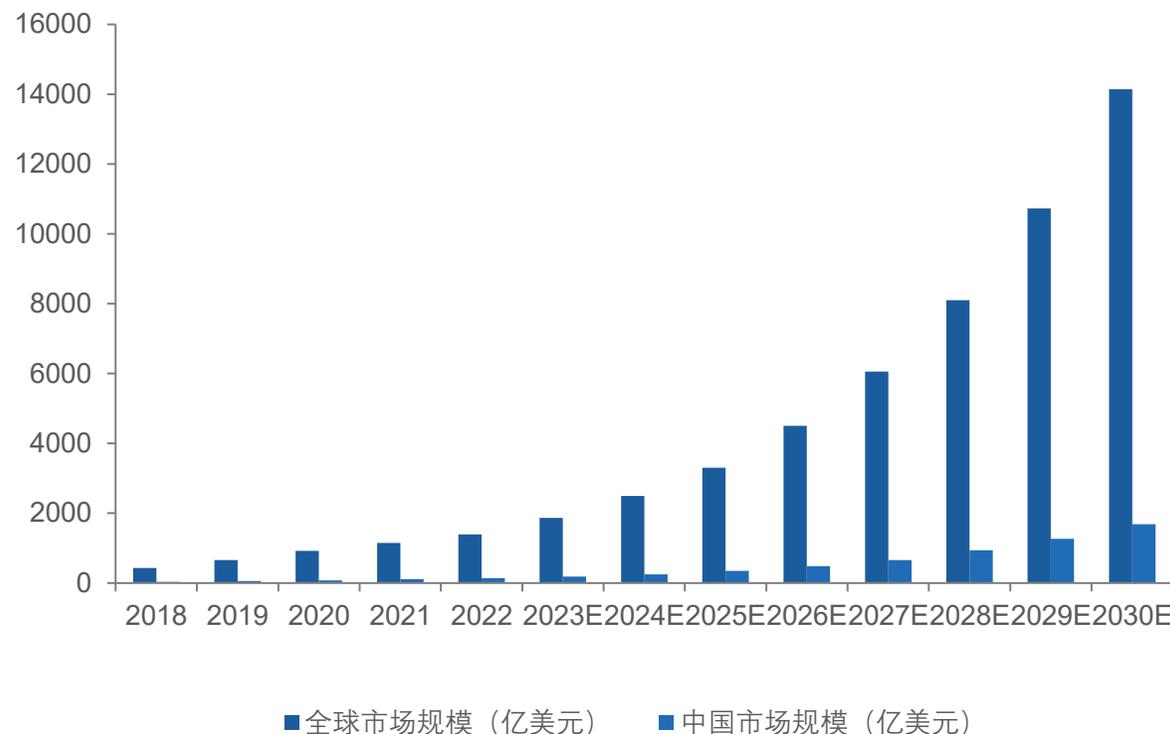
# AI+医疗：国内AI+医疗市场有望迎来高速增长

◆ **技术催化叠加政策推动，国内AI+医疗市场有望高速增长。**多部委陆续出台政策推动人工智能在医疗领域应用落地，国家药监局2025年6月审议通过《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措》，首次将“人工智能医疗器械”列为四大重点发展领域，各地方政策试点陆续推进。技术端来看，DeepSeek-R1等开源大模型推动医疗AI开发成本大幅下降，加速AI技术商业化落地。据观研数据显示，医疗保健板块人工智能解决方案的全球市场规模预计将由2022年的137亿美元增至2030年的1553亿美元，CAGR为35.5%。技术催化叠加政策推动，国内AI+医疗市场有望迎来高速增长。

图表：多部委出台政策推动人工智能在医疗领域应用落地

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容（AI医疗相关部分）
2025/3/31	国家药监局综合司	《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措（征求意见稿）》	开展医用大模型、人工智能医疗器械、合成生物材料组织工程产品、医学影像重建软件等新功能、新技术、新模态产品的管理属性和类别研究
2025/4/7	北京市医保局、卫健委等九部门	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025年）》	建设医疗健康行业大模型测评体系，面向AI+病理、AI+医学影像、AI+辅助诊断、AI+手术规划、AI+制药等方向，支持不少于10个场景的模型开发应用。推进人工智能技术应用，完善监管评价措施，促进人工智能+医疗健康融合创新规范发展。开展互联网诊疗首诊试点
2025/4/7	深圳市卫健委、医保局等四部门	《深圳市全链条支持医药和医疗器械发展若干措施》	支持真实世界数据用于临床急需药物、罕见病治疗、AI医疗算法、精准医疗、中医药等领域
2025/4/1	工信部等七部门	《医药工业数智化转型实施方案（2025—2030年）》	支持相关单位建立医药大模型创新平台，开展“人工智能赋能医药全产业链”应用试点，鼓励龙头医药企业与医疗机构、科研院所、上下游企业、大用户等组成联合体，面向医药全产业链形成一批效果显著的标志性应用场景
2025/6/1	国务院办公厅	《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》	探索人工智能辅助医疗设备准入应用机制，在安全可控前提下，探索人工智能辅助医疗设备数据采集、集成共享、合规使用的规则及标准

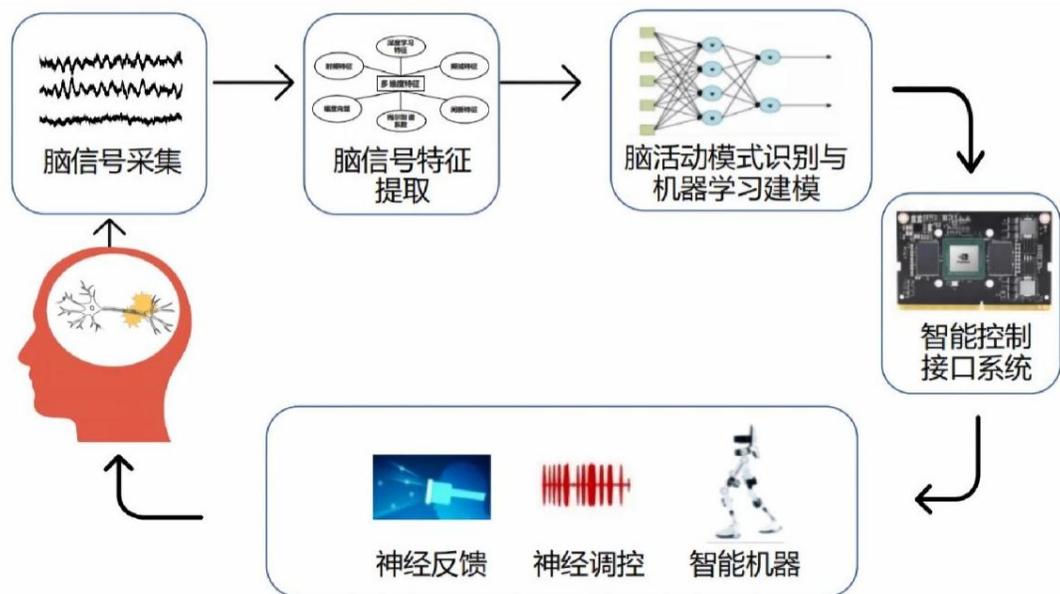
图表：2018-2030年全球及中国人工智能行业市场规模预测



# 脑机接口：政策利好叠加技术突破，商业化前景广阔

- ◆ 脑机接口（Brain-Computer Interface, BCI）是一种不依赖外周神经与肌肉系统，直接通过采集大脑电信号，实现人脑与外部设备双向通信的技术，其作用链路表现为：采集脑电波→信号处理与解码→转化为机器指令→反馈至外部设备或人脑。
- ◆ 技术方面来看，侵入式脑机接口需要进行开颅手术，将电极植入到大脑皮层或特定神经区域采集信号，主要应用于医疗领域。半侵入式脑机接口将电极植入大脑皮层之外、颅腔之内，主要基于皮层脑电图(EECoG)进行信息分析。非侵入式脑机接口通过附着在头皮上的穿戴设备测量大脑活动，无需进入大脑，安全性最强，是目前主流的技术路径。

图表：脑机接口是交互式闭环系统



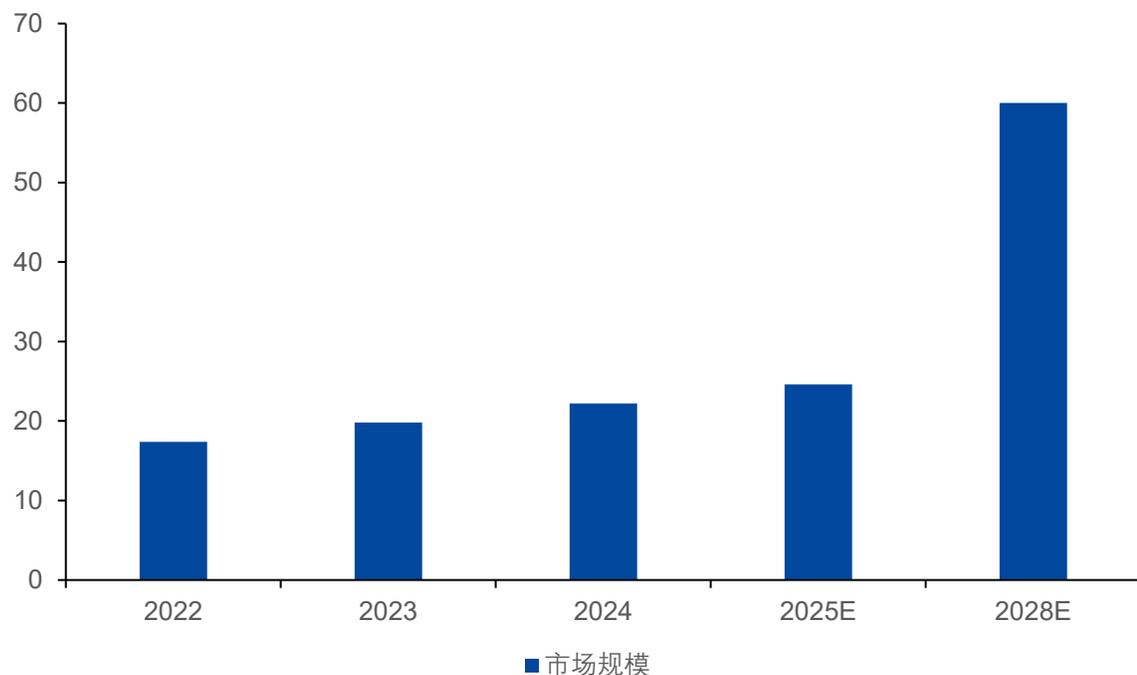
图表：脑机接口主要技术路线对比

	侵入式	半侵入式	非侵入式
侵入程度	有创	有创	无创
可覆盖神经元数量	低	中	高
信号质量	最高，分辨率达微米级，噪声干扰极低	中等偏上，分辨率毫米级，噪声低于非侵入式	最低，分辨率为厘米级，易受肌肉环境噪声干扰
长期损伤风险	感染、排异、神经元伤害大	极小	无
整体技术难度	很高	较高	相对较低
优点	信号精度高；实时性较强；适合长期植入	信号质量优于非侵入式；手术风险低于侵入式；支持较长期监测	无创、安全、易操作，适合大规模普及；成本低；可重复测试，无术后感染风险
缺点	手术风险；技术难度高	信号覆盖范围有限；植可能引发炎症	信号噪声大、分辨率低；实时性差

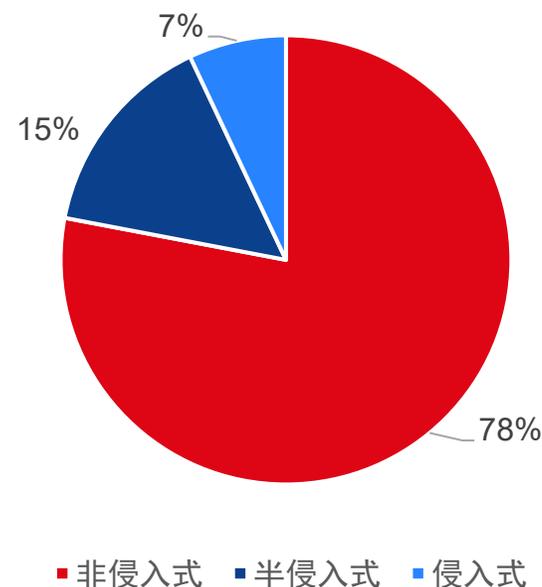
# 脑机接口：政策利好叠加技术突破，商业化前景广阔

- ◆ 根据中研普华产业研究院的《2024-2029年中国脑机接口行业市场发展现状调研及投资前景预测研究报告》预测，2023年全球脑机接口市场规模达到19.8亿美元，预计2028年将突破60亿美元，五年复合年增长率达到25.22%。中国虽然起步较晚，但市场规模增长迅速。2022年中国脑机接口市场规模约为10亿元人民币，预计到2027年将达到33亿美元，年均复合增长率约为21%，市场发展潜力巨大。
- ◆ 细分市场来看，非侵入式市占率约达78%，半侵入式市场占比约15%，侵入式市占率约7%。美国以侵入式和半侵入式为主，而国内目前则以非侵入式为主，形成差异化竞争格局。

图表：2022-2028E全球脑机接口市场规模（亿美元）



图表：脑机接口市场结构占比



# 脑机接口：政策利好叠加技术突破，商业化前景广阔

- ◆ **政策利好叠加技术突破，商业化前景广阔。**今年年初以来，脑机接口相关地方产业政策密集落地，鼓励和引导各级政府资金，推动脑机接口产业快速发展。同时，脑机接口相关价格项目方面，湖北省首创收费体系，明确“侵入式置入费”“非侵入式适配费”等收费项目，侵入式植入费 6552 元/次、取出费 3139 元/次；非侵入式适配费 966 元/次，打通商业化路径，加快脑机接口临床应用。技术方面来看，非侵入式脑机接口在消费级应用放量在即，多家企业已推出非侵入式脑机接口产品，如强脑科技的智能仿生手。侵入式技术方面，中国科学院脑科学与智能技术卓越创新中心联合复旦大学附属华山医院，成功开展了我国首例侵入式脑机接口前瞻性临床试验；Neuralink计划2025年完成20-30例植入，国内阶梯医疗启动长期埋植临床试验（FIM），为产品注册铺路，临床端转化提速。政策与技术共振，加速脑机接口商业化应用。

