

标配（维持）

## 聚焦创新兑现 把握医药下半年结构性机遇

医药生物行业 2026 年中期投资策略

2026 年 6 月 11 日

分析师：谢雄雄

SAC 执业证书编号：

S0340523110002

电话：0769-22110925

邮箱：

xiexiongxiang@dgzq.com.cn

分析师：魏红梅

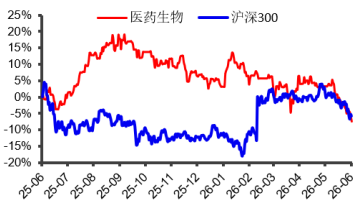
SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 医药生物（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 相关报告

### 投资要点：

- 2026年上半年市场走势回顾。**2026年1-5月份，SW医药生物行业指数整体下跌7.22%，跌幅居申万一级行业第10位，跑输同期沪深300指数约12.88个百分点。SW医药生物行业多数细分板块均录得负收益，其中医疗研发外包板块涨幅居前，上涨3.27%；血液制品和医药流通板块跌幅居前，分别下跌16.39%和14.18%。截至2026年5月31日，SW医药生物行业整体PE（TTM，整体法）约44.55倍，行业估值变化不大，相对沪深300整体PE倍数为3.20倍，目前估值处于行业近几年来中位水平。
- 政策展望。**结合国家医保局国采办5月15日发布的相关公告，第十二批国家药品集中采购正式开启企业预填报工作。相较于上一轮第十一集采，本批次首次增设预填报环节。此次纳入预填报范围的药品共计77个品种、233个品规，相关药品供应结构均已完成前期梳理，不过该批次集采最终确定的品种范围、企业投标资质等核心规则，仍需等待后续正式采购公告发布。一直以来，市场体量庞大、市场竞争格局充分的药品都是国家集采的重点遴选方向，本次预填报名单也延续了这一特点。名单内共有17个品种在2025年国内公立医疗机构终端销售额突破10亿元，全部大品种合计市场规模接近430亿元。
- 维持对行业的标配评级。**受行业合规整顿以及消费疲软等因素影响，2025年医药生物行业整体归母净利润同比有所下滑。随着市场进一步规范化发展，集采对行业压制逐渐消化以及随着整体大环境回暖，2026Q1医药生物板块整体营收和归母净利润增速同比有所提升，细分板块中，收入端血液制品、疫苗、体外诊断、诊断服务、原料药、中药和线下药店同比有所下滑，利润端血液制品、体外诊断、原料药、医疗耗材、医疗设备、医药流通和中药同比有所下滑。建议关注：研发投入逐年加大，出海步伐加快，在研管线逐渐进入收获期的创新药板块个股；有望受益于医疗新基建和国产替代的医疗器械板块个股。
- 风险提示：**行业竞争加剧，产品降价，产品安全质量风险，政策风险，研发进度低于预期等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。请务必阅读末页声明。

## 目录

1. 2026 年 1-5 月走势回顾 .....	4
1.1 市场走势回顾 .....	4
1.1.1 2026 年 1-5 月份行业跑输沪深 300 .....	4
1.1.2 多数细分板块均录得负收益 .....	4
1.1.3 多数个股录得负收益 .....	5
1.2 估值处于中位水平 .....	5
1.3 业绩回顾：2026Q1 营收和归母净利润增速同比有所提升 .....	6
2. 2026 年下半年政策展望 .....	7
3. 部分细分板块看点 .....	8
3.1 创新药 .....	8
3.1.1 政策不断优化，全链条支持创新药发展 .....	8
3.1.2 同质化竞争逐步改善，行业创新生态显著优化 .....	9
3.1.3 国内创新药出海步伐不断加快，迈入全球化 2.0 时代 .....	10
3.1.4 创新药重点公司分析 .....	11
3.2 医疗器械 .....	13
3.2.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长 .....	13
3.2.2 设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容 .....	14
3.2.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求 .....	15
3.2.4 科技赋能医疗产业数字化转型 .....	16
3.2.5 医疗设备公司分析 .....	16
4. 投资策略 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 插图目录

图 1：2026 年 1-5 月申万一级行业涨幅（%） .....	4
图 2：2026 年 1-5 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅（%） .....	5
图 3：2026 年 1-5 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股（%） .....	5
图 4：2026 年 1-5 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股（%） .....	5
图 5：SW 医药生物行业 PE（TTM，倍） .....	5
图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300PE（TTM，倍） .....	5
图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速（%） .....	6
图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速（%） .....	6
图 9：2017-2024 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况 .....	10
图 10：2016-2026Q1 恒瑞医药营收及其同比增速 .....	11
图 11：2016-2026Q1 恒瑞医药归母净利润及其同比增速 .....	11
图 12：2020-2026Q1 年恒瑞医药研发投入及其营收占比情况（亿元，%） .....	12
图 13：2001-2024 年中国人口出生率及人口老龄化率 .....	13
图 14：2016-2027 年全球医疗器械市场趋势 .....	14
图 15：2016-2026Q1 迈瑞医疗营收及其同比增速 .....	17
图 16：2016-2026Q1 迈瑞医疗归母净利润及其同比增速 .....	17

---

图 17: 2019-2026Q1 年迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况 (亿元, %) ..... 17

## 表格目录

表 1: 申万医药生物行业细分板块一季度业绩增速 (%) ..... 6

表 2: 第 12 批集采预填报药品名单中的超 10 亿品种 ..... 7

表 3: 我国 2025 年以来支持创新药发展的政策 ..... 8

表 4: 我国 2022 年以来推动医院建设的政策 ..... 14

表 5: 我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策 ..... 15

表 6: 重点公司盈利预测及投资评级 (2026/6/10) ..... 19

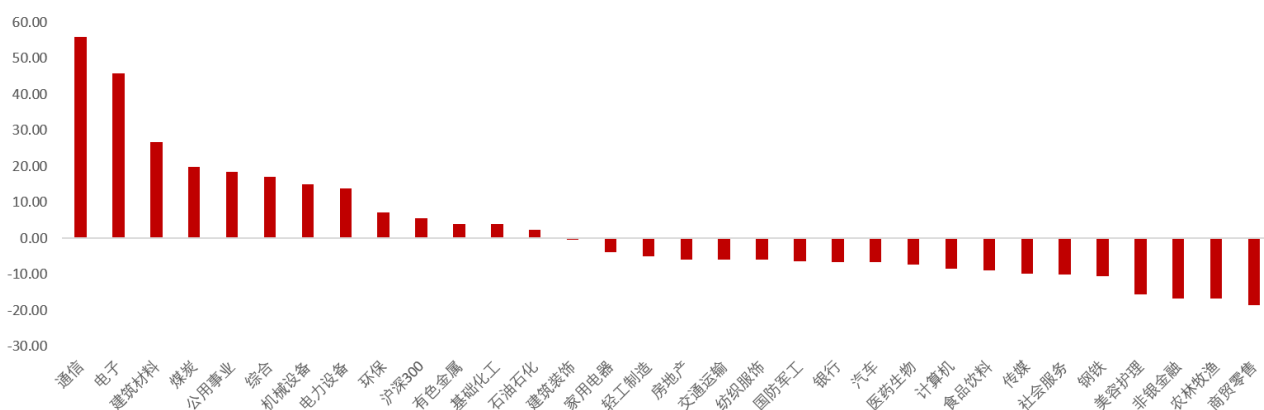
## 1. 2026 年 1-5 月走势回顾

### 1.1 市场走势回顾

#### 1.1.1 2026 年 1-5 月份行业跑输沪深 300

行业整体表现较差，跑输同期沪深 300 指数。2026 年 1-5 月份，SW 医药生物行业指数整体下跌 7.22%，跌幅居申万一级行业第 10 位，跑输同期沪深 300 指数约 12.88 个百分点。

