

## 医药

## 医药行业 2026 年投资策略

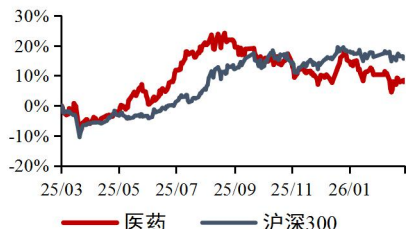
## 领先大市-B(维持)

## 多层次支付体系持续完善，中国创新初现锋芒

2026 年 3 月 19 日

行业研究/行业年度策略

## 医药板块近一年市场表现



资料来源：常闻

## 相关报告：

【山证生物医药 II】脑机接口术语标准发布：行业规范化里程碑，开启产业化加速期-行业政策点评 2025.9.24

【山证生物医药 II】PD-1/VEGF、PD-1/IL-2  $\alpha$ -bias、PD-L1 ADC、PD-1/VEGF/CTLA-4 潜力已现-创新药动态更新：NSCLC IO 疗法 2025.8.18

## 分析师：

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

杜鹏程

执业登记编码：S0760524110001

邮箱：dupengcheng@sxzq.com

张智勇

执业登记编码：S0760525080003

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

任欣平

## 投资要点：

➤ **政策呵护：中国医药创新大发展时代来临。**“十四五”以来国家药监局批准的创新药达到 204 个、创新医疗器械 265 个，其中 2025 年 1 到 7 月份，批准创新药 50 个、创新医疗器械 49 个。目前，我国医药创新药在研数目达到全球的 30% 左右。根据医药魔方发布的《2025Q1-Q3 医药交易趋势分析》年前三季度，中国医药交易 license-out 总金额共计 920.3 亿美元。中国创新药 BD 授权金额快速增长体现出中国创新药产业的快速发展和国际竞争力的提升。

➤ **商业健康险迎来大发展，多层次支付体系支持创新药&器械发展。**2024 年 7 月国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提出发展商业保险，合力助推创新药发展。国家医保局也多次表态探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围。2025 年 12 月 7 日，2025 版国家医保药品目录发布，本次调整新增 114 种药品，其中包括 50 个一类创新药。同期，国家医保局也公布了我国首版商业保险创新药目录。有 19 种药品被纳入商保创新药目录，包含了 CAR-T、TCE 疗法、双特异性抗体等热门靶点药物。“基本医保+商业健康险”的多层次支付模式，为具备国际领先水平的治疗技术和产品搭建了商业化路径，从实质上促进了中国创新药&器械发展。

➤ **CXO：中国制造扬帆出海&景气度回升。**中国 CXO 公司、生命科学上游公司凭借其过硬的技术实力和高效的服务优势以及极致的性价比，其全球市场竞争力持续提升。国内方面，随着创新药行业投融资环境逐步好转，CXO 公司 2025 年以来订单持续回暖，随着较低价格的订单执行完毕，2026 年有望获得订单量价齐升的局面。

➤ **器械&服务：技术驱动产业升级，重视脑机接口、AI 医疗等行业机会。**高端定制化医疗耗材代工行业突破 0-1 的阶段，龙头代工企业在产品质量、供应链安全稳定、供应效率和成本优势等多方面获得全球竞争力，供应链加速从欧美转移至中国的趋势出现。脑机接口产业技术持续进步。此外，AI 医疗也在持续发展，各种垂类模型、AI 应用快速发展。

➤ **投资策略：医药板块 PE 估值处于历史平均值以下。**考虑到 2026 年行业有望获得正增长，预计 2026 年板块会获得正收益。重点关注板块：创新药、CXO、AI 医疗、脑机接口、创新医疗器械、医疗设备招标复苏、消费复苏等。

➤ **风险提示：宏观经济环境风险、市场流动性风险、医药行业政策风险、地缘政治与国际贸易风险等。**



执业登记编码：S0760526010001

邮箱：renxinping@sxzq.com

## 目录

1. 投资策略：多层次支付体系支持创新大发展，中国创新初现锋芒.....	5
2. 医保统筹账户收入保持增长，一站式结算推动商保赋能创新.....	7
2.1 1~10月医保统筹基金收、支基本持平于去年同期.....	7
2.2 商保目录公布，创新产业链有望迎来增量.....	10
2.3 仿制药市场从控费转向保质，从价格内卷转向研发、审评管理.....	12
2.4 “十五五”规划展望更新篇章.....	12
3. 制药行业：中国创新药出海多点开花，生物类似药稳步商业化.....	14
3.1 中国创新药出海已现成效，ADC、双抗驱动全球肿瘤市场快速增长.....	14
3.2 全球原研专利密集到期，生物类似药商业化迎来机会.....	21
4. 医疗器械行业：政策暖风护航，需求释放奠定增长基础.....	23
4.1 政策体系优化：从监管规范到创新赋能.....	23
4.2 医疗设备：高端医疗设备国产化提质提速.....	24
4.3 医疗耗材：创新提升，出海加速.....	26
5. 医疗服务行业：政策深化与需求升级共振，优质服务价值凸显.....	29
5.1 医保支付改革深化，倒逼行业效率与质量双提升.....	30
5.2 民营医疗政策持续优化，差异化发展路径明确.....	30
5.3 数字化转型加速，提升服务效率与质量.....	31
5.4 连锁化与集团化趋势凸显，行业集中度提升.....	31
5.5 投资主线.....	32
6. CXO：中国制造出海&景气度回升.....	32
6.1 中国创新药研发与生物科技进步催动研发需求正循环.....	32
6.2 全球流动性宽松，生物科技投融资改善.....	33

6.3 政策环境与技术趋势共振.....	33
7. 估值比较.....	34
8. 风险提示.....	35

## 图表目录

图 1: 近年职工基本医保收支概况 (亿元, %)	8
图 2: 近年居民医保收支概况 (亿元, %)	8
图 3: 职工医保和居民医保当年收支结余情况 (亿元, %)	9
图 4: 职工医保和居民医保年末累计结余情况 (亿元)	9
图 5: 近年职工医保统筹账户收支概况 (亿元, %)	9
图 6: 职工医保统筹账户当年结余率 (%) 和累计结余/当年收支概况	9
图 7: 传统商业健康险对创新药械的支付规模占比	11
图 8: 我国创新药械市场当前支付结构以及潜在支付结构	11
图 9: 百万医疗险 2021-2024 年创新药理赔规模 (亿元)	11
图 10: 惠民保 2021-2024 年创新药理赔规模 (亿元)	11
图 11: License-out 交易首付款、总金额与一级市场融资金额对比 (2015-2025YTD)	14
图 12: 中国各疾病 II 期临床及以后临床情况	16
图 13: 全球肿瘤药物支出 (2019 - 2029) (十亿美元)	16
图 14: 全球抗体药物偶联物 (ADC) 与双特异性抗体市场规模, 2019 - 2029 年 (十亿美元)	17
图 15: 中国类似药市场规模及预测	21
图 16: 2024 年抗体类似药企业占中国类似药市场比例	21
图 17: 2020-2030 年全球重点专利药到期数量统计及预测	22
图 18: 2018-2026 年全球专利药到期前后市场规模预测	22



图 19: 中国医疗器械市场规模 (亿元, 出厂价) .....	24
图 20: 2025 中国医疗耗材出口数量指数月度走势 (上月基数为 100) .....	28
图 21: 2025 年出口结构趋势 (估算) .....	28
图 22: 医药生物(申万)板块和全部 A 股指数 PE 估值倍数及估值溢价率变化 (医药生物估值溢价率, 右轴, %) .....	34
图 23: 2025 年申万医药三级子行业涨跌幅 (%).....	35
表 1: 2025 年 1~10 月职工医保统筹账户收入和支出情况 (亿元, %) .....	8
表 2: 2025 年 1~10 月城乡居民医保账户收入和支出情况 (亿元, %) .....	8
表 3: 2025Q1~Q3 全球医药重磅交易 TOP10 (单位, 亿美元) .....	15
表 4: ADC 与免疫检查点抑制剂联合的临床疗效.....	17
表 5: 双特性抗体 II 期临床及以后临床实验结果.....	19
表 6: 2025 年脑机接口领域重要事件.....	25
表 7: 国内医疗器械企业出海案例.....	27

## 1. 投资策略：多层次支付体系支持创新大发展，中国创新初现锋芒

**政策呵护：中国医药创新大发展时代来临。**2015年8月国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，至此开启中国医药产业创新发展大时代，经过10年的积累，2024-2025年开始逐步开花结果。“十四五”国家药监局批准的创新药达到204个、创新医疗器械265个，其中2025年1到7月份，批准创新药50个、创新医疗器械49个。目前，我国医药产业规模位居全球第二位，创新药在研数目达到全球的30%左右。根据医药魔方发布的《2025Q1-Q3医药交易趋势分析》，2025年前三季度，中国医药交易license-out总金额共计920.3亿美元。2025年全年预计中国医药行业BD交易总金额超过1000亿美元，首付款和总金额均显著超过2024年，合作的紧密度也逐步提升（从完全卖断低比例分成，到与MNC合作全球开发并享有高比例销售分成）。中国创新药BD授权金额快速增长体现出中国创新药产业的快速发展和国际竞争力的提升。在出海难度最高的创新药领域，中国企业正在逐步通过license out, 参与国际多中心临床，中美双报等方式进入美国、欧洲等发达国家市场。

**“基本医保+商业保险”多层次支付体系支持创新药&器械发展。**2024年7月国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提到发展商业保险，合力助推创新药突破发展。商业健康险保费规模持续增长，2024年保费规模为9773亿元，有力的支持了创新药&器械发展。国家医保局支持医药创新，建立了以新药为主体的医保准入和谈判续约机制，创新药从上市到纳入医保的时间大大缩短。2024年11月27日，国家医保局发文《医保带来的发展新增量》，提到：“2018年至2023年，医保谈判新增药品协议期内销售收入超过5000亿元，其中医保基金支出3500亿元”。文章同时提到：“国家医保局正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策，预计在大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，更多提供差异化服务，吸引更多客户投保，促进商保市场与基本医保形成积极正向的良性互动，从而激活更多潜在资金投入商保，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。”2024年12月14日，全国医疗保障工作会议在北京召开。会议提出要探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。

2025年12月7日，2025版国家医保药品目录发布，此次调整新增114种药品，其中包括50个一类创新药。同期，国家医保局也公布了我国首版商业保险创新药目录。有19种药品被

纳入商保创新药目录，既有 CAR-T、TCE 疗法、双特异性抗体等热门靶点药物，也有神经母细胞瘤、戈谢病等罕见病治疗药品，还有阿尔茨海默病治疗药品等。“基本医保+商业健康险”的多层次支付模式，体现了：基本医保坚持“保基本”定位，商保则更偏重于创新、前沿的药物。多层次支付体系为具备国际领先水平的治疗技术和产品提过了商业化的便利路径，从实质上促进了中国创新药&器械发展。

**CXO：中国制造扬帆出海。**中国 CXO 公司、生命科学上游公司凭借其过硬的技术实力和高效的服务优势以及极致的性价比，其全球市场竞争力在持续提升，未来市场份额还有进一步提升空间。同时市场持续担忧的地缘政治影响有所缓和。近期，美国政府发布 2026 财年国防授权法案（NDAA）最终版本，并未明确点名药明康德等中国生物医药公司，为中国生物医药企业留下一定的回旋余地。国内方面，随着创新药行业投融资环境逐步好转，CXO 公司 2025 年以来订单持续回暖，随着较低价格的订单执行完毕，2026 年有望获得订单量价齐升的局面。

**器械&服务：医疗耗材逐步嵌入全球高端供应链体系，技术驱动产业升级，重视脑机接口、AI 医疗等机会。**高端定制化医疗耗材代工行业突破 0-1 的阶段，龙头代工企业在产品质量、供应链安全稳定、供应效率和成本优势等多方面获得全球竞争力，将持续获得跨国器械巨头高端产品的订单，供应链加速从欧美转移至中国的趋势出现。医疗设备方面，以迈瑞为代表的龙头企业在巩固中低端产品全球领先地位的同时，在中高端产品持续提升全球市占率；站稳发展中国家市场的同时，逐步提升在北美、欧洲等发达国家市场份额。国内方面：脑机接口产业技术持续进步，2025 年 7 月工业和信息化部等七部门联合印发《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，制定了脑机接口行业发展目标。脑机接口产业发展值得重点关注。此外，AI 医疗也在持续发展，各种垂类模型、AI 应用快速发展。