图表：脑机接口政策陆续落地

发布时间	政策名称	主要内容
2025-01-06	《重庆市智慧医疗装备产业创新发展行动计划（2025—2027年）》	围绕脑磁心磁、连续动态监测器械（可穿戴器械）、眼科植入器械、心血管植入介入器械、神经外科植入器械、医用手术机器人、植入式神经刺激器（脑机接口）等新兴产品，支持医疗机构开展联合研发，积极推进试用和应用推广
2025-01-07	《加快北京市脑机接口创新发展行动方案（2025-2030年）》	到2027年，产出一批重大原创性成果，突破脑机接口电极、芯片、编解码算法等关键核心技术，打造世界领先的智能脑机系统，并在临床上得到初步应用。培育3-5家具有核心竞争力的潜在独角兽和独角兽企业，进一步提升产业引领力
2025-01-10	《上海市脑机接口未来产业培育行动方案（2025-2030年）》	2027年前，实现高质量脑控，半侵入式脑机接口产品在国内率先实现临床应用，侵入式脑机接口研发取得突破，脑机接口创新生态初步构建。推动5款以上侵入式、半侵入式脑机接口产品完成医疗器械型式检验，完成临床试验，面向失语、瘫痪等患者，实现部分语言和运动功能恢复。非侵入式脑机接口形成一批新业务、新应用、新模式、新业态，打造形成医疗级康复产品与消费级爆款应用。引育5家以上具有脑机接口核心技术与产品研发能力的自主创新企业、10家以上产业链骨干企业
2025-03-31	湖北省脑机接口医疗服务价格项目	首创收费体系：全国首个地方医保定价，明确“侵入式置入费”“非侵入式适配费”等收费项目，打通商业化路径，侵入式植入费 6552 元/次、取出费 3139 元/次；非侵入式适配费 966 元/次
2025-05-12	浙江省脑机接口医疗服务价格项目	非侵入式脑机接口适配费 960 元/次，侵入式脑机接口置入费 6580 元/次，侵入式脑机接口取出费 3150 元/次，儿童侵入式置入、取出费均加收 30%
2025-05-14	《四川省脑机接口及人机交互产业攻坚突破行动计划（2025—2030年）》	引育产业链骨干企业，同步推进侵入式、非侵入式两种脑机接口技术路径，完成3款侵入式和5款非侵入式脑机接口产品的研发及医疗器械注册，加快实施省内首例侵入式脑机接口手术，开放医疗健康场景，实现年服务医疗患者超5万人次。
2025-05-17	《山东省脑机接口产业科技创新行动计划（2025-2027年）》	到2027年，突破20项左右基础前沿和关键核心技术，培育30家左右自主创新能力强的科技型中小企业，引育2—3个高水平人才团队，依托科教资源富集区域打造1—2个专业化孵化园区，推动脑机接口创新技术和产品在医疗、工业、康养、教育、娱乐等领域的落地应用。

# 脑机接口主要代表企业

企业名称	技术路线	产品应用与商业化进展
创新医疗	侵入式	参股博灵脑机B端产品已正式在浙江大学医学院附属第二医院、浙江医院和杭州市第一人民医院开展多中心临床试验，若相关工作进展顺利，预计将于2026上半年完成二类医疗器械的注册申报工作；C端产品已进入批量生产阶段预计将于2025年陆续实现上市销售 博灵脑机针对中风偏瘫患者开发的C端产品，今年将陆续上市
诚益通	非侵入式和侵入式	公司已确立“侵入式与非侵入式”双轨并行的战略布局，在非侵入式领域，于严肃医疗赛道率先取得突破，2024年7月三款融合脑机接口技术的康复设备样机成功发布且正筹备注册申报，后续将持续升级现有康复设备；面向消费市场，首款C端产品样机于2025年4月推出，后续会基于市场需求不断优化并推出更多产品；在侵入式领域，当前以科技储备为重点，集中资源开展基础研究与技术攻关，为未来产业化与商业化筑牢根基、提供支撑
爱朋医疗	侵入式	公司于2019年参股常州瑞神安，基于脑机接口技术，瑞神安拥有一次性使用颅内脑电极（SEEG）、植入式迷走神经刺激器（VNS）及植入式可充电脊髓刺激器（SCS）等三类注册证产品，应用于癫痫及疼痛治疗等领域，且已取得一定规模的销售
强脑科技（非上市）	非侵入式	BrainRobotics智能仿生手：可通过检测佩戴者的神经电和肌肉电信号，识别佩戴者的运动意图，并将运动意图转化为智能仿生手的动作，从而做到灵巧智能，手随心动。 Easleep深海豚脑机智能安睡仪：记录脑波数据，生成睡眠分析报告
翔宇医疗	非侵入式	脑机接口方面，2025年预计将有20余款产品陆续出样机，会有全新产品亮相；其中，脑电图机、脑电采集装置、精神心理类产品预计2025年下半年将陆续取得医疗器械注册证。公司2025年成立了Sun-BCILab脑机接口实验室，聚焦五大研发方向。目前，实验室已承担国家重点研发计划2项。
博睿康（未上市）	半侵入式	洪波教授团队与博睿康医疗科技（上海）有限公司合作开发的脑机接口产品NEO是世界首例无线微创植入脑机接口，目前临床试验已经完成了3例，还有5例同类试验正在进行当中，2025年计划完成30-50例

-  1.1 医疗器械行业复盘：医疗器械板块处于估值低位
-  1.2 医疗设备：以旧更新带动需求上升，关注板块业绩拐点
-  1.3 医疗耗材：关注集采出清、基本面好转的个股
-  1.4 IVD：受集采影响业绩短期承压，关注企业出海进展
-  1.5 关注AI医疗及脑机接口等新技术方向
-  1.6 投资建议

- ◆ **医疗设备：以旧换新带动需求提升，关注医疗设备板块弹性。**2023年在医疗行业合规整顿的影响下，医疗设备招投标采购受到较大影响，相关厂家业绩承压。2024年3月国务院发布以旧换新政策，并且发布超长国债等给与资金支持，缓解地方医院资金压力，2025年持续加大政策支持力度，推动医疗设备采购放量。目前据公开数据统计，医疗设备超声、MR、CT、内窥镜等细分领域招投标金额改善明显，国内设备厂家短期有望受益于招投标改善，迎来业绩拐点。中长期来看，加速国产设备进口替代进程，建议重点关注医疗设备优质企业，如迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、山外山。
- ◆ **高值耗材：集采影响逐步出清，关注基本面好转的个股。**政策端来看，随着集采持续扩品降价，体量较大的耗材品种基本上都经过集采，近两年集采来看，集采规则持续完善，通过规则优化为创新留有空间，且整体降价温和；2025年3月《政府工作报告》明确提出优化药品和耗材集采政策，政策持续利好。细分领域来看，对于成熟度较高、集采影响逐步出清的耗材领域，关注集采续标利好且基本面出现明显好转的个股，建议关注骨科、神经介入等细分领域，建议重点关注春立医疗、赛诺医疗等。对于渗透率较低的耗材领域，集采以价换量逻辑持续兑现，建议关注电生理板块，建议重点关注微电生理、惠泰医疗；消费器械板块，未来国内老龄化趋势下，随着居民自我健康意识不断加强，消费器械需求有望持续增加，行业增长潜力巨大，建议关注家用医疗器械和眼科等细分领域，建议重点关注三诺生物、爱博医疗等。
- ◆ **低值耗材：海外大客户订单稳定增长，国内产品终端进院逐步恢复，短期关税调整窗口期下，相关公司业绩有望实现稳定增长，建议重点关注维力医疗、拱东医疗、英科医疗等。**
- ◆ **IVD：集采和DRG政策影响业绩短期承压，关注企业出海进展。**IVD领域集采范围陆续扩大，相关产品价格下降；同时，DRG/DIP支付改革全国覆盖后，医院控费趋严，减少非必需检测项目，检验结果互认政策进一步压缩重复检测需求，导致企业营收和利润承压。控费和集采趋势下，头部企业出海开拓新增长引擎，提升公司长期竞争力，国产IVD产品有望凭借性能和性价比优势突破海外市场。未来，随着海外本地化深耕和高端市场突破，出海将成为IVD行业核心增长极，关注相关企业出海进展。建议重点关注新产业、亚辉龙、安图生物等。
- ◆ **关注AI医疗及脑机接口等新技术方向。**AI医疗方面，技术催化叠加政策推动，AI+医疗产品加速落地。政策端，多部委陆续出台政策推动人工智能在医疗领域应用落地。技术端，DeepSeek-R1等开源大模型推动医疗AI开发成本大幅下降，加速AI技术商业化落地，如迈瑞医疗2024年12月发布“启元重症大模型”，联影医疗2025年4月份发布“元智”大模型，金域医学宫颈液基细胞AI辅助诊断系统落地等。未来随着大模型在医疗领域的应用场景持续落地，产业景气度持续向上，建议关注AI+医疗相关标的，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、华大基因等。脑机接口方面，政策利好叠加技术突破，商业化前景广阔。今年年初以来，脑机接口相关地方产业政策密集落地，鼓励和引导各级政府资金，推动脑机接口产业快速发展。同时，湖北省首创收费体系，打通商业化路径，加快脑机接口临床应用。技术方面持续突破，非侵入式设备精度和响应速度显著提升；侵入式技术方面，成功开展我国首例侵入式脑机接口前瞻性临床试验，临床端转化提速。政策与技术共振，加速脑机接口商业化应用。建议关注脑机接口相关标的，如创新医疗、三博脑科、爱朋医疗等。

-  **01** 医疗器械：关注H2设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向
-  **02** 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇
-  **03** 投资建议
-  **04** 风险提示

# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

- ◆ 2025年3月，国务院印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，明确提出了“以提升中药质量为基础、以科技创新为支撑、以体制机制改革为保障”的三大核心原则，围绕资源保护、产业升级、临床价值、科技创新、国际开拓等多个维度提出了21项重点内容。此外，“并购重组”是近期中药行业的一大关键词，整个中药行业整合是国家战略的必然方向，大型中药企业可能会加大整合力度，行业将呈现强者更强，龙头企业通过并购与技术壁垒巩固优势。
- ◆ **品牌OTC因季节性扰动承压，内需驱动长期成长。**2024年，中药板块业绩尤其是Q4整体承压，原因主要包括医院DRG/DIP控费、中成药集采扩围、零售端药店低迷及医保定点药店撤出潮、中药材上涨引发成本危机等。2025Q1，板块业绩环比转暖但依然承压，随着医疗反腐、同比高基数等压力因素影响逐步减弱，中药OTC公司库存周期已至拐点，叠加线上化营销等多元化突破，有望持续分享呼吸道感染高发、人口老龄化等带来的用药需求空间。
- ◆ **精品中药+创新中药是两大核心主线。**
- ◆ **精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高。**精品中药作为中医药产业中的高端细分领域，兼具医疗价值与消费属性，上游中药材稀缺，国家保密配方，品牌效应明显，对应高净值客户，议价能力较强。包括天然牛黄在内的珍稀濒危药材价格持续走高，企业可通过提价传导至终端，且因产品稀缺属性与消费黏性，提价不损销量反而强化定价权。此外，牛黄进口有望缓解成本压力，短期催化利润修复，长期使供应链更加自主可控。当前板块估值处于低位，弹性较高。
- ◆ **创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种。**近年来，在利好政策的支持与外部环境正向刺激下，中药行业正在加速提升传承与创新的融合度，中药创新正在逐渐迎来收获期，中药创新药无论是申报，还是获批数量都显著提升。长期来看，除1类新药外，中药改良型新药、古代经典名方等中药创新药有望持续以临床为导向加速研制，并实现商业化放量。此外，当前我国基药目录创新药稀缺，已有建议纳入更多本土抗肿瘤创新药及新剂型、新规格，有望利好院内中药创新药。
- ◆ **投资建议：**中药板块当前估值、机构持仓均处于历史低位。短期，库存拐点+线上渠道突破是核心催化；中期，成本改善+高股息提供安全边际；长期，政策基药、创新药与需求（老龄化、健康消费）双轮驱动。建议关注：1) 中药品牌OTC标的：华润三九、东阿阿胶、太极集团、康恩贝、江中药业、昆药集团、马应龙等；2) 精品中药标的：片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、云南白药等；3) 中药创新药标的：康缘药业、天士力、以岭药业、云南白药、珍宝岛等。

# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

2.1 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑

2.2 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善

2.3 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长

2.4 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高

2.5 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种

2.6 基药目录调整在即，独家中成药放量可期

2.7 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

# 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑

- ◆ 2025年3月，国务院办公厅正式印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》（以下简称《意见》），标志着我国中医药产业发展进入系统性提升阶段。《意见》明确提出了“以提升中药质量为基础、以科技创新为支撑、以体制机制改革为保障”的三大核心原则，从8个方面提出了21项重点内容，围绕资源保护、产业升级、临床价值、科技创新、国际开拓等多个维度，是继2021年《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》后，国家在中医药领域的又一纲领性文件。
- ◆ **中药产业全链条高质量变革。**《意见》对中医药产业全链条关键环节进行了部署，推动其高质量发展：1) 上游从“分散种植”到“规范可控”，市场将加速分化，具有完善标准化体系、资源储备、生态种植技术、仿生替代能力及可持续性供给的企业将逐步主导，资源可控性企业有望受益于标准化与溯源刚性需求；2) 中游从“经验生产”到“智能制造”，生产环节将逐步智能化，工艺将逐步标准化，头部企业通过技术输出主导行业规范制定，挤压低质产能，技术领先型企业有望享受审评红利与制造升级红利；3) 从“价格竞争”到“价值竞争”，科技对产业创新的赋能愈深，政策以“优质优价”机制引导市场分化，鼓励中药创新药的临床转化，并推动中药产品国际注册和市场开拓，具备较强创新能力、国际循证医学背书和标准化生产能力的龙头企业将有望主导全球化发展空间。
- ◆ **行业加大并购重组是必然趋势。**《意见》指出，持续更新中药产业链图谱，发展优势产业集群。专注创新和特色化发展，深耕细分领域，培育发展一批中药领域专精特新中小企业。鼓励战略性并购重组和资源整合，培优扶强龙头企业。其中，“并购重组”是近期中药行业的一大关键词，整个中药行业整合是必然，属于国家战略方向，大型中药企业可能会加大整合力度，行业将呈现强者更强，龙头企业通过并购与技术壁垒巩固优势。同时，一些小型企业会自然而然被整合，但其在第三方检测、经典名方开发等细分领域仍具突围机会。