图 1：2026 年 1-5 月申万一级行业涨幅（%）

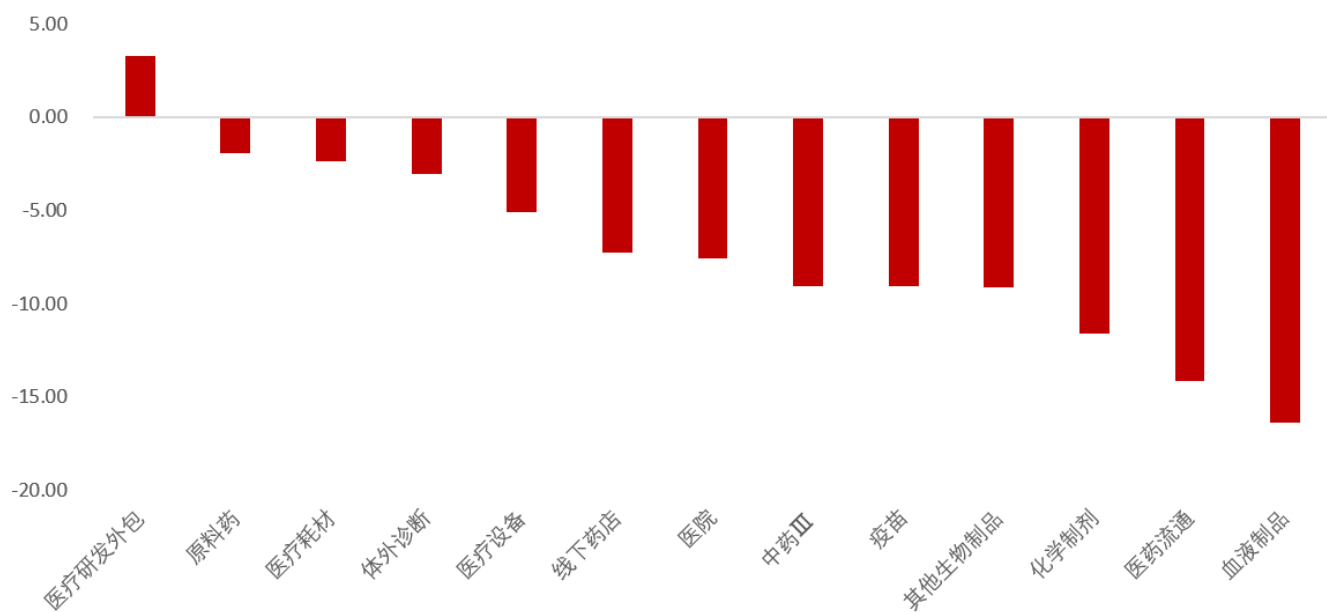


数据来源：Wind，东莞证券研究所

#### 1.1.2 多数细分板块均录得负收益

1-5 月，SW 医药生物行业多数细分板块均录得负收益。2026 年 1-5 月份，SW 医药生物行业多数细分板块均录得负收益，其中医疗研发外包板块涨幅居前，上涨 3.27%；血液制品和医药流通板块跌幅居前，分别下跌 16.39%和 14.18%。

图 2：2026 年 1-5 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅（%）

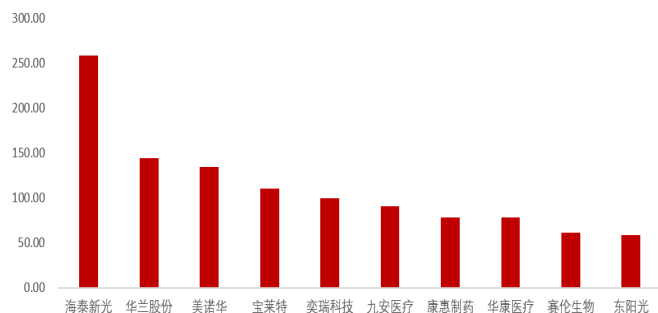


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.1.3 多数个股录得负收益

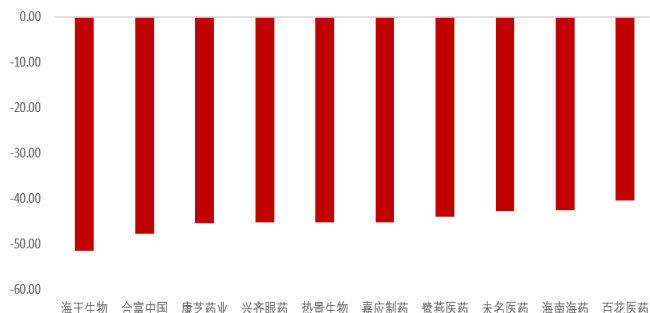
行业内多数个股录得负收益。2026 年 1-5 月份，SW 医药生物行业约有 31% 的个股录得正收益；约有 69% 的个股录得负收益。

图 3：2026 年 1-5 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2026 年 1-5 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 1.2 估值处于中位水平

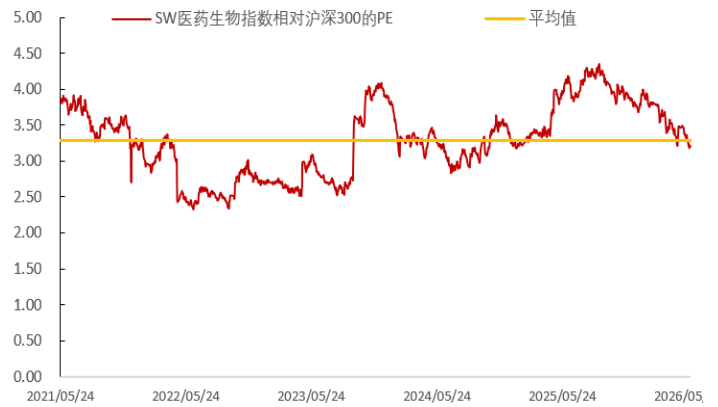
2026 年 1-5 月份，行业估值变化不大，目前估值处于中位水平。截至 2026 年 5 月 31 日，SW 医药生物行业整体 PE（TTM，整体法）约 44.55 倍，行业估值变化不大，相对沪深 300 整体 PE 倍数为 3.20 倍，目前估值处于行业近几年来中位水平。

