

2025年4月7日

美国关税袭来，关注内需避险

民银国际研究团队

分析师：朱倩岚

电 话：+852 3728 8029

Email: vickyzhu@cmbcint.com

相关研究报告

2025年医疗行业展望：创新突破，与机遇共舞 - 20241210

CXO 行业系列报告（一）探底之后的复苏 - 20250127

医药行业月报（2025年第1期）医疗设备行业回暖迹象明显 - 20250303

行业走势



资料来源：Bloomberg、民银国际

报告摘要

行情回顾：2025年3月恒生综合行业指数上涨0.8%，恒生医疗保健指数上涨7%，跑赢市场6.2个百分点，3月涨幅行业第三，2025年至今涨幅第一。截止3月31日医药行业市值占比4.8%。子板块中制药、CRO和生物科技上涨较多，分别为21%、15%和7%，下跌子板块有医疗服务(-21%)、医药流通(-6%)，医疗服务下跌主要由于一脉阳光带动。港股南向资金净买入从去年年底开始放大，3月港股通南向净买入1603亿。A股方面，3月沪深300指数下跌0.1%，医药生物(申万)指数上涨1.2%，跑赢市场1.2个百分点。13个医药子行业(申万)中，涨幅较高的是线下药店(7.4%)、化学制剂(4.9%)和医疗研发外包(3.0%)，下跌的子行业为医疗设备(-4.9%)、医院(-3.9%)和疫苗(-2.3%)。机构调研行业(申万)热度排名第二。

本月行业观点：4月3日特朗普宣布对所有国家征收10%“基准关税”和对重点国家征收“对等关税”，分别于4月5日和10日北京时间生效，对中国为34%。虽然目前大部分药品被豁免，但是医疗器械并未被豁免，根据中国医药保健品进出口商会关于美国所谓“对等关税”的声明，绝大部分医用耗材、敷料、医疗设备及其零部件、康复用品等产品均受影响。投资者短期内可谨慎对待对美出口收入占比较高的公司，关注对内需为主的公司作为阶段性的避险资产。

2024年港股医药业绩回顾：生物科技呈现高速增长的态势，收入和减亏均好于预期；制药行业收入增速7%，净利润增速20%，与市场预期一致；医药流通和中药板块收入平稳，与市场预期一致，但净利润下滑并低于市场预期；CRO行业收入增长7%，净利润低于市场预期11%；互联网医疗收入增速6%，净利润高速增长61%，超出市场预期6%；医疗服务收入和净利润均低于市场预期；医疗器械收入增速28%，高于市场预期15%，净利润减少9%但仍高于市场预期17%。

风险提示：市场回顾数据不代表未来市场走势；行业政策、公司基本面变动等因素可能会造成股价变动。

目 录

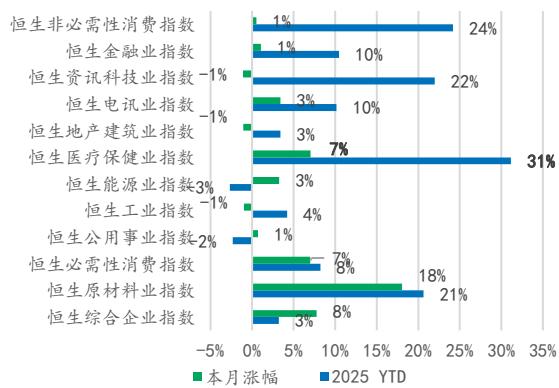
一、行情回顾.....	3
二、行业数据更新	5
三、行业新闻整理	6
四、风险提示.....	8

一、行情回顾

港股医药板块表现

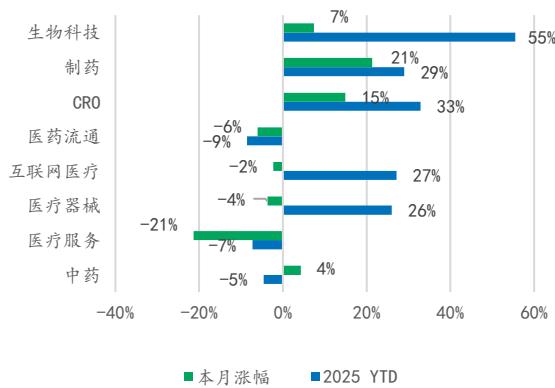
2025年3月恒生综合行业指数上涨0.8%，恒生医疗保健指数上涨7%，跑赢市场6.2个百分点，3月涨幅行业第三，2025年至今涨幅第一。截止3月31日医药行业市值占比4.8%。子板块中制药、CRO和生物科技上涨较多，分别为21%、15%和7%，下跌子板块有医疗服务(-21%)、医药流通(-6%)，医疗服务下跌主要由于一脉阳光带动。