图表：《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》主要内容系统性梳理

政策领域	核心目标	具体措施	创新亮点
一、资源保护与利用	保护濒危资源，实现可持续发展	1.修订《野生药材资源保护管理条例》，完善分级保护制度	首次编制资源受限类矿物药使用清单，推动保护与利用平衡
		2.突破珍稀资源繁育、仿生及替代技术（如矿物药替代清单）	
		3.建立中药资源数据库，强化多部门数据共享与预警	
二、中药材产业	提升种源质量，规范种植与流通	1.制定中药材种子管理办法，建设良种繁育基地	鼓励基地获取国际认证（如GAP），推动中药材出口标准化
		2.推行生态种植（林下种植、仿野生栽培），推广绿色防控技术	
		3.建设产地加工基地和储备库，实施“丰储欠补”稳供机制	
三、产业转型升级	推动智能制造与品牌建设，优化产业结构	1.发展数字化车间/智能工厂，突破关键技术装备	中药+大健康延链发展，开发药食同源产品
		2.培育“链主企业”，支持中药企业并购重组	
		3.打造区域品牌，加强老字号文化传承与商标价值融资	
四、临床价值与使用	建立科学评价体系，促进优质中药配备	1.开发中医药临床疗效评价大模型，推动人用经验转化为临床证据	医保目录调整与临床评价结果联动，强化循证医学支撑
		2.优化集采政策，实现“优质优价”，推动中成药全过程赋码监测	
		3.支持医疗机构制剂调剂，建设基层共享中药房	
五、科技创新	强化基础研究与成果转化	1.建设全国重点实验室、技术创新中心	试点企业重大科研选题机制，破解研发与产业脱节问题
		2.聚焦重大疾病（如慢病、新发传染病）研发创新药，挖掘名医验方	
		3.推动企业主导科研，完善产学研柔性流动机制。	
六、质量监管	完善标准体系，加强全生命周期监管	1.修订饮片炮制规范，完善农药残留/重金属限量标准（2025版药典）	引入第三方检测平台，严打掺杂造假
		2.加快中药新药审评，建立中成药文号退出机制（改良一批、淘汰一批）	
		3.推广数字化标准，建设全产业链追溯体系	
七、开放发展	推动国际化，保障产业安全	1.促进中药国际注册，参与国际草药典标准制定	传统知识保护纳入产业安全机制，防范资源与技术流失
		2.建设粤港澳大湾区研发检测平台，支持香港检测中心	
		3.综合运用专利、地理标志等保护传统知识和核心技术	
八、保障措施	强化组织与要素支撑	1.建立部际协调机制，2.推广典型经验	人才柔性流动机制：打破校企壁垒，推动技术落地
		2.建设老药工工作室，培养领军人才与大国工匠	
		3.创新金融服务（如知识产权融资），加大种植/研发保险保障	

# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

2.1 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑

2.2 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善

2.3 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长

2.4 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高

2.5 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种

2.6 基药目录调整在即，独家中成药放量可期

2.7 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

# 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善

- ◆ 根据申万行业分类，剔除次新股、ST股后，我们对共计65家中药上市公司2024年年报及2025年一季度业绩进行分析。
- ◆ 2024年，中药板块整体实现营收3462.36亿元，同比下降4.20%，实现归母净利润305.22亿元，同比下降18.70%，实现扣非净利润262.80亿元，同比下降21.19%。全年中药板块业绩尤其是Q4整体承压，原因主要包括医院DRG/DIP控费、中成药集采扩围、零售端药店低迷及医保定点药店撤出潮、中药材上涨引发成本危机等。

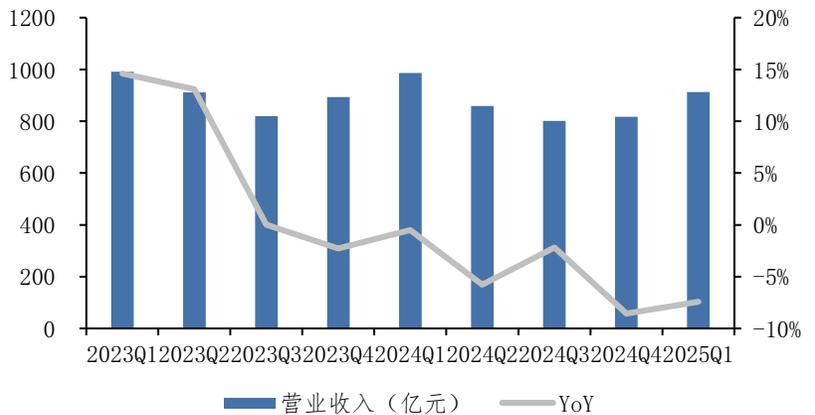
图表：2022-2025Q1中药板块主要财务指标情况

(亿元)	2022A	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q1-3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q1-3	2024Q4	2024A	2025Q1
营业收入	3403.94	990.98	911.13	1902.10	819.85	2721.95	893.27	3615.23	986.11	858.50	1844.61	801.96	2646.57	816.79	3463.36	912.82
营收同比增速	4.84%	14.61%	13.11%	13.88%	0.02%	9.32%	-2.27%	6.21%	-0.49%	-5.78%	-3.02%	-2.18%	-2.77%	-8.56%	-4.20%	-7.43%
归母净利润	266.42	137.76	106.26	244.02	87.55	331.57	43.84	375.41	128.29	96.80	225.09	78.56	303.65	1.57	305.22	123.01
归母净利润同比增速	-39.64%	53.37%	27.24%	40.78%	19.56%	34.51%	120.04%	40.91%	-6.88%	-8.90%	-7.76%	-10.27%	-8.42%	-96.42%	-18.70%	-4.11%
扣非归母净利润	254.17	129.27	95.90	225.17	79.04	304.21	29.25	333.46	121.48	92.28	213.76	66.20	279.96	-17.16	262.80	115.66
扣非归母净利润同比增速	29.82%	29.65%	32.95%	31.04%	3.75%	22.66%	375.20%	31.19%	-6.03%	-3.77%	-5.07%	-16.25%	-7.97%	-158.67%	-21.19%	-4.79%
净利率	7.83%	13.90%	11.66%	12.83%	10.68%	12.18%	4.91%	10.38%	13.01%	11.28%	12.20%	9.80%	11.47%	0.19%	8.81%	13.48%
毛利率	44.05%	46.05%	44.17%	45.15%	43.61%	44.69%	42.70%	44.20%	43.49%	42.29%	42.93%	39.89%	42.01%	40.61%	41.68%	42.45%
销售费用率	23.70%	22.76%	23.61%	23.17%	22.83%	23.07%	24.97%	23.54%	20.88%	21.09%	20.98%	20.56%	20.85%	24.20%	21.64%	19.22%
管理费用率	5.50%	4.67%	5.13%	4.89%	5.77%	5.15%	6.66%	5.53%	4.70%	5.34%	5.00%	5.98%	5.30%	7.70%	5.86%	4.91%
财务费用率	0.00%	-0.04%	-0.21%	-0.12%	-0.19%	-0.14%	-0.10%	-0.13%	-0.17%	-0.17%	-0.17%	0.19%	-0.06%	0.04%	-0.04%	0.08%

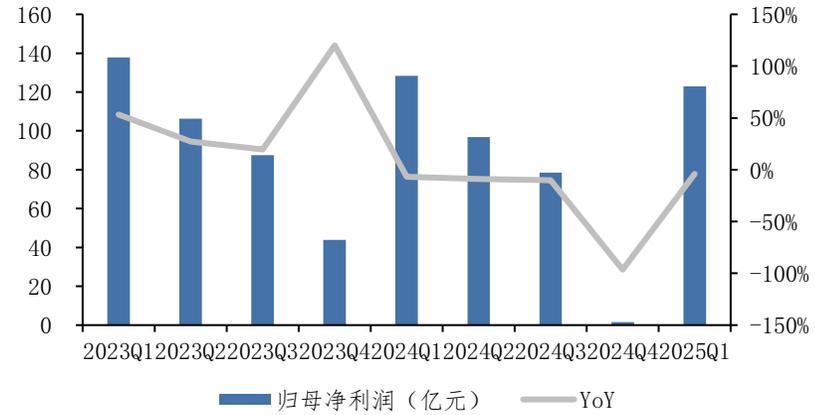
# 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善

- ◆ 2025Q1，中药板块平均毛利率为41.45%，同比下降1.04pct，较2024年提高0.77pct；净利率为12.48%，同比提高0.47pct，较2024年提高4.67pct。平均销售费用率为19.22%（YoY-1.66pct）、管理费用率为4.91%（YoY+0.21pct）、财务费用率为0.08%（YoY+0.25pct）。
- ◆ 盈利能力方面，因中药材价格上涨、中成药集采降价等因素导致中药板块24年全年毛利率和净利率有所下降；但随着24年末中药材价格进入降价周期，销售费用因更规范化的推广工作而明显降低，25Q1公司毛利率与净利率均环比明显改善。

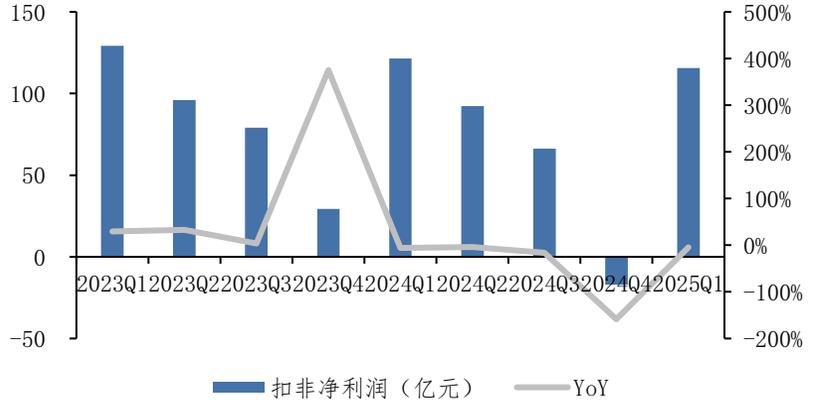
图表：2023Q1-2025Q1中药板块营业收入



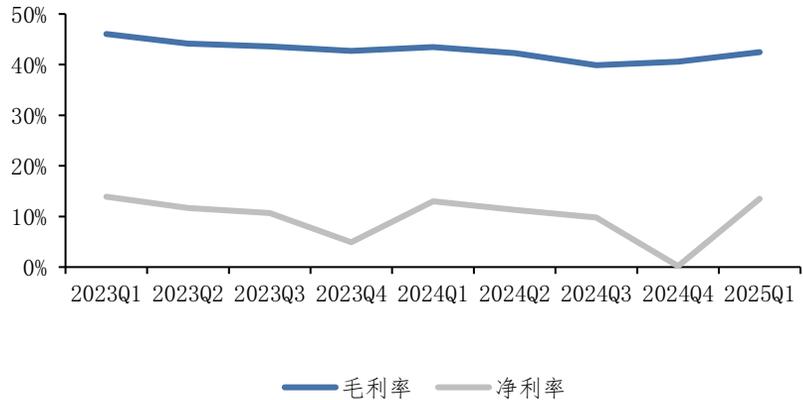
图表：2023Q1-2025Q1中药板块归母净利润



图表：2023Q1-2025Q1中药板块扣非净利润



图表：2023Q1-2025Q1中药板块毛利率&净利率



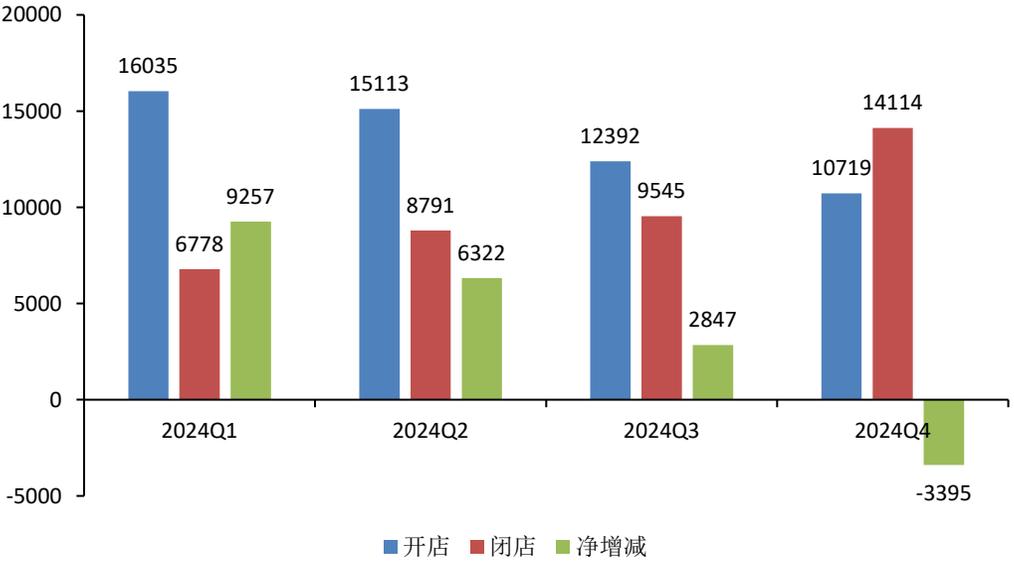
# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

-  2.1 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑
-  2.2 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善
-  2.3 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长
-  2.4 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高
-  2.5 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种
-  2.6 基药目录调整在即，独家中成药放量可期
-  2.7 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

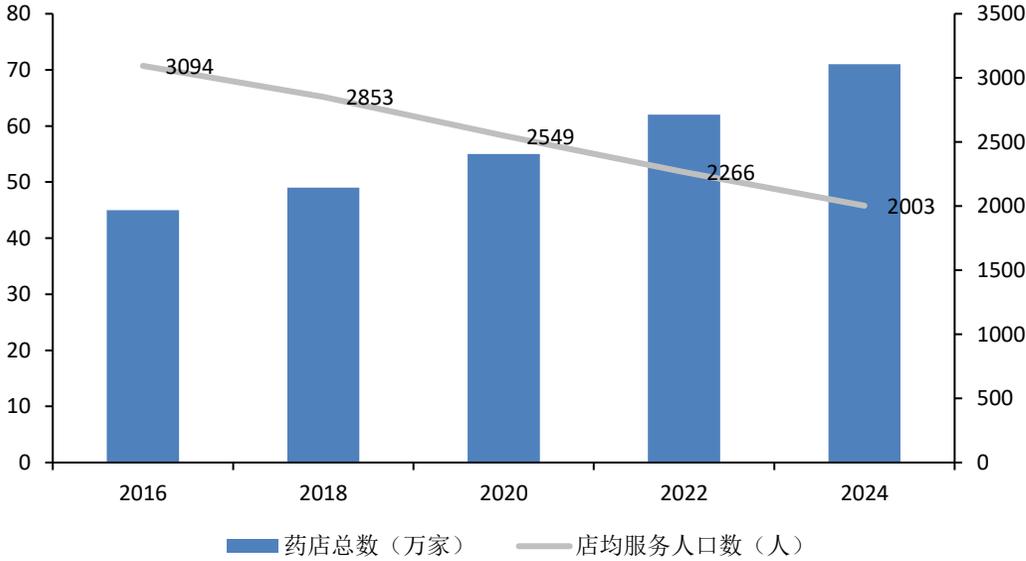
# 零售药店行业遇冷，中药OTC中终端动销放缓

- ◆ 2024年，全国实体药店零售市场规模为6119亿元，同比下降了1.8%；全国零售药店闭店率达5.7%，每个季度平均有9807家零售药店闭店，尤其在Q4，零售药店数量出现了负增长，关店数量达季度最高，为14114家。进入2025年，实体药店经营状况持续承压，市场仍处于低迷期。
- ◆ 药店行业在经历了前几年高速的“跑马圈地”后药店快速增长，而人口增速减缓，导致店均服务人数逐年下滑，到2024年已经只有约2000人，相比于2017年少了1/3，已经低于世卫组织推荐饱和标准的2500人。店均服务人数减少的结果，就是单个门店营业额减少。
- ◆ 药店是中药，尤其是中成药和饮片的核心终端，药店行业的阵痛迅速传导至中药行业，直接导致其终端动销放缓，导致多家药企渠道库存高企。