**内需：深度老龄化带来银发经济巨大空间，高性价比的产品与服务将。**中国人口老龄化程度将持续加深，医保支出压力将持续增大，国内内需将持续追求高性价比。仿制药数轮集采之后成本大幅降低、重点监控目录持续压缩辅助用药空间，腾龙换鸟之后，通过国家医保谈判的高性价比创新药获得了更多的市场空间、更快的市场准入时间。医疗器械集采也成为趋势，推动高性价比国产医疗器械进行进口替代。中医药在保健治疗方面具备成本优势，有望获得持续发展。随着商业健康险中长期照护险等险种的发展，康复养老产业市场空间有望打开。

**经过 6 年“上涨-下跌”，完成估值“扩张-收缩”的再平衡，新周期形成。**2019 年 1 月 2 日-2020 年 12 月 31 日，随着核心资产、创新药&器械、医疗服务等板块上涨，加之新冠疫情刺激，A 股医药生物指数（SW）持续上涨到 2021 年历史新高，随后进入 3 年的下跌调整期。自 2024

年 9 月 24 日以来，医药板块跟随大盘反弹，至 2025 年 9 月反弹至高点，此后逐步回落至今。目前 A 股申万医药生物板块 PE 为 29 倍左右（截至 2025 年 12 月 26 日），估值水平处于合理位置，板块并未出现整体性泡沫。

**投资策略：**目前医药板块 PE 估值 29 倍（截至 12 月 26 日、TTM、剔除负值），处于历史平均值以下。考虑到 2026 年行业有望获得正增长，预计 2026 年板块会获得正收益。重点关注板块：创新药、CXO、脑机接口、AI 医疗、创新医疗器械、医疗设备复苏、消费复苏（中药、医美、医疗服务）等。

## 2. 医保统筹账户收入保持增长，一站式结算推动商保赋能创新

### 2.1 1~10 月医保统筹基金收、支基本持平于去年同期

根据国家医保局统计数据，2025 年 1~10 月，统筹基金收入 23520.10 亿元，统筹基金支出 19036.24 亿元。相比较于 2024 年 1~10 月的数据，统筹基金的收支增速分别为 1.97%、-0.68%，收支增速趋缓，但在以收定支的前提下，收支基本维持均衡。2025 年前十个月，统筹基金当期结余率 19.06%，2024 年同期为 16.91%，2025 年结余比例有所增加。

统筹基金池区分职工和城乡居民来看，2025 年 1~10 月，职工医保（含生育保险）统筹基金收入和支出分别为 15151.14 亿元、10939.94 亿元，当期结余率 27.79%。收入和支出比 2024 年同期分别增长 5.80%、2.25%，当期结余率提高 2.51 个百分点。城乡居民医保统筹基金收入和支出分别为 8368.97 亿元、8096.29 亿元，当期结余率 3.26%。收入和支出比 2024 年同期分别减少 4.30%、4.37%，当期结余率提高 0.08 个百分点。

从整体来说，医保基金收入仍然保持增长，增幅比上年回落，支出增速同样回落，但仍然高于收入增速。

从 2024 年累计结余/当年支出比数据看，职工医保统筹账户为 2.30，职工医保总账户为 2.35，均为近十年最高值。居民医保账户为 0.77，高于两保合一后近 7 年的均值 0.73，但远低于职工医保账户的比值，显示出城乡居民医保与职工医保之间的分化。

表 1：2025 年 1~10 月职工医保统筹账户收入和支出情况（亿元，%）

时间	基金收入	统筹账户收入	统筹账户收入占比	基金支出	统筹账户支出	统筹账户支出占比
2024 年全年	23732.47	17342.45	73.07%	19102.54	13222.71	69.22%
2024 年 1-10 月					10699.48	
2025 年 1-10 月	-	15151.14	-	-	10939.94	-
增速	-	5.80%	-	-	2.25%	-

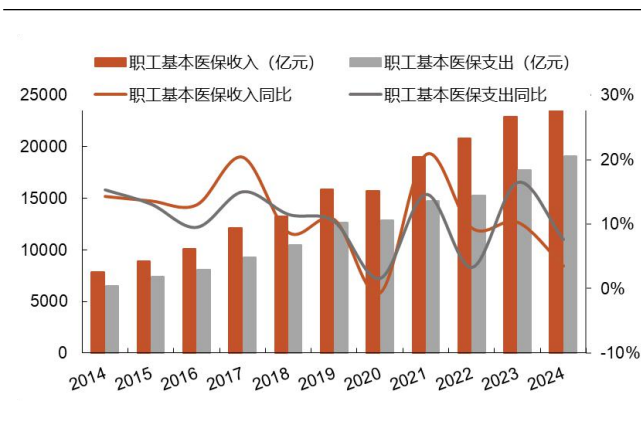
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

表 2：2025 年 1~10 月城乡居民医保账户收入和支出情况（亿元，%）

项目	2024 年 1-10 月	2025 年 1-10 月	增速
基金收入	8744.57	8368.97	-4.30%
基金支出	8466.40	8096.29	-4.37%

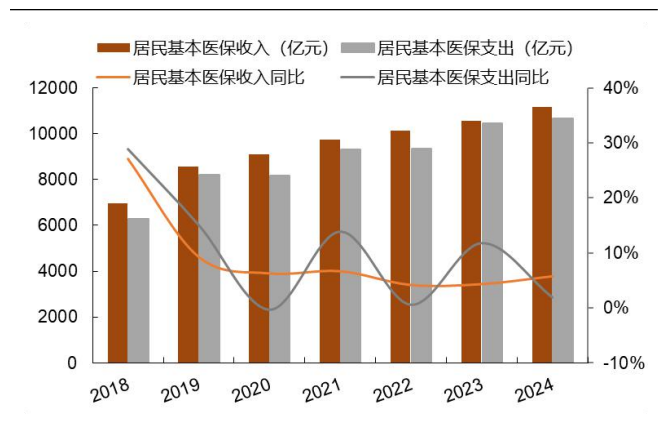
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 1：近年职工基本医保收支概况（亿元，%）



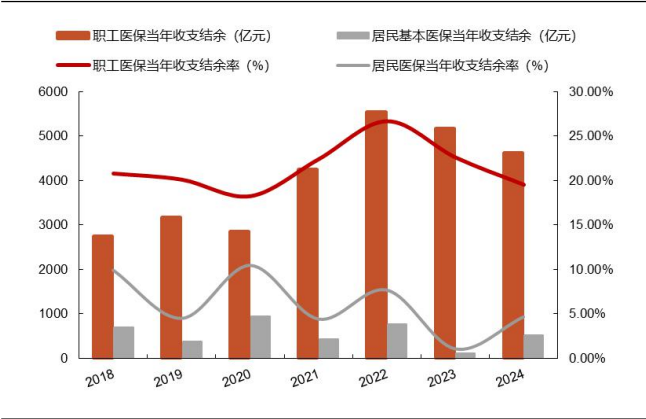
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 2：近年居民医保收支概况（亿元，%）



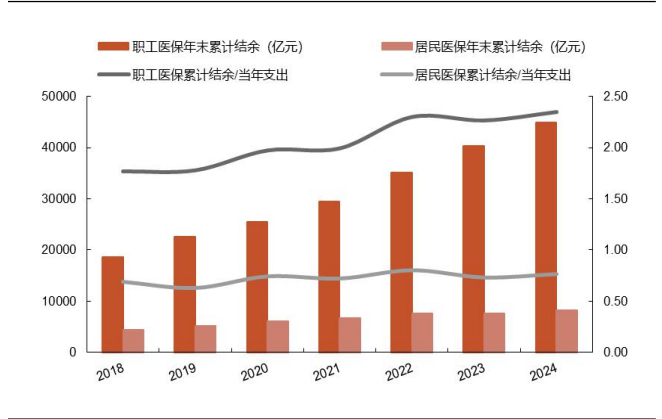
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 3：职工医保和居民医保当年收支结余情况（亿元，%）



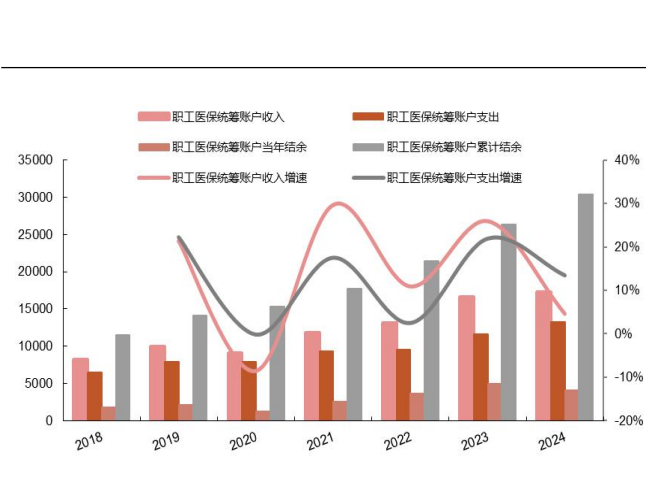
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 4：职工医保和居民医保年末累计结余情况（亿元）



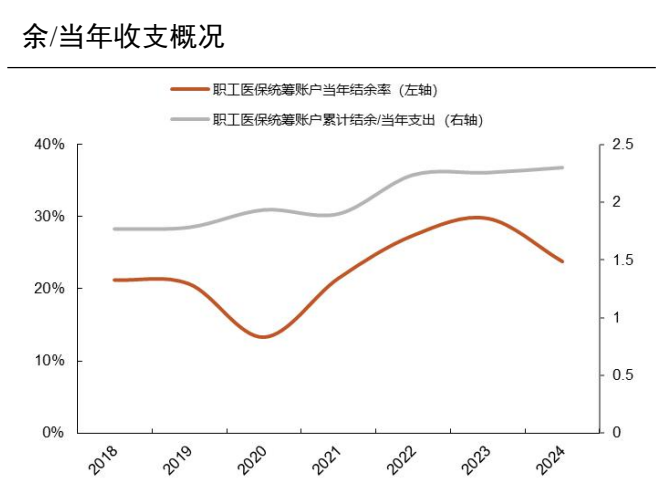
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 5：近年职工医保统筹账户收支概况（亿元，%）



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 6：职工医保统筹账户当年结余率（%）和累计结余/当年收支概况



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

## 2.2 商保目录公布，创新产业链有望迎来增量

2025 年医保谈判首次增加商业健康保险创新药目录，使得创新药支付端有望从单一医保支付转向“医保+商保”。商保目录主要考虑纳入超出医保“保基本”定位、暂时无法纳入医保目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，2025 年参与谈判的品种中，首批 19 款创新药被纳入商业健康保险目录，其中包括高值药物（如 CAR-T 疗法）和罕见病药物等。

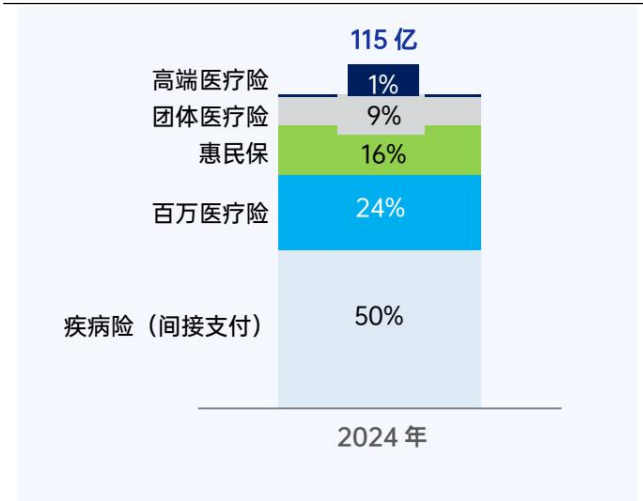
根据国家医保局局长章轲在 2025 创新药高质量发展大会上的致辞，国家医保局连续 8 年调整医保药品目录，包括今年在内累计调入了 949 种新的药品，医保基金为协议期内，以新药为主的谈判新增药品累计支出 4600 亿元，拉动销售超 6000 亿元。据此测算，该项支出占统筹基金累计支出比例约 3.12%。基本医保作为“保基本”的基金，更注重保障广覆盖与支付公平性，在支持创新的基调下，对部分高值创新药械的支付仍有限制。在老龄化和宏观经济增速放缓背景下，我国医保基金对创新药的支付正面临挑战。