图1：恒生综合指数一周表现



数据来源：Bloomberg，民银国际

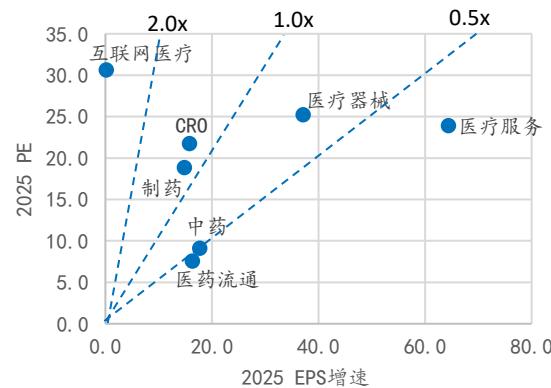
图2：医药子板块一周表现



数据来源：Bloomberg，民银国际

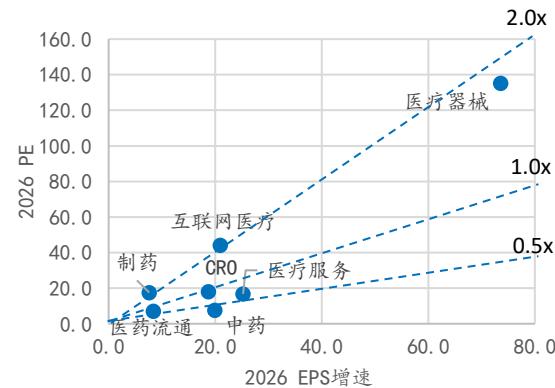
从子板块估值来看，2025年低于0.5倍PEG的子板块为医药流通、医疗服务，处于0.5-1倍PEG的为中药（因为波动大除去中国中药）和医疗器械，制药和CRO处于1-2倍PEG合理区间，而互联网医疗PEG估值高于2倍。2026年中药、CRO估值仍然较低，0.5-1倍PEG区间的为医疗服务、医药流通和CRO，处于1-2倍PEG区间的为医疗器械，制药和互联网医疗高于2倍PEG。

图1：医药子板块2025 PE/EPS增速



数据来源：Bloomberg，民银国际

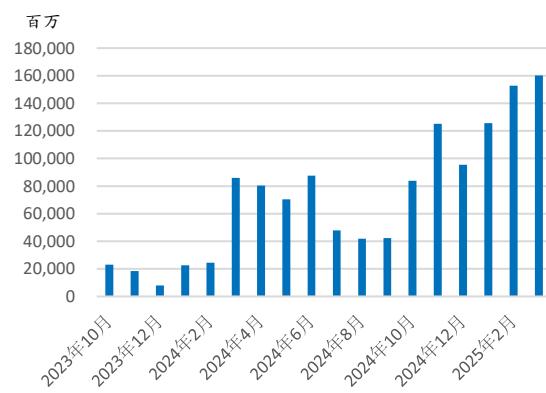
图2：医药子板块2026 PE/EPS增速



数据来源：Bloomberg，民银国际

在资金流向方面，港股南向资金净买入从去年年底开始放大，3月港股通南向净买入1603亿。2025年3月，港股通标的证券调整医药行业调进同源康医药、讯飞医疗科技、一脉阳光、健康之路、方舟健客，调出康宁杰瑞、艾美疫苗、瑞尔集团、希玛医疗、高视医疗、来凯医药、科济药业、宜明昂科、科笛。