图表：2024年全国零售药店变化情况（家）



图表：2016-2024年全国药店数量情况



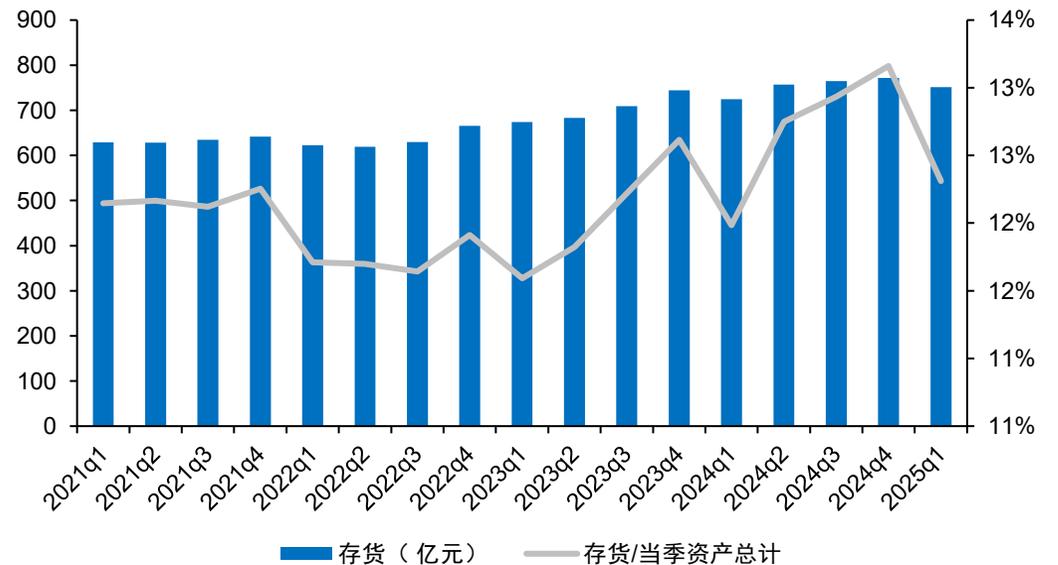
# 行业渠道库存多已转良，线上B2C渠道迅速扩张

- ◆ **中药行业库存周期拐点已至，H2有望继续边际改善。**中药行业库存在2019年末达到918亿的峰值，随后高位回落至2021年的642亿元，降幅达30%；而后又逐步攀升2024年末的772亿元，为近3年来高位，主要系：1) 中成药集采和比价政策导致终端价格大幅下降，企业因利润压缩导致库存积压；2) 中药材价格持续走高，市场供应不稳定性高，企业被动增加安全库存；3) 疫情后呼吸类中成药需求急剧萎缩，企业因扩产备货导致库存高企等。
- ◆ 进入2025年，随着库存积压进入尾声、中药材价格回落、企业并购重组整合资源、流感发病率趋于平稳、消费复苏与健康需求增长等因素的影响，中药板块25Q1库存情况明显好转。此外，中成药保质期一般为2-3年，2025年进入新一轮家庭备货周期，终端动销有望好转，加之中药茶饮、即食膏方等“轻养生”产品线上化率攀升，出口加速，全年中药板块库存情况有望持续边际改善。

图表：2012-2025Q1中药板块存货情况（按年度）



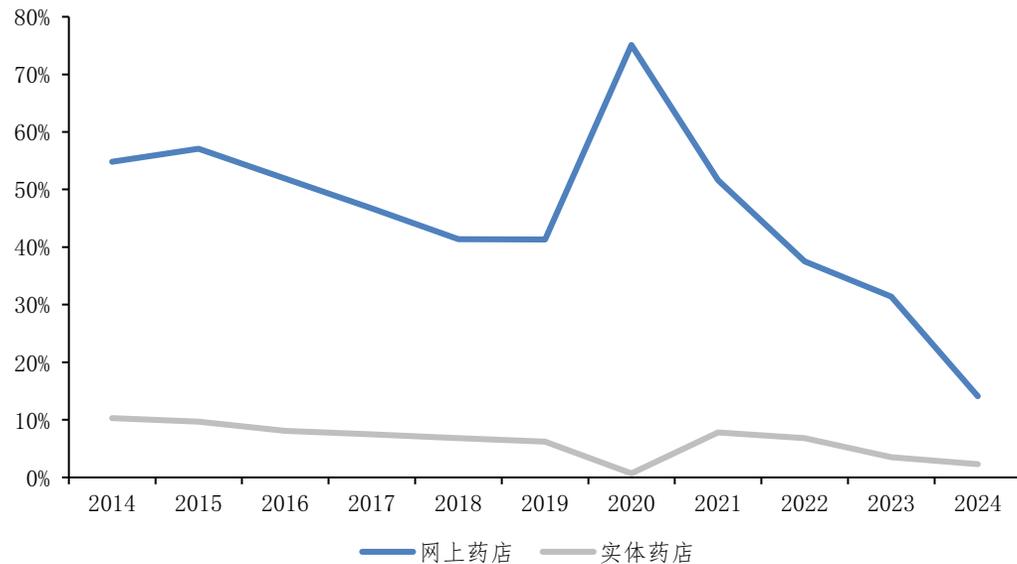
图表：2021-2025Q1中药板块存货情况（按季度）



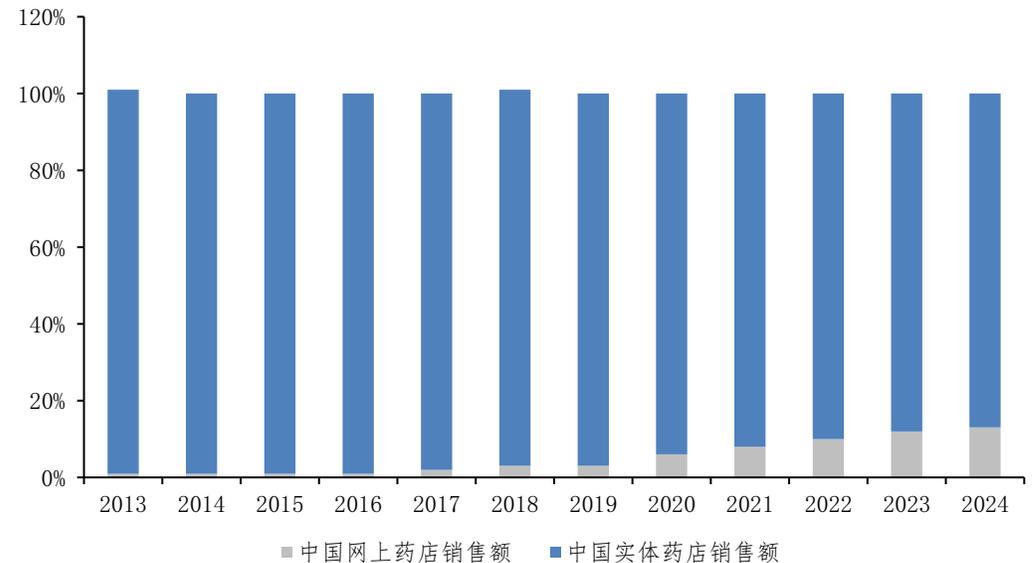
# 行业渠道库存多已转良，线上B2C渠道迅速扩张

- ◆ 居民CHC意识不断增强，“互联网+”助力中药OTC增量发展。近年来，中医药产业在“互联网+”战略的推动下，线上化进程呈爆发式增长，例如浙江省中医院推出的乌梅荷叶饮上线24小时内销量突破115万帖，印证了中药消费正从传统的诊疗场景向“轻养生”日常场景拓展。
- ◆ 阿里健康、京东健康、拼多多等线上电商快速发展，通过便捷和性价比优势，分割了很多线下药店的销售额。据摩熵药筛数据，我国网上药店销售额增长速度明显高于实体药店，而且占比也越来越高。

图表：我国网上VS线下药店销售额增长率



图表：网上VS线下药店药品销售占比



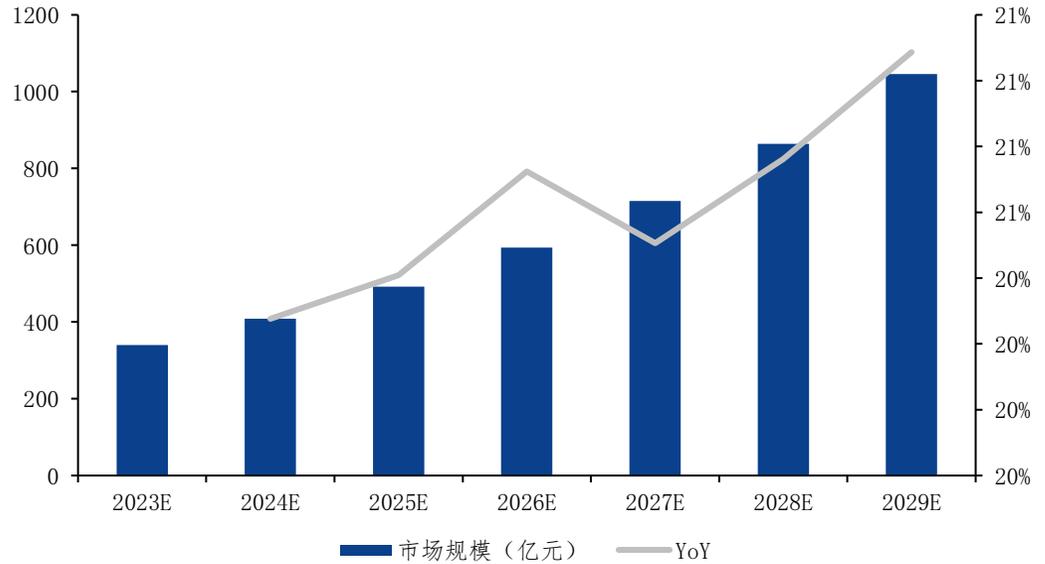
# 行业渠道库存多已转良，线上B2C渠道迅速扩张

- ◆ 据智研瞻产业研究院数据，中药电商行业市场规模预计由2023年的339.51亿元增至2029年的1045.97亿元，CAGR达20.63%。据米内网数据，2024年中国网上药店终端中成药的销售规模涨至241.58亿元，增长率为19.82%，超过了整体水平，其中OTC占比保持在56%左右，处方药回升至31.37%，双跨占比下滑至11.47%。北京同仁堂集团、广药集团、华润三九、东阿阿胶和太极集团分别位列线上中成药销售TOP5。
- ◆ 产品端看，2024年中国网上药店终端中成药TOP20产品有11个为独家，东阿阿胶的复方阿胶浆排名上升1位至TOP2，销售额达3.9亿元；漳州片仔癀药业的片仔癀排在TOP4，销售额接近2.4亿元；以岭药业的连花清瘟胶囊排名上升1位至TOP5，销售额达2.8亿元；健民药业的龙牡壮骨颗粒排在TOP11，销售额超过1.2亿元。

图表：2024年中国网上药店中成药TOP10产品

排名	产品名称	销售额（亿元）	适应症分类
1	阿胶	5+	补气补血类用药
2	复方阿胶浆	3+	补气补血类用药
3	安宫牛黄丸	3+	心脑血管疾病用药
4	片仔癀	3+	消化系统疾病用药
5	连花清瘟胶囊	2+	呼吸系统疾病用药
6	感冒灵颗粒	2+	呼吸系统疾病用药
7	补天灵片	2+	泌尿系统疾病用药
8	六味地黄丸（浓缩丸）	2+	泌尿系统疾病用药
9	肾宝片	2+	泌尿系统疾病用药
10	熊胆粉	2+	泌尿系统疾病用药

图表：2023E-2029E中药电商行业市场规模（亿元）



# 大单品受季节性扰动承压，环比及全年有望修复

- ◆ 根据公司业务属性及品牌影响力，我们选取东阿阿胶、云南白药、华润三九、桂林三金、奇正藏药、以岭药业、佛慈制药、葵花药业、同仁堂、太极集团、达仁堂、白云山、亚宝药业、昆药集团、片仔癀、济川药业、康恩贝、江中药业、健民集团、马应龙共计20家品牌OTC公司2024年及2025Q1的业绩代分析中药品牌OTC的行业概况。
- ◆ 2024年，中药品牌OTC整体实现营收2502.31亿元，同比下降1.21%，实现归母净利润259.24亿元，同比下降6.42%，实现扣非净利润221.34亿元，同比下降14.07%。全年中药品牌OTC业绩尤其是Q4整体承压，但因头部品牌OTC企业具备较强的渠道、价格管控体系，不同渠道间价格较为稳定且价差较小，基本面稳健，业绩表现略优于整个中药板块。
- ◆ 2025Q1，中药品牌OTC整体实现营收671.73亿元，同比下降7.17%，实现归母净利润94.91亿元，同比下降6.89%，实现扣非净利润90.68亿元，同比下降6.66%，实体药店零售仍持续低迷，零售端压力持续。随着中药去库存接近尾声，线上OTC渠道的持续拓展，产品+品牌+渠道兼具的头部品牌OTC企业具备较强的议价能力，有望持续分享呼吸道感染病高发、人口老龄化等带来的用药需求空间，贡献可观业绩增量。

