

强于大市

医药行业 2026 年策略报告

产品为王，看好创新、出海、消费三个方向

25 年医疗行业各子板块涨幅分化明显，其中 CXO 以及创新药相关的板块涨幅较大，26 年我们仍然看好依靠“产品驱动”的相关公司，核心在于“产品驱动”相关公司的产业趋势仍然向好，相关标的有望逐步进入盈利周期；除此之外，26 年建议关注医疗服务板块的机会，虽然 25 年医疗服务板块表现并不亮眼，但我们认为医疗服务的长期逻辑仍在，且行业发展具备韧性。26 年，医疗服务板块在 25 年低基数效应下，行业有望逐步复苏。

支撑评级的要点

- **25 年板块涨跌幅分化明显，化学制药板块迎来估值扩张。**整体看，25 年 A 股整体表现较好，截至 2025 年 10 月 31 日，A 股 31 个申万一级板块全部录得正收益，其中医药生物板块涨跌幅排名第 10 位，涨幅为 34.95%。分子板块看，截至 2025 年 10 月 31 日，根据申万三级行业分类，各个子板块涨跌幅存在一定分化，其中，医药研发外包即 CXO 涨幅最高，涨幅为 58.71%，其次为生物制品，涨幅 57.59%，第三为化学制剂，涨幅为 52.17%；而线下药店、血液制品涨幅相对靠后，分别为 7.56%、0.87%。从估值上来看，截止到 25 年 10 月 31 日，医药生物板块整体市盈率 30.82 倍，与 20 年相比，行业的估值仍然处于底部的水平。结合业绩端分析，生物制品、医药研发外包板块的估值提升与业绩呈正相关，估值的提高伴随业绩驱动。而疫苗、体外诊断板块前三季度归母净利润下滑明显，二者的估值提升主要为利润端下滑所致。化学制剂板块估值提升与业绩相关性不大，化学制剂板块的上涨更多源自于估值扩张，而线下药店和医药流通板块虽然业绩有提升，但是估值仍然下滑。
- **26 年仍然看好依靠“产品驱动”的相关公司。**近些年，“产品驱动”的相关公司逐步走出集采的影响，企业通过加大研发投入，新产品不断落地；另一方面，政策端也在逐步改善，“集采反内卷”“鼓励创新”等政策频出，进一步引导医药产业向创新驱动转型，更重要的是，企业伴随创新产品的不断落地，企业也逐步进入新的盈利周期，基于此，我们认为未来“产品驱动”的相关公司的产业逻辑仍然持续。关于创新药，我们认为创新药的产业趋势仍在，25 年创新药 BD 出海是资本市场关注的焦点，创新药的 BD 不仅证明了中国创新药在全球范围内的竞争力，而且逐步成为中国创新药出海，走向国际的重要途径，其仍然是未来创新药行业的重要方向。除此之外，创新药相关公司的业绩兑现以及部分重点产品的临床进展，也是后续值得关注的重点。在医疗器械领域，我们认为医疗器械产业趋势与创新药类似，仍处于底部位置，且由于医疗器械渠道壁垒等因素，未来医疗器械的估值有望进一步扩张。
- **医疗服务具备韧性，26 年有望逐步复苏。**从今年医疗服务板块的表现看，医疗服务板块虽然表现并不亮眼，但从部分眼科公司诊疗量及手术量的数据上看，我们认为行业已经开始逐步复苏，并且从长期来看，医疗服务板块仍然具备韧性：1、我国老龄化的趋势愈发明显，老龄化的背景下，居民发病率预计逐步提高，医疗服务刚需性强，行业具备韧性；2、在集采、医保控费的背景下，小企业逐步退出，龙头医疗服务公司有望持续受益；3、行业仍然存在较多未解决的问题，如眼科领域的病理性近视、青光眼等，伴随行业新技术、新产品的推出，医疗服务行业仍然存在较大的发展空间，26 年，医疗服务板块在 25 年低基数效应下，行业有望逐步复苏。

相关研究报告

《从“十五五”规划看医药行业未来发展机会》
20251029
《医保局明确集采反内卷，关注医药板块重估机会》20250729
《医药行业 24 年年报及 25 年一季报综述》
20250509

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
医药生物

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

投资建议

我们建议关注：

- 1、具备稳健增长的领域。医疗器械和药品是最先经历集采的板块，不少品种的影响已经逐步出清，且竞争格局也已经相对稳定，器械领域建议关注骨科：三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；药品领域建议关注：恒瑞医药、信立泰、京新药业、仙琚制药、康辰药业等标的。
- 2、创新药领域建议关注：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。
- 3、医疗服务领域，我们建议关注：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等。
- 其他方面，我们建议关注 CXO：阳光诺和、益诺思、昭衍新药、美迪西等标的；设备板块：联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗等标的；中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

评级面临的主要风险

- 集采政策实施力度超预期的风险；企业研发不及预期风险；产品销售不及预期风险。

目录

一、25 年医药板块涨幅相对靠前，但子行业分化明显.....	4
1.1 医药研发外包、生物制品行业表现突出，药店、血制品行业涨幅相对靠后	4
1.2 估值分化，但板块整体仍然处于历史中枢的底部水平.....	5
1.3 基金医药持仓仍然处于低位，仍然存在配置提高空间.....	6
二、26 年仍看好“产品驱动”的相关公司，产品有望逐步进入盈利周期	8
2.1 创新药产业趋势仍在，BD 出海仍是重要方向	8
2.2 业绩兑现、关键品种进展值得后续重点关注.....	10
2.3 医疗器械产业趋势与创新药类似，仍处于底部位置	11
2.4 医疗器械的渠道壁垒有望逐步凸显.....	12
三、医疗服务具备韧性，26 年有望逐步恢复	14
3.1 服务端短期承压，但行业逐步复苏.....	14
3.2 长期具备韧性，26 年低基数下服务板块有望逐步复苏.....	15
四、投资建议	16
五、风险提示	17