图 5：SW 医药生物行业 PE（TTM，倍）

图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300PE（TTM，倍）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.3 业绩回顾：2026Q1 营收和归母净利润增速同比有所提升

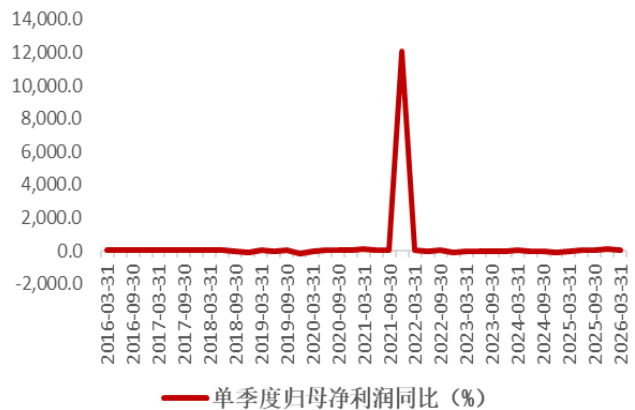
2026Q1 营收和归母净利润增速同比有所提升。2026Q1，SW 医药生物行业分别实现营业收入和归母净利润 6,201.8 亿元和 510.3 亿元，分别同比提升 1.8%和 3.8%，增速分别同比提升 6.2 个百分点和 12.8 个百分点；实现扣非归母净利润 459.9 亿元，同比提升 6.4%，增速同比提升 21.5 个百分点。Q1 营收和归母净利润增速同比有所下滑。

图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

多数细分板块 2026Q1 整体归母净利润增速同比有所提升。2026Q1，医药生物行业三级细分板块中，收入端血液制品、疫苗、体外诊断、诊断服务、原料药、中药和线下药店同比有所下滑，利润端血液制品、体外诊断、原料药、医疗耗材、医疗设备、医药流通和中药同比有所下滑。

表 1：申万医药生物行业细分板块一季度业绩增速（%）

板块	2025Q1 营业总收入同比增长 (%)	2026Q1 营业总收入同比增长 (%)	2025Q1 归母净利润同比增长 (%)	2026Q1 归母净利润同比增长 (%)
SW 诊断服务	-20.1	-3.3	-542.1	199.0

SW 疫苗	-53.8	-7.8	-83.9	43.2
SW 其他医疗服务	6.1	28.8	29.0	28.1
SW 化学制剂	-5.5	2.0	-26.5	27.8
SW 医疗研发外包	11.7	18.7	72.7	24.4
SW 医院	4.2	1.8	18.7	19.3
SW 线下药店	-0.2	-0.1	-4.6	10.7
SW 其他生物制品	7.7	1.1	11.3	5.8
SW 中药III	-8.4	-0.8	-5.0	-2.0
SW 医药流通	-1.1	1.9	-3.0	-5.1
SW 医疗设备	-4.5	6.0	-13.1	-9.1
SW 医疗耗材	1.6	6.8	1.9	-12.1
SW 原料药	-4.0	-2.3	10.8	-25.3
SW 体外诊断	-13.8	-6.5	-19.8	-27.8
SW 血液制品	0.2	-19.9	-23.7	-53.2

资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 2. 2026 年下半年政策展望

**第 12 批集采有望在 6 月开标。**结合国家医保局国采办 5 月 15 日发布的相关公告，第十二批国家药品集中采购正式开启企业预填报工作。相较于上一轮第十一批集采，本批次首次增设预填报环节。此次纳入预填报范围的药品共计 77 个品种、233 个品规，相关药品供应结构均已完成前期梳理，不过该批次集采最终确定的品种范围、企业投标资质等核心规则，仍需等待后续正式采购公告发布。一直以来，市场体量庞大、市场竞争格局充分的药品都是国家集采的重点遴选方向，本次预填报名单也延续了这一特点。名单内共有 17 个品种在 2025 年国内公立医疗机构终端销售额突破 10 亿元，全部大品种合计市场规模接近 430 亿元。从药品剂型划分，这 17 个重磅品种包含 10 个口服常释剂型、6 个注射剂以及 1 个吸入剂；从治疗领域来看，抗肿瘤与免疫调节剂占 4 个席位，全身用抗感染药物、心脑血管系统药物各有 3 个品种入选，血液和造血系统药物则有 2 个品种入围。从参与企业布局情况而言，倍特药业手握 8 个品种，成为本轮预填报品种数量最多的企业，科伦药业以 7 个品种紧随其后，华北制药共有 5 个品种上榜，华润医药、正大制药、鲁南制药、新和成、远大健康、圣华曦等企业也均有 4 个品种纳入本次预填报清单。

表 2：第 12 批集采预填报药品名单中的超 10 亿品种

通用名	2025 年中国公立医疗机构终端原研/参比制剂市场份额	符合申报资格企业数 (截至 5 月 27 日)	大类
沙库巴曲缬沙坦口服常释剂型	诺华 (90.52%)	34	心脑血管系统药物
复方氨基酸注射剂	绿十字 (7.69%)、费森尤斯卡比 (7.00%) 等	17	血液和造血系统药物
他克莫司口服常释剂型	安斯泰来制药 (44.32%)	8	抗肿瘤和免疫调节剂
七氟烷吸入用溶液剂	日本丸石制药 (16.09%)、艾伯维	10	神经系统药物
头孢他啶阿维巴坦注射剂	辉瑞 (41.62%)	20	全身用抗感染药物
吡哌布芬口服常释剂型	-	20	血液和造血系统药物
地屈孕酮口服常释剂型	雅培 (86.80%)	14	生殖泌尿系统和性激素类药物

万古霉素注射剂	Vancocin (72.97%)	11	全身用抗感染药物
亚胺培南西司他丁注射剂	默沙东 (57.85%)	9	全身用抗感染药物
艾拉莫德口服常释剂型	先声药业 (97.50%)	14	肌肉-骨骼系统
麦考酚钠口服常释剂型	诺华 (94.36%)	12	抗肿瘤和免疫调节剂
曲普瑞林注射剂	益普生 (72.96%)、辉凌医药 (22.11%)	10	抗肿瘤和免疫调节剂
碘普罗胺注射剂	拜耳 (94.72%)	11	杂类
吡格列酮二甲双胍口服常释剂型	-	14	消化系统及代谢药
环孢素口服常释剂型	诺华 (22.12%)	8	抗肿瘤和免疫调节剂
倍他司汀口服常释剂型	卫材 (45.63%)	12	心脑血管系统药物
氨氯地平贝那普利口服常释剂型	-	11	心脑血管系统药物