图表：2022-2025Q1中药板块品牌OTC主要财务指标情况

(亿元)	2022A	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q1-3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q1-3	2024Q4	2024A	2025Q1
营业收入	2353.97	713.28	644.64	1357.92	581.98	1939.90	619.94	2559.84	723.65	614.82	1338.48	575.41	1913.89	589.42	2503.31	671.73
营收同比增速	7.25%	16.07%	17.30%	16.55%	4.25%	12.53%	-1.35%	8.75%	1.45%	-4.63%	-1.43%	-1.13%	-1.34%	-4.92%	-2.21%	-7.17%
归母净利润	239.42	103.62	77.22	180.84	64.65	245.49	31.52	277.01	101.93	74.26	176.19	57.79	233.98	25.25	259.24	94.91
归母净利润同比增速	9.65%	44.06%	34.76%	39.94%	16.22%	32.30%	-42.23%	15.70%	-1.63%	-3.32%	-2.57%	-10.62%	-4.69%	-19.87%	-6.42%	-6.89%
扣非归母净利润	225.15	98.16	73.06	171.22	57.89	229.12	28.46	257.57	97.14	69.24	166.38	51.80	218.19	3.15	221.34	90.68
扣非归母净利润同比增速	22.39%	30.52%	47.11%	37.12%	3.44%	26.70%	-35.78%	14.40%	-1.04%	-5.23%	-2.33%	-10.52%	-4.77%	-88.92%	-14.07%	-6.66%
净利率	10.17%	14.53%	11.98%	13.32%	11.11%	12.55%	5.08%	10.82%	14.09%	12.08%	13.16%	10.04%	12.23%	4.28%	10.36%	14.13%
毛利率	39.26%	42.02%	39.42%	40.79%	38.20%	40.01%	38.13%	39.55%	39.37%	37.32%	38.93%	35.11%	37.78%	35.39%	37.22%	38.35%
销售费用率	19.35%	18.87%	19.04%	18.95%	18.59%	18.84%	22.38%	19.70%	17.57%	17.40%	17.49%	16.22%	17.11%	21.20%	18.07%	15.42%
管理费用率	4.61%	3.93%	4.21%	4.06%	4.84%	4.30%	5.78%	4.66%	3.80%	4.34%	4.05%	4.85%	4.29%	6.58%	4.83%	3.98%
财务费用率	-0.25%	-0.18%	-0.35%	-0.26%	-0.36%	-0.29%	-0.26%	-0.28%	-0.35%	-0.32%	-0.33%	0.10%	-0.20%	-0.08%	-0.18%	-0.03%

# 大单品受季节性扰动承压，环比及全年有望修复

- ◆ 2024年，在实体药店销售额TOP5的中成药中，华润三九的感冒灵颗粒位居榜首，销售额达38亿元（YoY+12%），其它中药品种按销售额排名依次是：同仁堂的安宫牛黄丸（24亿，YoY+7%）、东阿阿胶的阿胶（21亿，YoY-18%）和复方阿胶浆（17亿，YoY+6%）、云南白药的云南白药气雾剂（17亿，YoY+13%）。

图表：2024年全国实体药店销售额TOP5中成药

TOP	品名	生产企业	销售额（亿元）	增长率
1	感冒灵颗粒	华润三九	38	12%
2	安宫牛黄丸	同仁堂	24	7%
3	阿胶	东阿阿胶	21	-18%
4	复方阿胶浆	东阿阿胶	17	6%
5	云南白药气雾剂	云南白药	17	13%

# 大单品受季节性扰动承压，环比及全年有望修复

- ◆ 2025Q1，OTC市场受药店行业冲击承压，销售额同比下滑1.7%，中成药份额呈负增长，内科用药、维矿类产品表现疲软，感冒灵、阿胶等头部品种销售额下滑明显。

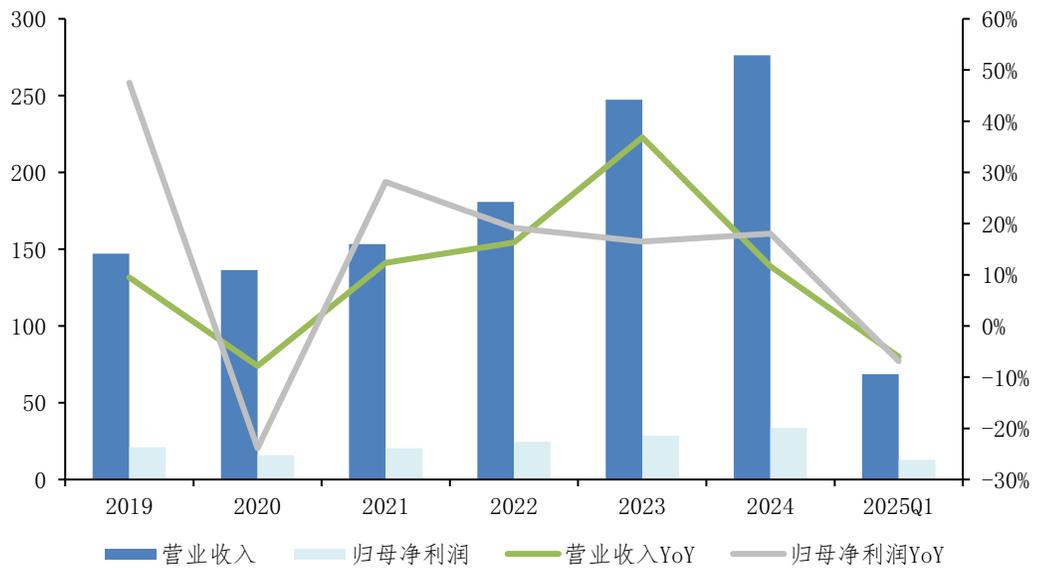
图表：MAT25Q1销售额TOP10产品（OTC）

产品名称	销售额（亿元）	同比增长	集团数
感冒灵	41	-7.80%	32
葡萄糖酸钙锌	40	1.60%	5
布洛芬	38	-10.40%	106
六味地黄	37	0.30%	140
阿胶	36	-17.60%	34
维生素D3	35	-5.50%	4
藿香正气	33	8.10%	133
碳酸钙+维生素D3	31	4.30%	12
蒲地蓝消炎	26	-14.20%	24
左炔诺孕酮	26	1.70%	16

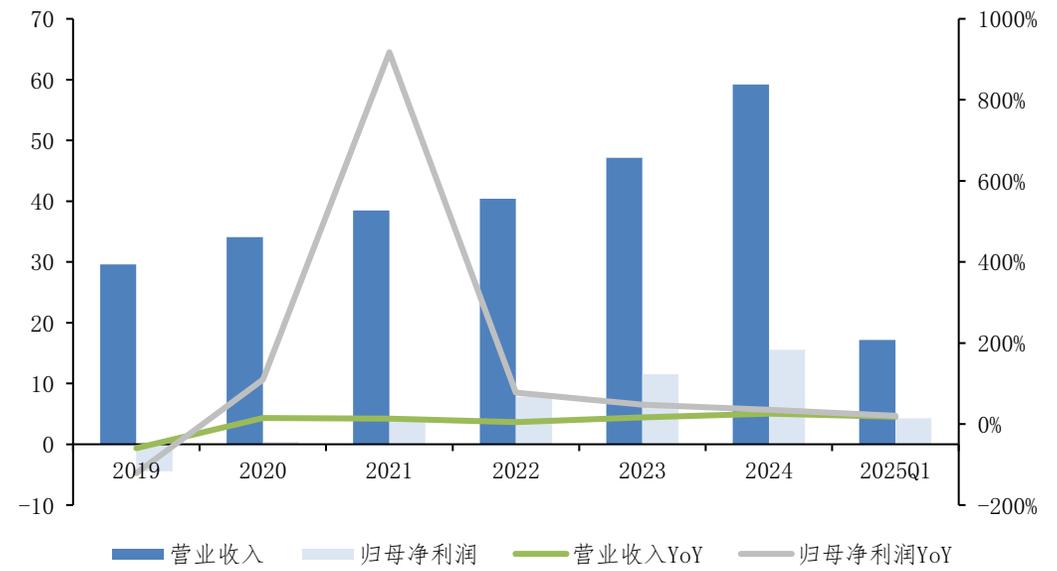
# 大单品受季节性扰动承压，环比及全年有望修复

- ◆ **华润三九：感冒灵25Q1短期承压，市场份额十分集中。**25Q1，受消费端需求疲软、流感等呼吸道疾病发病率同比降低等因素影响，感冒灵MAT25Q1销售额仅为41亿元（YoY-7.8%）。华润三九作为感冒灵最大的生产企业，业绩端受冲击较大，25Q1营业收入为68.54亿元（YoY-6.04%），归母净利润为12.70亿元（YoY-6.87%）。全年来看，虽然公司面临感冒灵集采、并购昆药和天士力计提商誉减值等重重压力，但公司作为CHC龙头的产品+品牌+渠道三重优势的基本面并未改变。随着呼吸系统疾病发病常态化，公司利用线上线下全渠道融合拓客，丰富产品线开拓协同增长点，仍有望季度环比及全年在销售端回暖，稳定双位数增长预期。
- ◆ **东阿阿胶：独家产品复方阿胶浆双端加速放量，现金流有望修复。**复方阿胶浆作为东阿阿胶当前主推的OTC产品，兼具药品和健康消费品属性，近年来持续发力，有望超越阿胶块成为公司第一大品种；2024年，其在中国实体药店销售额达17亿元，同比增长6%。25Q1，公司现金流因应收账款激增（YoY+190%）而大幅下滑（-3.04亿元，YoY-147.63%）。全年来看，公司处于从“提价依赖”到“多元增长”的关键时期，复方阿胶浆、阿胶粉等健康消费品的增长极有望持续打开，业绩有望延续增长贡献新现金流，随着季节性扰动消退和严控应收帐款，现金流环比及全年有望修复。

图表：华润三九营业收入与归母净利润情况（亿元）



图表：东阿阿胶营业收入与归母净利润情况（亿元）



# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

**2.1** 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑

**2.2** 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善

**2.3** 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长

**2.4** 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高

**2.5** 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种

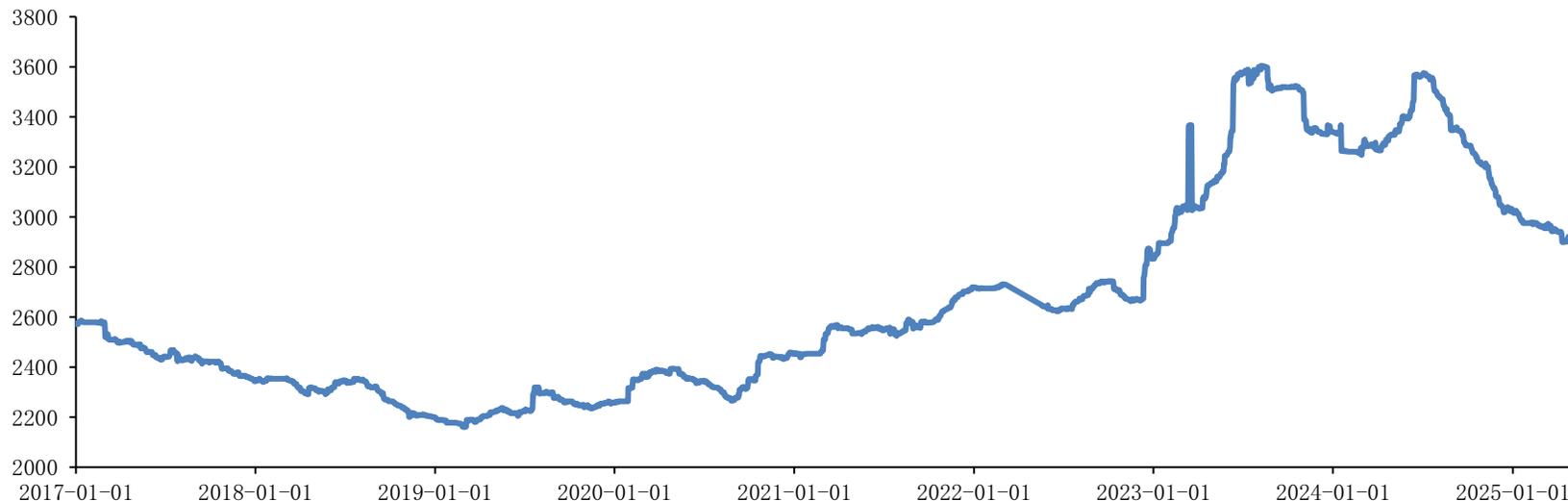
**2.6** 基药目录调整在即，独家中成药放量可期

**2.7** 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

# 中药材价格进入下行周期，下游中药企业毛利率改善

- ◆ 过去几年间，中药材价格持续走高，中成药企业成本压力不断攀升，包括片仔癀、同仁堂、佛慈制药、以岭药业等在去年半年报中明确表示，中药材价格上涨导致公司原材料成本压力抬升。2024年末以来，中药材价格正式步入深度调整周期，中药材价格指数由高点近3600点回落至3000点，降幅超15%，直接地反映出中药材市场价格的整体下行趋势。中药材价格持续下跌，让下游的中成药企业成为最直接的受益者，多家中成药企业今年一季度的销售毛利率实现提升。步长制药、桂林三金、羚锐制药、佛慈制药、汉森制药、马应龙、江中药业、健民集团等药企的一季度销售毛利率均有不同程度的提升，充分体现了中药材价格下跌带来的成本红利。
- ◆ 全年及长期来看，中药材行业存在周期性，虽然部分品种如牛黄等因供需关系价格仍有上涨，但大环境已进入回落阶段。由此可见，此次中药材价格的低价阶段或将持续较长时间，相关因中药材价格上涨导致成本压力较大的中成药企业或将进入相对长期的成本控制宽松阶段。

