

医药

超配	中性	低配
-----------	-----------	-----------

股票名称	代码	评级	目标价
药明合联	2268 HK	买入	HK\$103.18
泰格医药	300347 CH	买入	RMB79.25
通化东宝	600867 CH	买入	RMB11.07
固生堂	2273 HK	买入	HK\$61.84
京东健康	6618 HK	买入	HK\$93.29
益丰	603939 CH	买入	RMB41.46
云南白药	000538 CH	买入	RMB71.80
马应龙	600993 CH	买入	RMB38.50
联影医疗	688271 CH	买入	RMB195.73

2026 年中国医疗行业展望：“三医协同”重构产业价值链

- 我们认为，中国医改将进入结构性调整阶段，重构包括药品市场、销售终端、医疗服务、支付等各细分产业价值链。
- 我们认为，中国医药行业提质升级趋势明确，2026 年 A/H 医药股行情有望延续。
- 展望 2026 年，我们看好的医药行业子行业，包括创新药产业链、医药商业、医疗服务细分龙头、中药 OTC 以及医疗设备龙头公司，并推荐 9 只首选股。

2026 年中国医疗行业面临产业价值链的重构：2025 年“十五五”规划（建议）明确健全医药、医疗、医保协同治理机制，推动医疗行业从碎片化管理转向结构性改革，锚定“以健康为中心、全链条贯通、服务体系更便捷高效均衡”三大转型方向，核心目标是构建优质高效、公平可及的医疗卫生服务体系。展望 2026 年，我们认为，中国医疗行业结构性改革将全面深化：药品市场从“规模扩张”转向“价值重构”，创新药成为增长核心并进入放量阶段；医药销售终端重构将打破“院内主导”格局，零售药房、基层医疗、医药电商多元分流改变零售格局，医药新零售与 DTP 药房将快速发展；医疗服务在 DRG/DIP 支付改革驱动下迈向质量竞争与精细化管理，基层医疗加速提质增效；商业健康险升级为创新领域差异化支付关键力量，重构医疗支付接口，共同推动中国医疗产业迈向高质量发展新阶段。

政策与资本共振，2026 年 A/H 医药股行情有望延续：2025 年 BD 交易活跃推动港股医药股估值溢价率修复至 21/22 年水平，而 A 股医药股因传统企业占比高、受政策及消费因素拖累估值溢价率仍处近五年估值底部。根据华兴证券数据，医药行业私募融资、并购及 IPO 规模均超 2023/2024 年水平，资金向 AI 制药、细胞基因治疗等前沿领域集中。2026 年，随着行业结构性改革深化、政策与融资环境持续优化，中国医药产业提质升级趋势明确，行业将迈向高质量发展新阶段。

2026 年行业展望和首选股推荐：我们认为中国创新药产业链正站在政策红利与产业升级的双重风口，我们看好药明合联（2268 HK，买入，目标价：HK\$103.18）和泰格医药（300347 CH，买入，目标价：RMB79.25）。我们还推荐通化东宝（600867 CH，买入，目标价：RMB11.07），公司胰岛素产品销售有望在 2026 年进一步释放增长潜力。在医疗服务，我们看好细分领域龙头，比如固生堂（2273 HK，买入，目标价：HK\$61.84）。我们看好中国医药销售渠道重构带来的投资机会，推荐京东健康（6618 HK，买入，目标价：HK\$93.29）和益丰药房（603939 CH，买入，目标价：RMB41.46）。我们看好具备较强的院外渠道优势和品牌效应的非处方中成药（OTC-TCM），推荐云南白药（000538 CH，买入，目标价：RMB71.80）和马应龙（600993 CH，买入，目标价：RMB38.50）。我们预计，医疗设备龙头公司（如联影医疗（688271 CH，买入，目标价：RMB195.73））将受益于基层医疗市场和海外出口的增长。

行业风险：监管的不确定性；融资活动复苏慢于预期；药品价格下降；出生率下降；；宏观经济风险。

研究团队
赵冰, 分析师

证书编号：S1680519040001

电话：+86 21 6015 6766

电邮地址：bingzhao@huaxingsec.com

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

2026 年中国医疗行业展望：“三医协同”重构产业价值链.....	1
焦点图表.....	3
投资概述.....	6
一、“三医协同”深度赋能，重构中国医疗行业发展新格局	8
1.1 十五五规划：健康中国建设迈向新战略高度	8
1.2 “三医协同”改革重塑中国医疗产业价值链.....	10
1.2.1 中国药品市场：从“规模扩张”到“价值重构”	10
1.2.2 中国医药销售终端：从“院内主导”到“多元分流”	13
1.3 中国医疗服务：从规模扩张走向质量竞争.....	17
1.3.1 医药服务行业面临严峻的结构性挑战	18
1.3.2 DRG/DIP 支付改革推动中国医疗服务行业走向精细化管理	19
1.3.2 基层医疗服务向“质量提升”、“效率优化”转型	23
1.4 商业健康险：重构医疗支付接口	23
二、2026 年中国医药行业展望：政策与资本共振，开启复苏通道	26
2.1 2026 年 A/H 医药股行情有望延续	26
2.2 2026 年医药行业融资：政策与资本共振，复苏通道正式开启	27
2.2.1 3Q25 开始一级市场显著复苏	27
2.2.2 2026 年医药行业 BD 交易活跃度可期.....	30
三、2026 年中国医药行业投资策略：与结构变化中寻找机会	32
3.1 中国创新药产业链崛起的核心动力矩阵：政策护航、支付升级、效率领跑.....	32
3.2 医疗服务：民营医疗未来向专科化与自费服务方向发展	36
3.3 医药流通：医药新零售引领行业全渠道变革与销售新动能.....	37
3.4 中药：传承精华、守正创新.....	39
3.5 医疗设备：中标与出口双增，政策+技术+基层驱动高质量发展	40
行业风险.....	45

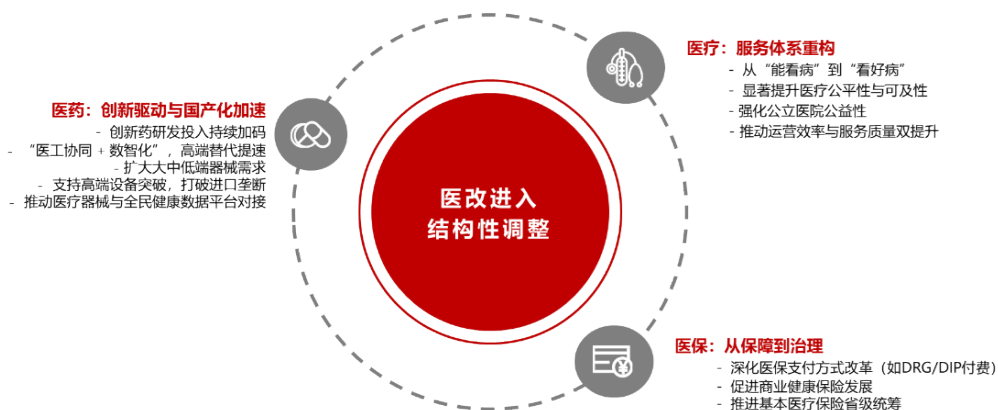
焦点图表

图表 1：“十一五”到“十五五”，从治疗到健康的战略升级



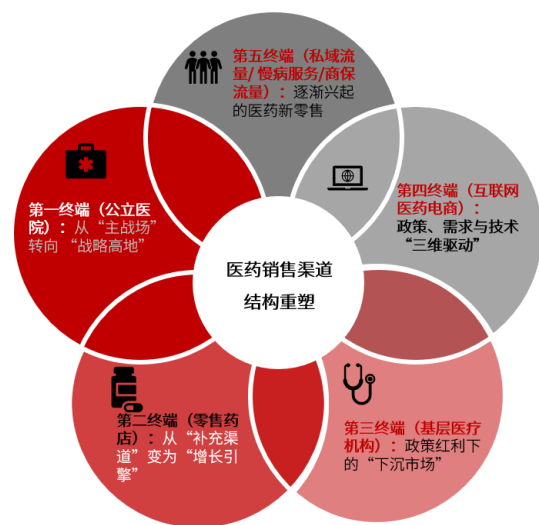
数据来源：卫健委，华兴证券整理

图表 2：十五五期间中国医改方向进入结构性调整



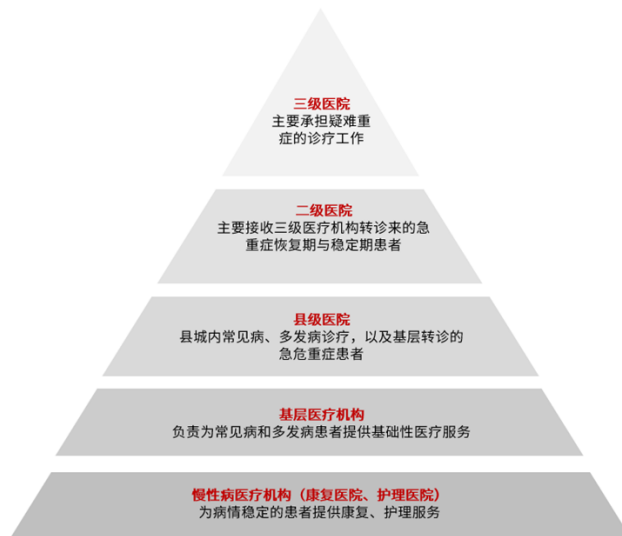
数据来源：卫健委，华兴证券整理

图表 3：医药销售渠道结构重塑



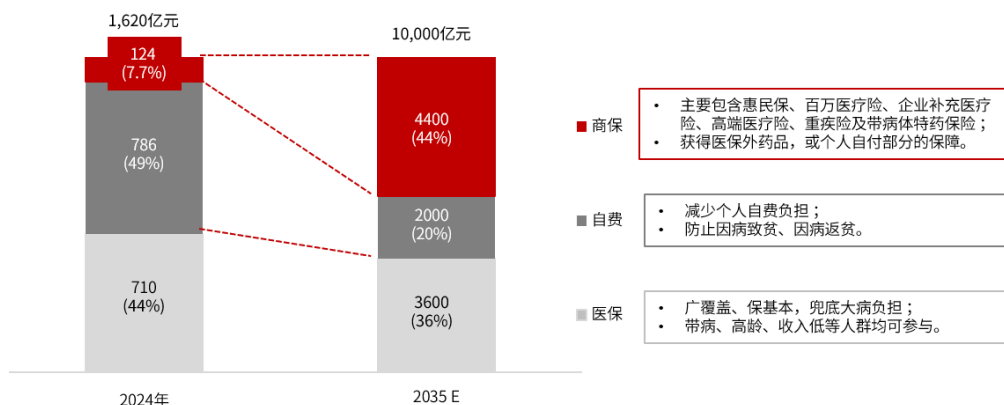
数据来源：第三届医药新零售大会（2025），华兴证券整理

图表 4：紧密型医共体建设路径下的我国各级医疗体系的分层定位



数据来源：卫建委，华兴证券整理

图表 5：我国未来创新药械支付结构变化



数据来源：国家医保局、镁信健康，华兴证券整理

图表 6：根据对 2026 年医疗行业政策前景的分析

公司名称	股票代码	评级	目标价	推荐理由
药明合联	2268 HK	买入	HK\$103.18	公司凭借其覆盖全链条的端到端一体化 CRDMO 服务，以及在偶联技术、连接子创新和高效转化上构建的难以复制的技术壁垒，形成了强大的竞争优势，使其能够深度受益于全球 ADC 行业的高速发展。
泰格医药	300347 CH	买入	RMB79.25	随着存量项目的逐渐出清和行业的复苏，国内创新药临床 CRO 业务有望出现改善。
通化东宝	600867 CH	买入	RMB11.07	考虑到通化东宝作为国内胰岛素领域的龙头企业，其业绩在 2025 年已显恢复势头，并且随着新产品的陆续上市，公司未来业绩增长潜力有望进一步提升。
固生堂	2273 HK	买入	HK\$61.84	随着公司数字化与 AI 业务转型逐渐落地，公司收入有望重新开始进入增长通道，叠加公司盈利能力的改善，我们看好公司未来的发展前景，
京东健康	6618 HK	买入	HK\$ 93.29	公司不断开放自身供应链和医疗健康服务能力，与生态上下游紧密合作，深挖相应客户需求、提升客户复购率和新用户留存率，公司保持了稳健的收入增速。
益丰药房	603939 CH	买入	RMB41.46	我们认为，从公司未来发展前景来看：1) 直营及加盟门店持续扩张，市场份额进一步提升；2) 毛利率稳步改善，费用率优化逐步显效；3) 数字化赋能带动经营效率提升，长期盈利能力具备较强支撑。
云南白药	000538 CH	买入	RMB71.80	我们认为，1) 2024 年开始，公司战略重新聚焦于核心制药业务，使得 2024 年公司净利润增速超过市场的预期，且 25E-27E 利润增速有望保持较快增长；2) 25E-27E，新兴事业部有望进一步带动公司业务结构持续优化，带动毛利率稳步提升，我们预计 25E-27E 公司毛利率为 67.0%/ 68.0%/ 69.0%。3) 公司近几年股息率保持较高水平，2022-2024 年为 2.80%/ 4.23%/ 4.00%。我们预计较高的分红比例和股息率有望带来公司股价的重估。
马应龙	600993 CH	买入	RMB38.50	考虑到马应龙治疗类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，我们认为享受一定估值溢价较为合理。
联影医疗	688271 CH	买入	RMB195.73	我们认为，从公司未来发展前景来看：1) 因技术进步和政策支持，医学影像市场需求大幅增加，联影医疗作为行业领先企业，受益于行业整体增长；2) 公司产品线覆盖全面，中高端产品及超高端产品收入快速增长，市占率大幅提升；3) 公司的海外业务增长潜力大，国际市场认可度提高，有望为公司业绩增长带来新的驱动力。

注：表格仅包括我们已经覆盖的公司。

数据来源：公司数据，华兴证券预测

投资概述

“三医协同”重构中国医疗产业发展新格局

2025 年 10 月公布的中国“十五五”规划建议，明确健全医药、医疗、医保协同治理机制，推动行业从碎片化管理转向结构性改革。“十五五”规划进一步明确了新时期卫生健康事业的三大转型方向，即 1) 服务方向全面转向“以健康为中心”；2) 服务模式转型，突出“全链条贯通”；3) 服务体系转型更便捷、更高效、更均衡。我们认为，“十五五”期间，我国医疗改革核心目标是构建优质高效、公平可及的医疗卫生服务体系，更好地满足人民群众的健康需求，使得整个由医疗、医保、医药为主要构成要素的医疗健康组织体系更好地促进人民健康水平提高。

展望 2026 年，我们认为中国医疗改革方向将主要为结构性改革，主要体现在：

1) 药品市场从“规模扩张”到“价值重构”：我们认为，中国药品市场受到正负两方面因素的影响，其中人口老龄化、新药加速上市及医保/商保支付支持形成正面支撑；集采扩面、DRGs 全病种覆盖等构成约束因素，我们预计 2024-2029E CAGR 药品市场增速将放缓至 3.0% 左右。我们认为，中国药品市场驱动力将从仿制药、辅助用药转向创新药主导，2026 年创新药将进入“从 1 到 N”的放量增长阶段，创新药销售市占率有望在 2-3 年内冲击 15%-20% 的规模（2024 年创新药销售占中国药品市场规模约为 10%）。

2) 医药销售终端从“院内主导”到“多元分流”：根据中康开思数据，在我国医药销售终端中，医院市场份额降至 60.5%（2025E 年），零售药房（含 O2O）、基层医疗、医药电商份额持续提升，其中医药电商 2025E 年增速达 5.1%，成为最快增长渠道。展望 2026 年，我们认为医药新零售（线上线下一体化、健康管理延伸）将快速发展，艾瑞咨询预计 2030E 年医药新零售市场规模有望破 1.2 万亿元（2024-2030E 年 CAGR 21.3%）。此外，DTP 药房成为创新药商业化关键渠道，DTP 药房将承接院外流转需求，提供专业服务与多元支付适配。

3) 医疗服务从“规模扩张”到“质量竞争与精细化管理”：我们认为，2026 年医疗服务行业发展方向将聚焦基层医疗强化、人工智能赋能、分级诊疗完善等核心方向，为行业发展筑牢制度根基。随着 2025 年 DRG/DIP 支付改革全面落地，倒逼医院从“收入驱动”转向“成本控制+价值驱动”，核心通过提升 CMI（病例组合指数）、降低诊疗成本实现医院的可持续运营。我们认为，展望未来，随着医养结合政策推进、中西部医疗资源下沉、基层诊疗能力升级，基层医疗将迎来从“规模增长”向“质量提升”、“效率优化”转型。

4) 商业健康险将重构医疗支付接口：我们认为，商业健康险作为“1+3+N”医疗保障体系的核心补充，从医保“拾遗补缺”转向聚焦创新领域的差异化支付，2025 年底商保药品目录推出标志价值医疗生态成型。根据 BCG 数据，随着商业健康险产品端向病种专项险、高端定制险精准迭代，商业健康险 2026-2030E 年增速预计达 15%-20%，2035E 年有望承担 44% 的创新药械支付需求。

2026 年中国医药市场展望：维持超配评级，关注结构性投资机会

政策与资本共振，2026 年医药行业将正式开启复苏通道

2022-2025 年，随着中国医改从“三医联动”进入“三医协同”，中国医疗行业经历了深度调整与结构性变革。叠加全球医疗产业的变革，中国医疗行业在过去 3 年的变革不仅是简单的医改政策的执行，更是一场涉及政策体系、市场格局、企业战略和终端渠道的系统性重塑。2025 年 ADC、双抗等前沿领域的重磅 BD 交易打破了市场对国内创新药的悲观预期，驱动港股医药股估值修复，反观 A 股医药行业，因集采、DRG 等政策压制及财报表现不佳，A 股医药估值溢价率持续低位徘徊。我们认为中国医药产业提质升级趋势明确，2026 年中国 A/H 医药股仍有望保持上升趋势。

医药各子行业 2026 年展望及我们覆盖的公司推荐：

医药工业：展望 2026 年，中国创新药产业链正站在政策红利与产业升级的双重风口。中国创新药的崛起是政策、资本、人才与产业生态四大支柱协同作用的必然结果，即：医保与商保构建多元支付体系，优先审批机制加速创新药上市与产业升级，而研发效率和临床速度的提升则赋能创新药高质量发展并推动其走向全球。在我们的覆盖中，我们推荐**药明合联（2268 HK，买入，目标价：HK\$103.18）**，凭借公司覆盖 ADC 全链条端到端一体化 CRDMO 服务能力，公司业绩有望保持高速

增长。我们也看好**泰格医药**（300347 CH，买入，目标价：RMB79.25），随着存量项目的逐渐出清和行业的复苏，公司临床 CRO 业务有望在 2026 年出现拐点。在医药工业企业中，我们还推荐**通化东宝**（600867 CH，买入，目标价：RMB11.07），公司胰岛素产品销售有望在 2026 年进一步释放增长潜力。

医疗服务业：2025 年，中国医疗服务行业虽受消费疲软、集采及 DRG/DIP 支付改革影响，行业投融资放缓并经历发展阵痛，但在政策、技术与需求的驱动下，多个细分领域仍呈现蓬勃增长态势。在我们的覆盖中，我们推荐**固生堂**（2273 HK，买入，目标价：HK\$61.84），公司通过数字化与 AI 转型，赋能长期业务增长；随着公司国际化战略初见成效，公司业绩有望重新进入增长通道。

医药商业：我们认为，医药新零售背景下的医药全渠道销售模式已迈入“院内+院外+线上”协同成熟阶段，在技术赋能与政策规范的双重作用下重构药品销售渠道格局、推动各终端角色转型，带动处方药、创新药等品类增长并推动行业迈向合规高质量发展。在我们的覆盖中，我们推荐**京东健康**（6618 HK，买入，目标价：HK\$93.29），其全渠道生态布局和领先的供应链体系将推动公司稳步增长。我们还看好**益丰药房**（603939 CH，买入，目标价：RMB41.46），公司的渠道优化与数字化赋能将驱动经营业绩改善。