商业健康保险是“1+N”多层次医疗保障体系的重要组成部分。根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2025）》，2024 年预计创新药销售市场规模 1620 亿元，但支付结构失衡：医保基金支付约 710 亿元，覆盖 44%；个人现金支付约 786 亿元，占比 49%；商业健康险支出约 124 亿元，仅贡献 7.7%，商业健康险支付占比尚没有达到理想水平。

根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2025）》的数据，2024 年传统商业健康险（包含惠民保、百万医疗险、企业补充医疗险、高端医疗险及疾病险）对创新药械的赔付总规模约 115 亿元。其中，惠民保、百万医疗险是创新药械主要的直接支付方，支付规模分别较 2023 年增长 17%和 24%。

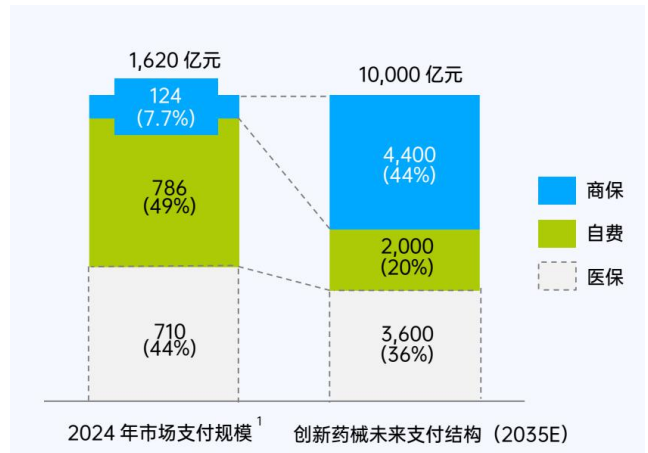
预计到 2035 年我国医药市场规模将超过 3.4 万亿元。随着创新药械的不断获批、集采仿制药替代等因素，假设创新药械占医药市场规模的比例在未来十年不断提升，达到 30%左右，则 2035 年创新药械市场规模将达到 1 万亿元；相较于 2024 年的 1620 亿元，年复合增长率约为 18%。参考成熟市场，假设我国个人自费支出占比下降至 20%，则到 2035 年，创新药械销售额中医保支付和个人支付的金额占比将分别下降至 36%和 20%，这意味着在商保规模及支付力度充分释放的情况下，我国商业健康险对创新药械的支付规模约为 4400 亿元，对创新药市场的支付占比需要达到 44%左右。

图 7：传统商业健康险对创新药械的支付规模占比



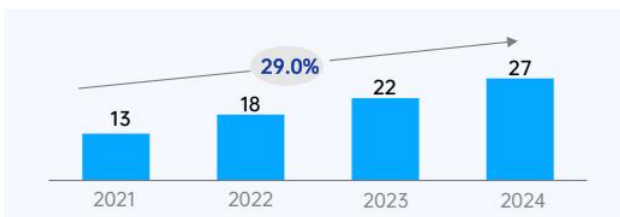
资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2025）》，中再寿险，镁信健康，BCG，山西证券研究所

图 8：我国创新药械市场当前支付结构以及潜在支付结构



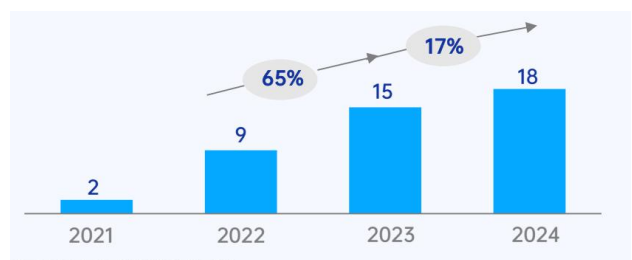
资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2025）》，中再寿险，镁信健康，BCG，山西证券研究所

图 9：百万医疗险 2021-2024 年创新药理赔规模(亿元)



资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2025）》，中再寿险，镁信健康，BCG，山西证券研究所

图 10：惠民保 2021-2024 年创新药理赔规模(亿元)



资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2025）》，中再寿险，镁信健康，BCG，山西证券研究所

2024 年，商业健康险的保费规模为 9773 亿元，预估疾病险占比约 47%，医疗险约 44%，护理失能险约占 9%。这一近万亿元的商业保险资金池，是我国创新药支付领域的重要资金来源。当前第一版商保目录已经公布，未来随着多元支付体系的逐步构建，商保的持续发力，均将有力促进创新产业链的增量发展。

### 2.3 仿制药市场从控费转向保质，从价格内卷转向研发、审评管理

2025 年 6 月 13 日，国务院常务会议研究了优化药品和耗材集采有关举措。会议提出要加强药品和耗材集采政策评估，总结经验、补齐短板，推动集采工作规范化制度化常态化开展。要加强对药品和耗材生产、流通、使用全链条质量监管，扎实推进仿制药质量和疗效一致性评价。

7 月 24 日，在“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会上，国家医保局表示，将按照国务院常务会议研究通过的优化集采措施，坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则，优化具体的规则。在中选规则方面，优化了价差计算的“锚点”，不再以简单的最低价作为参考，同时报价最低企业要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价；在质量保证方面，要求投标药品的生产线两年内不存在违反药品生产质量管理规范的情形。从今年集采情况来看，集采品种价格竞争形势有所缓解。

此外，近期国家药监局密集发布仿制药药品批件送达信息。据不完全统计，在 2025 年 12 月，有接近 200 个品种被拒。往前追溯，2023 年 9 月，国家药监局药品审评中心发布《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（征求意见稿）》，明确指出：自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请，这是从品种受理环节防止过度扎堆的“预警”。2025 年 12 月初，国家药审中心起草发布了《化学仿制药药学研究重大缺陷（试行）（征求意见稿）》和《化学仿制药生物等效性研究重大缺陷（试行）（征求意见稿）》，进一步将反内卷提前至仿制药研发、申请的环节。

我们认为，从集采价格的优化，到前置审批环节对同质化品种的管理，这是对集采常态化时期新的仿制药过度重复建设的“反内卷”风暴，标志着仿制药进入“高质量竞争”阶段，鼓励优质企业以“质优价实”赢得市场，遏制恶性低价竞争，将更加有利于医药产业的高质量发展。

### 2.4 “十五五”规划展望更新篇章

2025 年 10 月 23 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》

（以下简称“十五五”规划建议）通过并公布，为医药生物产业后续的发展指引了清晰的方向。围绕医药生物行业发展，“十五五”规划重点提及：1）前瞻布局未来产业，推动生物制造、脑机接口等成为新的经济增长点。2）加强原始创新和关键核心技术攻关，完善新型举国体制，采取超常规措施，全链条推动高端仪器、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。3）健全多层次医疗保障体系，推进基本医疗保险省级统筹，优化药品集采、医保支付和结余资金使用政策。4）强化公共卫生能力，加强疾控体系建设，防控重大传染病；健全医疗、医保、医药协同发展和治理机制，促进分级诊疗；以公益性为导向深化公立医院编制、服务价格、薪酬制度、综合监管改革，加强县区、基层医疗机构运行保障；优化医疗机构功能定位和布局，实施医疗卫生强基工程，推进全民健康数智化建设；加强慢性病综合防控，发展防治康管全链条服务；全方位提升急诊急救、血液保障和应急能力；加强医疗卫生队伍能力和作风建设；推进中医药传承创新，促进中西医结合；支持创新药和医疗器械发展；加强心理健康和精神卫生服务。5）发展医育、医养结合服务。推推行长期护理保险，健全失能失智老年人照护体系，扩大康复护理、安宁疗护服务供给。

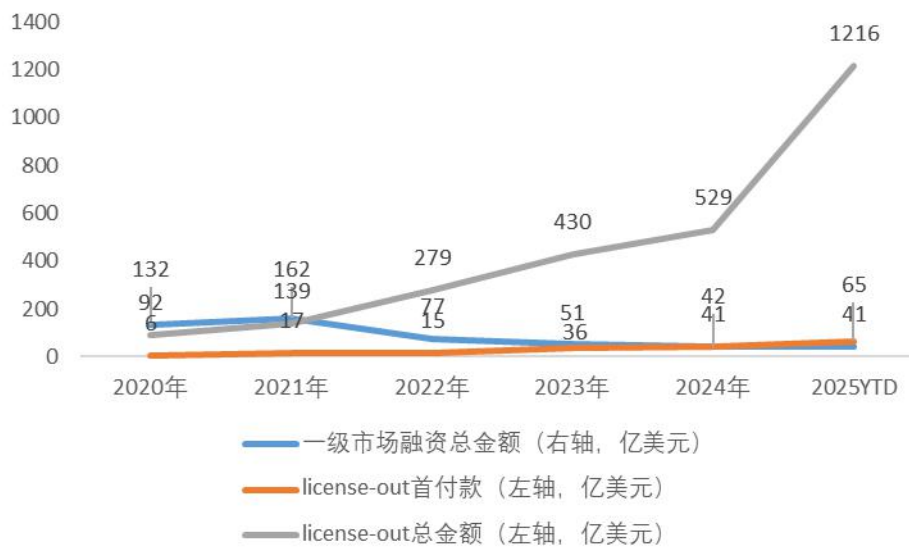
### 3. 制药行业：中国创新药出海多点开花，生物类似药稳步商业化

#### 3.1 中国创新药出海已现成效，ADC、双抗驱动全球肿瘤市场快速增长

国产创新药具备 BIC/FIC (Best-in-Class/First-in-Class) 潜力的品种借助授权的方式进入海外市场。据医药魔方数据库统计，中国在研新药管线数量在全球占比超过三分之一，与第一的美国相近。2023-2025 年中国创新药行业进入了一个对外授权的收获期。license-out 总金额的增速和规模显著超过了一级市场融资额。据医药魔方数据库统计，2025 年 YTD (YTD:2025 年初到 2025 年 12 月数据统计节点)，一级市场融资 41 亿美元，license out 总额达到 1216 亿美元，总金额相比 2024 年翻倍，license out 首付款达到 65 亿美元 (+58.5%)。

2025Q1~Q3，全球交易交易焦点在 ADC、双抗、以及蛋白降解剂、siRNA。根据医药魔方数据，2025 年一季度-三季度 10 笔全球重磅交易中，7 笔的“转让方”为中国公司，占据了绝对主导地位，包括启德医药、恒瑞医药、三生国健/三生制药、晶泰科技、舶望制药、石药集团、和铂医药，TOP10 中 PD(L)1/VEGF 双抗均为来自国内药企。所有“受让方”均为跨国制药巨头 (MNC)，受让方为 GSK、BMS、辉瑞、诺华、阿斯利康、罗氏等巨头。

图 11: License-out 交易首付款、总金额与一级市场融资金额对比 (2015-2025YTD)



资料来源：医药魔方《中国生物医药 BD 交易洞察报告》，医药魔方 NextPharma®数据库，山西证券研究所

(YTD:2025年初到2025年12月数据统计节点)

表 3：2025Q1~Q3 全球医药重磅交易 TOP10（单位，亿美元）

时间	转让方	受让方	交易项目	药理类型	疾病	首付款	交易总额
0113	启德医药	Biohaven&AimedBio	GR1017; 赋能合作伙伴多个靶点 ADC 药物	FGFR3 抗体偶联药物	肿瘤	-	130
0728	恒瑞医药	GSK	HRS-9821; 其他 11 个项目	PDE3/4 抑制剂	慢性阻塞性肺病	5	125
0602	BioNTech	BMS	PM8002	抗 PD-L1/VEGF-A 双特异性抗体	肿瘤	15	111
0520	三生国健/三生制药	Pfizer	SSGJ-707	抗 PD-1/VEGF 双特异性抗体	肿瘤	12.5	61.5
0623	晶泰科技	DoveTree	小分子及抗体候选药物; AI+机器人药物发现平台	小分子及抗体类药物	肿瘤、自免、神经系统疾病	5.1	59.9
0915	Monte Rosa Therapeutics	Novartis	two preclinical immunology portfolio; degraders to treat immune-mediated diseases	降解剂	免疫相关疾病	1.2	57
0903	舶望制药	Novartis	BW-00112; siRNA 候选药物; 两款早研阶段分子	siRNA	心血管疾病、高血脂/高胆固醇血症	1.6	53.6
0613	石药集团	AstraZeneca	AI 引擎双轮渠道的高效药物发现平台, 口服小分子候选药物	口服小分子	自身免疫性疾病	1.1	53.3
0312	Zealand Pharma	Roche	petrelintide	amylin 类似物	肥胖	14	53
0321	和铂医药	AstraZeneca	multi-specific antibodies	多特异性抗体	免疫相关疾病	-	46.8