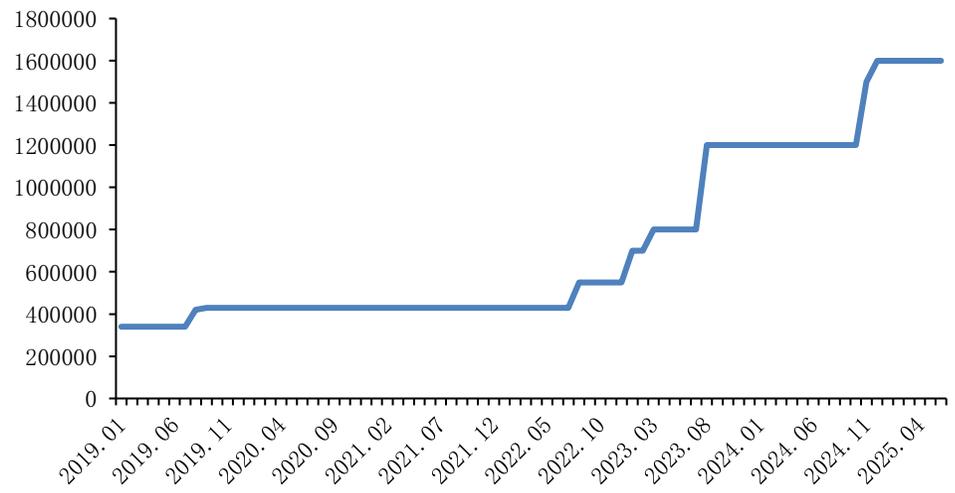
图表：中药材价格指数（截至2025年5月）



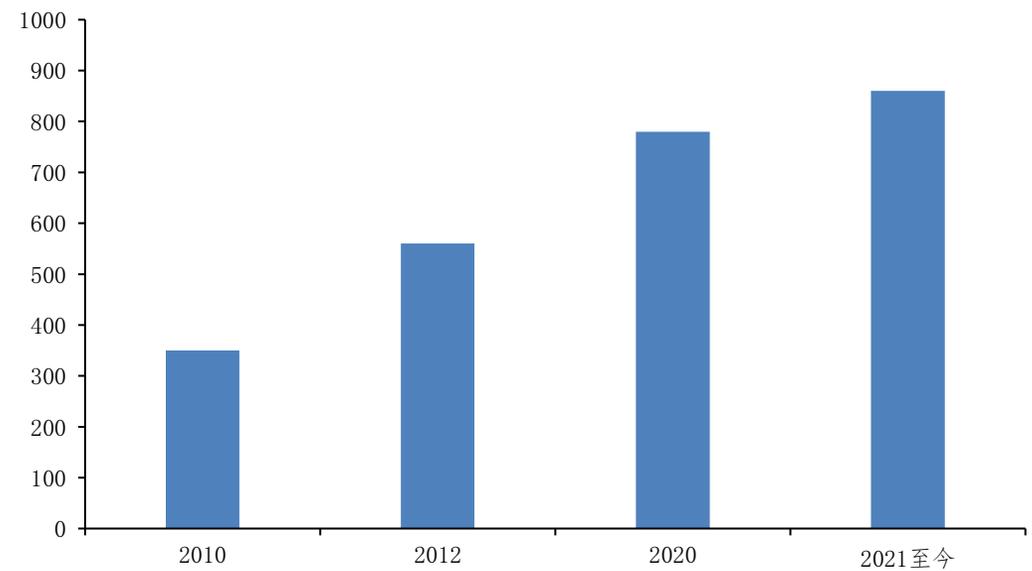
# 中药材价格进入下行周期，下游中药企业毛利率改善

◆ 天然牛黄等稀缺天然药材价格高居不下，市场供不应求。2019年来，我国天然牛黄价格持续走高，已由2019年的340000元/kg升至2025年的1600000元/kg。极端稀缺的供给与刚性增长的巨大需求严重失衡，同时叠加市场炒作、国际贸易限制及政策滞后等多重因素，导致天然牛黄价格仍持续增长。除牛黄外，天然麝香、冬虫夏草等具有自然稀缺性的药材价格也一直处于高位，给相应的药品生产企业造成了较大的成本压力。未来，随着濒危药材人工替代的技术逐步升级，长期价格或逐步回落，但天然品的独特药用优势带来的稀缺性本质决定其仍将维持“中药黄金”地位。精品中药大品种普遍具有自主定价权，独家品种提价效应更为明显，相关企业有望对大单品持续小幅提价以增厚利润。

图表：我国天然牛黄价格（豪州，元/kg）



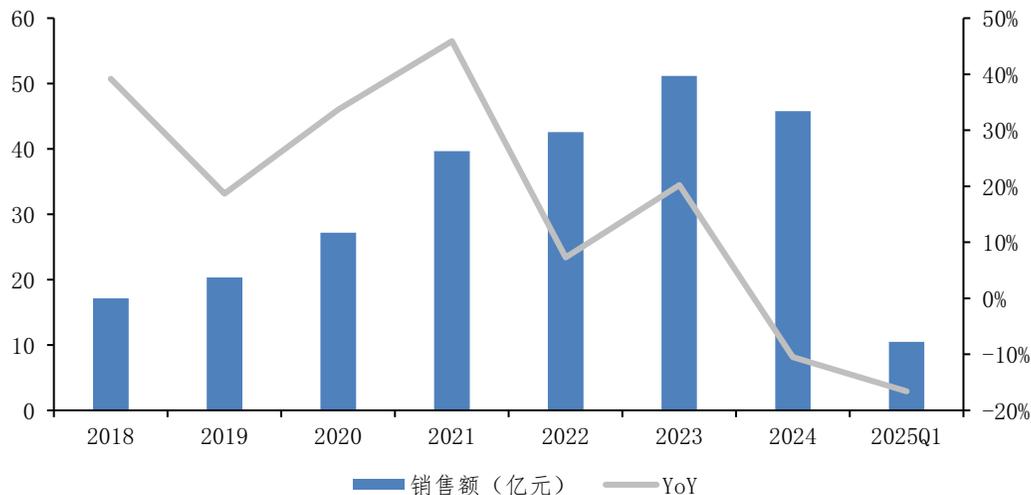
图表：同仁堂安宫牛黄丸内销历年价格变动情况（元/丸）



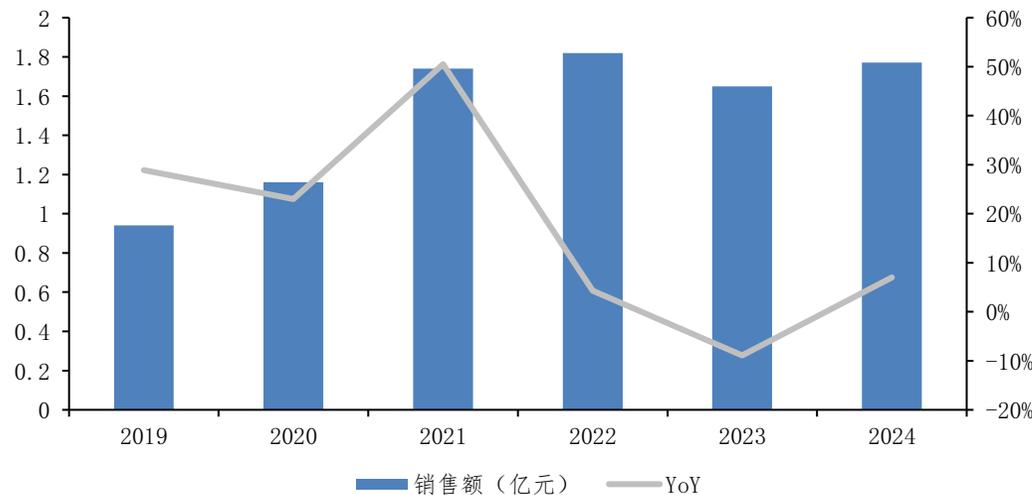
# 精品中药依托资源稀缺和消费黏性构建护城河，有望量价齐升

- ◆ **片仔癀：**片仔癀锭剂销售依旧稳健，牛黄进口有望缓解成本压力。公司通过强化市场策划及拓展销售渠道，核心产品片仔癀系列销售持续增加，肝病用药2024年实现收入52.10亿元（YoY+18.98%）。2025年4月，国家药监局、海关总署发布《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告》，试点区域覆盖包括福建在内的12个省市，这是自2002年因疯牛病疫情禁止进口牛黄后首次重启试点政策。目前，片仔癀牛黄依赖国内单一供应链，价格高企，且面临终端成交价倒挂的提价困境，此项政策不仅是短期利润修复催化剂，更是长期供应链自主可控的关键布局。
- ◆ **同仁堂：**安宫牛黄丸零售销售进入出清期，急救刚需支撑长期品牌修复。近年安宫牛黄丸医保支付政策的收紧与监管的加强，使其零售市场进入出清期（2024年版的医保目录中，安宫牛黄丸的备注调整为“限急诊或者住院患者”）。据中康CMH数据，安宫牛黄丸零售市场自2023年开始下滑，2024年销售额同比下滑10.5%，达45.80亿元。25Q1，市场进一步下挫，安宫牛黄丸销售额为10.47亿元（YoY-16.6%），环比下降7.3%，仅卖出200万盒，平均单价为512.4元每盒，量价双跌。然而，2019-2024年安宫牛黄丸在医院市场除个别年份外销售额都呈上升趋势。2024年安宫牛黄丸医院市场销售额达到1.77亿元（YoY+7%），足以印证安宫牛黄丸临床价值对市场的基础支撑作用和增长势能。同仁堂作为安宫牛黄丸生产龙头企业，市占率超50%，随着库存逐步出清、进口牛黄缓解成本高企、医疗渠道持续突破，长期品牌信任与业绩有望修复。

图表：2018-2025Q1安宫牛黄丸零售市场销售额



图表：2019-2024年安宫牛黄丸在医院市场销售额



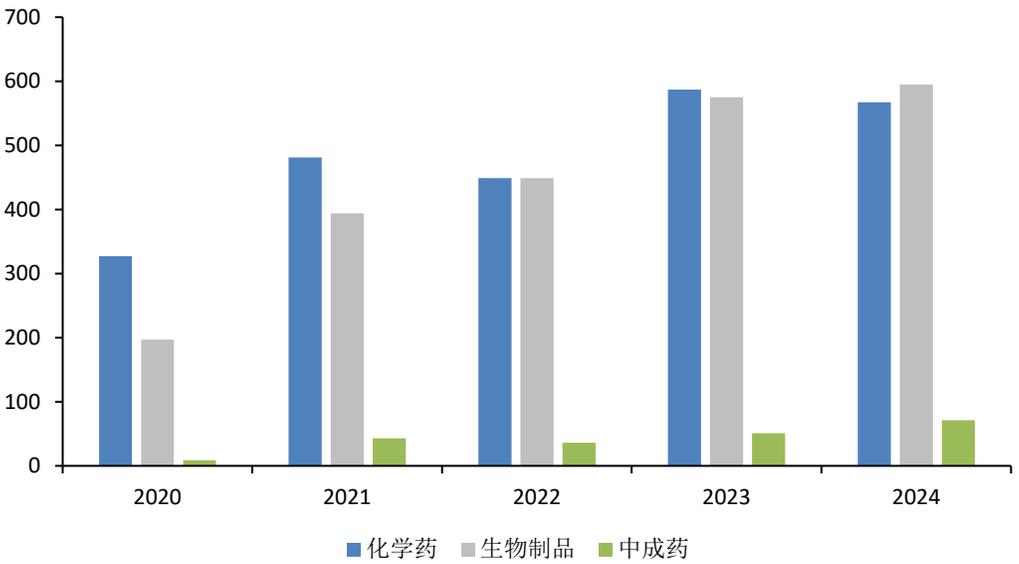
# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

-  2.1 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑
-  2.2 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善
-  2.3 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长
-  2.4 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高
-  2.5 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种
-  2.6 基药目录调整在即，独家中成药放量可期
-  2.7 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

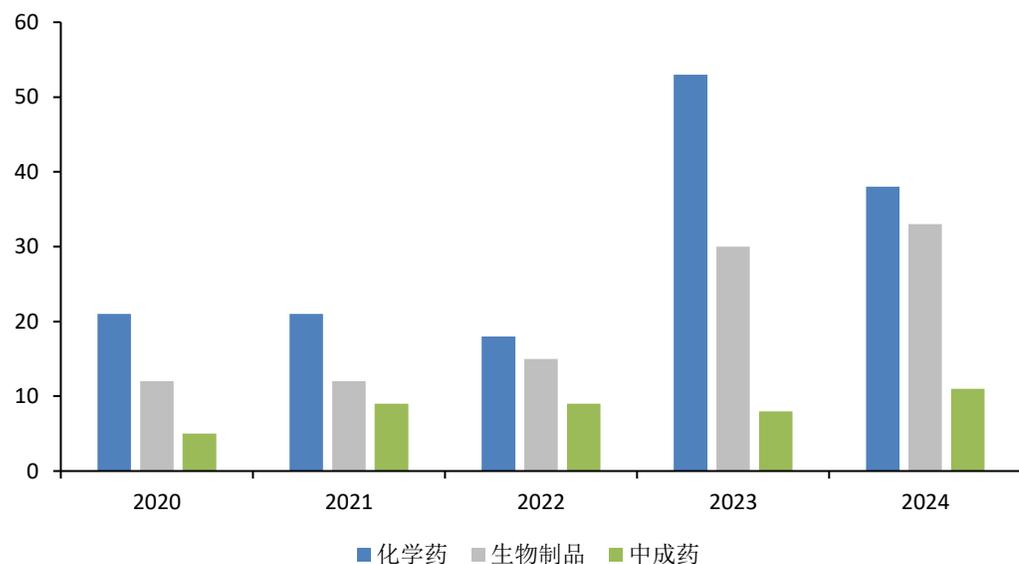
# 中药创新药研发范式不断完善，商业化加速

- ◆ 振兴中医药事业是我国国策之一，近十年来在顶层设计及政策支持方面力度空前，加之临床需求驱动，中药新药研发热情高涨。近年来，中药研发在“规范难”的束缚下进展缓慢，2023年2月国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，进一步对中药研制相关要求进行了细化，明确了中药创新药、改良型新药、古代经典名方与同名同方等临床路径；随后，监管机构发布多项相关政策推动中药审批及临床研究。得益于政策端持续释放的积极信号，中药新药审评审批全程加速，药企研发积极性明显提升。
- ◆ 据米内网数据，2020年后，我国中药IND和NDA数量均稳步增长，IND受理数由2020年的9个增至2024年的71个；NDA受理数由2020年的5个增长至2024年的11个。虽然相较于同期化学药和生物制品仍有较大差距，但随着政策端持续释放积极信号，中药审评审批全面加速，药企研发积极性有望持续提升。

图表：2020年后各类创新药IND数量（个）



图表：2020年后各类创新药NDA数量（个）



# 中药创新药研发范式不断完善，商业化加速

- ◆ 2024年以来，中药新药获批数量快速增长，以呼吸、生殖泌尿、神经、消化代谢等中药优势领域居多，2025年目前已达12个，且在政策利好背景下预计后续将持续增加。

图表：2021-2025年新中药注册分类获批上市品种

获批年份	药品名称	企业名称	注册类型（2020版）	药品大类	获批日期
2021（6个）	银翘清热片	康缘药业	1.1	呼吸系统	2021/11/12
	坤心宁颗粒	天士力医药	1.1	生殖泌尿系统	2021/11/26
	芪黄胶囊	山东凤凰制药	1.1	肿瘤	2021/11/26
	玄七健骨片	方盛制药	1.1	骨骼-肌肉系统	2021/11/26
	苏夏解郁除烦胶囊	以岭药业	1.1	神经系统	2021/12/16
	虎贞清风胶囊	一力制药	1.1	骨骼-肌肉系统	2021/12/16
2022（7个）	七蕊胃舒胶囊	健民药业	1.1	消化系统与代谢	2022/1/5
	淫羊藿素软胶囊	北京坤诺基医药	1.2	肿瘤	2022/1/11
	淫羊藿素软胶囊	山东坤诺基药业	1.2	中药提取物	2022/1/11
	广金钱草总黄酮提取物	武汉光谷人福生物	1.2	中药提取物	2022/9/19
	广金钱草总黄酮素	武汉光谷人福生物	1.2	生殖泌尿系统	2022/9/19
	苓桂术甘颗粒	康缘药业	2.1	/	2022/12/29
	参葛补肾胶囊	新疆华春生物药业	1.1	神经系统	2022/12/30
2023（6个）	参郁宁神片	广东思济药业	1.1	神经系统	2023/6/12
	小儿紫贝宣肺糖浆	健民药业	1.1	呼吸系统	2023/10/24
	枳实总黄酮片	江西青峰药业	1.2	消化系统与代谢	2023/10/24
	枳实总黄酮苷提取物	江西青峰药业	1.2	中药提取物	2023/10/24
	通络明目胶囊	以岭药业	1.2	感觉系统	2023/10/24
	小儿豉翘清热糖浆	济川药业	1.2	呼吸系统	2023/11/17

