

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	8583.87
52周最高	9323.49
52周最低	6764.34

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:盛丽华
SAC 登记编号:S1340525060001
Email:shenglihua@cnpsec.com
研究助理:陈峻
SAC 登记编号:S1340123110013
Email:chenjun@cnpsec.com

近期研究报告

《复宏汉霖 (2696.HK): 样本扩大夯实
广谱抗癌疗效, 看好 HLX43 大品种潜
力》 - 2025. 10. 09

医药生物行业报告 (2025. 10. 13-2025. 10. 17)

医疗器械集采逐步体现“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则

● 本周主题

医疗器械集采逐步体现“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则。近日, 黑龙江医保局发布《关于<腔静脉过滤器和消融电极类医用耗材省际联盟集中带量采购工作方案(征求意见稿)>公开征求意见稿》。

我们认为从《征求意见稿》中的竞价规则设计来看, 集采正转向温和。在降价的同时, 集采正通过规则设计的调整, 向临床需求和产品质量倾斜, 同时也逐步开始对恶性低价的情况进行了说明, 以牺牲质量为代价的价格内卷问题将受到整治。我们认为这符合“集采不再单纯以低价作为唯一标准”的新集采思路, 随着集采更合理的发展, 我们认为有利于国内医疗器械行业和企业的长远发展。

● 本周行情回顾

本周 (2025 年 10 月 13 日-10 月 17 日), A 股申万医药生物下跌 2.48%, 板块整体跑输沪深 300 指数 0.26 pct, 跑赢创业板指数 3.23 pct。在申万 31 个一级子行业中, 医药板块周涨跌幅排名为第 16 位。恒生医疗保健指数下跌 5.85%, 板块整体跑输恒生指数 1.88pct。在恒生 12 个一级子行业中, 医疗保健行业周涨跌幅排名为第 11 位。

● 行业观点

1、创新药: 近期创新药板块持续调整, 一方面消化前期涨幅, 另一方面 BD 催化剂较少, 博弈情绪退坡。我们认为调整已基本到位, 仍建议基于中长期产业发展逻辑维持或增加创新药资产的仓位, 从竞争格局、临床数据以及团队能力等多方面入手, 精选真正优质、有成长空间的个股。建议关注信达生物、三生制药、科伦博泰生物、康方生物、石药集团、康诺亚、迈威生物、君实生物、基石药业、乐普生物、荃信生物、映恩生物、德琪医药等。

2、医疗器械: 本周国家医保局发布第十一批国家组织药品集中采购文件, 其中提到要优化价差, 控制“锚点”。为保证公平, 本次集采继续对中选价差作一定控制。同时, 为防范个别企业报出异常低价“熔断”其他正常报价的企业, 导致整个品种的中选价过低, 本次集采优化了价差控制“锚点”的选择, 不再简单选用最低报价。我们认为此文件表明国家在医药领域“反内卷”的贯彻执行, 未来除了在药品领域, 器械领域的相关集采优化规则也有望逐步推出, 有望利好整个国内器械医疗行业, 尤其是过去受集采对估值有直接压制的标的, 如心脉医疗、南微医学、安杰思、新产业、安图生物、亚辉龙等。

风险提示: 竞争加剧风险; 地缘政治风险; 政策风险等。

目录

1	医疗器械集采逐步体现“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则.....	4
2	行业观点及投资建议.....	5
2.1	行情回顾.....	5
2.2	近期观点.....	5
3	板块行情.....	10
3.1	本周生物医药板块走势.....	10
3.2	医药板块整体估值.....	11
4	风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 本周申万医药指数走势	5
图表 2: 本周生物医药子板块涨跌幅	5
图表 3: 本周申万各大子板块涨跌幅	10
图表 4: 本周恒生各大子板块涨跌幅	10
图表 5: A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5	11
图表 6: 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5	11
图表 7: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	11
图表 8: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	12