中药：头部处方药企在集采中有望凭借品牌、规模及成本控制等优势获益，并持续强化创新能力；品牌 OTC 龙头企业具备较强的院外渠道优势和品牌效应，短期受集采影响相对较小。我们推荐**云南白药**（000538 CH，买入，目标价：RMB71.80），公司战略重新聚焦于核心制药业务，有望带动利润保持较快增长，同时较高的分红比例和股息率有望带来公司股价的重估。另推荐**马应龙**（600993 CH，买入，目标价：RMB37.49），其传承与创新策略让品牌始终保持活力，预计未来将持续受益于全产业链发展和品牌溢价。

医疗器械：展望 2026 年，我们依然看好中国医疗器械市场，主要原因是政策环境优化与集采规则合理化、前沿技术突破与创新产品涌现、基层医疗市场需求释放与设备更新空间广阔三大核心动力。我们推荐**联影医疗**（688271 CH，买入，目标价：RMB195.73），公司产品结构持续向“高端设备+服务”升级，海外业务也将为公司带来新增长动能。

行业风险：监管的不确定性；融资活动复苏慢于预期；药品价格下降；出生率下降；宏观经济风险。

一、“三医协同”深度赋能，重构中国医疗行业发展新格局

1.1 十五五规划：健康中国建设迈向新战略高度

2025 年 10 月 28 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》（下称《建议》）发布，将加快建设健康中国、健全多层次医疗保障体系、促进人口高质量发展提升到新的战略高度。在人口老龄化加速、医学科技深度变革、财政约束日益趋紧的多重背景下，健全医药、医疗、医保协同发展和治理机制被明确写入《建议》，表明过去碎片化管理的医疗体系，已难以有效匹配新时代人民群众对高质量健康服务的迫切需求。

从 2006 年的“十一五”到 2026 年的“十五五”，中国卫生健康事业完成了一场深刻的转型：从“十一五”时期加大政府投入、完善卫生服务体系，到“十二五”确立“保基本、强基层、建机制”的原则；再到“十三五”明确提出“推进健康中国建设”，“十四五”强调“把保障人民健康放在优先发展的战略位置”，直至“十五五”规划“实施健康优先发展战略”。

图表 7：“十一五”到“十五五”，从治疗到健康的战略升级



数据来源：卫建委，华兴证券整理

图表 8：十五五期间我国医疗卫生事业的核心任务



数据来源：卫建委，华兴证券整理

11 月 18 日，根据国家卫生健康委党组书记、主任雷海潮在卫健委官网新闻介绍，“十五五”期间将锚定 2035 年建成健康中国的战略目标，推进工作全面转向以人民健康为中心，努力争取到 2030 年我国居民人均预期寿命达到 80 岁左右，为推进中国式现代化作出标志性贡献。根据雷海潮主任的解读，“十五五”规划进一步明确了新时期卫生健康事业的三大转型方向，即 1) 服务方向全面转向“以健康为中心”；2) 服务模式转型，突出“全链条贯通”；3) 服务体系转型更便捷、更高效、更均衡。

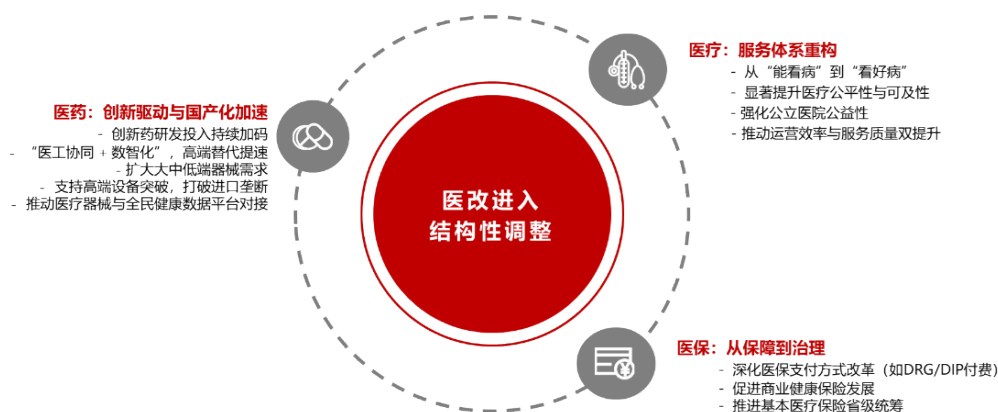
图表 9：十五五期间中国卫生健康事业的重要转型

转向一 以健康为中心， 目标少得病、更加健康	转向二 医疗服务全链条贯通， 目标少得重病、及早康复	转向三 突出医疗服务公益性和均衡性， 目标看病更加便捷和高效
- 从“治病”转向“防病”； - 全面实施健康中国行动、爱国卫生运动、家庭医生服务和健康科普等面向基层活动； - 医疗机构从单纯的医疗服务提供者，转变为全民健康的促进者和守护者。	- 健全早筛早诊早治早康复的服务体系； - 强化多病同防同治和多学科协作； - 推动多学科协作、全程化管理的服务模式创新，为患者提供整合性医疗服务。	- 推广三明医改经验； - 加强各级医疗机构功能定位与协同配合； - 推广巡回医疗和远程诊疗。

数据来源：卫健委，华兴证券整理

我们认为，“十五五”期间，我国医疗改革方向将主要为结构性改革，核心目标是构建优质高效、公平可及的医疗卫生服务体系，更好地满足人民群众的健康需求，使得整个由医疗、医保、医药为主要构成要素的医疗健康组织体系更好的促进人民健康水平提高。

图表 10：十五五期间中国医改方向进入结构性调整



数据来源：卫健委，华兴证券整理

1.2 “三医协同”改革重塑中国医疗产业价值链

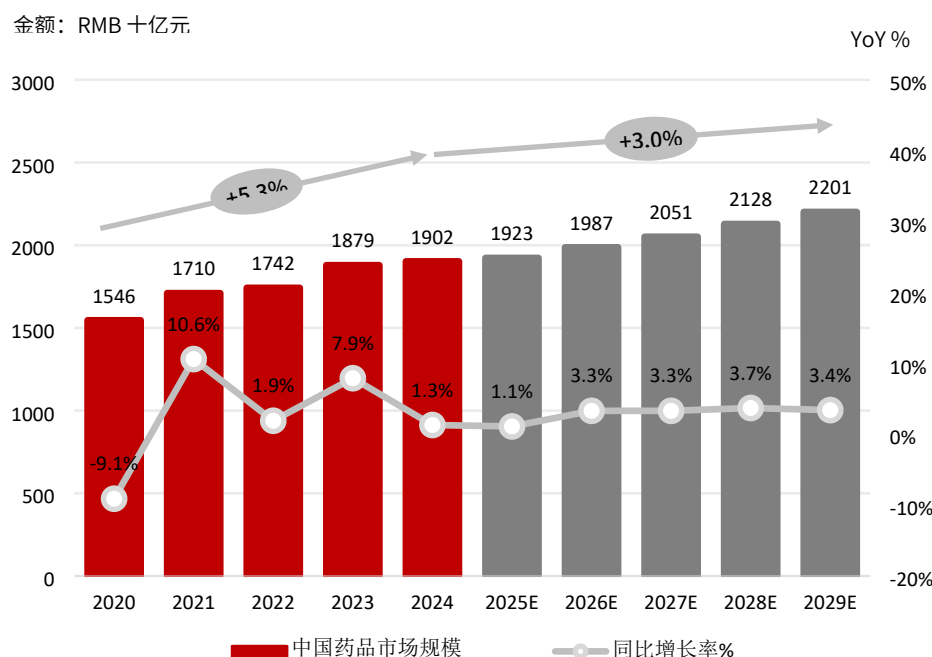
我们认为，2025 年中国医疗改革开始进入“三医”协同发展阶段，在需求端，医疗反腐、医保治理、商业健康保险、药价治理的稳步推进对于提高资源配置效率，减轻人民就医负担，进而释放就医需求有积极意义；在供给端，医疗服务价格、医保支付方式、药品器械监管体系的改革和优化调整减轻了医疗机构和医药企业的后顾之忧，创造了健康的行业环境，提高了优质医疗服务和产品的供给能力。详见《2025 年中国医疗行业展望：关注“三医”协同发展下的医改增量政策》。

展望 2026 年，“三医”协同的深度融合将持续破除行业发展壁垒，推动医疗健康产业向高质量、规范化、可持续方向转型，为创新药、高端器械、特色医疗服务、中医药等细分领域带来结构性机遇。

1.2.1 中国药品市场：从“规模扩张”到“价值重构”

近几年，受集采扩面和医保支付改革政策影响，中国医药市场以“控费、提质、创新”为主线，行业增速有所放缓。根据法伯（Pharbers）数据，2024 年中国全渠道药品市场总规模达到 1.9 万亿，预计到 2029E 年将达到 2.2 万亿，2024-2029E 年 CAGR 为 3.0%。

图表 11：2020-2029E 年中国全渠道药品市场总规模与增长趋势



数据来源：法伯（Pharbers）研究，华兴证券整理

展望 2026 年，我们认为中国医药市场的主要特征包括：

1) 正负双向因素协同作用，构成中国药品市场核心驱动逻辑

根据法伯研究，中国药品市场发展特征及主要影响因素包括：

影响行业的正面因素，主要为：1) 人口老龄化带来健康管理多元化需求；2) 国家不断加大投入来优化基层机构布局、医用装备及信息化建设，加强老年学科发展并扩大疾病早筛早诊；3) 新产品加速上市并缩短纳入医保时间，在“双通道”等政策带动下快速落地，促进创新药市场发展；4) 通过商保目录的覆盖进一步解决创新药支付，推动创新药的推广和使用；5) 外配电子处方管理政策利于“双通道”等药品的院外流转，也会提高院内渠道的高价药品配备，从而提高整体市场规模发展。

影响行业的负面因素，主要为：1) 院内渠道优先使用集采药品，集采带来的药品价格下调影响也将从院内延伸到院外零售渠道；2) 经济环境影响下医保基金收支压力加剧，院内辅助用药和高价药使用受到严格限制；3) DRG 支付改革在 2025 年实现全病种覆盖。

2) 2026 年中国创新药将进入“从 1 到 N”的放量增长阶段

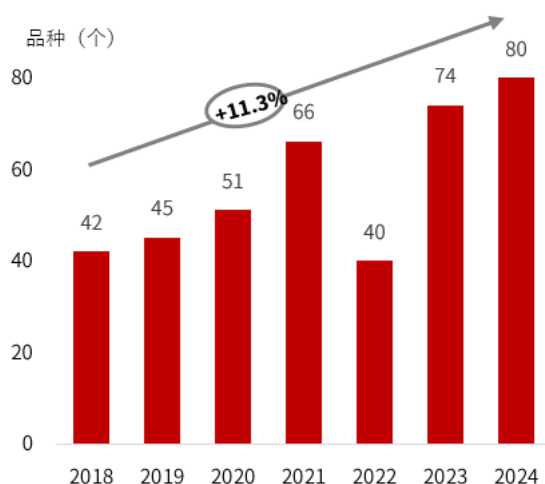
根据药渡数据，2024 年中国共有 80 个创新药获批上市，创新药销售额占全市场药品销售额比例超过 10%，其增速在院内和院外市场增速表现远超市场平均水平。经过 2024-2025 年的发展，中国创新药已经实现了从“数量突破”到“质量兑现”的关键跃迁。2024 年创新药销售金额占比突破 10% 这个标志性节点，意味着创新药不再只是“货架上的展品”，而是真正成为了医生和患者信赖的治疗选择，其临床价值和商业价值正在被市场大规模兑现。我们认为，中国医药市场的增长逻辑已经发生根本性转变——过去由仿制药、辅助用药驱动的增长模式，正迅速被创新药所取代。

从创新药的销售渠道来看，创新药在院内和院外市场均表现出高增速，这种“双轮驱动”的模式，为创新药的商业化提供了更广阔、更稳定的空间。院内市场的放量，说明创新药通过国家医保谈判等方式，成功进入了主流治疗路径；院外市场的强劲增长，则反映了患者自费意愿的提升、DTP 药房等渠道的成熟，以及对高端医疗需求的释放。

此外，从治疗领域看，目前创新药数量和销售规模最高的仍然是抗肿瘤药，2024 年销售金额占比达 63%（约为 917 亿元），其中院外市场贡献了近一半的份额。此外，受糖尿病和减重药物大规模上市影响，消化代谢创新药也取得了较高的销量。传统上，外资企业是中国创新药市场的主要玩家。近年来，随着本土创新药获批数量上升，2024 年内资企业的创新药销售同比增速已经超过了外资企业。

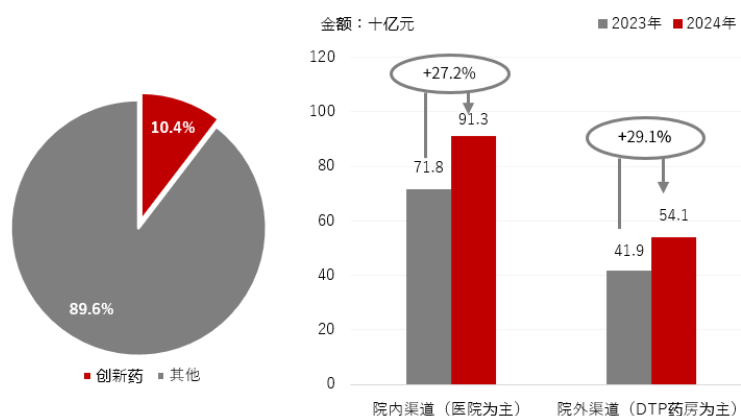
从创新药销售占全球和各国药品销售金额比例来看，我们认为，2026 年，创新药物的销售有望进一步加速。随着前期获批的创新药适应症不断拓展、更多“全球新”药物进入市场，以及支付环境的持续改善，创新药销售额占比有望在 2-3 年内冲击 15%-20% 的目标。中国创新药正从“跟跑”、“并跑”向部分领域的“领跑”坚实迈进，其作为中国经济新名片的成色将越来越足。

图表 12：2018-2024 年 NMPA 批准创新药的数量



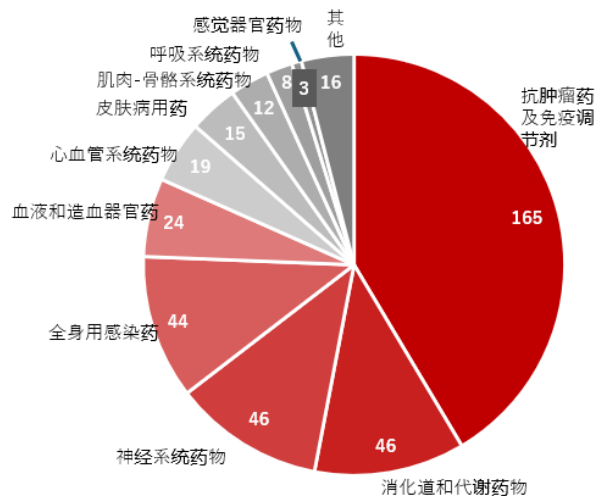
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 13：2024 年创新药销售规模市场占比（左图）及渠道变化（右图）



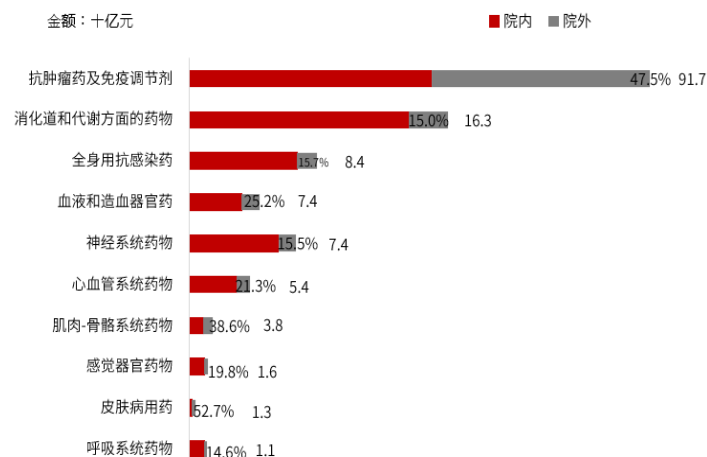
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 14：2024 年 NMPA 批准创新药的治疗领域分布



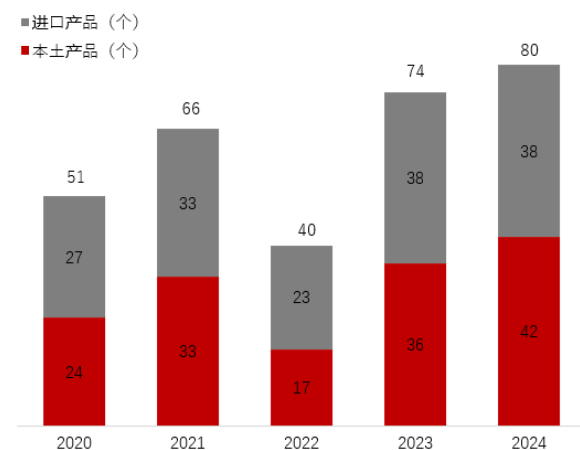
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 15：2024 年分治疗领域的创新药销售规模



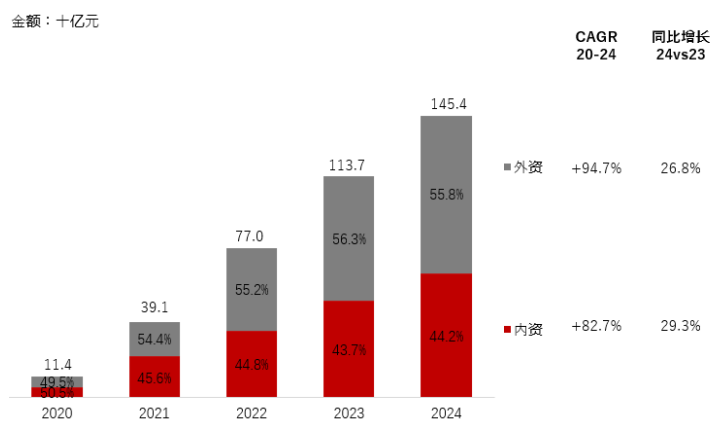
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 16：2020-2024 年 NMPA 批准内外资企业创新药分布



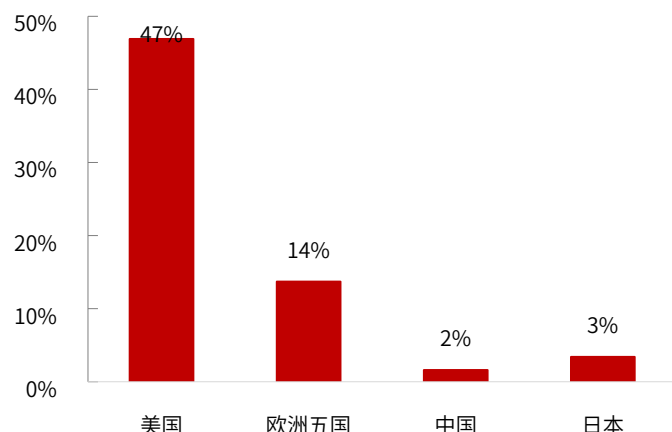
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 17：2020-2024 年内外资企业创新药销售表现



