

医药生物周报（25 年第 45 周）

海外医疗器械 MNC 三季度业绩汇总

优于大市

核心观点

本周医药板块表现强于整体市场，医药商业板块领涨。本周全部 A 股下跌 0.09%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 1.08%，中小板指下跌 1.71%，创业板指下跌 3.01%，生物医药板块整体上涨 3.29%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 4.51%，生物制品上涨 2.65%，医疗服务上涨 1.81%，医疗器械上涨 1.77%，医药商业上涨 5.66%，中药上涨 4.08%。医药生物市盈率（TTM）39.36x，处于近 5 年历史估值的 84.03%分位数。

美股医疗器械 MNC 陆续披露 2025Q3 业绩，不同赛道表现分化明显。根据 25Q3 医疗器械 MNC 的整体业绩表现来看，耗材类产品的增长快于设备类及 IVD 类产品，尤其是心脏电生理、结构性心脏病等赛道维持较高的收入增长速度，器械 MNC 的竞争焦点已经逐步从存量的传统产品市场转向创新大单品的商业化推进上。医疗器械 MNC 认为中国市场短期内依然存在价格、政策及整体经济环境上的限制，但部分公司认为已经出现边际改善的迹象，并且坚定看好中国医疗器械市场长期的增长潜力。

关注具备创新及出海能力的 A 股医疗器械公司。1) 医疗设备：招投标的持续复苏，积压需求释放，建议关注兼具“内需+出海”的医疗设备龙头企业以及有望受益于国产替代的细分龙头，如**迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜**等；2) 医疗耗材：处于业绩上触底回升阶段，建议关注创新属性强、进口替代空间大、集采风险出清、出海能力强的细分板块龙头，如**惠泰医疗、春立医疗、英科医疗**等；3) 体外诊断：建议关注行业龙头的业绩拐点和成长潜力，如**迈瑞医疗、新产业、艾德生物**等。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300760.SZ	迈瑞医疗	优于大市	2518	116.7	98.8	111.5	131.3	21.6	25.5	22.6	19.2
603259.SH	药明康德	优于大市	2840	93.5	111.6	127.3	145.1	30.4	25.4	22.3	19.6
300015.SZ	爱尔眼科	优于大市	1142	35.6	40.6	48.3	56.6	32.1	28.1	23.7	20.2
300832.SZ	新产业	优于大市	515	18.3	16.9	20.0	23.3	28.1	30.4	25.7	22.1
688617.SH	惠泰医疗	优于大市	387	6.7	8.8	11.3	14.7	57.5	44.2	34.1	26.3
300633.SZ	开立医疗	优于大市	125	1.4	3.1	4.0	4.8	87.9	40.0	31.5	25.9
688212.SH	澳华内镜	优于大市	67	0.2	0.3	0.7	1.0	317.6	196.3	98.1	65.4
300685.SZ	艾德生物	优于大市	93	2.5	3.2	3.8	4.5	36.5	29.4	24.4	20.7
688050.SH	爱博医疗	优于大市	125	3.9	4.3	5.2	6.3	32.3	29.4	24.1	20.0
603882.SH	金域医学	优于大市	141	(3.8)	6.9	8.5	-	(37.0)	20.5	16.7	-
002223.SZ	鱼跃医疗	优于大市	363	18.1	20.1	23.7	27.8	20.1	18.0	15.3	13.1
688029.SH	南微医学	优于大市	158	5.5	6.9	8.0	8.9	28.5	22.9	19.7	17.8
9926.HK	康方生物	优于大市	997	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(193.8)	3439.1	136.6	55.6
6990.HK	科伦博泰生物-B	优于大市	988	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(370.4)	(137.1)	(327.2)	208.0
0013.HK	和黄医药	优于大市	189	2.7	30.5	4.8	7.6	69.7	6.2	39.2	24.7
2162.HK	康诺亚-B	优于大市	165	(5.2)	(4.9)	(5.8)	0.5	(32.0)	(33.6)	(28.6)	310.8
1530.HK	三生制药	优于大市	762	20.9	99.6	28.8	32.1	36.5	7.7	26.5	23.7
2268.HK	药明合联	优于大市	795	10.7	14.0	19.2	26.0	74.3	56.9	41.5	30.5
1789.HK	爱康医疗	优于大市	61	2.7	3.3	4.0	4.8	22.2	18.2	15.0	12.6
1066.HK	威高股份	优于大市	229	20.7	21.2	24.0	26.8	11.1	10.8	9.6	8.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

医药生物

优于大市 · 维持

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：张超 0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
S0980522080001

证券分析师：凌珑 021-60375401
linglong@guosen.com.cn
S0980525070003

联系人：贾瑞祥 021-60875137
jiaruixiang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《创新药行业复盘——创新出海 2.0：BD 之后，我们应该关注什么》——2025-11-16

《关注器械及药服板块的低估值反转标的——医药生物行业 2025 年 11 月投资策略》——2025-11-11

《A 股生物医药行业 2025 三季度总结——创新药及产业链持续高景气，关注反转标的》——2025-11-11

《创新药盘点系列报告（23）——MNC 药企在心血管领域密集布局，聚焦 PCSK9 及 Lp(a) 两大靶点》——2025-11-03

《医药生物周报（25 年第 42 周）——25Q3 公募基金医药持仓分析》——2025-11-03

内容目录

海外医疗器械 MNC 三季度业绩汇总	4
本周行情回顾	8
板块估值情况	10
投资策略	11
推荐标的	12
风险提示	14

图表目录

图1：申万一级行业一周涨跌幅（%）	8
图2：申万一级行业市盈率情况（TTM）	10
图3：医药行业子板块一周涨跌幅（%）	10
图4：医药行业子板块市盈率情况（TTM）	10