资料来源：上海阳光医药采购网，米内网，东莞证券研究所

### 3. 部分细分板块看点

#### 3.1 创新药

##### 3.1.1 政策不断优化，全链条支持创新药发展

**政策全链条支持创新药发展。**2026年4月，国务院办公厅印发《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，提出健全以市场为主导的药品价格形成机制，突出临床价值和用药可及，支持医药产业高质量发展；优化创新药等新上市药品首发价格机制，对创新程度高、临床价值大的高水平创新药，支持在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，在一定时期内保持价格相对稳定；发挥医保支付标准对药品价格形成的引导作用；健全药品集中带量采购价格形成机制；完善药品挂网价格管理；促进创新药多元支付与价格合理形成；建立药品医保价值评估制度等。2025年7月，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。地方性支持政策也相继出台，北上广深、浙江等地深化落实全链条支持创新药研发具体举措，广东、陕西等地进一步优化医保等政策，海南、上海等地试点外资医疗开放，同时强化反腐与合规管理，逐步从顶层设计落实到实施细则，从而更加具体、有效地促进产业提质增效，推动行业高质量发展。配套推出的创新药目录和丙类医保目录构建多层次支付体系，当前政策正推动国产创新药从跟跑向并跑乃至领跑转变。

表 3：我国 2025 年以来支持创新药发展的政策

颁布日期	颁布部门/报告人	名称	主要内容
2025 年 5 月 25 日	国家医疗保障局	《关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知》	加快药品耗材集中采购改革进度、加大医保支持基层医疗机构力度、着力提升医保支付管理水平、持续加强医疗服务价格管理、不断健全基金监管体制机制、全面推进医保服务提质增效。
2025 年 6 月 6 日	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2025 年重点工作任务》	深化医保支付方式改革，健全基本医疗保障制度、发展商业健康保险，完善药品使用和管理、深化药品审评审批制度改革、完善药品供应保障机制，推进数字化赋能医改、加强医药卫生领域综合监管等。
2025 年 7 月 5 日	国务院常务会议审议通过	《全链条支持创新药发展实施方案》	要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2025 年 7 月 18 日	二十届三中全会通过	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	深化医药卫生体制改革：促进医疗、医保、医药协同发展和治理；健全支持创新药和医疗器械发展机制。健全因地制宜发展新质生产力体制机制；完善推动新一代信息技术、人工智能、生物医药等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。
2025 年 7 月 31 日	国家药品监督管理局	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	国家药监局决定开展优化创新药临床试验审评审批改革试点，目标为探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现 30 个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时等。
2025 年 10 月 24 日	国家药品监督管理局	《关于对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种开展受理靠前服务的通知》	2025 年 11 月 1 日起，对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种上市许可申请提供受理靠前服务。
2026 年 4 月 14 日	国家药品监督管理局	《国务院办公厅关于健全药品价格形成机制的若干意见》	健全以市场为主导的药品价格形成机制，突出临床价值和用药可及，支持医药产业高质量发展：优化创新药等新上市药品首发价格机制，对创新程度高、临床价值大的高水平创新药，支持在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，在一定时期内保持价格相对稳定；发挥医保支付标准对药品价格形成的引导作用；健全药品集中带量采购价格形成机制；完善药品挂网价格管理；促进创新药多元支付与价格合理形成；建立药品医保价值评估制度等。

资料来源：国家药监局，贝达药业 2025 年年报，东莞证券研究所

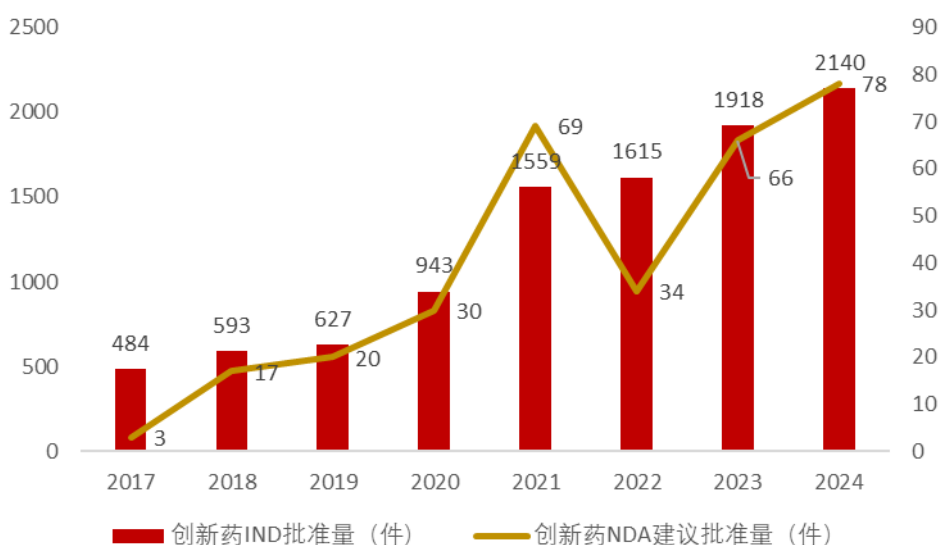
### 3.1.2 同质化竞争逐步改善，行业创新生态显著优化

**同质化竞争逐步改善。**在政策引导与市场机制的双重作用下，我国创新药产业正加速摆脱同质化竞争困局。根据贝达药业年报披露数据，First-in-Class 新药研发占比实现跨越式增长，较 2020 年提升 23 个百分点至 35%，标志着创新质量显著提升，这种基础研究-临床转化-商业回报的正向循环，正在重塑优质创新获得市场溢价，跟进研发控制试错成本的产业新秩序。

**行业创新生态显著优化。**根据国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）最新年度报告，2025 年我国创新药研发呈现加速发展态势。在审评审批方面，全年共受理新药临床试验申请（IND）1,243 项，新药上市申请（NDA）164 项，其中 48 个 1 类创新

药获批上市，创历史新高。在技术突破方面，ADC 药物、PD-L1/TGF- $\beta$  双靶点融合蛋白等双特异性抗体、GLP-1 受体激动剂等前沿疗法取得重要进展，同时细胞治疗和基因治疗等创新疗法也进入快速发展阶段。市场表现方面，受益于政策红利，创新药在核心医院市场的渗透率从 2015 年的 21% 提升至 2025 年的 29%，展现出强劲的商业化潜力。在政策红利持续释放的背景下，中国医药产业正经历着深刻的转型升级。随着药品审评审批制度改革深化、医保动态调整机制完善，行业创新生态显著优化，标志着我国医药创新正式进入量质齐升的成果兑现期，产业竞争力向全球价值链高端迈进。