# 中药创新药研发范式不断完善，商业化加速

◆ 2024年以来，中药新药获批数量快速增长，以呼吸、生殖泌尿、神经、消化代谢等中药优势领域居多，2025年目前已达12个，且在政策利好背景下预计后续将持续增加。

图表：2021-2025年新中药注册分类获批上市品种

获批年份	药品名称	企业名称	注册类型（2020版）	药品大类	获批日期
2024（14个）	儿茶上清丸	湖北齐进药业	1.1	消化系统与代谢	2024/1/9
	风叶咳喘平口服液	卓和生物	1.1	呼吸系统	2024/2/23
	拈痛祛风颗粒	成都华西天然药物	1.1	骨骼-肌肉系统	2024/3/15
	一贯煎颗粒	神威药业	2.1	消化系统与代谢	2024/1/2
	济川颗粒	康缘药业	2.1	消化系统与代谢	2024/1/2
	芍药甘草颗粒	武汉康乐药业	2.1	/	2024/1/9
	苓桂术甘汤颗粒	华润三九	2.1	呼吸系统	2024/4/3
	温经汤颗粒	华润三九	2.1	生殖泌尿系统	2024/5/21
	温阳解毒颗粒	康缘药业	2.1	呼吸系统	2024/8/21
	当归调经颗粒	国药集团	2.1	生殖泌尿系统	2024/8/27
	二冬汤颗粒	江西药都樟树制药	2.1	消化系统与代谢	2024/11/11
	枇杷清肺颗粒	仲景宛西制药	2.1	呼吸系统	2024/11/25
	芍药甘草汤颗粒	合肥华润神鹿药业	2.1	神经系统	2024/11/25
	百令胶囊	佐力药业	4	生殖泌尿系统	2024/1/5
2025（12个）	小儿黄金止咳颗粒	东方运嘉药业	1.1	呼吸系统	2025/1/9
	芍药甘草汤颗粒	神威药业	2.1	神经系统	2025/1/9
	益气清肺颗粒	华润三九	2.2	呼吸系统	2025/1/9
	芪防鼻通片	以岭药业	1.1	呼吸系统	2025/1/16
	一贯煎颗粒	上海凯宝	2.1	消化系统与代谢	2025/1/20
	苓桂术甘颗粒	上海凯宝	2.1	呼吸系统	2025/1/24
	二冬汤颗粒	贵州威门药业	2.1	呼吸系统	2025/2/20
	复方比那甫西颗粒	新疆银朵兰药业	1.1	呼吸系统	2025/2/27
	小儿牛黄退热贴膏	健民药业	1.1	呼吸系统	2025/4/15
	玉女煎颗粒	康缘药业	2.1	消化系统与代谢	2025/4/15
	清喉咽含片	康恩贝	1.1	呼吸系统	2025/5/20
	养血祛风止痛颗粒	方盛制药	1.1	神经系统	2025/6/3

# 关注医保支付+精准需求品种，结构性机遇凸显

- ◆ 中药创新药在政策支持、医保准入机制优化及临床需求精准定位的驱动下，正迎来集中收获期。据药智数据，2016-2024年，共有29个中药新药（不含中药提取物）获批上市，其中27个已进入国家医保乙类目录，但这29款中药新药中，仅2个品种年销售额超过1亿元（2023年销售额），与西药（化学药和生物药）创新药前十品种相比，中药创新药的销售额尚不足其十分之一。从放量节奏看，方盛制药的玄七健骨片、小儿荆杏止咳颗粒；以岭药业的连花清咳片；五和博澳药业的桑枝总生物碱片是四个增长较快的品种，适应症涵盖膝骨关节炎、小儿咳嗽、糖尿病等。儿科与慢病领域是中药创新药的核心攻坚，2025年相继获批的以岭药业的芪防鼻通片、方盛制药的养血祛风止痛颗粒分别是针对变应性鼻炎和频发性紧张型头痛的中药1.1类新药，填补了空白适应症的精准需求。

图表：近年来快速放量的中药创新药（不完全统计）

产品名称	企业名称	获批时间	销售额	同比增长	核心适应症
玄七健骨片	方盛制药	2021年11月	2024年1.1亿元	280%	膝骨关节炎
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	2019年12月	2024年近9000万元	73%	小儿外感咳嗽
连花清咳片	以岭药业	2020年5月	2023年1.29亿元	2022年同比增长近180%	呼吸系统 (痰热壅肺证)
桑枝总生物碱片	五和博澳药业	2020年3月	2023年0.96亿元	/	II型糖尿病

# 关注医保支付+精准需求品种，结构性机遇凸显

- ◆ 2024年医保谈判，11个中成药谈判成功，多为独家品种，谈判成功率为58%，平均降价幅度67.9%。其中，1.1类中药新药为6个，占比超50%。
- ◆ 依托医保强大的支付能力，进入医保目录成为创新药实现快速放量的主要方式。据药智网统计，2019-2023年进入医保目录的中药创新药占获批上市总数的60%，平均销量涨幅为750%，低于化药但略高于生物药。由此可见，医保准入的杠杆效应会加速中药创新药的“以价换量”逻辑，快速放量；未纳入医保的高价值创新药同样有相应的商保支付通道（2025年政府工作报告提出“制定创新药目录”）。

图表：2024年医保谈判新增11款中成药

药物	企业	注册类型	价格降幅
儿茶上清丸	齐进药业	1.1	71.2%
济川煎颗粒	康缘药业	2.1	
九味止咳口服液	卓和药业	1.1	74.9%
秦威颗粒	成都华西天然药物	1.1	
通络明目胶囊	以岭药业	1.1	59.3%
温经汤颗粒	华润三九	2.1	
小儿豉翘清热糖浆	济川药业	1.2	60.9%
小儿紫贝宣肺糖浆	健民药业	1.1	74.0%
一贯煎颗粒	神威药业 敖东洮南药业	2.1	84.6%
益气通窍丸	扬子江药业	1.1	
枳实总黄酮片	青峰药业	1.2	50.0%

# 关注医保支付+精准需求品种，结构性机遇凸显

- ◆ 2025年1-5月，共有15个中药新药公示III期临床，2个完成，包括康缘药业的热毒宁颗粒和天士力的青术颗粒。随着未来中药创新药临床数据的不断积累，审评体系的不断完善，其有望在呼吸、感染、慢病等中药优势领域填补空白需求，乘创新药政策东风上市放量。

图表：2025年1-5月完成/公示III期临床的中药新药

药品名称	企业名称	适应症	首次公示	完成日期
热毒宁颗粒	康缘药业	流行性感冒	2024/1/18	2025/1/20
青术颗粒	天士力医药集团	原发性急性痛风性关节炎	2023/10/16	2025/4/2
咳敏胶囊	济南康众医药	感染后咳嗽	2025/1/7	
附杞固本膏	云南白药	肾虚所致的夜尿频多	2025/2/5	
麻杏止咳颗粒	康缘药业	支气管哮喘	2025/2/5	
QA108颗粒	珠海歧微生物	中期年龄相关性黄斑变性	2025/2/8	
糖宁通络片	贵州百灵	糖尿病视网膜病变非增殖期	2025/2/11	
苏黄止咳颗粒	北京东方运嘉药业	成人感冒后咳嗽、成人咳嗽变异性哮喘	2025/2/27	
柯孜木克颗粒	新疆维吾尔自治区药物研究所	尿路感染	2025/3/5	
金花清感颗粒	聚协昌（北京）药业	急性上呼吸道感染	2025/3/6	
正气消暑软胶囊	山西黄河中药	普通感冒	2025/3/13	
芷根头痛安胶囊	鲁南制药	偏头痛	2025/3/18	
柴葛退热口服液	上海玉芝华医药	急性上呼吸道感染普通感冒	2025/3/27	
痹克片	火鹤制药	急性痛风性关节炎	2025/4/3	
ZY-A001	亚宝药业	儿童急性上呼吸道感染	2025/4/23	
万通筋骨巴布膏	通化万通药业	肩关节周围炎	2025/4/30	
白脉软膏	奇正集团	糖尿病周围神经病变	2025/5/20	

# 关注医保支付+精准需求品种，结构性机遇凸显

◆ 康缘药业：中药创新龙头，在研储备丰富。作为国内中药创新龙头企业，康缘药业自2020年以来保持每年皆有中药新药获批上市的态势，累计拿下筋骨止痛凝胶、银翘清热片、散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒、济川煎颗粒、温阳解毒颗粒、玉女煎颗粒7个中药新药。目前康缘药业有32款在研中药新药处于申请临床及以上阶段，覆盖呼吸系统、妇科、消化及代谢系统、儿科、心脑血管疾病等中医优势领域。若以中药新注册管理办法计，则中药1类创新药有29个，中药2类改良型新药有2个，古代经典名方中药复方制剂有2个。其中，参蒲盆安颗粒、龙七胶囊、泻白颗粒已提交NDA，有望年内获批；双鱼颗粒、紫辛鼻鼈颗粒、六味地黄甘糖片、热毒宁颗粒、麻杏止咳颗粒均处于临床III期，瞄准中药优势领域，长期有望迎来密集兑现。

图表：康缘药业在研中药新药

药品名称	注册分类	最高研发进展	适应症
玉女煎颗粒	3.1	上市	胃热阴虚证
参蒲盆安颗粒	1.1	申请上市	盆腔炎性疾病后遗症-慢性盆腔痛(湿热瘀阻证)
龙七胶囊	1.1	申请上市	肺癌(痰瘀阻肺证)
泻白颗粒	3.1	申请上市	小儿肺热咳喘证
双鱼颗粒	1.1	III期临床	流行性感胃(风热犯卫证)
紫辛鼻鼈颗粒	1.1	III期临床	持续性变异性鼻炎
六味地黄甘糖片	1.1	III期临床	更年期综合征(肾阴虚证)
热毒宁颗粒	2.2、2.2、2.3	III期临床	流行性感胃(风热证)
麻杏止咳颗粒	1.1	III期临床	支气管哮喘(热哮证)
金黄凝胶	1.1	II期临床	踝关节扭伤(血淤郁热证)
九味疏风平喘颗粒	1.1	II期临床	支气管哮喘慢性持续期(风哮证)
苁蓉润通口服液	1.2	II期临床	功能性便秘
小儿佛芍和中颗粒	1.1	II期临床	儿童功能性腹痛(气机阻滞证)
七味癸宝颗粒	1.1	II期临床	早发性卵巢功能不全(肾阴血证)
正宫胶囊	1.1	II期临床	子宫内层异位证(寒凝血瘀证)
枣柏安神颗粒	1.1	II期临床	慢性失眠症(肝血不足,虚热内扰证)
银杏内酯滴丸	1.2	II期临床	缺血性卒中恢复期
静脉炎颗粒	1.1	II期临床	血栓性浅静脉炎急性期
芪桂痛风片	1.1	II期临床	慢性期痛风
芪白平肺颗粒	1.1	II期临床	慢性阻塞性肺疾病稳定期
羌芩颗粒	1.1	II期临床	流行性感胃
小儿健脾颗粒	1.1	II期临床	儿童功能性消化不良
五味益心颗粒	1.1	II期临床	冠心病稳定型心绞痛
泽泻降脂胶囊	1.1	I期临床	高脂血症
利胆溶石软胶囊	1.1	I期临床	慢性胆囊炎
栀黄贴膏	1.1	获批临床	急性关节扭伤(血瘀郁热证)
乌鳖还闰颗粒	1.1	获批临床	早发性卵巢功能不全
七味脂肝颗粒	1.1	获批临床	非酒精性脂肪肝炎(湿热痰瘀互结证)
固本消疹颗粒	1.1	获批临床	慢性荨麻疹(卫表不固证)
补髓益智颗粒	1.1	申请临床	/
紫金化毒栓	1.1	申请临床	/
热毒宁吸入溶液	2.1、2.2、2.3	申请临床	/
连参更年颗粒	1.1	申请临床	/

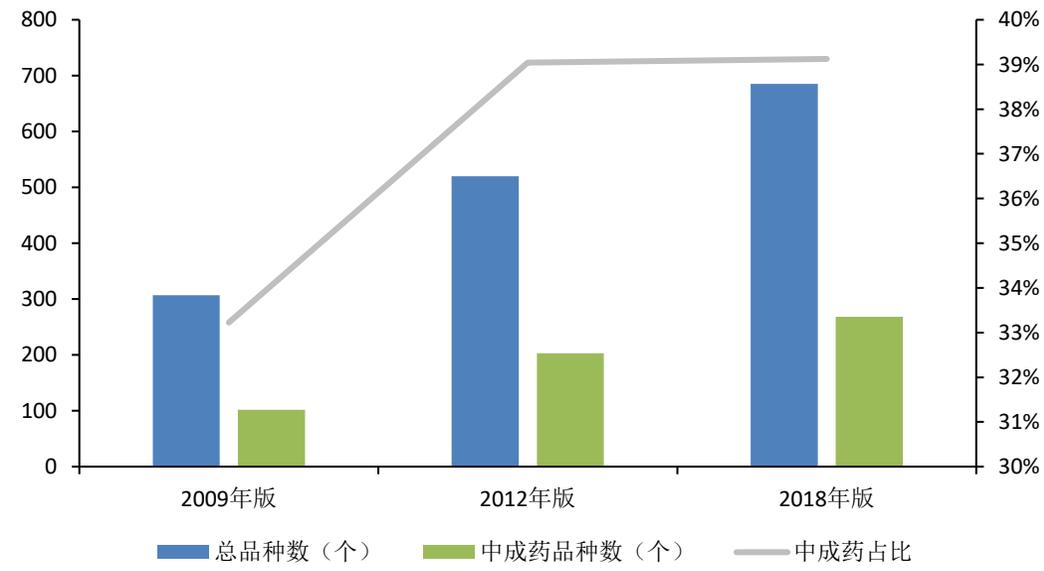
# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

-  2.1 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑
-  2.2 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善
-  2.3 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长
-  2.4 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高
-  2.5 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种
-  2.6 基药目录调整在即，独家中成药放量可期
-  2.7 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