表1：本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	8
---------------------------	---

海外医疗器械 MNC 三季度业绩汇总

雅培：电生理与糖尿病管理推动医疗设备板块表现亮眼

公司 2025Q3 实现营业收入 113.69 亿美元，同比增长 6.9%；净利润 16.44 亿美元，同比下滑 0.1%；毛利率 55.4%，同比下降 0.5pp；净利率 14.5%，同比下降 1.0pp。分地区，公司 2025Q3 美国收入 42.99 亿美元，同比增长 2.3%；其他地区收入 70.70 亿美元，同比增长 9.9%。分业务，公司 2025Q3 营养/诊断/药品/医疗设备板块分别实现收入 21.53/22.53/15.11/54.48 亿美元，同比 +4.2%/-6.6%/+7.5%/+14.8%。

- 营养板块：成人营养品收入 11.76 亿美元，同比增长 5.8%；儿童营养品收入 9.77 亿美元，同比增长 2.3%。
- 诊断板块：中心实验室/分子诊断/POCT/快速诊断分别实现收入 13.64/1.31/1.58/6.00 亿美元，同比+3.8%/+2.6%/+8.2%/-27.3%。
- 药品板块：关键新兴市场收入 10.97 亿美元，同比增长 10.3%；其他收入 4.14 亿美元，同比增长 0.6%。
- 医疗设备板块：节律管理/电生理/心衰/心血管/结构性心脏病/神经调控/糖尿病管理分别实现收入 6.86/7.05/3.66/7.45/6.35/2.54/20.57 亿美元，同比 +15.0%/+15.6%/+13.3%/+6.6%/+13.6%/+7.6%/+19.3%。

公司维持此前设定的财务目标，即在面对部分环境影响的情况下，仍能保持稳健增长。整体来看，公司对 2025 年的业绩指引为高个位数的有机销售增长和双位数的 EPS 增长。公司认为中国市场实施的带量采购（VBP）和 DRG 政策改革对核心实验室诊断业务造成了显著负面影响，影响了价格和销量，但公司认为中国市场尽管当前诊断业务面临压力，但仍然是公司布局的重要市场，对中国市场长期发展持有信心。

强生 MedTech：心血管业务依旧为 MedTech 板块增长的重要引擎

公司 MedTech 板块 2025Q3 实现营业收入 84.30 亿美元，同比增长 6.8%。分地区，公司 MedTech 板块 2025Q3 美国收入 43.06 亿美元，同比增长 6.6%；其他地区收入 41.24 亿美元，同比增长 7.0%。分业务，公司 2025Q3 心血管/骨科/外科/眼科分别实现收入 22.13/22.74/25.42/14.00 亿美元，同比 +12.6%/+3.8%/+4.4%/+7.7%。

- 心血管：电生理/ABIOMED/SHOCKWAVE/其他分别实现收入 14.18/4.23/2.78/0.95 亿美元，同比+10.8%/+16.8%/+21.2%/-0.7%。
- 骨科：髋关节/膝关节/创伤/脊柱运医分别实现收入 4.05/3.77/7.93/6.98 亿美元，同比+6.4%/+7.0%/+4.2%/+0.3%。
- 外科：先进外科/普通外科分别实现收入 11.65/13.78 亿美元，同比 +5.0%/+3.9%。
- 眼科：接触镜/手术产品分别实现收入 10.18/3.13 亿美元，同比 +5.2%/+14.9%。

公司上调了 2025 年业绩指引，预计全年收入同比增长 4.8%~5.3%（包括药品板

块)；维持 EPS 指引，预计 EPS 为 10.80~10.90 美元。公司宣布计划将骨科业务分拆为独立的 DePuy Synthes 公司，这一决策基于公司优化产品组合的战略考量。这一举措旨在使强生更加专注于高增长市场，同时让骨科业务作为独立公司能够更好地发挥潜力。对于中国市场，公司认为中国带量采购(VBP)政策对手术业务增长产生了负面影响，政策环境继续对跨国医疗公司的业务产生比较显著的影响。

美敦力：各地区及业务板块均衡增长，糖尿病业务增速领先

公司 FY26Q1 实现营业收入 85.78 亿美元，同比增长 8.4%；净利润 10.40 亿美元，同比下滑 0.2%；毛利率 65.0%，同比下降 0.1pp；净利率 12.2%，同比下降 1.0pp。分地区，公司 FY26Q1 美国收入 42.24 亿美元，同比增长 3.5%；其他地区收入 43.54 亿美元，同比增长 13.6%。分业务，公司 FY26Q1 心血管/神经科学/医学外科/糖尿病板块分别实现收入 32.85/24.16/20.83/7.21 亿美元，同比 +9.3%/+4.3%/+4.4%/+11.5%。