图 1：港股通南向净买入（百万元）



数据来源：Choice，民银国际

图 2：3月医疗行业南向资金变化前十

南向持仓增长前十			南向持仓减少前十		
代码	公司名称	3月31日	代码	公司名称	3月31日
2155	森松国际	+8.1%	2500	启明医疗	-10.2%
1951	锦欣生殖	+7.8%	2105	来凯医药	-3.9%
9995	荣昌生物	+3.7%	1541	宜明昂科	-3.9%
2522	一脉阳光	+3.5%	2487	科笛	-3.8%
1789	爱康医疗	+3.4%	2171	科济药业	-3.7%
6826	昊海生科	+3.3%	6639	瑞尔集团	-2.1%
2158	医渡科技	+3.3%	9966	康宁杰瑞	-1.9%
3933	联邦制药	+3.0%	9939	开拓药业	-1.8%
2192	医脉通	+2.9%	2137	腾盛博药	-1.5%
3347	泰格医药	+2.8%	9996	沛嘉医疗	-1.3%

数据来源：港交所，民银国际

A股医药板块表现

3月沪深300指数下跌0.1%，医药生物（申万）指数上涨1.2%，跑赢市场1.2个百分点。13个医药子行业（申万）中，涨幅较高的是线下药店（7.4%）、化学制剂（4.9%）和医疗研发外包（3.0%），下跌的子行业为医疗设备（-4.9%）、医院（-3.9%）和疫苗（-2.3%）。机构调研行业（申万）热度排名第二。

二、港股医药业绩回顾

拆分港股医药子板块的2024年度业绩来看，生物科技子板块呈现高速增长的态势，收入高于市场预期4%，亏损低于市场预期15%，与更多创新药上市放量有关；制药行业收入增速7%，净利润增速20%，与市场预期一致；医药流通和中药板块收入平稳，与市场预期一致，但净利润均下滑，并低于市场预期；CRO行业收入增长7%，与市场预期一致，除去扰动的相关个股后净利润增速为9%，但仍低于市场预期11%；互联网医疗收入增速6%，符合市场预期，净利润高速增长为61%，超出市场预期6%；医疗服务2024年收入增速2%，低于市场预期7%，净利润下滑，基于可比调整后低于市场预期21%；医疗器械收入增速28%，高于市场预期15%，净利润减少9%但仍高于市场预期17%。

表 1：港股医药 2024 年业绩回顾

	收入增速			与一致预期	净利润增速			与一致预期	
	1H24	2H24	2024		2024	1H24	2H24	2024	2024
生物科技	162%	193%	154%		4%	-76%	-15%	-30%	-15%
制药	13%	3%	7%		-1%	51%	42%	20%	-1%
医药流通	0%	3%	1%		-2%	-6%	-13%	-10%	-13%
中药	-5%	6%	1%		2%	-9%	-47%	-27%	-23%
CRO	3%	11%	7%		0%	67%	42%	9%	-11%
互联网医疗	7%	6%	6%		-1%	69%	128%	61%	6%
医疗服务	11%	-2%	2%		-7%	1%	-51%	-22%	-21%
医疗器械	26%	31%	28%		15%	-16%	0%	-9%	17%

资料来源：Bloomberg，民银国际

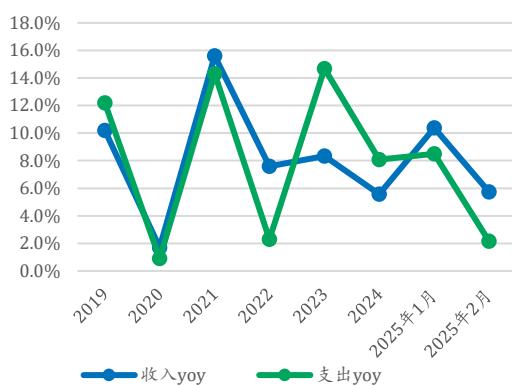
三、行业数据更新

医保数据

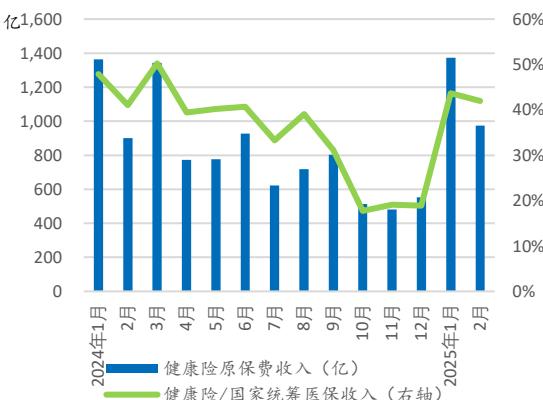
国家基本医疗保险月度数据统计会有波动，仅作参考。2025 年 1-2 月收支结余水平与往年相当，不含生育保险的总支出增长 4.4%，生育保险支出同比增长 27.1%。