图表目录

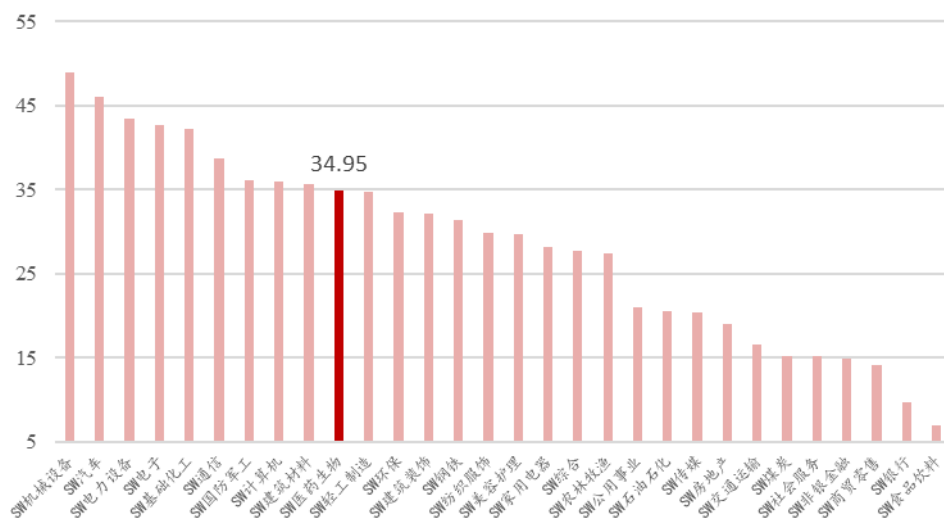
图表 1. 申万各一级板块 2025 年涨跌幅情况 (%)	4
图表 2. 申万医药各三级板块 2025 年涨跌幅情况 (%)	4
图表 3. 近年来医药生物板块整体市盈率情况 (申万、整体法、算术平均、剔除负值)	5
图表 4. 2025 年不同月份申万医药三级子行业市盈率情况	5
图表 5. 2025 年不同月份申万医药三级子行业市盈率波动情况	6
图表 6. 2025 年前三季度申万医药三级子行业归母净利润增速情况 (%)	6
图表 7. 近年来基金持仓中申万医药占股票投资的比重	7
图表 8. 近年来申万化学制药板块研发费用情况及增速	8
图表 9. 近年来申万生物制品板块研发费用情况及增速	9
图表 10. 百济神州近年来归母净利润情况及增速	10
图表 11. 近年来我国创新医疗器械获批数量情况	11
图表 12. 申万医疗器械板块近年来研发费用情况合计	11
图表 13. 近些年部分医疗器械公司国际化收入占比情况 (%)	12
图表 14. 2013-2018 年申万化学制药板块和医疗耗材板块市盈率情况	13
图表 15. 部分海外医疗器械巨头市盈率情况	13
图表 16. 医疗服务公司 25 年前三季度业绩增速情况	14

一、25 年医药板块涨幅相对靠前，但子行业分化明显

1.1 医药研发外包、生物制品行业表现突出，药店、血制品行业涨幅相对靠后

整体看，25 年 A 股整体表现较好，截至 2025 年 10 月 31 日，A 股 31 个申万一级板块全部录得正收益（算术平均计算），其中涨跌幅前三名的板块分别为机械设备（48.90%）、汽车（46.09%）、电力设备（43.51%），后三名的板块分别为食品饮料（6.98%）、银行（9.73%）、商贸零售（14.13%）。其中医药生物板块涨跌幅排名第 10 位，涨幅为 34.95%。

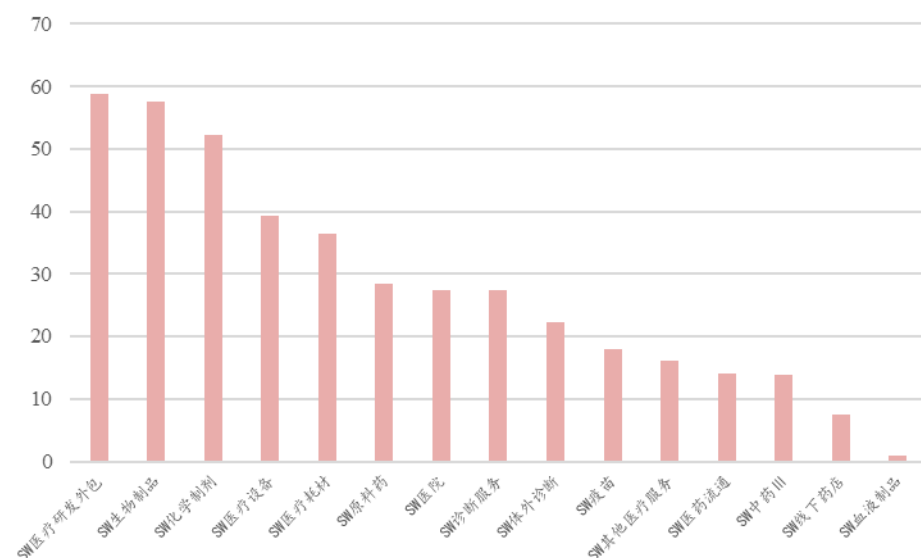
图表 1. 申万各一级板块 2025 年涨跌幅情况（%）



资料来源：wind，中银证券

分子板块看，截至 2025 年 10 月 31 日，根据申万三级行业分类，各个子板块涨跌幅存在一定分化，其中，医药研发外包即 CXO 涨幅最高，涨幅为 58.71%，其次为生物制品，涨幅 57.59%，第三为化学制剂，涨幅为 52.17%；而线下药店、血液制品涨幅相对靠后，分别为 7.56%、0.87%。

图表 2. 申万医药各三级板块 2025 年涨跌幅情况（%）



资料来源：wind，中银证券

1.2 估值分化，但板块整体仍然处于历史中枢的底部水平

从估值上来看，截止到 25 年 10 月 31 日，医药生物板块整体市盈率（申万、整体法、算术平均、剔除负值）为 30.82 倍，与 20 年相比，行业的估值仍然处于底部的水平。

图表 3.近年来医药生物板块整体市盈率情况（申万、整体法、算术平均、剔除负值）



资料来源：wind，中银证券

分板块看，各板块的估值存在的一定的分化，截止到 25 年 10 月 31 日，根据申万医药三级行业分类，市盈率最高的板块为疫苗，其次为医院、医疗设备和医疗耗材，化学制剂和其他生物制品板块紧随其后。