- 心血管：心脏节律与心衰/结构性心脏与主动脉/冠脉与外周分别实现收入 17.12/9.30/6.43 亿美元，同比+11.5%/+8.7%/+4.5%。
- 神经科学：颅神经与脊髓技术/专科治疗/神经调节分别实现收入 12.11/7.02/5.04 亿美元，同比+5.5%/-1.5%/+10.2%。
- 医学外科：外科及内窥镜/危急护理与监测分别实现收入 16.12/4.71 亿美元，同比+4.4%/+4.3%。

公司认为该季度增长主要得益于心血管、神经科学和糖尿病等核心业务的强劲表现，特别是脉冲场消融、经导管瓣膜、神经调节和心脏起搏等创新产品的市场接受度持续提升。对于中国市场，公司认为虽然短期内面临价格的挑战，但随着中国医疗改革的深入推进和人民健康需求的不断提升，公司在中国市场的长期发展前景依然积极。

直觉外科：达芬奇系统手术量增长稳健，装机存量持续攀升

公司 2025Q3 实现营业收入 25.05 亿美元，同比增长 23.0%；净利润 7.04 亿美元，同比增长 24.7%；毛利率 66.4%，同比下降 1.1pp；净利率 28.3%，同比提升 0.3pp。分业务，公司 2025Q3 仪器及配件/服务/系统业务分别实现收入 15.19/3.96/5.90 亿美元，同比+20.0%/+20.0%/+33.0%。2025Q3 达芬奇手术量同比增长 19%，截止 Q3 末，达芬奇系统装机存量达到 10763 台（同比净增加 1224 台），Ion 系统装机存量达到 954 台（同比净增加 218 台）。

公司对稳健经营的持续性持乐观态度，公司增长受益于全球手术量的强劲增长、达芬奇 5 系统的成功推出以及稳健的财务表现。对于中国市场，公司承认当前面临着招标缓慢、竞争激烈和价格压力的挑战环境，其策略重心在于适应这一环境并稳健执行现有业务。

波士顿科学：PFA 驱动电生理板块高速增长

公司 2025Q3 实现营业收入 50.65 亿美元，同比增长 20.3%；净利润 7.55 亿美元，同比增长 61.3%；毛利率 69.9%，同比提升 1.1pp；净利率 14.9%，同比提升 3.8pp。

分地区,公司 2025Q3 美国收入 32.94 亿美元,同比增长 27.0%;EMEA 收入 7.93 亿美元,同比增长 2.6%;APAC 收入 8.02 亿美元,同比增长 17.1%;LACA 收入 1.75 亿美元,同比增长 10.4%。分业务,公司 2025Q3 外科部门/心血管部门分别实现收入 17.22/33.43 亿美元,同比增长 16.4%/22.4%。

- 外科部门:内窥镜/泌尿外科/神经调节分别实现收入 7.47/6.82/2.93 亿美元,同比+10.1%/+28.1%/+9.1%。
- 心血管部门:1) 心脏病学收入 26.41 亿美元(+24.0%),其中介入治疗/Watchman/心率管理/电生理分别实现收入 6.86/5.12/5.78/8.65 亿美元,同比+3.7%/+34.8%/+3.0%/+64.2%;2) 外周介入收入 7.02 亿美元,同比增长 16.7%。

公司营收增长超此前 12%-14%的指引区间上限,优异业绩表现归功于创新产品组合,尤其是 PFA 产品在全球的商业化推进。公司对中国市场抱有明确信心,在中国市场全年预计实现 15%左右的增长,尽管面临价格带量政策(VBP)等压价因素,新产品上市和创新组合能够抵消压力,并维持在中国实现两位数增长的预期。

西门子医疗:中国市场表现持续低迷,诊断业务收入承压

公司 FY25Q4 实现营业收入 63.22 亿欧元,同比下滑 0.1%。分地区看,公司 FY25Q4 EMEA/美洲/亚太日本/中国分别实现收入 21.20/27.45/8.27/6.29 亿欧元,同比+3%/+1%/-4%/-8%。分业务,公司 FY25Q4 影像/诊断/Varian/先进治疗业务分别实现收入 36.47/10.98/10.88/5.92 亿欧元,同比+2.9%/-4.3%/-2.7%/-0.4%。

公司认为全年收入增速在预期之内,而且通过诊断业务的转型和成本优化,对冲了部分关税冲击,后续从订单、利润率和现金流等多个方面看都会逐渐开始好转。公司认为中国市场短期承压(包括价格、宏观经济、政策),但中长期仍看好,预计明年增速会回到中高个位数,并明确表示会继续深度投入中国市场。

GE 医疗:收入增长较为稳健,中国市场已出现好转势头

公司 2025Q3 实现营业收入 51.43 亿美元,同比增长 6.0%;净利润 4.46 亿美元,同比下滑 5.1%;毛利率 38.7%,同比下降 3.0pp;净利率 9.0%,同比下降 1.0pp。分业务,公司 2025Q3 影像/超声/生命关爱/药物诊断/其他业务分别实现收入 23.49/13.01/7.31/7.49/0.15 亿美元,同比+5.0%/+7.0%/-6.0%/+20.0%。

公司认为业绩整体表现良好,在动态宏观环境和关税压力下依然交出了一份“稳健甚至略超预期”的成绩单,对中长期利润率提升依然较有底气。对于中国市场,管理层的表态可概括为“短期承压、恢复在路上、长期坚定看好”:一方面坦言过去两年中国受刺激政策退坡及反腐影响,市场环境偏挑战,且今年下半年中国销售预计低于上半年,这与此前对投资者的沟通一致;另一方面强调目前看到中国“招标与刺激相关项目正在改善,市场复苏在推进中”,在超声与影像等领域已看到积极进展。公司不认为中国存在阻碍回归增长的结构性问题,依旧把中国视为全球最大且需求远未满足的医疗市场之一。