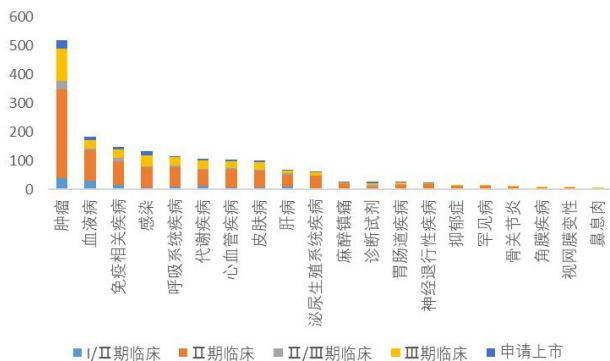
资料来源：医药魔方《2025Q1~Q3 医药交易趋势分析》，NextPharma®数据库，山西证券研究所

中国创新药临床研发集中在肿瘤、血液病、免疫相关疾病。根据医药魔方数据，中国临床 II 期临床及以后临床中，肿瘤以 519 项项目居首，血液病（182 项）和免疫相关疾病（146 项），血液疾病涵盖血液肿瘤与罕见血液病；感染（133 项）、代谢疾病（107 项）、心血管疾病（102 项）为高发常见病。未来十年，这些疾病大类将重塑创新药市场。

乳腺癌、多发性骨髓瘤和非小细胞肺癌是驱动全球肿瘤市场增长的三大核心力量。根据 IQVIA 数据，全球肿瘤药物总支出将从 2019 年的 1440 亿美元，增长至 2029 年预期的 4410 亿美元。市场规模在十年间将翻三倍以上，年复合增长率超过 11%，是全球医药市场中增长最快的领域之一。乳腺癌份额最大，患者基数庞大，治疗周期长，且不断有突破性新药（如 ADC 药物、CDK4/6 抑制剂等）上市并广泛应用，推高整体费用。多发性骨髓瘤 是增长最快的领

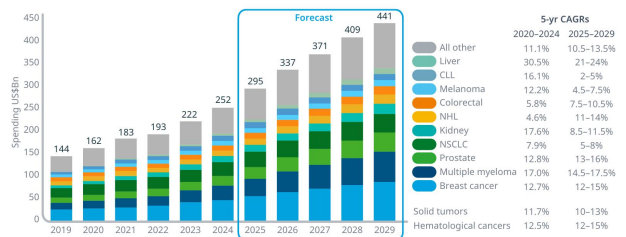
域之一，虽患者数相对较少，但创新疗法（如双特异性抗体、CAR-T、新型免疫调节剂与蛋白酶体抑制剂）层出不穷，疗效提升带来更长的治疗周期，使单人治疗费用高昂。非小细胞肺癌则因为靶向治疗和免疫治疗已深刻改变治疗范式，针对不同突变基因的新药持续推出，患者需要药期支撑了巨大的市场规模。

图 12：中国各疾病 II 期临床及以后临床情况



资料来源：《中国创新药商业化十年回顾与展望》，医药魔方 NextPharma®数据库，山西证券研究所

图 13：全球肿瘤药物支出（2019 - 2029）（十亿美元）



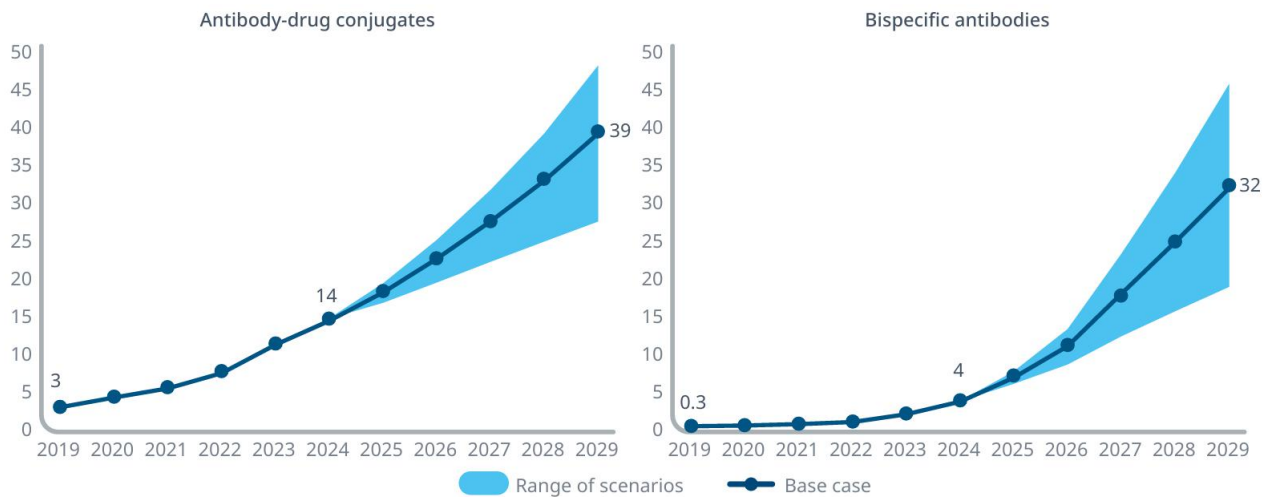
资料来源：IQVIA 《Global Oncology Trends 2025》，山西证券研究所

抗体药物偶联物（ADC）和双/多特异性抗体代表了癌症治疗中增长最快的领域之一。创新的治疗模式通过高度靶向的疗法，在改善患者预后方面展现出巨大潜力。

根据《frontiers in Cell and Developmental Biology》Dan Wu 2025，截至 2025 年 6 月，全球共有 19 种 ADC 获批用于治疗各种血液恶性肿瘤和实体肿瘤。根据 IQVIA 数据，2024 年 ADC 的全球市场规模达到 140 亿美元。

根据《American Pharmaceutical Review》数据，已有十多种双特异性抗体获得 FDA 批准，自 2021 年以来，双特异性抗体新药的加速上市推动了该领域市场规模直至 2024 年的快速增长。根据 IQVIA 数据，2024 年双特异性抗体全球市场规模达到 40 亿美元。

图 14：全球抗体药物偶联物（ADC）与双特异性抗体市场规模，2019 - 2029 年（十亿美元）



资料来源：IQVIA 《Global Oncology Trends 2025》，山西证券研究所

抗体-药物偶联物（ADCs）联合免疫检查点抑制剂（ICI）临床治疗肿瘤已被初步验证。经典 ADC 靶点（如 HER-2、CD30 和 CD79b）在多种肿瘤治疗中取得了显著效果。ADC 与免疫疗法的结合展现出显著的协同潜力，通过靶向递送细胞毒性药物直接杀死肿瘤细胞，还能诱导 ICD（免疫原性细胞死亡）并增强肿瘤微环境中的免疫反应。生物学理论表明，ADC 通过触发免疫原性细胞死亡、树突状细胞激活和记忆 T 细胞激活等机制与癌细胞和免疫细胞相互作用，获得长期抗肿瘤免疫，并最终与免疫疗法产生潜在的协同效应。目前有多项临床在将 ADC 与免疫检查点抑制剂结合治疗多种癌症，包括乳腺癌、胃癌和非小细胞肺癌，HER2、Trop2、Nectin-4 等 ADC 早期临床试验的初步证据报告了有效的疗效数据。

表 4：ADC 与免疫检查点抑制剂联合的临床疗效

靶点	ADC	公司	NCT 号	阶段	免疫检查点抑制剂
HER-2	Trastuzumab emtansine	罗氏	NCT02924883(KATE2)	II	PD-L1 单抗阿替利珠单抗
			NCT03032107	Ib	PD-1 单抗帕博利珠单抗
	Trastuzumab deruxtecan	第一三共/阿斯利康	NCT02605915	Ib	PD-L1 单抗阿替利珠单抗
			NCT04379596 (DESTINY-Gastric03)	Ib/II	PD-L1 单抗伐利尤单抗 或帕博利珠单抗

			NCT04042701 (DS8201-A-U106)	Ib	PD-1 单抗帕博利珠单抗
			NCT03523572 (DS8201-A-U105)	Ib	PD-1 单抗纳武利尤单抗
			NCT03334617 (HUDSON)	II	PDL1 单抗度伐利尤单抗
	Disitamab vedotin	荣昌生物/辉瑞	NCT04280341 (RC48-C013)	I	PD-1 单抗特瑞普利单抗
			NCT04264936(RC48-C014)	Ib/II	PD-1 单抗特瑞普利单抗
Trop2	Sacituzumab govitecan	吉利德科学	NCT04448886 (Saci-IO HR +)	II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
			NCT03424005 (Morpheus-TNBC)	Ib/II	PD-L1 单抗阿替利珠单抗
			NCT05186974 (EVOKE-02)	II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
	Datopotomab deruxtecan	第一三共/阿斯利康	NCT04526691(TROPION-Lung02)	Ib	PD-1 单抗帕博利珠单抗
			NCT03742102(Begonia)	Ib/II	PDL1 单抗度伐利尤单抗
	SKB264	科伦博泰/默沙东	NCT05351788	II	PD-L1 单抗塔戈利单抗
Nectin-4	Enfortumab vedotin	安斯泰来/辉瑞	NCT04223856(EV-302)	III	PD-1 单抗帕博利珠单抗
			NCT03288545(EV-103)	I/II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
			NCT04225117(EV-202)	II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
FLOR1 (FR $\alpha$ )	Mirvetuximab soravtansine	艾伯维/华东医药	NCT03835819	II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
TF	Tisotumab vedotin	辉瑞/Genmab/再鼎医药	NCT03786081	Ib/II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
B7-H3	Enoblituzumab	MacroGenics/天镜生物	NCT02475213	I	PD-1 单抗帕博利珠单抗
LIV-1	Ladiratumab vedotin	默沙东/辉瑞	NCT02099058	I/Ib	PD-1 单抗纳武利尤单抗
CEACAM5	Tusamitamab ravtansine	Immunogen/赛诺菲	NCT04524689 (CARMEN-LC05)	II	PD-1 单抗帕博利珠单抗
Claudin18.2	LaNova Medicines-302	正大天晴	NCT05994001	Ib/II	PD-1/CTLA-4 单抗卡度尼利单抗

资料来源：《Clinical and Experimental Medicine》Yahui Lv 2025, 《Mechanism of action and future perspectives of ADCs in combination with immune checkpoint inhibitors for solid tumors》，山西证券研究所

全球多种用于双特异性抗体在临床展现优异的疗效。用于双重信号抑制剂的双抗 PD-1×VEGF 双抗和 T 细胞聚集器（TCE）的双抗都在血液肿瘤和实体瘤展现出优异的疗效。双重检查点抑制剂双抗如 PD-1/CTLA-4 在宫颈癌、胃癌中国获批。

HER2×HER2 是主要开发领域之一，其过度表达是多种实体肿瘤的主要驱动因素，如乳腺癌（BC）、胃或胃食管交界癌（G/GEJC）、非小细胞癌（NSCLC）、BTC、子宫内膜癌和结直肠癌（CRC）。针对 PD-1 和血管内皮生长因子（VEGF）的 PD-1×VEGF 双抗联用化疗或单药在一线肺鳞癌和一线 PD-L1 阳性 NSCLC mPFS 均优于 PD-1 单抗帕博利珠单抗，是潜在的一