2025 年 1-2 月基本医疗保险（含生育保险）收入 5464 亿元，同比增长 8.3%，其中职工基本医疗保险收入增长 8.6%，城乡居民基本医疗保险收入增长 8.3%。基本医疗保险（含生育保险）支出 3305 亿元，同比增长 5.5%，其中职工基本医疗保险支出增长 9.4%，城乡居民基本医疗保险支出增长 0.9%。

2025 年 2 月基本医疗保险（含生育保险）收入 2321 亿元，同比增长 5.7%，其中职工基本医疗保险收入增长 6.3%，城乡居民基本医疗保险收入增长 4.6%。基本医疗保险（含生育保险）支出 1506 亿元，同比增长 2.2%，其中职工基本医疗保险支出增长 9.6%，除去生育保险后职工基本医疗保险支出增长 7.5%，城乡居民基本医疗保险支出减少 6.3%。

图 1：基本医疗保险收入和支出增速


数据来源：国家医保局，民银国际

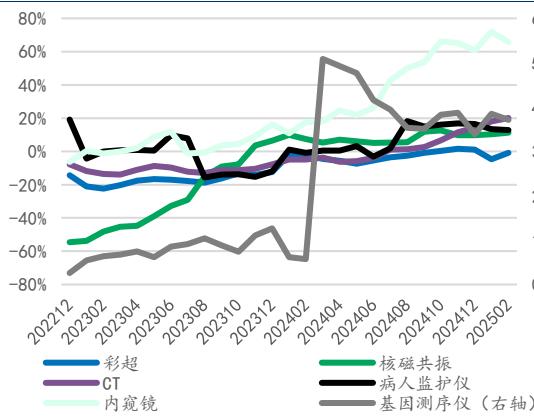
图 2：商业健康险收入


数据来源：国家金管局，民银国际

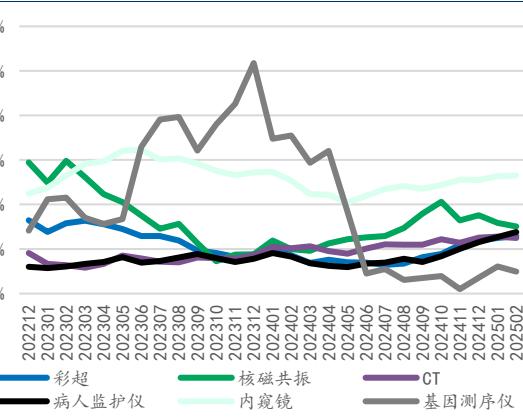
商业健康险方面，2025 年 1 月原保费收入 1018 亿元，同比增长 1%，2 月原保费收入 1672 亿元，同比增长 8%，1 月 2 月分别占国家医保统筹基金收入的 44% 和 42%，呈现年初占比高的季节性特点。

海关数据

从海关出口数据来看，心电图记录仪、彩色超声波诊断仪、核磁共振、CT、病员监护仪、内窥镜从 2024 年下半年开始数量和金额上都加速增长，其中内窥镜的数量和金额增速较高。4 月 2 日美国特朗普加征关税，虽然目前大部分药品被豁免，但是医疗器械并未被豁免，投资者需谨慎对待对美出口收入占比较高的医疗器械公司。