飞利浦:成熟市场收入同比下滑,诊断与治疗业务受挫

公司 2025Q3 实现营业收入 43.02 亿欧元，同比下滑 2.0%；净利润 1.84 亿美元，同比增长 1.7%；毛利率 44.4%，同比下降 1.4pp；净利率 4.4%，同比提升 0.2pp。分地区，公司 2025Q3 西欧/北美/其他成熟市场/成长市场分别实现收入 9.33/18.33/3.20/12.17 亿欧元，同比-3%/-2%/-2%/+0%。分业务，公司 FY25Q4 影像/诊断/Varian/先进治疗业务分别实现收入 36.47/10.98/10.88/5.92 亿欧元，同比+2.9%/-4.3%/-2.7%/-0.4%。

公司已连续四个季度实现订单改善，增长动力主要来自北美强劲的酒店需求、AI 赋能的监护与影像解决方案、以及个人健康业务的创新驱动。在外部环境方面，公司持续强调关税与监管要求带来的挑战，但同时强调公司在积极推动供应链本地化、与监管机构保持建设性沟通，并通过创新与产品组合优化来抵消外部压力。在区域市场方面，公司认为北美需求依旧强劲、欧洲稳定、印度与沙特增长迅速，而对中国的态度则是“谨慎乐观”。中国市场招标活动虽有改善，但集中采购导致流程更长、竞争更激烈，使短期增长承压，不过飞利浦依然明确表示长期看好中国医疗市场潜力。

史赛克：整体财务表现健康，开始逐步退出脊柱业务部分市场

公司 2025Q3 实现营业收入 60.57 亿美元，同比增长 10.3%；净利润 8.59 亿美元，同比增长 3.0%；毛利率 63.6%，同比下降 0.4pp；净利率 14.2%，同比下降 1.0pp。分地区，公司 2025Q3 美国收入 45.71 亿美元，同比增长 11.4%；其他地区收入 14.86 亿美元，同比增长 6.9%。分业务，公司 2025Q3 外科神经/骨科分别实现收入 38.03/22.54 亿美元，同比增长 14.4%/3.9%。

- 外科神经业务：仪器/内窥镜/医疗/神经血管/颅神经外科分别实现收入 7.60/8.96/9.85/5.25/6.37 亿美元，同比 +11.9%/+7.0%/+5.1%/+59.6%/+17.6%。
- 骨科业务：膝关节/髋关节/创伤及四肢/脊柱/其他分别实现收入 6.28/4.57/9.60/0.06/2.03 亿美元，同比 +10.2%/+8.9%/+13.0%/-96.7%/+28.1%。

公司通过产品创新、运营效率提升和战略性并购，实现了均衡的业务增长和利润改善，出于整体战略上的考量，公司决定退出部分国际脊柱植入物市场。公司认为中国及其他国际市场为长期增长的重要来源，包括中国在内的新兴市场在 25Q3 中经营表现健康，认为在美国已取得成功的产品未来将在国际市场带来显著机会。

Illumina：中国市场收入加速下滑，但下滑节奏慢于此预期

公司 2025Q3 实现营业收入 10.84 亿美元，同比基本持平；净利润 1.50 亿美元，同比下滑 78.7%；毛利率 67.6%，同比下降 1.4pp；净利率 13.8%，同比下降 51.6pp。分地区，公司 2025Q3 美国/欧洲/中国/AMEA 分别实现收入 6.12/3.09/0.52/1.11 亿美元，同比+0%/+6%/-31%/+6%。分产品，公司 2025Q3 耗材/设备/服务及其他分别实现收入 8.16/1.11/1.57 亿美元，同比+1%/+4%/-5%。

公司认为科研级测序市场整体来看需求比较平稳，临床端为行业增长主要推动因素。对于中国市场，公司认为需要时刻关注最新政策情况，目前收入规模下滑慢于前期的预期。上调全年中国市场收入至 2.2 亿美元（较此前增加 2000 万），对中国市场整体保持谨慎乐观的态度。

本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 0.09%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 1.08%，中小板指下跌 1.71%，创业板指下跌 3.01%，生物医药板块整体上涨 3.29%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 4.51%，生物制品上涨 2.65%，医疗服务上涨 1.81%，医疗器械上涨 1.77%，医药商业上涨 5.66%，中药上涨 4.08%。