图 9：2017-2024 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况



资料来源：国家药监局，贝达药业 2025 年年报，东莞证券研究所

### 3.1.3 国内创新药出海步伐不断加快，迈入全球化 2.0 时代

**国内创新药出海步伐不断加快。**国内创新药行业目前已经具备了较强的研发能力和优秀的创新效率，形成了较强的国际竞争力，与国际先进水平的差距快速缩小，加之国内市场竞争激烈、投融资环境降温等因素影响，加快全球化布局成为国内药企拓展增量空间的重要举措。医药魔方数据显示，2025 年国内创新药出海授权（BD 授权）交易迎来爆发式增长，全年总交易额达 1356.55 亿美元，首付款合计 70 亿美元，交易共计 157 起。三项核心数据分别为 2024 年的 2.6 倍、2.3 倍、1.7 倍，悉数刷新历史纪录。目前我国创新药出海交易规模已占到全球市场的 49%，超越美国位居全球首位。在全球医药对外授权交易金额前十的项目里，国内项目独占八席；而全球四笔百亿级大额交易中，也有三笔出自中国药企。

**国内创新药出海迈入全球化 2.0 时代。**当前 License-in/out 依旧是创新药出海的主流模式，由投资基金牵头设立新公司、本土药企出让海外权益换取股权的 Newco 新模式，以及企业并购形式也逐步获得行业关注并被谨慎探索。整体合作模式朝着技术更新更快、交易体量更大、合作维度更深的方向发展，行业正加速从传统单一授

权合作，迈入自主出海+全球商业化并行的 2.0 发展阶段。国内药企一方面积极开展海外临床试验、国际注册与认证，自主打通海外市场准入渠道，多款国产创新药相继获得美国 FDA、欧洲 EMA 上市许可；另一方面部分企业着手布局海外商业化运营与本地化生产，逐步完成从单纯技术输出到全球定价、全域运营的转型，跻身全球医药第一梯队。目前小分子靶向药、双抗、ADC 药物成为出海交易的热门领域，肺癌靶向等临床价值突出的细分赛道持续受到国际资本追捧，中国创新药的全球竞争力也在不断增强。

### 3.1.4 创新药重点公司分析

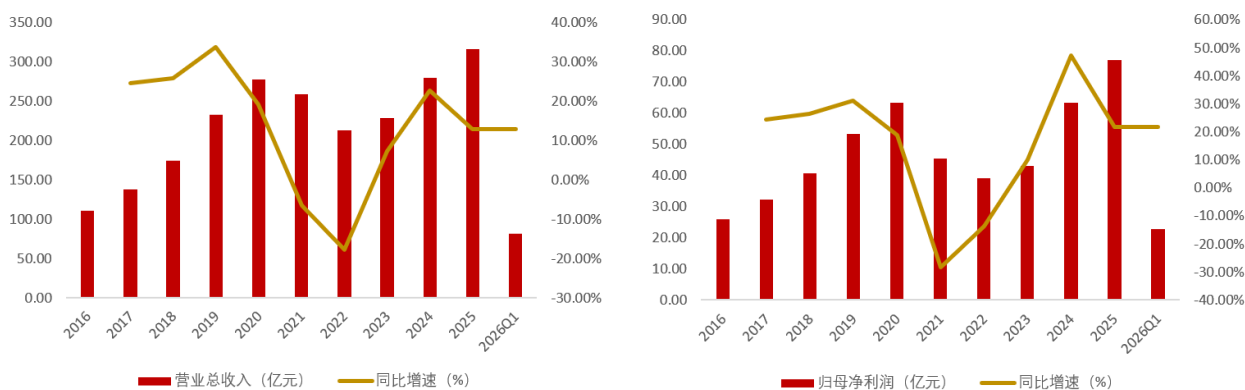
#### 恒瑞医药：国内创新药龙头企业

公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商。公司是一家专注研发、生产及推广高品质药物的创新型国际化制药企业，聚焦抗肿瘤、代谢性疾病、自身免疫疾病、呼吸系统疾病、神经系统疾病等领域进行新药研发，是国内最具创新能力的制药龙头企业之一。目前，公司已有瑞维鲁胺、海曲泊帕、卡瑞利珠单抗等 14 款自研创新药、2 款合作引进创新药在国内获批上市，创新成果稳居行业领先地位。公司具有行业领先的制药全面集成平台，已前瞻性地广泛布局多个治疗领域，并向纵深发展。

**公司业绩迎来拐点，创新药业务贡献业绩增量。**2016 年-2025 年，公司营业总收入从 110.94 亿元增长至 316.29 亿元，CAGR 为 12.35%；公司归母净利润从 25.89 亿元增长至 77.11 亿元，CAGR 为 12.89%。2025 年，公司实现营业收入 316.29 亿元，同比增长 13.02%；归属于上市公司股东的净利润 77.11 亿元，同比增长 21.69%。其中创新药销售收入 163.42 亿元，同比增长 26.09%，占药品销售收入的比重达 58.34%。创新药销售收入中，抗肿瘤产品收入 132.40 亿元，同比增长 18.52%，占整体创新药销售收入的 81.02%。医保内创新药瑞维鲁胺（二代 AR 拮抗剂）、达尔西利（CDK4/6 抑制剂）精准定位未被满足的临床需求，优异的临床数据在诊疗实践中得到广泛验证，销售收入继续保持强劲增长。氟唑帕利（PARP 抑制剂）、海曲泊帕（TPO 受体激动剂）等上市较早的创新药，随着新适应症的持续获批或上市后研究循证医学证据的逐步积累，持续为公司销售收入注入稳定增量。非肿瘤产品收入 31.02 亿元，同比增长 73.36%，占整体创新药销售收入的 18.98%。恒格列净（SGLT2 抑制剂）、瑞马唑仑（GABA<sub>A</sub> 受体激动剂）等医保内产品通过临床优势的有效传递，价值逐步兑现，取得较快增长。

图 10：2016-2026Q1 恒瑞医药营收及其同比增速

图 11：2016-2026Q1 恒瑞医药归母净利润及其同比增速



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司保持研发费用高投入，稳步开展创新药国际临床试验。2020年-2025年，公司研发投入从49.89亿元增长至69.61亿元，CAGR为6.89%，研发费用率从17.99%增长至22.01%，公司研发费用每年保持较大投入，2025年，公司有7款1类创新药和1款2类创新药获批上市，共有15项上市申请获NMPA受理，28项临床推进至III期，61项临床推进至II期，28项创新产品首次推进至临床I期。此外，公司坚持自主研发与开放合作并重，在内生发展的基础上加强国际合作。公司以重点项目为突破口，不断优化国际合作模式，在充分调研、做好风险控制的基础上完善并实时调整在研产品的中长期全球临床研发规划。同时，公司以全球化的视野积极探索与跨国制药企业、创新型初创公司、创新投资基金、区域性领先药企等多种合作伙伴的交流合作，寻求与全球领先医药企业的合作机会，实现研发成果的快速转化，借助国际领先的合作伙伴覆盖海外市场，加速融入全球药物创新网络，实现产品价值最大化。

图 12: 2020-2026Q1 年恒瑞医药研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)