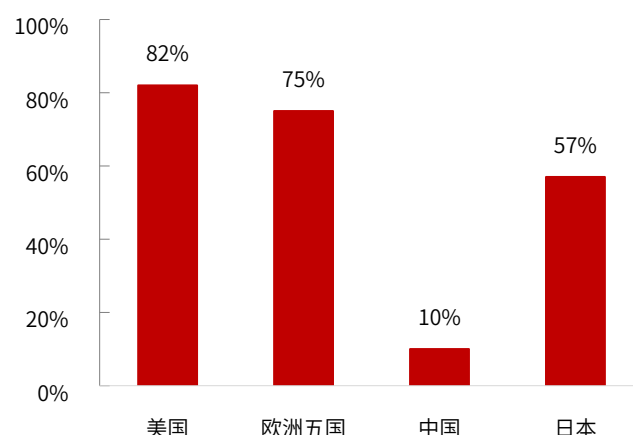
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 18：各国创新药销售占全球药品销售额比例（2024 年）



数据来源：财研社，华兴证券整理

图表 19：创新药销售占本国药品销售额比例（2024 年）



数据来源：财研社，华兴证券整理

1.2.2 中国医药销售终端：从“院内主导”到“多元分流”

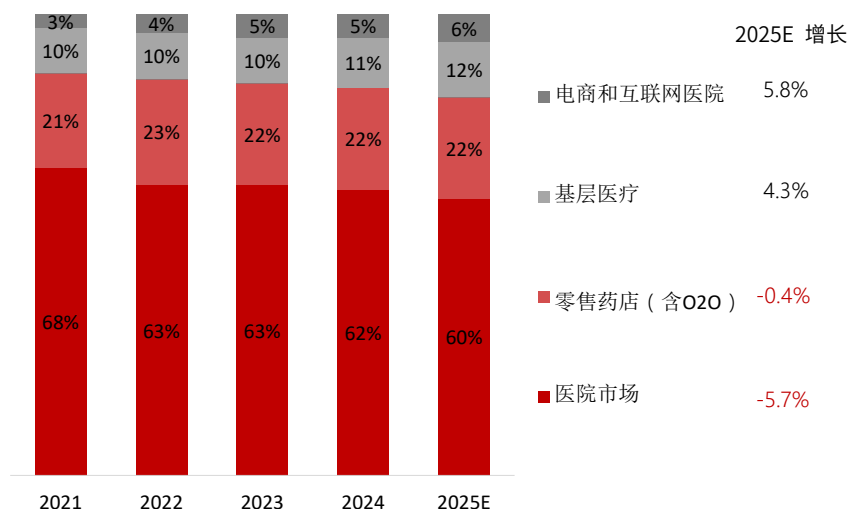
“三医协同”改革的深化，使得中国医药各终端销售份额呈现出明显的结构性变化。根据中康开思数据，中国医药各终端销售份额的主要变化包括：

- 1) 医院市场的份额持续下降，从 2021 年的 66.1% 逐步降至 2025E 年的 60.5%。其中，中康开思预计 2025E 年增速为 -5.7%，表明传统医院终端的市场主导地位有所弱化。
- 2) 零售药房（含 O2O）市场份额从 2021 年的 20% 增长到 2025E 年的 22%，中康开思预计 2025E 年增速为 -0.4%，显示出零售渠道积极转型 O2O、DTP 等新兴业务，保持了一定的发展韧性。
- 3) 基层医疗市场份额稳步提升，从 2021 年的 9.9% 提升至 2025E 年的 11.9%，中康开思预计 2025E 年增速为 4.3%，反映出基层医疗终端在医药市场中的地位不断强化。我们预计，受到分级诊疗、强基层、基药目录政策调整、县域医共体加速等刺激，基层药品市场将保持增长态势。
- 4) 医药电商平台近年来虽然增速有所放缓，但是其市场份额从 2021 年的 3.0% 逐步增长至 2025E 年的 5.6%。2025E 年医药电商增速达 5.1%，成为增长最快的终端渠道，体现出医药电商与院外零售模式的蓬勃发展。

中康开思研究指出，药品终端市场短期虽面临增长乏力的态势，但长期仍将维持上升趋势，其核心逻辑在于：当前市场增长困境主要源于医保支付结构的转型，即医保正逐步降低药品支出占比、提升支付效率；而医疗健康需求的刚性增长、支付结构的持续优化，叠加供给端创新的不断涌现，共同为市场长期向上提供了坚实支撑。

中康开思研究指出，零售市场方面，短期同样面临增长承压，但随着渠道服务能力的提升与产品结构的重塑，未来有望保持稳定增长态势。处方外流的持续推进与消费者新型健康需求的释放，将成为零售渠道的核心增长驱动力；与此同时，行业集中化程度提升与新型参与者的入局，也将为零售市场带来新的竞争格局。

图表 20：近年来药品各终端销售份额变化



数据来源：中康开思，华兴证券整理

1) 医药新零售驱动医疗消费场景重构

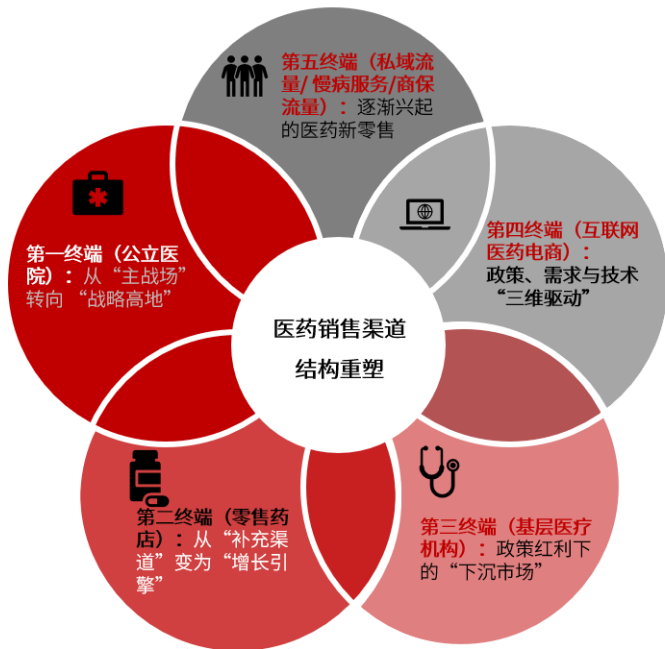
医药新零售是指利用互联网技术、移动支付、大数据分析等现代信息技术手段，对传统医药零售行业进行数字化改造和升级，实现线上线下一体化、服务智能化、供应链优化的新型零售模式。它强调以顾客为中心，通过精准营销、个性化服务、便捷购药等方式，满足消费者多元化、深层次的健康需求。

医药新零售的发展趋势主要体现在以下几个方面：

- 市场规模持续扩张：艾瑞咨询预计到 2030 年中国医药新零售市场规模有望突破 1.2 万亿元，年均复合增长率高达 21.3%，线上处方药销售、O2O 即时配送、智能药房及健康管理平台将成为核心增长引擎。
- 政策与技术双轮驱动：政策上，“互联网+医疗健康”国家战略持续推进，医保线上支付试点范围扩大、电子处方流转平台建设加速以及相关法规的完善，为行业提供制度保障；技术上，人工智能、大数据、物联网与区块链技术在药品溯源、用户画像、精准推荐及库存管理中深度应用，提升供应链效率与消费者体验。
- 消费需求多元化、个性化：消费者对“药+医+险+康”一体化服务需求显著增强，超过 67% 的用户期望在购药过程中同步获得在线问诊、保险直付与健康干预服务。不同客群需求分化：Z 世代偏好便捷、私密、个性化的线上购药服务，银发族更关注慢病管理、用药安全与线下服务触点。
- 渠道融合与业态创新：传统连锁药店加速数字化转型，通过小程序、社群运营与私域流量沉淀提升复购率；新兴 DTC (Direct to Client) 品牌依托内容营销与 KOL 种草切入细分市场。根据艾瑞咨询，2024 年药店即时零售（药品+非药品）销售规模达 487 亿元，较 2023 年增长 31.3%，且夜间、异地、“药品+”等场景不断拓展增量。根据美心科技对新零售的估计，2025E 年/2026E 年即时零售销售规模有望分别达到 610 亿/750 亿。
- 服务向健康管理延伸：从单纯的药品销售向综合健康服务平台转型，提供一站式健康管理解决方案，如个性化用药推荐、慢病数字化管理、家庭药箱智能补给等创新服务模式逐步成熟。
- 行业整合加剧：具备全域运营能力、合规处方流转机制与深度用户运营体系的企业将占据更大市场份额，区域型中小药房若无法融入平台生态或构建差异化服务，将面临被整合或淘汰的风险。

根据医药新零售定义，医药零售从原先的三终端演化出了第四终端和第五终端的概念。在医药新零售主题中，核心玩家包括：平台、药店、医药工业企业、第三方服务机构等。

图表 21：医药销售渠道结构重塑



数据来源：第三届医药新零售大会（2025），华兴证券整理

图表 22：医药新零售市场格局（2024 年）



数据来源：艾瑞咨询，华兴证券整理

2) DTP 药房：创新药商业化落地的关键渠道，驱动市场放量与价值兑现

我们认为，DTP 药房已成为创新药销售的核心关键渠道，在其商业化全周期中发挥着不可替代的重要作用。从品类来看，DTP 药房在肿瘤治疗药物、免疫调节剂、皮肤用药等创新药主力治疗领域表现突出，有效承接了相关品类的院外销售需求；从药品生命周期来看，DTP 药房既助力新药快速商业化落地、实现销售额快速增长，又能为成熟口服靶向药、渠道转移品种提供稳定的院外销售场景，同时通过患者教育与长期管理维护存量患者，支撑药品全周期销售。

根据中康研究，DTP 药房在创新药销售中的核心优势主要包括：

- 1) 准入与渠道适配性强：作为“双通道”政策核心落地载体，能高效承接未进医保、未进医院的创新药，以及院外流转处方药，填补院内渠道覆盖空白，拓宽创新药市场准入边界。
- 2) 专业服务匹配高价值需求：聚焦肿瘤、自免、罕见病等创新药主力领域，配备专业药师团队，可提供用药指导、不良反应监测、疗效追踪等定制化服务，契合高价创新药的专业服务需求。
- 3) 全周期销售支撑能力：覆盖创新药全生命周期，既助力新药快速商业化落地，又能通过患者教育与长期随访维护存量患者，为成熟品种、渠道转移品种提供稳定院外销售场景。
- 4) 支付与患者适配灵活：衔接医保、商保、自费等多元支付模式，可联合保险机构推出直付、分期支付等方案，降低患者购药门槛，释放潜在需求。
- 5) 数据与生态协同价值：沉淀院外真实世界数据，反哺工业企业研发与市场策略优化；同时联动互联网医院、诊断机构，构建“问诊-购药-康复”闭环，延伸服务价值。

图表 23：等级医院与零售 DTP 药房治疗领域销售金额占比与增速（MAT1Q25*）

TOP10 治疗领域 (等级医院+零售药店 (DTP) 合计)	等级医院 市场份额	YoY (%)	零售药店 (DTP) 市场份额	YoY (%)
总体	-	3.3%	-	15.7%
肿瘤治疗药物及免疫调节剂	59.3%	3.9%	70.2%	14.1%
血液和造血系统用药	9.6%	5.7%	4.9%	22.0%
全身用抗感染药物	6.7%	-26.3%	3.4%	14.1%
心脑血管疾病用药（不含高血压）	5.5%	10.6%	2.0%	49.3%
皮肤用药	2.7%	15.5%	9.1%	17.3%
神经系统用药/补益安神助眠药	3.3%	12.4%	1.2%	8.6%
解热、镇痛、抗炎与抗风湿及抗痛风药	1.8%	5.4%	2.5%	5.0%
肝胆疾病用药	1.8%	23.8%	2.1%	12.0%
呼吸系统疾病用药	1.6%	15.7%	2.1%	26.4%
眼科类	1.9%	6.1%	0.6%	29.0%
其他	5.9%	16.7%	9.4%	40.1%

* MAT: Moving average time, 移动平均时间。

数据来源：中康在线，华兴证券整理

图表 24：零售 DTP 药房在创新药全生命周期的渠道价值



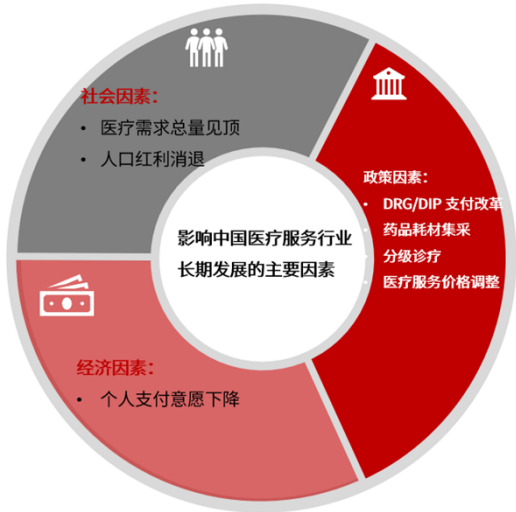
数据来源：华兴证券整理

1.3 中国医疗服务：从规模扩张走向质量竞争

2025 年中国医疗服务行业的政策聚焦基层医疗强化、人工智能赋能、分级诊疗完善等核心方向，为行业发展筑牢制度根基。2025 年，影响医疗服务行业发展的重要政策主要包括：《医疗卫生强基工程实施方案》、《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》。2025 年，中国医疗服务行业整体呈现规模扩张增速放缓、细分领域蓬勃增长、向技术深度融合的高质量发展态势。

我们认为中国医疗服务行业的这一转型发展并非周期性波动，而是受行业结构性变化影响而导致的长期趋势。

图表 25：影响中国医疗服务行业发展的长期因素

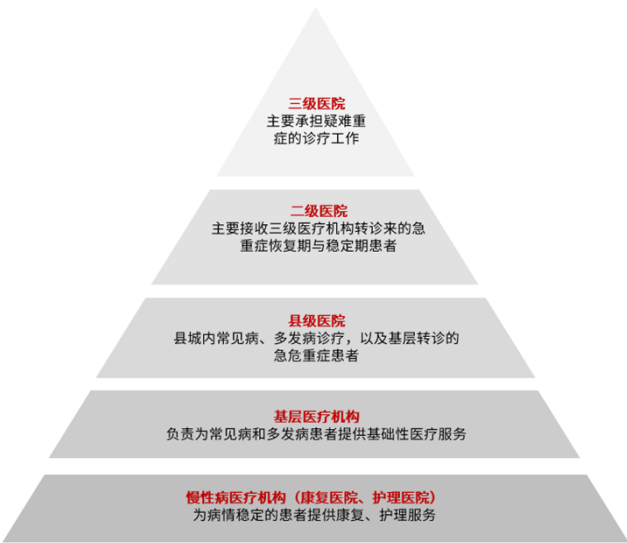


数据来源：华兴证券整理

1.3.1 医药服务行业面临严峻的结构性挑战

国家卫健委于 2023 年 12 月 30 日发布《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》，对我国各级医疗体系的定位形成了明确的分层布局，其中：1) 基层医疗机构和慢病医疗机构作为“兜底”，承担常见病诊疗、公共卫生等基础服务；2) 县级医院以“龙头”身份负责县域内常见病诊疗与基层转诊承接，提升县域就诊率；3) 二级医院作为医疗体系“枢纽”角色，主要负责三级医院的转诊和病人康复；4) 三级医院作为“高峰”，主攻疑难危重症、罕见病诊疗与医学科研创新，同时发挥专科辐射引领作用。这一定位变化核心是强化“分层诊疗、上下联动”，通过明确各层级功能，推动优质资源下沉，提升医疗体系整体运行效率。

图表 26：紧密型医共体建设路径下的我国各级医疗体系的分层定位



数据来源：卫健委，华兴证券整理

根据 11 月国家卫健委公布的“2025 年 1-3 月全国医疗服务情况”显示，中国医疗服务行业面临严峻的结构性挑战。从需求端看，2025 年 1-3 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次为 18.6 亿（不含诊所、医务室及村卫生室），同比下降 0.1%。分医院情况看，2025 年 1-3 月，公立医院凭借品牌和患者信任度仍具有一定韧性（同比增长 1.1%），民营医院整体生存压力较大（同比下降 1.5%），基层医疗机构也面临着患者量减少的挑战（同比下降 0.4%）。

从出院情况看，2025 年 1-3 月，全国医疗卫生机构出院人次为 7552.2 万，同比下降 6.2%。2025 年 1-3 月，全国各等级医疗卫生机构的病床使用情况均处于下降状态。其中三级医院病床使用率为 87.2%，同比减少 3.1ppts。2025 年 1-3 月，三级医院平均住院日为 7.4 日，比上年同期减少 0.2 日；二级医院平均住院日为 8.6 日，比上年同期增加 0.2 日。这些数据变化说明在 DRG/DIP 支付改革下，三级医院加速周转，而二级医院可能因收治能力不足或病种结构变化导致效率下降。

随着 DRG/DIP 支付改革全面开展，医疗服务行业影响已经从药品耗材服务收入下降延伸至服务端收入规模下降。根据卫健委数据，2025 年 1-3 月，除三级公立医院门诊费用小幅上涨外，其余所有类别费用均呈下降趋势，其中二级公立医院降幅最为显著，住院费用可比价格下降 4.2%。在中国医疗服务体系中，二级医院作为夹心层，既无三级医院的技术溢价，又缺乏基层的政策倾斜，盈利空间被持续挤压。

图表 27：1Q25 与 1Q24 全国各级医疗卫生机构医疗服务情况

机构分类	诊疗人次数（百万人次）			出院人次数（百万人次）		
	2025 年 1-3 月	2024 年 1-3 月	YoY (%)	2025 年 1-3 月	2024 年 1-3 月	YoY (%)

医疗卫生机构合计	1865.0	1866.5	-0.1%	75.5	80.5	-6.2%
一、医院	1110.7	1103.5	0.6%	61.9	64.7	-4.4%
按登记注册类型分						
公立医院	931.2	921.4	1.1%	51.7	53.0	-2.4%
民营医院	179.5	182.2	-1.5%	10.2	11.7	-13.1%
按医院等级分						
三级医院	708.4	680.2	4.2%	39.7	38.9	2.0%
二级医院	300.7	315.9	-4.8%	17.7	20.1	-11.9%
一级医院	59.5	63.9	-6.7%	2.6	3.4	-22.5%
未定级医院	41.9	43.6	-3.8%	1.8	2.2	-19.1%
二、基层医疗卫生机构	678.6	681.2	-0.4%	10.9	12.7	-14.1%
其中：社区卫生服务中心（站）	268.9	264.5	1.7%	1.3	1.4	-7.4%
乡镇卫生院	338.2	346.8	-2.5%	9.4	11.1	-15.0%
三、其他机构	75.7	81.8	-7.5%	2.7	3.1	-11.8%

数据来源：卫建委，华兴证券整理

图表 28：1Q25 与 1Q24 全国各级医疗卫生机构病床使用与平均住院日情况

机构分类	病床使用率（%）		平均住院日（日）	
	2025 年 1-3 月	2024 年 1-3 月	2025 年 1-3 月	2024 年 1-3 月
医院	77	80.2	7.9	8
其中：三级医院	87.2	90.3	7.4	7.6
二级医院	71.6	75.9	8.6	8.4
一级医院	51.4	57.1	8.6	8.1
社区卫生服务中心	50.3	54.9	8	7.7
乡镇卫生院	52.2	58.8	6.5	6.2

数据来源：卫建委，华兴证券整理

图表 29：2020-3M25 全国二级以上公立医院门诊和住院费用变化情况

	次均门诊费用（元）				次均住院费用（元）			
	二级医院	YoY（%）	三级医院	YoY（%）	二级医院	YoY（%）	三级医院	YoY（%）
2020 年	235		373.5		6750.7		14815.7	
2021 年	222.4	-5.4%	344.1	-7.9%	6872.0	1.8%	14465.9	-2.4%
2022 年	234.0	5.2%	368.4	7.1%	6809.4	-0.9%	13898.3	-3.9%
2023 年	252.1	7.7%	389.5	5.7%	6425.3	-5.6%	12879.3	-7.3%
2024 年	242.2	-3.9%	384.5	-1.3%	5976.5	-7.0%	12031.3	-6.6%
3M25 年	233.9	-2.8%	379.1	0.3%	5678.2	-4.3%	11630.2	-3.0%