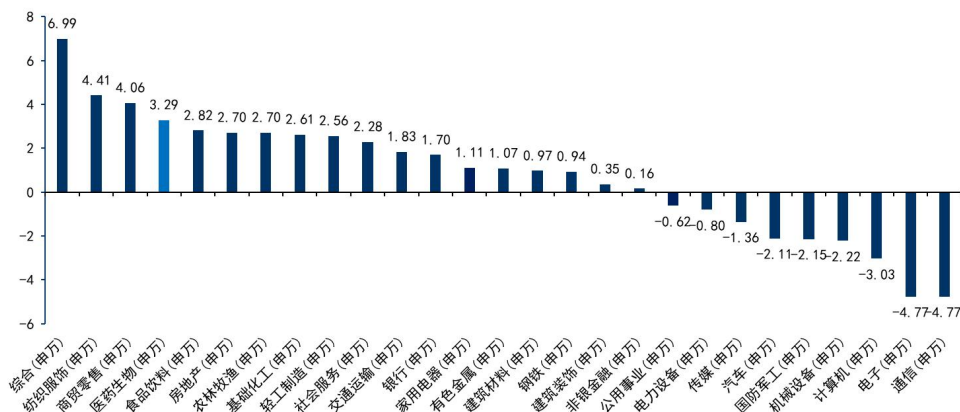
个股方面，涨幅居前的是金迪克（61.65%）、人民同泰（61.13%）、诚达药业（58.25%）、合富中国（50.92%）、富祥药业（46.66%）、特一药业（35.56%）、药易购（35.07%）、博晖创新（33.56%）、漱玉平民（33.07%）、海辰药业（29.36%）。

跌幅居前的是*ST 长药（-33.62%）、振德医疗（-11.30%）、禾元生物-U（-9.41%）、威高血净（-8.15%）、福瑞股份（-8.12%）、瑞迈特（-6.42%）、微电生理（-5.41%）、博拓生物（-4.88%）、必贝特-U（-4.59%）、硕世生物（-4.45%）。

本周恒生指数上涨 1.26%，港股医疗保健板块上涨 7.18%，板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看，制药板块上涨 5.24%，生物科技上涨 6.87%，医疗保健设备上上涨 1.68%，医疗服务上涨 2.57%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）歌礼制药-B（45.40%）、派格生物医药-B（22.93%）、三生制药（19.29%）、映恩生物-B（18.81%）、劲方医药-B（18.52%）；跌幅居前的是华检医疗（-11.52%）、药捷安康-B（-7.60%）、MIRXES-B（-6.19%）、微创机器人-B（-4.38%）、药师帮（-3.36%）。

图1：申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1：本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

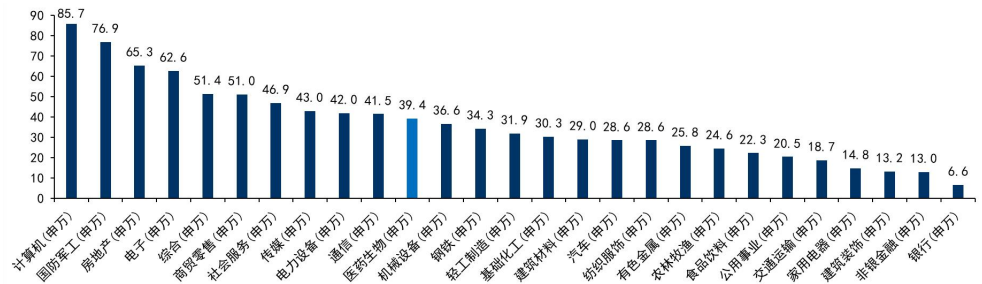
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
金迪克	61.65%	*ST 长药	-33.62%
人民同泰	61.13%	振德医疗	-11.30%
诚达药业	58.25%	禾元生物-U	-9.41%
合富中国	50.92%	威高血净	-8.15%
富祥药业	46.66%	福瑞股份	-8.12%
特一药业	35.56%	瑞迈特	-6.42%
药易购	35.07%	微电生理	-5.41%
博晖创新	33.56%	博拓生物	-4.88%
漱玉平民	33.07%	必贝特-U	-4.59%
海辰药业	29.36%	硕世生物	-4.45%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：本表仅做列示，不做推荐

板块估值情况

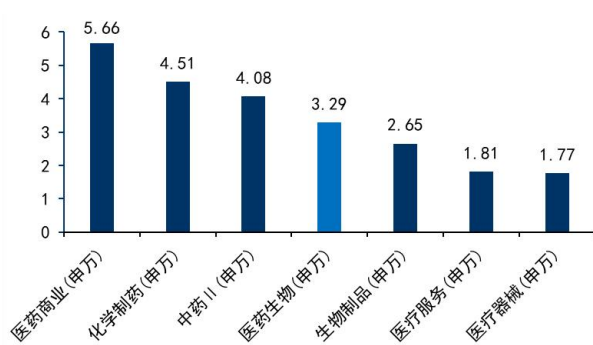
医药生物市盈率（TTM）39.36x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 20.74x。分板块来看，化学制药 49.69x，生物制品 50.59x，医疗服务 33.47x，医疗器械 41.42x，医药商业 21.44x，中药 29.25x。

图2：申万一级行业市盈率情况（TTM）



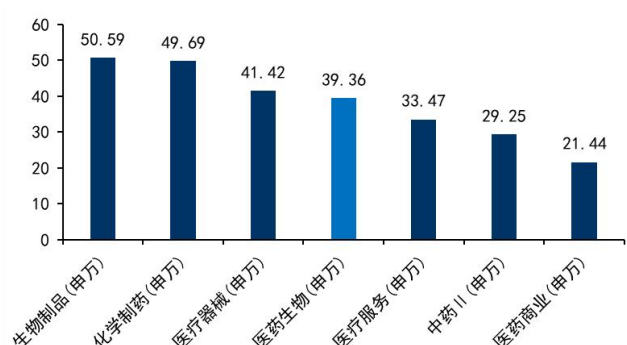
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：医药行业子板块一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：医药行业子板块市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资策略

