

创新新周期，医药新未来

医药生物行业2026年度投资策略

证券分析师：杜永宏 执业证书编号：S0630522040001
联系方式：dyh@longone.com.cn

证券分析师：赖菲虹 执业证书编号：S0630525050001

2025年12月31日

核心观点：

- **创新药大时代到来：**我们从时间轴简单划分，我国医药生物行业可以分为三个阶段，2018年以前称为仿制药大时代，仿制药占据了绝对主导地位，很多仿制药也享受了较高的价格溢价；2018-2025年为行业整体转型阵痛期，多批次的集采降价，仿制药械价格溢价风险快速出清，上市药企整体盈利能力显著下滑；创新药则快速发展，研发投入持续加大，热门靶点、前沿技术积极布局，多个重磅创新药陆续上市，BD交易火热，国际影响力显著提升；2026年我们认为我国医药生物行业将正式步入创新药大时代，创新药将逐渐占据我国医药生物行业的主导地位，医保商保的互补结合将长期打开支付空间的天花板，创新药将持续蓬勃发展。2026年国内方面，将更多关注创新药的上市放量节奏，热门靶点布局的领先程度，竞争格局的拥挤程度，关键临床数据的读出情况等；海外方面，随着BD交易的常态化，将更多关注首付款项等对现金流的改善程度，关注已授权项目的海外临床进展情况，海外上市产品的放量情况等。CXO、上游科学试剂等创新药产业链行业，受益于创新药的快速发展预计仍将保持良好增长势头。
- **医疗器械行业否极泰来：**过去三年，医疗器械行业经历了医疗行业反腐、院内招投标暂缓、渠道去库存、集采降价、支付改革、检测套餐解绑等多因素影响，行业内上市公司整体持续承压，业绩显著下滑盈利能力下降；2025年以来，随着院内招投标的逐渐活跃，集采政策的持续优化等，行业内上市公司盈利能力下滑趋势有所放缓，部分企业呈温和复苏势头。2026年国内市场方面，随着前期各种利空因素的出清，行业内上市公司业绩有望逐渐见底企稳，脑机接口、AI+等新技术新产品的快速发展，医疗器械行业整体有望进入新的增长周期；海外市场方面，随着过去几年企业在海外产能、渠道、品牌的持续布局，海外市场有望成为新的增长重要增长点。

核心观点：

- **医疗服务消费空间广阔：**过去几年，医疗服务消费行业一方面受到宏观经济环境、消费降级等因素的影响，另一方面受到集采降价、DRG/DIP支付改革等行业政策的影响，行业整体持续低迷、上市公司业绩表现疲软。当前提振内需消费已成为促进国家经济发展繁荣的核心抓手，随着宏观消费的逐渐复苏，医疗服务消费也必将实现良好增长；另一方面，随着行业政策的持续优化，政策端的边际改善也将促进医疗服务消费的企稳回暖。展望2026年，院内医疗服务消费，随着新技术、新产品、新术式的持续推广应用，差异化高端化的服务满足不同层次的消费者需求，具有品牌优势和连锁优势的专科医院有望率先步入新的增长轨道；院外零售服务市场，处方外流、品类服务的多元化将是长期趋势，过去两年随着一大批中小零售药店的闭店退出，行业过剩产能快速出清，大型连锁药店凭借其品牌优势管理优势成本优势将进一步巩固其龙头地位，实现良好增长。
- **个股组合：**科伦药业、荣昌生物、特宝生物、迪哲医药、贝达药业、众生药业、百普赛斯、开立医疗、海尔生物、华厦眼科、益丰药房、老百姓等。
- **风险提示：**政策风险，业绩风险，研发风险，事件风险等。



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

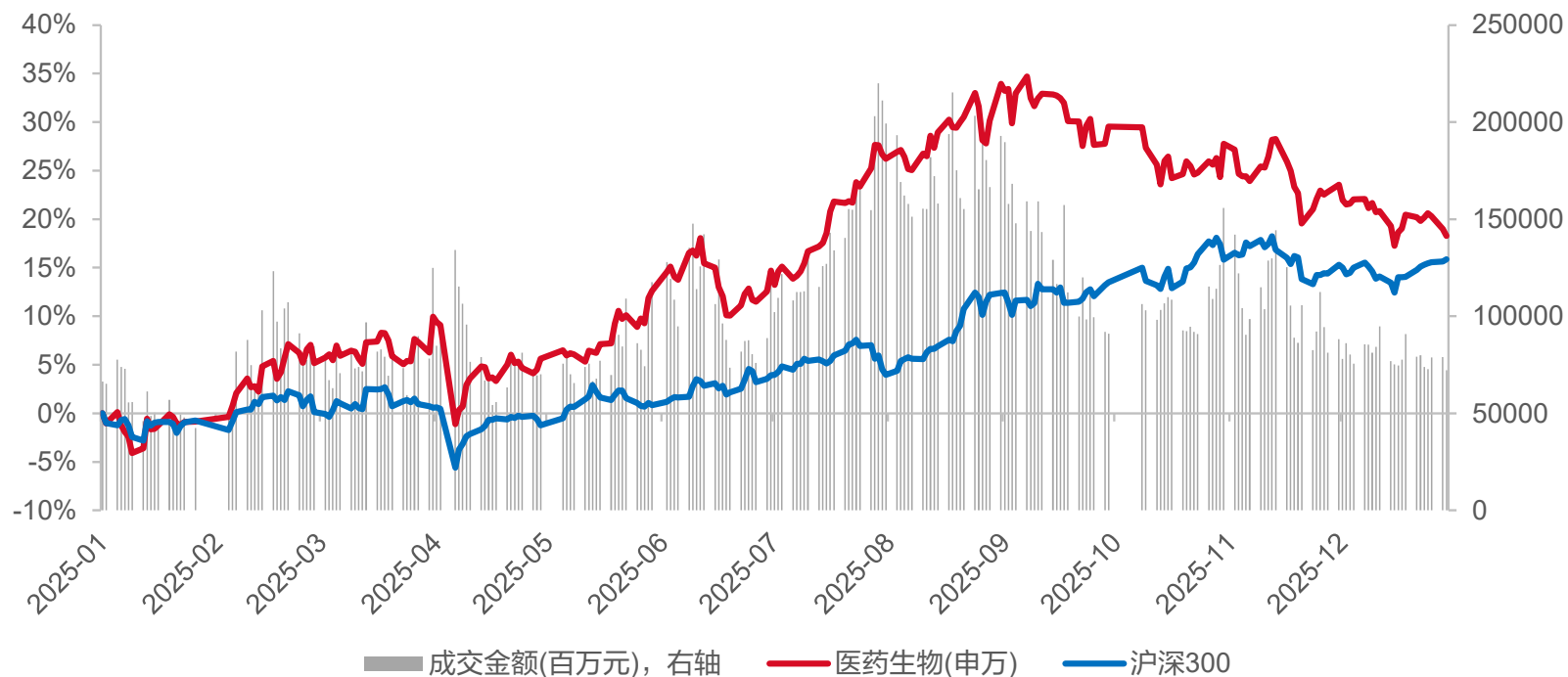
三、细分板块

四、风险提示

A股医药生物板块2025年行情回顾

- 2025年申万生物医药指数整体呈“先升后降”走势，年初受人工智能对科技股的带动，板块迎来一波温和上涨行情；5月份三生制药和辉瑞的大额BD交易再次点燃创新药的做多热情，多家公司频繁的BD交易、优秀临床数据的读出等，刺激板块持续强劲上涨，9月初板块指数达到今年的高点；随着中报披露完成，差强人意的上市公司业绩，以及市场对BD交易的热度下降等，板块整体呈震荡下行走势，其中创新药回调幅度居前，板块人气逐渐低迷。

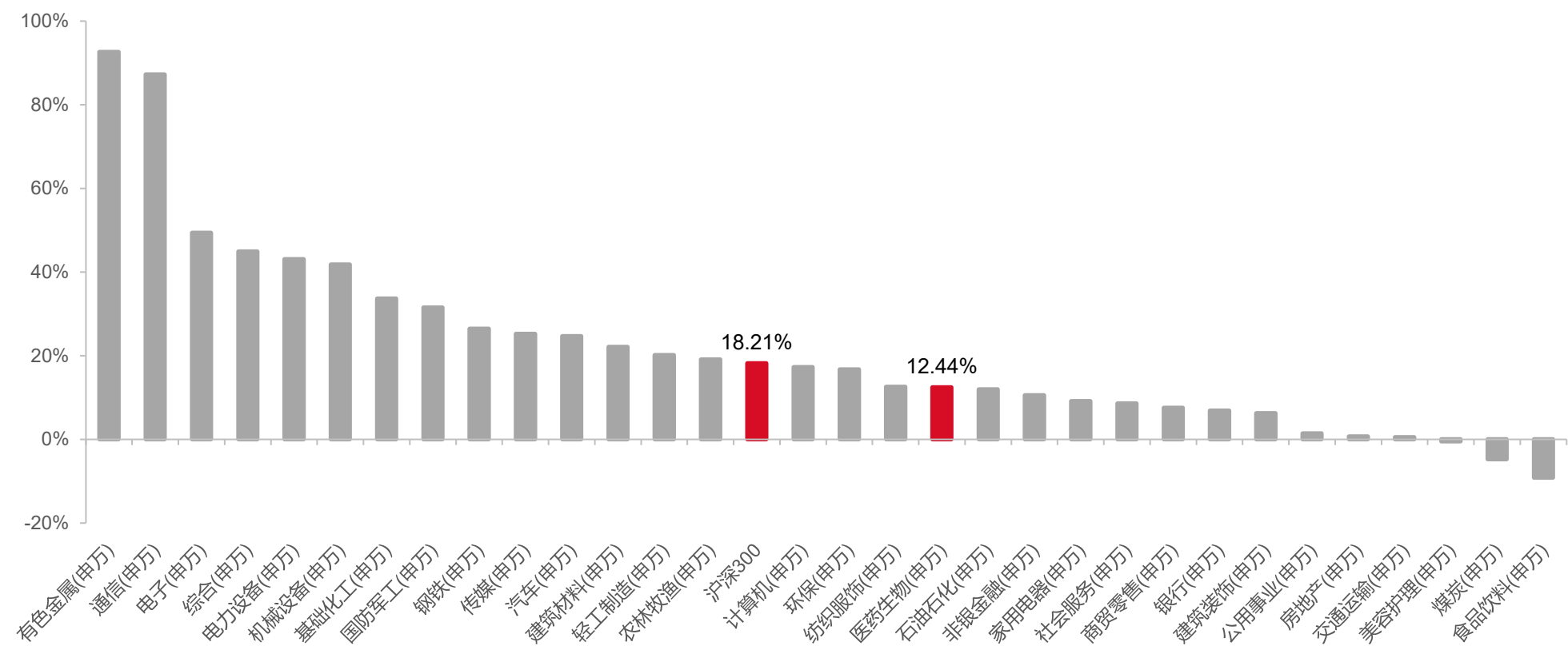
2025.01.01-2025.12.30申万医药生物行情走势



A股医药生物板块市场表现居中

● 2025.01.01-2025.12.30，医药生物板块上涨12.44%，在申万31个行业分类居第18位，跑输沪深300指数5.76个百分点。

2025.01.01-2025.12.30申万行业涨跌情况

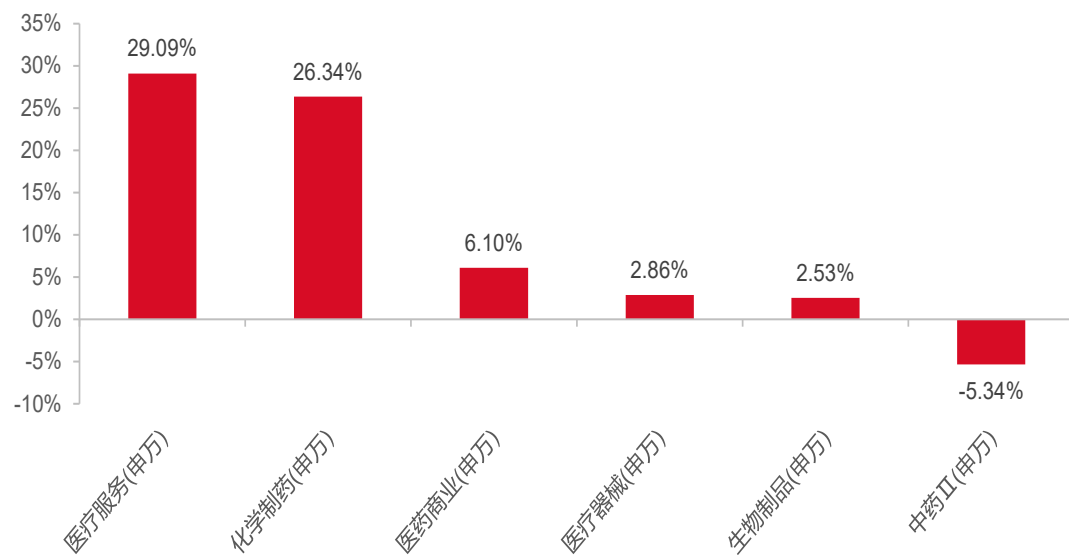


资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物子板块行情表现

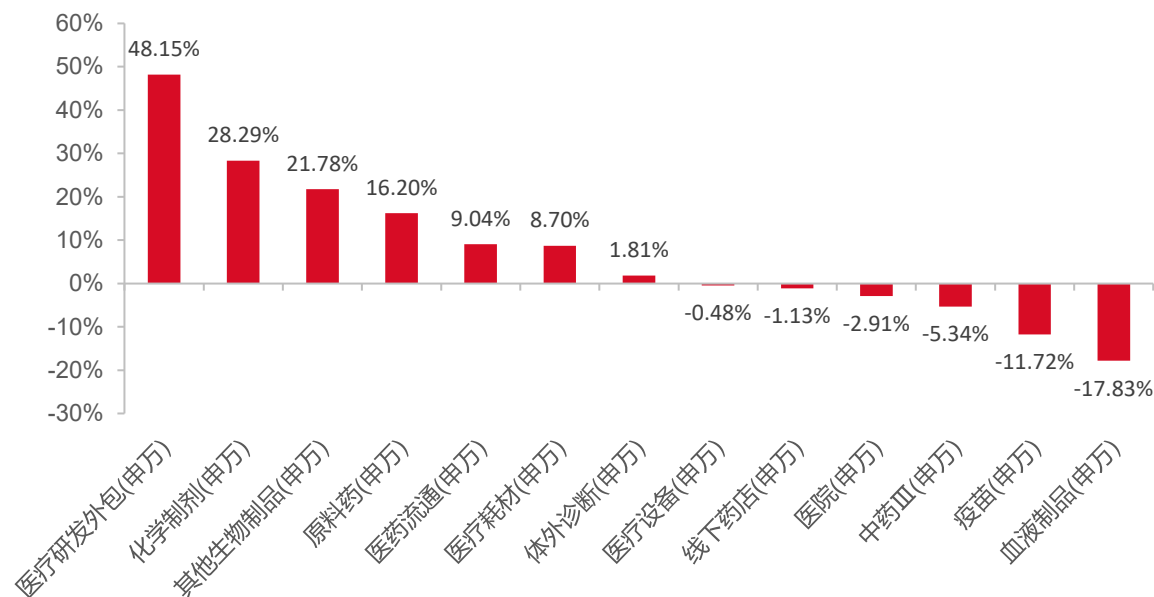
- 2025.01.01-2025.12.30期间，医药生物板块二级子行业中，医疗服务、化学制药涨幅居前，涨幅为29.09%、26.34%；中药板块下跌5.34%。三级子行业中，医疗研发外包、化学制剂、其他生物制品实现20%以上的上涨；疫苗、血液制品跌幅最大，跌幅分别为11.72%、17.83%。

2025.01.01-2025.12.30 SW医药二级行业涨跌情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

2025.01.01-2025.12.30 SW医药三级行业涨跌情况

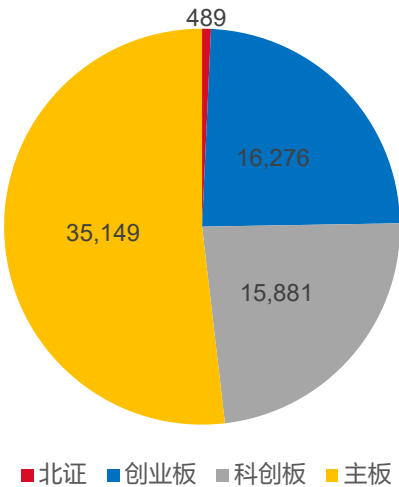


资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物板块市值情况

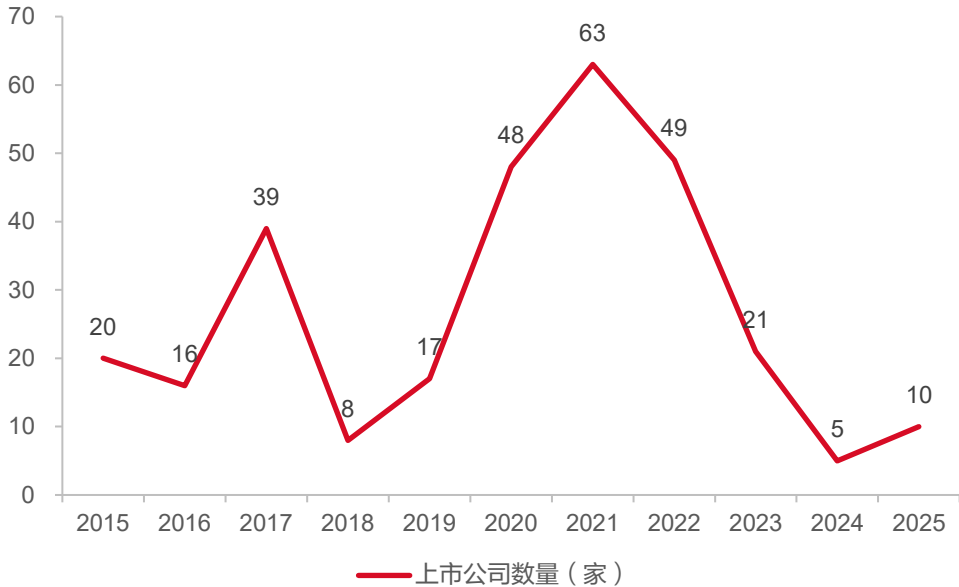
- 截至2025年12月30日，A股申万医药生物板块股票（不含B股）总数达499只，总市值达6.78万亿元。总市值板块分布上看，主板、创业板、科创板和北证市值占比分别为51.85%、24.01%、23.42%和0.72%。从个股市值分布上看，193只个股市值在50亿元以下（占比38.68%）；142只个股市值在50-100亿元（占比28.46%）；147只个股市值在100-500亿元（占比29.46%）。
- 从上市公司数量上看，2020-2022年上市企业数量较多，2023年至今上市节奏放缓，2025年新上市10家。