数据来源：卫建委，华兴证券整理

1.3.2DRG/DIP 支付改革推动中国医疗服务行业走向精细化管理

2021 年 11 月，为深入贯彻落实《中共中央、国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》（2020 年 3 月发布），国家医保局制定了加快推进 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划。2025 年 8 月 15 日，国家医保局正式印发《医疗保障按病种付费管理暂行办法》（以下简称《办法》），标志着全国范围内按病种付费政策体系正式建立。

DRG/DIP 支付方式改革试点三年以来，所有试点城市已经全部进入实际付费，基本达到预期的效果。DRG/DIP 支付方式改革推动医保管理机制的深刻转变，包括医保付费从按项目付费向价值付费转变、从被动支付向主动支付管理转变、从单纯的手工审核向大数据运用转变、从粗放的供给侧管理向精细的供给侧管理转变。

从医院角度看，医院必须完成从传统“收入驱动”到“成本控制和价值驱动”的彻底转型，从粗放式管理走向精细化、数据化的现代医院管理。我们认为，2025 年医疗服务行业收入面临压力，其根源并非直接由 DRG/DIP 支付方式改革所致，主要原因包括：

- 1) 在此前取消药品加成、耗材加成的基础上，医院原本计划通过调整医疗服务价格、财政补助等方式来弥补收入缺口。但由于财政和医保资金紧张，部分医院尚未完全消化前期改革影响，又叠加此轮支付方式改革，导致医院收入压力加大。
- 2) 随着医疗技术发展，病种分类细化增加了管理成本；基层医院病案管理水平差异大，医护人员对疾病、手术编码理解浅，直接影响 DRG 分组准确性，进而干扰医保支付。
- 3) 部分地区 DRG/DIP 管理模式滞后，未实现科学、动态的支付管理；分组规则存在缺陷（如分组权重低、病例裁剪不合理、调整系数不科学）。
- 4) 部分医疗机构的亏损主要源于部分地区超越医疗需求、一味求大求全的无序扩张，主要表现为高等级医院重复建设、扩院区、加病床、举债购设备等，导致病床过剩、医院负债率高，以及人力资源配置冗余、成本控制能力不足等，最终导致经营效益低下。

在 DRG/DIP 支付时代，健康界在 2024 年重新梳理医院运营核心逻辑后提出了医院的生存和发展公式，即：

医院生存能力 = (CMI × 支付单价) - 诊疗成本

其中，CMI（病例组合指数）是 DRG/DIP 支付体系的核心指标，由相关医疗管理与医保研究体系界定，用于衡量医院收治病例的平均技术难度；支付单价对应 DRG/DIP 模式下按病种分组或分值设定的医保固定支付额度；诊疗成本则是医院运营中的成本核算。

在 DRG/DIP 支付下，医院的改革方向必须同时提升 CMI 和降低诊疗成本。由于在 DRG/DIP 支付中，每个权重（点数）的支付标准是固定的，因此高 CMI 直接对应更高的医保收入。CMI 值越高，意味着医院处理复杂病例的能力越强，是引导医院从“数量”增长转向“技术”和“价值”增长，主动去收治和处理更多疑难危重患者。同时，DRG/DIP 支付是一种“预付制”，医保给每个病种设定了支付的“天花板”。医院生存的关键在于：在保证医疗质量和安全的前提下，将每个病组的实际诊疗成本控制在医保支付标准之内，并形成结余。

图表 30：DRG/DIP 支付改革下医院提升 CMI 路径



数据来源：健康界，华兴证券整理

图表 31：DRG/DIP 支付改革下医院降低诊疗成本路径



数据来源：健康界，华兴证券整理

2024 年 7 月，国家医保局召开“按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费 2.0 版分组方案”新闻发布会，各地医保需坚持以收定支、收支平衡、略有结余的原则，合理编制医保基金年度支出预算。医保局在新闻发布会上明确提出以“五大机制”加强医保医疗改革协同发展。即：

- 特例单议机制：**针对住院时间长、费用高、涉及新药新技术应用等不适合按常规标准支付的特殊病例，医疗机构可自主申报，医保部门按不超 DRG 出院总病例 5%或 DIP 出院总病例 5%的比例组织专家审核评议，确定专项付费或调整支付标准。
- 预付金机制：**医保部门依据基金结余情况，向定点医疗机构预付款 1 个月的医保资金，且预付会向管理规范、信用良好等表现优的机构倾斜，缓解其运营资金周转压力。
- 意见收集机制：**通过设立专门邮箱等多种渠道，常态化收集医疗机构、医务人员关于分组、技术规范等方面的意见建议，为医保支付政策优化和分组完善提供依据。
- 谈判协商机制：**围绕医保基金总额、病组权重、病种分值等核心支付要素，由医保部门、医疗机构代表等多方共同协商确定，同时组建多领域专家工作组提供技术支撑并处理相关争议。
- 数据工作组机制：**组建含不同级别、类型医药机构代表的医保数据工作组，定期向医疗机构公开基金运行、费用分布等数据，增进医保与医疗的信息共享和协同合作。

根据医保局公布的统筹基金支出情况看，9M25，统筹基金支出为 1.73 万亿（同比下降 1.6%）。我们认为，虽然短期看，DRG/DIP 支付改革对医保基金支出增长造成了一定的压制，然而从长期看，医保基金结余并非是医保改革的主要方向。我们认为，医保支付改革的核心目标是构建“医保、医院、医生、患者”四方共赢的价值医疗体系，通过支付机制引导医疗资源高效配置，推动诊疗行为规范化，从根源上减少过度检查、过度治疗等不合理支出，提升医保基金使用效率。

根据 2024 年医保局官方微信平台解释，医保支付方式改革中对相关疾病的支付标准是以历史费用数据为基础、运用大数据方法科学测算得出。具体来说，每一个病组都会包含历史数据中的若干具体病例，其支付标准就是基于这些病例的相对平均费用，并随着社会经济发展、物价水平变动等适

时提高，能够保证患者得到合理、必要的治疗。同时，根据对医保各统筹区医疗机构观察来看，各地医保局在设定 DRG/DIP 支付总额时，通常会比前一年增长一定的百分比（通常高于 7%）。因此，2025 年 DRG/DIP 支付改革短期内压制了医保基金支出的主要原因在于：

- 1) 激励机制引导主动控费。**“结余留用、超支分担”规则直接激励医院优化成本，通过国产耗材替代、集采药品选用等方式降低药耗占比。
- 2) 临床路径标准化遏制过度医疗。**DRG/DIP2.0 版分组方案细化诊疗规范，减少检查、用药、治疗的随意性，缩短平均住院日。
- 3) 资源配置优化提升基金使用效率。**支付标准引导常见病、轻症下沉基层，三级医院聚焦疑难重症，减少优质资源对低价值病例的占用。同时，医共体内部协同诊疗，避免重复检查和过度收治，降低区域医疗总费用，间接控制基金支出规模。

2025 年 11 月，Health Economics Review 发布的李乐乐等对中国无锡市医疗机构实施 DRG 改革前后的医疗支出结果显示，DRG 改革后个人总医疗费用下降 28.3%，个人自付总额下降 21.3%，但个人自付比例上升 15%。该项研究认为，虽然 DRG 改革在控制医疗费用增长和缓解医保基金支出压力方面展现出显著成效，然而，DRG 改革也可能引致医疗服务供给行为的变化。例如医疗机构为控制成本而调整诊疗项目或药品使用结构，这在一定程度上可能导致医保目录内服务缩减，进而使得患者实际自付费用比例有所提高，加重患者的经济负担。

此外，2025 年 5 月，Frontiers in Public Health 发布的金子仟等对 DIP 改革前后不同类型患者的住院费用结构影响的研究显示，无论是接受城市职工基本医疗保险还是城乡居民医疗保险的患者，其住院费用和费用变异性均呈下降趋势，表明改革在抑制总体医疗费用增长和提升费用一致性方面发挥了积极作用。不过，该研究结果显示不同医保之间仍存在差异，提示改革对高费用人群的约束作用更强，在抑制“高费用、强激励”的医疗行为方面效果更为直接，但短期内仍难以完全消除因保障水平差异带来的结构性差距。从医院层级看，DIP 改革对不同级医疗机构的影响同样存在分化。与三级医院相比，低层级医院费用下降幅度相对有限，一方面可能与基层医院病例结构相对单一、压缩空间有限有关，另一方面也反映出在支付压力传导下，部分患者向基层或低等级医院转移，客观上抬高了其平均费用水平。

《保险研究》2025 年第 3 期发表了一篇于淼等对 DRG/DIP 医保支付方式改革对医保基金的影响的研究报告。该研究认为，DRG/DIP 改革在当年即呈现出较好的控费效果，但改革对医保基金人均支出、支出增长率以及基金结余率在改革后的第 3 年开始影响不再显著。该研究认为，产生这一现象的原因主要为：1) 改革初期，医院和医生对 DRG 或 DIP 改革的了解程度较低，对于其实施后对自身收入、科室绩效以及医院盈亏的影响了解不全面，人为操作病例分组的可能性也比较小，因而改革控费效果在短期较为显著。2) 长期来看，医生和医院熟悉新的医保支付方式后，可能做出策略性行为来增加医院收入，如挑选病人、分解住院、高编套组、转移门诊等，从而使得 DRG/DIP 改革控费效果弱化。3) 由于 DRG/DIP 病组支付标准基于历史费用进行测算，若医院降低病例治疗费用，未来的支付标准也可能随之降低，因此医院持续进行控费的意愿降低。

图表 32：DRG/DIP 医保支付方式改革对医保基金的影响

医保类型	统计指标	改革当年	改革后第一年	改革后第二年	改革后第三年	改革后第四年
城镇职工医保	人均支出水平	↓↓	↓	↑	/	/
	人均支出增速	↓↓	/	/	/	/
	基金结余率	↑	↑↑	↓	↓	↓
城乡居民医保	人均支出水平	/	/	/	/	/
	人均支出增速	↓	↓↓	↓	/	/
	基金结余率	↑	↑	↑	/	/

注：“↓”：下降；“↓↓”：显著下降；“↑”：增长；“↑↑”：显著增长；“/”：无明显影响。

数据来源：《保险研究》，华兴证券整理

展望 2026 年，DRG/DIP 支付改革提出的“五大机制”有望在巩固基金收支的稳定态势下，有望进一步把医保支付总额预算做得更加科学、更加精准，真正开始构建医、保、患各方价值追求目标相一致的支付机制，助力医保、医疗、医药协同发展。

1.3.3 基层医疗服务向“质量提升”、“效率优化”转型

根据国家卫健委《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》要求，“到 2024 年 6 月底前全面补齐紧密型县域医共体建设短板，到 2025 年取得明显进展，到 2027 年基本实现全覆盖”，并强化了“强县域、强基层”的医共体建设政策导向，同时明确了工作路径和具体要求。

2025 年 9 月国家卫健委颁布的《医疗卫生强基工程实施方案》标志着强基工程正式从顶层设计迈入了战略落地的关键阶段。根据卫健委发布的《2025 中国卫生健康统计提要》（以下简称提要），我国基层医疗服务发展出现的趋势主要包括：机构增长、服务扩容、资源潜力待释放。根据提要，2024 年，全国基层医疗机构 104.09 万个，同比增长 2.43%，2010 年-2024 年 CAGR 为 1.03%，基层医疗服务网络持续完善。其中，门诊部及诊所（医务室）类型的医疗机构凭借设置门槛低，运营灵活的特性，增速最快。

根据提要，2024 年基层医疗机构诊疗人次达 52.94 亿，增长快速（+7.06%），入院人次 0.454 亿（-0.12%）。从服务结构看，2010-2024 年，基层医疗机构诊疗人次增长 2.77%，但入院人次仅增长 1%，由此可见基层医疗机构主要以门诊服务为主。分机构类型来看，2010-2024 年，门诊部的诊疗人次（+10.79%）及入院人次（9.47%）快速增长，灵活运营的模式释放出巨大潜力。同时，基层医疗机构承担慢病管理等相关职能定位，因此基层门诊诊疗机构有望成为慢病药物推广的主战场。

我们认为，展望未来，随着医养结合政策推进、中西部医疗资源下沉、基层诊疗能力升级，基层医疗或将迎来从“规模增长”向“质量提升”、“效率优化”转型。

图表 33：2024 年中国基层医疗机构服务概况

机构名称	基层医疗机构数（千所）		诊疗人次（百万人）		入院人次（百万人）	
	2024 年	2010-24 CAGR	2024 年	2010-24 CAGR	2024 年	2010-24 CAGR
社区卫生服务中心	6.9	2.9%	929	7.3%	5.4	6.7%
社区卫生服务站	25.8	0.3%	233	3.9%	0.04	-15.2%
街道卫生院	0.9	-4.1%	20	-2.1%	0.38	-15.2%
乡镇卫生院	37.8	-0.9%	1379	3.3%	39.1	-1.5%
村卫生室	648.4	-0.9%	1437	1.0%	-	-
门诊部	8.3	13.2%	277	10.8%	0.4	9.5%
诊所（医务室）	173.5	5.2%	1017	5.2%	-	-
总计	901.7	1.0%	5294	2.8%	45.4	1.0%

数据来源：卫健委，华兴证券整理

1.4 商业健康险：重构医疗支付接口

在医保基金承压与创新医疗需求激增的双重挑战下，中国医疗支付体系正经历历史性转折。从 2024 年开始，国家医保局一直强调要健全“1+3+N”多层次医疗保障体系。其中，“1”是指全国统一医保信息平台+医保大数据，负责打通信息、实现结算和数据支撑。“3”是指政府主导的基础保障层，包括基本医疗保险（职工、居民医保）、大病保险（高额费用补充）、医疗救助（困难群体兜底）。“N”是指市场/社会参与的补充保障层，比如商业健康险、慈善救助、工会互助等，满足个性化、高端化医疗需求。

2025 年底商保药品目录的推出，标志着我国医疗保障体系正在从单一医保控费向“价值医疗”生态升级。“商保+医保”双轨制将导致我国医疗支付体系出现重大的结构性变革：1) 在商保产品端，

惠民保、百万医疗险等需依据目录进行精准化改造，具体表现为按癌症、罕见病等高费用病种开发专项保险，针对高收入群体定制高端商保覆盖更多药品，并通过医保局共享的药品使用数据实现精算动态定价；2) 在结算模式上，商保直付机制与价格保密协商双轨并行，前者通过商保机构与医院直接结算减轻患者垫资压力，后者由医保局主导药企与保司协商保密结算价，规避全球定价冲突风险；3) 对医疗机构而言，需同步升级药事管理体系，建立丙类药品准入评估机制平衡临床价值与经济性，同时设计“医保+商保”组合报销方案降低患者选择门槛，最终形成多方协同的支付新生态。

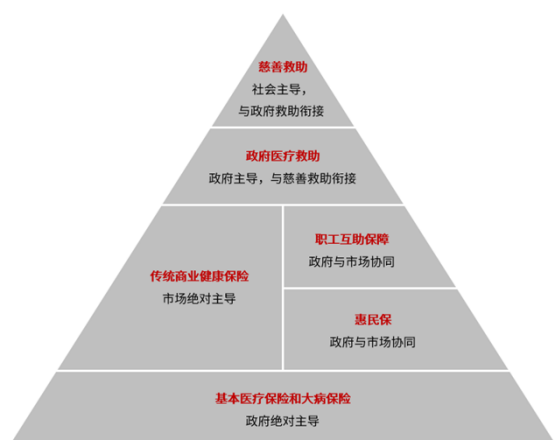
根据 BCG 数据分析，2024 年我国创新药械市场规模为 1,620 亿元，其中个人自付 786 亿元（49%）、医保 710 亿元（44%）、商业健康险仅 124 亿元（7.7%）。根据商业健康险赔付资金来源，惠民保、百万医疗、企补、高端医疗险、重疾险贡献了 115 亿元，带病体特病特药险支付 9.6 亿元。BCG 预计，到 2035 年，若创新药械市场规模达到 1 万亿元、个人自付降至 20%，商保需承担 44%（约 4,400 亿元）。

结合 2025 年国家医药谈判的演进趋势，商业健康险目录的发展路径已愈发清晰：其核心定位并非对医保目录的“拾遗补缺”，亦非承接“医保未覆盖的剩余市场”，而是聚焦医保尚未触及的创新领域，构建差异化价值空间。从国际经验看，商业健康险在创新药械支付中的核心价值，是建立可持续的支付机制，即：

- 1) 目录化+共担化：建立统一的商业险药械目录；通过疗效付费、折扣、返利等共担机制，兼顾赔付率与覆盖面。
- 2) 直付化+外配化：扩大直付覆盖医院和药房，打通电子处方外配渠道，让患者“报销变结算”。
- 3) 人群分层+产品化：重点聚焦带病体险（做“广覆盖、小额度、高韧性”的普惠型产品），中端医疗险（聚焦“院内+院外特药”场景），企业补充险（2024 年保费体量近 1,500 亿元，应纳入创新药赔付，释放团体购买力）。

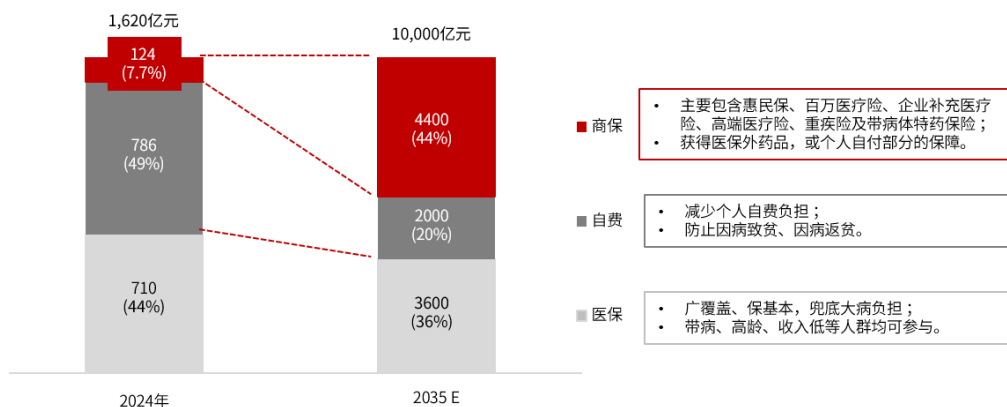
随着商业健康险相关政策在 2025 年集中出台，我们认为，2026 年中国商业健康险市场有望迎来高质量发展前景。BCG 研究预计商业健康险增速 2026-2030 年增速将长期保持在 15%-20% 左右（vs.2024 年中国商业健康险市场规模为 1 万亿，增速约为 2.5%）。我们认为，对于中国商业健康险行业而言，谁能率先在机制创新、数据协同、用户体验三大维度跑通闭环生态，谁便将牢牢掌握未来十年的行业主动权。