医药行业投资观点

关注器械及药房板块的低估值反转标的。我们认为当前器械及药房板块估值已经较为充分地体现了集采、药品追溯码、美国关税等国内外政策所带来的风险，优选低估值、有亮点或有边际变化的相关标的。

作为全球创新药产业链的重要一环，中国 CXO 具有全球竞争力，长逻辑顺畅。CXO 板块 25Q3 整体表现亮眼，中高速增长持续，但内部呈现一定分化。从业务类型出发，我们将其划分为了 CDMO、临床前及临床 CRO、仿制药 CXO 三个方向。

1) CDMO：在消化了新冠订单高基数后，业绩持续验证，头部企业的新签订单及在手订单同比较高增长，多肽、寡核苷酸等新兴业务增速亮眼，也为后续中短期的业绩增长奠定了良好基础；

2) 临床前及临床 CRO：财报端依旧承压，但新签订单价格已呈现回暖趋势、新签数量恢复增长；

3) 仿制药 CXO：受到投融资环境影响，MAH 客户大幅减少，服务价格筑底，仿制药 CRO 企业积极推进创新转型，寻求业务新增长点。

关注创新药在海外的临床进展以及数据读出。中国创新药产业已经体现出长期向好的发展趋势，并在近年集中体现在 BD 交易的爆发式增长。值得注意的是，对于大部分国产创新药，对外授权通常只是全球开发的起点，合作伙伴在海外的开发进度，以及后续全球临床数据的读出可以进一步加强产品在全球市场商业化的确定性。

投资策略：关注器械及流通板块的低估值反转标的，创新药及产业链长期趋势向好。2025 年 11 月投资组合：A 股：迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、新产业、惠泰医疗、开立医疗、澳华内镜、艾德生物、爱博医疗、金域医学、鱼跃医疗、南微医学；H 股：康方生物、科伦博泰生物-B、和黄医药、康诺亚-B、三生制药、药明合联、爱康医疗、威高股份。

推荐标的

迈瑞医疗：公司作为国产医疗器械龙头，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著。公司受益于国内医疗新基建和产品迭代升级，并在海外加快高端客户拓展。微创外科、心血管等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。

药明康德：公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，有望全面受益于全球新药研发外包服务市场的快速发展。公司“一体化、端到端”的新药研发服务平台，无论是在服务的技术深度还是覆盖广度方面都能满足客户提出的多元化需求。

爱尔眼科：公司是我国最大规模的眼科医疗机构，致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法，以专业化、规模化、科学化发展战略，利用人才、技术和管理等方面的优势，通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和深入的市场推广，促进中国眼科医疗事业的发展。

新产业：公司为化学发光免疫分析领域的龙头，拥有技术、生产和销售等方面的多重优势，坚实庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售，促进进口替代，同时国际化和平台化布局将开启新成长曲线。

惠泰医疗：公司是一家专注于心脏电生理和介入医疗器械的研发、生产和销售的高新技术企业，已形成了以完整冠脉通路和心脏电生理医疗器械为主导，外周血管介入医疗器械为重点发展方向的业务布局。

开立医疗：国内“超声+软镜”行业领军企业，持续丰富业务矩阵。超声业务已经历20多年发展，建立了较为完善的营销网络渠道，超声行业也逐步进入成熟期。作为国产软镜后起之秀，在国内市场已跻身市占率第三。同时持续布局微创外科和心血管介入，新业务成长可期。

澳华内镜：公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品AQ-300于2022年底上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

艾德生物：公司是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，产品线布局领先，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在院内渠道具备强大的销售壁垒；此外，公司产品顺利出海，中长期发展空间广阔。

爱博医疗：公司是国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，产品涵盖眼科手术治疗、近视防控和视力保健三大领域，立足于人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜三大核心产品，公司已战略性扩大对眼健康全生命周期产品管线的覆盖。

鱼跃医疗：公司专注医疗器械的研发、生产、销售和服务，是国内领先的综合性医疗器械和解决方案供应商，致力于为全球患者和医疗机构提供高质量、创新性的医疗产品和服务。

金域医学：公司基于高强度的自主研发和产学研一体化，每年推出数百项创新项目，高端技术平台的不断完善和“医检4.0”数字化转型战略落地将驱动公司盈利能力稳健提升。

南微医学：公司专注微创医疗器械的研发、制造和销售，秉持着“以科技和创新服务临床”的宗旨以及“守正创新、匠心致远”的发展理念，致力于帮助全球医疗机构提

高医疗水平，逐步形成了内镜诊疗、肿瘤介入、微创神经外科三大产品系列，成为微创诊疗领域具有较高科研创新实力和市场竞争优势、业绩高速增长的细分行业领先企业。

康方生物 (9926. HK)：公司为专注创新的双抗龙头，在研管线丰富，双抗、ADC、单抗等不同分子形态已形成梯队。依沃西持续验证 FIC & BIC 潜力，公司与 Summit 合作持续推进全球的临床。卡度尼利与依沃西已经成功实现了国内的商业化，有望成为重磅品种。

科伦博泰生物-B (6990. HK)：公司 ADC 产品早期临床数据优秀，研发进度在全球范围内较为领先，且已经与默沙东达成了深度的合作，有利于产品实现在全球的商业化潜力。公司未来 2~3 年的营收主要来源于默沙东的首付款和里程碑付款，产品销售将在 2025 年后开始放量。