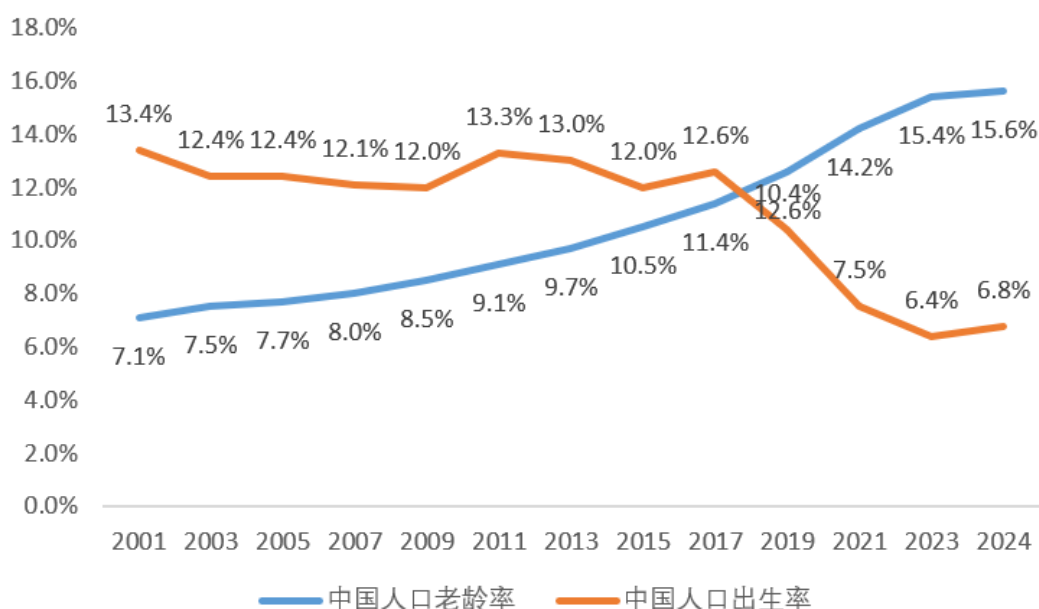
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

## 3.2 医疗器械

### 3.2.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长

**人口老龄化持续加速。**国家统计局数据显示，2024 年，中国 65 岁及以上人口 2.2 亿人，占全国人口的 15.6%。预计到 2035 年，中国老年人口将超过 4 亿，占总人口比例突破 30%。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016-2030 年）》，到 2030 年全国总人口达到 14.5 亿人左右，老龄人口预计超 2.45 亿人。根据联合国关于未来全球人口的预测，自 2012 年开始，全球 65 岁以上人口占比持续上升，且这种趋势维持百年不变。随着人口老龄化加剧、居民收入水平提高及健康意识快速提升，居民对优质医疗服务的需求持续增长，人口老龄化带动的相关医疗需求将长期支撑医疗器械行业稳定增长。

图 13：2001-2024 年中国人口出生率及人口老龄化率



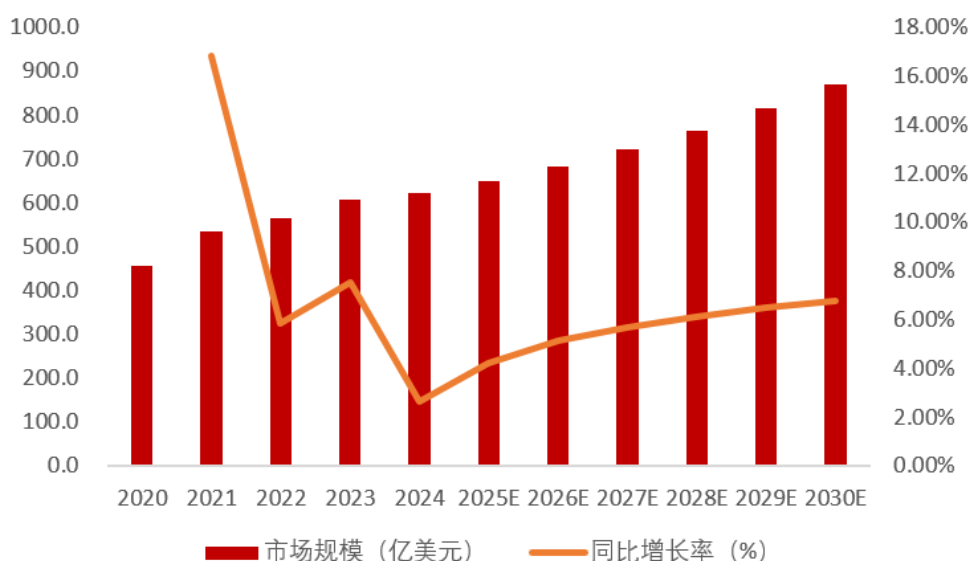
资料来源：国家统计局，迈瑞医疗 2025 年年报，东莞证券研究所

**全球医疗器械市场保持稳定增长。**医疗器械属于与人类生命健康关系密切的行业，需求刚性较强，受经济周期影响较小，行业稳定性较高。随着经济水平的提高和医疗保健意识的增强，以及人口老龄化的持续加速，全球范围内居民对医疗保健的需求大幅增加，医疗支出逐年递增。特别是近年来，全球各国显著意识到在重大传染病防控机制、公共卫生应急管理体系等方面存在短板和不足，开始掀起医疗新基建浪潮，医疗器械市场规模持续扩容。根据弗若斯特沙利文数据，全球医疗器械市场规模从 2020 年的 4,566 亿美元增长至 2024 年的 6,230 亿美元，2020 年至 2024 年的 CAGR 为 8.1%。在基本医疗保健需求和持续技术进步的推动下，预计市场将保持稳定的增长势头，2030 年将达到 8,697 亿美元，2024 年至 2030 年的 CAGR 为 5.7%。

**中国医疗器械市场增长迅速，未来存在较大的增长空间。**国内医疗器械产业起步较晚，但保持高速增长。我国是人口大国，随着经济的快速发展，民众支付能力不断

增强，医疗体系逐步完善，我国医疗器械行业增长迅速，已经成为全球第二大市场。根据弗若斯特沙利文数据，2020 至 2024 年我国医疗器械市场规模由 7298 亿元增长至 9417 亿元，年均复合增长率达 6.6%；行业增长态势延续，预计 2030 年市场规模将攀升至 13260 亿元，2024—2030 年年均复合增长率为 5.9%，到 2035 年市场规模进一步增至 18134 亿元，2030—2035 年年均复合增长率为 6.5%，整体来看，国内医疗器械行业未来依旧具备可观的增长潜力。

图 14：2020-2030 年全球医疗器械市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文, 迈瑞医疗 2025 年年报, 东莞证券研究所

### 3.2.2 设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容

**设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容。**医疗新基建所需资金总量较大，主要来源包括地方政府专项债、医院自有资金和中央和地方的财政支持。其中，2025 年新增地方专项债发行 46077 亿元，其中医疗卫生专项债约 2196.22 亿元，占新增专项债比重约 4.77%，医疗专项债投放力度自 2020 年以来明显增加。在政策的推动下，国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建逐步展开，随着相关政策的持续加码和配套资金的落地支持，医疗新基建从包括北上广深在内的大城市逐渐拓展到其他地方，已进入补短板、堵漏洞、强弱项的新阶段。随着公立医院高质量发展、医疗新基建、设备更新项目的推进落地，国内医疗器械市场将迎来长期扩容，医疗机构进入新一轮扩张周期，相关医疗设备需求也将持续上升。