图表 34：我国建立的多层次医疗保障体系



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

图表 35：我国未来创新药械支付结构变化



数据来源：国家医保局、镁信健康，华兴证券整理

二、2026 年中国医药行业展望：政策与资本共振，开启复苏通道

2.1 2026 年 A/H 医药股行情有望延续

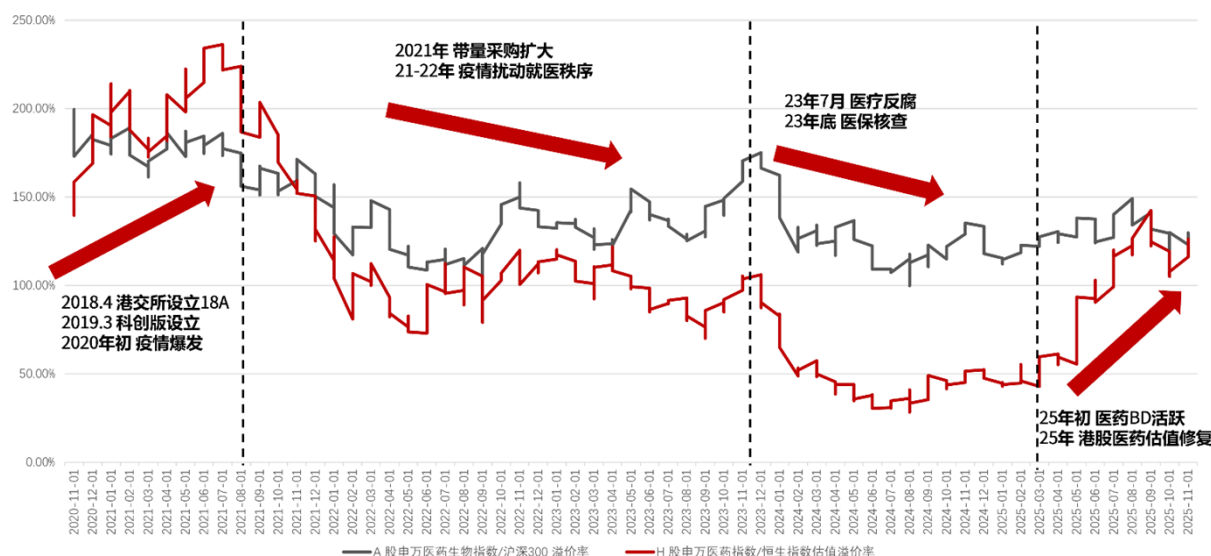
2022-2025 年，随着中国医改从“三医联动”进入“三医协同”，中国医疗行业经历了深度调整与结构性变革。叠加全球医疗产业的变革，中国医疗行业在过去 3 年的变革不仅是简单的医改政策的执行，更是一场涉及政策体系、市场格局、企业战略和终端渠道的系统性重塑。这场变革以创新为引擎、以整合为手段、以效益为目标、以政策为保障，推动行业告别了旧有的发展模式，为构建一个更具全球竞争力、更能满足人民健康需求的现代化医疗健康体系奠定了坚实的基础。

2025 年初，中国医疗行业 BD 交易开始活跃，首先推动了港股医药股的价值重估。进入 2025 年，一系列重磅的对外授权（License-out）交易和战略合作协议密集落地，尤其是在 ADC（抗体偶联药物）、双抗、细胞治疗等前沿领域。这些交易不仅为相关公司带来了可观的“首付款+里程碑付款”，更重要的是，它向市场证明了其研发成果的全球商业价值，彻底打破了此前市场对国内创新药“内卷化、同质化”的悲观预期。这轮由 BD 交易驱动的价值重估，不仅为行业注入了宝贵的资金，更重要的是，它为整个中国创新药产业走向世界树立了信心，预示着一个更加健康、可持续的发展新阶段的开启。截至 2026 年 1 月 9 日，H 股医药行业平均估值约为 32X，H 股医药行业估值相对恒生指数溢价率约为 133%，估值溢价率水平已经恢复到 21/22 年水平。

A 股医药行业由于集中了较多的传统医疗制造企业，其受近年来医药政策和宏观消费影响较大，行业复苏势头较弱。从估值水平来看，截至 2026 年 1 月 9 日，A 股医药行业平均 PE 约为 30X，A 股医药行业估值相对沪深 300 溢价率约为 120%，仍处于近五年底部位置。我们认为，除了 2025 年前三季度财报不及预期外，A 股医药行业表现相对较差的原因还包括：集采政策持续压制行业盈利预期；医保核查导致零售端销售低迷；DRG 的实施导致医疗终端的销售低于预期等。

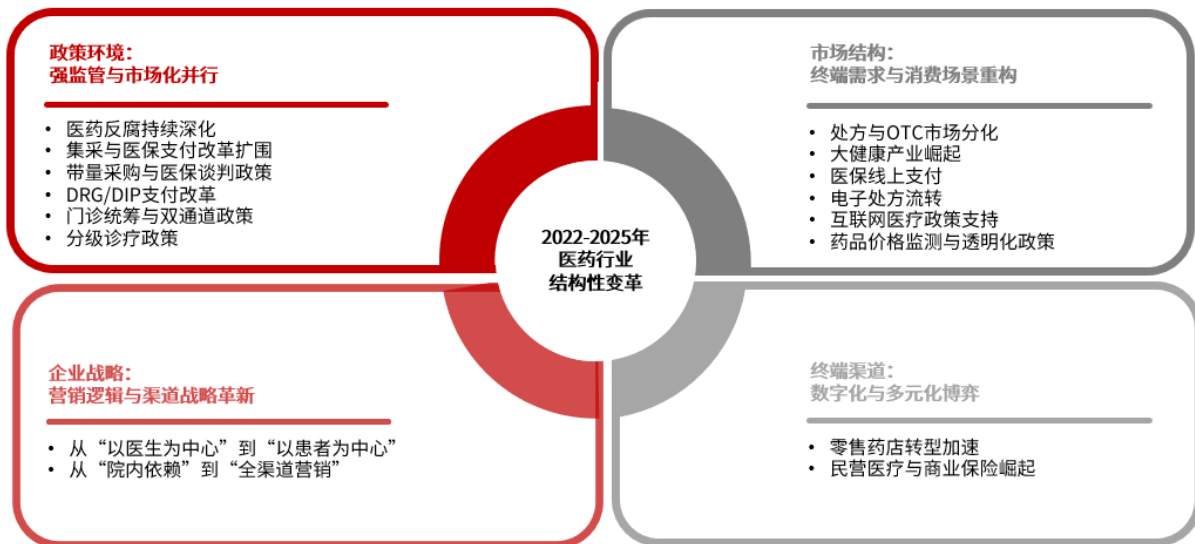
经过 2022-2025 年中国医疗行业去芜存菁、重塑价值的三年转折时期，进入 2026 年，我们认为中国医疗行业发展中的各项积极因素有望驱动 A/H 股医疗行业保持 25 年以来的恢复势头，主要理由是：1) 锚定“以健康为中心、全链条贯通、服务体系更便捷高效均衡”的中国医疗行业结构性改革将全面深化，推动中国医疗产业迈向高质量发展新阶段。2) 医药行业政策环境和融资环境有了极大的改善，市场风险偏好也使得医药板块的投资吸引力持续增强。3) 近年来在国内创新药支持政策不断加码的背景下，医药产业提质升级趋势明确，创新药龙头企业、细分领域特色 Biotech、CXO 产业链有望进入景气度上升通道，医药行业的结构性投资机会不断涌现。

图表 36：关键事件对行业估值溢价率的影响



数据来源：，华兴证券整理

图表 37：2022-2025 年中国医药行业经历深度的结构性变革



数据来源：华兴证券整理

2.2 2026 年医药行业融资：政策与资本共振，复苏通道正式开启

2.2.1 3Q25 开始一级市场显著复苏

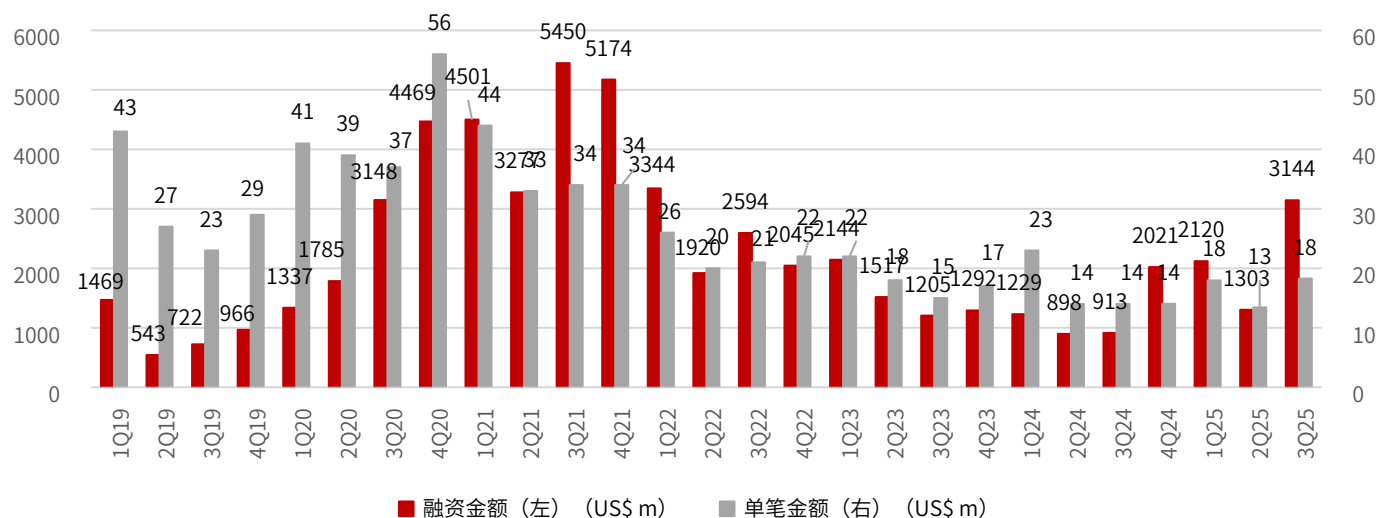
根据华兴证券数据，1-3Q25 国内医药与生物技术行业私募融资市场完成交易 31.44 亿美元，环比 2Q25 上升 141%。1-3Q25 融资金额达到 65.67 亿美元，已经超过 2023/2024 年总额。私募融资市场在 3Q25 出现显著的复苏势头。从交易项目情况看，私募市场的复苏并不均衡，资金重点流向 AI 制药、细胞基因治疗、核酸药物等前沿高价值领域，而同质化严重的赛道依然面临挑战。

根据华兴证券数据，1-3Q25 国内医药及生物技术并购市场交易数量共 16 笔，交易金额总计 69.64 亿美元；平均单笔交易金额 4.31 亿美元，较去年同期上升 10%。我们认为，由前几年“资本寒冬”催生的医疗并购市场仍有望保持较高的活跃度。前几年的融资环境谨慎，使得许多拥有优质技术但现金流紧张的中型生物技术公司估值回归理性，这为手握充裕现金的产业资本和战略投资者创造了绝佳的并购窗口。我们认为，与过去单纯为了扩充产品线不同，2026 年的并购将更具前瞻性。大型药企有望通过并购掌握颠覆性技术（如 ADC、细胞治疗、基因编辑）的平台型公司，或是能解决未被满足临床需求的突破性疗法，从而实现技术护城河和创新引擎。

根据华兴证券数据，受益于港股 IPO 复苏，1-3Q25 国内共 27 家医药及生物技术公司完成 IPO 融资，融资总额约 36.14 亿美元，超过 23/24 年的水平；平均单个 IPO 融资金额达到 3.67 亿美元，接近 2021/2022 年水平。作为未盈利生物科技公司的上市高地，港股的复苏不仅为国内创新药企提供了宝贵的国际融资平台，更向全球投资者传递了中国生物医药创新价值的积极信号，预计会吸引更多国际资本关注中国生物医药领域。

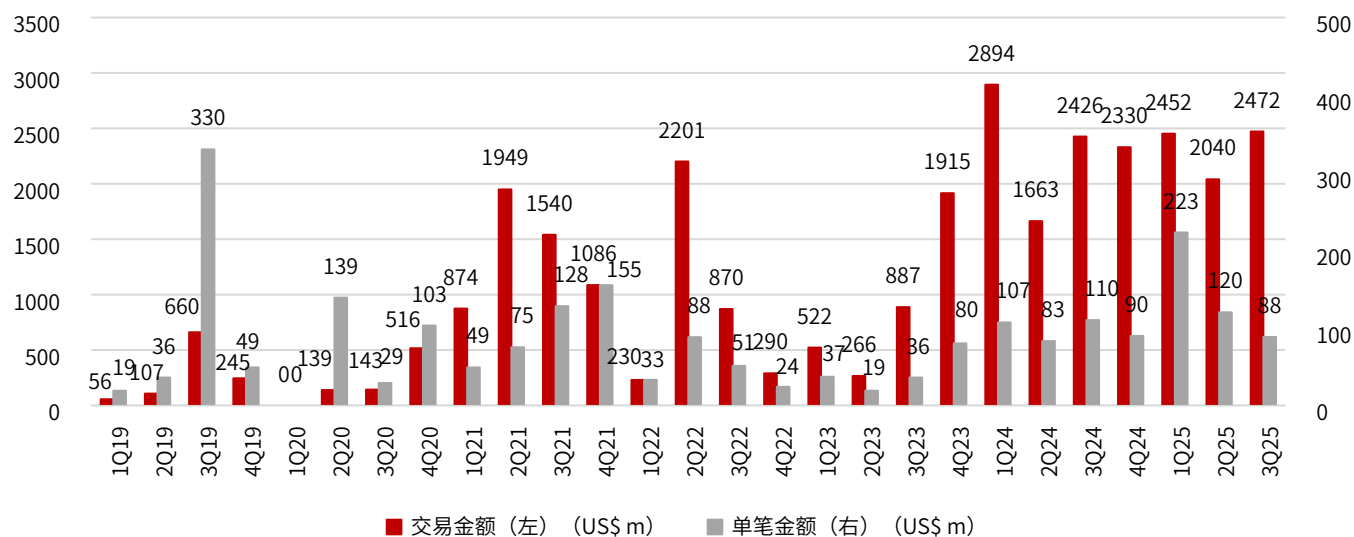
IPO 市场的强劲复苏，为整个生物医药产业的资本链条注入了最关键的活力。通过打通了“私募融资-研发成长-IPO 退出”的资本闭环，会极大提振整个资本市场对生物医药产业的投资热情。我们认为，经历前几年的调整，当前市场环境更利于形成理性的估值体系。

图表 38：2019-3Q25 中国医药及生物技术行业私募融资交易情况（季度）



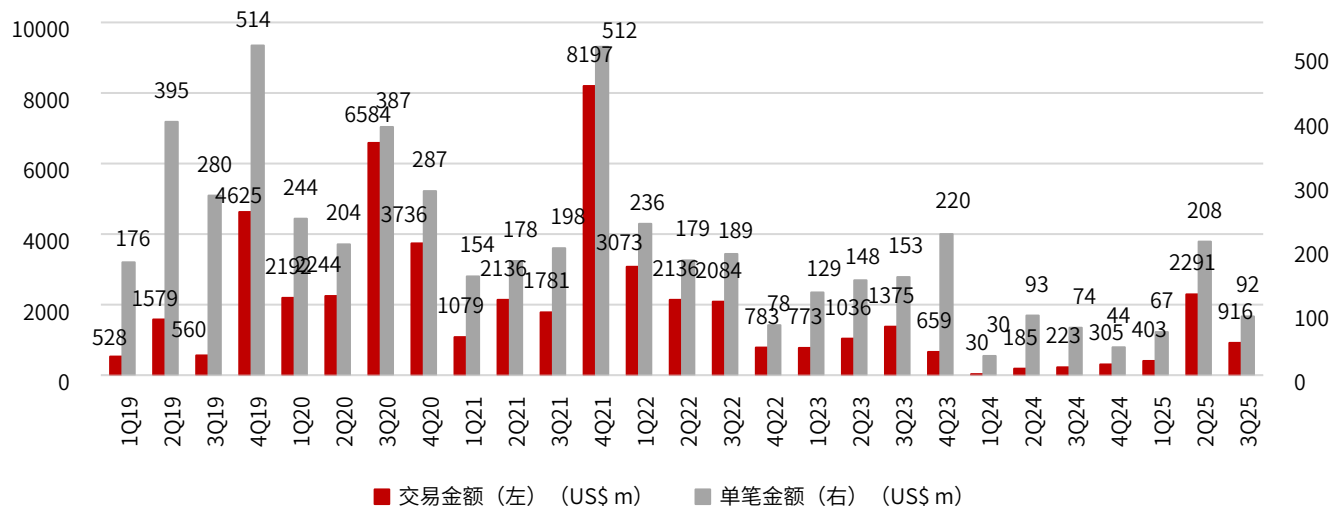
数据来源：华兴证券整理

图表 39：2019-3Q25 中国医药及生物技术行业并购交易情况（季度）



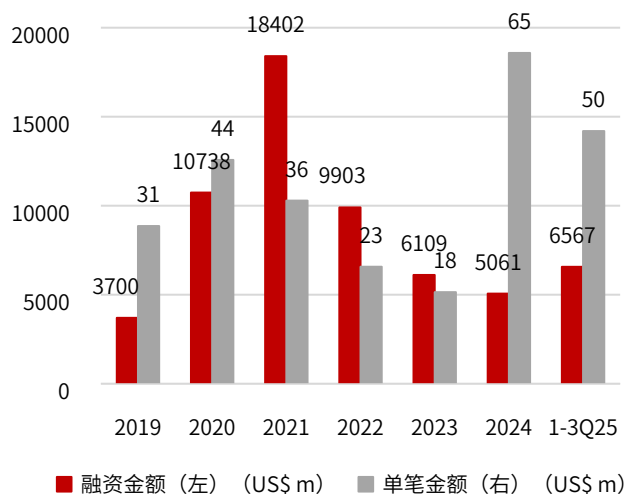
数据来源：华兴证券整理

图表 40：2019-3Q25 中国医药及生物技术行业 IPO 情况（季度）



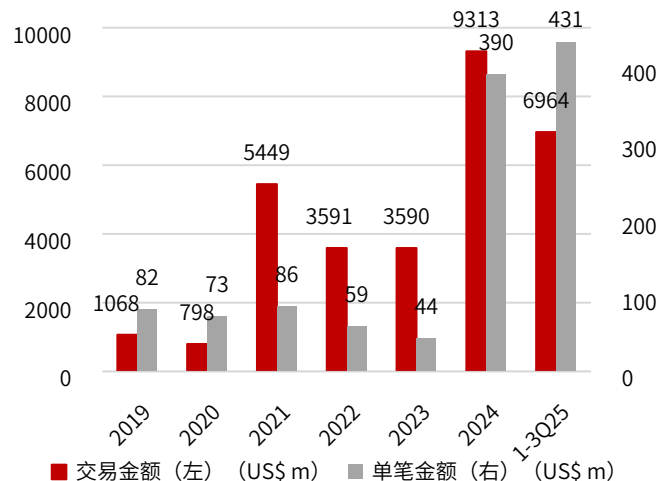
数据来源：华兴证券整理

图表 41：2019-3Q25 中国医药及生物技术行业私募融资交易情况（年度）



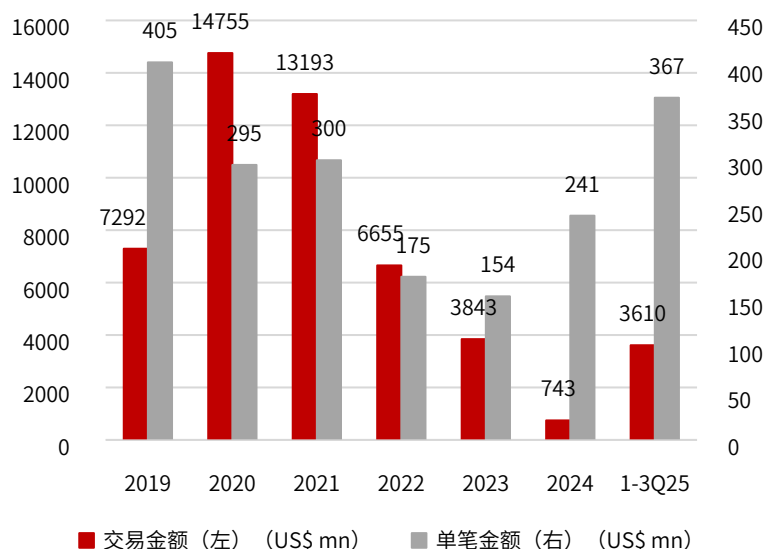
数据来源：华兴证券整理

图表 42：2019-3Q25 中国医药及生物技术行业并购交易情况（年度）



数据来源：华兴证券整理

图表 43：2019-3Q24 中国医药及生物技术行业 IPO 情况（年度）



数据来源：华兴证券整理

2.2.2 2026 年医药行业 BD 交易活跃度可期

自 2020 年起，中国生物医药行业对外交易逐渐活跃。根据药渡网数据，截至 2024 年，中国医药行业对外交易数量相比 2020 年翻了三番，药渡预计至 2030 年中国对外 BD 项目有望超过 700 项，2024-2030E CAGR 为 30%。根据药渡数据，中国生物医药行业 2024 年对外 BD 总金额已超 4000 亿元，首付款近 360 亿元，接近当年医疗行业私募市场融资总额。药渡预计至 2030 年中国对外 BD 项目总金额和首付款金额，有望分别达到 9439 亿和 755 亿，2024-2030E CAGR 分别为 15%/13%。