和黄医药 (0013. HK)：公司是一家处于商业化阶段的创新型生物医药公司，专注于发现、开发及商业化治疗癌症及免疫性疾病的靶向疗法及免疫疗法。咪喹替尼 2023 年底在美国获批上市后迅速放量，赛沃替尼也有望向 FDA 递交上市申请，索乐匹尼布临床数据优秀，预计将于 2025 年获批上市。

康诺亚-B (2162. HK)：公司的司普奇拜单抗是首个获批上市的国产 IL4R 单抗，季节性过敏性鼻炎适应症是司普奇拜单抗获批的第三个适应症，此前，成人中重度特应性皮炎适应症和慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症分别于 2024 年 9 月和 2024 年 12 月获批上市，三个适应症均有可能通过 2025 年的国谈进入医保。

三生制药 (1530. HK)：公司是一家集研发、生产和销售为一体的生物制药领军企业，在肾科、皮肤科、自身免疫科、肿瘤科的药物有多年的研发、销售经验。

药明合联 (22688. HK)：公司专注于全球 ADC 及更广泛生物偶联药物市场的领先 CRDMO，亦是唯一一家致力于提供综合性端到端服务的公司。凭借在生物药和小分子药物方面的专业知识，公司提供跨学科综合服务，涵盖生物偶联药物的发现、研究、开发及制造。

爱康医疗 (1789. HK)：公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。

威高股份 (1066. HK)：公司主要从事一次性医用产品的研发、生产及销售业务，业务领域覆盖医疗器械产品、骨科产品、药品包装产品、血液管理产品等，同时从事融资租赁及保理业务。

风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

代码	公司简称	子行业	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE		PEG	投资 评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E		
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	2,518	116.7	98.8	111.5	131.3	21.6	25.5	22.6	19.2	32.5%	6.4		优于大市
300832.SZ	新产业	医疗器械	515	18.3	16.9	20.0	23.3	28.1	30.4	25.7	22.1	21.3%	3.6		优于大市
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	67	0.2	0.3	0.7	1.0	317.6	196.3	98.1	65.4	1.5%	2.8		优于大市
688161.SH	威高骨科	医疗器械	124	2.2	2.8	3.3	3.8	55.5	44.2	38.2	32.9	5.7%	2.3		优于大市
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,128	12.6	19.5	23.7	27.7	89.4	57.9	47.5	40.7	6.3%	1.9		优于大市
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	125	3.9	4.3	5.2	6.3	32.3	29.4	24.1	20.0	16.1%	1.7		优于大市
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	124	3.6	3.5	4.5	5.8	34.1	35.4	27.6	21.5	10.5%	2.1		优于大市
688236.SH	春立医疗	医疗器械	96	1.2	2.8	3.7	4.5	76.6	34.6	26.2	21.3	4.4%	0.7		优于大市
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	190	1.1	2.1	2.8	3.6	167.3	91.6	67.7	52.5	6.5%	1.9		优于大市
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	74	1.3	2.7	3.5	4.2	58.2	27.0	20.8	17.4	2.0%	0.5		优于大市
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	93	2.5	3.2	3.8	4.5	36.5	29.4	24.4	20.7	13.8%	1.4		优于大市
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	38	1.4	1.6	1.8	2.0	27.0	24.5	21.5	18.8	9.9%	1.9		优于大市
688389.SH	普门科技	医疗器械	61	3.5	5.1	6.2	-	17.6	11.9	9.7	-	16.8%	0.3		优于大市
688029.SH	南微医学	医疗器械	158	5.5	6.9	8.0	8.9	28.5	22.9	19.7	17.8	14.5%	1.4		优于大市
603301.SH	振德医疗	医疗器械	236	3.9	3.9	5.0	5.7	61.3	60.5	47.6	41.3	6.8%	4.3		优于大市
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	82	1.0	1.0	1.3	1.7	79.5	81.9	63.0	48.5	5.0%	4.6		优于大市
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	44	1.7	1.6	1.9	2.1	25.6	27.3	23.2	20.5	10.1%	3.6		优于大市
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	125	1.4	3.1	4.0	4.8	87.9	40.0	31.5	25.9	4.6%	0.8		优于大市
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	91	3.0	5.1	6.7	-	30.2	17.7	13.6	-	10.9%	0.4		优于大市
688617.SH	惠泰医疗	医疗器械	387	6.7	8.8	11.3	14.7	57.5	44.2	34.1	26.3	26.8%	1.5		优于大市
688114.SH	华大智造	医疗器械	265	(6.0)	0.1	1.5	2.9	(44.2)	3790.3	176.9	90.2	-7.6%	-21.2		优于大市
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械	363	18.1	20.1	23.7	27.8	20.1	18.0	15.3	13.1	14.4%	1.2		优于大市
002653.SZ	海思科	化学制药	626	4.0	5.5	6.9	8.7	158.2	114.6	90.4	72.2	9.4%	3.8		优于大市
000513.SZ	丽珠集团	化学制药	317	20.6	22.0	24.8	28.6	15.4	14.4	12.8	11.1	14.9%	1.2		优于大市
688062.SH	迈威生物-U	生物药	181	(10.4)	(5.2)	(1.3)	-	(17.3)	(35.0)	(143.5)	-	-66.5%	0.5		优于大市
688687.SH	凯因科技	生物药	49	1.4	2.0	2.6	-	34.4	24.5	18.7	-	7.7%	0.7		优于大市
688319.SH	欧林生物	生物药	101	0.2	0.7	1.3	-	485.2	154.9	75.7	-	2.2%	1.0		优于大市
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	108	(8.0)	(5.8)	(3.4)	0.4	(13.5)	(18.7)	(31.7)	284.3	-37.5%	0.1		优于大市
688278.SH	特宝生物	生物药	318	8.3	10.7	15.4	21.7	38.4	29.7	20.7	14.6	32.4%	0.8		优于大市
000999.SZ	华润三九	中药	495	33.7	37.4	40.8	48.6	14.7	13.3	12.1	10.2	16.9%	1.0		优于大市
600557.SH	康缘药业	中药	93	3.9	6.1	6.8	-	23.7	15.2	13.7	-	8.7%	0.5		优于大市
600129.SH	太极集团	中药	114	0.3	13.0	15.6	-	427.4	8.8	7.3	-	0.8%	0.0		优于大市
688046.SH	药康生物	生命科学与 工业上游	75	1.1	1.3	1.7	1.9	68.6	57.1	45.4	40.1	5.1%	2.9		优于大市
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与 工业上游	104	1.2	1.8	2.5	3.1	84.1	57.5	42.3	33.4	4.7%	1.6		优于大市
688293.SH	奥浦迈	生命科学与 工业上游	67	0.2	0.8	1.1	1.5	317.4	85.7	59.7	43.7	1.0%	0.9		优于大市
603259.SH	药明康德	CXO	2,840	93.5	111.6	127.3	145.1	30.4	25.4	22.3	19.6	16.1%	1.6		优于大市
000739.SZ	普洛药业	CXO	182	10.3	11.2	12.6	14.0	17.7	16.2	14.5	13.0	15.3%	1.5		优于大市
603127.SH	昭衍新药	CXO	230	0.7	3.3	3.8	4.1	310.2	69.6	60.3	55.6	0.9%	0.9		优于大市
301096.SZ	百诚医药	CXO	59	(0.5)	0.5	0.9	1.2	(111.8)	111.3	68.6	50.8	-2.0%	1.8		优于大市