表 4：我国 2022 年以来推动医院建设的政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2022.1	国家发改委等 21 部门	十四五公共服务规划	推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设。在医疗资源不足的地区，坚持按重点病种选医院、按需求选地区，院地合作、省部共建的思路进一步推进区域医疗中心试点建设，通过建设高水平医院分中心、分支机构和一院多区等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。

2022.9	国家卫健委	关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知	进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策；拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。
2024.7	国家发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	提出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，由发改委牵头安排 1480 亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新，支持首批项目的约 500 亿元近日下达；计划在 8 月底前，下达全部资金。
2025.1	国家发改委、财政部	《关于 2026 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》	增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。

资料来源：迈瑞医疗 2025 年报，东莞证券研究所

### 3.2.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求

**国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求。**2025 年 8 月，发改委、卫健委等部委启动医疗卫生强基工程，以紧密型县域医共体建设为抓手补强基层医疗短板。全年落实中央财政资金 88 亿元，投向县医院、重点乡镇卫生院基建及县域五大医疗资源共享中心升级，依托分级诊疗实现乡镇送检、县域统诊、检查结果互通，完善基层医疗服务体系。2023 年 12 月，国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门联合印发了《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》，强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。随着医疗投入和资源不断下沉，未来县级及以下的医院和医疗机构也将逐步成为加大建设的重点方向，医疗器械下沉市场需求迎来更大的发展机遇，国内医疗新基建的持续时间和实施范围也将进一步扩大。

表 5：我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2023.3	财政部	关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告	要加强县级公立医院能力建设，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升；支持做好疾病预防工作；稳妥有序深化医保支付方式改革，推动基本医疗保险省级统筹。
2023.3	中共中央办公厅、国务院	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	强调要推动医疗卫生发展方式转向更加注重内涵式发展、服务模式转向更加注重系统连续、管理手段转向更加注重科学化治理，促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感。目标到 2026 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医发展更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。

2023. 12	国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。2020 年以来，中央一号文件连续 4 年对推进紧密型县域医共体建设提出要求，重视程度和工作力度明显加强。
2025. 8	国家发展改革委员会、国家卫健委	《国家发展改革委会同国家卫生健康委等部门启动实施医疗卫生强基工程》	着力补齐基层医疗卫生服务短板弱项，全面推进紧密型县域医共体建设。2025 年统筹各类中央资金约 88 亿元，支持县级医院、重点中心乡镇卫生院建设，推进县域医学影像、心电诊断、医学检验、消毒供应、中心药房（共享中药房）等 5 大资源共享中心提标扩能，加快实现乡镇检查、县级诊断、结果互认，筑牢基层服务网底。

资料来源：迈瑞医疗 2025 年报，东莞证券研究所

### 3.2.4 科技赋能医疗产业数字化转型

**科技赋能医疗产业数字化转型。**我国新一代信息技术与医疗健康的深度融合正加速推进。5G 网络、物联网感知层和大数据平台的协同发展，构建起智慧医疗的新型基础设施体系。特别是云计算与边缘计算的结合，使得医疗 AI 应用能够实现云端训练-边缘推理的高效模式。在技术应用层面，自然语言处理与医学影像识别的突破性进展，已催生出智能分诊、辅助诊断等 20 余类临床 AI 应用场景。通过人工智能技术，开发智能化医疗诊断、智能化医疗辅助决策等工具，从而提高医疗服务的准确性和运营管理效率，降低医疗成本，一方面将从实质上帮助医疗机构提质增效，迈向高质量发展；另一方面，也符合国家为更多民众提供更加优质、便捷，同时更为经济的医疗卫生服务的发展要求。以迈瑞医疗的重症监护大模型为例，其通过多模态数据融合技术，将临床决策响应时间缩短 60%，医嘱生成准确率达 98.7%，显著提升了危急重症救治效率。这种预防-诊疗-康复全流程的智能化改造，不仅使三甲医院单病种管理成本下降 35%，更推动基层医疗机构诊疗能力提升 2~3 个等级。当前，医疗 AI 正从单点技术应用向医工结合的生态化方向发展，预计到 2026 年，AI 赋能的智能医疗器械市场规模将突破千亿元，成为医疗产业数字化转型的核心引擎。

### 3.2.5 医疗设备公司分析

#### 迈瑞医疗：全球领先的医疗器械以及解决方案供应商

**公司已成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。**公司总部设在中国深圳，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 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 62 家境外子公司；在国内设有 26 家子公司、30 余家分支机构；已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十二大研发中心，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断以及医学影像，拥有国内同行业中

最全的产品线，以安全、高效、易用的一站式产品和 IT 解决方案满足临床需求。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。

**公司营收和归母净利润保持稳定增长。**2016 年-2025 年，公司营业总收入从 90.32 亿元增长至 332.82 亿元，CAGR 为 15.59%；公司归母净利润从 16.00 亿元增长至 80.69 亿元，CAGR 为 19.70%。2025 年公司实现营业收入 332.82 亿元，同比下降 9.38%；实现归母净利润 80.69 亿元，同比下降 30.85%。受 DRG/DIP 支付方式改革、试剂集中带量采购、检验结果互认、医疗服务价格治理等多重政策影响，体外诊断行业进入调整收缩期，试剂用量和价格均出现了不同程度的下滑，导致市场规模出现较大幅度萎缩。2026 年公司国际业务有望回归快速增长，其中发展中国家和欧洲市场有望引领增长，国际业务收入占公司整体收入的比重也将进一步提升。

图 15：2016-2026Q1 迈瑞医疗营收及其同比增速

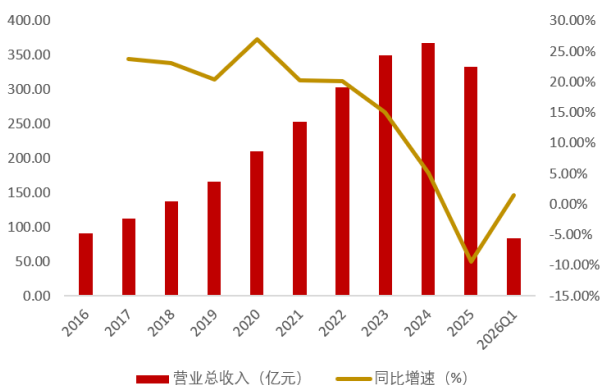
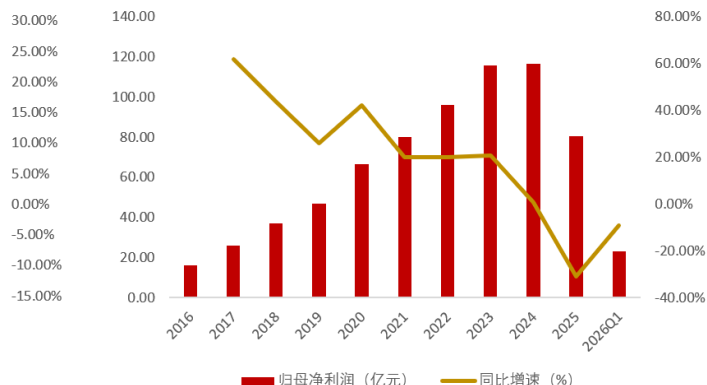