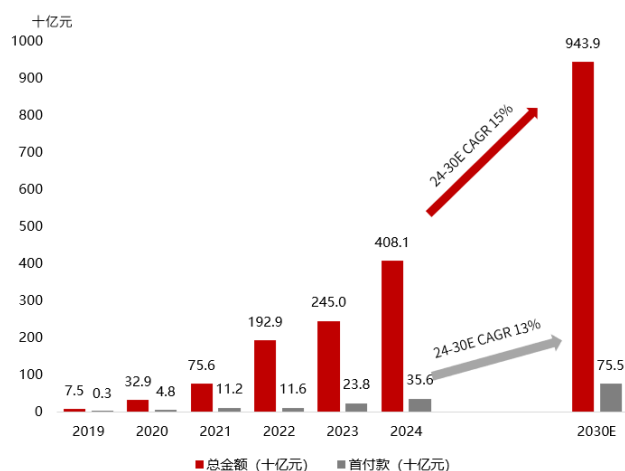
根据中国医药工业信息中心数据，2025 年中国创新药对外交易仍旧保持高度活跃，从交易规模来看，8M25，对外授权总额高达 874 亿美元，首付款金额达到 41.6 亿美元，这两个金额均已接近 2024 年全年的水平。根据中国医药工业信息中心数据，2025 年中国创新药对外交易呈现出四大特征：

- 1) 大额交易占比显著提升。截至 8M25，中国创新药对外交易额超过 10 亿美元以上的交易达 21 笔，几乎追平 2024 年全年的 23 笔。截至 8M25，2025 年 TOP10 交易的总额达到 467 亿美元，较 2024 年的 269 亿美元大幅提升，且最低交易金额从 17 亿美元上升至 20 亿美元。
- 2) 交易标的从“产品”升级至“平台”。阿斯利康在 2025 年先后与和铂医药（Harbour Mice®全人源抗体技术平台）、石药集团（AI 药物发现平台）和元思生肽（Synova™环状多肽平台）达成合作，获取源头创新能力。这反映出中国创新药企的研发实力得到了全球顶级认可，已从“管线出口”向“全球策源”转型。
- 3) 合作模式向深度共赢演进。从交易结构看，中国药企策略重心从获取短期现金流向建立长期、风险共担的合作模式转变。中国企业正逐步从被授权的“跟随者”，转变为深度参与全球研发、共享商业收益的“合作者”。
- 4) 授权类型形成技术赛道和靶点多元化新格局。以 ADC 为例，8M25，ADC 药物以 14 项交易成为最热门的出海技术赛道之一，见证了多笔重磅交易的诞生。企业不再局限于 HER2、TROP2 等成熟但拥挤的靶点，而是向 CDH6、CDH17、DLL3 等“蓝海”靶点拓展，寻求更优的治疗窗口和竞争格局。

根据医药魔方研究，产品特征是对外交易最关键的成功因素，而那些真正能够在国际市场上站稳脚跟、与全球制药巨头达成重磅合作的产品，往往具备三大核心特质：1) 产品本身的创新性属性强，能够解决未被满足的临床需求，或者在机制、靶点、疗效、安全性上实现显著突破；2) 企业通过前瞻性的产品布局与全球制药巨头构建了深度的战略协同，共同加速创新疗法的全球可及性；3) 产品开发节奏快、执行力强，能够在全球竞争格局尚未固化前完成关键里程碑，抢占时间窗口。

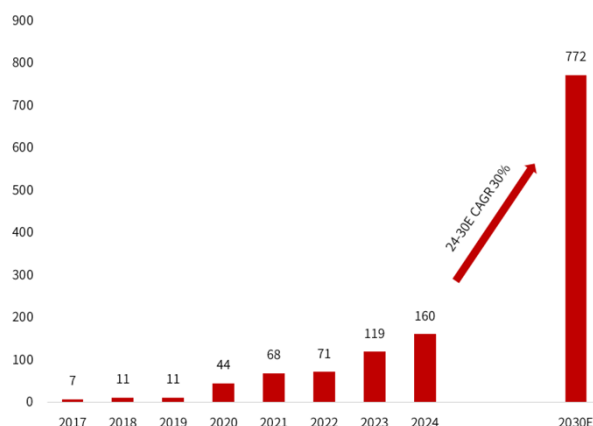
我们认为，2025 年开始的对外交易授权的火热，不仅是中国创新药价值获得国际认可的直接体现，更是中国药企从“被动跟随”转向“主动合作”，从“产品输出”升级为“技术策源”的战略性转变。跨国药企（MNC）纷纷抢滩中国创新，从买入管线到抢占平台，其背后既有专利悬崖带来的迫切需求，也有对中国临床研发“成本+速度”优势的理性认可。

图表 44：中国生物医药行业对外 BD 交易金额及预测



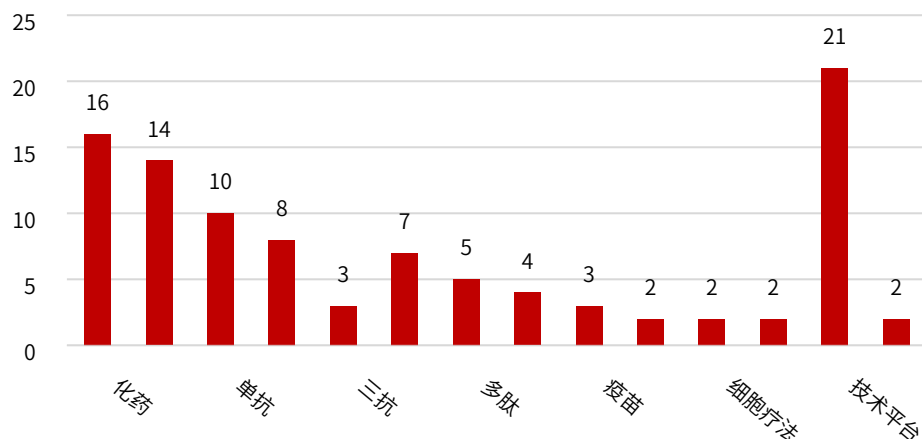
数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 45：中国生物医药行业对外 BD 交易项目数及预测



数据来源：药渡，华兴证券整理

图表 46：2025 年 1-8 月中国创新药出海技术赛道分布



数据来源：医工院，华兴证券整理

三、2026 年中国医药行业投资策略：与结构变化中寻找机会

3.1 中国创新药产业链崛起的核心动力矩阵：政策护航、支付升级、效率领跑

我们认为，中国创新药的崛起，并非单一因素的偶然，而是政策、资本、人才与产业生态四大支柱协同发力、同频共振的必然结果。

1) 国家医保谈判从制度上解决了患者支付能力。

通过国家医保谈判，从制度层面重新定义了“患者支付能力”。由国家医保局作为 14 亿人的“超级购买方”，利用巨大的市场规模优势，通过“以量换价”的策略，将天价创新药砍至“平民价”。根据医保局新闻，曾经每支 70 万元人民币的脊髓性肌萎缩症（SMA）治疗药物诺西那生钠注射液，通过谈判降至 3.3 万元并纳入医保，降幅超过 95%；抗癌药 PD-1 抑制剂，其年治疗费用也从最初的 30 万元左右降至不到 5 万元。通过这种方式，国家医保将原本分散、脆弱的个人支付能力，汇聚成强大的集体议价能力，从制度上彻底解决了患者“用不起药”的核心痛点。

我们认为，基于药物经济学评价的药品价格谈判机制就是医保鼓励医药创新的核心机制。该机制以临床价值为导向、以科学数据为支撑，通过精准评估创新药的疗效优势、健康获益与成本效益，在医保基金可承受与患者可负担之间找到最佳平衡点：既通过合理定价让创新药以可及价格进入医保目录，快速扩大患者覆盖面、释放市场需求，为药企研发投入提供稳定回报；又以医保支付的“确定性”降低创新药商业化风险，激励企业持续聚焦未被满足的临床需求，加大对罕见病、肿瘤、慢性病等领域的研发投入。同时，谈判机制通过动态调整与续约评估，对临床价值突出、患者获益显著的创新药给予价格保障，对后续出现更优替代方案的药品进行合理调整，形成“创新研发-医保准入-市场放量-再投入研发”的良性循环，既让患者及时享受到全球创新成果，又推动中国医药产业从“仿创结合”向“源头创新”转型，为医药产业高质量发展注入持久动力。

图表 47：2015 年以来进口原研、国产原研、国产仿制药物纳入国家医保时间对比

		2015年前	2016-2017年	2018-2019年	2020-2021年	2022-2023年
进口原研	平均周期	10年+	3-5年	1.5-3年	1-2年	1年以内
	政策驱动	依赖地方医保	国家谈判试点启动	医保局成立，谈判常态化	竞争加剧，降价幅度提升	临床急需药物优先审评
	代表药物	曲妥珠单抗	克唑替尼	奥希替尼 阿来替尼	PARP抑制剂	洛拉替尼 ADC药物
国产原研	平均周期	5年+	2-4年	1-2年	0.5-1.5年	1年以内
	政策驱动	依赖地方医保	国家谈判试点启动	医保局成立，国产创新药受政策倾斜	医保谈判常态化	真创新药物优先，简易续约规则
	代表药物	埃克替尼	阿帕替尼	信迪利单抗	泽布替尼	塞帕利单抗
国产仿制	平均周期	5年+	1-2年	1年	1年	0.5年以内
	政策驱动	-	国家谈判试点启动，鼓励优质仿药替代原研药	生物类似物按创新药路径谈判	医保谈判常态化	部分生物类似物可跳过谈判进目录
	代表药物	阿托伐他汀（仿制）	吉非替尼（仿制）	贝伐珠单抗（生物类似物）	西妥昔单抗（生物类似物）	帕妥珠单抗（生物类似物）

数据来源：Pharbers 研究，华兴证券整理

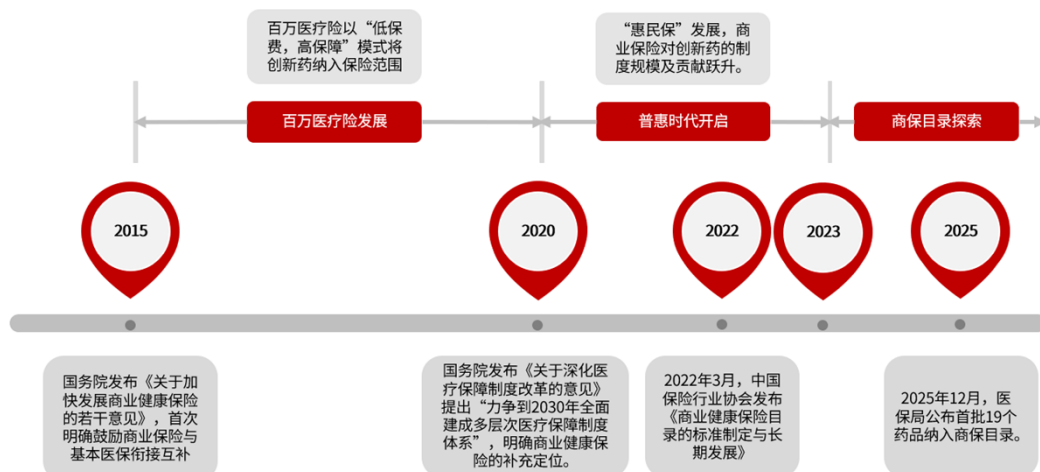
2) 商业保险的推出，将进一步增强创新药支付能力。

2025 年 2 月，中国保险行业协会组织保险公司开始研究中国创新药商保目录体系。根据医保局 12 月 7 日公布的首次商保目录，24 个参与价格协商的药品最终 19 个成功纳入，成功率为 79%。商保目录明确要求药品需“创新程度高、临床价值大、患者获益显著”，本次进入的 19 种药品中包含 5 种 CAR-T 细胞治疗、抗体药物偶联物（ADC）等前沿疗法，总共 14 个肿瘤治疗药物。

作为基本医保的重要补充，商业保险通过定制化创新药专项保障产品、特药险、百万医疗险附加特药责任等形式，精准覆盖医保目录外高价创新药、罕见病药物的费用缺口，大幅降低患者自费负担，让更多家庭能够触及全球前沿治疗方案。同时，商业保险的市场化运作模式可灵活对接药企创新成

果，通过与药企、医疗机构建立合作机制，优化药品采购与支付流程，既为创新药开辟了更广阔的市场准入通道，也以稳定的支付需求激励药企持续投入研发；此外，部分商业保险还引入预付、直付等便捷服务，缩短患者用药等待时间，提升创新药可及性。这种“基本医保+商业保险”的多元支付体系，不仅破解了创新药“价高难及”的痛点，更拓宽了创新药的市场空间，为中国医药产业高质量发展与全民医疗保障升级注入双重重力。

图表 48：2015 年以来中国商业保险探索历程



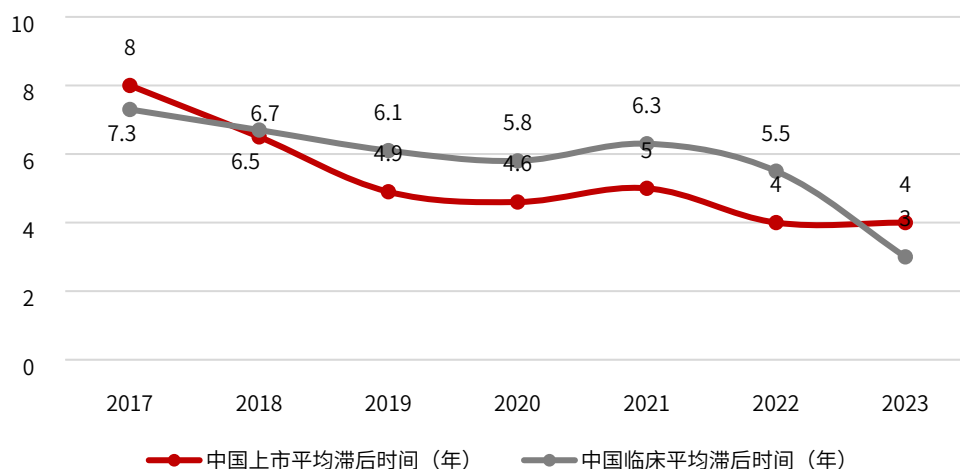
数据来源：国务院、医保局官网，华兴证券整理

3) 优先审批机制推动海外创新药同步上市与产业升级

中国药监系统开启药物优先审批机制，在进口原研药物的审批上逐步实现全球同步研发批准，加快进口脚步，使得创新药在中国上市的滞后时间逐渐缩短。根据药渡数据，2023 年，中国上市的创新药平均滞后时间为 4 年，中国开展的临床实验平均滞后时间为 3 年（2017 年，中国加入 ICH 组织，当年该两项时间分别为 8 年和 7.3 年）。

在海外创新药进入中国市场的优先审批流程中，以最为关键的技术审评环节为例，根据药监的《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》要求：1) 对罕见病治疗药品，受理后 3 个月内完成技术审评；2) 对其他境外新药，受理后 6 个月内完成技术审评（时限不含申请人补充资料时间）；3) 国家药监局在接到 CDE 报送的审核材料后 10 个工作日内作出审批决定。

药物优先审批机制的实施具有多方面的重要意义：1) 它让中国患者能够更快地用上全球最新的创新药物，极大地改善了患者的治疗选择和预后效果，提升了国内的医疗水平和患者的生活质量。2) 对于中国创新药市场而言，这种加速审批的模式吸引了更多海外创新药企将中国纳入全球研发和上市的重要布局，促进了国内外药企在创新药领域的交流与合作，推动了中国创新药市场规模的持续扩大。3) 越来越多的创新药进入中国市场，不仅丰富了市场的药物品种，也激发了国内药企的创新活力，促使整个行业在研发、生产、销售等环节不断进步，形成了一个良性循环的创新药市场生态，为中国医药产业的高质量发展注入了强大动力。

图表 49：中国上市进口药品的获批时间和临床开始时间分别与欧美相比的滞后年数


数据来源：药渡，华兴证券整理

4) “研发效率+临床速度”赋能中国创新药市场高质量发展

我们认为，2025 年中国创新药对外授权交易的火热的根本原因在于研发实力的实质提升。头部药企已建立起高效的研发体系，尤其在 ADC、双抗、siRNA、细胞治疗等领域布局深厚。此外，AI 制药平台的崛起（如晶泰科技、石药集团）为原始创新注入新动能，使得中国从“快速跟随”逐渐转向“源头创新”。

中国创新药出海交易爆发的背后，MNC 是重要的驱动引擎。根据医工院数据，2025 年 1-8 月的 92 笔交易中，MNC 作为受让方的交易共计 29 笔，总金额超 560 亿美元。根据 BCG 和医药魔方数据显示，截至 2025 年 8 月，中国已经贡献约 1/3 的全球创新药研发管线，进而推动 BD 交易金额占比约为 32%。

我们认为，研发效率是 MNC 近年来频繁抢购中国创新药资产的重要原因。根据 Frost&Sullivan 报告，MNC 内部研发管线收益率不足 5%，难以支撑公司市值和净资产收益率。通过“中国开展 I/II 期+全球开展一半 III 期”的模式，药物研发回报率 IRR 可达 8.5%，是美国纯本土研发（3.6%）的 2.4 倍。根据 2024 年 BCG 研究，在分子开发效率上，与美国相比，中国在研发周期上短 50%，研发成本仅为美国的 20-30%。在临床开发效率上，中国虽然在临床行政审批方面相对滞后，但是临床 II 期和 III 期试验患者入组时间上具有显著的速度优势。

根据麦肯锡 2025 年中发布的《构建通往全球创新的桥梁》报告，中国拥有 1,500 余家规模化且设备完善的临床研究中心，其中超 1/5 具备 1 期临床研究能力和基础设施，可以支持高效运作。加上高度工业化和规模化的 CRO/CDMO 生态系统，以及企业共享的以交付为中心的工作文化，让创新药企能够基于“一站式”服务和快速“即插即用”的能力快速推进临床试验，并以结果为导向不断迭代。近年来，中国在临床基础设施的不断投入建设使得中国在生物医药领域的科研“成本+速度”优势显著领先全球。

图表 50：中国与美国分子与临床试验开发效率对比（2024 年）

中国vs美国：分子开发效率对比

	苗头化合物筛选	苗头化合物到先导化合物	人源化	先导化合物优化
时间	3-6个月	3-5个月	2-3个月	2-6个月
成本	3-5千个分子	20-50个分子	<5个分子	2-3个分子
	3-8百万人民币/先导分子			
时间	中国的2倍			
成本	中国的3-6倍			

中国vs美国：临床开发效率对比

	CTA*准备	IND**	IND至首例患者入组	剂量递增(1a期临床)	剂量扩展(1b期临床)	II期临床	III期临床
中国	1-3月	3-4月	2-8月	~1.5月/队列	4-5病人/月/试验点	~36月	~50月
美国	~1月	~1月	~1-2月	~2月/队列	~1病人/月/试验点	~56月	~71月