A股申万医药生物行业市值分布（亿元）



个股数量（只）	
>=1000亿元	9
500-1000亿元	8
100-500亿元	147
50-100亿元	142
<50亿元	193

2015-2025年A股申万医药生物行业新增上市公司数量（家）



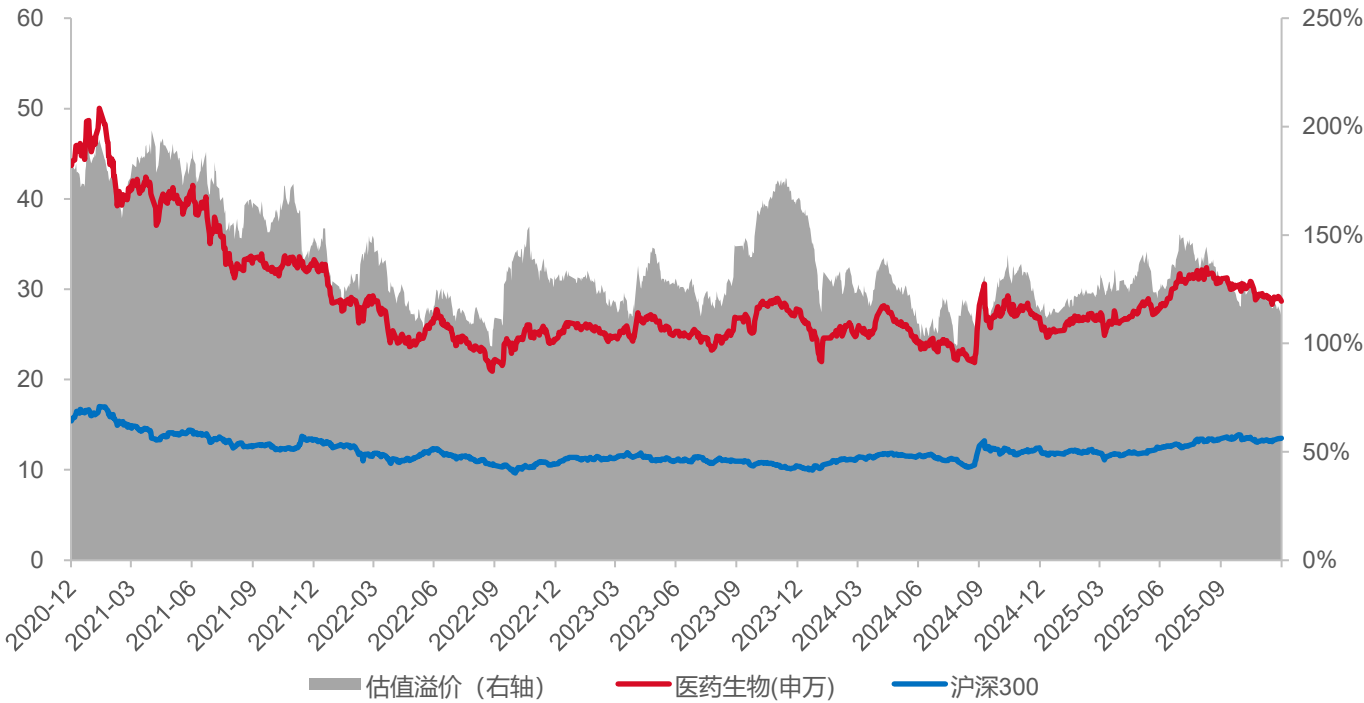
资料来源：Wind，东海证券研究所（截至2025年12月30日）

资料来源：Wind，东海证券研究所（截至2025年12月30日）

A股医药生物板块估值情况

- 截至2025年12月30日，申万医药生物板块PE估值在28.7倍，相对沪深300溢价为113%，处于历史中位水平。

近五年申万医药生物行业PE 估值情况

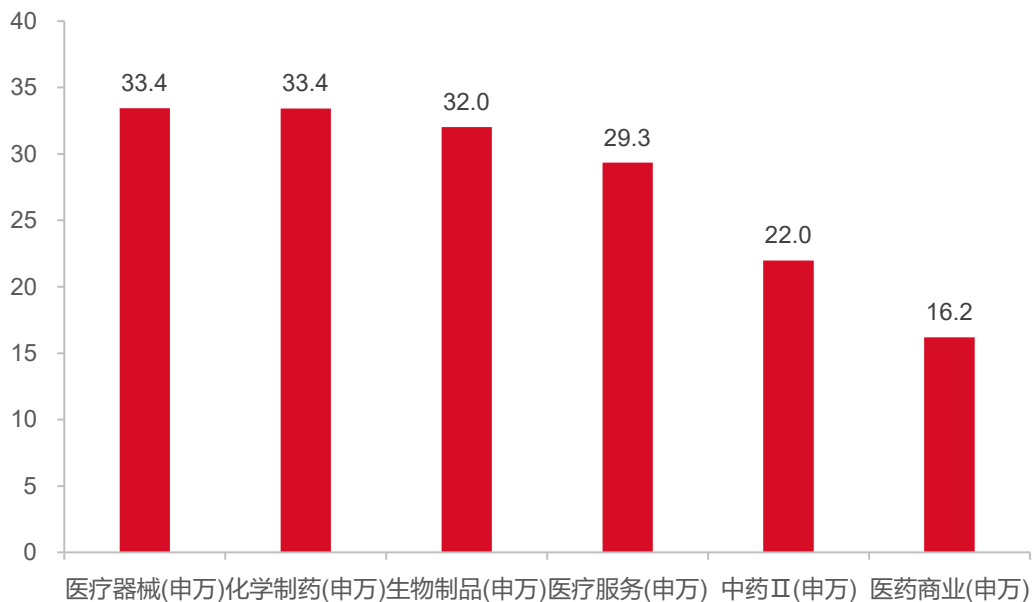


资料来源：Wind，东海证券研究所

医药生物子板块估值情况

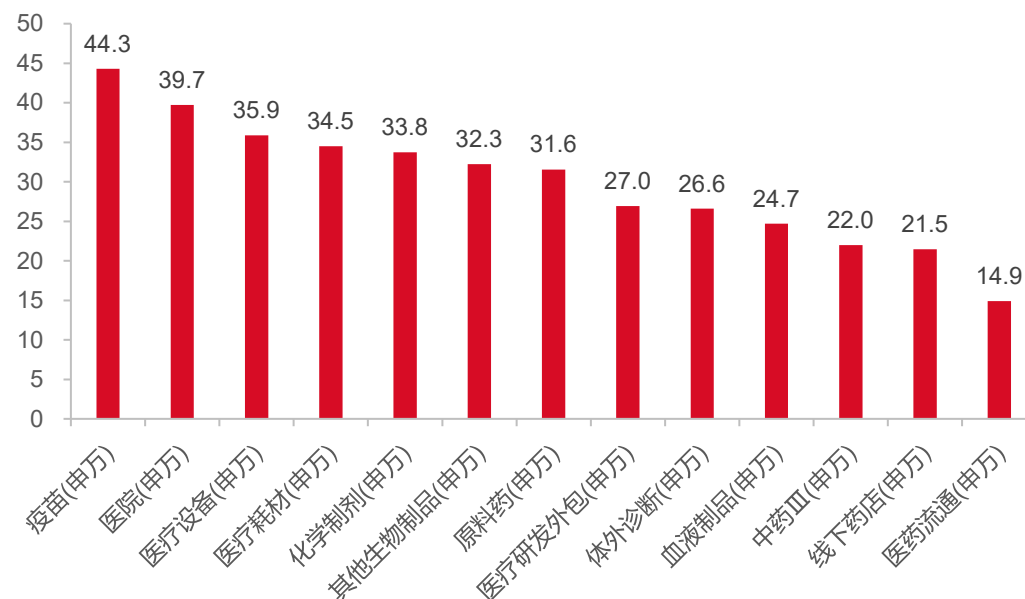
- 从子板块看，截至2025年12月30日，医药生物二级子板块估值水平在16-34倍间，其中医疗器械、化学制药、生物制品估值相对最高（33.4倍、33.4倍、32.0倍），医药商业估值最低（16.2倍）。13个三级子行业中，疫苗、医院、医疗设备、医疗耗材的估值较高，处于34-45倍间。

申万医药生物二级行业PE 估值（单位：倍）



资料来源：Wind，东海证券研究所

申万医药生物三级行业PE 估值（单位：倍）



资料来源：Wind，东海证券研究所

今年以来涨幅前50的医药生物板块个股

- 细分领域分化显著，创新药赛道构成增长主力。2025年以来医药生物板块涨幅前50个股中，化学制剂（17只，34%）和医疗研发外包（7只，14%）合计占比达48%，成为拉动板块增长的核心动力；医疗设备（6只，12%）、其他生物制品（4只，8%）和医疗耗材（4只，8%）紧随其后，共同构成主要增长梯队。细分领域分化显著，创新属性强、政策支持明确的赛道表现突出，而传统领域增长相对乏力。

2025.01.01-2025.12.30 涨幅前50的医药生物板块个股

公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅
合富中国	277.90%	华兰股份	167.72%	欧林生物	138.87%	天目药业	98.41%	永安药业	88.89%
舒泰神	272.33%	广生堂	178.73%	福瑞医科	126.25%	皓元医药	104.16%	华康洁净	86.24%
振德医疗	232.10%	热景生物	160.87%	万邦德	116.02%	ST中珠	93.85%	前沿生物-U	84.63%
多瑞医药	226.60%	锦好医疗	173.65%	益方生物-U	104.51%	诺思兰德	100.69%	富祥药业	86.09%
康众医疗	229.32%	创新医疗	173.87%	圣诺生物	110.26%	一品红	99.94%	麦澜德	86.28%
常山药业	208.55%	荣昌生物	156.96%	诚达药业	111.60%	赛诺医疗	97.54%	联环药业	87.80%
鹭燕医药	198.60%	昂利康	156.87%	昭衍新药	109.44%	迈威生物-U	93.07%	向日葵	90.74%
天臣医疗	192.78%	海辰药业	152.57%	艾迪药业	103.31%	普蕊斯	94.17%	美迪西	89.13%
三生国健	181.92%	康芝药业	143.88%	翔宇医疗	104.72%	泰恩康	93.79%	百花医药	85.74%
塞力医疗	190.17%	亚太药业	140.00%	苑东生物	102.73%	成都先导	94.63%	宏源药业	81.43%

资料来源：Wind，东海证券研究所



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

四、风险提示

医药制造业营收利润双降，降幅呈阶段性波动

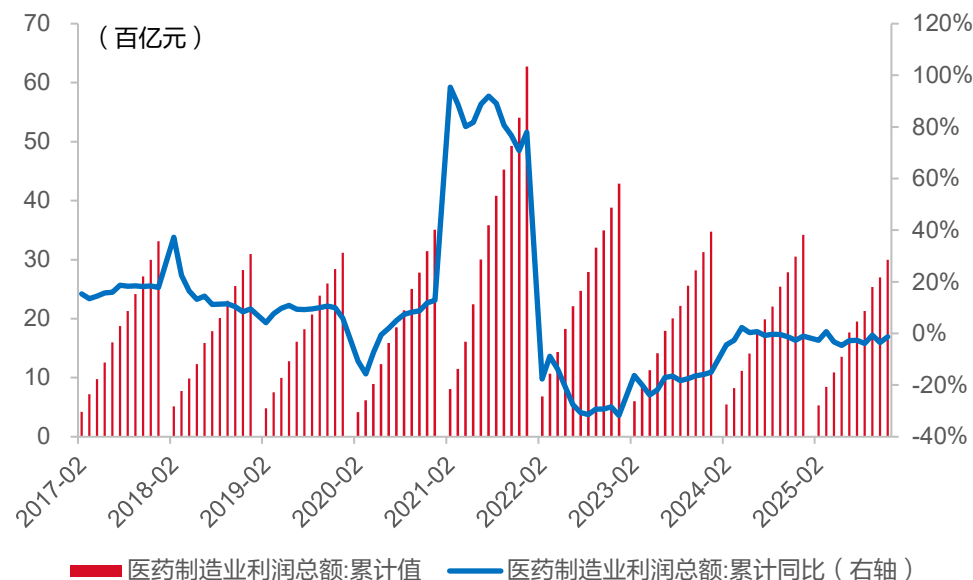
- 根据国家统计局公布的医药制造业数据，2025年前11个月，医药制造业实现营收22,065.00亿元，同比下降2.00%；利润总额2995.80亿元，同比下降1.30%。
- 从月度趋势看，营收累计同比从2月的-3.4%逐步收窄至6月的-1.2%，但7月后再度走弱；利润累计同比则从2月的-2.7%波动收窄至9月的-0.7%，10月降幅显著扩大，显示行业短期内有待积蓄复苏动能。

2017M2-2025M11医药制造业营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

2017M2-2025M11医药制造业利润总额及同比增速

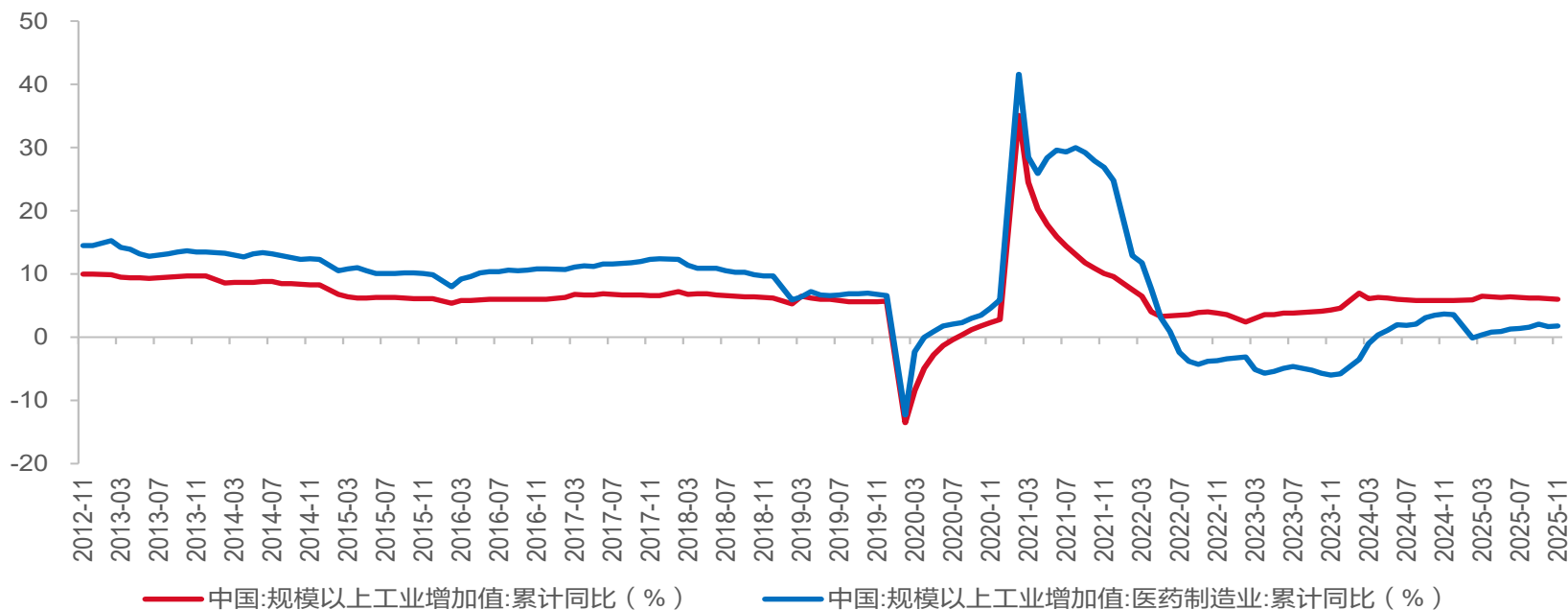


资料来源: Wind, 东海证券研究所

我国规模以上医药工业增加值增速处于较低水平

- 根据国家统计局数据，2025年1-11月，我国规模以上工业增加值累计同比增速为6.00%，其中规模以上医药制造业工业增加值累计同比增速为1.80%（同比-1.90pp，环比+0.10pp），低于全国工业增速。医药制造业累计增速从2月的-0.10%回升至11月的1.80%，环比连续9个月改善，显示行业逐步走出低谷，但1.80%的增速仍为2020年以来同期较低水平，回升动能温和。医保谈判、集采扩面等政策对价格和利润的压制，叠加终端消费需求疲软，是增速偏低的主因。