我们对各子板块的涨跌幅做了一定的统计，从市盈率的涨跌幅来看，截止到 25 年 10 月 31 日，疫苗板块涨幅最高，其次为医药和医疗设备。

图表 4.2025 年不同月份申万医药三级子行业市盈率情况

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
SW 疫苗	21.60	22.48	24.51	51.13	53.00	54.19	62.33	56.66	56.15	48.25
SW 医院	35.64	40.64	39.14	37.89	37.13	37.68	38.99	42.61	39.83	43.67
SW 医疗设备	28.72	30.95	29.35	31.74	33.18	32.63	34.03	36.70	37.25	38.78
SW 医疗耗材	31.98	32.15	33.06	30.11	30.96	32.19	35.83	38.56	38.48	37.19
SW 化学制剂	27.04	27.79	28.58	30.05	31.95	31.60	37.03	37.33	37.49	36.69
SW 其他生物制品	23.26	24.11	23.58	27.36	32.21	32.49	38.78	35.55	37.19	35.78
SW 其他医疗服务	26.42	37.43	32.59	28.68	28.36	28.98	33.54	33.05	33.59	34.84
SW 原料药	28.86	31.51	33.57	26.00	28.18	28.37	33.64	33.88	30.63	33.69
SW 医药生物	24.72	25.66	26.02	26.63	28.10	28.15	31.22	31.36	31.21	30.82
SW 医疗研发外包	22.61	25.12	27.52	22.06	24.08	25.66	29.46	31.78	33.94	29.10
SW 体外诊断	18.87	19.86	19.84	23.82	25.04	25.22	26.46	26.88	26.99	28.57
SW 血液制品	27.67	26.60	24.60	24.37	24.67	25.00	25.56	26.37	25.13	27.10
SW 中药 III	22.90	22.47	22.86	22.81	23.63	23.14	24.30	23.43	22.22	22.85
SW 线下药店	18.39	18.74	20.20	26.23	25.51	25.19	24.74	23.86	23.09	22.54
SW 医药流通	15.25	15.07	14.71	14.86	15.27	15.12	15.98	14.21	14.50	14.76

资料来源：wind，中银证券（注：当月估值按照月底最后一天计算）

图表 5.2025 年不同月份申万医药三级子行业市盈率波动情况

(%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
SW 疫苗	(7.54)	(3.76)	4.90	118.85	126.89	131.98	166.81	142.55	140.38	106.55
SW 医院	(0.50)	3.12	0.88	17.03	37.78	38.94	65.89	52.07	59.06	53.02
SW 医疗设备	(6.46)	(1.53)	(1.64)	18.10	24.12	25.02	31.17	33.27	33.81	41.65
SW 医疗耗材	(1.19)	1.56	4.42	9.81	16.74	15.48	35.30	36.40	37.01	34.06
SW 化学制剂	(4.32)	3.13	(2.21)	5.75	10.56	8.71	13.37	22.26	24.12	29.21
SW 其他生物制品	(2.47)	38.20	20.33	5.90	4.71	6.99	23.82	22.03	24.03	28.62
SW 其他医疗服务	(2.11)	8.76	19.13	(4.48)	4.27	11.09	27.56	37.58	46.94	25.98
SW 原料药	(3.09)	0.61	2.00	4.39	10.13	10.35	22.39	22.94	22.34	20.81
SW 医药生物	(4.51)	(2.73)	4.84	36.16	32.44	30.78	28.43	23.87	19.88	17.02
SW 医疗研发外包	(0.03)	9.16	16.30	(9.93)	(2.37)	(1.73)	16.53	17.38	6.11	16.73
SW 体外诊断	(6.15)	7.00	3.06	(0.24)	(2.23)	(0.78)	2.65	12.19	4.87	14.99
SW 血液制品	(1.38)	(0.86)	1.95	(7.16)	(4.52)	(0.75)	10.49	18.91	18.66	14.66
SW 中药 III	(1.02)	(4.85)	(12.03)	(12.84)	(11.75)	(10.57)	(8.57)	(5.69)	(10.10)	(3.09)
SW 线下药店	(4.67)	(6.47)	(4.85)	(5.04)	(1.65)	(3.70)	1.14	(2.46)	(7.52)	(4.90)
SW 医药流通	(3.95)	(5.08)	(7.37)	(6.38)	(3.83)	(4.78)	0.64	(10.51)	(8.67)	(7.06)

资料来源: wind, 中银证券 (注: 当月估值按照月底最后一天计算)

结合业绩端分析, 前三季度业绩增速最快的前三个板块分别为医药研发外包、其他生物制品、以及线下药店。与估值对比来看, 其他生物制品、医药研发外包板块的估值提升与业绩呈正相关, 估值的提高伴随业绩驱动。

而疫苗、体外诊断板块前三季度归母净利润下滑明显, 二者的估值提升主要为利润端下滑所致。化学制剂板块估值提升与业绩相关性不大, 由此可见化学制剂板块的上涨更多源自于估值扩张, 而线下药店和医药流通板块虽然业绩有提升, 但是估值仍然下滑。

图表 6.2025 年前三季度申万医药三级子行业归母净利润增速情况 (%)

(%)	2025Q1	2025Q2	2025Q3
SW 医疗研发外包	72.70	61.49	56.96
SW 其他生物制品	11.32	38.91	28.88
SW 线下药店	(4.60)	0.88	8.92
SW 医药流通	(2.98)	9.06	4.21
SW 化学制剂	(26.46)	(8.96)	1.86
SW 中药 III	(4.92)	(0.14)	(1.53)
SW 医疗耗材	1.90	(2.19)	(1.96)
SW 其他医疗服务	28.98	8.21	(6.29)
SW 医院	18.70	(0.25)	(8.29)
SW 原料药	10.45	(0.57)	(8.72)
SW 医疗设备	(13.07)	(21.37)	(16.12)
SW 血液制品	(23.73)	(19.47)	(23.14)
SW 体外诊断	(19.76)	(28.79)	(26.38)
SW 疫苗	(82.84)	(85.54)	(80.19)
SW 诊断服务	(542.14)	(149.78)	(238.66)

资料来源: wind, 中银证券

1.3 基金医药持仓仍然处于低位, 仍然存在配置提高空间

从持仓上来看, 根据 wind 基金持仓统计, 申万医药占股票投资的比重看, 截至 2025 年中报, 申万医药占股票投资的比重为 10.34%, 与 2020 年中报的 16.92% 相比, 仍然处于低位, 从持仓角度看, 医药板块整体仓位仍然有上升的空间。