# 基药目录调整在即，独家中成药放量可期

- ◆ 2025年3月28日，全国药政工作会议在京召开，会议强调要研究完善国家药品制度、实施基层药品联动服务行动、巩固完善国家基本药物制度、整体提升全国短缺药品应对处置质效、深化药品使用监测和临床综合评价结果拓展应用。基药目录目前已7年未调整，远超《国家基本药物目录管理办法》中“原则上每3年调整一次”的时间间隔，如若在近两年落地有望利好相关中成药院内放量。
- ◆ 中成药或成基药目录重点品种，医保品种更大可能优先纳入。经过过去几次基药目录调整，中成药占比逐次从32.2%提升至39.1%，品种数也由102个增至268个。2023年3月，卫健委在《对十三届全国人大五次会议第1996号建议的答复》中指出要进一步提高基药目录中成药占比，体现“中西医并重”，这意味着新版基药目录中成药占比有望继续提升。此外，2018年国务院《关于完善国家基本药物制度的意见》中指出对于基药目录内的治疗性药品优先纳入医保目录范围，但由于基药目录迟迟未作更新，目前已经纳入医保的非基药，更大概率可能在新版基药目录中优先纳入。
- ◆ 纳入基药目录能使独家中成药高速放量。据米内网数据，2018版基药目录新增的独家中成药中，有25个产品2022年在公立医疗机构终端的销售额较2018年增长超1亿元，当独家中成药进入基药目录后，其在医疗端的放量会大幅提速，有助于提高其市占率。此外，不同适应症的中成药入选基药目录均能快速放量，包括心脑血管、神经系统、呼吸系统、消化系统、妇儿用药等细分领域。建议关注基药目录调整标的：达仁堂、葵花药业、济川药业、康恩贝、方盛制药、康缘药业等。

图表：我国基药目录品种数量及中成药占比变化



# 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇

2.1 政策解读：政策赋能全链条高质量变革，推动长期价值重塑

2.2 业绩回顾：高基数+去库存短期承压，环比有望改善

2.3 中药OTC：零售端压力持续，内需驱动成长

2.4 精品中药：品牌壁垒与稀缺价值兼具，估值弹性较高

2.5 创新中药：政策催生结构性机遇，关注医保受益品种

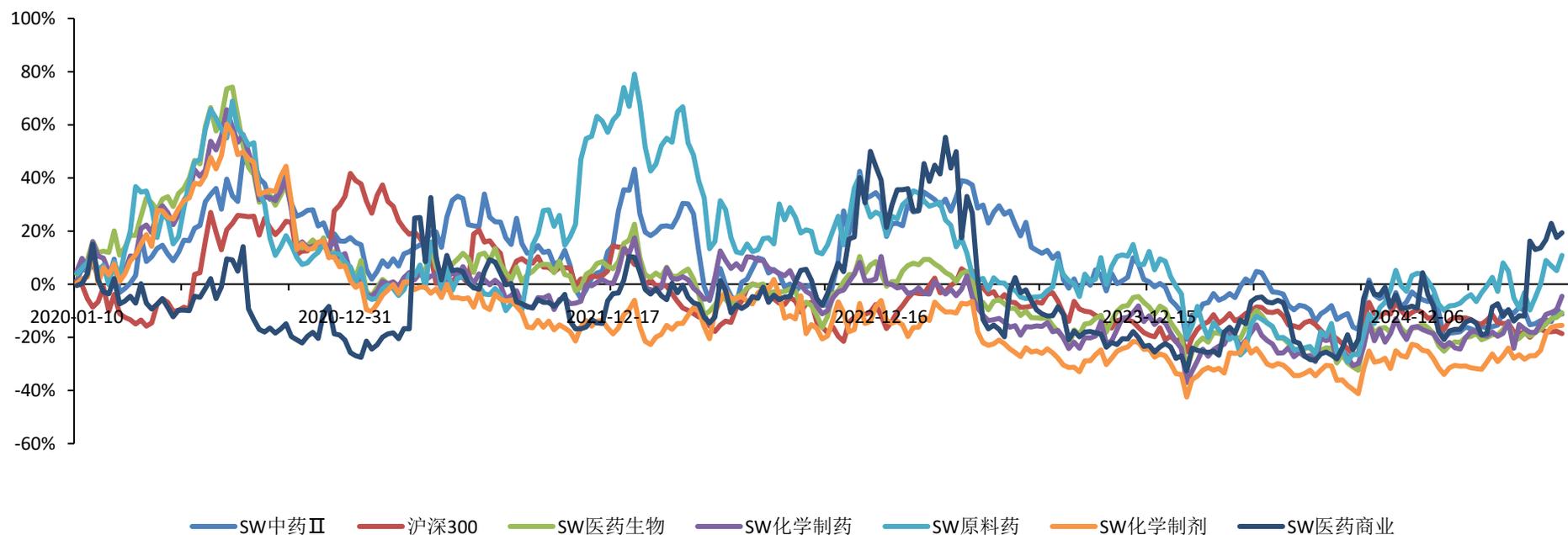
2.6 基药目录调整在即，独家中成药放量可期

2.7 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

# 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

- ◆ 中药板块估值、机构持仓均处于历史低位，回弹空间较大。2021年起，国家密集出台中医药支持政策，叠加疫情后“治未病”需求上升，板块估值持续走高。2023年初，SW中药市盈率（TTM）一度突破30倍。2023年下半年开始，受同比高基数、价格压力等因素导致中药板块业绩承压，估值深度回调至今。截至2025年6月，SW中药市盈率（TTM）在20倍左右徘徊。机构持仓方面，截至25Q1，基金中药板块持股比例仅为1.19%，环比24年下降1.41%。
- ◆ 中药行业是内需驱动的行业，在中美贸易战等不确定性较高的大环境下，中药行业是较好的避险资产。目前国家对中药行业的持续力度持续提高，随着人口老龄化和居民健康意识的提升，滋补品需求爆发、年轻群体渗透+老龄群体刚性支撑，中药行业内需韧性凸显。短期看消费复苏带动的品牌OTC量价齐升，中期看国企改革增效，长期看“银发经济”需求刚性，当前估值与持仓低位为布局提供窗口期，下半年中药板块估值有望环比转暖。

图表：中药板块估值溢价率（TTM，整体法，截至2025年6月12日）



# 中药板块估值、配比筑底，关注高股息投资性价比

◆ 虽然业绩端短期有所承压，中药板块近年来股息率和股利支付比例处于行业前列，常年保持分红，反应了其较好的销售及现金流情况，近3年来大都呈稳步提高态势。我们统计了2024年中药板块股息率位于前20的公司，其中15家股息率超3%，品牌OTC占比超50%，包括济川药业、江中药业、东阿阿胶、云南白药、华润三九、达仁堂、康恩贝、葵花药业等。长期来看，中药行业产品生命周期较长，OTC大单品受政策扰动影响较小，盈利能力和自由现金流的稳定性和持续性较高，高股息率有望延续，具有较高的投资价值。

图表：中药公司2024年股息率TOP20（剔除ST股，截至2024年）

证券代码	证券简称	股息率						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
600566.SH	济川药业	4.3726	4.3726	1.5997	1.4173	2.1283	4.6214	7.4298
600750.SH	江中药业	1.5054	1.2903	1.1613	2.7428	4.9462	5.5914	5.1613
600351.SH	亚宝药业	3.9246	0.314	0.7849	1.2559	0.7849	1.3548	4.7096
000423.SZ	东阿阿胶	1.8785	0.378	0.567	1.2284	1.1922	2.32	4.5026
000538.SZ	云南白药	2.5084	5.2622	6.8409	2.8065	1.6662	2.6432	4.2063
000999.SZ	华润三九	1.2127	1.3371	1.5547	1.6518	2.1095	4.6642	4.1045
002275.SZ	桂林三金	1.321	1.5252	1.6525	5.9682	5.305	3.9788	3.9788
600329.SH	达仁堂	0.6405	0.8734	0.8734	1.4556	2.2606	2.7263	2.7263
600285.SH	羚锐制药	0.6143	1.2285	1.638	2.0475	1.457	2.276	2.6855
300181.SZ	佐力药业	0.4502	0.1125	0.5627	1.1255	1.6882	1.5324	2.3765
600479.SH	千金药业	2.7383	4.6729	9.3458	5.6075	2.271	2.271	2.3645
600572.SH	康恩贝	2.2258	1.1716	1.37268	2.4409	2.2258	4.3011	2.2258
600535.SH	天士力	1.8171	1.9988	1.9988	1.9988	1.9988	1.9988	2.2102
002737.SZ	葵花药业	6.2112	6.2112	1.1739	4.3478	6.2112	9.3168	2.1056
000989.SZ	九芝堂	4.0201	4.0201	4.0201	4.0201	4.0201	4.0201	3.0151
600332.SH	白云山	1.5786	1.1929	2.003	1.5577	2.7252	2.7885	2.9784
000623.SZ	吉林敖东	1.1869	1.1869	1.1869	1.7804	1.7804	2.5608	2.9674
603998.SH	方盛制药	0.2698	0.5396	1.0791	1.3489	2.1475	1.6079	2.7878
600085.SH	同仁堂	0.6928	2.025	0.7194	0.7727	0.8527	1.3323	1.6645
000650.SZ	仁和药业	1.7544	1.7544	2.5088	1.7544	2.5088	2.5088	1.6316

-  **01** 医疗器械：关注H2设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向
-  **02** 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇
-  **03** 投资建议
-  **04** 风险提示

- ◆ **2025年下半年重点关注医疗设备、中成药等渠道库存出清带来的业绩边际拐点。**
- **医疗器械：**重点关注下半年设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向。以旧换新政策驱动叠加医疗行业合规影响渐弱，随着设备厂商渠道库存出清，业绩有望迎来拐点，建议重点关注设备板块。高值耗材端，集采影响逐步出清，关注基本面好转的个股。集采和DRG政策影响导致IVD企业业绩短期承压，关注相关企业出海进展。新技术方向，AI+医疗、脑机接口等新技术领域政策利好频出，产品商业化应用加速，关注相关领域投资机会。
- **中药：**板块关注受库存周期扰动的中药OTC边际拐点。把握精品+创新两大主线：精品中药兼具医疗价值与消费属性，品牌效应明显，对应高净值客户，议价能力较强；创新中药在利好政策的支持与外部环境正向刺激下正在逐渐迎来收获期，中药改良型新药、古代经典名方等中药创新药有望持续以临床为导向加速研制，并实现商业化放量，政策催生的结构性机遇凸显。
  
- ◆ **建议关注：**
- **医疗器械：**1) **医疗设备：**库存逐步出清，关注业绩拐点，建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、山外山等。2) **高值耗材：**集采影响减轻，基本面好转，建议关注：春立医疗、赛诺医疗、微电生理等。3) **消费器械：**人口老龄化叠加健康意识提升，消费器械需求旺盛，建议关注：三诺生物、爱博医疗等。4) **低值耗材：**关税政策调整窗口期叠加国内终端医院需求复苏，相关公司业绩有望实现稳定增长，建议关注：维力医疗、拱东医疗、英科医疗等。5) **IVD：**关注企业出海进展，建议关注：新产业、亚辉龙、安图生物等。6) **AI医疗及脑机接口等新技术方向：**AI+医疗相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、华大基因等；脑机接口相关标的，如创新医疗、三博脑科、爱朋医疗等。
- **中药：**1) **中药品牌OTC：**被动去库存有望改善终端动销，持续分享呼吸道传染病高发、人口老龄化等带来的用药需求空间，建议关注：华润三九、以岭药业、东阿阿胶、太极集团、康恩贝、江中药业、昆药集团、马应龙等。2) **精品中药：**把握品牌稀缺性和提价精品提价两个要点，消费需求有望回暖，建议关注：同仁堂、东阿阿胶、健民集团、云南白药、广誉远、片仔癀等。3) **中药创新药：**中药创新药在政策支持、医保准入机制优化及临床需求精准定位的驱动下，正迎来集中收获期。建议关注：康缘药业、天士力、以岭药业、云南白药、珍宝岛、济川药业等。

- 01 医疗器械：关注H2设备板块弹性以及AI医疗、脑机接口等新技术方向
- 02 中药：关注精品+创新两大主线，把握结构性机遇
- 03 投资建议
- 04 风险提示

- ◆ **医疗设备招采恢复不及预期风险：**2025年医疗设备更新政策虽推动招标规模显著回升，部分项目因财政补助资金拨付延迟（如超长期特别国债资金分批下达）及医院采购流程复杂化，导致中标到交付周期延长。如果相关招采恢复未达到预期，则设备企业业绩受到影响。
- ◆ **医疗耗材集采降价风险：**随着集采政策持续推进，虽然相关政策规则有所优化，但降价压力仍然存在，如果产品集采价格持续下降，会导致相关企业业绩下滑。
- ◆ **出海不及预期风险：**近两年地缘政治叠加特朗普关税政策，国产产品出海不确定性增加。且国产设备海外注册周期延长至3-5年，短期难贡献业绩增量。同时，新兴市场（东南亚、拉美）低价本土品牌崛起，而高端市场（欧美）面临强生、西门子等巨头专利封锁，渠道拓展成本高企，出海利润率可能低于预期。
- ◆ **国企改革不及预期风险：**众多中药企业涉及国企改革进程，其推进速度、深度和效果存在不确定性。若改革措施，如混合所有制改革、资产重组、治理结构优化等未能按计划或预期实施，或效果不达预期，可能对业绩和估值产生不利影响。
- ◆ **OTC产品推广不及预期风险：**中药OTC产品受市场接受度、渠道建设、品牌、营销推广等因素的影响。若市场拓展速度慢于预期、销售渠道铺设不畅等，可能导致销售放量不及预期，影响相关业务板块的收入增长和盈利能力。
- ◆ **中药材价格波动风险：**近年来，中药材价格呈现周期性波动，其种植、采收、流通环节易受气候影响，市场投机行为和人工成本上升等因素可能会导致价格出现剧烈波动。若主要原材料价格大幅上涨，将可能直接挤压产品毛利率，影响公司盈利水平。
- ◆ **技术风险：**高端医疗器械或部分中药研发周期长，前期投入较大，可能面临研发失败的风险。行业技术更新迭代加速，产品上市后可能面临技术落后的风险，导致产品市场竞争力下降或被新一代产品替代。

## 公司投资评级：

- 买入 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%；
- 增持 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%至15%之间；
- 中性 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至5%之间；
- 减持 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在5%至15%之间；
- 卖出 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于15%。

## 行业投资评级：

- 领先大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先10%以上；
- 同步大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至10%；
- 落后大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后10%以上。

## 基准指数说明：

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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 分析师声明

刘颢然、苏雪儿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负全部责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)