*CTA：Clinical Trial Application（临床试验申请）；**IND：Investigational New Drug（研究性新药申请）

数据来源：BCG，华兴证券整理

中国创新药产业链的发展，也得益于资本市场与产业政策形成支撑体系。港股 18A、科创板第五套标准等资本通道帮助 Biotech 企业募集研发资金；药品专利链接、数据保护等政策完善营造了有利的创新环境。同时，“一带一路”倡议、中国加入 ICH 等技术法规协调组织，为中国药企出海铺平道路。

从资本赋能到政策护航，从本土深耕到全球布局，中国创新药正站在政策红利与产业升级的双重风口。随着研发实力的持续精进、国际化布局的不断深化，叠加资本市场的精准助力与全球监管体系的深度融合，中国创新药不仅能破解“卡脖子”难题、满足国内未被满足的医疗需求，更将以技术创新为帆、以制度保障为舵，在全球医药创新的浪潮中开辟出更广阔的航道，书写从“跟跑”到“并跑”再到“领跑”的产业新篇。

我们的首选股：在 CRO 领域，药明合联（2268 HK，买入，目标价：HK\$103.18，详见我们于 2025 年 10 月 31 日发布的报告：药明合联（2268 HK）ADC 浪潮，高壁垒 CDMO 迎来战略机遇期，首次覆盖给予“买入”评级）：我们认为，药明合联凭借其覆盖全链条的端到端一体化 CRDMO 服务，以及在偶联技术、连接子创新和高效转化上构建的难以复制的技术壁垒，形成了强大的竞争优势。这种集技术领先、服务深度与高客户黏性于一体的综合实力，使其能够深度受益于全球 ADC 行业的高速发展。我们基于 DCF 的目标价 HK\$103.18 元（WACC：8.6%，永续增长率 3.5%）对应公司 2026 年 47xPE 估值，高于行业平均估值水平。考虑到药明合联在 ADC CDMO 领域的龙头地位，以及未来业绩增长的潜力，我们首次覆盖给予药明合联买入评级。

泰格医药（300347 CH，买入，目标价：RMB79.25，详见我们于 2025 年 10 月 31 日发布的报告：泰格医药（300347 CH）非经常性损益增长抵消行业周期影响）：1-3Q25，临床试验技术收入下降成为拖累公司营收增长的主要原因。造成临床试验技术收入下降的主要原因包括：1) 2024 年底存量国内创新药临床运营在手订单金额与往年相比有所下降，影响了 2025 年公司业绩的增长；2) 国内临床运营新签订单的平均单价有所下滑；3) 有部分订单因客户资金问题产生较为明显的回款压力。我们预计，随着存量项目的逐渐出清和行业的复苏，国内创新药临床 CRO 业务有望出现改善。我们基于 DCF 的目标价 79.25 元（WACC：8.3%，永续增长率 2.0%）对应公司 2025 年 51xPE 估

值，高于行业平均估值水平。我们认为，泰格医药作为国内领先的临床 CRO 龙头，非经常性损益有望抵御行业周期的不利影响，因此理应获得估值溢价。

在中国医药工业领域，我们的首选股：通化东宝（600867 CH，买入，目标价：RMB11.07，详见我们于 2025 年 5 月 14 日发布的报告：通化东宝（600867 CH）集采中标助力业绩增长，创新研发与国际合作成果显著）：我们认为，受益于新一轮集采取得的成功，公司胰岛素产品的准入与放量得到极大加快，尤其是胰岛素类似物系列产品。在海外申报和注册方面，公司多款产品均取得积极进展，为未来国际业务拓展奠定坚实基础。我们基于 DCF 的目标价 11.07 元（WACC：9.0%，永续增长率 4.5%）对应公司 2025 年 39xPE 估值，高于行业平均估值水平。考虑到通化东宝作为国内胰岛素领域的龙头企业，其业绩在 2025 年已显恢复势头，并且随着新产品的陆续上市，公司未来业绩增长潜力有望进一步提升，因此我们认为公司享受一定的估值溢价是合理的。

3.2 医疗服务：民营医疗未来向专科化与自费服务方向发展

2025 年，受消费疲软延续、集采政策影响以及 DRG/DIP 支付方式改革影响，医疗服务行业投融资进一步放缓，行业整体发展正在经历艰难时期。在政策驱动、技术创新和需求升级的多重作用下，中国医疗服务行业多个细分领域呈现出蓬勃增长的态势。

国家对民营医疗服务的定位，已从早期单纯的医疗资源补充，逐步升级为与公立医院优势互补、协同发展的多层次医疗体系核心组成部分，是推动医疗行业高质量发展、满足民众多元健康需求的重要力量。

我们看好的民营细分发展领域包括：

1) 中医

根据国家中医药管理局数据，3Q25 全国中医类医疗机构接诊量突破 12 亿人次，同比增长 18%，中医领域呈现“医保聚焦治疗、自费拓展调理”的格局。在医保端，中风康复、慢性病中药调理等治疗性项目报销比例提升，而亚健康调理、美容养颜类服务则转向自费市场。根据国家中医药管理局数据，2025 年前三季度基层中医服务也快速铺开，社区中医馆数量占新增中医馆的 60%，针灸、艾灸等服务因便捷性和性价比成为居民健康管理的重要选择。

根据中康数据，3Q25 中药零售市场规模同步增长 15%，多地中药房饮片出现卖断货现象，侧面印证了中医医疗相关市场的强劲增长态势，而这一增长离不开人口老龄化催生的刚需、民众对中医调理的认可度提升等多重因素的推动。

2) 肿瘤特色专科

我们认为，近年来分级诊疗强基层的建设潮中，作为高发病、慢性病、大病的肿瘤医疗服务成为基层公立医院短期内很难弥补的短板，因此也给市场化办医提供了一片蓝海市场。民营肿瘤医疗机构可对公立医疗服务机构形成强力补充，发展空间巨大。佰泽医疗集团（02609 HK，未覆盖）已于 2025 年 6 月成功上市，显示资金仍旧看好肿瘤这一赛道。根据 Frost & Sullivan 数据，2020-2025E 年，中国肿瘤医疗服务市场规模有望以 11.54% 的年复合增长率增至 7003 亿元。

3) 人工智能辅助医疗

AI 技术在医疗场景的应用从“试点”转向“规模化落地”，AI 辅助诊断、医用机器人、智能健康管理等商业化进程加快。各地推进临床专病数据集和人工智能语料库建设，探索垂直大模型行业公共支撑平台，助力基层诊疗效率提升。例如，AI 在眼科、影像科的辅助诊断准确率已接近资深医师水平，在慢性病管理中通过可穿戴设备实现实时监测和干预，推动医疗服务向“精准化、智能化”转型。

4) 康复与老年护理

康复医疗、精神卫生、老年护理等短缺领域成为政策重点扶持方向。根据中研网估计，随着 65 以上人口占比超 15%，康复医疗和老年护理需求爆发，2025 年康复医疗市场规模突破 2000 亿元，老年护理床位供给缺口显著。

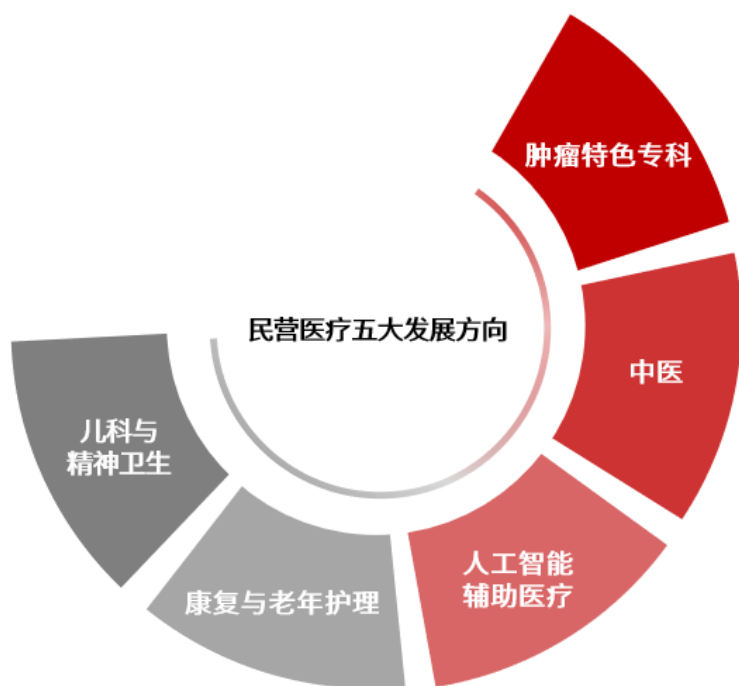
目前，我国康复行业尚处于发展早期，公立医院康复科室为加速病床周转，对康复医疗资源倾斜相对较弱，民办康复医疗机构发挥了重要作用。康复医疗集中度不高、行业相对分散，尚未出现全国化连锁的康复龙头，但增速显著。

5) 儿科与精神卫生

2025 年 4 月，国家卫健委等四部门联合印发《关于开展“儿科和精神卫生服务年”行动（2025-2027 年）的通知》，在全国范围开展为期三年的专项行动，以此提升儿科、心理健康和精神卫生服务水平，切实满足群众相关健康需求。儿科方面，2025 年底乡镇卫生院和社区卫生服务中心提供儿科常见病诊疗服务比例将达 90% 以上，儿科医联体建设加速，儿童重大疾病诊疗协作网络逐步实现全覆盖。精神卫生领域，精神专科医院和综合医院精神科建设力度加大，基层医疗机构精神心理门诊逐步普及，2025 年相关服务量同比增长显著，社会对心理健康的认知和主动就医意识不断提升。

我们的首选股：固生堂（2273 HK，买入，目标价：HK\$61.84，详见我们于 2025 年 4 月 8 日发布的报告：固生堂（2273 HK）数字化与 AI 赋能公司业务长期增长）：公司依托“三位一体”数字平台（CRM、ERP、智能审方系统）及 AI 医生助手研发，公司将持续提升服务效率和客户留存率（根据 2024 年年报，公司会员回头率达 85.4%）。随着公司在东南亚等重点区域拓展线下网络，并通过数字化解决海外中医资源供给瓶颈，国际化战略初见成效。我们 DCF 目标价为 61.84 港元（WACC：9.3%，永续增长率 3.0%），对应 2025 年 P/E 比率为 35x。我们认为，随着公司业务转型逐渐落地，公司的收入有望重新开始进入增长通道，叠加公司盈利能力的改善，我们看好公司未来的发展前景。

图表 51：民营医疗未来发展的细分领域



数据来源：华兴证券整理

3.3 医药流通：医药新零售引领行业全渠道变革与销售新动能

在医药新零售背景下，医药行业近期又提出了医药全渠道销售模式，即医药行业结合行业特性与数字化趋势形成特殊的销售模式，核心是以医生、患者等核心受众为中心，整合线上线下所有合规销

售与沟通触点，实现渠道协同、数据互通及服务连贯，既保障医药信息传递的合规性与专业性，又能为不同群体提供适配服务，最终提升药品可及性与诊疗相关服务质量。

当前医药全渠道销售模式已迈入“院内+院外+线上”协同的成熟阶段，导致医疗各终端角色迭代转型。比如，等级医院从“资源垄断者”变为“基本医疗守门人+高价值服务提供者”；基层医疗从“边缘卫生站”转型为“慢病管理枢纽+公共卫生守门人”；零售药店也从单纯的“药品销售点”逐渐转型为“健康服务枢纽”。从销售品类上看，线上各渠道（B2C 与 O2O）虽然均实现高速增长，但品类结构各有特点。根据中康数据，截至 2025 年 7 月，电商 B2C 药品市场规模达 385 亿元，同比增长 5.6%；O2O 药品市场规模达 254.2 亿元，同比增长 30.8%，O2O 直送店在零售药店渠道的重要性占比提升至 8.8%。品类上，O2O 渠道以 OTC 为主，适配急性用药等即时需求，感冒药、胃肠道用药排名前列；B2C 渠道则因便于囤药和保障隐私，皮肤用药、泌尿系统用药表现突出；而处方药在零售药店和电商 B2C 渠道中均是核心驱动品类。此外，中成药线上化趋势显著，消化类、皮肤类等自我诊疗品类线上增长迅猛，皮肤病用药在电商 B2C 渠道增长率达 35%。电商渠道已经成为拉动全渠道增长的重要力量，渠道间的协同与互补愈发明显。

2025 年，无论是传统连锁药店还是互联网平台，都在加速全渠道布局。头部连锁药店如老百姓、益丰大药房等，通过并购中医馆、搭建互联网医院、接入第三方平台等方式，打通线上问诊、线下诊疗与购药的闭环；京东健康、阿里健康等互联网平台则依托即时配送网络，强化线上线下融合的购药服务。此外，药企也在调整策略，处方药企业打通医院与院外市场，OTC 企业聚焦线上线下场景化覆盖。

图表 52：药品全渠道营销策略



数据来源：平光制药电商事业部，华兴证券整理

我们的首选股：京东健康（6618 HK，买入，目标价：HK\$93.29，详见我们于 2025 年 11 月 19 日发布的报告：京东健康（6618 HK）多元业务协同驱动核心财务指标稳步向好）：根据公司 3Q25 业绩报告，公司收入的增长由商品与服务两端共同拉动：商品收入受活跃用户提升、消费频次增加、医药健康品类线上化加速及品类扩充推动持续增长；同时，平台服务收入在广告主数量增加和数字化营销需求提升的带动下显著上升，共同促使整体收入保持稳健增长。我们认为，在线下药店经营承压、闭店加剧的背景下，药品零售渠道的线上化率有望进一步提升。我们基于 DCF 的目标价 93.29 元（WACC：8.3%，永续增长率 4.5%）对应公司 2026 年 3.3xPS 估值，低于互联网医疗行业可比公司的均值。我们认为京东健康估值仍有一定的上升空间，源于其更活跃的客户、第三方佣金以及预期的更多的医疗产品产生的收入。

益丰药房（603939 CH，买入，目标价：RMB41.46，详见我们于 2025 年 9 月 11 日发布的报告：益丰药房（603939 CH）渠道优化与数字化赋能驱动盈利改善）：1Q-3Q25，公司收入规模基本稳定，盈利能力在降本增效和费用优化的带动下持续改善，短期业绩展现出一定的韧性。我们基于 DCF 的目标价 41.46 元（WACC：8.3%，永续增长率 2.0%）对应公司 2025 年 34xPE 估值，高于行业平均估值水平。我们认为，从公司未来发展前景来看：1）直营及加盟门店持续扩张，市场份额进一步提升；2）毛利率稳步改善，费用率优化逐步显效；3）数字化赋能带动经营效率提升，长期盈利能力具备较强支撑。因此我们维持公司“买入”评级。

3.4 中药：传承精华、守正创新

2025 年 11 月 7 日，山西正式发布《关于填报全国中成药联盟第四批和第二批接续采购品种范围相关采购数据的通知》，标志着第四批中药集采开始。第四批采购品种清单分为 28 个采购组、90 个产品，其中独家剂型 40 个，独家品种 6 个。值得关注的是，强力枇杷露/膏、护肝片、健胃消食片等 OTC 明星品种也包括在第四批集采品种之中。

中成药集采从 2022 年湖北牵头 19 省联盟开始，已经实施了三批。2022 年湖北联盟集采规则通过“综合化设计”逐步破局，核心是平衡“降价”与“行业可持续”，同时重塑市场格局。湖北联盟关键规则设计包括：1) 综合评分机制：价格降幅占 60%，技术标（质量、产能等）占 40%，避免“唯低价论”；2) 合并通用名+基准价：打破独家品种垄断，将组方相同的药品归为一组，按基准价核算降幅；3) A/B 组分组竞争：按企业规模、产能等设定准入条件，不同组别对应不同带量份额，兼顾公平与供应稳定。

图表 53：第一至第三批中药集采情况总结

批次	时间	规模	价格降幅	特点
第一批（湖北牵头 19 省联盟）	2021 年	97 家企业、111 个产品中选。	中选价格平均降幅 42.27%	此次集采为中药集采探路，初步形成“降价+保质”的基本框架。
第二批（湖北牵头 30 省联盟）	2023 年	63 家企业、68 个产品中选	中选价格平均降幅 49.36%	规则进一步优化，对独家品种的议价空间有所突破。
第三批（全国 31 省联盟）	2024-2025 年	157 家企业、175 个产品中选	平均降幅约 68%，最高降幅达 97.5%。	中选先决条件从日均费用≤基准的 1.8 倍降至 1.5 倍，新增价格纠偏机制和中药保护品种复活规则等；覆盖品种更广、推进速度更快，

数据来源：国家医保局，华兴证券整理

我们认为，随着中成药集采的常态化推进，中药这一巨大的市场正迎来新一轮洗牌，“强者恒强、弱者出清”的马太效应愈发清晰。头部处方药企在集采中有望凭借品牌、规模及成本控制等优势获益，并持续强化创新能力；品牌 OTC 龙头企业具备较强的院外渠道优势和品牌效应，短期受集采影响相对较小；新进企业应以中选为契机，抢夺存量市场，用医院带动药店销售，做大做强品牌。集采也倒逼企业跳出“医院单一渠道”，拓展新场景、构建新生态，成为企业利润增长的关键突破口。

图表 54：中药企业转型创新方向



数据来源：华兴证券整理

国务院办公厅 2021 年发布的《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》为中药行业指明了守正创新的发展之路，即：传承是政策保护的核心，通过人才培养、资源保障、技艺传承，守住中药的理论根基与品质底线；创新是政策激励的方向，通过审评改革、科技支持、产业赋能，让中药适应现代医疗需求与市场环境。

我们认为，中医药的守正创新之路包括：

- 1) 技术赋能研发：利用超临界萃取、指纹图谱、基因测序等技术，破解中药有效成分之谜。比如，从青蒿中提取青蒿素、从丹参中分离丹参酮，让中药疗效更精准、质量更可控；
- 2) 剂型迭代升级：告别传统“煎药喝汤”的繁琐，研发出中成药颗粒、胶囊、雾化剂，甚至中药注射剂、透皮贴剂，适配现代快节奏生活与多样化诊疗需求；
- 3) 跨界融合发展：中药与康养、美妆、食品跨界联动，草本护肤、中药茶饮、药膳调理等产品走进日常，让“药食同源”的理念融入现代生活；
- 4) 标准体系构建：建立中药种植 GAP、生产 GMP、临床 GCP 等标准化体系，推动中药走向国际，让世界认可中药的科学性与安全性。

我们的首选股：云南白药（000538 CH，买入，目标价：RMB71.80，详见我们于 2025 年 4 月 11 日发布的报告：云南白药（000538 CH）新业务拓展成果显著；上调评级至买入）：我们将公司评级由“持有”上调至“买入”，主要由于：1) 2024 年开始，公司战略重新聚焦于核心制药业务，使得 2024 年公司净利润增速超过市场的预期，且 25E-27E 利润增速有望保持较快增长；2) 25E-27E，新兴事业部有望进一步带动公司业务结构持续优化，带动毛利率稳步提升，我们预计 25E-27E 公司毛利率为 67.0%/68.0%/69.0%。3) 公司近几年股息率保持较高水平，2022-2024 年为 2.80%/4.23%/4.00%。我们预计较高的分红比例和股息率有望带来公司股价的重估。我们基于 DCF 的目标价 71.80 元（WACC：8.4%，永续增长率 2.0%）对应公司 2025 年 24xPE 估值，略高于行业平均估值水平。考虑到公司充足的现金流及品牌知名度，我们认为云南白药的估值理应享有一定溢价。