图 1：医疗器械出口数量 12 个月滚动增速


数据来源：海关数据，民银国际

图 2：医疗器械出口金额 12 个月滚动增速


数据来源：海关数据，民银国际

四、行业新闻整理

4 月 2 日，白宫正式颁布了一项关于对等关税的新行政命令。该命令指出，美

国每年面临庞大且持续增长的商品贸易逆差问题，仅在过去 5 年间已增长超过 40%，在 2024 年将达到 1.2 万亿美元。豁免此次从价税商品包括大部分药品。

医装数胜：2024 年我国 DR 市场规模明显回升，下半年增长势头强劲，尤其是在第四季度，实现同环比双增长，同比增速为 22.73%，环比增速为 56.28%，市场规模达到全年的 42%左右。2024 年，我国 DR 市场国产化率有了进一步提升，增加 4.33 个百分点达到 68%以上。国产品牌联影医疗、万东医疗市场份额排名稳居前二，西门子医疗和普爱医疗第三第四，CR4 达到 48%左右，同比增加 6.64 个百分点。从平均单价来看，西门子医疗超 200 万元，联影医疗超 140 万元。平均单价最低的为国产品牌迈瑞医疗的 DigiEye 330T，平均单价仅为 39 万元。

3 月 14 日，安徽省医药商业协会官微发布一则会议邀请，会议拟于 3 月 18 日召开。会议将围绕安徽牵头全国生物药联盟集采等内容，进一步探讨生物药集采政策、集采规则适配性，研讨集采降价与创新平衡等矛盾，以及探讨创新药豁免集采、专利药分级降价等机制。

中康 CMH 中国药品院外零售市场数据：2024 年，全国零售药店市场累计销售规模达 5,282 亿元，同比下滑 2.2%；自 2024 年 7 月以来，零售药店环比规模持续提升，整体向好；但相较于去年的高基数，11-12 月同比规模下跌。2024 年下半年，新冠反弹、流感等呼吸道疾病交替叠加流行推动客流短暂停升；从整体来看，线下门店数量扩张一定程度上分流了客源，店均订单量水平受到影响。处方药规模占比逐年提升，2024 年达 56.5%，规模同比增长 2.5%；OTC 药品销售规模占比为 43.5%，规模同比下滑 2.4%；聚焦 12 月份，处方药呈正增长态势（+2.1%），而 OTC 同比下跌（-3.5%）。2024 年处方药 TOP20 品种中，西地那非、阿托伐他汀钙、人血白蛋白规模位列前三；2024 年 12 月，感冒用药奥司他韦、抗菌药阿奇霉素同比大幅下跌；而肿瘤治疗药物奥希替尼、阿美替尼、贝伐珠单抗及胸腺法新新增长强劲。2024 年非处方药 TOP20 品种中，阿胶、碳酸钙 D3、感冒灵销售规模位列前三；从月度来看，在去年底高需求对比下，2024 年 12 月感冒止咳解热相关品种需求同比普遍回落，其中布洛芬、蓝芩等跌幅超 20%。

3 月 31 日，湖北省医保局发布了全国首个脑机接口医疗服务价格。侵入式脑机接口置入费 6552 元/次，取出费 3139 元/次，非侵入式适配费 966 元/次。目前脑机接口主要在康复领域。非侵入式技术如脑电图（EEG）、近红外光谱（fNIRS）等，具有操作便捷、安全性高等优势，已在康复训练、注意力反馈等轻量级应

用中逐步铺开；而侵入式脑机接口通过在大脑皮层植入电极，可实现更高精度、更复杂的神经控制功能，适用于帕金森、癫痫、脊髓损伤、重度偏瘫等场景，是更具突破性的方向。

美国卫生与公众服务部（HHS）在官方发布了一篇名为「变革以让美国再次健康起来」的新闻稿。根据美国总统特朗普 2 月 11 日签署的有关政府效率部「劳动力优化计划」行政令，HHS 将对部门进行重大调整，计划直接裁员 10,000 名员工，并逐渐将员工规模从 82,000 缩减到 62,000，部门数量也将从 28 个减少到 15 个。

3 月 13 日，内蒙古呼和浩特市卫生健康委发布相关文件，明确当地育儿补贴项目实施细则及服务流程，生育一孩一次性发放育儿补贴 10000 元；生育二孩发放育儿补贴 50000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴 100000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 10 周岁。

五、风险提示

市场回顾数据不代表未来市场走势；行业政策、公司基本面变动等因素可能会造成股价变动。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何庄家活动相关的业务关系。

民银集团在过去 12 个月曾与此报告提到的上市公司讯飞医疗科技（2506.HK）有投资银行的业务关系。