1 医疗器械集采逐步体现“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则

事件：近日，黑龙江医保局发布《关于〈腔静脉滤器和消融电极类医用耗材省际联盟集中带量采购工作方案（征求意见稿）〉公开征求意见的公告》（以下简称《征求意见稿》）。

此次集采覆盖黑龙江、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、安徽、江西、河南、湖北、湖南、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏等 23 省（自治区、直辖市）。集采产品主要包括微波消融电极、射频消融电极和腔静脉滤器三个产品。

延伸：从相关《征求意见稿》中关于集采报价、入围等条件，我们认为体现了坚持集采“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则。在竞价规则设计上相对温和，也侧面反映了集采的新信号。尤其是在中选规则上，根据《征求意见稿》，同组内入围企业参与竞价，中选企业数量根据入围企业数而有所变化。同时，未中选的入围企业，可参加复活报价。如接受不高于上述规则中选企业申报价格的算术平均值，则获得中选身份。

为了避免某些企业低价冲标，本次集采规则特别说明，报价应包含产品价格及配送费用、配套工具配送及使用费用、伴随服务费用等，须 $\leq \text{Min}$ （本组最高有效申报价、本企业在已开展省级带量采购中的中选价）。报价为 0 元、重复报价、报价 $>$ 最高有效申报价的视为无效申报企业。对于同一医保编码产品，报价 $\leq \text{Min}$ （联盟省份各省级采购平台最低有效挂网价、联盟省份公立医疗机构在省级采购平台最低实际有效采购价）。同时，企业还须承诺不低于成本报价。

观点：我们认为从《征求意见稿》中的竞价规则设计来看，集采正转向温和。在降价的同时，集采正通过规则设计的调整，向临床需求和产品质量倾斜，同时也逐步开始对恶性低价的情况进行了说明，以牺牲质量为代价的价格内卷问题将

受到整治。我们认为这符合“集采不再单纯以低价作为唯一标准”的新集采思路，随着集采更合理的发展，我们认为有利于国内医疗器械行业和企业长远发展。

相关标的：

即将集采标的：心脉医疗、南微医学、安杰思、乐普医疗、蓝帆医疗等。

创新耗材标的：迈普医学、赛诺医疗、微电生理、惠泰医疗、归创通桥等。

医疗设备标的：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜等。

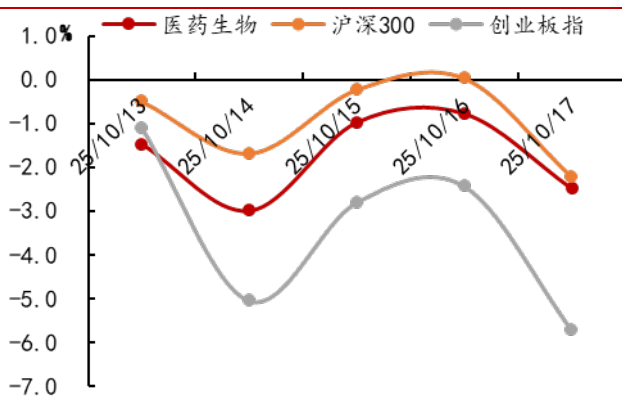
集采续标标的：春立医疗、爱康医疗、三友医疗、大博医疗、威高骨科等。

2 行业观点及投资建议

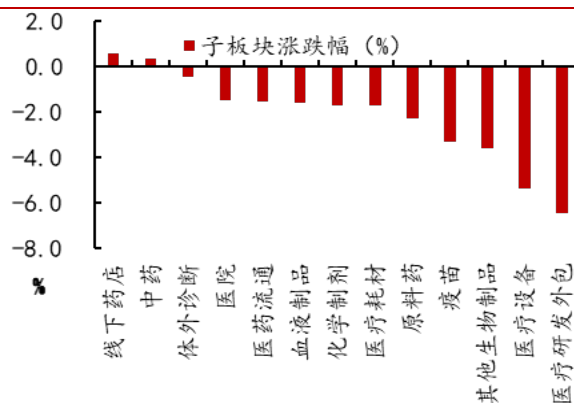
2.1 行情回顾

本周（2025 年 10 月 13 日-10 月 17 日），A 股申万医药生物下跌 2.48%，板块整体跑输沪深 300 指数 0.26pct，跑赢创业板指 3.23pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 16 位。本周申万医药子板块中，线下药店板块涨跌幅排名第一，上涨 0.59%；医疗研发外包板块表现相对较差，本周下跌 6.46%。

图表1：本周申万医药指数走势



图表2：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 近期观点

1、创新药：BD 趋势回暖，仍坚定看好创新药行情持续

1) 本周维立志博、普瑞金、翰森制药和奥赛康等相继公告项目 bd，交易对手方涵盖 biotech 以及 mnc，标志着正式进入 Q4 交易旺季，我们预期后续仍将看到国内更多优质项目出海，行业 β 有望起底回升。

2) ESMO2025 大会数据相继公布，康方生物 AK112、科伦博泰 SKB264、百利天恒 BL-B01D1 以及康宁杰瑞 KN026 临床数据优异，展现出强大竞争力，展望 12 月初的 ASH 大会，我们认为国产创新药的全球参与度将持续创新高。

产业层面国内极致内卷下在核心领域形成全面优势。国内创新药环境经过药政数年改革后基本接轨国际，在人才、患者池、开发效率以及临床入组方面拥有远超海外的优势，所以能形成对海外潜力靶点的快速优化迭代，尤其是工程化领域如双抗、ADC 以及 TCE 等。目前国内已成为全球最丰富的创新药储备库。

造就出海盛景的是 MNC 的主动需求。创新药的开发存在固有的反摩尔定律，过往海外大药企管线的扩充大都依靠并购或引进。而随着 2010-2020 年上市的 10 和自免等重磅药物相继进入专利悬崖或迭代期，近年 MNC 对新药的需求迅速提升。相比于高利率背景下融资难、开发慢且估值贵的欧美小 Biotech，国内资产“物美价廉”优势显而易见，我们认为国内创新药出海 BD 的交易不会停止，自年初开始的肿瘤领域的双抗到呼吸领域的小分子，通过海外 MNC 的购买行为已验证了国内创新药公司创新研发的实力。

选股思路方面，我们建议结合中期空间与确定性，核心仓位配置临床数据明确优势、竞争顺位靠前的龙头创新药企，弹性部分则需去伪存真，重点关注企业执行力和竞争格局。建议关注：信达生物、三生制药、科伦博泰生物、康方生物、石药集团、康诺亚、迈威生物、君实生物、基石药业、乐普生物、荃信生物、映恩生物等。

2、CXO：行业景气度逐步恢复，盈利能力有望提升

CDMO 板块：我们仍看好后续行业景气度持续提升的趋势，主要基于 1) 海外需求已呈现明确拐点，叠加美国即将迎来降息周期，需求端有望进一步释放；2) 多肽、ADC 等新疗法份额持续提升，带动商业化需求扩容，国内 CDMO 的产业优势显著。

CRO 板块：国内创新药景气度基本见底，后续研发需求有望兑现到 CRO 行业业绩；供给端竞争降价情况也已趋稳，静待未来盈利能力逐渐修复。

建议关注：药明康德、康龙化成、泰格医药等。

3、科研服务：国内景气度有望起底反转

我们仍看好科研服务板块后续投资机会，尤其是行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势的细分龙头，主要基于 1) 国内外医药行业景气度逐步恢复，将逐步传导导致上游科研服务的需求端；2) 下行周期中行业洗牌基本完成，利润率已深度调整，未来需求回暖利润修复弹性大；3) 产业逻辑仍在，国产替代与新疗法商业化带来前端订单放量的空间巨大。

建议关注：百普赛斯、奥浦迈、药康生物等。

4、生物制品：关注产品放量、在研管线数据或 BD 预期引发的估值重估机会

血制品：目前血制品的景气度处于下行周期，价格面临压力。中长期关注行业龙头天坛生物。

疫苗：整体受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注金黄色葡萄球菌疫苗关键 III 数据揭盲的欧林生物。

其他：主要关注核心产品放量机会和产品数据或 BD 预期引发的估值重估机会。

建议关注：血制品（天坛生物）；疫苗（欧林生物）、神州细胞、安科生物、我武生物、甘李药业、特宝生物等。

5、医疗器械：医保局表态不再简单选用最低报价，下半年业绩有望迎来拐点

本周国家医保局发布第十一批国家组织药品集中采购文件，其中提到要优化价差，控制“锚点”。为保证公平，本次集采继续对中选价差作一定控制。同时，为防范个别企业报出异常低价“熔断”其他正常报价的企业，导致整个品种的中选价过低，本次集采优化了价差控制“锚点”的选择，不再简单选用最低报价。除了在药品集采领域的“反内卷”文件，医疗器械领域的集采也逐步体现“反内

卷”。近日黑龙江医保局发布《关于〈腔静脉滤器和消融电极类医用耗材省际联盟集中带量采购工作方案（征求意见稿）〉公开征求意见的公告》。

我们认为从《征求意见稿》中的竞价规则设计来看，集采正转向温和。在降价的同时，集采正通过规则设计的调整，向临床需求和产品质量倾斜，同时也逐步开始对恶性低价的情况进行了说明，以牺牲质量为代价的价格内卷问题将受到整治。我们认为这符合“集采不再单纯以低价作为唯一标准”的新集采思路，随着集采更合理的发展，我们认为有利于国内医疗器械行业 and 企业的长远发展。建议关注：

即将集采标的：心脉医疗、南微医学、安杰思、乐普医疗、蓝帆医疗等。

创新耗材标的：迈普医学、赛诺医疗、微电生理、惠泰医疗、归创通桥等。

医疗设备标的：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜等。

集采续标标的：春立医疗、爱康医疗、三友医疗、大博医疗、威高骨科等。

6、医疗服务：看好有外延预期方向，AI+医疗赋能诊疗能力方向，关注消费复苏

方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：

1) 受益标的：爱尔眼科：当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。

2) 受益标的：固生堂：公司通过自建和收购并举，公司拥有成熟的门店运营管理体系，门店可复制性强；由于客单价较低受消费力下行影响较小，且诊疗偏刚需，需求端旺盛，有望通过持续扩张促进市占率提升。

方向二：关注“AI+医疗”赋能诊疗能力提升。受益标的：美年健康、国际医学、盈康生命、讯飞医疗科技等。

方向三：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：眼科受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

7、中药：看好创新驱动、集采/基药政策受益、高基数出清方向

方向一：集采/基药政策受益方向

受益标的：佐力药业、方盛制药等。受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊、方盛制药的藤黄健骨片等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。

方向二：关注积极布局创新研发方向

受益标的：众生药业、康缘药业、天士力、九芝堂、桂林三金等。贵州百灵：糖宁通络糖网适应症进入三期临床，且获得2型糖尿病临床批件，此次获批标志着糖宁通络片成为国内首个在“糖尿病治疗”与“并发症治疗”双领域进入临床试验的中药1.1类新药。我国糖尿病患者规模超3000万人，市场潜力大。康缘药业：生物制品1类新药三靶点长效减重（降糖）融合蛋白（ZX2021注射液）、双靶点长效降糖（减重）融合蛋白（ZX2010注射液）进入II期临床。2个化药1类创新药完成II期临床入组：氟诺哌齐片（DC20）对应适应症阿尔茨海默病、喹诺利辛片（DC042）对应适应症良性前列腺增生。此外，公司针对脑卒中、多发性骨髓瘤、晚期实体瘤、银屑病等适应症均有化药及生物药产品在研。九芝堂：子公司北京美科开展的干细胞临床试验持续推进。（1）适应症肺泡蛋白沉积症的临床试验已完成10例全部受试者的入组；（2）适应症缺血性脑卒中的临床试验已完成IIa期45例全部受试者入组，IIa期预计2026Q2完成；（3）适应症疗孤独症的临床试验已获得批件，临床启动在即。

方向三：高基数出清的拐点方向

受益标的：以岭药业、贵州三力等。疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。

8、医药商业：零售药店行业加速集中

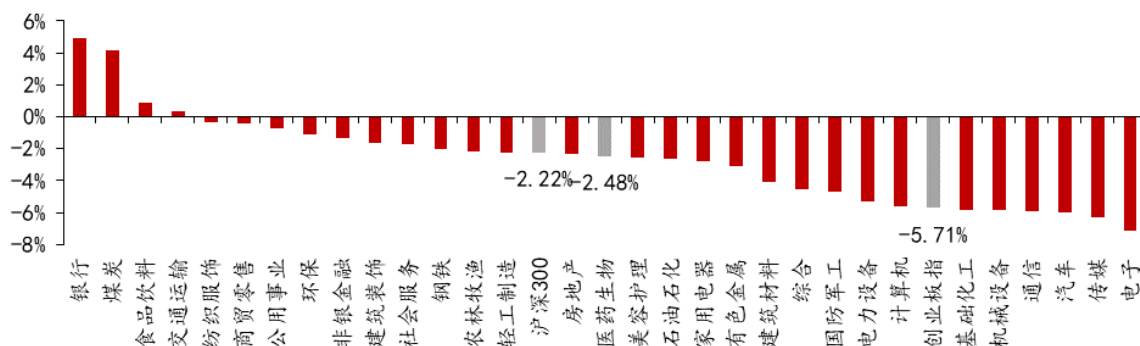
预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。推荐标的：益丰药房、大参林。

3 板块行情

3.1 本周生物医药板块走势

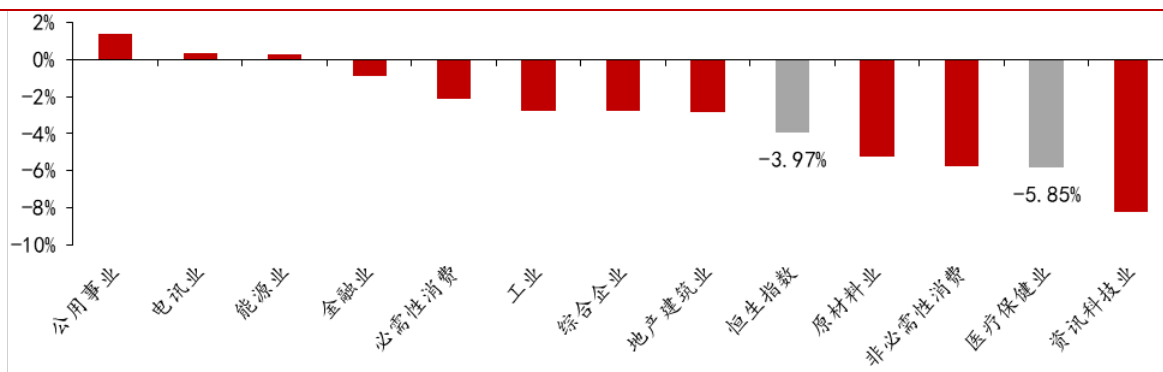
本周（2025 年 10 月 13 日-10 月 17 日），A 股申万医药生物下跌 2.48%，板块整体跑输沪深 300 指数 0.26pct，跑赢创业板指数 3.23pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 16 位。恒生医疗保健指数下跌 5.85%，板块整体跑输恒生指数 1.88pct。在恒生 12 个一级子行业中，医疗保健行业周涨跌幅排名为第 11 位。

图表3：本周申万各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：本周恒生各大子板块涨跌幅



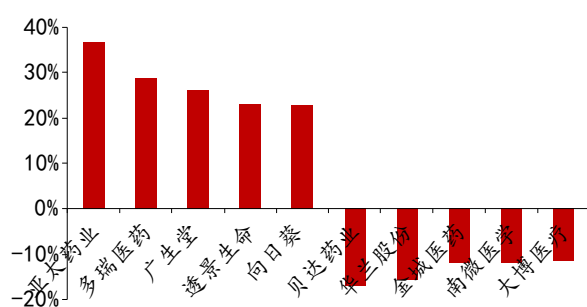
资料来源：Wind，中邮证券研究所

上周，A 股申万医药生物行业个股涨幅前五位分别为：亚太药业(+36.68%)、多瑞医药(+28.84%)、广生堂(+26.12%)、透景生命(+22.95%)、向日葵(+22.87%)。个股跌幅前五位分别为：贝达药业(-16.98%)、华兰股份(-15.68%)、金城医药(-11.84%)、南微医学(-11.83%)、大博医疗(-11.44%)。

港股方面，上周个股涨幅前五位分别为：药捷安康-B (+8.68%)、映恩生物-B (+8.39%)、康宁杰瑞制药-B (+8.09%)、佰泽医疗 (+7.88%)、中国中药 (+7.21%)。

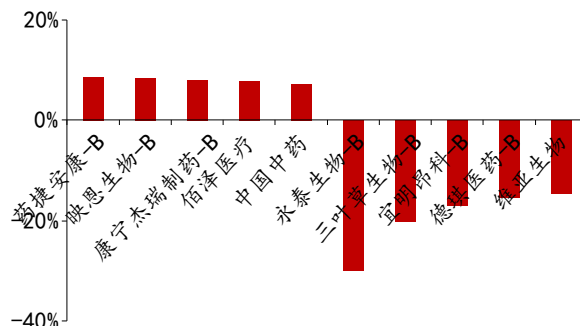
个股跌幅前五位分别为：永泰生物-B (-29.76%)、三叶草生物-B (-20%)、宜明昂科-B (-16.8%)、德琪医药-B (-15.3%)、维亚生物 (-14.54%)。

图表5：A股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



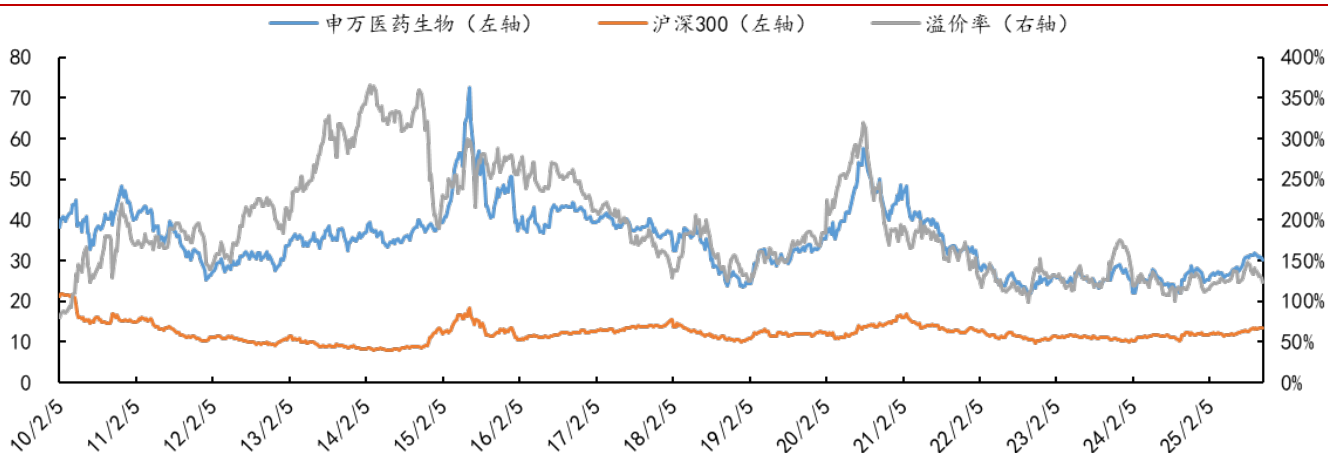
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 医药板块整体估值

截止 2025 年 10 月 17 日，申万医药板块整体估值（TTM，整体法，剔除负值）为 30.03，比上周下降 0.84。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 123.96%，环比下降了 4.90 个百分点。

子行业市盈率方面，医疗器械、生物制品和化学制药板块居于前三位，本周医药中药板块估值有所上升，医疗器械和医疗服务板块估值下降较大。

图表7：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用 Wind 提取申万医药生物指数 801150.SI 和沪深 300 指数 000300.SH 的市盈率（TTM、剔除负值）计算）

图表8：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用Wind 板块数据浏览器，提取申万医药生物二级行业的市盈率（TTM 整体法，调整负值）

4 风险提示

创新药研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险；政策降价压力超预期风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编: 200000