图表 7.近年来基金持仓中申万医药占股票投资的比重



资料来源: wind, 中银证券

二、26 年仍看好“产品驱动”的相关公司，产品有望逐步进入盈利周期

26 年，我们仍然看好以“产品为驱动”的公司，具体原因我们在 24 年策略报告《新“产品为王”时代，2024 年创新产品放量或超预期》中阐述，简单来说，可以归纳为以下几点因素：

- 1、过去几年，伴随医保压力越来越大，集采的出现，使不少上市多年的“老品种”进入成熟期/衰退期，这也使企业的盈利能力受到影响。
- 2、在这期间，虽然行业经历了“阵痛”过程，但不少企业不断加大研发投入，无论药品还是医疗器械，这些年陆陆续续均有创新产品上市，新产品逐步开始为企业带来新的业绩增量。
- 3、另一方面，政策端也出现改善，近期不仅集采的政策逐步开始优化，如在今年 7 月医保局会议中，医保局明确提到“集采反内卷”，而且对创新药的支持力度进一步加大，“鼓励真创新、真鼓励创新”是目前国家对创新药械的重要方向，在此背景下，新上市的创新产品有望进一步加速放量，使企业进入新的成长周期。

但更关键的问题，今年创新药和创新器械已经有了一定的涨幅，且部分创新药公司的涨幅也不小，后续怎么看？

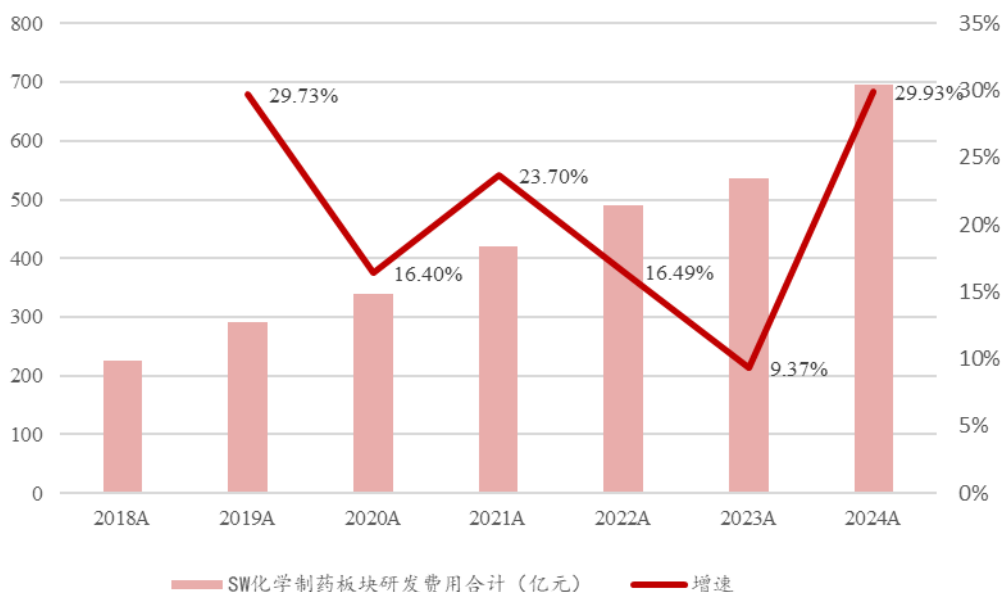
我们判断产业趋势没有改变，“产品驱动”的相关公司的盈利趋势仍会持续，这也有望使相关板块具备更持续的投资机会。

2.1 创新药产业趋势仍在，BD 出海仍是重要方向

我们判断，未来创新药行业仍会不断有创新产品上市，新产品的不断上市也意味着行业的产业趋势仍然朝向好的方向发展。

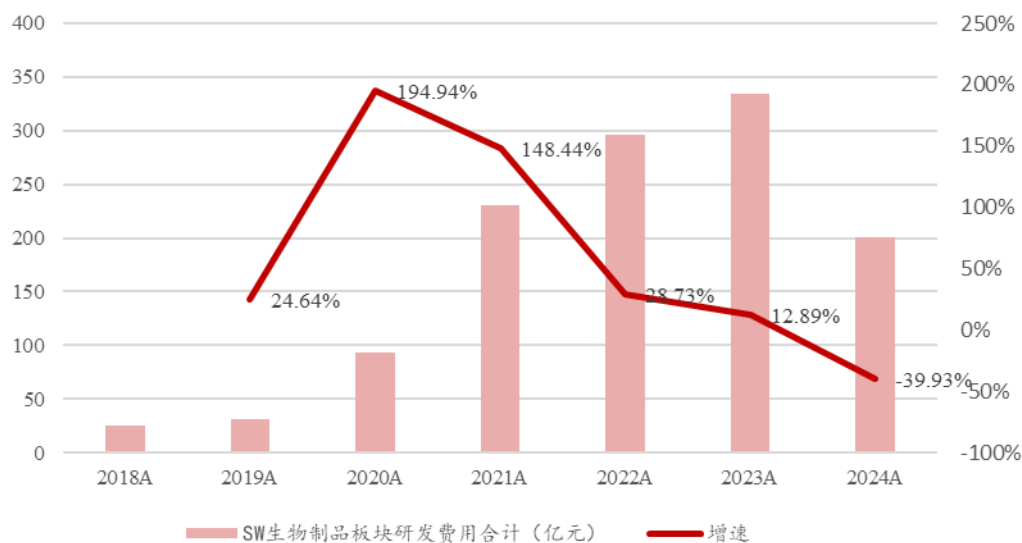
这一点我们从近期行业的研发费用上即可看出。近些年，“产品驱动”的相关公司如化学制药、生物制品板块的研发费用不断增加，尤其是化学制剂，24 年研发费用仍然处于较快增速，同比增长 29.93%，研发费用的持续投入，将最终转化为企业的研发成果——创新产品持续上市。

图表 8.近年来申万化学制药板块研发费用情况及增速



资料来源：wind，中银证券

图表 9.近年来申万生物制品板块研发费用情况及增速



资料来源: wind, 中银证券

除了研发费用持续投入外,创新药 BD 也是今年市场关注的焦点,今年上半年,我国创新药 BD 交易关注度较高,大额交易事件不断出现。5月20日,三生与辉瑞的合作首付款达到了12.5亿美元,总金额超60亿美元,刷新了国产创新药首付款纪录。

我们认为,创新药的 BD 不仅证明了中国创新药在全球范围内的竞争力,而且逐步成为中国创新药出海,走向国际的重要途径,后续随着这些 BD 成功的创新药顺利上市,全球化销售的权益分成有望为相关企业带来重要的业绩增量。

从趋势上看,中国创新药 BD 出海的趋势也仍然有望持续。一方面,从创新药 BD 金额上来看,根据医药魔方的数据表明,2025年上半年中国相关的交易总金额为608亿美元,同比增长129%。而今年前三季度,中国相关的交易金额为937亿美元,同比增长64%。虽然从增速上来看,国内创新药的 BD 交易确实在第三季度开始有所放缓,其中第三季度,与中国相关的 BD 金额为329亿美元,而去年同期的 BD 金额约为306亿美元,金额基本持平,但整体金额依然维持高位。

虽然三季度中国创新药 BD 的增速有所放缓,但是我们认为中国创新药通过 BD 出海的产业趋势仍然会持续,其本质还是在于中国创新药的研发效率:

一方面:经过多年的发展,中国在创新药研发配套相关领域已经形成完善的产业链,从 CRO 的药物发现、临床试验,到药品商业化后的 CDMO 生产,国内企业均具备优势。

如 CRO 行业,CRO 行业作为知识密集型行业,主要依靠医药领域专业技术人员提供服务,需要研发人员具有化学、医学、药学、生物统计学等各类专业知识。近几年来,我国 CRO 行业发展中培养的一批具有技术专长及资深管理经验的优秀人才,可以满足国际药企向国内转移 CRO 业务的人才需求。此外,由于国内存在明显的人力、物力成本优势,在药物研发各阶段研发费用仅为发达国家的30-60%。再如生产端,根据中国医药创新促进会数据显示,药明生物的连续生产工艺(CPM)将 ADC 单批次生产周期从40天缩短至28天,这也进一步提高了公司产品的交付能力。

另一方面,在当前一些主力的创新药研发方向上,中国也处于领先的水平,25年 ASCO 大会,中国创新药公司超70项研究入选口头报告,11项荣登重磅研究(LBA)舞台。抗体偶联药物(ADC)与双特异性抗体(双抗)成为两大焦点,会议共有69项双抗研究,其中34项来自中国,占据近一半席位(49%)。

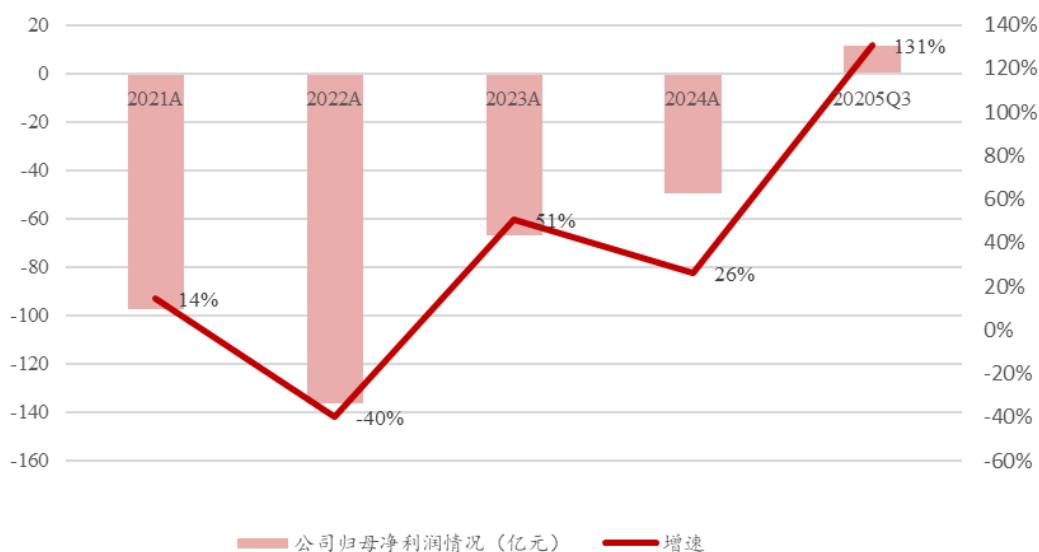
整体来看,我们认为中国创新药的产业趋势仍然会维持,在此背景下,BD 出海仍然是未来中国创新药发展的重要方向。

2.2 业绩兑现、关键品种进展值得后续重点关注

我们在上文中提到，化学制剂板块的上涨更多源自于估值扩张，当然，基本面的变化如 BD、政策变化等是触发行业估值扩张的核心因素，但板块估值扩张后，我们认为业绩的兑现情况或在更大程度上决定了后续的行​​情。

且值得关注的是，部分创新药公司已经开始逐步兑现业绩，如百济神州，根据公司 11 月 7 日公告，公司上调了 25 年营收预期的下限，公司预计 25 年营业收入从 358-381 亿元，上调至 362 至 381 亿元，同时，公司前三季度也实现首次盈利，公司第三季度营业收入达到 14 亿美元，同比增长 41%，公司的核心产品百悦泽在第三季度表现依旧优异，实现 51% 的增长，季度全球收入首次突破 10 亿美元。百悦泽持续保持增长势头，稳居美国市场领导地位，现已成为全球排名第一的 BTK 抑制剂。

图表 10.百济神州近年来归母净利润情况及增速



数据来源：wind，中银证券

除此之外，我们认为行业关键品种的进展也值得关注，如 PD-1/VEGF，我们认为该品种的进展在很大程度上会影响市场对创新药行业的情绪，主要原因：

一方面该品种过去的 BD 金额足够大，如今年 5 月，三生制药宣布其将向辉瑞独家授予公司自主研发的突破性 PD-1/VEGF 双特异性抗体 SSGJ-707 在全球（不包括中国内地）的开发、生产、商业化权利，根据协议，三生制药将获得 12.5 亿美元不可退还且不可抵扣的首付款，以及最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款。而之前，康方生物也将自身的 PD-1/VEGF 依沃西单抗在美国、欧洲、加拿大和日本的独家开发和商业化权益授予 Summit 公司，合作交易总金额达 50 亿美元，康方生物还将获得依沃西在授权地区销售净额的低两位数提成，由此可见产业界对 PD-1/VEGF 品种的重视程度。

另一方面，PD-1/VEGF 也展示出优异的临床数据，根据康方生物在 2024 年世界肺癌大会发布的数据，依沃西单抗与帕博利（K 药）单药一线治疗 PD-L1 表达阳性（PD-L1 TPS \geq 1）的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）的注册性 III 期临床研究中，沃西单抗相较于帕博利单抗单药显著延长了患者无进展生存期（PFS），显著降低患者疾病进展/死亡风险。

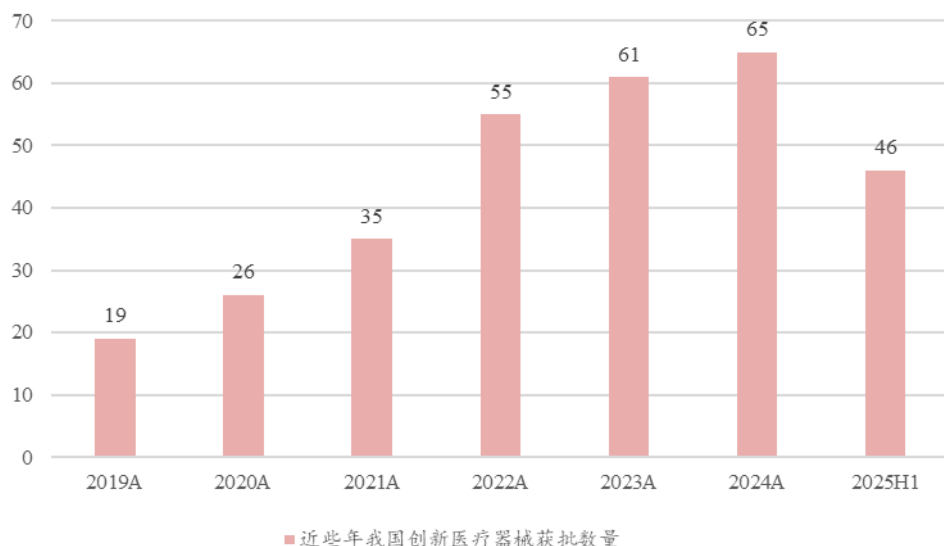
2024 年，K 药全球销售额 294.82 亿美元，而 PD-1/VEGF 头对头击败“K”药意义重大，未来的销售潜力值得期待，所以该品种的临床进展，十分值得关注。

2.3 医疗器械产业趋势与创新药类似，仍处于底部位置

我们认为医疗器械的产业周期与创新药类似，医疗器械也同样经历“集采-产品价格下降-企业盈利下降-企业加大研发投入-新产品上市-企业依靠新产品再次进入盈利周期”的过程。

从结果上看，也是如此，一方面，近些年我国创新医疗器械获批的数量明显增加，根据动脉网统计的数据，我国创新医疗器械的获批从 2019 年的 19 个，增加到 24 年的 65 个，且这种趋势仍在持续，截至 7 月 18 日，25 年已有 46 款创新医疗器械获批上市，预计 25 年的数量有望继续超过 24 年。

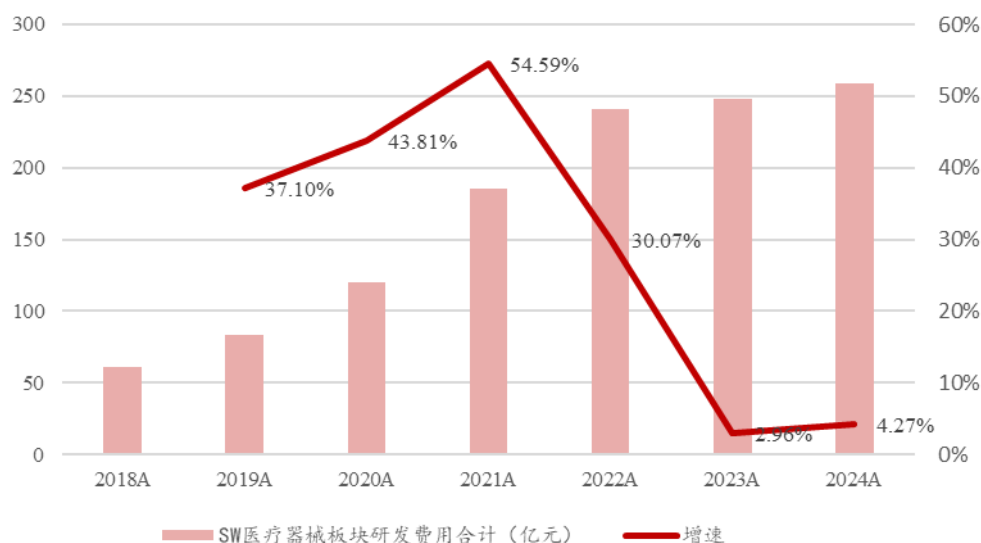
图表 11.近年来我国创新医疗器械获批数量情况



资料来源：动脉网，中银证券

与之对应，近些年医疗器械的研发投入也在持续增加，根据 wind 数据，SW 医疗器械板块研发费用合计也逐年增加，从 2018 年的 60.88 亿元增长到 2024 年的 259.13 亿元，年复合增长率为 27.3%，可以看到的是，23 年、24 年医疗器械行业的研发费用依然保持较高的水平，这也意味着未来医疗器械新产品上市的趋势也仍然大概率持续。