图 16：2016-2026Q1 迈瑞医疗归母净利润及其同比增速

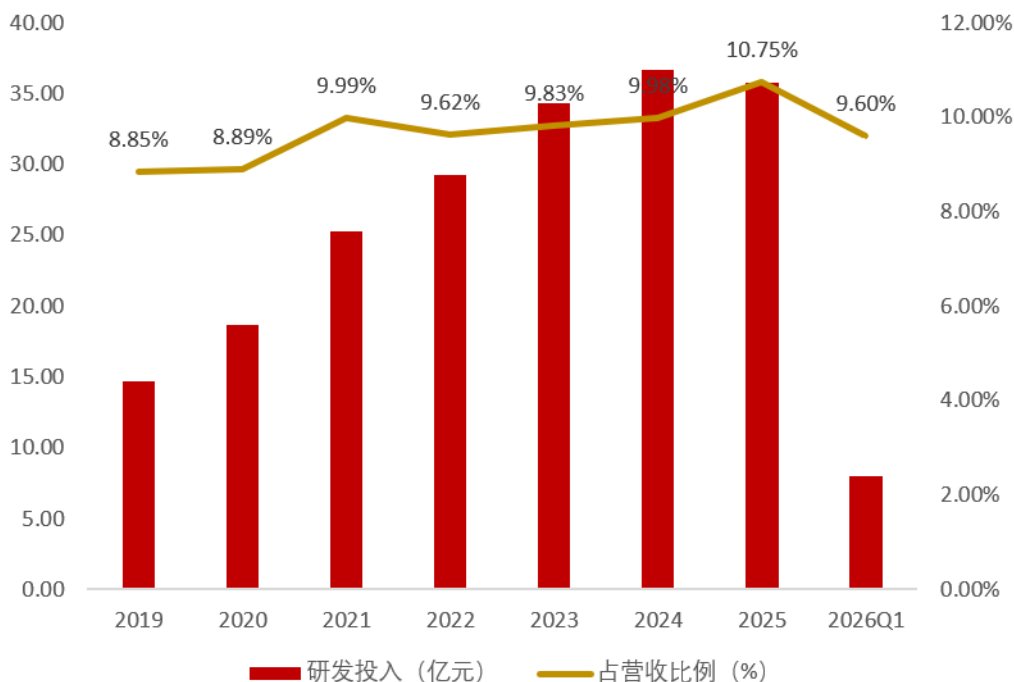


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**公司持续保证高研发投入，拥有卓越的体系化研发创新能力。**2019 年-2025 年，公司研发投入从 14.66 亿元增长至 35.79 亿元，CAGR 为 16.04%，公司持续保持高研发投入，产品不断丰富，技术持续迭代，尤其高端产品不断实现突破。公司建有多个国际领先的研发专业实验室，包括可靠性、标准化、电源、参数、气体、探头、热力学等专项技术实验室，其中可靠性实验室和标准化实验室获得了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可，可靠性检测实验室还通过了 Intertek、SGS、TÜV 南德等国际第三方机构的认可。目前，公司已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，具有强大的产品工程化和系统集成能力，设有十二大研发中心，共有 5,259 名研发工程师，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛。报告期内，武汉研究院项目的建设进展顺利，拟建成公司第二大研发中心，将于 2026 年上半年投入使用。

图 17：2019-2026Q1 年迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 4. 投资策略

**维持对行业的标配评级。**受行业合规整顿以及消费疲软等因素影响，2025 年医药生物行业整体归母净利润同比有所下滑。随着市场进一步规范化发展，集采对行业压制逐渐消化以及随着整体大环境回暖，2026Q1 医药生物板块整体营收和归母净利润增速同比有所提升，细分板块中，收入端血液制品、疫苗、体外诊断、诊断服务、原料药、中药和线下药店同比有所下滑，利润端血液制品、体外诊断、原料药、医疗耗材、医疗设备、医药流通和中药同比有所下滑。细分板块方面，创新药产业链在政策端国家将生物医药定位为新兴支柱产业，审评审批提速、医保谈判降幅收窄、集采规则优化并豁免高端创新药，叠加定价新政落地，行业由控费转向扶优，商业化预期明显改善；产业端 ADC、双抗、GLP-1、小核酸等前沿技术持续突破，国产药企全球竞争力增强、BD 出海授权快速放量，叠加 CXO 产业链配套成熟、产能充足，有效提升研发效率并优化成本；市场端医保、商保、惠民保等多层次支付体系不断完善，叠加人口老龄化与慢病刚需支撑，创新药院内院外渠道可及性持续提升、产品加速放量；估值端板块历经长期调整处于历史低位，与行业战略地位和成长潜力形成明显错配，伴随企业业绩修复与临床数据密集催化，具备较强估值修复弹性。建议关注：

- **创新药：**研发投入逐年加大，出海步伐加快，在研管线逐渐进入收获期的创新药企：恒瑞医药（600276）、百济神州（688235）和贝达药业（300558）等；
- **医疗器械：**有望受益于医疗新基建和国产替代的医疗器械企业：迈瑞医疗（300760）、奕瑞科技（688301）和联影医疗（688271）等。

## 5. 风险提示

- (1) 行业政策风险。如医保控费，部分药品集采后降价幅度较大。
- (2) 研发进展低于预期风险。研发过程中存在较大的不确定性，研发进展可能低于预期。
- (3) 原料价格波动风险。原材料价格波动大对企业经营造成不利影响。
- (4) 竞争加剧风险。部分产品竞争格局恶化可能将影响到企业盈利及成长性。
- (5) 其他风险，包括但不限于：汇率波动、贸易摩擦、核心人才流失、技术迭代等风险。

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2026/6/10）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025A	2026E	2024A	2025A	2026E		
600276	恒瑞医药	47.01	0.95	1.16	1.43	49.24	40.46	32.83	买入	维持
300558	贝达药业	50.61	0.96	0.73	1.34	52.89	69.74	37.86	买入	维持
688235	百济神州	213.34	(3.23)	0.95	2.99	-66.06	225.15	71.41	买入	维持
300760	迈瑞医疗	143.50	9.62	6.71	7.17	14.91	21.39	20.01	买入	维持
688271	联影医疗	110.60	1.53	2.27	2.93	72.24	48.76	37.78	买入	维持
688301	奕瑞科技	163.49	2.20	3.07	2.72	74.32	53.18	60.02	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn