

中国医药

2026 展望：板块行情或将分化，关注个股机会

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今（11 月 21 日）累计上涨 62.8%，跑赢 MSCI 中国指数 32.2%。近期，医药板块有所回调（MSCI 中国医疗指数 10 月初至 11 月 21 日回调 8%），我们认为主要是由于投资人在年底进行获利了结，以及部分创新药企业的估值和 BD 预期较高，BD 交易落地后不及预期的影响。我们预期，在行业估值已经大幅修复的基础上，2026 年医药行业较难出现普涨的机会，然而部分个股存在估值和业绩修复的机会，例如医疗服务、制药、CXO 等个股。

- **创新药出海 BD 交易爆发，管线推进将带来更大价值增量。**截至 2025 年 10 月底，中国创新药出海 license-out 交易披露首付款达到 63 亿美元（+53% YoY），已超 2024 全年。MNC 对中国创新管线关注升温，据医药魔方，2025 年前 9 个月，TOP MNC 的中国引进交易数量/金额占比达 20%/ 39%。同时，MNC 现金流仍旧充裕，截至 3Q25，TOP MNC 的平均在手现金为 108 亿美元，并且有充足的自由现金流，足以支撑持续并购或资产引进。展望 2026 年，我们认为，中国创新药出海 BD 趋势仍将延续。但考虑到市场预期的 price-in 及管线的成熟度，我们将更加关注已授权管线的海外临床推进。原因是：1）临床推进的确定性较高，将成为股价上涨的催化剂，2）管线长尾价值（里程碑+销售分成）远超首付款。
- **医药研发需求复苏，带动 CXO 行业景气度提升。**医药研发需求在 2025 年开启复苏。据医药魔方的数据，3Q25 中国创新药融资同比大增 444%，全球创新药融资总额在 3Q25 也恢复正增长（+8.6%）。我们认为，伴随美联储持续降息及 MNC 研发支出回暖（1H25 +5.3%），全球研发需求有望复苏。深度参与全球医药研发产业链的中国 CXO 公司已感受到全球需求的增长。例如，药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 41.2%；康龙化成前三季度新签订单同比增长超过 13%。
- **医疗器械集采仍在继续，IVD 的拐点尚不明确。**2023 年以来，医疗器械集采加速扩围。由于各细分领域集采节奏存在差异，不同板块的业绩表现亦呈现明显分化。1）高值耗材：我们认为，集采冲击边际减弱，骨科步入“后集采”修复阶段；血管介入等扩围板块需重点关注“复活规则”及“反内卷”政策落地对盈利能力的重塑。2）医疗设备：我们认为，设备更新需求驱动招标市场阶段性高景气（3Q25 器械招标市场 +~30% YoY）。由于收入确认滞后，强劲招标表现有望支撑 4Q25 设备板块继续复苏。展望 2026 年，设备更新政策作为三年期规划仍将对需求形成一定支撑，但受高基数影响，增速或将放缓。3）IVD：受集采及 DRG/DIP 2.0 控费双重挤压，行业呈“量价齐跌”态势（1H25 国内 IVD 市场-5% YoY）。我们预计 2026 年下行压力虽因基数效应有所缓和，但拐点仍难判断，具备全球化能力龙头企业的海外业务或将成为关键增量。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值	目标价	上行/	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			(百万美元)	(LC)	下行空间	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
三生制药	1530 HK	买入	9,244.9	37.58	27%	24.7	23.6	2.4	2.2	0.1	0.1
固生堂	2273 HK	买入	891.2	44.95	58%	11.5	9.0	2.6	2.5	0.2	0.3
巨子生物	2367 HK	买入	5,270.4	53.89	41%	17.5	14.8	3.0	2.6	0.2	0.2
药明合联	2268 HK	买入	10,394.7	74.00	10%	36.4	27.7	7.1	5.5	0.2	0.2
信达生物	1801 HK	买入	20,338.4	110.62	20%	32.2	48.3	5.2	4.6	0.2	0.1
中国生物制药	1177 HK	买入	16,489.1	9.40	37%	28.4	25.7	2.1	1.9	0.1	0.1

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

优于大市
(维持)

中国 医药 行业

武煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA
huangbenchen@cmbi.com.hk

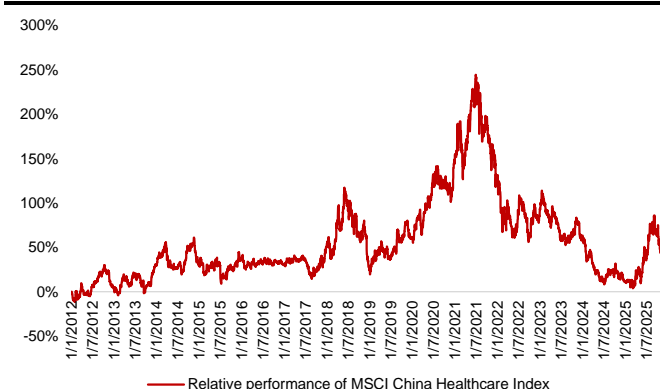
王银朋
(852) 3657 6288
andywang@cmbi.com.hk

王云逸
(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

医药板块行情或将分化，关注个股机会

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今（11 月 21 日）累计上涨 62.8%，跑赢 MSCI 中国指数 32.2%。近期，医药板块有所回调（MSCI 中国医疗指数 10 月初至 11 月 21 日回调 8%，我们认为主要是由于投资人在年底进行获利了结，以及部分创新药企业的估值和 BD 预期较高，BD 交易落地后不及预期的影响。我们预期，在行业估值已经大幅修复的基础上，2026 年医药行业较难出现普涨的机会，然而部分个股存在估值和业绩修复的机会，例如医疗服务、制药、CXO 等个股。

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 11 月 21 日

图 2: MSCI 中国医疗保健指数历史动态 PE



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 11 月 21 日

创新药板块在 2025 年至今经历了大幅上涨，主要驱动因素是创新药管线的出海授权。根据 Wind 数据库，在中信证券行业分类下，港股生物医药板块表现突出，年初至今（截至 2025 年 11 月 20 日）平均涨幅达到 129%。然而，考虑到估值和预期的因素，我们认为，仅 BD 交易落地较难成为持续推动创新药板块上涨的催化剂。由于创新药管线的核心价值体现并不是在 BD 交易的首付款，而是在持续临床和商业化推进之后的里程碑和销售分成，我们认为，未来已授权的创新药管线在海外的临床和商业化的推进将成为创新药板块更为重要的催化剂。

由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖。叠加美国降息，CXO 行业有望在 2026 年继续业绩修复。

由于医保控费的压力以及国内宏观环境疲软，医疗服务在 2025 年至今表现较弱。我们认为，部分个股的估值已经较为吸引，建议投资人关注业绩增长健康、股息率吸引的个股。

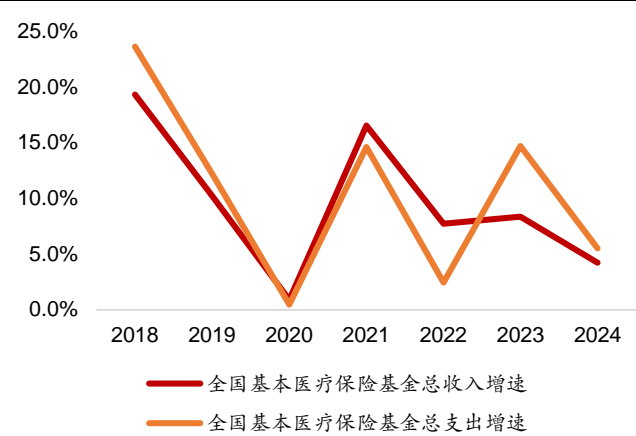
医疗器械板块仍然在消化集采的影响，特别是 IVD 板块。设备更新对于医疗设备企业的业绩有所拉动，但是并不明显，主要由于设备从招标到采购落地的周期拉长。海外市场是医疗器械企业最重要的增长突破点。

医保基金收支压力凸显，本土医疗需求疲弱

2024 年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为 3.49 万亿元、2.98 万亿元，收入总额仍然超过了支出总额，医保基金当年仍有结余。然而，医保基金收入增速

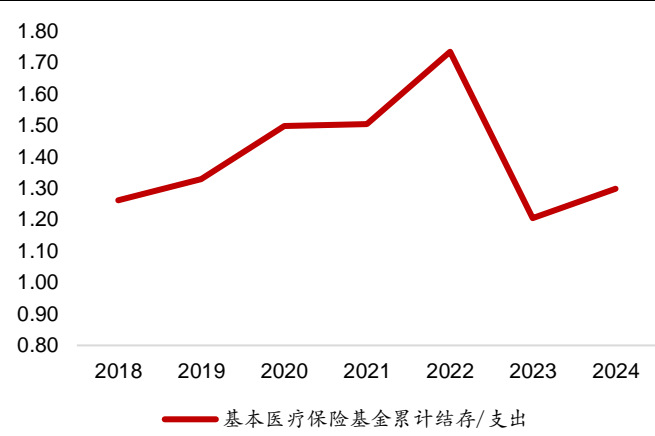
不及支出增速，长期收支压力仍然较大。2024 年，基本医疗保险（含生育保险）基金收入同比仅增长 4.2%（vs 2023 年+8.3%），基金支出增速连续第二年超过收入增速，全年基金支出同比增加 5.5%（vs 2023 年+14.7%）。

图 3: 全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 4: 医保基金年度结余/支出

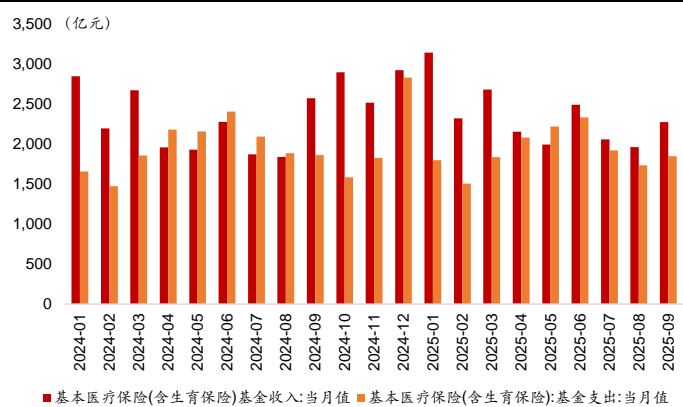


资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

2025 年 1-9 月基本医疗保险（含生育保险）统筹基金累计收入同比增长 4.6%，而累计支出同比下滑 1.7%，基本医疗保险（含生育保险）基金累计结余实现正增长。从中长期来看，由于人口老龄化的长期趋势，医疗需求较为刚性。尽管短期内医保支出因 DRG2.0 落地执行等因素有所波动，但长远来看，我们仍预期医保支出将保持增长趋势。

我们认为，医保监管趋严不可避免，行业合规程度逐步提升，对于院内产品来说，符合“创新、刚需、医保”三个特征的药品、器械的表现有望好于行业整体。

图 5: 2024 年全国基本医疗保险统筹基金当月收入及支出



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 6: 全国基本医疗保险统筹基金累计收入及支出增速



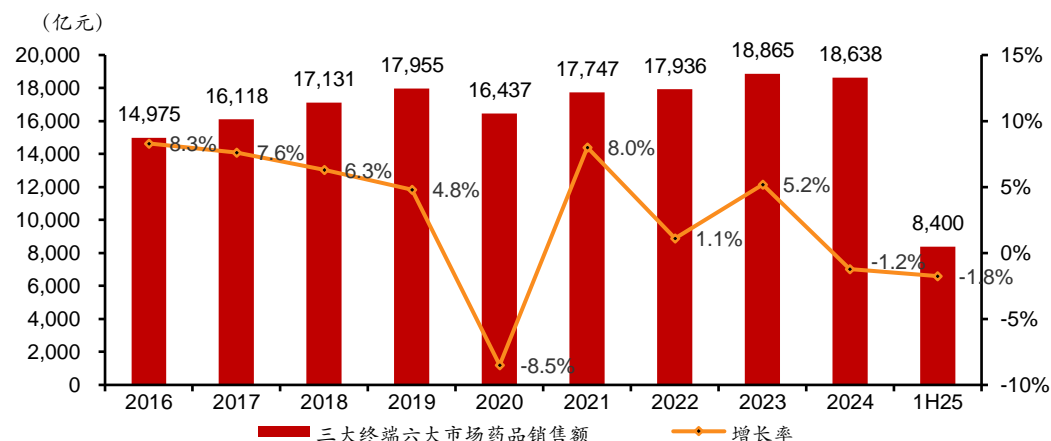
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

注：2024 年起基本医疗保险基金收入和支出增速为统筹基金口径

在医保基金给付压力的背景下，叠加挑战的宏观环境，中国医疗需求较为疲弱，体现在药品零售额微降，以及医药制造业营收和利润累计同比下降。

米内网数据显示，中国三大终端六大市场的药品合计销售额在 2024 年下滑了 1.2%，2025 上半年继续下降 1.8%，反映出药品市场受医保控费、集采、强监管等政策因素，以及宏观经济环境等多重因素的影响。2025 上半年中国三大终端六大市场的销售额超过 8,400 亿元，其中化学药占比超过 60%，中成药占比超过 24%，生物药占比升至 15%。

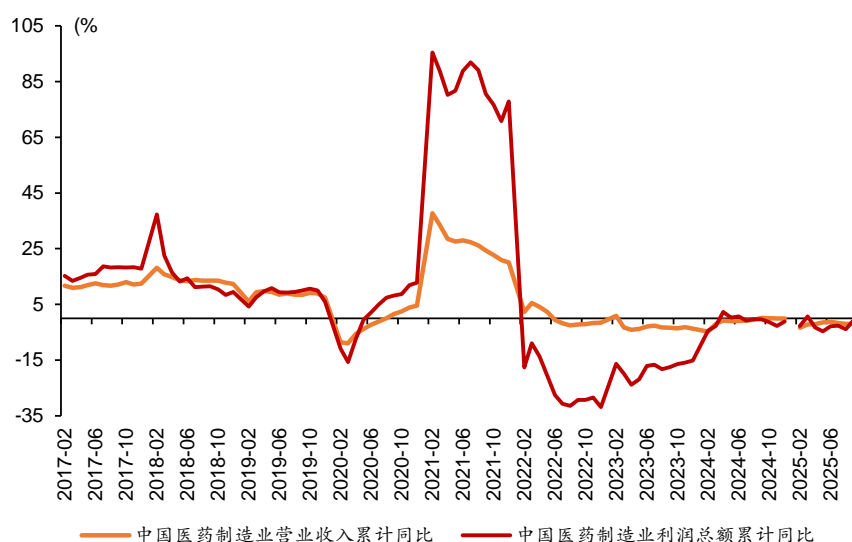
图 7: 中国药品销售额



资料来源：米内网，招银国际环球市场

2025 年前 9 个月，中国医药制造业营业收入累计同比下降 2.0%，利润总额累计同比下降 0.7%。医药制造业的营收和利润自 2022 年以来连续下滑，体现了疫情后行业整体需求持续疲弱。

图 8: 中国医药制造业营收和利润累计同比



资料来源：WIND，招银国际环球市场

由于本土需求疲弱，企业纷纷探索出海的增长机会。创新药板块的出海路径主要是通过 BD 合作授权给海外药企，从而获得首付款、里程碑以及海外销售分成。医疗器械则更加依赖自主出海，并且海外市场覆盖更加分散，不仅局限于欧美，也覆盖亚太、拉丁美洲、俄罗斯等多元化的市场。部分医疗服务企业也在积极探寻在东南亚、香港等地的并购出海机会。

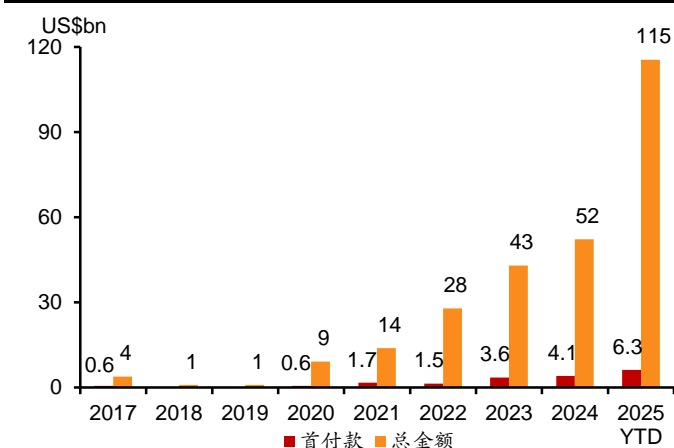
创新药出海 BD 交易爆发，管线推进将带来更大价值增量

创新药出海交易成为主流，贡献可观收入

由于国内药品市场增长乏力，药企纷纷加大在出海 BD 交易方面的努力。中国创新药研发成本低、效率高，基于多年的研发积累，中国创新药出海交易规模快速增长。2024 年，中国创新药出海 license-out 交易披露总交易金额达 523 亿美元，总体首付款达到 41 亿美元（同比增长 16%）。出海交易规模在 2025 年进一步爆发，截至 10 月底，总交易金额和首付款均已超过 2024 年，其中首付款达到 63 亿美元（同比增长 53%）。

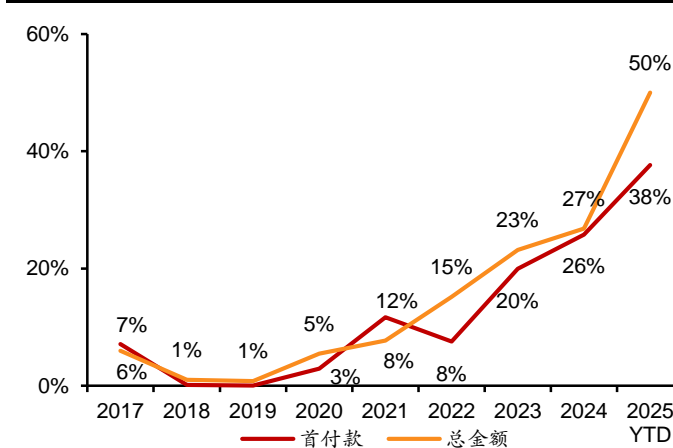
2020 年以来，中国创新药出海交易的数量、总交易金额、首付款金额逐年增长，体现了中国创新药持续增强的全球竞争力。中国创新药出海交易占全球的比重也在显著增长，截至 10 月底，年内总交易金额和首付款占全球同期的 38% 和 50%，显著高于 2020 年的 5% 和 3%。

图 9：中国创新药出海交易规模



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场；注：2025 YTD 指截至 2025 年 10 月底

图 10：中国创新药出海交易规模占全球的比重



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场；注：2025 YTD 指截至 2025 年 10 月底

整体交易规模增长的同时，单笔交易规模也持续创新高，体现了中国创新药研发的质量不断提升。2025 年前 11 个月，按照首付款计算，全球 Top20 授权交易中有 6 个来自中国企业。2025 年内，中国出海的重磅交易包括三生制药将其 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 以 12.5 亿美元的首付款授权给辉瑞，以及信达生物将其 PD-1/IL2 双抗 IBI363 的部分权益以及另外两款产品以 12 亿美元的首付款授权给武田。

此外，资本市场对于 BD 授权交易的理解也在逐步变化。首先，更加看重交易的首付款规模而不是整体交易金额。主要由于首付款能够立刻实现价值，而里程碑付款、销售分成等属于高风险的远期收益。首付款金额也能在很大程度上体现合作方对于管线机制的认可。其次，资本市场更加赞赏与 MNC 而非 NewCo 或者 Biotech 的合作。主要由于，MNC 能够在一定程度上更快的推进临床，从而更好地释放管线的商业价值。并且，MNC 资金实力雄厚、研发资源丰富、商业化能力强，有助于管线价值得到最大化的体现。另外，NewCo 的合作模式往往面临二次 BD 的挑战，从而给管线的价值实现带来更多的不确定性。

我们认为，由于创新药开发高风险、长周期的典型特征，授权品种的长期收益将主要来源于里程碑付款和销售额分成。因此，相较于首付款，我们认为授权品种的海外开发和商业化价值挖掘将是更重要的价值来源。

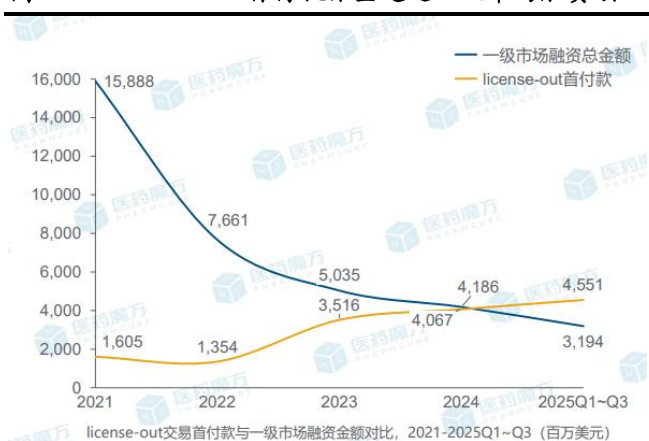
图 11: 2025 年全球药品授权交易 Top20（按照首付款金额排序）

交易时间	转让方	受让方	项目名称	交易类型	总金额 (百万)/美元	首付款 (百万)/美元
2025-06-02	BioNTech	Bristol-Myers Squibb	pumitamig (PDL1/VEGF-A)	合作	11,100	1,500
2025-03-12	Zealand Pharma	Roche	petrelintide (amylin 类似物)	合作; 许可	5,300	1,400
2025-05-20	三生制药	Pfizer	SSGJ-707 (PD1/VEGF-A)	许可; 投资	6,200	1,250
2025-10-21	信达生物	Takeda Pharma	IBI363 (PD1/IL2); IBI343 (CLDN18.2 ADC); IBI3001 (B7-H3/EGFR ADC)	合作; 期权; 许可; 投资	11,400	1,200
2025-08-25	百济神州	Royalty Pharma	塔拉妥单抗 (DLL3/CD3)	许可	950	885
2025-07-10	Ichnos Glenmark Innovation	AbbVie	ISB 2001 (BCMA/CD3/CD38)	许可	1,925	700
2025-03-20	Dren Bio	Sanofi	DR-0201 (NA/CD20)	资产收购	1,900	600
2025-07-28	恒瑞医药	GSK	其他 11 个项目; HRS-9821 (PDE3/4)	许可; 期权	12,500	500
2025-06-10	Philochem	RayzeBio	68Ga-RYZ711 (68Ga 标记的 PET 药物); 255Ac-OncoACP3 (225Ac 标记的放射性药物)	许可	1,350	350
2025-03-03	Gubra	AbbVie	GUB014295 (AMYR 激动剂; CALCR 激动剂)	许可	2,225	350
2025-05-14	Adarx Pharmaceuticals	AbbVie	siRNA therapeutics	合作; 期权		335
2025-06-03	Camurus	Eli Lilly	long-acting incretin; FluidCrystal technology	合作; 许可	870	290
2025-03-11	Ionis Pharmaceuticals	Ono Pharmaceutical	sapablursen (TMPRSS6 反义疗法)	许可	940	280
2025-01-11	Leo Pharma	Gilead Sciences	LP0208 (STAT6 抑制剂)	许可	1,700	250
2025-10-15	Omeros	Novo Nordisk	zaltenibart (MASP1)	资产收购	2,100	240
2025-09-02	IDEAYA Biosciences	Servier	darovasertib (PKC 抑制剂)	许可; 合作	530	210
2025-03-25	恒瑞医药	Merck & Co.	HRS-5346 (lipoprotein(a)抑制剂)	许可	1,970	200
2025-09-02	Arrowhead Pharmaceuticals	Novartis	ARO-SNCA; RNAi Molecule for additional collaboration targets	许可	2,200	200
2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	UBT251 (GIP/GLP-1/GCG)	许可	2,000	200
2025-05-14	Septerna	Novo Nordisk	SP-2297 (GIP/GLP-1/GCG)	合作; 许可	2,200	200

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场；注：截至 2025 年 11 月 24 日

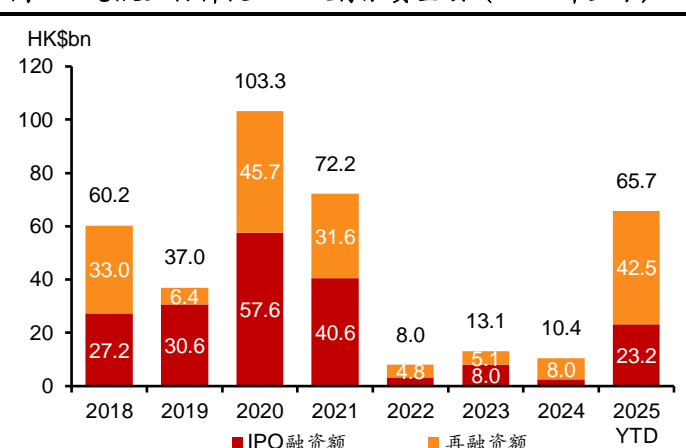
根据医药魔方的统计，2025 年前三季度，中国创新药的 License-out 获得的首付款金额为 45.5 亿美元，超过了一级市场融资金额（31.9 亿美元）。同时，受到创新药持续出海 BD 的利好刺激，创新药板块大涨，尤其是港股市场。2025 年前 11 个月，港股生物科技 IPO 以及再融资金额已经达到 657 亿港元，大幅超过过往三年（2022-2024）105 亿元的均值。因此，中国创新药企的资金情况显著改善，将带动行业研发投入-出海 BD 的正循环。

图 12: License-out 首付款体量超过一级市场融资额



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场; 注: 一级市场融资额不包含 IPO

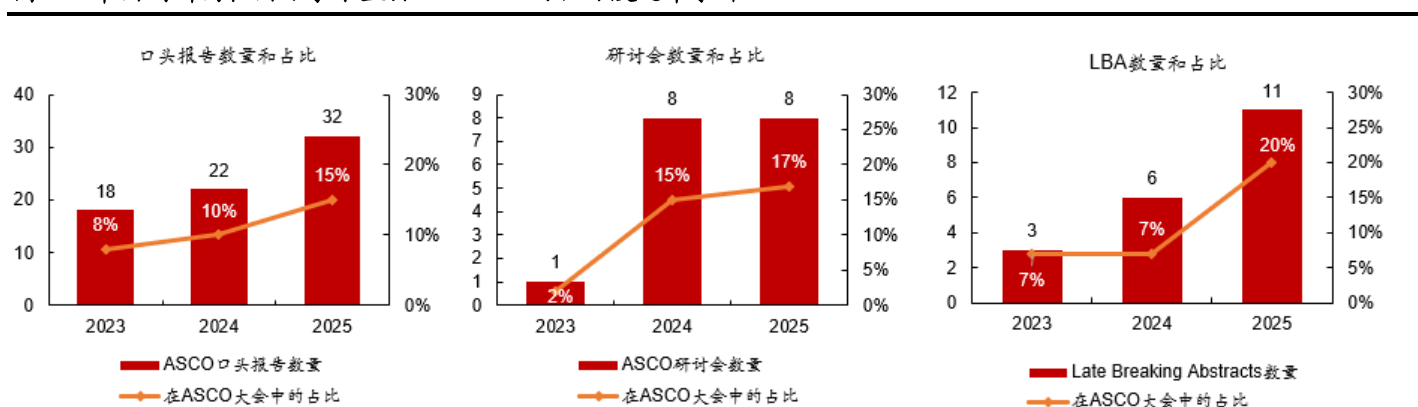
图 13: 港股生物科技 IPO 及再融资金额 (2018 年至今)



资料来源: Wind, 招银国际环球市场; 注: 截至 2025 年 11 月 24 日

中国创新药出海爆发主要得益于中国创新药研发的高效和低成本优势, 以及逐渐提升的创新药研发质量。据麦肯锡的统计 ([链接](#)), 在确定靶点到申请 IND 的药物发现阶段, 中国创新药企可以比国际同行快 2~3 倍的速度推进, 在 fast-follow 型小分子药物上甚至可以实现 50%~70% 的复合加速, 成本仅为全球最佳实践的 1/3~1/2。此外, 在临床开发阶段, 中国创新药企相较于国际同行, 可以以 2~5 倍的速度招募患者, 代谢适应症临床实验中甚至可以达到全球平均水平的 8.9 倍; 每位患者的成本不及欧美的 1/2。中国所特有的庞大的人口基数、数量众多的临床研究中心、充足的人才供应, 以及一站式规模化的 CRO/CDMO 生态系统, 为中国创新药研发的加速度和低成本优势提供了基础。中国创新药的研发亦获得越来越多的国际认可, 例如, 中国创新药企在全球肿瘤学领域大会 ASCO 的口头汇报、LBA 汇报和研讨会的数量亦在逐年增加。我们持续看好中国创新药的长远发展。

图 14: 中国创新药在国际学术盛会 ASCO 上的认可度逐年攀升



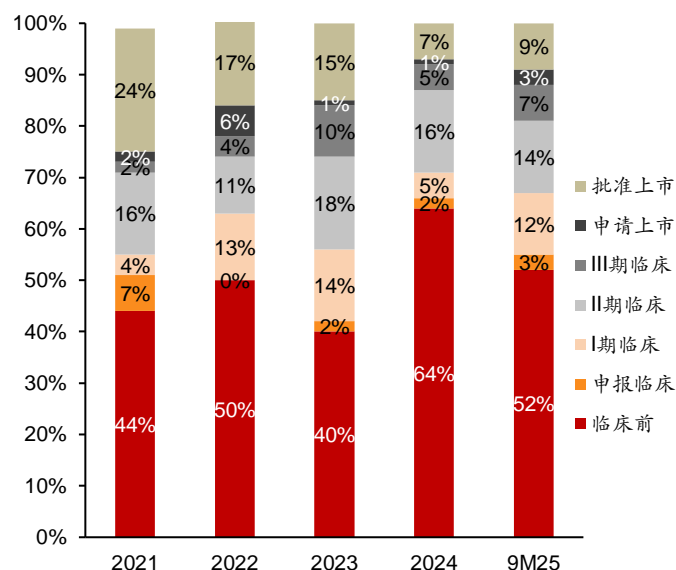
资料来源: ASCO, 招银国际环球市场

盛世之下, 也有隐忧。2025 年前 10 个月, 中国创新药出海交易中, 首付款占交易总额的比例约为 5.5%, 这体现了大部分出海授权项目仍处于早期阶段, 交易中里程碑付款的实际兑现率将处于较低水平。根据医药魔方的统计, 在 2025 年前三季度, 中国 license-out 交易项目当中约 52% 的项目处于临床前阶段。与此同时, 由于专利悬崖、IRA 等带来的近期收入压力, MNC 对于购买外部管线的更大诉求是解决近期产品断档问题, 因此大型并购交

易频频出现。可惜的是，由于中国创新药研发的积累时间较短，管线偏早期，往往在大型并购或者 BD 交易当中缺席。

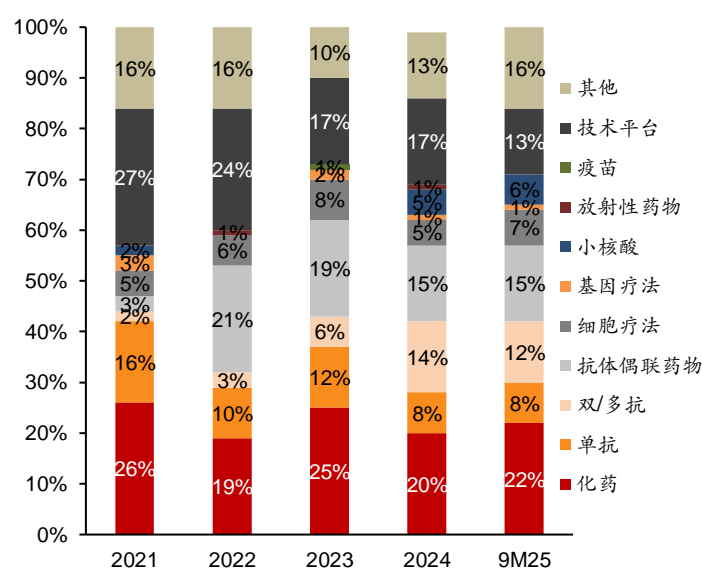
我们认为，随着 BD 交易以及资本市场融资复苏带来企业资金情况的显著改善，中国药企“卖青苗”的压力将显著减少，从而将有更大的耐心和资本等待管线成熟，以在更偏后期的研发阶段收获更高的交易对价。

图 15: 中国对外授权交易项目研发阶段 (2021-9M25)



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

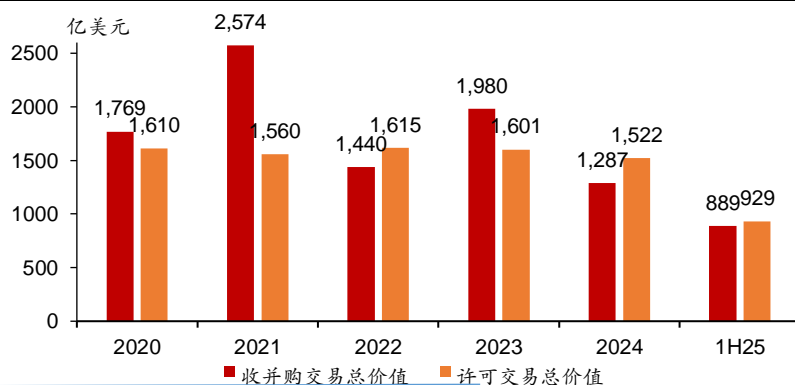
图 16: 中国对外授权交易项目分子类型 (2021-9M25)



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

对外授权许可以及被并购是中国创新药出海的主要方式，全球相关交易市场规模均超过千亿美元。根据 IQVIA 统计，2024 年全球生命科学领域的所有收并购总交易价值（包括或有对价）为 1,287 亿美元，许可交易潜在价值总额为 1,522 亿美元；全球许可交易潜在价值总额多年维持在 1,500 亿美元以上。根据 IQVIA 的统计，2025 年上半年，全球收并购总交易价值为 889 亿美元，同比持平；同期，许可交易总金额达到 929 亿美元，同比增长 37%，然而许可交易数量同比下降 2%，体现了平均单笔交易价值的提升。

图 17: 2020-2024 年全球收并购交易及许可交易总价值



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 18: 2025 年全球医药领域 TOP15 并购交易

被收购方	收购方	交易金额(百万美元)	公告时间	核心资产/技术平台
Exact Sciences	Abbott	21,000	2025-11-20	结直肠癌筛查、精准肿瘤学、液体活检等产品
Avidity Biosciences	Novartis	12,000	2025-10-26	delpacibart braxlosiran (TfR1 抗体偶联寡核苷酸, siRNA, III 期临床)
Verona Pharma	Merck & Co.	10,000	2025-07-09	Ensifentrine (PDE3/4, II 期临床)
Blueprint Medicines	Sanofi	9,500	2025-06-02	BLU-808 (c-Kit 抑制剂, II 期临床)
Cidara Therapeutics	Merck & Co.	9,200	2025-11-14	CD388 (neuraminidase Fc 偶联药物, III 期临床)
Metsera	Pfizer	9,200	2025-09-22	MET-097 (GLP-1, II 期临床) MET-233i (胰淀素, I 期临床)
Merus	Genmab	8,000	2025-09-29	Petosemtamab (EGFR/LGR5 bsAb, III 期临床)
Akero Therapeutics	Novo Nordisk	5,200	2025-10-09	Efruxifermin (FGF21, III 期临床)
SpringWorks Therapeutics	Merck KGaA	3,900	2025-04-28	Nirogacestat (γ -secretase 抑制剂, 批准上市)
89Bio	Roche	3,500	2025-09-18	Pegozafermin (FGF21, III 期临床)
Halda Therapeutics	Johnson & Johnson	3,050	2025-11-17	HLD-0915 (AR/BRD4 RIPTAC, I/II 期临床)
Avadel Pharmaceuticals	Lundbeck	2,415	2025-11-14	Valiloxybate (GABAB receptor 激动剂, II 期临床)
VarmX	CSL	2,205	2025-09-16	VMX-C001 (重组 factor Xa, I 期临床)
Capstan Therapeutics	AbbVie	2,100	2025-06-30	CPTX2309 (CAR T 细胞疗法, I 期临床)
Bp Asset IX	GSK	2,000	2025-07-07	efimosfermin alfa (FGF21, II 期临床)

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场。注：截至 2025 年 11 月 24 日

MNC 对中国创新管线的关注度持续上升。根据医药魔方的统计，2025 年前三季度，TOP MNC 从中国引进交易数量占全球总数量的 20%，交易金额占比达到 39%。可以说，中国资产已经成为 MNC 的“兵家必争之地”。然而，我们需要关注的是，MNC 在 2025 年经历了多个大型并购交易之后，手里的现金情况。截至 2025 年第三季度，TOP MNC 的平均在手现金为 108 亿美元，平均资产负债率为 32%。根据彭博一致预期，TOP MNC 在 2025 年的平均自由现金流将达到 118 亿美元。全球跨国大药企的资金储备足以支撑其持续的并购或资产引进。