图表 12.申万医疗器械板块近年来研发费用情况合计

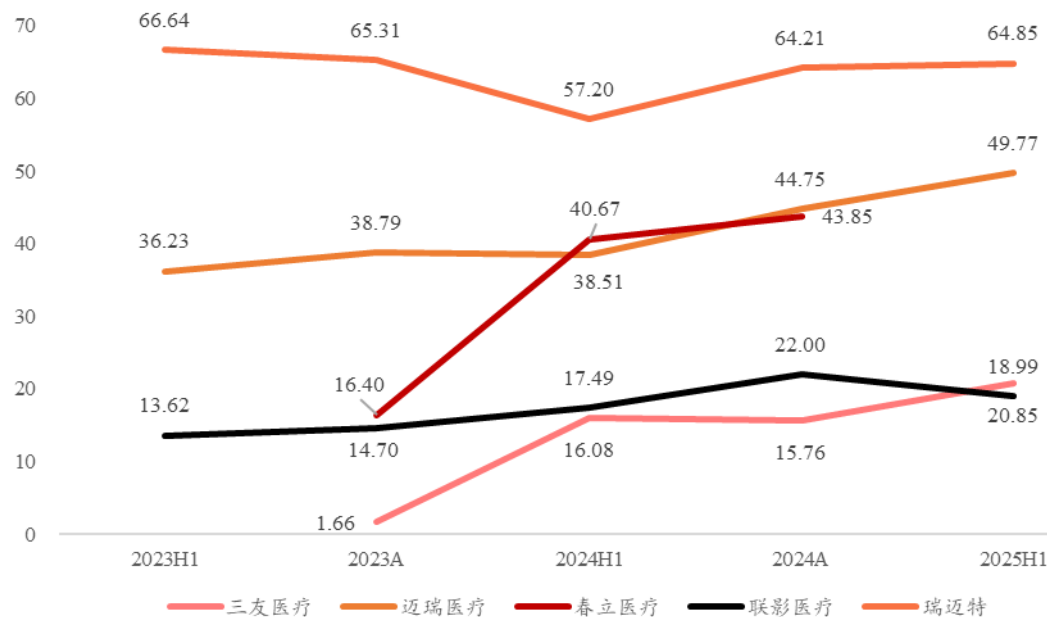


资料来源：wind，中银证券

除此之外，虽然医疗器械没有类似创新药 BD 的方式走向海外，但是医疗器械的国际化进展也在不断推进，根据中国医药保健品进出口商会统计数据显示，2025 年上半年，我国医疗器械进出口总额达 410.9 亿美元，同比增长 1.1%。其中，出口总额为 241.0 亿美元，同比增长 5.0%；进口总额为 169.9 亿美元，同比下降 3.9%。2025 年上半年实现贸易顺差 71.1 亿美元。

上市公司层面，多家上市公司海外收入占比逐步提升，如骨科领域春立医疗，其海外业务收入占比从 2023 年的 16.40% 提高到 2024 年的 43.85%，三友医疗海外业务收入占比从 2023 年的 1.66% 提升到 2025H1 的 20.85%，迈瑞医疗的海外占比也逐年提高，从 2023 年 H1 的 36.23% 提高到 2025H1 的 49.77%。

图表 13. 近些年部分医疗器械公司国际化收入占比情况 (%)



资料来源：wind，中银证券

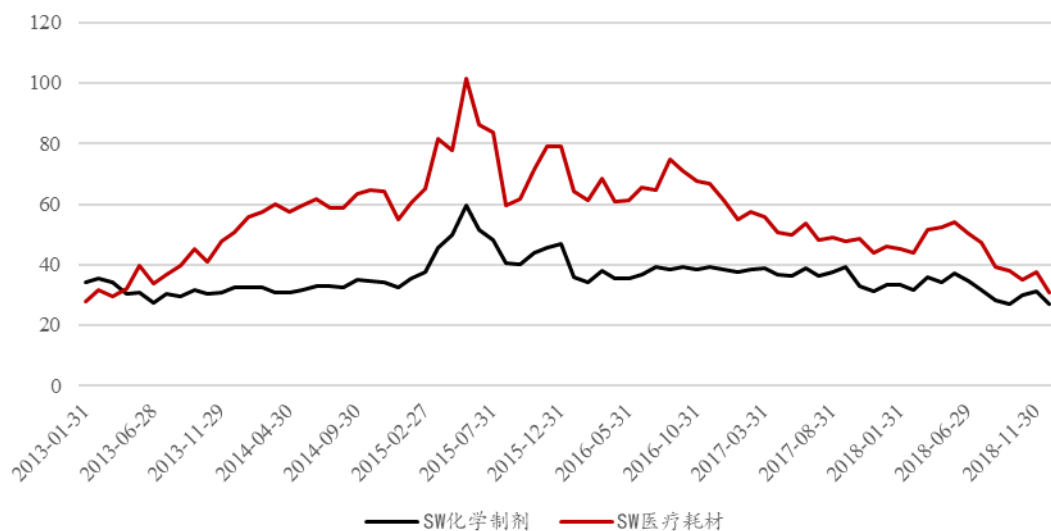
整体看，我国大部分器械企业出海仍然处于早期阶段，随着国内医疗器械的不断创新，海外市场空间广阔。

2.4 医疗器械的渠道壁垒有望逐步凸显

另一方面，我们认为医疗器械的渠道壁垒在未来也有望逐步体现，这种壁垒更多体现在产品粘性上，由于医疗器械等产品涉及医护人员的直接操作，而操作习惯、手术方式等习惯问题一般较难变化，所以医疗器械与药品直接处方相比，推广难度更大，这也意味着，具备渠道优势的龙头公司往往具备更高的壁垒。

从过去的市盈率上，也可以体现出这一点，在集采之前（2018 年之前），根据申万三级行业分类，大部分时间医疗耗材的市盈率均高于化学制药的市盈率。

图表 14.2013-2018 年申万化学制药板块和医疗耗材板块市盈率情况



资料来源: wind, 中银证券

而集采之后,在医疗器械领域,我们认为行业集中的趋势会进一步加速。

集采产品价格降低后,小企业的竞争压力越来越大。产品价格降低,一方面,小企业很难实现规模经济,在生产、销售等方面效率更低。另一方面,由于医疗器械渠道的壁垒,小企业的新产品推出后,也难以投入更多的资源进行推广,从而导致市场份额下降,竞争压力越来越大。

从海外的器械巨头的情况也可以看出,如美敦力、波士顿科学,史赛克等全球器械公司,虽然近些年这些公司的业绩增速已经趋于平稳,但市场仍然给予了较高的估值。

图表 15.部分海外医疗器械巨头市盈率情况

证券代码	公司	市盈率 (截至到 11 月 21 日)	24 年营收增速 (%)	24 年归母净利润增速 (%)
MDT.N	美敦力(MEDTRONIC)	24.17	3.64	(2.18)
EW.N	爱德华兹生命科学(EDWARDS)	33.44	8.57	197.68
BSX.N	波士顿科学(BOSTON SCIENTIFIC)	49.53	17.61	16.38
SYK.N	史赛克(STRYKER)	33.76	10.23	(5.43)
GE.N	通用电气航空航天(GE AEROSPACE)	36.98	9.49	(30.86)

资料来源: wind, 中银证券

三、医疗服务具备韧性，26 年有望逐步恢复

3.1 服务端短期承压，但行业逐步复苏

医疗服务板块 25 年的表现并不亮眼，从 25 年前三季度的业绩上来看，虽然不少公司收入端已经逐步回暖，如爱尔眼科，公司前三季度实现营收 174.84 亿元，同比增长 7.25%，但是归母净利润端仍然承压，前三季度归母净利润为 31.15 亿元，同比下滑 9.76%。