2012年11月-2025年11月规模以上工业增加值累计同比增速（%）

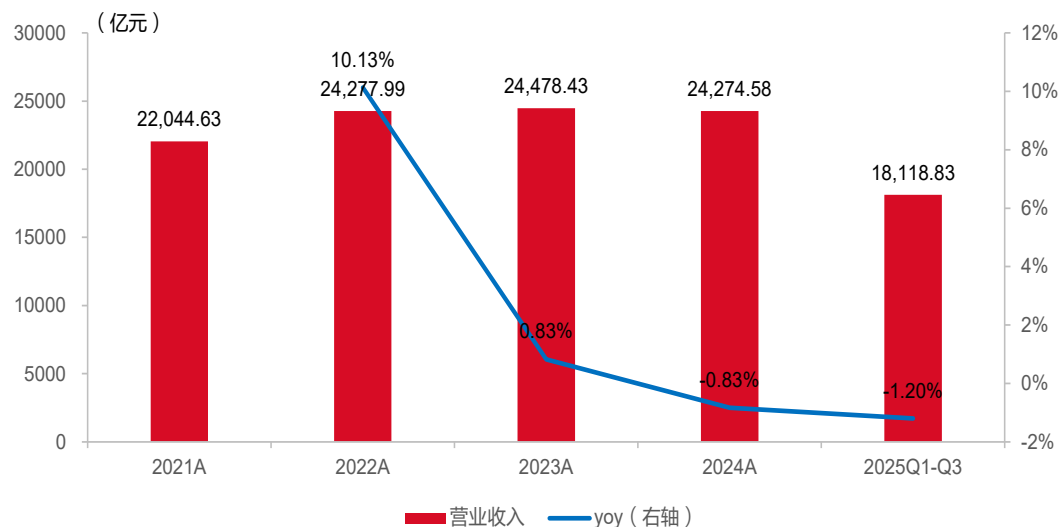


资料来源: Wind, 东海证券研究所

上市公司：收入端下降，利润同比改善

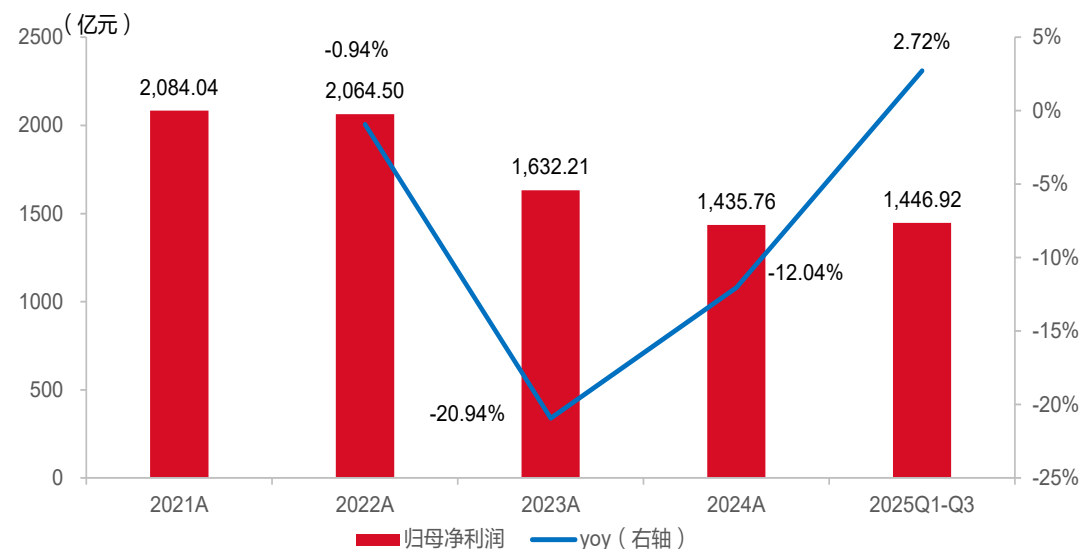
- 剔除新上市及部分业绩波动较大、可比性较差的个股，我们共纳入A股申万医药生物行业434只个股作为分析样本。2025Q1-Q3医药生物行业上市公司整体实现营业收入18,118.83亿元，同比下降1.20%；归母净利润1446.92亿元，同比增长2.72%。行业在营收承压背景下，通过结构优化实现了利润端的改善。从季度趋势看，行业呈现逐季修复特征，Q1-Q3营业收入同比增速分别为-3.22%、-0.98%、0.70%，三季度营收同比转正，表明行业需求端逐步回暖。

医药行业上市公司营业收入及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

医药行业上市公司归母净利润及增速

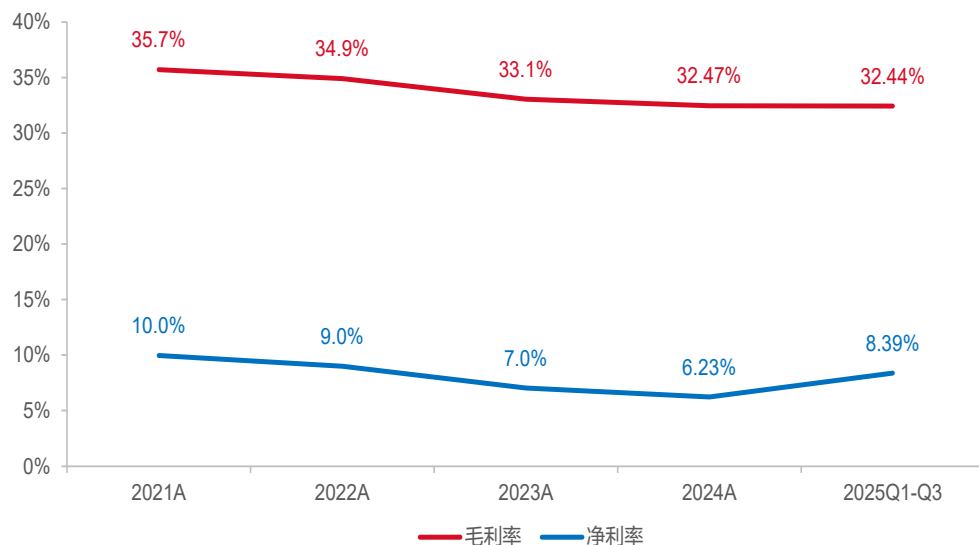


资料来源：Wind，东海证券研究所

上市公司：盈利能力略有提升

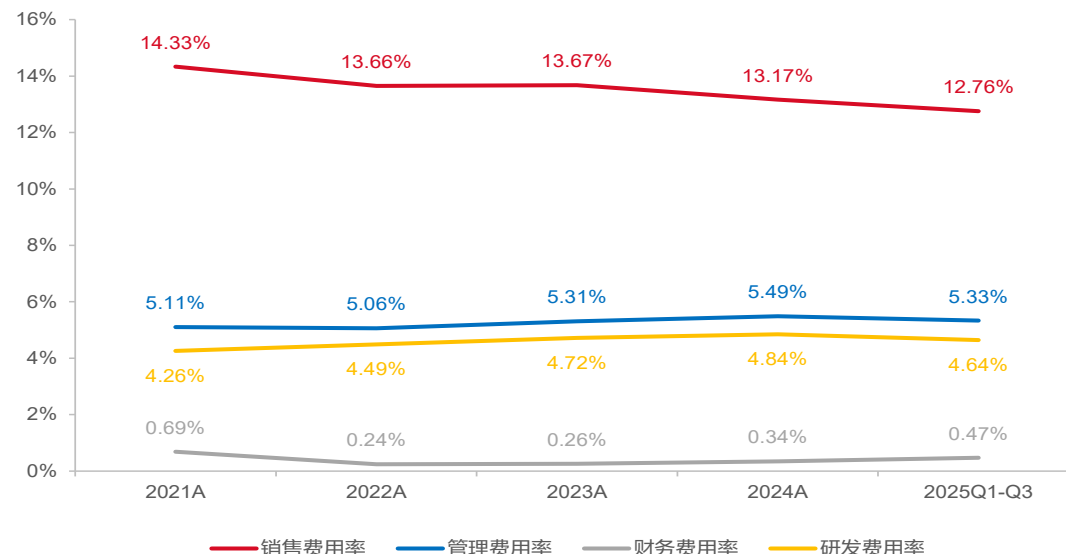
- 2025Q1-Q3医药生物行业上市公司整体毛利率为32.44%，较去年同期下降0.18pp；净利率为8.39%，较去年同期增加0.26pp；行业在成本压力下，通过产品结构优化和费用管控实现了盈利质量的边际改善，呈现“毛利率温和收缩、净利率逆势增长”的分化特征。
- 期间费用率方面，2025Q1-Q3各项费用率同比基本持平，销售费用率同比下降0.06pp，研发费用率和管理费用率分别同比增长0.10pp和0.12pp；这一变化反映行业在控费增效的同时，持续加大研发投入，费用结构呈现“销售端收缩、研发端扩张”的优化特征，符合创新驱动的产业转型方向。

医药行业上市公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

医药行业上市公司期间费用率

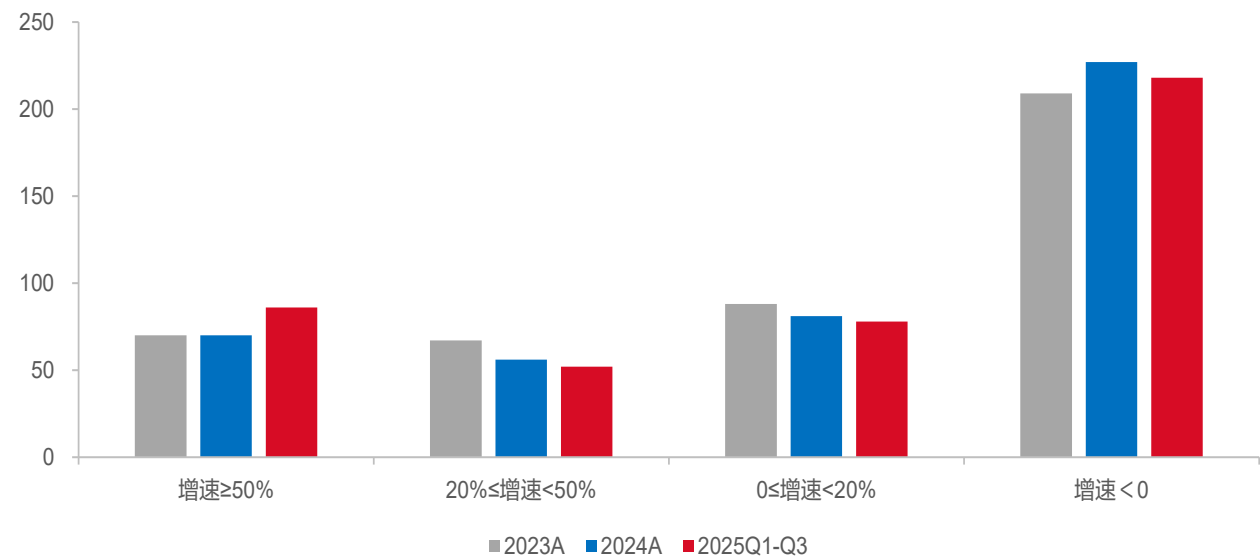


资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物板块业绩情况

- 2025Q1-Q3，医药生物行业业绩持续分化，创新药、CXO、医院等少数细分板块相对表现良好。2025Q1-Q3，医药行业上市公司归母净利润呈负增长的企业218家（50.2%）；同比增速0-20% 78家（18.0%）；20%-50% 52家（占比12.0%）；50%以上86家（19.8%）。

医药行业上市公司个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2025Q1-Q3 A股申万医药板块业绩情况

板块	2025Q1-Q3营收同比增速	板块	2025Q1-Q3归母净利润同比增速
创新药	23.34%	诊断服务	94.98%
CXO	12.36%	CXO	55.90%
其他生物制品	8.15%	上游试剂	13.70%
上游试剂	6.11%	其他生物制品	10.76%
药店	0.74%	药店	8.92%
医药流通	0.46%	医药流通	4.72%
医院	0.41%	中药	-0.58%
设备	-0.17%	医疗耗材	-4.87%
血制品	-0.28%	医院	-9.37%
医疗耗材	-0.58%	原料药	-11.65%
化学制剂	-3.43%	化学制剂	-12.18%
中药	-3.91%	设备	-16.32%
原料药	-7.74%	血制品	-20.59%
IVD	-14.47%	IVD	-26.38%
诊断服务	-16.53%	疫苗	-89.37%
疫苗	-39.99%		

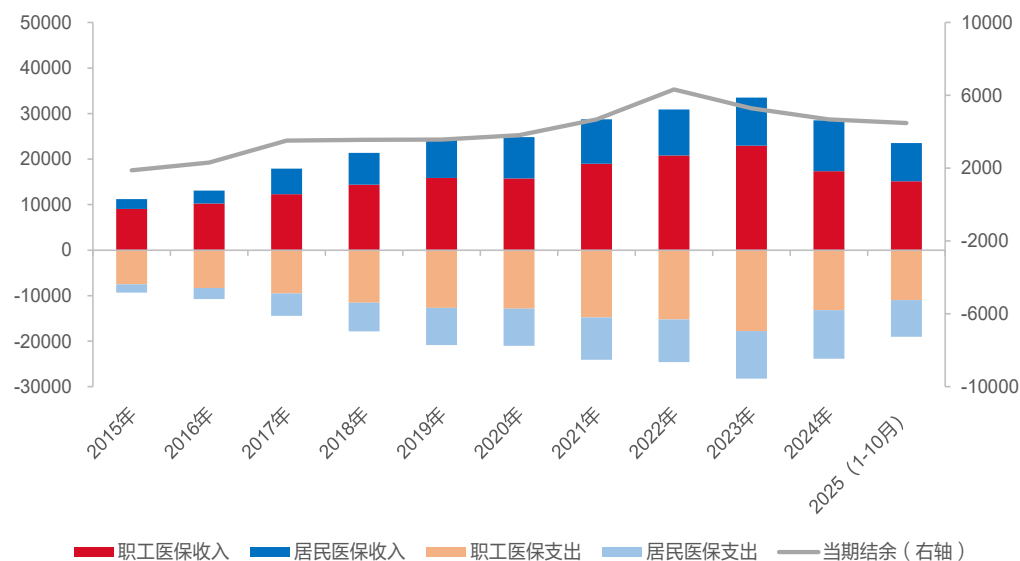
注：共纳入A股申万医药生物板块434只个股作为分析样本，剔除新上市和部分可比性较差个股。创新药板块持续亏损，利润不参与排名

资料来源：Wind，东海证券研究所

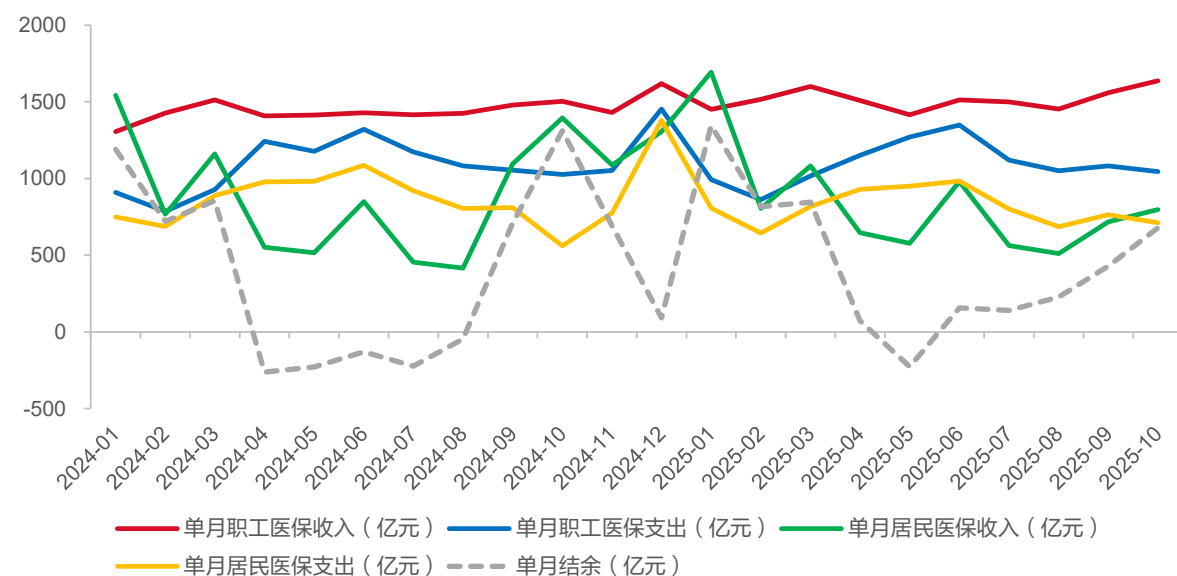
医保统筹账户收入呈良好增长，结余保持平稳

- 2025年1-10月，基本医疗保险（含生育保险）基金统筹账户收入23520.10亿元，累计同比增长1.97%；支出19036.24亿元，累计同比减少0.68%，当期结余4483.86亿元。其中，职工医保统筹账户的累计收入为15151.14亿元，累计支出为10939.94亿元，城乡居民统筹账户累计收入为8368.97亿元，累计支出为8096.29亿元。
- 从单月表现来看，职工医保统筹账户收入持续大于支出水平，且单月结余有所增长，而城乡居民账户单月收支波动较大，但两者累计结余仍然基本保持平衡。

我国医保收支及结余情况（亿元）



医保职工统筹账户和城乡居民统筹账户收支情况（亿元）





CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

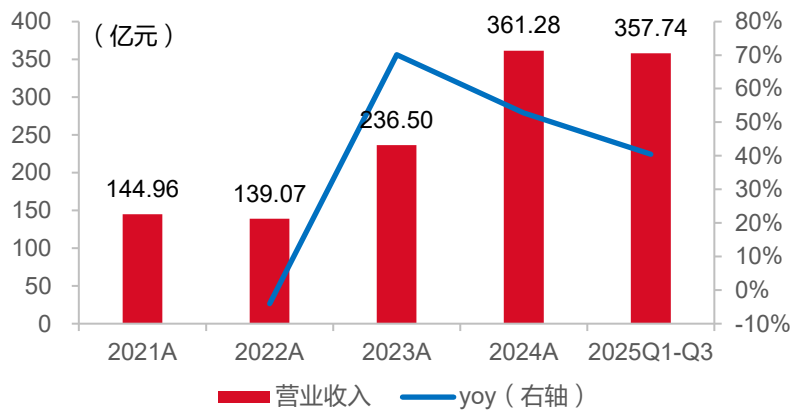
四、风险提示

创新药：研发多点开花，商业化国际化快速推进

创新药：盈利拐点确认，头部企业率先“撞线”

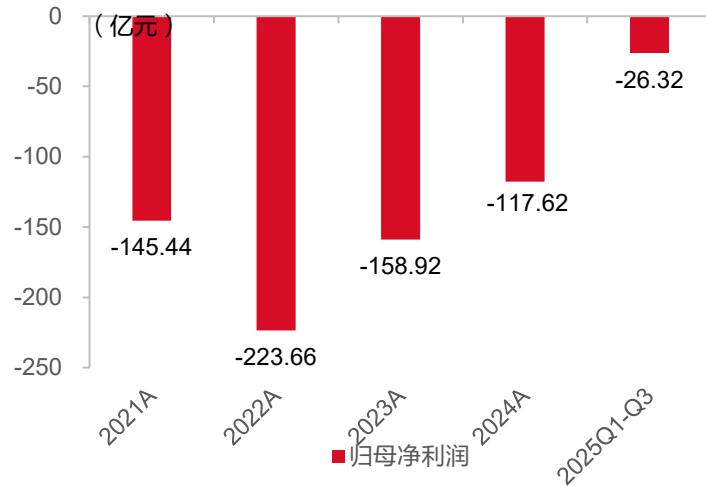
- 板块盈利呈系统性改善。历经十余年高强度的研发投入与激烈的市场竞争，中国创新药企在2025年迎来了根本性的财务转折点。行业整体正从“以亏损换增长”的投入期，迈入“以盈利证价值”的收获期，其驱动力主要来自收入端的强劲放量与费用端的持续优化。以几家标杆Biotech企业百济神州、信达生物、再鼎医药、和黄医药为例，其发展轨迹清晰地揭示了行业的盈利路径。信达生物率先于2024年实现全年盈利，Non-IFRS利润达3.32亿元，2025年H1业绩持续向好。百济神州预计在2025年实现全年经营利润转正，其2025年上半年归母净利润已达4.5亿元，同比扭亏为盈。和黄医药、再鼎医药也已提出明确的盈利时间表。这一趋势并非个别现象，而是行业性的整体改善。我们对32家样本创新药企进行统计，企业营业收入自2021年以来快速增长，同时销售费用率和研发费用率持续下降，驱动了盈利预期的系统性改善。

创新药板块上市公司营业收入及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

创新药板块上市公司归母净利润

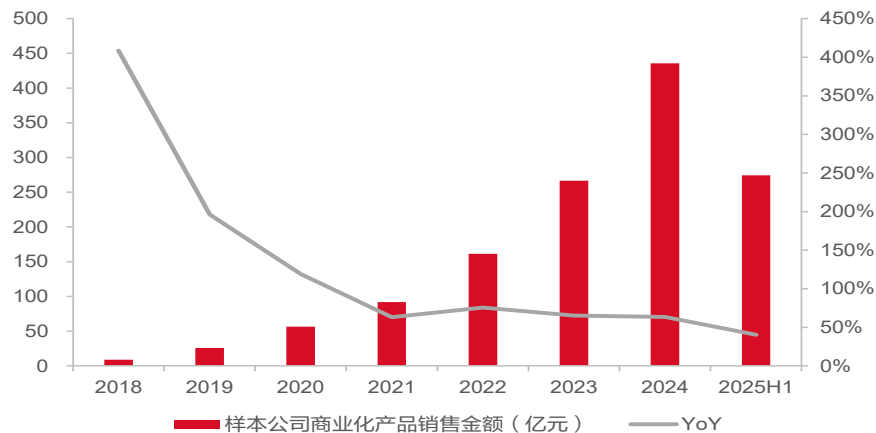


资料来源：Wind，东海证券研究所

创新药：商业化放量从“单一爆款”到“矩阵驱动”

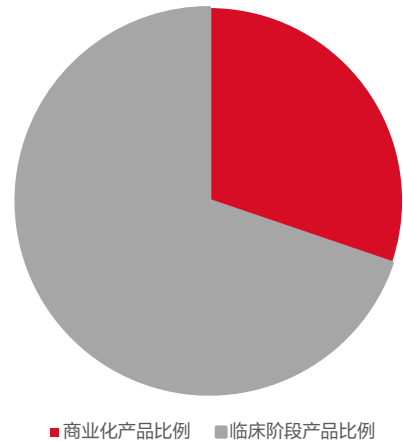
- 板块盈利改善的重要原因在于核心产品的快速放量和医保/商保政策的支持，我们对15个样本公司进行统计，2025年H1商业化产品比例已达30.22%。2025年6月30日国家医保局、卫健委印发《支持创新药高质量发展的若干措施》，对创新药研发、准入、入院使用和多元支付进行全链条支持，我们预计在政策利好的刺激下，板块内各公司的商业化进程将进入快车道，建议关注具备大单品全球化、多管线矩阵化、运营精细化的创新药企。
- **大单品全球化：**百济神州的泽布替尼是全球成功的典范，2024年全球销售额突破26亿美元，成为中国本土研发收入最高的创新药单品，其在美国市场的销售额已超过20亿美元，证明了国产创新药在主流市场与跨国药企分庭抗礼的能力。迪哲医药的核心产品舒沃替尼是首个且唯一在中美均获得突破性疗法认定的国产创新药，也是全球首个且唯一经FDA获批上市的EGFR exon20ins NSCLC国产创新药，具有绝对的领先意义。
- **多管线矩阵化：**板块内创新药公司在研发上已经形成了“上市一批、临床一批、临床前一批”的接力模式，确保了公司发展的可持续性。以信达生物为例，信达生物构建了涵盖15款商业化产品的丰富矩阵，覆盖KRAS G12C、ROS1等前沿靶点，通过多维度打法驱动收入持续高增长，公司2027年目标实现200亿元收入。
- **运营精细化：**众多创新药公司在发力产品销售的同时，通过“提质增效”显著优化了盈利模型。以荣昌生物为例，2023年Q3-2025年Q3公司销售费用率下降22.32pct，综合毛利率提升7.38pct。

2018-2025H1创新药板块样本上市公司商业化产品销售收入



资料来源：公司公告，东海证券研究所

创新药板块样本上市公司商业化产品比例（合计，按数量）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

创新药：商保元年构建多层次保障体系，支付破局开启

- **商保目录正式落地，支付体系结构性补位：**长期以来，创新药“入院难、定价低”的问题制约了其商业价值的充分实现。2025年，随着顶层政策的系统落地，这一痛点迎来了破局的关键节点。2025年6月30日，《支持创新药高质量发展的若干措施》提出“增设商业健康保险创新药品目录”与“探索推动基本医保和商业健康保险同步结算”。五个月后，国家医保局于12月7日正式发布首个《商业健康保险创新药品目录（2025年）》，纳入了19种创新药。此举标志着政策从设计进入实施阶段，2025年堪称中国创新药“商保元年”，目录为临床价值高但价格超出基本医保承受能力的创新药，开辟明确的商保支付渠道，实现与基本医保的错位互补与梯次保障。
- **商保目录聚焦高价值，杠杆效应显著：**首版目录“宽进严出”（121个药品通过形式审查，最终19个入选），体现了审慎起步、确保落地的思路。其纳入药品具备四大共性特征，深刻反映了商保支付逻辑：1）患者群体精准：多为肿瘤后线用药、罕见病用药，适应证人群基数小且分散，临床滥用风险低，符合商保风险控制要求。2）创新性与临床价值突出：14款为肿瘤药（占比74%），其中包含5款CAR-T细胞疗法；另有多款罕见病用药及阿尔茨海默病新药，填补临床空白。3）商保支付基础良好：多款药品已被广泛纳入各地惠民保及百万医疗险，积累了理赔数据。4）价格杠杆效应大：目录旨在为“天价药”提供支付解决方案。例如，用于治疗儿童神经母细胞瘤的达妥昔单抗β注射液，因价格高、患者少未能进入医保，但恰恰符合商保“高价值、低出险概率”的定位。2024年，中国创新药市场销售规模约1620亿元，其中商业健康险支付占比仅为7.7%（约124亿元），个人自付占比高达48.5%。这一结构凸显了商保的巨大发展潜力。支付端的结构性改革，不仅将直接扩大创新药的市场天花板，更将通过稳定预期，激励产业进行更前沿、更高风险的研发投入。

首版《商保创新药品目录（2025年）》重点品类分析

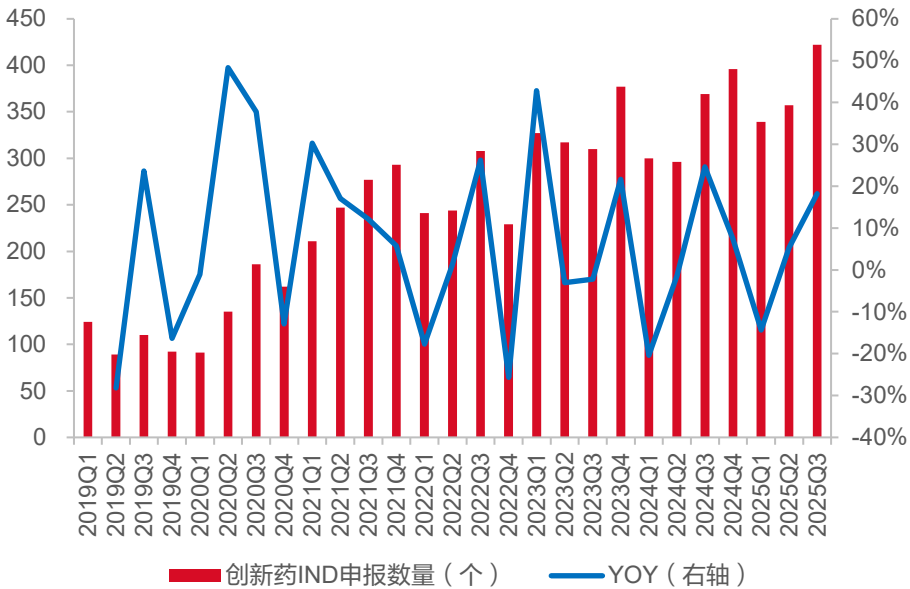
药品类别	纳入数量	代表药物（企业）	特点与意义
CAR-T细胞疗法	5款	伊基奥仑赛注射液（驯鹿生物）、泽沃基奥仑赛注射液（恺兴生命）等	单价超百万元，商保已成为其市场放量密不可分的一环；目录纳入将加速应用。
其他肿瘤创新药	9款	塔奎妥单抗（强生）、埃纳妥单抗（辉瑞）等双抗	多为多发性骨髓瘤等后线治疗用药，患者人群明确，与医保内药品形成互补。
罕见病用药	至少5款	达妥昔单抗β（百济神州）、注射用维拉昔酶β（北海康成）	覆盖神经母细胞瘤、戈谢病等，解决“无人付费”困境，支持罕见病研发。
神经系统疾病用药	2款	仑卡奈单抗（卫材）、多奈单抗（礼来）	阿尔茨海默病用药首次被纳入保障，满足老龄化巨大需求，用药指征明确。

资料来源：国家医保局，东海证券研究所

创新药：审评审批改革驱动新药研发“加速度”

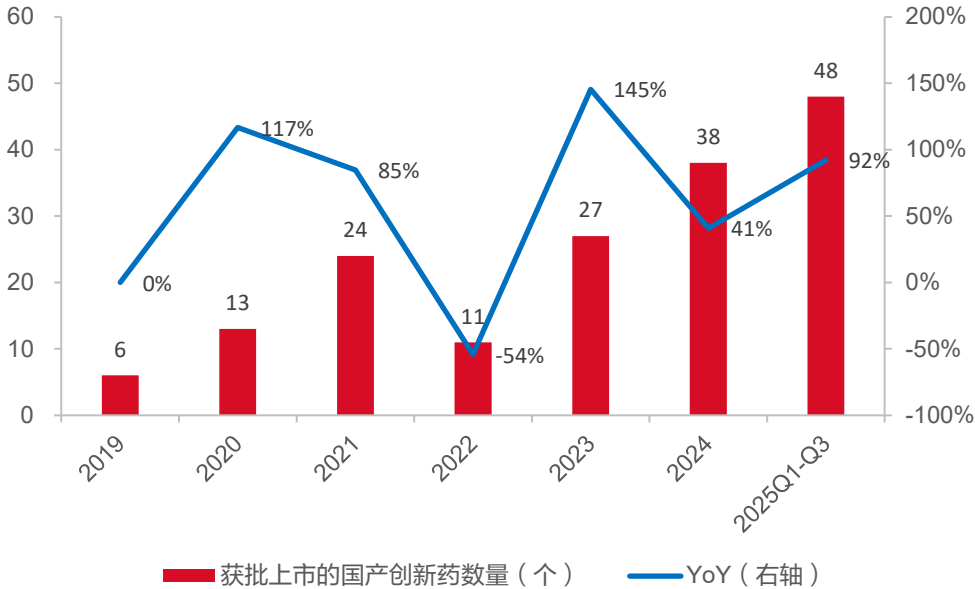
- **国内在研管线数量庞大，早期研发活跃。**中国创新药研发已形成巨大的基础体量，创新药在研管线数量已占全球总数的30%左右，这一比例凸显了中国作为全球医药创新重要一极的地位。根据药智网数据，2025年Q1-Q3国内创新药IND申报数为1118项，同比增长15.85%，创新药IND申报数量呈逐年增长态势。早期研发阶段表现活跃，根据摩熵数据，处于IND及以上研发阶段数量TOP30涉及的药品中处于临床I期和II期的管线合计占比约为66.2%，显示出蓬勃的早期研发活力。
- **审评审批效率提升带动创新药加速上市：**药监局持续深化审评审批制度改革，通过设立突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四大加速通道，显著提升了服务产业创新的效能。创新药临床试验申请的平均审评用时已从2017年的175个工作日压缩至2024年的50个工作日；新药上市申请的审评用时也从420个工作日缩短至235个工作日。2025年前三季度，国家药监局共批准国产创新药48个，同比增长92%，其中涵盖首个干细胞治疗产品、首个血友病基因治疗产品等多个里程碑式的“全球首发”品种。

2019-2025Q3创新药IND申报数量



资料来源：药智网，东海证券研究所

2019-2025年Q3我国上市国产创新药数量



资料来源：药智网，东海证券研究所

创新药：中国创新药原创力量崛起，国际会议数量质量双提升

- 质量数量双提升，中国biotech将成为颠覆性创新发源地：近年来，中国肿瘤研究在国际顶级学术会议上，无论是研究数量还是学术质量，都呈现显著的“双提升”趋势。这标志着中国已从全球肿瘤学研究的追随者转变为重要的贡献者和引领者。除了数量增长，中国研究的质量也获得了国际同行的高度认可。在ADC、双抗/多抗等最热门的治疗技术领域，中国研究不仅数量多，且处于全球研发第一梯队。在2025ASCO大会上，国内创新药企有73项口头报告，创历史新高；在2025ESMO大会上，中国有3项研究入选最高规格的“主席论坛”进行报告，这些研究成果往往同步或随后发表在《新英格兰医学杂志》、《柳叶刀》等国际顶尖医学期刊上。随着研发靶点的前移和前沿领域探索的不断深入，中国药企的全球角色将完成从“学生”到“合作伙伴”再到“源头引领者”的最终蜕变。

中国研究在2025年两大国际会议上的表现

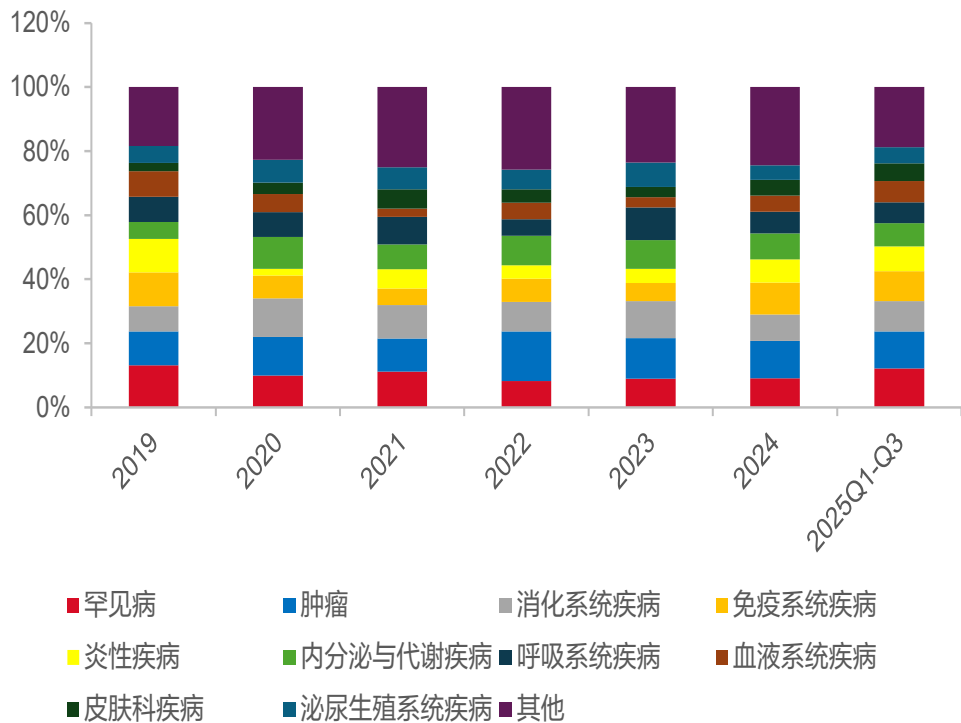
会议指标	ASCO 2025 (美国临床肿瘤学会)	ESMO 2025 (欧洲肿瘤内科学会)
口头报告数量	73项，创历史新高	常规口头报告35项 (其中正式口头报告14项)
最新突破摘要	11项	23项，刷新纪录
代表性领域与占比	ADC研究：全球占比约48.4%；双抗研究：全球占比约49%	研究质量显著，多个研究成果发表于《柳叶刀》《新英格兰医学杂志》等顶级期刊