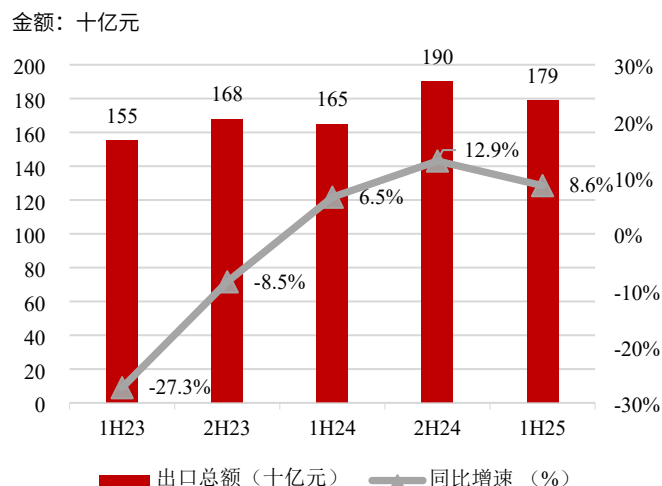
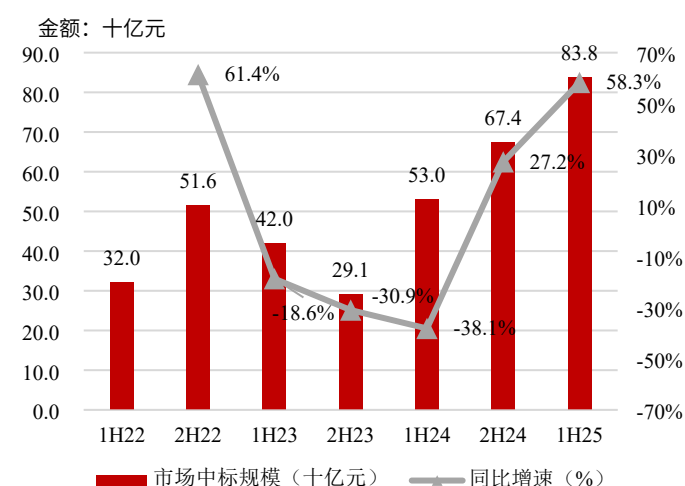
马应龙（600993 CH，买入，目标价：RMB38.50，详见我们于 2025 年 4 月 9 日发布的报告：马应龙（600993 CH）肛肠健康全链条协同发展，推动大健康产业新机遇）：我们认为，马应龙依托肛肠领域的品牌影响力和产品产业的结构优势，通过一系列“守正出奇”的策略打造“国药新网红”形象，保持了四百年老字号品牌年轻活力。我们基于 DCF 的目标价 38.50 元（WACC：9.0%，永续增长率 1.0%）对应公司 2025 年 25xPE 估值，略高于行业平均估值水平。考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，我们认为享受一定估值溢价较为合理。

3.5 医疗设备：中标与出口双增，政策+技术+基层驱动高质量发展

根据高端医械院数据中心对中国医疗医械中标市场分析显示，1H25 我国医疗器械市场加速回暖，中标金额达到 838 亿元，同比增长 58.33%。1H25 我国医疗器械出口延续增长态势，展现出较强的韧性与活力。根据高端医械院数据中心，1H25 中国医疗医械出口总额达 1793.33 亿元，同比增长 8.55%。从历史数据来看，这一成绩不仅较 2023 年、2024 年同期有显著提升，更在中美关税战的复杂环境下实现突破，为全年出口表现奠定了坚实基础。

图表 55：1H22-1H25 中国医疗器械市场中标金额

图表 56：1H23-1H25 中国医疗器械出口总额



数据来源：高端医械院数据中心，华兴证券整理

数据来源：高端医械院数据中心，华兴证券整理

根据高端医械院数据中心数据，1H25 全国重点医疗设备，采购量达 5380 台，采购规模达 350.43 亿元。公立医疗机构的销售额主要集中在 CT、磁共振和 DSA 这三类设备上，销售额合计超过了公立医疗机构总采购规模的 82%。从各级公立医疗机构的采购量来看，三甲医院为采购主力，如 PET/CT、SPECT/CT、直线加速器、DSA 超过 50%的采购量集中在三甲医院，磁共振、CT、乳腺机、胃肠机，则有约 22%~48%的采购份额落在三甲医院。与此同时，在 CT、PET/MR 的采购量上，非医疗机构的购买能力超出等级医院。

图表 57：1H25 中国医疗设备采购情况及公立医疗机构设备采购情况（单位：台）

设备类型	1H25 中国医疗设备采购情况 (台)				1H25 公立医院医疗设备采购情况 (台)							
	采购量 (台)	采购量 占比	采购金额 (亿元)	采购金额 占比	三级甲等	三级	二级	一级	未定级	非医疗机构	未公开	合计
CT	2321	43.1%	144.0	41.1%	343	59	159	118	109	716	5	1509
磁共振	814	15.1%	115.8	33.1%	221	35	82	7	19	165	0	529
DR	1291	24.0%	10.1	2.9%	0	0	0	0	0	0	0	904
DSA	494	9.2%	38.2	10.9%	231	34	66	2	4	58	0	395
乳腺机	127	2.4%	2.1	0.6%	33	5	18	1	2	30	0	89
胃肠机	144	2.7%	2.3	0.7%	48	4	8	2	16	23	0	101
直线加速器	86	1.6%	20.4	5.8%	46	7	14	0	0	10	0	77
SPECT/CT	60	1.1%	5.8	1.6%	37	4	1	0	0	6	0	48
PET/CT	40	0.7%	10.6	3.0%	22	3	2	0	0	5	0	32
PET/MR	3	0.1%	1.1	0.3%	0	0	0	0	0	2	0	2
合计	5380	100.0%	350.4	100.0%	981	151	350	130	150	1015	5	3686

数据来源：高端医械院数据中心，华兴证券整理

展望 2026 年，我们继续看好中国医疗器械市场的发展，主要原因是：

1) 政策环境持续优化，集采规则更趋合理

国家与地方层面密集出台的政策正为医疗器械行业构建更加科学、透明的发展环境。2025 年 7 月，国家药监局发布新规，明确将优化全生命周期监管，支持高端医疗器械创新发展，特别关注医用机器人、高端医学影像设备、人工智能医疗器械和新型生物材料等塑造行业新质生产力的关键领域。在集采方面，规则设计日益精细化，广东等地推行的新规改变了单纯以最低价中标的做法，转而设

置“锚点价”，并遵循“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则。这种更加理性的采购导向在保障产品质量和临床使用稳定性的同时，也为创新医疗器械提供了更广阔的发展空间，使企业能够将更多资源投入到研发中。

2) 前沿技术突破加速，创新产品不断涌现

技术创新已成为推动医疗器械行业高质量发展的核心动力。2025 年以来，我国在多个高端医疗器械领域实现革命性突破，如光子计数 CT 成像技术通过革新探测器材料与信号处理方式，显著提升了医学影像分辨率与临床诊断精度。特别值得关注的是，侵入式脑机接口这类尖端技术也取得了重大进展：2025 年 11 月，国内首个侵入式脑机接口产品进入国家药监局“创新绿色通道”。与此同时，人工智能技术的深度融合正重塑产业格局，截至 2025 年 11 月，国家药监局已批准超过 110 款基于深度学习的第三类医疗器械独立软件产品，应用场景覆盖辅助分诊、评估、识别与治疗等多个环节，极大地提升了临床诊疗的效率与质量。

3) 基层市场需求释放，设备更新空间广阔

随着国家大力推进医疗资源下沉和基层医疗服务能力提升，基层医疗市场正成为医疗器械行业增长的新引擎。2025 年 3 月，国家卫生健康委发布《乡镇卫生院医用装备配置标准》，首次将呼吸机、心肺复苏设备等核心急救设备纳入乡镇卫生院“基本医疗设备清单”，覆盖 16 个科室的 115 种专用医用装备。政策引导下，基层设备更新需求集中释放，2025 年计划安排 100 亿元财政资金专项支持县域医共体设备升级，重点覆盖 CT、B 超、血液透析等基层刚需设备。与此同时，国内县级医院医疗设备采购规模快速增长，月份同比增速大幅提升，其中 CT、MRI 等高端影像设备成为首轮设备更新的重点，为医疗器械企业提供了广阔的市场空间。

根据数据，3Q25 医疗器械行业基本面已经出现修复态势。我们认为，随着终端招投标数据复苏、中国医疗器械境外营收实现稳步增长，有望成为推动我国医疗器械产业高质量发展的核心动力。

我们的首选股：联影医疗（688271 CH，买入，目标价：RMB195.73，详见我们于 2025 年 9 月 4 日发布的报告：联影医疗（688271 CH）高端设备放量与数字智能化支撑公司长期业绩增长）：近年来，公司中高端设备在 MR、CT、分子影像等核心产品线的收入占比稳步提升，带动产品结构持续向“高端设备+服务”升级。我们基于 DCF 的目标价 195.73 元（WACC：8.4%，永续增长率 4.0%）对应公司 2025 年 69xPE 估值。我们认为，从公司未来发展前景来看：1）因技术进步和政策支持，医学影像市场需求大幅增加，联影医疗作为行业领先企业，受益于行业整体增长；2）公司产品线覆盖全面，中高端产品及超高端产品收入快速增长，市占率大幅提升；3）公司的海外业务增长潜力大，国际市场认可度提高，有望为公司业绩增长带来新的驱动力，我们维持公司买入评级。

图表 58：根据对 2026 年医疗行业政策前景的分析

公司名称	股票代码	评级	目标价	推荐理由
药明合联	2268 HK	买入	HK\$103.18	公司凭借其覆盖全链条的端到端一体化 CRDMO 服务，以及在偶联技术、连接子创新和高效转化上构建的难以复制的技术壁垒，形成了强大的竞争优势，使其能够深度受益于全球 ADC 行业的高速发展。
泰格医药	300347 CH	买入	RMB79.25	随着存量项目的逐渐出清和行业的复苏，国内创新药临床 CRO 业务有望出现改善。
通化东宝	600867 CH	买入	RMB11.07	考虑到通化东宝作为国内胰岛素领域的龙头企业，其业绩在 2025 年已显恢复势头，并且随着新产品的陆续上市，公司未来业绩增长潜力有望进一步提升。
固生堂	2273 HK	买入	HK\$61.84	随着公司数字化与 AI 业务转型逐渐落地，公司收入有望重新开始进入增长通道，叠加公司盈利能力的改善，我们看好公司未来的发展前景，
京东健康	6618 HK	买入	HK\$ 93.29	公司不断开放自身供应链和医疗健康服务能力，与生态上下游紧密合作，深挖相应客户需求、提升客户复购率和新用户留存率，公司保持了稳健的收入增速。
益丰药房	603939 CH	买入	RMB41.46	我们认为，从公司未来发展前景来看：1) 直营及加盟门店持续扩张，市场份额进一步提升；2) 毛利率稳步改善，费用率优化逐步显效；3) 数字化赋能带动经营效率提升，长期盈利能力具备较强支撑。
云南白药	000538 CH	买入	RMB71.80	我们认为，1) 2024 年开始，公司战略重新聚焦于核心制药业务，使得 2024 年公司净利润增速超过市场的预期，且 25E-27E 利润增速有望保持较快增长；2) 25E-27E，新兴

事业部有望进一步带动公司业务结构持续优化，带动毛利率稳步提升，我们预计 25E-27E 公司毛利率为 67.0%/ 68.0%/ 69.0%。3) 公司近几年股息率保持较高水平，2022-2024 年为 2.80%/ 4.23%/ 4.00%。我们预计较高的分红比例和股息率有望带来公司股价的重估。

马应龙	600993 CH	买入	RMB38.50
-----	-----------	----	----------

考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，我们认为享受一定估值溢价较为合理。

联影医疗	688271 CH	买入	RMB195.73
------	-----------	----	-----------

我们认为，从公司未来发展前景来看：1) 因技术进步和政策支持，医学影像市场需求大幅增加，联影医疗作为行业领先企业，受益于行业整体增长；2) 公司产品线覆盖全面，中高端产品及超高端产品收入快速增长，市占率大幅提升；3) 公司的海外业务增长潜力大，国际市场认可度提高，有望为公司业绩增长带来新的驱动力。

数据来源：公司数据，华兴证券预测。仅包括我们已经覆盖的公司。

图表 59：华兴证券医药行业覆盖公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	市值	EPS				P/E				EPS CAGR
				2026/1/9	(百万 美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024-27E
创新药														
天源药业	ADAG.O	买入	US\$21.07	US\$1.53	72	-US\$0.59	-US\$0.45	-US\$0.65	-US\$0.79	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
百济神州	6160.HK	买入	HK\$195.16	HK\$197.30	39,007	-US\$0.47	US\$0.06	US\$0.37	US\$0.58	N/A	2985	484	309	N/A
信达生物	1801.HK	买入	HK\$63.52	HK\$89.30	19,874	-RMB0.06	RMB0.50	RMB0.83	RMB1.24	N/A	162	98	65	N/A
创胜集团	6628.HK	买入	HK\$14.40	HK\$2.43	141	-RMB0.67	-RMB0.67	-RMB0.70	-RMB0.71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
再鼎医药	ZLAB.O	买入	US\$67.22	US\$18.55	2,077	-US\$2.63	-US\$1.64	US\$0.19	US\$1.71	N/A	N/A	98	11	N/A
仿制药														
翰森制药	3692.HK	买入	HK\$37.47	HK\$41.60	32,318	RMB0.74	RMB0.81	RMB0.91	RMB0.96	51	47	41	39	9%
石药集团	1093.HK	买入	HK\$10.59	HK\$9.18	13,571	RMB0.37	RMB0.46	RMB0.49	RMB0.53	25	20	19	17	13%
通化东宝	600867.SH	买入	RMB11.07	RMB8.51	2,377	-RMB0.02	RMB0.28	RMB0.37	RMB0.44	N/A	30	23	19	N/A
CRO														
泰格医药	300347.SZ	买入	RMB79.25	RMB60.19	7,390	RMB0.47	RMB1.56	RMB2.04	RMB2.90	128	39	30	21	83%
药明康德-H	2359.HK	买入	HK\$92.00	HK\$111.60	42,722	RMB3.27	RMB3.98	RMB4.62	RMB5.64	34	28	24	20	20%
药明生物	2269.HK	买入	HK\$33.40	HK\$37.06	19,654	RMB0.78	RMB0.87	RMB1.03	RMB1.20	48	43	36	31	15%
药明合联	2268.HK	买入	HK\$103.18	HK\$70.90	11,418	RMB0.89	RMB1.36	RMB2.00	RMB2.68	80	52	35	26	44%
疫苗														
康泰生物	300601.SZ	买入	RMB18.68	RMB15.95	2,540	RMB0.18	RMB0.19	RMB0.44	RMB0.77	89	84	36	21	62%
智飞生物	300122.SZ	持有	RMB25.06	RMB19.80	6,759	RMB2.03	RMB2.09	RMB2.22	N/A	10	9	9	N/A	N/A
医药流通														
上海医药-A	601607.SH	买入	RMB24.44	RMB17.88	9,455	RMB1.23	RMB1.64	RMB1.55	RMB1.51	15	11	12	12	7%
国药控股	1099.HK	买入	HK\$23.60	HK\$20.68	8,280	RMB2.26	RMB2.17	RMB2.88	RMB3.54	9	10	7	6	16%
医疗器械														
迈瑞医疗	300760.SZ	买入	RMB418.10	RMB203.68	35,214	RMB11.75	RMB13.86	RMB15.71	N/A	17	15	13	N/A	N/A
联影医疗	688271.SH	买入	RMB195.73	RMB137.41	16,149	RMB1.53	RMB2.84	RMB3.90	RMB5.25	90	48	35	26	51%
血制品														
博雅生物	300294.SZ	持有	RMB29.11	RMB23.49	1,689	RMB0.79	RMB0.98	RMB1.17	RMB1.42	30	24	20	17	22%
华兰生物	002007.SZ	买入	RMB23.30	RMB15.65	4,078	RMB0.59	RMB0.75	RMB0.89	RMB1.04	27	21	18	15	21%
互联网医药														
京东健康	6618.HK	买入	HK\$93.29	HK\$63.85	26,290	RMB1.30	RMB1.45	RMB1.77	RMB2.13	49	44	36	30	18%
平安好医生	1833.HK	买入	HK\$19.29	HK\$17.15	4,756	RMB0.07	RMB0.12	RMB0.15	RMB0.34	245	143	114	50	69%
中成药														
华润三九	000999.SH	买入	RMB45.22	RMB50.53	7,078	RMB2.62	RMB2.36	RMB2.38	RMB2.55	19	21	21	20	-1%
片仔癀	600436.SH	买入	RMB275.64	RMB172.01	14,798	RMB4.93	RMB5.09	RMB6.06	RMB7.31	35	34	28	24	14%
同仁堂	600085.SH	买入	RMB47.12	RMB32.44	6,344	RMB1.12	RMB1.35	RMB1.71	RMB2.09	29	24	19	16	23%
云南白药	000538.SZ	持有	RMB71.80	RMB57.32	14,584	RMB2.66	RMB3.02	RMB3.40	RMB3.73	22	19	17	15	12%
神威药业	2877.HK	买入	HK\$18.00	HK\$9.33	990	RMB1.36	RMB1.46	RMB1.69	N/A	8	7	6	N/A	N/A
东阿阿胶	000423.SZ	买入	RMB85.28	RMB49.94	4,586	RMB2.42	RMB2.86	RMB3.45	RMB4.14	21	17	14	12	20%
马应龙	600993.SH	买入	RMB38.50	RMB28.41	1,746	RMB1.23	RMB1.52	RMB1.80	RMB2.03	23	19	16	14	18%
医院														
海吉亚	6078.HK	买入	HK\$29.74	HK\$14.09	1,118	RMB0.95	RMB1.23	RMB1.62	RMB2.08	16	13	10	7	30%
锦欣生殖	1951.HK	买入	HK\$4.78	HK\$2.51	888	RMB0.15	RMB0.18	RMB0.22	N/A	18	15	13	N/A	N/A
线下药房														
老百姓	603883.SH	买入	RMB23.89	RMB15.33	1,659	RMB0.68	RMB0.73	RMB0.86	RMB0.93	25	23	20	18	11%
益丰药房	603939.SH	买入	RMB41.46	RMB22.21	3,840	RMB1.26	RMB1.23	RMB1.40	RMB1.56	19	20	17	16	7%
中医诊疗														
固生堂	2273.HK	买入	HK\$61.84	HK\$30.50	917	RMB1.26	RMB1.61	RMB2.00	RMB2.37	27	21	17	14	23%

数据来源：， 华兴证券预测

行业风险

- **监管的不确定性：**中国的医疗改革仍在往前推进，相应的政策变化，包括仿制药、中药产品和医疗器械的带量采购，以及 DRG/DIP 的实施，已经在很大程度上被纳入公司的估值考虑因素。如果医疗监管机构发布新的改革措施来控制成本或进一步收缩对药品销售的监管，相关公司的财务状况可能会受到影响。
- **融资活动复苏慢于预期：**医药企业，尤其是专注于创新药物研发的企业，严重依赖股权融资来资助其研发。2021 年以来，受新冠疫情和市场低迷表现的影响，行业的融资进程已大幅放缓。融资环境如维持较长时间的不利局面，将可能会影响医药公司的研发、商业化进展及财务状况。
- **药品价格下降：**虽然受带量采购和医保谈判影响导致的药品价格下降已逐渐稳定，带量采购范围的扩大仍可能会影响到竞争激烈的仿制药品种销售。此外，销售量的扩大可能不足以抵消相关产品的降价所带来的影响。这两种情况的出现都可能影响公司的业绩表现。
- **出生率下降：**近年来，中国的生育率开始下降，全国数据显示，2023 年人口仍呈净下降趋势。出生人数减少对疫苗公司的影响最大（在我们的覆盖公司中），尤其是从疫苗规划中获益的公司。人口减少也会影响医疗公司的长期增长前景。
- **宏观经济影响：**鉴于部分医疗品的可选消费品属性，比如大健康产品、OTC-TCM、疫苗等，中国经济长期低迷对消费者消费能力造成一定压力，可能会削弱其销售额，从而对公司的财务业绩产生负面影响。

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。