688222.SH	成都先导	CXO	98	0.5	1.0	1.2	1.5	190.8	95.1	79.0	64.5	3.7%	2.2	优于大市
002821.SZ	凯莱英	CXO	338	9.5	11.4	12.9	14.6	35.6	29.8	26.2	23.1	5.6%	1.9	优于大市
603882.SH	金域医学	医疗服务	141	(3.8)	6.9	8.5	-	(37.0)	20.5	16.7	-	-5.2%	0.9	优于大市
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,142	35.6	40.6	48.3	56.6	32.1	28.1	23.7	20.2	17.2%	1.7	优于大市
603939.SH	益丰药房	医药商业	302	15.3	17.3	20.1	23.2	19.7	17.5	15.0	13.0	14.3%	1.6	优于大市
1066.HK	威高股份	医疗器械	229	20.7	21.2	24.0	26.8	11.1	10.8	9.6	8.6	8.7%	2.1	优于大市
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	61	2.7	3.3	4.0	4.8	22.2	18.2	15.0	12.6	10.4%	0.9	优于大市
2005.HK	石四药集团	化学制药	85	9.8	9.4	9.8	10.7	8.6	9.0	8.6	7.9	14.7%	3.0	优于大市
0512.HK	远大医药	化学制药	280	22.9	20.2	22.5	25.5	12.2	13.8	12.5	11.0	15.0%	3.7	优于大市
0013.HK	和黄医药	化学制药	189	2.7	30.5	4.8	7.6	69.7	6.2	39.2	24.7	5.0%	0.2	优于大市
2162.HK	康诺亚-B	生物药	165	(5.2)	(4.9)	(5.8)	0.5	(32.0)	(33.6)	(28.6)	310.8	-20.8%	0.2	优于大市
9926.HK	康方生物	生物药	997	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(193.8)	3439.1	136.6	55.6	-7.6%	5.0	优于大市
1530.HK	三生制药	生物药	762	20.9	99.6	28.8	32.1	36.5	7.7	26.5	23.7	13.5%	0.5	优于大市
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	988	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(370.4)	(137.1)	(327.2)	208.0	-8.1%	0.6	优于大市
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	40	(1.7)	(1.5)	(1.3)	1.2	(23.9)	(27.5)	(31.6)	34.6	-19.7%	0.1	优于大市
2268.HK	药明合联	CXO	795	10.7	14.0	19.2	26.0	74.3	56.9	41.5	30.5	0.2	1.6	优于大市
2273.HK	固生堂	医疗服务	63	3.1	3.7	4.7	5.9	20.4	17.0	13.4	10.6	12.9%	0.7	优于大市
2666.HK	环球医疗	医疗服务	118	20.3	21.2	22.0	22.9	5.8	5.6	5.4	5.2	11.8%	1.3	优于大市
2522.HK	一脉阳光	医疗服务	60	(0.5)	0.5	0.8	1.1	(130.7)	122.5	74.1	53.1	-3.2%	2.4	优于大市

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测

注: 总市值以 2025/11/14 股价计算

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032