医疗服务板块仍然承压，源自多方面：1、受宏观经济影响，偏消费相关的业务如眼科屈光/视光业务相对承压；2、人工晶体集采、种植牙集采也使行业盈利能力受到一定的挤压；3、部分连锁医院扩张，布局国际化业务，折旧摊销逐步增大。

但我们认为，行业正逐步复苏，一方面，从前第三季度的业绩来看，不少公司的经营基本已经恢复平稳，如通策医疗、华厦眼科等，前三季度收入利润均实现正增长，另一方面，从行业的诊疗率上来看，数量也在逐步恢复，根据爱尔眼科中报，公司 2025 年上半年实现门诊量 924.83 万人次，同比增长 16.47%；手术量 87.9 万例，同比增长 7.63%。

图表 16. 医疗服务公司 25 年前三季度业绩增速情况

	2025 一季报营收 (亿元)	2025 中报营收 (亿元)	2025 三季报营收 (亿元)	2025 一季报归母净利润 (亿元)	2025 中报归母净利润 (亿元)	2025 三季报归母净利润 (亿元)
爱尔眼科	60.26	115.07	174.84	10.50	20.51	31.15
同比增速 (%)	15.97	9.12	7.25	16.71	0.05	(9.76)
通策医疗	7.45	14.48	22.90	1.84	3.21	5.14
同比增速 (%)	5.11	2.68	2.56	6.18	3.66	3.06
华厦眼科	10.93	21.39	32.72	1.50	2.82	4.34
同比增速 (%)	11.74	4.31	2.83	(4.00)	6.20	3.04
三博脑科	3.93	8.27	12.73	0.38	0.70	0.84
同比增速 (%)	16.78	17.54	20.26	14.56	4.60	(20.01)
澳洋健康	4.52	9.03	13.60	0.18	0.32	0.40
同比增速 (%)	(22.27)	(12.49)	(9.39)	(39.82)	(15.46)	3.71
何氏眼科	2.91	5.60	8.55	0.33	0.44	0.54
同比增速 (%)	2.35	(4.22)	(1.11)	12.27	84.19	232.18
盈康生命	4.09	8.43	13.58	0.30	0.62	0.87
同比增速 (%)	(1.73)	2.40	10.59	14.36	12.82	5.20
新里程	7.96	15.88	22.56	0.26	0.07	(0.38)
同比增速 (%)	(7.73)	(12.76)	(15.84)	5.11	(87.64)	(172.86)
普瑞眼科	7.42	14.59	22.01	0.27	0.15	0.16
同比增速 (%)	9.82	2.74	2.99	61.18	(66.12)	3.21
创新医疗	1.93	4.02	5.97	(0.14)	(0.11)	0.05
同比增速 (%)	(3.98)	(1.60)	(2.11)	368.03	(29.12)	(116.97)
皓宸医疗	1.43	3.14	5.27	(0.12)	(0.24)	(0.26)
同比增速 (%)	(12.58)	(17.90)	(17.03)	167.13	/	(295.68)
光正眼科	2.08	4.36	6.63	0.01	0.01	0.00
同比增速 (%)	4.32	(9.49)	(5.05)	(103.06)	11.38	(100.83)
国际医学	9.97	20.34	29.95	(1.06)	(1.65)	(2.94)
同比增速 (%)	(14.99)	(15.95)	(16.94)	1.37	(4.98)	38.45
美年健康	17.54	41.09	69.25	(2.75)	(2.21)	0.52
同比增速 (%)	(2.62)	(2.28)	(3.01)	(3.94)	2.59	110.53

数据来源：wind，中银证券

3.2 长期具备韧性，26 年低基数下服务板块有望逐步复苏

虽然医疗服务板块短期表现并不亮眼，但我们仍然看好医疗服务 26 年的机会，一方面，随着诊疗率、宏观消费的进一步恢复，板块在 25 年低基数效应下，行业有望逐步复苏；另一方面，从长期来看，我们认为行业依然具备韧性，行业的长期逻辑依然向好，以眼科为例：

- 1、我国老龄化的趋势愈发明显，老龄化的背景下，眼科行业的发病率预计逐步提高，行业具备韧性，中国人口出生的第一个高峰期是在 1963 年，达到 3000 万人，此后近 10 年时间内，每年出生人口都超过了 2500 万，而 1963 年初出生的人，在 2023 年初已经 60 岁，伴随着新生儿出生的下降，中国人口拐点出现。同时，近些年，伴随居民电子产品使用频率的增加，我们判断眼科疾病的发病率也会逐步增加。
- 2、集采、医保控费的背景下，小企业逐步退出。医疗服务对管理、人才、品牌、医疗水平、服务水平等因素要求很高，随着集采、医保控费的逐步推进，小企业的盈利能力以及口碑和质量很难维持，有望逐步退出，龙头公司有望持续受益。
- 3、眼科依然存在很多未解决的问题，如青光眼、病理性近视等，但近期伴随一些创新产品的上市，部分过去未解决的眼科问题有望得到突破，如病理性近视，后续伴随国内眼科补片的上市，相关问题有望得到解决。并且，预计国内眼科公司国际化布局及眼科一些新技术如“AI+眼科”、全新飞秒等逐步落地，眼科行业仍然存在增量空间。

四、投资建议

我们建议关注：

- 1、具备稳健增长的领域。医疗器械和药品是最先经历集采的板块，不少品种的影响已经逐步出清，且竞争格局也已经相对稳定，器械领域建议关注骨科：三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；药品领域建议关注：恒瑞医药、信立泰、京新药业、仙琚制药、康辰药业等标的。
- 2、创新药领域建议关注：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。
- 3、医疗服务领域，我们建议关注：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等。
- 4、其他方面，我们建议关注 CXO：阳光诺和、益诺思、昭衍新药、美迪西等标的；设备板块：联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗等标的；中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

五、风险提示

集采政策实施力度超预期的风险。若后续带量集中采购政策持续加码，企业端产品降价过多，可能对企业利润有较大负面影响。

企业研发不及预期风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，企业的研发投入、产品推广等方面，存在一定的研发不及预期风险。

产品销售不及预期风险。若相关创新产品在临床端推广阻力较大，产品销售不及预期，将会对长期经营产生不利影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10-20；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10-10 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371