线标准疗法。

双特异性 TCE 通过同时结合 T 细胞受体 (TCR) 复合体的 CD3ε 亚基和特异性 TAA 将天然 CD4 和 CD8 T 细胞与肿瘤细胞连接起来。TCE 在多种血液肿瘤均观察到临床获益。CD3×CD19 双抗已经在 Ph+ALL 临床相比化疗展现 OS 优势。CD3×CD20 双抗在复发/难治性卵泡性非霍奇金淋巴瘤 (NHL)、复发或难治性弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 观察到疗效。在难治性或复发性多发性骨髓瘤 (R/R MM) 中, CD3×CD38、CD3×BCMA、CD3×GPRC5D 双抗已显示出令人鼓舞的治疗潜力。CD3×DLL3 双抗相比化疗, 取得小细胞肺癌后线 OS 获益。

表 5: 双特性抗体 II 期临床及以后临床实验结果

公司	靶点	药物	适应症	阶段	临床结果
Zymeworks/百济神州	HER2xHER2	Zanidatamab; Zanidatamab	HER2+ mBTC with disease progression on gemcitabine-based ChT; Neoadjuvant stage I node-negative HER2+ eBC	IIb; II	mBTC ORR 41.3%; eBC pCR 36%
康宁杰瑞/石药集团/赛诺菲	HER2xHER2	Anbenitamab; Anbenitamab + docetaxel; Anbenitamab + ChT	Previously treated HER2+ (队列 1) or HER2-low (队列 2) G/GEJC; 1L HER2+ BC; 2L HER2+ G/GEJC	II; II; II	队列 1: ORR 56%, 队列 2: ORR 14%; ORR 76.4%; ORR 40%
Merus NV	HER2xHER3	Zenocutuzumab	Previously treated NRG1+ solid tumors (56% NSCLC 25% PDAC 19% others)	II	ORR 34%
安进	CD3xCD19	Blinatumomab (MT103)	Adults ALL Ph+/-; pediatric ALL Ph+/-	III	mOS 7.7 v 4.4 个月
安进	CD3xCD19	Blinatumomab (MT103)	R/R B-ALL Ph+; MRD positive B-ALL Ph+/-	II; II	mOS 9.0 个月; Undetectable MRD 85% in CR1 and 72% in CR2
安进	CD3xCD19	Blinatumomab (MT103)	Consolidation of Ph- B-ALL	III	5-year OS rate 82.4% v 62.5%
Genentech/罗氏	CD3xCD20	Mosunetuzumab; Mosunetuzumab + CHOP	R/R FL after two prior lines of systemic therapy; 1L DLBCL	II; II	ORR 80% (CR 60%); ORR 95%; CRR 90%
Genmab/艾伯维	CD3xCD20	Epcoritamab	R/R FL after two or more lines of systemic therapy	II	ORR 82%, CR 60%
辉瑞	CD3xBCMA	Erlanamab	R/R MM refractory to at least one proteasome inhibitor one immunomodulatory drug and one anti-CD38 antibody; R/R MM with previous 4 lines of therapy	II; II	ORR 57.7%; ORR 73%
Immunocore	CD3xgp100	Tebentafusp	HLA-A*02:01-positive unresectable or metastatic uveal melanoma	III	mOS 21.6 v 16.9 个月(mFUP 36 个月)
安进	CD3xDLL3	Tarlatamab	ES-SCLC with disease progression on or after platinum-based chemotherapy	II	ORR 40%
Affimed GmbH	CD30xCD16A	Acimtamig	(R/R) PTCL	II	ORR 32.4%; CR 10.2%
安进	CD3xCD19	Blinatumomab + dasatinib	1L Ph+ ALL	II	Molecular response 60% after two cycles 72% after five cycles

公司	靶点	药物	适应症	阶段	临床结果
安进	CD3xCD19	Blinatumomab + ponatinib	1L or R/R Ph+ ALL or CML in lymphoid blast phase	II	1L ALL 87% CMR; R/R ALL 92% ORR; CML 83% ORR
安进	CD3xCD19	Blinatumomab + ChT	1L KMT2A-rearranged infant ALL	II	2-year DFS 81.6%; 2-year OS 93.3%
罗氏	CD3xCD20	Glofitamab + gemcitabine-oxaliplatin	R/R DLBCL	III	mOS 25.5 v 12.9 个月(HR 0.62)
强生	EGFRxMET	Amivantamab + ChT	1L EGFR Exon20ins NSCLC	III	mPFS 11.4 v 6.7 个月 (HR 0.40)
强生	EGFRxMET	Amivantamab + lazertinib	1L EGFR ex19 deletion or L858R NSCLC		mPFS 23.7 v 16.6 个月 (HR 0.70)
强生	EGFRxMET	Amivantamab + lazertinib + ChT	2L EGFR ex19 deletion or L858R NSCLC after progression on osimertinib	III	mPFS 8.3 v 6.3 v 4.2 个月
Zymeworks/百济神州	HER2xHER2	Zanidatamab + fulvestrant-palbociclib	Hormone receptor—positive/HER2+ mBC	II	ORR 35%; mPFS 11.3 个月
Merus NV	HER2xHER3	Zenocutuzumab + trastuzumab + vinorelbine	HER2+ mBC	II	DCR 77%
百利天恒	EGFRxHER3	Izalontamab + ChT	2L EGFR/ALKwt NSCLC	II	ORR 31.3%
康方生物	PD-1xCTLA-4	Cadonilimab + ChT ± bevacizumab	1L cervical cancer	III	mPFS 12.7 v 8.1 个月 (HR 0.62); mOS not reached (27.0 个月 to not estimable) v 22.8 个月 (HR 0.64)
康方生物	PD-1xCTLA-4	Cadonilimab + ChT; Cadonilimab + FLOT	1L HER2- G/GEJC; Neoadjuvant G/GEJC	III	mOS 14.1 v 11.1 个月 (HR 0.66); pCR 21.1%
康宁杰瑞	PD-L1xCTLA-4	Erfonilimab (KN046) + nab-paclitaxel	1L TNBC	II	ORR 44%; mDoR not mature mPFS 7.33 个月 (8.61 个月 in PD-L1+ v 4.73 个月 in PD-L1-); mOS 30.92 个月.
康宁杰瑞	PD-L1xCTLA-4	Erfonilimab (KN046) + ChT; Erfonilimab + lenvatinib	1L NSCLC; 1L HCC	II; II	NSCLC ORR 46%; HCC ORR 51.9%
康方生物/Summit	PD-1xVEGF	Ivonescimab + ChT	NSCLC 队列 1: 1L EGFR/ALKwt ; 队列 2: 2L EGFRmut; 队列 3: 2L	II	队列 1: ORR 53.5%; mPFS not reached (59.1% at 12 个月); 队列 2: ORR 68.4%; mPFS 8.5 个月; 队 列 3: ORR 40% mPFS 7.5 个月
康方生物/Summit	PD-1xVEGF	Ivonescimab + ChT	EGFRmut NSCLC in PD after EGFR TKI	III	mPFS 7.1 v 4.8 (HR 0.46)
三生制药/辉瑞	PD-1xVEGF	SSGJ-707+Chemo	1L Nsq NSCLC; 1L sq NSCLC	II	ORR 58.6%; cORR 75%
普米斯 /BMS/Biontech	PD-L1xVEGF-A	PM8002/BNT327 + ChT	EGFRmut NSCLC in PD after EGFR TKI	II	ORR 54.7%
Compass /科望医药	DLL4xVEGF	CTX-009 + paclitaxel	2L/3L mBTC	II	ORR 37.5%

资料来源:《Am Soc Clin Oncol Educ Book》Lorenzo Guidi 2025,《Bispecific Antibodies in Hematologic and Solid Tumors: Current Landscape and Therapeutic Advances》、《A Spotlight on the PF' 4404 (SSGJ-707 / PF-08634404) Clinical Development Strategy》, 辉瑞官方材料, 山西证券研究所(注: 治疗线数: 例如 1L 指的是一线治疗; 2L 指二线治疗; 3L 指三线治疗。疾病与医学状况: 包括各种癌症和疾病, 例如 ALL 是急性淋巴细胞白血

病；BC 是乳腺癌；BTC 是胆道癌；CR 是完全缓解；DLBCL 是弥漫性大 B 细胞淋巴瘤；FL 是滤泡性淋巴瘤；HR 是风险比；MM 是多发性骨髓瘤；mOS 是中位总生存期；mPFS 是中位无进展生存期；NSCLC 是非小细胞肺癌；ORR 是总缓解率；pCR 是病理学完全缓解；PD 是疾病进展；R/R 是复发和/或难治性；SCLC 是小细胞肺癌；TNBC 是三阴性乳腺癌。药物与疗法：例如 ADC 是抗体药物偶联物；ChT 是化疗；TKI 是酪氨酸激酶抑制剂。分子与靶点：包括 ALK 是间变性淋巴瘤激酶；BCMA 是 B 细胞成熟抗原；CD3 是分化簇 3；CTLA-4 是细胞毒性 T 淋巴细胞相关蛋白 4；EGFR 是表皮生长因子受体；HER2 是人表皮生长因子受体 2；VEGF 是血管内皮生长因子等。其他术语：例如 wt 指野生型。)

### 3.2 全球原研专利密集到期，生物类似药商业化迎来机会

我国生物类似药行业当前处于快速发展阶段。根据中国医药工业信息中心数据，截至 2024 年，我国已有 87 款生物类似药获批上市（包含胰岛素），涉及 23 个药品通用名和 41 家制药企业。其中，抗体类似药获批 46 款，在现已上市的生物类似药中占比超 50%，是我国生物类似药的主要品类。贝伐珠单抗（11 款）、阿达木单抗（7 款）、曲妥珠单抗（5 款）为三大重点品种，获批数量排名居前。多肽、融合蛋白类和胰岛素类似药获批数量也在持续增长，以 GLP-1 类似药为代表的利拉鲁肽（3 款）加速进口替代。

截至 2024 年，我国抗体类似药在售企业数 15 家，复宏汉霖、齐鲁制药、信达生物 3 家第一梯队企业合计市场规模占比 70%，占据主要市场份额。此外，在贝伐珠单抗、阿达木单抗等增量品种中，在售企业数均超过 8 家，充分竞争的市场格局已然形成。

图 15：中国类似药市场规模及预测

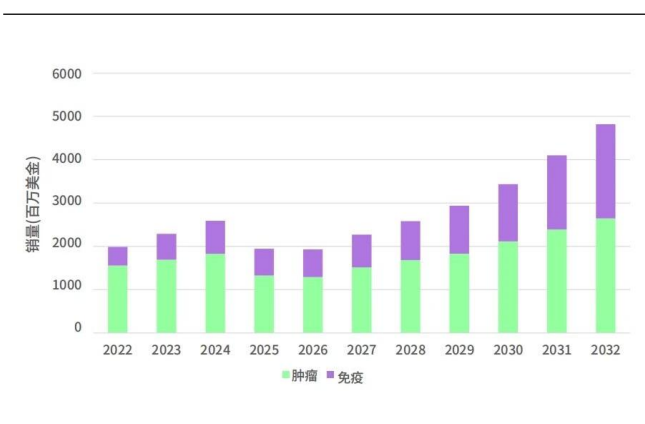
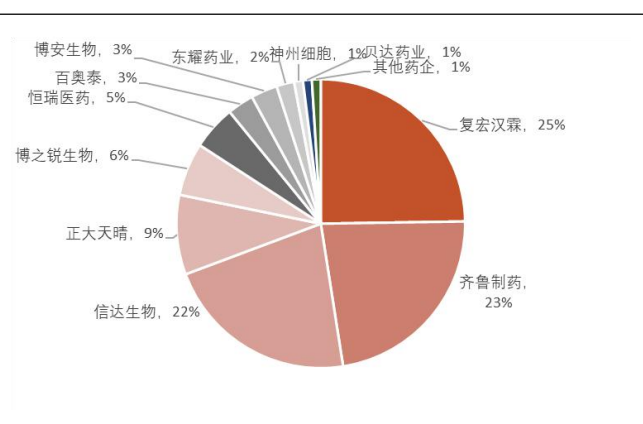


图 16：2024 年抗体类似药企业占中国类似药市场比例

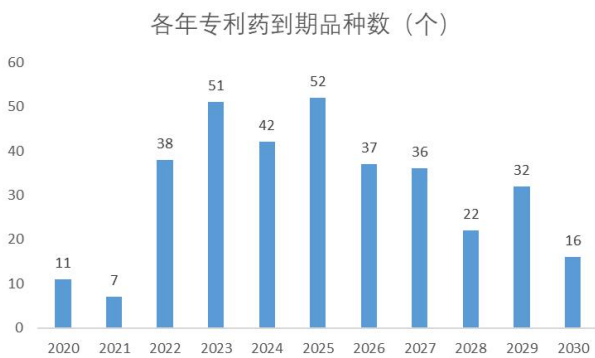


资料来源：科睿唯安中国生物类似药市场分析报告，山西证券研究所

资料来源：《中国仿制药发展报告（2025年）》，山西证券研究所

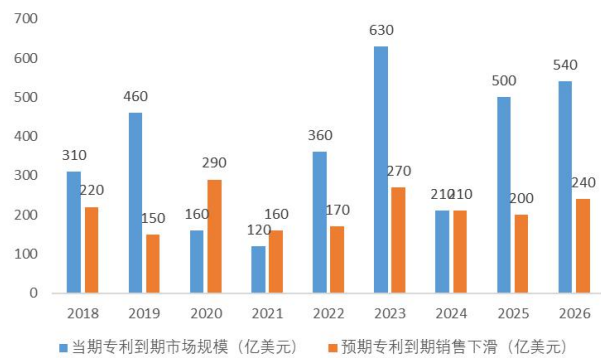
全球原研专利密集到期，海外仿制药市场迎来爆发期。21世纪以来，医药史上经历了专利到期的高峰时段，一些大型跨国制药公司陆续有多款药品专利到期，一大批“重磅炸弹”药品专利保护期也已届满，专利到期后仿制药企业进入。原研药企业可能选择退出市场或降低产量，仿制药将迎来快速占据市场的机会。同时，全球老龄化加剧，专利药昂贵，为减轻医保支付压力，多国政府积极鼓励仿制药，仿制药有望保持持续强势增长。国内药企积极布局海外短缺的仿制药和生物类似药，健友股份、甘李药业、东阳光药已经布局到期专利药，利用国内大分子抗体药和生物制品的研发优势，布局阿达木单抗、利拉鲁肽、甘精胰岛素等生物类似药。有望陆续美国上市，参与到全球仿制药市场中。

图 17：2020-2030 年全球重点专利药到期数量统计及预测



资料来源：资料来源：GreyB《DRUG PATENTS EXPIRATION: 2026-2030 REPORT》，GreyB《List - 91 Drug Patents that are Expiring between 2020 to 2022》，GreyB《List - 51 Drug Patents that are Expiring in 2023》，GreyB《List - 54 Drug Patents that are Expiring in 2024》，《List - 65 Drug Patents

图 18：2018-2026 年全球专利药到期前后市场规模预测



资料来源：万邦医药招股说明书援引 Evaluate Pharma 数据，山西证券研究所

that are Expiring in 2025》，山西证券研究所

## 4. 医疗器械行业：政策暖风护航，需求释放奠定增长基础

### 4.1 政策体系优化：从监管规范到创新赋能

2025 年医疗器械行业政策环境呈现显著优化趋势，形成“监管提质+创新激励+市场扩容”的政策组合拳。2025 年初国务院印发《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》，明确到 2027 年构建适配创新发展的监管体系，通过“提前介入、一企一策”的研审联动机制，将医疗器械临床试验审评审批时限从 60 个工作日缩短至 30 个工作日，为临床急需的医用机器人、脑机接口设备等高端装备开辟优先审批通道。

同时，集采政策逐步走向理性温和，在扩大覆盖范围的同时兼顾企业创新动力，而商业健康保险的蓬勃发展则为高价值创新器械提供多元支付支撑，进一步畅通创新成果的商业化落地路径。IPO 监管层面释放积极信号，科创板第五套上市标准重启并迎来首家过会医疗器械企业，为具备突破性创新技术但短期盈利较弱的企业打开资本市场通道，重构行业估值体系。

2024 年设备更新政策落地初期受流程周期、财政压力等因素影响，全年医疗器械招标投标市场规模同比下降 21.1%，但年末已呈现明确复苏态势，12 月招标额同比增长 37%。进入 2025 年，政策落地节奏加快，医院积压采购需求逐步释放，叠加政策要求 2027 年医疗领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上的长期目标，将持续驱动医疗设备市场扩容。

人口老龄化加剧进一步强化行业刚性需求。截至 2024 年底，我国 60 岁及以上老年人口达 3.1 亿（占比 22%），正式进入中度老龄化社会，关节置换、脊柱矫形等骨科手术需求持续增长，同时慢性病诊疗、康复护理等相关医疗器械需求也将同步提升。根据 IQVIA 预测，2025 年，尽管部分领域与企业面临阶段性挑战，产业整体仍展现出强劲韧性，市场规模保持增长。尽管增速放缓，中国仍是全球第二大单一国家医疗器械市场。未来五年，预计整体行业将保持个位数复合增速，到 2030 年，中国医疗器械整体市场规模将达到 5700 亿元。

图 19：中国医疗器械市场规模（亿元，出厂价）



资料来源：IQVIA，动脉智库，山西证券研究所

## 4.2 医疗设备：高端医疗设备国产化提质提速

### 4.2.1 国产手术机器人快速成长

2025 年高端医疗设备领域呈现加速增长态势，其中手术机器人赛道政策扶持力度最强、增长最快。根据国家高性能医疗器械创新中心等机构联合发布的《中国手术机器人行业发展报告》，中国手术机器人整体市场规模从 2019 年的 24.7 亿元人民币增长至 2023 年的 60.1 亿元人民币，年度复合增长率为 24.9%。

细分领域中，骨科手术机器人受益于老龄化驱动的刚性需求，已从顶级三甲医院逐步下沉至二级与专科医疗机构，成为部分手术的“标准配置”。国家药监局数据显示，2014-2020 年之间，我国仅有 8 家企业的 10 款国产手术机器人产品获批，其中获批的国产产品仅有 3 家企业的 4 款产品。而到 2024 年底，全国已有 64 家企业的总计 115 款手术机器人产品获批，全面覆盖了腔镜、骨科、神外、穿刺等手术机器人细分领域。其中国产品牌占获批总数的 81.7%，达 94 款，进口品牌共计 21 款，占比 18.3%。

#### 4.2.2 脑机接口：产业化拐点来临，医疗与创新双轮驱动增长

脑机接口（BCI）作为连接大脑与外部设备的战略性前沿技术，通过采集、解析大脑神经元电信号，实现“意念控制”或神经信号反馈，其核心价值在于突破生理限制，为医疗康复、人机交互等领域带来革命性变革。

2025 年全球脑机接口行业迎来标志性拐点，马斯克旗下 Neuralink 官宣 2026 年大规模量产开启产业化进程，叠加国内外政策密集加持与医保支付破冰，行业发展逻辑从技术研发驱动转向“技术落地+商业化变现”双轮驱动。根据中国信息通信研究院联合脑机接口产业联盟发布的《脑机接口技术与应用研究报告（2025 年）》指出，当前全球脑机接口市场已达到数十亿美元规模，预计到 2030 年将突破百亿美元。据麦肯锡测算，全球脑机接口仅在医疗应用领域 2030 年市场规模就有望达到 400 亿美元，到 2040 年有望突破 1450 亿美元。行业投资需聚焦技术突破确定性强、临床场景落地清晰的标的，重点关注核心技术企业、国产替代关键环节及多场景应用布局企业，同时警惕技术路径不确定性、长期安全性验证等核心风险。

表 6：2025 年脑机接口领域重要事件

技术路线	研发主体	最新技术进展（2025 年）	核心优势
侵入式	Neuralink（美国）	第二代手术机器人单根电极植入时间压缩至 1.5 秒，植入深度达 50mm	信号采集分辨率高，可触达深层神经元
	脑虎科技（中国）	采用半导体微纳加工工艺，制成超柔性 256 通道电极阵列，实现“高通量、高分辨率、低侵入”三重技术突破。	无需插入脑组织，可实现与 Neuralink 相媲美的性能，且大幅降低了植入风险
	智冉医疗（中国）	成功为一名 52 岁大脑功能区胶质瘤患者植入新一代柔性脑机接口，可实现高通量单细胞动作电位采集。	中国首例超百通道侵入式柔性脑机接口的临床植入手术
半侵入式	Synchron（美澳）	Stentrode 血管内支架式电极，无需开颅，通过血管植入	规避开颅手术风险，兼顾信号精度与安全性
	心玮医疗	完成第一例非人灵长类动物实验	信号质量优于非侵入式，安全性高于深部植入
非侵入式	中科院深圳先进院（中国）	研发团队开发了一款重量仅有 1.7 克的头戴式成像显微镜，实现了自由活动下小鼠神经元活动与血氧代谢的同步高时空分辨成像	可实现神经血管耦合机制精准解析；非侵入无创伤
	Meta+CTRL-Labs（美国）	推出基于表面肌电图（sEMG）的通用型非侵入性神经运动接口。该接口以腕带形式呈现，能够精准捕捉手腕部位的神经信号，识别包括点击、滑动和捏合在内的多种手势意图	无需通过侵入性手术，佩戴便捷；成本较低，易规模化推广

资料来源：新浪网，解放日报，中新网，凤凰网，南开大学官网，深圳商报，36 氩，砍柴网，快科技，爱范儿，智东西等公开信息整理，山西证券研究所

2025 年 7 月，工信部等七部委联合印发《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，为国内首个国家级脑机接口产业政策文件，明确两大核心阶段目标：2027 年实现关键技术突破，建立技术、产业、标准三大体系，产品性能达国际先进水平；2030 年培育 2-3 家全球领军企业，构建具有国际竞争力的产业生态，综合实力跻身世界前列。政策同时划定五大核心任务与三大工程，聚焦核心软硬件攻关、高性能产品打造、多场景应用落地，为产业发展划定清晰路径。

医保政策破冰成为国内脑机接口商业化落地的关键催化剂。2025 年 3 月湖北省率先出台全国首个脑机接口医疗服务价格项目，侵入式脑机接口植入费 6552 元/次、取出费 3139 元/次，非侵入式适配费 966 元/次，该价格远远低于美国同类手术，大幅降低患者就医成本；随后广东、上海等省市跟进出台相关政策，医保覆盖范围持续扩大，为技术临床普及扫清支付障碍。

### 4.3 医疗耗材：创新提升，出海加速

2025 年，全球医疗供应链格局正经历一场静默而深刻的重构。在后疫情时代需求回归常态、地缘政治摩擦持续发酵、各国医保体系面临成本压力的多重背景下，中国医疗耗材产业并未如部分预期般陷入停滞，反而以远超市场预期的韧性与结构性升级，实现了出口规模与质量的共振提升。2025 年 11 月中国医疗仪器及器械出口金额为 19.6 亿美元，同比增长 9.7%。

2024 年 11 月中国医疗仪器及器械出口金额为 17.9 亿美元。这一数据不仅标志着行业从疫情后低谷中强势复苏，更揭示了一个深层趋势：中国医疗耗材的出海进程，已彻底告别单纯依靠价格优势的“贸易出海” 1.0 时代，正加速迈入以技术创新、本地化运营和全球品牌建设为核心的“体系出海” 3.0 阶段。这一转变的驱动力，既来自国内集采政策倒逼企业寻求增量市场的内生动力，也源于全球老龄化加剧、新兴市场医疗基建扩张与发达国家设备更新周期重启的外部需求共振。在这一宏大叙事中，我们看到的不仅是出口数字的增长，更是一场关乎中国制造业全球地位、医疗科技自主能力与产业生态重构的深远变革。

从体量与增速的宏观图景来看，2025 年的医疗耗材出口呈现出“总量稳健、结构跃迁”的鲜明特征。尽管低值耗材——如一次性医用手套、注射器、医用纱布和急救包——在出口总量中仍占据主体地位，但其增长动能已明显放缓，增速趋于平缓，部分品类甚至面临价格

持续承压的困境。这一现象的背后，是全球市场对低成本基础耗材的饱和与贸易壁垒的叠加效应。然而，真正驱动行业整体增长的引擎，已悄然转向高值耗材与高端设备配套产品。血管介入类器械、骨科植入物、眼科手术耗材、血液透析设备及配套管路、电生理导管等高技术壁垒产品，其出口增速普遍达到两位数以上，部分领先企业甚至实现 30% 以上的海外收入增长。这种结构性转变，本质上是“中国制造”向“中国创造”转型在医疗领域的具象化体现。长期研发投入、严格质量管控与精准市场策略铸就了企业的出海成果，它们共同构成了中国医疗耗材出海的“高价值脊梁”。

表 7：国内医疗器械企业出海案例

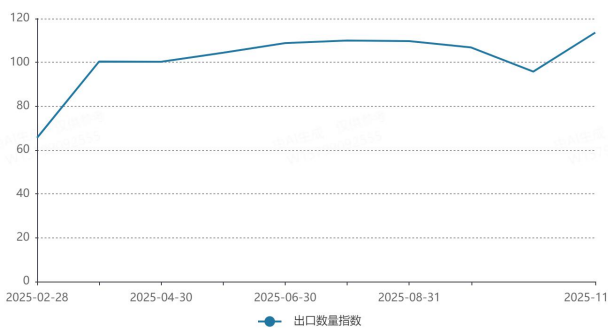
证券简称	2025 年中报海外收入（亿元）	海外收入同比增速	海外收入占比（%）
南微医学	8.98	43.81%	58
振德医疗	12.97	13.00%	61.75
奥美医疗	14.04	6.36%	83.72
心脉医疗	12.32	77.07%	17.25
三鑫医疗	1.87	67.27%	24.58
爱迪特	3.27	34.43%	67.3
安杰思	1.63	18.28%	53.81
鱼跃医疗	6.07	26.63%	13.03
迈瑞医疗	83.32	5.39%	49.77

资料来源：Wind，证券日报网，山西证券研究所

在出海进程中，中国医疗耗材产业将从“制造出海”到“产品输出”到“体系出海”。第一阶段，即“制造出海” 1.0，以 OEM/ODM 代工为主，企业依赖生产端优势抢占市场份额。如美好医疗、昌红科技、海泰新光等。第二阶段，“产品与注册出海” 2.0，是当前行业的主流形态。企业不再满足于贴牌生产，而是投入巨资获取 FDA、CE MDR、日本 PMDA 等国际权威认证，以自有品牌将高值耗材直接推向发达国家市场，产品需要通过严苛的临床验证和质量审核，建立起“技术可靠、性价比高”的国际口碑。第三阶段——“产能与生态出海” 3.0。这一阶段的核心特征，是企业不再仅仅销售产品，而是构建起覆盖研发、生产、销售、服务、培训的全链条本地化运营体系，形成“中国研发+海外制造+全球销售”的新范式，并通过收购海外本土品牌、与当地顶尖医院和分销商建立长期战略合作、设立海外技术服务中心等方式，深度融入当地医疗生态。

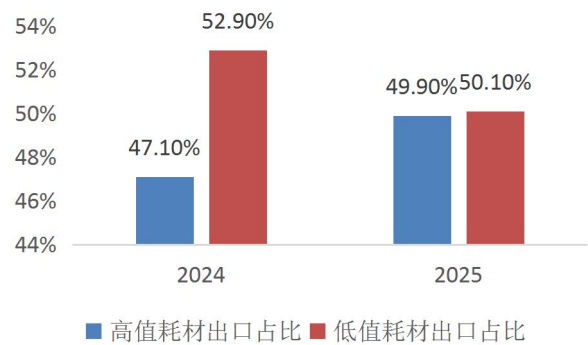
中国医疗耗材出海的前景广阔，核心机遇首先来自全球市场的刚性需求与降本压力的双重共振。全球人口老龄化趋势不可逆转，心血管疾病、骨科退行性疾病、癌症等慢性病的发病率持续攀升，直接拉动了介入手术、植入物、诊断设备等高值耗材的长期需求。与此同时，无论是美国的《通胀削减法案》、欧盟的医保控费政策，还是新兴市场的医疗普惠计划，都在迫使医疗机构寻求更具成本效益的替代方案。中国企业在该领域提供的产品，往往在性能上与国际巨头相差无几，而价格却较低，这种“高性价比”优势在当前经济环境下具有极强的吸引力。其次，全球供应链的区域化重构为“中国+1”战略提供了绝佳契机。欧美企业推动供应链多元化，但并非完全“去中国化”，而是寻求“中国+”的平衡。中国企业在海外建厂，恰恰能以更低的成本、更近的物流、更灵活的响应，成为区域供应链中不可或缺的一环。第三，国内创新成果正进入集中收获期。过去十年，中国在脉冲场消融（PFA）导管、生物可降解支架、AI 辅助手术导航、微创手术机器人配套耗材等领域取得了突破性进展。微电生理、心脉医疗等创新企业的产品已陆续获得 FDA 或 CE 认证，预计将在 2026 至 2028 年间迎来海外销售的爆发式增长，这将成为行业未来五年最核心的增长引擎。

图 20：2025 中国医疗耗材出口数量指数月度走势（上月基数为 100）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：2025 年出口结构趋势（估算）



资料来源：Wind，山西证券研究所

器械出海仍面临挑战，日益复杂且严苛的合规环境增加了出海进程的不确定性。欧盟的医疗器械法规（MDR）和体外诊断法规（IVDR）已全面实施，对产品技术文档、临床证据、上市后监管的要求达到了前所未有的高度，企业需投入大量资金和人力进行持续合规管理。美国 FDA 的 510(k) 审批周期长、不确定性高，对创新产品的审查尤为严格。其次，地缘政治

风险持续发酵。尽管当前出口数据向好，但欧美国家“去风险化”政策的长期趋势未变，未来可能通过技术封锁、供应链审查、碳足迹认证等非关税壁垒，对特定品类或企业设置障碍。第三，海外市场的本土化竞争正日趋激烈。在东南亚、拉美等新兴市场，当地企业正加速崛起，它们更了解本地需求，拥有更强的渠道渗透力和更低的运营成本。在欧美市场，国际巨头凭借品牌积淀、渠道网络和强大的研发实力，仍占据主导地位。对于中小企业而言，建立海外销售网络、培养本地化团队、提供及时的售后服务，仍是难以逾越的鸿沟。此外，汇率波动、国际物流成本上升、知识产权保护等问题，也时刻考验着企业的管理能力。

综合来看，中国医疗耗材出海的未来，将呈现出“增速稳健、结构优化、门槛提高”的三重特征。短期来看（1-2年），在高值耗材持续放量和海外产能逐步释放的推动下，出口总额有望保持5%-10%的中高个位数增长，其中高值耗材的贡献率将进一步提升。中期来看（3-5年），行业将经历一次深刻的分化与洗牌。具备“研发创新力、全球注册能力、本地化运营体系”三大核心能力的龙头企业，将从“中国制造”的代表，蜕变为真正的“全球医疗供应商”，在心血管、骨科、眼科等细分领域，有望跻身全球前列。长期趋势则更为深远：出海的成功将反哺国内产业升级。海外市场的严苛标准和前沿需求，将倒逼国内企业提升研发标准、优化生产流程、强化质量文化，从而推动整个中国医疗耗材产业向高附加值、高技术含量的全球价值链中高端攀升。最终，一个“国内国际双循环”相互促进、良性互动的新格局将逐步形成，中国不仅成为全球医疗耗材的最大生产国，更将成为全球医疗技术创新的重要策源地。

## 5. 医疗服务行业：政策深化与需求升级共振，优质服务价值凸显

2025年作为“十四五”规划收官之年，医疗服务行业迎来政策深化与需求升级的双重共振，行业发展逻辑从“规模扩张”转向“质量提升与结构优化”。医保支付改革持续推进，DRG/DIP付费2.0全面落地叠加技术服务收入占比目标攻坚，推动行业加速摆脱对药品耗材的依赖；银发经济催生的老年医疗、康复护理需求持续释放，叠加集采后细分赛道“以价换量”效应显现，构成行业增长核心驱动力。民营医院凭借差异化竞争与灵活运营模式，在特色专科、医养结合等领域优势进一步凸显。投资方向聚焦三大主线：一是技术服务收入占比领先的公立医院关联标的及优质民营专科龙头；二是银发经济驱动下的老年医疗与医养结合龙头；三是集采受益的白内障、种植牙等消费医疗赛道优质企业，同时警惕政策执行超预期

与运营成本上升风险。

## 5.1 医保支付改革深化，倒逼行业效率与质量双提升

2025 年医保支付改革进入全面落地与精细化管理阶段，DRG/DIP 付费 2.0 版在全国范围内实现全覆盖，相较于 1.0 版本，2.0 版进一步细化病组分类、优化权重系数，更加强化对医疗服务质量与成本控制的考核。在此背景下机构收入结构重塑进程加速，药品、耗材及检查等传统盈利点空间持续压缩。

政策引导下，医疗机构运营逻辑发生根本性转变：一方面，通过优化诊疗流程、提升病床周转率、控制不合理费用等方式降低运营成本，以应对付费方式改革带来的盈利压力；另一方面，积极布局高附加值技术服务项目，如精准诊疗、微创手术、康复护理等，推动收入结构向技术服务主导转型。此外，医保支付范围持续向优质医疗服务延伸，2025 年多地将中医特色服务、康复医疗项目等纳入医保报销，进一步强化服务价值导向。

## 5.2 民营医疗政策持续优化，差异化发展路径明确

2025 年民营医疗行业政策环境持续友好，政策支持从“数量增长”转向“质量提升与规范发展”。国家层面进一步明确民营医院在医疗服务体系中的补充定位，鼓励民营医院聚焦细分领域，发展特色专科，形成与公立医院的差异化竞争格局。地方层面配套政策密集出台，包括简化审批流程、支持民营医院纳入医联体建设、保障民营医院医保定点公平待遇等，为民营医院发展创造良好环境。

根据国家卫生健康委 2025 年 12 月发布的《2024 年我国卫生健康事业发展统计公报》，截至 2024 年年末，全国医院总数达 38710 家，其中民营医院 26956 家，公立医院 11754 家，民营医院数量已达到公立医院的 2.3 倍，占全国医院总数的 69.23%。这一数据延续了民营医院数量持续增长的态势，但增长速率较此前十年明显放缓。

2025 年我国人口老龄化程度进一步加深，老年群体对医疗健康服务的需求呈现“总量增长、结构多元”的特征。一方面，老年慢性疾病、退行性疾病的诊疗需求持续扩大，如高血压、糖尿病、阿尔茨海默病、骨质疏松等，带动老年医学科、康复医学科等科室发展；另一方面，随着老年群体支付能力与健康意识提升，对“诊疗+护理+养老”一体化的医养结合服务需求激增，传统养老机构的医疗服务能力不足问题日益凸显，为具备医疗资质的医养结合

机构提供广阔市场空间。

政策与市场双轮驱动下，医养结合模式加速推广。2025 年国家持续推进综合医院、中医医院老年医学科建设，要求有条件的二级及以上综合医院要开设老年医学科，三级综合医院老年医学科住院床位数不少于 20 张，二级综合医院不少于 10 张。同时鼓励社会资本参与医养结合项目，支持医院转型增设养老床位、养老机构内设医疗机构。从实践案例看，以新里程集团为代表的龙头企业，凭借“老年医院+老年照护中心”模式实现快速成长，其东营老年病医院近 7 年营收复合增长率维持在 20%以上，验证了医养结合模式的商业可行性。

### 5.3 数字化转型加速，提升服务效率与质量

2025 年医疗服务行业数字化转型进入深水区，人工智能、大数据、物联网等技术在诊疗服务、运营管理、患者服务等环节的应用持续深化。在诊疗端，AI 辅助诊断系统、远程手术指导、数字疗法等技术逐步普及，提升诊断准确性与治疗效果；在运营端，医院信息系统(HIS)、实验室信息系统(LIS)等升级优化，实现流程标准化与成本精细化管理；在患者端，在线问诊、电子处方、智慧药房等服务进一步完善，提升就医便捷性。

政策层面，国家持续推进“互联网+医疗健康”发展，鼓励医疗机构开展远程医疗服务，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保支付，为数字化转型提供政策支撑。头部医疗机构与互联网医疗平台在技术研发与场景落地方面领先优势明显，有望通过数字化赋能进一步提升市场竞争力。

### 5.4 连锁化与集团化趋势凸显，行业集中度提升

2025 年医疗服务行业连锁化、集团化发展趋势进一步强化，尤其是在民营医疗领域。头部企业凭借品牌优势、管理经验、资金实力与供应链整合能力，通过新建、并购等方式加速扩张，提升市场份额。以眼科、口腔、康复等专科领域为代表，连锁化机构凭借标准化服务流程、统一的质量控制体系与可复制的运营模式，获得市场认可。

行业集中度提升的同时，细分领域龙头效应显现。在政策监管趋严、运营成本上升的背景下，中小医疗机构生存压力加大，行业出清加速，优质资源向头部集聚。预计 2025 年民营专科连锁机构市场份额将进一步提升，头部企业有望通过规模效应降低成本，提升盈利水平。

## 5.5 投资主线

1. 技术服务导向型标的：关注公立医院技术服务收入占比领先，或具备核心技术优势的相关产业链企业；以及在微创手术、精准诊疗、康复医疗等高附加值领域布局的优质民营医院。
2. 银发经济受益龙头：聚焦医养结合模式成熟、床位规模与运营效率领先的企业；以及老年医学科、康复护理等细分领域龙头，受益于老年医疗需求持续释放。
3. 集采受益消费医疗赛道：关注白内障、种植牙等领域连锁化龙头企业，享受“以价换量”带来的增长红利，同时具备品牌优势与成本控制能力的企业将脱颖而出。
4. 数字化转型先锋：布局医疗数字化、智能化领域的企业，包括 AI 医疗、互联网医疗平台、智慧医院解决方案提供商等，受益于行业数字化转型趋势。

## 6. CXO：中国制造出海&景气度回升

**CXO：中国制造扬帆出海。**中国 CXO 公司、生命科学上游公司凭借其过硬的技术实力和高效的服务优势以及极致的性价比，在全球的市场竞争力在持续提升，未来市场份额还有进一步提升空间。同时市场持续担忧的地缘政治影响有所缓和。近期，美国政府发布 2026 财年国防授权法案（NDAA）最终版本，并未明确点名药明康德等中国生物医药公司，为中国生物医药企业留下一定的回旋余地。国内方面，随着创新药行业投融资环境逐步好转，CXO 公司 2025 年以来订单持续回暖，随着较低价格的订单执行完毕，2026 年有望获得订单量价齐升的局面。

2025 年，中国 CXO 与 CRO 指数迎来强劲上涨，CXO 指数(931750.CSI)全年上涨 44.30%，CRO 指数（8841421.WI）上涨 40.35%。这一表现主要得益于中国创新药 BD 交易的爆发式增长以及美国生物科技投融资环境的改善。

### 6.1 中国创新药 BD 交易爆发，生物科技进步催动研发需求正循环

2025 年，中国创新药对外授权（License-out）交易迎来历史性突破，成为推动 CXO 与 CRO 指数强劲上涨的核心引擎。截至 2025 年 12 月 31 日，中国创新药商务拓展（BD）出海授权全年交易总金额达到 1356.55 亿美元，首付款 70 亿美元，交易总数量达到 157 笔，远超 2024 年全年 519 亿美元和 94 笔：信达生物与武田制药达成最高可达 114 亿美元的合作，三生制药与

辉瑞达成 12.5 亿美元首付款合作，均显著提振市场对创新药产业链的信心。这些交易不仅带来直接现金流入，更验证了中国研发管线的全球竞争力，有望带动 CXO/CRO 企业订单预期持续上修。CRO 指数（50.35%）涨幅高于 CXO 指数（44.30%），反映出市场对早期研发服务（如临床前 CRO、生物分析、药代动力学）的需求增长更为强劲，这与 MNC 偏好中国早期优质管线的策略高度一致。技术方向相对集中，下一代 ADC、双/多抗、小核酸、in vivo CAR-T 成为 BD 与研发热点，相关 CRO 企业有望因技术平台能力获得溢价。

## 6.2 全球流动性宽松，生物科技投融资改善

2025 年，美国生物科技领域资本活跃度显著回升，成为 CXO/CRO 行业订单复苏的核心引擎。2025 年全球医疗健康私募股权交易总额预计将达到 1910 亿美元，一举超越 2021 年峰值，创下历史新高。我们预期资金主要流向 AI 药物发现、细胞治疗、基因编辑等高壁垒赛道。

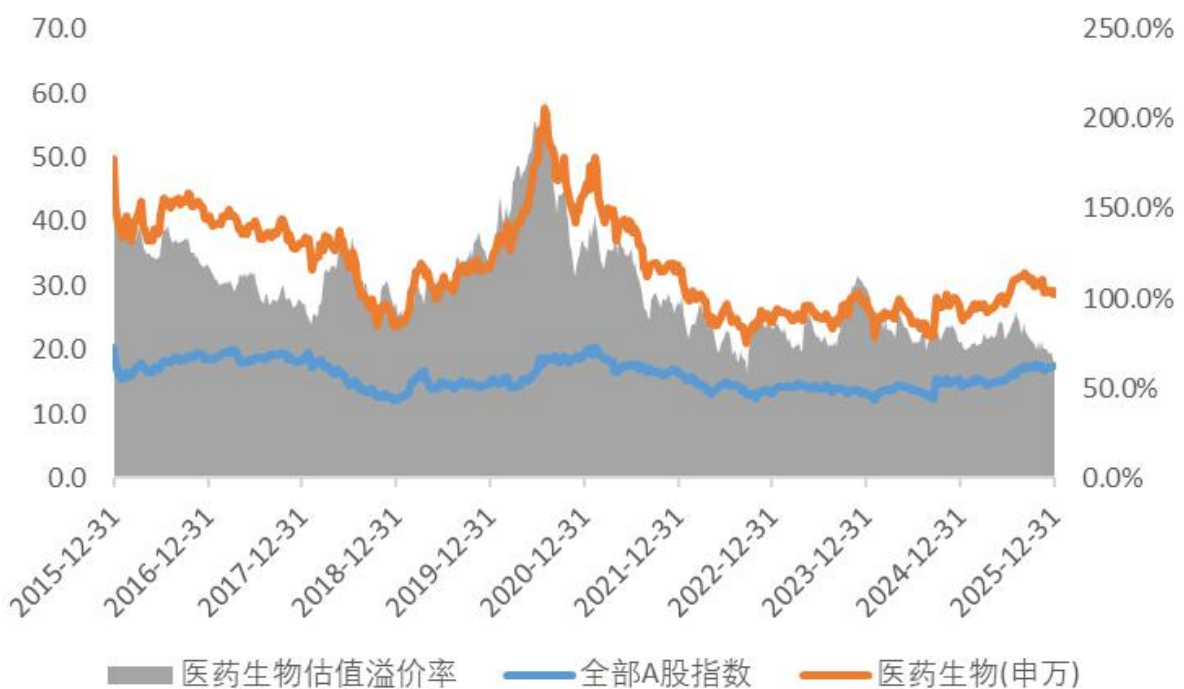
## 6.3 政策环境与技术趋势共振

2025 年，政策环境对创新药产业链的支持力度显著增强：政府工作报告首次明确“制定创新药目录”，为创新药研发和商业化提供了政策指引。医保+商保双轨支付体系加速落地，5 款 CAR-T 产品纳入商保目录，提升创新药商业化预期，间接利好产业链。供应链韧性政策：中国在原料药、中间体、CDMO 领域的全球供应链地位稳固，MNC 在关键物料选择上“重资质、轻价格”，头部企业护城河加深。

## 7. 估值比较

从长周期看，医药板块的 PE 估值和溢价率均已从历史极端高位回落，处于过去十年的中位区域。系统性估值泡沫已基本出清，经过持续 4 年的下跌，2025 年医药板块估值逼近历史最低值：2025 年 12 月 26 日，医药生物(申万)整体估值为 29.1，逼近 2015 年以来的历史最低水平。2025 年 12 月 26 日医药生物板块相比全部 A 股溢价率为 66.2%，仍处于历史低位。

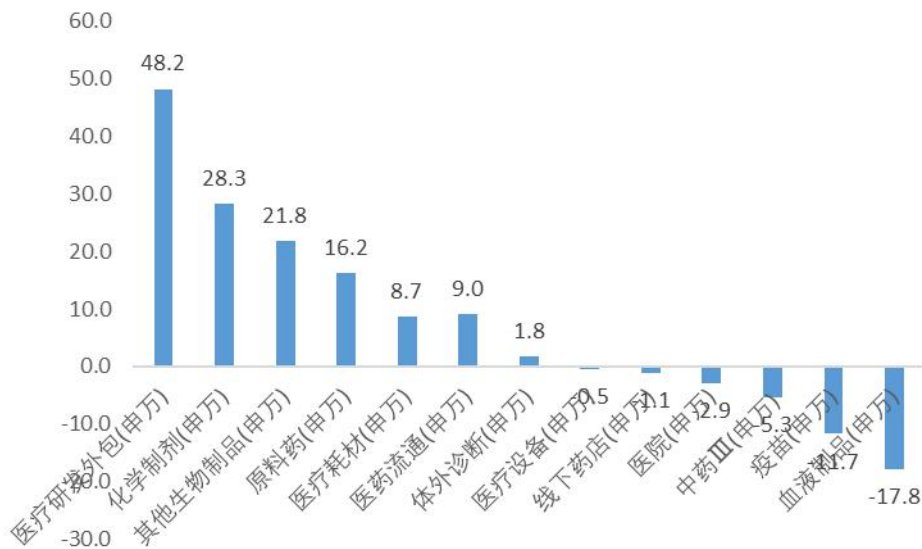
图 22：医药生物(申万)板块和全部 A 股指数 PE 估值倍数及估值溢价率变化(医药生物估值溢价率, 右轴, %)



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：数据截止于 2025.12.26）

**2025 年医疗研发外包和化学制药领涨。**以申万三级子行业计，2025 年初以来（截至统计日 2025 年 12 月 30 日），医疗研发外包(+48.2%)、化学制剂(+28.3%)与其他生物制品(+21.8%)涨幅遥遥领先，构成领涨第一梯队；原料药(16.2%)、医疗耗材(+8.7%)、医药流通(+9.0%)等子行业亦有单位数增长，表现稳健。相比之下，中药、线下药店等子行业涨幅微弱，接近平盘。

图 23：2025 年申万医药三级子行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所（截至统计日 2025 年 12 月 30 日）

## 8. 风险提示

包括但不限于：

**宏观经济环境风险：**若中国乃至全球经济增速放缓，将直接削弱终端消费能力。尽管医药产品整体具备刚性需求属性，但非必需类医药产品的需求弹性相对较高，可能出现需求延迟释放、采购量削减等情况。此外，经济下行周期中，居民医疗消费预算收缩，也可能间接影响自费类医药产品的市场表现，进一步加剧企业的经营压力。

**市场流动性风险：**若金融市场出现流动性紧张，将从多维度制约医药企业发展。一方面，医药行业属于高研发投入、长周期回报的行业，新药研发、临床试验、产能扩张、供应链优化等关键环节均需大额持续的资金支撑，流动性收紧将导致企业融资渠道收窄、融资成本上升，直接阻碍研发进程与业务扩张计划。另一方面，下游医疗机构、经销商等客户可能因资金链紧张，出现付款延迟、拖欠款项等问题，不仅会增加企业应收账款规模，还可能提升坏账风险；同时，企业自身也可能面临融资难度加大、资金周转不畅的困境，进而影响日常生产运营的稳定性。

**医药行业政策风险：**医药行业受政策调控影响显著，核心政策的调整直接关系到企业的营收结构与利润水平。具体而言，医保目录动态调整可能导致部分药品被调出目录或医保支付标

准下调，直接影响相关产品的市场销量与定价；药品耗材集中带量采购政策的常态化推进，通过以量换价压缩了产品利润空间，对企业的成本控制能力提出极高要求；医疗反腐常态化、规范化开展，则进一步规范了医药行业的营销模式，同时行业合规成本也将显著上升。此外，药品注册审批政策、临床诊疗规范调整等也可能对企业的产品上市节奏、市场准入产生直接影响。

**地缘政治与国际贸易风险：**地区冲突、国际关系紧张等地缘政治因素，将破坏全球国际贸易秩序的稳定性和稳定性，进而干扰医药产品的进出口贸易流程，增加物流运输成本、延长交付周期，甚至导致部分国际市场准入受阻。关税壁垒可能引发贸易伙伴的连锁反应，进一步压缩我国医药企业的国际市场份额，对依赖进出口业务医药企业造成实质性冲击。此外，地缘政治冲突还可能影响全球医药供应链的稳定性，导致关键原料药、核心零部件等供应短缺，间接影响国内医药企业的生产进度。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