资料来源：动脉网，摩熵咨询，梅斯肿瘤新前沿，东海证券研究所

创新药：国际化加速，License-out成为价值兑现核心引擎

- **国内销售+对外授权双轮驱动：**中国创新药企的商业模式已发生根本性转变，从依赖国内销售放量，升级为“国内销售+对外授权（License-out）”双轮驱动。中国在研发端具备显著的“工程师红利”，研发回报率显著高于国际大型药企。这一优势正通过BD交易快速兑现为财务价值。2025年前三季度，中国创新药对外授权交易首付款已达47.78亿美元，超过2024年全年总额，这意味着中国创新质量已获得全球顶级买家的系统性认可。
- **交易结构深化，从早期权益转让到全球合作：**随着BD交易的快速发展，交易模式也日趋复杂和深入，呈现出以下鲜明特点和趋势：1）**交易阶段前移：**MNC为抢占先机，对临床前或I期的早期潜力资产关注度增加。2）**合作模式升级：**从简单的权益许可，升级为共同开发、共享收益和共担风险的深度合作模式。3）**技术平台出海：**除了具体的药物分子，像和铂医药的全人源抗体平台这类底层技术也成功出海，实现了从“卖产品”到“卖技术与标准”的跨越。
- **从肿瘤“主战场”到多元化拓展，差异化竞争力凸显：**肿瘤治疗是对外授权的主力，2025年Q1-Q3数据显示，肿瘤领域交易占比达11.60%；自身免疫与代谢疾病是新兴的价值高地，跨国药企（MNC）的购买意愿显著提升。从技术路线来看，ADC药物是近年License-out交易的热点品类，国内药企已从早期的跟进研发，发展到在新靶点发现、连接子/毒素优化等环节具备全球竞争力。靶点选择策略亦从成熟靶点的“迭代创新”向全新靶点与机制的探索递进，体现了国内药企从“快速跟进”（Fast-follow）向“源头创新”的战略转变。

2019-2025前三季度License out疾病领域分析



资料来源：药智网，东海证券研究所

创新药：MNC与biotech供需交汇，促成BD浪潮爆发

- MNC面临集中专利到期风险：**“专利悬崖”是原研药专利保护到期后，因仿制药或生物类似药竞争而导致销售额断崖式下跌的现象。当前一轮的“专利悬崖”不仅因涉及的金额巨大，更集中于多家MNC的核心“现金牛”产品，直接威胁到企业的增长根基。根据Evaluate Pharm的预测，未来几年全球制药业将迎来一波严重的“专利悬崖”，面临风险的年销售额总计可能超过2600亿美元；2027年和2028年将有价值约1800亿美元年收入的药物专利到期，这一规模创下历史新高。以默沙东和强生为例，默沙东包括明星抗癌药物Keytruda在内的多个重磅产品将于2025-2028专利到期，强生两大重磅选手telara（乌司奴单抗）和Darzalex（达雷妥尤单抗）也分别将于2025年和2029年专利到期，预计将对公司造成较严重的业绩冲击。

各大MNC专利悬崖对收入造成冲击

MNC	重磅药物占销售额比重	已经到期重磅药物占比	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
武田	49.00%	27.60%					
拜耳	39.50%	33.20%					
安进	79.40%	50.50%	4.90%	4.70%	6.60%	5.80%	6.90%
辉瑞	65.70%	3.70%	21.70%	10.10%	8.60%		
BMS	88.70%	34.80%	27.60%		19.30%		
GSK	58.80%	13.80%	3.20%	12.00%	15.70%	10.70%	
默沙东	81.70%	8.30%	4.80%	2.30%	66.30%		
强生	88.10%	20.10%	3.20%	5.30%		20.50%	5.30%

资料来源：濠麦科技，东海证券研究所

各大MNC近期面临的专利悬崖

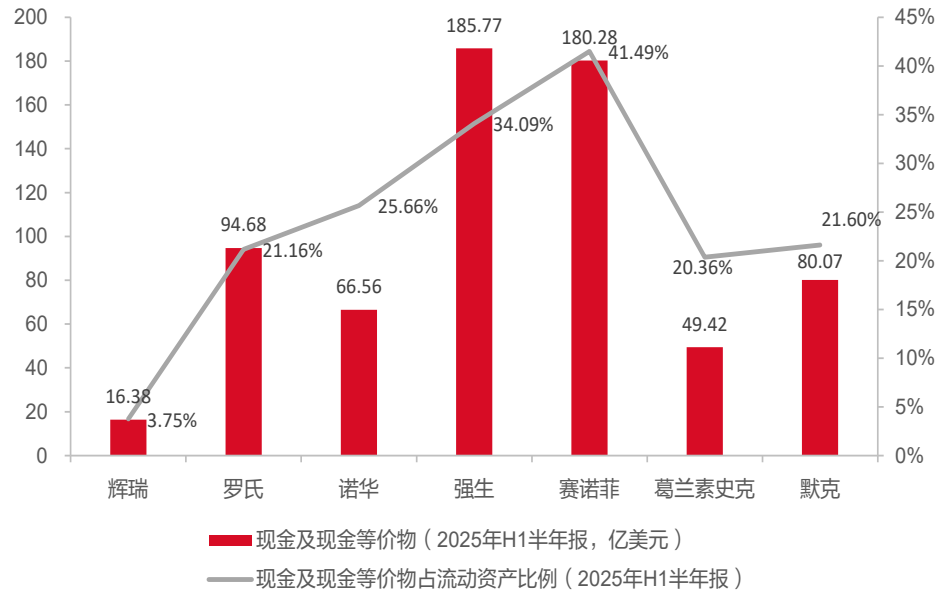
MNC	药物名称	2024年销售额（亿美元）	到期时间（年）
默沙东	Keytruda	294.82	2028
	Gardasil/Gardasil9	85.83	2028
	Lynparza	13.11	2027
	Lenvima	10.33	2025
强生	Darzalex	116.7	2029
	Stelara	103.61	延长至2025
	Eliquis	133.33	2026
BMS	Opdivo	93.04	2028
	Revlimid	57.73	延长至2025-2026
	Entresto	78.22	美国2025；欧洲2026
诺华	Cosentyx	61.41	美国2029；欧洲2030
	Mekinist	20.58（Tafinlar+Mekinist）	美国2027；欧洲2029
	Lutathera	7.24	美国2025；欧洲2027
	Eliquis	73.66（133.33分得73.66）	2026
辉瑞	Prevnar13	64.11（Prevnar family）	2026
	Ibrance	43.67	美国2027；欧洲2028
	Xtandi	20.39	2027

资料来源：新浪医药，东海证券研究所

创新药：MNC与biotech供需交汇，促成BD浪潮爆发

- **License in快速获取潜力资产为MNC提供解决方案**：面对危机，MNC传统上依赖内部研发和大型并购来补充管线。然而，内部研发周期长、风险高，难以在短期内弥补巨额收入损失；而大型并购则成本高昂、整合困难，且在近年来监管趋严的背景下可行性降低。因此，寻求外部创新，特别是通过BD交易（License-in）快速获取已进入临床阶段的潜力资产，已成为MNC最高效、最灵活的战略选择。主要MNC普遍“现金充沛”，具备强大的BD支付能力。叠加美联储进入降息周期、融资环境宽松，为它们在全球范围内“扫货”优质资产提供了坚实的财务基础。
- **中国biotech崛起，迎接嵌入全球高端价值链的历史机遇**：恰在MNC四处寻觅“解药”之际，中国创新药产业经过政策、资本和人才的长周期投入，迎来了从量变到质变的突破，其产出的资产恰好能满足MNC的紧迫需求。中国已成为全球创新药研发的核心引擎。Pharmaprojects数据显示，过去十年中国在研药物管线数量的年复合增长率高达24.2%，远超全球平均水平。中国管线在全球管线中的占比已从2015年的不足10% 快速增长至2024年的近30%，庞大的研发基数确保了创新成果的持续产出。同时，中国企业在临床试验启动数量上也已占全球的30%，并且越来越多地从早期就开展国际多中心临床试验（MRCT），其研究质量和数据规范性已获得国际监管机构认可。以迪哲医药的舒沃替尼为代表，中国药企证明了其完全有能力独立完成符合FDA标准的全球多中心临床研究、生产质量管理体系建设和新药上市申请，并实现“零缺陷”获批。这种端到端的全球开发能力，极大地增强了MNC对中国资产“可交付、可上市”的信心。只要“专利悬崖”的压力存在，MNC对外部创新的需求就是刚性的；而中国庞大的研发人才储备、持续的政策支持和活跃的资本生态，决定了其作为全球创新药研发重要一极的地位将长期稳固并不断加强，中国biotech嵌入全球高端价值链的历史性机遇正在到来。

2025半年报各MNC现金类资产



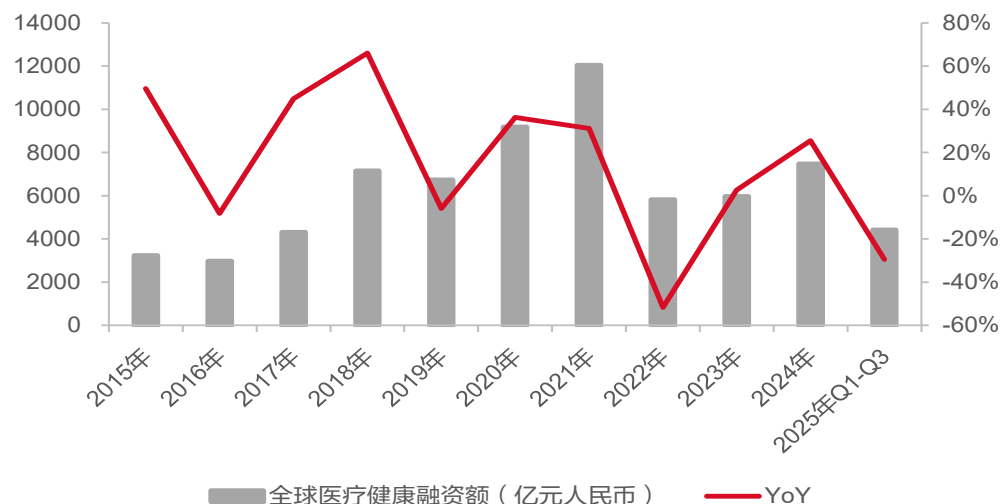
资料来源：Wind，东海证券研究所

CXO：行业景气度复苏趋势持续

CXO：海外国内医药投融资市场均企稳回升

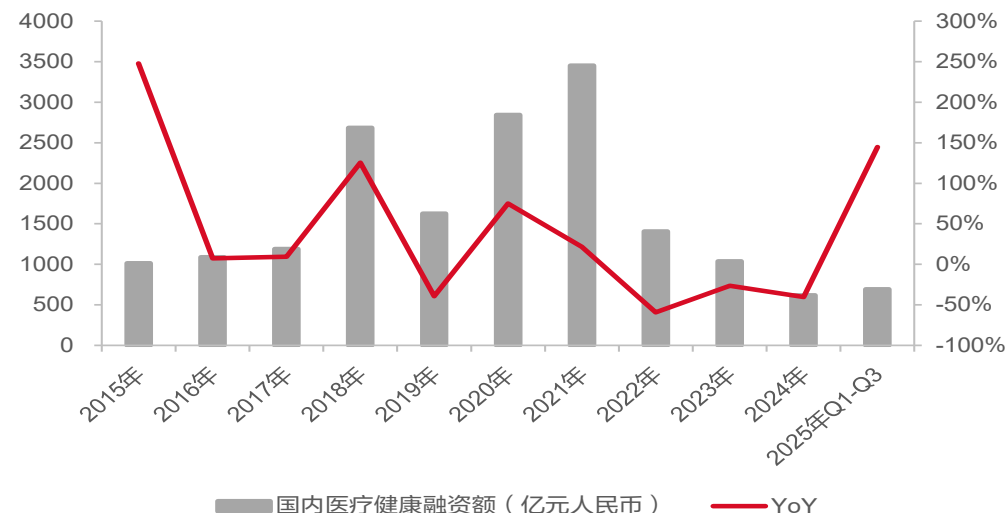
- **美联储进入降息周期，全球生物医药投融资环境持续回暖。**从 2022年3月美联储进入加息周期开始，全球生物医药投融资环境呈现断崖式下跌，全球生物医药投融资环境的持续低迷影响了CRO/CDMO企业的订单获取。美联储今年以来多次降息，结束资产负债表缩表进程，标志着货币政策从“加息缩表”双紧缩转向“降息扩表”双宽松，将显著改善全球生物医药企业的融资环境。根据药智网数据，全球医疗健康行业投融资规模从2023年的5959.50亿元显著回升至2024年的7476.53亿元，同比增长25.46%，反映出市场信心的逐步恢复。
- **出海热潮驱动国内生物医药投融资复苏。**中国创新药“出海”势头迅猛，多项重磅交易彰显了其研发成果获得了国际市场的广泛认可。2025年5月，三生制药宣布以12.5亿美元首付款、最高48亿美元的里程碑付款将SSGJ-707（PD-1/VEGF双抗）的全球商业化权利授权给辉瑞；此次授权交易的首付款规模不仅创下了国产创新药BD交易的最高纪录，也进入了全球单一管线BD交易金额的前十。出海热潮进一步提振了国内创新药研发投入的热情，也改善了国内医药生物行业投融资环境，2025年Q1-Q3国内医疗健康行业投融资金额已超过2024年全年投融资金额；随着我国创新药企前沿成果不断涌现、BD交易不断发生，预计国内生物医药投融资将保持良好增长态势。

全球医疗健康投融资金额



资料来源：药智网，东海证券研究所

国内医疗健康投融资金额



资料来源：药智网，东海证券研究所

CXO：行业景气度持续上行，新签订单增加

- 投融资环境改善带来CXO服务需求提升。美联储降息降低了企业融资利率，直接缓解生物科技公司（biotech）资金压力，推动初创企业融资规模回升、研发管线推进节奏加快，进而增加对CRO/CDMO的服务需求；大型跨国药企（Pharma）融资成本下降，叠加市场风险偏好提升，倾向于扩大研发投入，尤其是后期临床试验和商业化生产外包，驱动高附加值CXO服务需求增长。以海外CXO公司medpace为例，Medpace于2025年10月23日发布三季报，Q3单季度实现营收6.60亿美元（同比+23.7%），净利润1.1亿美元（+15.3%），未完成的在手订单7.90亿元（同比+47.9%），截止2025Q3在手订单30.01亿美元（同比+2.5%）；同时上调2025年指引，验证了全球CXO行业景气度复苏。国内CXO企业同样在国内外投融资环境改善，BD交易火热的带动下，新签订单保持了良好增长态势。

CXO企业新签/在手订单情况

公司	2025年最新订单情况
药明康德	截至2025年9月末，公司持续经营业务在手订单人民币598.8亿元，同比增长41.2%
康龙化成	2025年前三季度，公司新签订单同比增长超过13%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过12%、CMC（小分子CDMO）服务板块新签订单同比增长约20%。
美迪西	2025年H1境外新签订单同比增长40%+
和元生物	2025年1-9月累计新增CDMO订单超过1.2亿元（公司2025年前三季度营收1.80亿元），帮助CDMO客户获得中美IND申报批件16个（其中获得美国FDA批件1个）。截至2025年Q3，公司累计帮助客户获得中美等多国IND申报批件60个（其中获得美国FDA批件14个）。
泰格医药	2025年H1报告期内公司现场管理（SMO）团队完成215个项目，为13个中国已获批1类新药提供了SMO现场管理服务，新签订单同比继续实现双位数增长。截至2025年H1，正在进行的现场管理项目由2024年末的2,253个增至2,443个
博腾股份	2025年H1，小分子原料药业务新签订单项目数（不含J-STAR）82个；小分子制剂业务新签订单约6,398万元；基因细胞治疗业务新签订单5,255万元；新分子业务新签订单4,186万元。
凯莱英	2025Q3公司新签订单保持双位数增长，并相较于2025H1增速有所提升。新业务板块中的化学大分子业务、生物大分子业务新签订单均保持强劲增长势头。从近期询价活跃程度以及重点项目的跟进情况来看，公司对Q4新签订单形势保持乐观的看法。
昭衍新药	公司2025年前三季度新签订单为16.4亿元（同比约+17.14%），Q3单季度新签订单为6.2亿元（同比+63.16%，环比+5.08%）

资料来源：Wind，东海证券研究所

CXO：营收逐步企稳回升，恢复情况结构性分化

- CXO整体业绩重回上升趋势，恢复速度呈现差异化，一体化龙头>CDMO>临床CRO>临床前CRO。2025年前三季度，CXO行业整体收入与净利润均实现正增长，标志着行业从底部修复进入业绩拐点阶段。拆分来看，一体化龙头>CDMO>临床CRO>临床前CRO，指示具备全球化布局、端到端服务能力及成本优势的企业更具竞争力；临床CRO与CDMO凭借订单能见度高、盈利稳定性强率先受益；临床前CRO虽复苏滞后，但长期弹性显著；头部企业凭借技术壁垒、客户粘性与产能优势，引领行业结构性复苏深化。

CXO企业营收增长情况

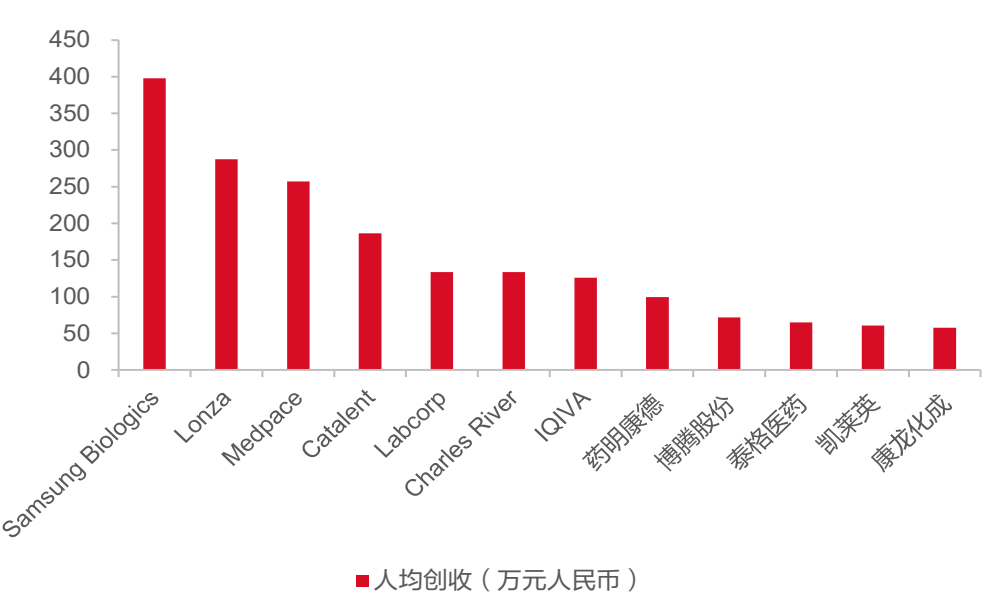
细分领域	证券简称	市值 (亿元)	营收增速同比增速						CAGR (2020A-2024A)	营收增速环比增速				
			2025Q1-Q3	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3		2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
一体化龙头	药明康德	0	19%	-2%	7%	21%	20%	15%	24%	13%	10%	-16%	15%	8%
	康龙化成	0	14%	10%	16%	16%	14%	13%	24%	10%	8%	-10%	8%	9%
临床前CRO	昭衍新药	0	-26%	-16%	-13%	-12%	-27%	-35%	17%	-7%	41%	-58%	33%	-17%
	美迪西	0	5%	-10%	29%	3%	4%	8%	12%	7%	-16%	13%	2%	11%
	和元生物	0	-2%	33%	-5%	-11%	25%	-15%	15%	32%	-9%	-18%	27%	-10%
	康龙化成	0	14%	10%	16%	16%	14%	13%	24%	10%	8%	-10%	8%	9%
临床CRO	泰格医药	0	-1%	-12%	-11%	-6%	-1%	4%	20%	1%	-10%	2%	8%	5%
	诺思格	0	8%	12%	-7%	-3%	3%	24%	11%	-9%	0%	-5%	20%	10%
	普蕊斯	0	3%	2%	-3%	-4%	2%	10%	24%	-5%	5%	-16%	21%	2%
CDMO	康龙化成	0	14%	10%	16%	16%	14%	13%	24%	10%	8%	-10%	8%	9%
	凯莱英	0	12%	-18%	15%	10%	27%	0%	17%	11%	15%	-7%	7%	-12%
	博腾股份	0	20%	11%	41%	18%	22%	19%	10%	15%	15%	-10%	2%	13%
特色CRO	诺泰生物	0	22%	36%	15%	59%	1%	14%	30%	-12%	-11%	52%	-15%	-1%
	阳光诺和	0	-7%	53%	-33%	-8%	16%	-25%	33%	14%	-54%	43%	56%	-26%
	百诚医药	0	-29%	-32%	-74%	-40%	-34%	-10%	40%	-37%	-59%	60%	58%	-13%

资料来源：Wind，东海证券研究所（市值截至2025年12月30日）

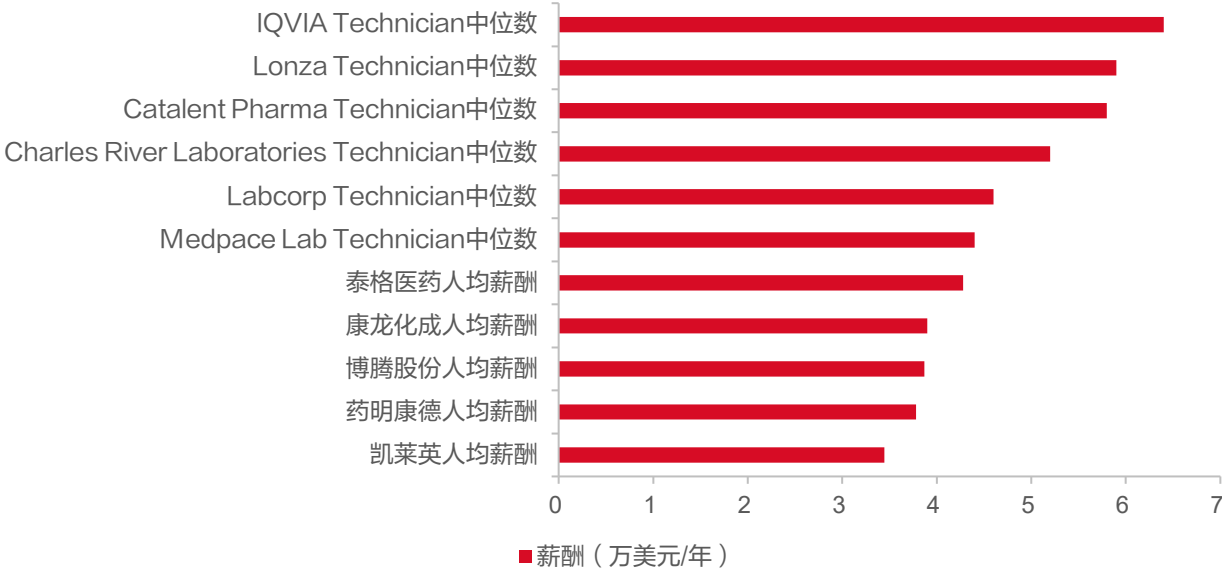
CXO：工程师红利和基建塑造我国CXO产业链优势

● **中国工程师红利支撑CXO核心竞争力：**中国CXO行业的工程师红利是其全球竞争力的核心支撑，体现在人才规模、结构优化、效率优势与成本优势的系统性协同。根据人民日报的数据，过去5年，中国全球高层次科技人才在全球份额占比从16.9%跃升至近28%，跃居全球首位，中国工程师总量从约520万人激增至约1770万人。叠加中国CXO行业工程师的薪酬水平在全球范围内具有显著的竞争力，这种规模效应使得中国CXO企业能够承接更多、更大规模的项目，形成规模经济，进一步降低成本，提高竞争力。根据Glassdoor数据，海外CXO公司入门级职位technician薪酬水平在5万美元/年左右，普遍高于国内CXO公司的人均薪酬。海外CXO企业人均创收约150万元左右，国内医药CXO在60万元左右，随着订单结构向高附加值转移，我国工程师红利将持续发挥作用，对标海外CXO，本土CXO人效仍有较大提升空间。

国内外CXO企业人均创收对比



国内外CXO企业薪酬对比



资料来源：Bloomberg，Wind，东海证券研究所

资料来源：Glassdoor，Wind，东海证券研究所
备注：美元兑人民币汇率为7.08

医疗器械：板块整体有望否极泰来

板块业绩：结构复苏与分化态势显著

- **政策调整与产业出清阵痛下板块表现分化：**2025年Q3，中国医疗器械板块整体呈现显著的结构性复苏态势，收入端实现转正，利润端压力明显收窄，行业拐点特征逐步显现。根据Wind数据，2025年Q3申万医疗器械板块实现营业收入603.94亿元，同比增长5.29%；归母净利润为80.39亿元，同比下降2.67%；较上半年下滑幅度显著收窄，显示业绩修复进程加速。
- **医疗器械板块已进入“政策出清—创新突围—出海扩张”的新阶段。**集采降价、DRGS等政策对行业的影响呈现分化：高值耗材与医疗设备凭借集采压力释放与设备更新政策红利率先复苏，体外诊断仍处政策阵痛期，低值耗材则依赖外部环境改善。未来增长逻辑将从“政策红利驱动”转向“技术壁垒+全球化能力”，具备AI、高端影像、手术机器人等创新平台及海外渠道建设顺畅的企业将成为长期价值锚点。

2019–2025年Q3医疗器械板块业绩表现

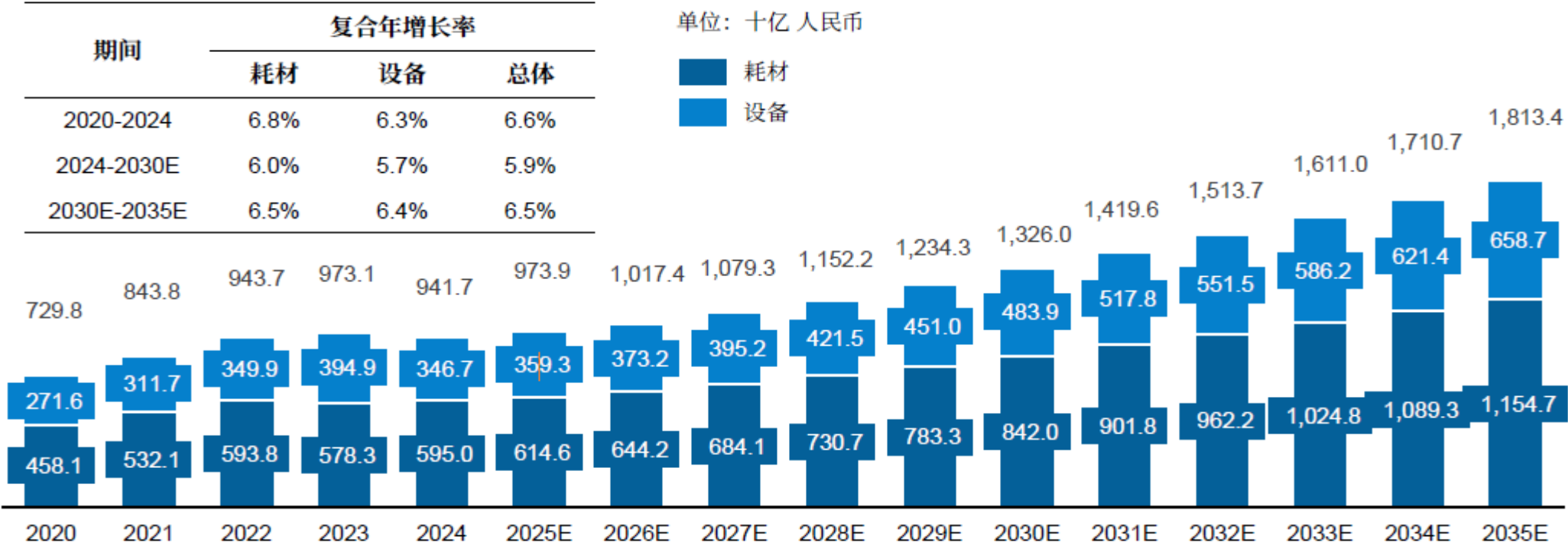
	2020YoY		2021YoY		2022YoY		2023YoY		2024YoY		2025Q1-Q3 YoY		2025Q3 YoY		2025Q3 QoQ	
	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润
SW医疗器械	71.59%	173.46%	36.66%	40.62%	23.54%	14.45%	-24.40%	-49.52%	2.49%	-16.70%	0.50%	-12.18%	5.29%	-2.67%	-1.49%	-13.19%
SW医疗设备	36.38%	62.00%	22.14%	22.36%	33.93%	30.34%	13.04%	7.93%	-1.45%	-18.23%	0.83%	-15.38%	11.77%	1.76%	-2.26%	-22.06%
SW医疗耗材	88.71%	209.10%	22.59%	13.01%	-9.63%	-52.95%	4.55%	-20.33%	12.73%	25.97%	7.62%	3.42%	6.72%	4.93%	-1.98%	-12.04%
SW体外诊断	106.25%	344.99%	69.12%	85.48%	44.35%	52.95%	-67.09%	-79.90%	-5.51%	-49.03%	-14.47%	-26.38%	-13.07%	-21.23%	2.23%	16.83%

资料来源：Wind，东海证券研究所

我国医疗器械市场空间广阔

- 老龄化等促我国医疗器械市场快速增长，2035年有望达到1.81万亿元规模。根据Frost&Sullivan的预测，2025-2035年，中国医疗器械总体市场规模将以6.41%的CAGR达到18,134亿元人民币。我们预计随着老龄化程度的加深、医疗技术升级等因素的推动下，中国医疗器械市场将在未来释放出更大的增长潜力。

2020-2035E我国医疗器械市场规模

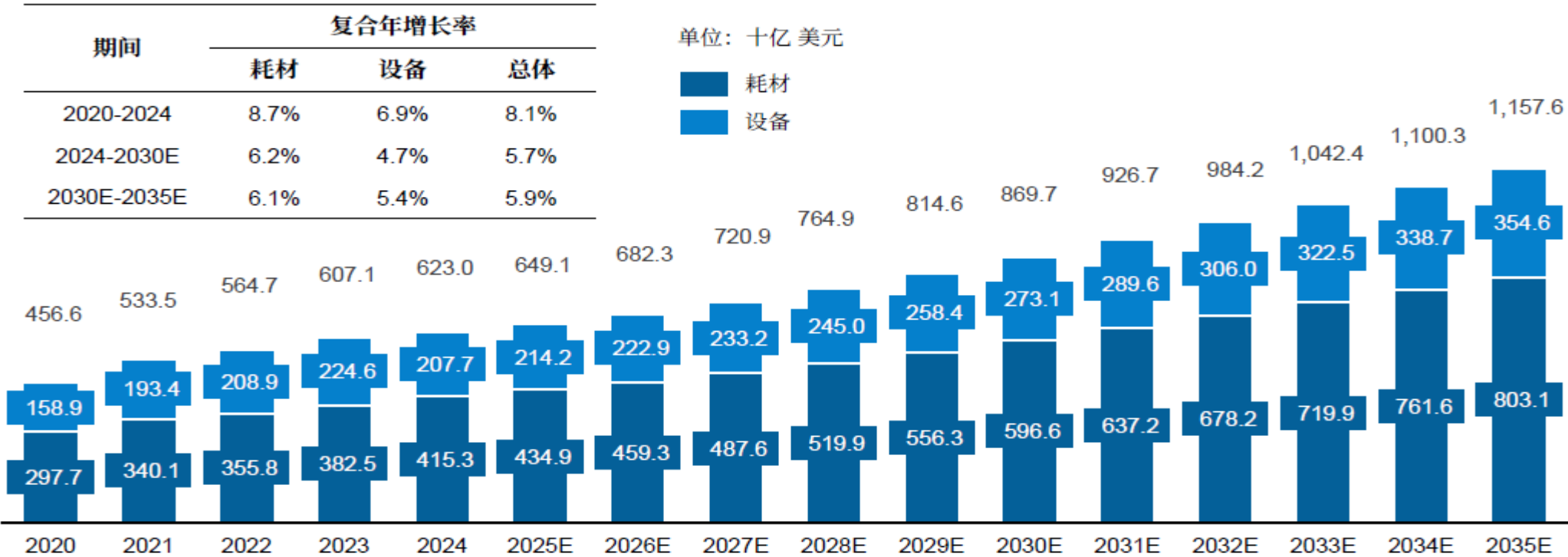


资料来源：Frost&Sullivan，东海证券研究所

全球医疗器械市场持续发展

- 全球医疗器械市场将于2035年达到1.16万亿美元的规模。根据Frost&Sullivan的预测，2025-2035年，全球医疗器械总体市场规模将以5.96%的CAGR达到11,576亿美元。全球心血管疾病、癌症等慢性病发病率上升，以及人口老龄化，构成了长期而刚性的需求基础。人工智能、机器人、脑机接口、新型生物材料等前沿技术正深度融合到医疗器械中，推动诊疗向精准化、微创化、智能化发展，亦构成全球医疗器械市场规模增长的驱动力。

2020-2035E全球医疗器械市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，东海证券研究所

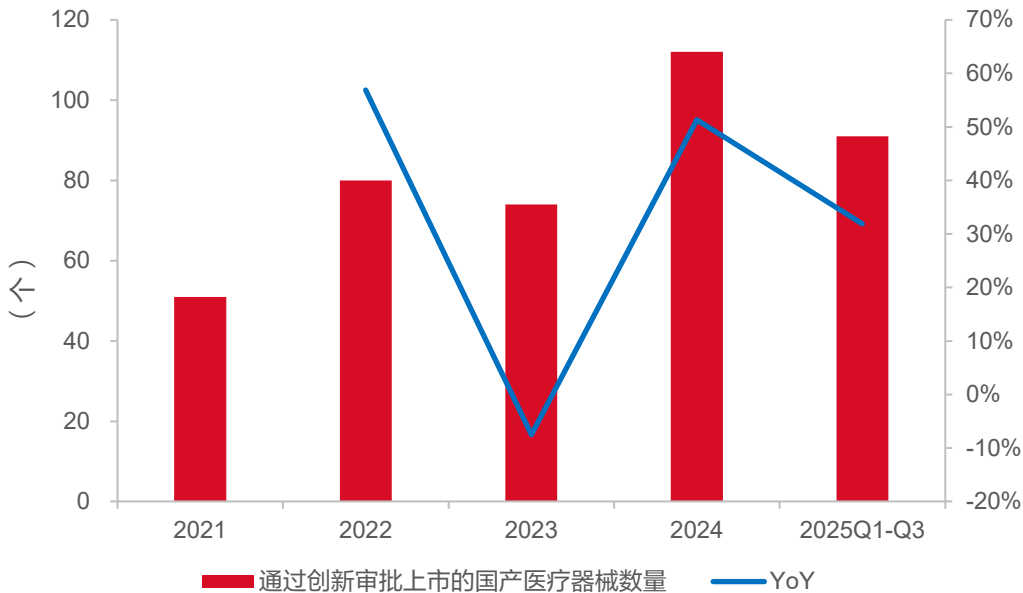
政策支持下创新主导+产业升级+国产替代+自主可控

- **多维政策工具构建支持体系。**国家围绕医疗器械全生命周期构建了多层次政策支持框架，覆盖研发、审批、采购、市场准入及国际化等关键环节。在研发创新端，设立“揭榜挂帅”机制，重点支持医用机器人、高端医学影像设备、人工智能医疗器械和新型生物材料四大领域。审批流程方面，优化创新特别审查程序，将审查时限压缩并延伸至变更注册环节。根据药智网数据，2025年前三季度国内通过创新审批上市的医疗器械获批数量达45个，同比增长31.88%，保持高速增长。

近年我国支持医疗器械创新政策

发布机构	核心政策	关键举措
国务院办公厅	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	审评审批资源更多向临床急需的重点创新药和医疗器械倾斜；医用机器人、脑机接口设备等高端医疗装备和高端植入类医疗器械，予以优先审评审批；医疗器械临床试验审评审批时限由60个工作日缩短为30个工作日
国家药监局	优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展有关举措	为高端医疗器械注册申报提供支持；进一步完善高端医疗器械标准体系，加快推进医用机器人、人工智能医疗器械、高端医学影像设备等领域的基础、通用标准和方法标准等制修订工作；完善高端医疗器械注册审查体系，加快制修订腹腔镜内窥镜手术系统、医用磁共振成像系统、种植用口腔骨填充材料和镍钛合金血管内植介入等相关产品技术审查指导原则。
北京市经济和信息化局等六部门	促进医药产业高质量发展的意见	临床急需器械即收即检；对获批上市的创新产品给予资金奖励；对获国际权威认证并实现销售的产品给予支持；支持建设高品质产业空间和公共平台；建设医疗高质量数据集和行业大模型
上海市人民政府办公厅	《上海市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若干措施》（2025年）	第二类医疗器械首次注册平均周期压缩至6个月以内；推行“即到即审、智慧审评”，并提供注册体系核查预审服务；深化医疗机构“自行研制使用体外诊断试剂”试点，其临床数据可用于后续产品正式注册

2021-2025前三季度创新医疗器械获批上市数量与同比增速（右轴）



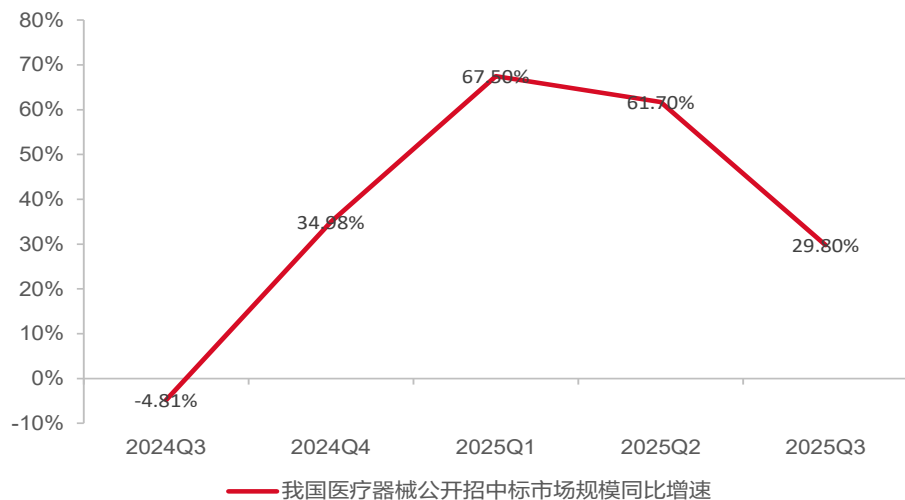
资料来源：国务院办公厅，国家药监局，北京市经济和信息化局，上海市人民政府办公厅，东海证券研究所

资料来源：药智网，东海证券研究所

医疗器械：招投标复苏动能明显，细分领域表现分化

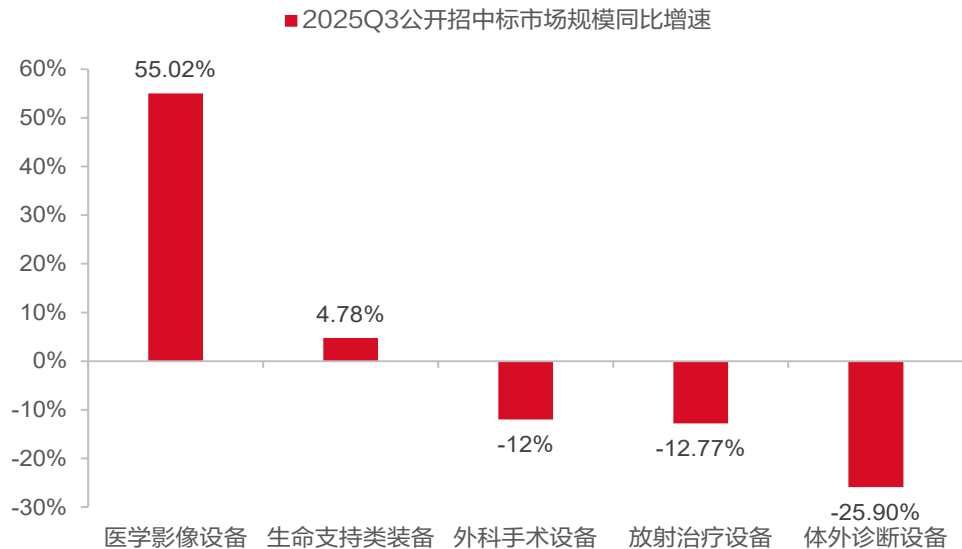
- **医疗器械招投标复苏态势明显。**2025年，“大规模设备更新”政策成为核心驱动力，招标采购大单频现，医疗器械招投标市场在政策驱动下呈现明显的复苏与增长态势。根据众成医械的数据，2025年Q3，我国医疗器械招投标整体市场规模同比增长29.8%；对比上半年尽管增速有所回落，但整体市场仍处于快速增长中。我们认为，招投标复苏拉动需求回升将于2026年集中兑现，推动行业营收迎来明显增长。
- **细分板块表现分化显著，医学影像领跑市场。**拆分各细分板块，医学影像设备增长最为亮眼，是拉动市场复苏的主力，2025Q3公开招中标市场规模同比增长55.02%，领跑整体市场。生命支持设备需求旺盛，2025Q3公开招中标市场规模同比增长4.78%。体外诊断设备公开招中标市场规模同比下降25.90%，主要受检验价格下调、DRGS控费等因素影响，预计政策影响将在2026年逐步出清。

2024Q3-2025Q3医疗器械公开招中标市场规模同比增速



资料来源：众成医械，东海证券研究所

2025Q3细分板块公开招中标市场规模同比增速

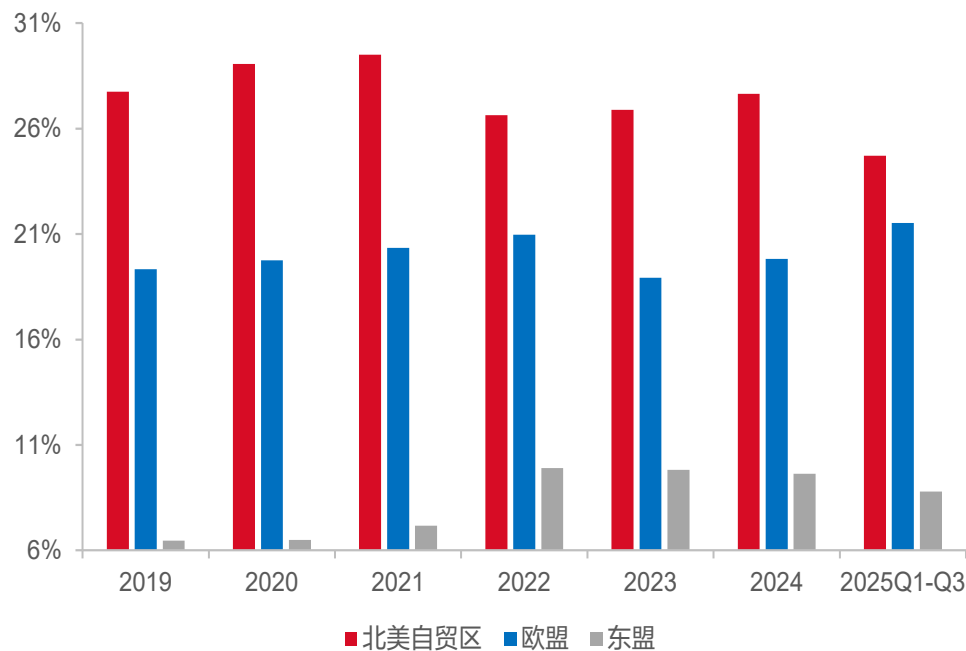


资料来源：众成医械，东海证券研究所

医疗器械：海外市场全方位、多维度推进

- **医疗器械企业全链条实现全球化布局。**2022-2025年，A股医疗器械企业出口市场延续“欧美核心、东南亚崛起、新兴市场拓展”的格局，头部企业在全球化布局的同时在重点区域深化覆盖，已实现生产、研发、营销的全链条出海。例如开立医疗超声业务在海外已建立较为完善的营销网络渠道，海外超声收入近几年基本与国内持平。安杰思的欧洲子公司顺利实现实地运营，本土化服务能力进一步提升；泰国工厂即将投产，预计将承接中低端标准款耗材的生产；迈瑞医疗、联影医疗通过FDA/CE认证进入欧美医院体系；蓝帆医疗在德国和新加坡设立研发和生产基地，心脑血管事业部国际业务全部实现海外本土化生产。中红医疗通过收购东南亚SEA3公司合计75%股权实现资本和产能出海。
- **欧美是出口主力，东南亚及亚洲其他地区增长显著。**根据药智网数据，欧美市场仍是收入主力，2025前三季度北美自贸区与欧盟合计占比46.24%（北美24.71%、欧盟21.53%），主要承接高端设备与高值耗材需求。受益于“一带一路”政策与区域医疗基建需求，东南亚及亚洲其他地区增长显著。科华生物、达安基因等IVD企业通过代理商将诊断试剂销往东南亚30余个国家，鱼跃医疗的制氧机、雾化器等在泰国区域已经形成模板效应，未来会将泰国模式复制向更多地区。

2019-2025前三季度医疗器械
各区域出口占比变化

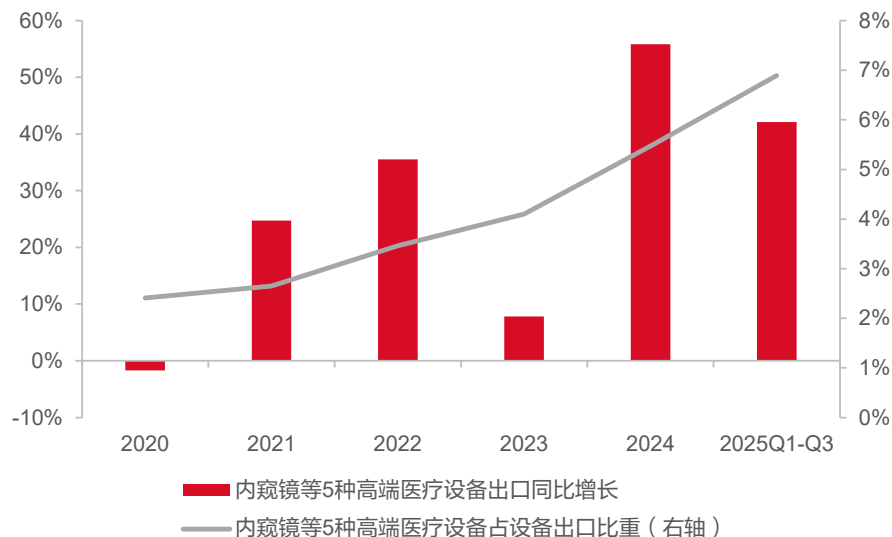


资料来源：药智网，东海证券研究所

医疗器械：出海向高端化迈进

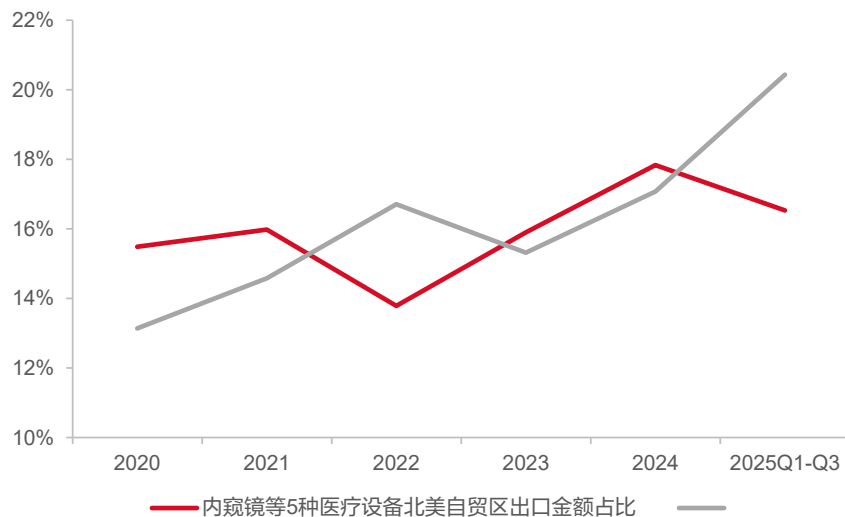
- **高端品类出口增长强劲，成为拉动整体出口的核心引擎。**根据药智网数据，2025年前三季度，我国医疗设备出口额达949.75亿人民币，同比增长10.53%。其中内窥镜、核磁共振成像装置、闪烁摄影装置、人工肾以及手术机器人等高端医疗设备出口额实现大幅增长；核磁共振成像装置（MRI）、内窥镜等高端设备出口额分别同比增长13.87%、30.86%；手术机器人、闪烁摄影装置出口额分别激增303%、229.76%，清晰标志着国产高端设备正成体系地打入全球市场。我国高端医疗器械不仅在新兴市场受到欢迎，更在监管认证壁垒最为严苛的发达国家和地区取得实质性突破。2025年前三季度，以上五种高端医疗设备对欧盟的出口额同比增长73.94%，与此同时外科精密仪器、新一代导管及高端敷料等高附加值产品在美国、德国、英国等高端市场均实现了出口额的显著增长，证明我国医疗器械的出海路径正向技术密集型方向发展。

2019-2025年内窥镜等5种高端医疗设备出口同比及占设备出口比重



资料来源：药智网，东海证券研究所

2019-2024年内窥镜等5种高端医疗设备欧盟及北美自贸区出口占比



资料来源：药智网，东海证券研究所

AI、手术机器人、脑机接口等前沿技术突破带来投资机会

- 人工智能(AI)、脑机接口(BCI)和手术机器人三大技术领域取得突破性进展，正在重塑医疗器械行业的技术路径、临床应用模式和市场格局。这三大技术的协同发展推动医疗器械从传统器械向智能化、精准化、微创化方向转型，为医疗行业带来前所未有的变革机遇。随着技术不断成熟、应用场景不断突破，我们预期以上技术的商业化落地显著加速，成为行业新的增长引擎。

AI、手术机器人、脑机接口技术给医疗器械带来前沿机会

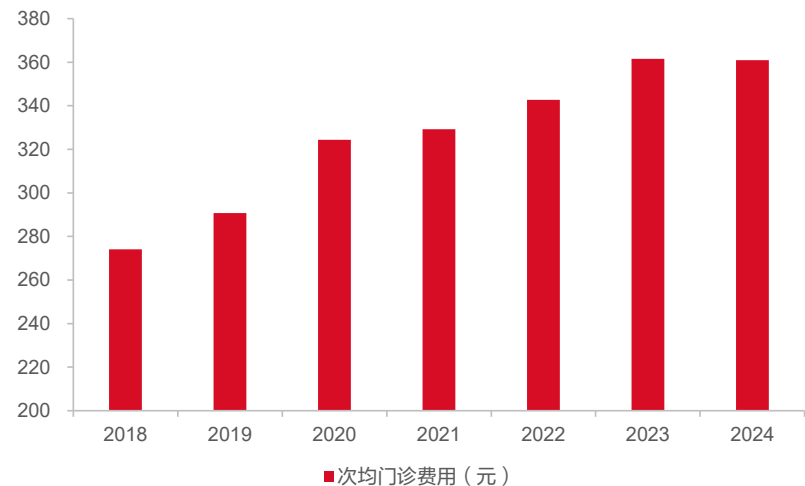
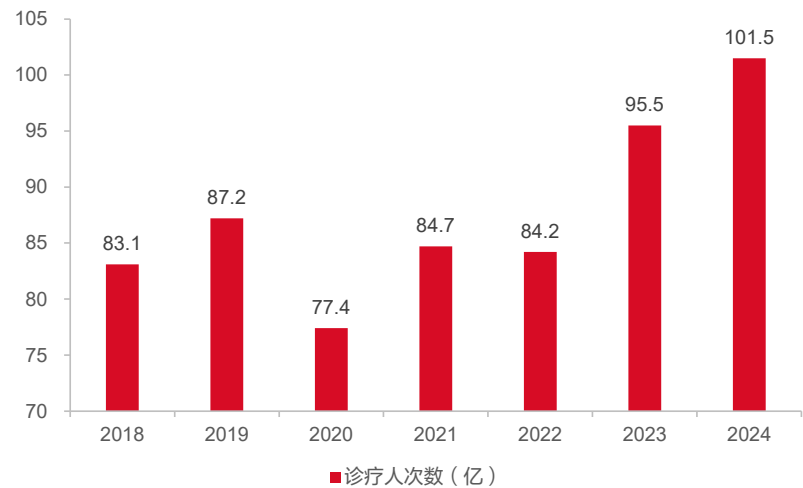
主要应用		政策法规	应用进展
AI+	在数秒内完成大量影像（如X光、CT）的初筛，标记可疑病灶（如肺结节、骨折），减轻医生重复劳动	国家卫健委等5部门联合发布《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》，提出到2027年，建立一批卫生健康行业高质量数据集和可信数据空间；到2030年，基层诊疗智能辅助应用基本实现全覆盖，推动实现二级以上医院普遍开展医学影像智能辅助诊断、临床诊疗智能辅助决策等人工智能技术应用	浙江省肿瘤医院与阿里巴巴达摩院研发的DAMO GRAPE模型，能利用常规体检中的腹部平扫CT筛查早期胃癌，敏感性达85.1%，且能提前数月发现人眼难以辨识的病灶
	自动勾勒肿瘤、器官边界（如肝脏、心脏），大幅缩短手动勾画时间（如放疗规划从小时级降至分钟级）；减少假阴性/假阳性概率（如识别微小结节和致密组织） 赋能基层医疗，通过远程辅助提升医疗资源匮乏地区的诊断能力（如专家通过影像远程传输参与诊断，以及操纵手术机器人给予治疗） 量化脑萎缩程度等病变指标，识别癌细胞转移（如乳腺癌前哨淋巴结），预测风险概率，完成早期识别诊断		
手术机器人	使微创手术更加普及，减少患者创伤，缩短恢复时间	北京市发布手术机器人生产质量管理规范检查指南，旨在精准指导和规范监管工作，科学引导企业提升质量控制水平，有力强化北京市手术机器人产业核心竞争力，积极助力北京市打造全球领先的手术机器人产业高地。	微创机器人2024年图迈全球新签订单达39台，商业化装机突破30台，全球累计商业化订单截至目前已突破60台
	操作精度提升，辅助手术减少术中出血与并发症发生率 使手术操作更加标准化，减少了医生经验差异对手术效果的影响，提高了手术质量的一致性。 辅助实现远程手术，助力分级诊疗		
脑机接口		工信部等七部门联合发布《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，提出到2027年脑机接口关键技术取得突破到2027年，脑机接口关键技术取得突破，初步建立先进的技术体系、产业体系和标准体系	首位受试者诺兰·阿博(C4级脊髓损伤四肢瘫痪)在接受Neuralink脑机接口术后实现意念控制电脑光标打字、玩视频游戏

资料来源：公司公告，财联社，量子位公众号，工信部、卫健委，东海证券研究所

医院：医疗服务消费回暖可期

医疗服务：DRGS政策促进技术劳务价值体现

- **外部环境压力下医院板块表现高度分化：**根据卫健委数据，从2018年-2024年，全国医疗卫生机构总诊疗人次从83.1亿人次增长至101.5亿人次，次均门诊费用从274.1元增长至361元，CAGR分别为3.08%和4.42%。受医保控费、社会消费疲软等因素制约，2025年前三季度，医院板块整体业绩承压，营业收入同比持平，净利润出现同比下滑，但部分公司通过运营结构优化与效率提升展现出韧性。得益于门诊量扩张、高毛利专科服务占比提升，板块业绩环比改善显著。医保支付方式改革（DRG/DIP）为核心的政策，正从“控费”的初级阶段，迈向“引导医疗行为、优化资源配置、促进价值医疗”的深水区。与此同时，政策大力引导医疗机构从粗放的规模扩张转向以临床专科能力为核心的内涵式高质量发展。这决定了2026年医院板块的投资逻辑将高度分化：整体板块面临收入增速放缓与成本结构优化的双重压力，但拥有强大特色专科、精细化管理能力及创新服务模式的医疗机构将穿越周期，具有显著的Alpha投资价值。
- **DRG/DIP促医务支付价值构成转变：**DRG/DIP支付方式预计到2025年底将实现对所有符合条件的住院医疗机构、病种和基金的全覆盖。在此基础上，支付体系的动态优化成为新常态，调整医院收入结构、体现劳务服务价值势在必行。以楚雄州的实践为例，地方医保部门正系统性优化医院收入结构，目标是在2023至2026年间，将医疗服务收入（技术劳务）占比从34.7%提升至45%，同时降低药品、耗材和检查检验收入占比。通过大幅提高诊查、护理、治疗等体现医务人员劳动价值的项目价格（平均增幅41%），来调动医务人员积极性。这对于人力资本密集、技术含量高的专科（如重症监护、高级护理、复杂手术）构成直接利好。



资料来源：卫健委，东海证券研究所

特色专科实现差异化发展，构筑穿越周期的“护城河”

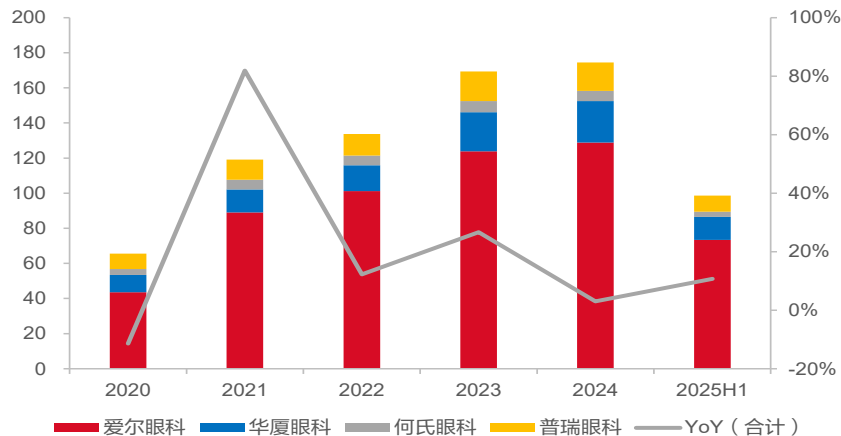
- 在全面控费和同质化竞争的压力下，打造难以被支付政策简单限制、且能满足患者高层次需求的特色专科，已成为医院构建业绩护城河、实现差异化发展的核心路径。在顶尖的肿瘤、心脏、神经、器官移植等专科领域，诊疗方案高度个性化、技术迭代快。简单的DRG/DIP分组难以准确衡量其全部价值，这使得顶尖医院在谈判中拥有更强的话语权，可能通过“特例单议”等机制获得合理补偿。高端产科、口腔、整形、眼科（如屈光手术）、高端体检等兼具消费和医疗属性的专科，其服务大量属于自费或商保支付，对医保支付政策的敏感性较低。需求增长直接受居民消费升级驱动，现金流优质且增长确定性强。
- 展望2026年的医疗服务板块，采取“由下至上精选α”的策略，聚焦于能够在新规则下胜出的结构性赢家。首选商业模式对医保支付依赖度低、自费比例高、或受政策重点扶持的标的。重点关注消费医疗属性强的专科连锁医院，以及中医特色突出、受地方政策重点建设的医疗机构。同时在医保支付体系下，精细化运营能力直接等同于盈利能力，应选择已率先建立成熟的DRG/DIP管理体系、具有强大病案质控、临床路径优化和成本控制能力的医院。

专科类别	代表领域	主要支付来源	对DRG/DIP的敏感性	核心业绩驱动逻辑
顶尖疑难重症专科	复杂心血管病、神经外科、肿瘤综合治疗	医保为主，部分自费/商保	较低（依赖特例单议）	技术垄断地位、品牌效应、吸引全国患者、高难度手术量
技术密集型专科	介入治疗、微创手术、生殖医学	医保与自费混合	中等	技术迭代快、替代传统术式、单产价值高、效率提升显著
消费医疗专科	高端口腔、眼科屈光、医疗美容、健康管理	完全自费/商保	低	消费升级、品牌与服务、高毛利、现金流稳定
政策扶持型专科	中医优势专科（儿科、妇科、康复）、老年医学	医保倾斜，专项投入	低（受政策保护）	明确政策红利、服务基数大、预防与康复需求增长

消费医疗为眼科增长动力，技术迭代驱动行业升级

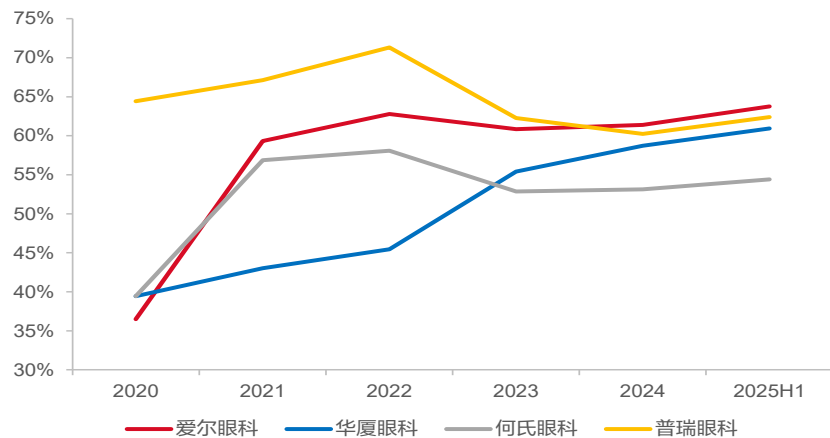
- **多因素推动眼科行业持续扩容：**近年来，中国眼科消费医疗呈现诊疗量稳步回升、收入持续增长的态势，技术迭代与消费升级成为核心驱动力。中国眼科医疗服务市场正处于确定性增长的黄金周期。根据Wind数据，2016-2022年眼科医院的总收入从168.16亿元增至449.37亿元，CAGR为17.80%；业务收入从158.21亿元增至426.54亿元，CAGR为17.97%。手术技术迭代（如全飞秒4.0、SMILE pro）、消费医疗业务占比提升（如屈光、视光手术）、人口老龄化（60岁以上人口占比22%）及青少年近视防控需求（国家疾控局监测数据显示2022年我国儿童青少年总体近视率为51.9%），共同推动行业向高质量发展转型。
- **结构性分化明显，消费医疗业务增长良好。**眼科市场内部呈现鲜明的结构性特征，以自费为主的消费医疗项目已成为核心增长引擎，而与医保政策关联紧密的传统项目则持续承压。屈光手术（如全飞秒、ICL晶体植入）和视光服务（如医学验光、近视防控、角膜塑形镜验配）是目前眼科医疗服务中附加值最高、增长最确定的板块。消费医疗业务如屈光（近视手术）、视光（角膜塑形镜、离焦镜）等高毛利业务占比持续上升。例如华厦眼科2025年H1消费眼科（屈光+视光）收入占比达60.93%（2020年39.45%），毛利率超过40%；爱尔眼科2025年H1屈光业务收入46.18亿元（同比+11.14%），视光业务收入27.20亿元（同比+14.73%）。与消费医疗板块形成对比，白内障手术业务因深度关联医保支付而面临压力。自2024年国家组织人工晶体集采全面落地，并叠加医保DRG/DIP支付方式改革，相关业务收入普遍下滑。2025年H1，华厦、何氏和普瑞眼科的白内障项目收入同比分别下降7.33%、17.67%和7.27%。

2020-2025H1样本眼科医院消费医疗收入（万元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2020-2025H1样本眼科医院消费医疗收入占比



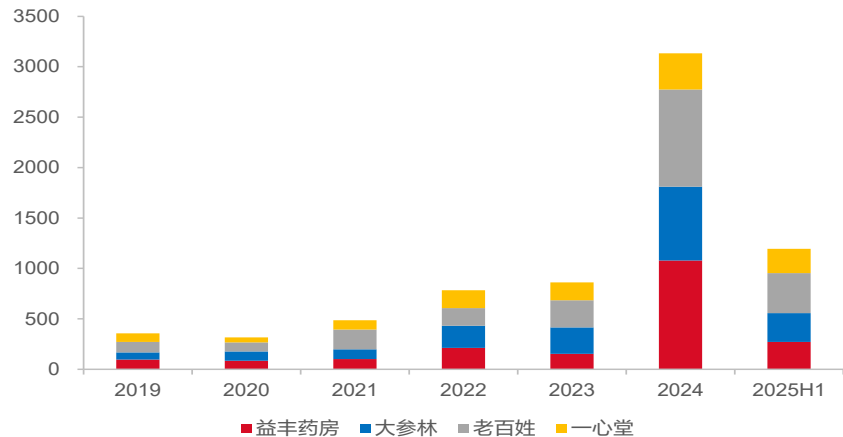
资料来源：公司公告，东海证券研究所

药店：阵痛后的转型与价值重塑

药店：结构分化加速，龙头价值凸显

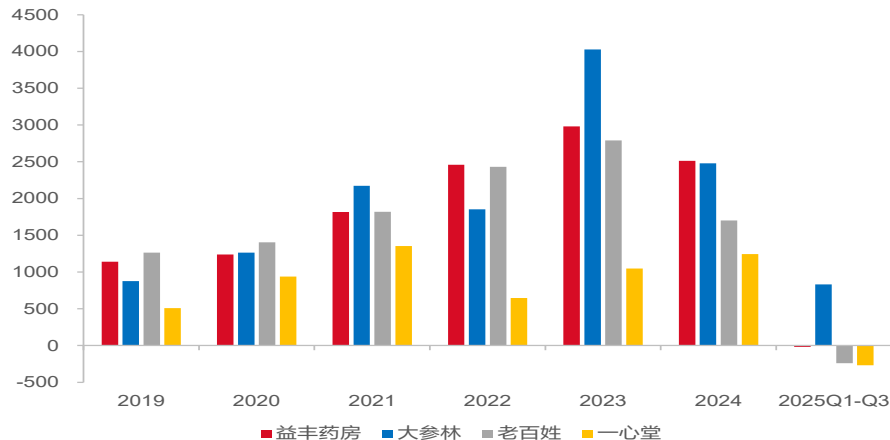
- **高速扩张时代终结，深度调整期开启。**在经历了长达十余年的门店数量高速扩张后，中国零售药店行业于2024年第四季度迎来了历史性的拐点。根据健康产业数据平台中康数据的统计，2024年全国共有约3.9万家零售药店关闭，日均闭店数高达107家。2024年Q4行业首次出现门店净减少，关店数（1.4万）超过新开店数（1.1万）约3000家。进入2025年，这一“闭店潮”仍在持续，2025年Q1，全国新开药店7,118家，闭店10,284家，净减少约3,000家，门店数回落至70万以下。行业出清态势明显，正经历从“规模扩张”到“质量优化”。从上市公司门店数据来看，相关企业的扩张节奏也明显放缓，存量优化与加盟模式成为主流策略。
- **政策合规性的刚性约束下，龙头企业的市场地位有望进一步巩固。**闭店潮呈现深刻的结构性分化，其本质是市场在政策和竞争压力下，对低效、不合规产能的出清。大型连锁虽然在短期内也面临利润增长放缓和新店回报周期拉长的挑战，但其规模化采购与成本控制、合规与数字化投入的优势在逆势中反而被放大。市场出清的直接结果是行业集中度的快速提升，客流和市场份额正加速向头部连锁企业集中。

2019-2025H1上市连锁药企关闭门店数量（单位：个）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2019-2025H1上市连锁药企净增加门店数量（单位：个）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

药店：多元化经营向“健康服务枢纽”发展

- 从“药品零售”到“健康服务综合体”，复合业态为业绩增长提供支撑：为应对药品毛利空间受压和客流分化，向多元化、专业化转型已成为行业共识。自2024年11月商务部等七部门关于印发《零售业创新提升工程实施方案》指出，允许零售药店依法开展非药商品销售及相关健康服务后，政策驱动、需求升级和技术赋能共同推动药店行业多元化转型。医保控费常态化、集采扩面倒逼药店拓展非药业务以提升毛利率；消费者对“一站式健康服务”需求增强，推动药店从“卖药”向“健康管理”转型；O2O、AI等技术成熟，为药店拓展服务半径和场景提供支撑。根据中康CMH数据，截至2025年8月，O2O药品市场规模达291亿元，同比增长29.6%，线上渠道分流效应明显。在此背景下，药店行业正从传统药品零售向“健康服务综合体”转型，上市公司通过商品品类拓展、服务场景延伸、渠道模式创新三大路径实现多元化经营，通过拓展非药品类（美妆、保健品、医疗器械等）优化收入结构，从“药品销售”向“健康生态”转型。一心堂自2020年起成立大健康事业部，布局美妆、零食业务，2023年泛健康品类销售额达3.7亿元（美妆占比60%），2024年-2025H1便利品销售同比增长25.52%、43.32%，成为公司重要的增长引擎。

2025年H1上市连锁药店主营收入构成

上市公司	主营收入构成（2025年H1半年报）	非药品类代表	毛利率（2025年H1半年报）
益丰药房	药品85.72%，非药品11.26%	保健品、医疗器械	非药品51.78%
老百姓	中西成药80.95%，非药品12.11%，中药6.94%	健康食品、美妆	非药品40.01%
大参林	中西成药76.93%，非药品10.5%，参茸滋补药材9.75%	参茸滋补品、个护	中参药材42.46%、非药品44.87%
一心堂	中西成药75.03%，中药8.56%，医疗器械及计生消毒用品6.55%，其他主营业务9.86%	美妆、母婴用品、功能食品、潮玩	其他主营业务42.95%
健之佳	保健食品5.12%，个人护理品1.25%，生活便利品5.34%	日用品、食品	保健品31.39%、个人护理品21.32%、生活便利品26.88%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

处方外流：政策瓶颈突破，增量市场可期

- 顶层设计构建基础，推动处方外流加速：处方外流是药店行业长期的巨大增量市场，过去受制于医院利益格局、处方流转机制不畅等因素进展缓慢。2024年10月，国家医保局发布《关于规范医保药品外配处方管理的通知》，明确规定自2025年1月1日起，“双通道”药品处方必须通过国家统一的医保电子处方中心流转。截至2025年4月，该中心已实现全国31个省份和新疆生产建设兵团的全覆盖，接入超7万家医疗机构和27万家药店，为处方外流提供了关键的底层基础设施。
- 具备合规经营优势的龙头企业将抢占处方外流红利：处方外流的加速，特别是与门诊统筹政策结合后，将为药店带来确定性的增量市场。它将直接带动处方药销售，尤其是“双通道”管理的高价值创新药、慢病用药。更重要的是，它将把大量需长期服务的慢病患者流量引入药店，为药店的专业化服务（如慢病管理）提供稳定的客源基础，推动药店真正融入“三医协同”体系。我们建议布局在合规经营、专业转型和承接处方外流方面准备充分、执行力强的龙头企业，分享行业集中度提升与商业模式升级带来的长期价值红利。

强大的合规与供应链体系	出色的数字化运营能力	前瞻性的专业化布局	稳健的财务状况
能够平滑覆盖追溯码、智能监管等政策成本	在全渠道融合、精细化管理和会员运营上成效显著	在DTP药房、慢病管理等领域已有成熟模式和规模优势	能在行业低谷期保持扩张与整合能力



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

四、风险提示

风险提示：

- 政策风险：医药生物行业政策推进具有不确定性，如集采降价、医保谈判、医疗反腐、门诊统筹等政策的执行力度对行业整体影响较大。
- 业绩风险：医药生物行业上市公司可能存在业绩不及预期的风险，如同类产品种类较多，市场竞争加剧，产品降价等，将会对公司业绩造成较大影响。
- 研发风险：医药生物行业技术壁垒高，产品研发难度大，尤其是创新药械的研发难度高，周期长，投入较大，可能存在研发进展不及预期或研发失败风险。
- 事件风险：医药生物行业容易受到如流行性疾病突发、严重医疗事故等不确定性事件等对行业的冲击影响。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究