图 19: 跨国大药企现金及负债情况

百万美元	市值 2025.11.24	在手现金 (截至 3Q25)	2025 年自由现金流 (BBG)	资产负债率 % (总负债/总资产)	净负债/股东权益 %
礼来	1,001,823	9,914	12,847	37	137
强生	491,255	18,562	22,170	24	34
艾伯维	417,598	5,671	18,091	51	N/A
罗氏	317,372	15,142	16,994	35	64
阿斯利康	280,766	8,182	10,833	29	53
诺华	268,868	9,753	15,944	30	50
默克	242,643	18,214	19,162	32	45
诺和诺德	209,855	5,132	7,325	20	40
安进	181,759	9,445	8,930	61	469
吉利德	157,120	9,354	10,614	43	73
辉瑞	142,370	14,984	15,263	30	50
赛诺菲	122,082	10,471	8,596	17	17
葛兰素史克	95,573	4,450	6,534	29	92
百时美施贵宝	94,154	16,908	13,914	53	184
再生元	79,445	18,729	5,177	7	-52
德国默克	56,282	3,438	3,253	24	32
武田	45,098	4,613	4,269	32	56
均值		10,762	11,760	32%	84%*

资料来源：彭博，招银国际环球市场。注：*剔除艾伯维影响。

展望 2026 年，我们认为，中国创新药出海 BD 的趋势仍将延续，出海管线将更加多样化，包括分子形式、覆盖适应症。然而，考虑到市场预期的 price-in 以及管线的成熟度，我们将更加关注已授权管线在海外的临床推进。原因是：1) 临床推进的确定性较高，将成为股价上涨的催化剂，2) 最终的价值实现仅少部分来自授权交易的首付款，绝大部分仍需依靠品种的商业化成功带来的里程碑付款和销售分成。例如，三生制药可能收益于辉瑞对于 707 (PD-1/VEGF) 的快速临床推进。

医药研发需求复苏，带动 CXO 行业景气度提升

中国的医药研发需求在波动中维持了增长势头，并在 2025 年开启景气度复苏的通道。我们认为，景气度复苏主要由于以下三个原因：

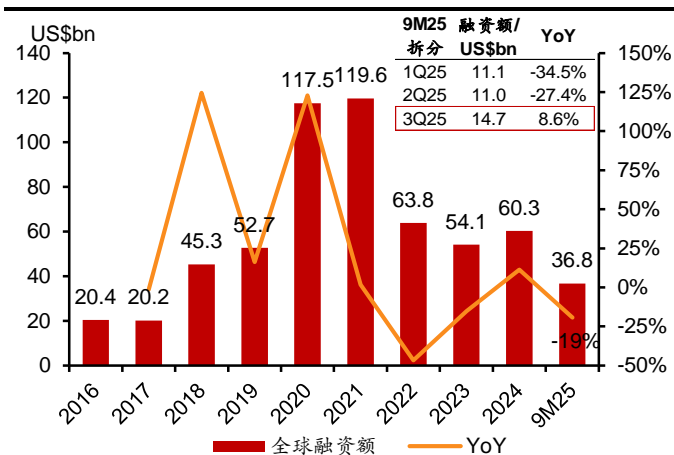
1) 新冠疫情后，中国大型药企和 biotech 的研发支出维持健康增长，CXO 公司的 capex 支出下滑趋势则在 1H25 出现明显反转。

2) 中国创新药出海交易在 25 年进一步爆发，为药企带来显著的增量资金。今年前 10 个月，本土创新药出海总交易金额和首付款占全球同期交易规模的 38%和 50%，显著高于 2020 年的 5%和 3%。

3) 中国创新药出海热潮驱动国内创新药融资额的复苏。2024 年，中国创新药融资同比大幅减少 44%至 64 亿美元，仅相当于新冠疫情高峰时的 18%。然而，进入 2025 年，伴随着中国创新药出海交易的热潮，资本市场的情绪被再度点燃。根据医药魔方的数据，3Q25，中国的创新药融资同比大增 444%。同时，受到创新药持续出海 BD 的利好刺激，创新药板块大涨，尤其是港股市场。年初至今，港股生物科技 IPO 以及再融资金额已经达到 657 亿港元。因此，中国创新药企的资金情况显著改善，将带动行业研发投入-出海 BD 的正循环。

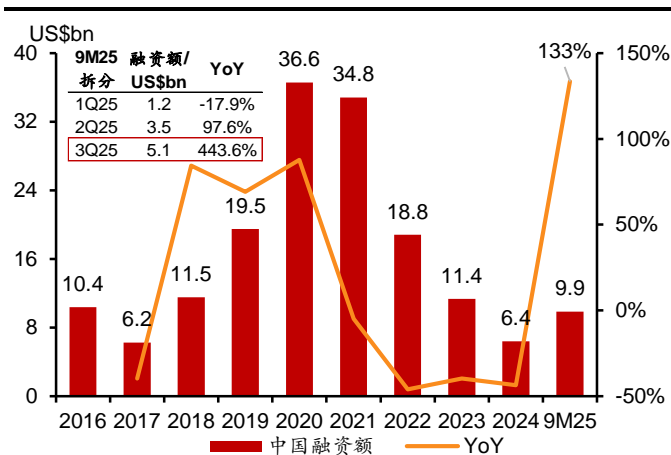
根据医药魔方的数据，2024 年全球创新药融资总额为 603 亿美元，同比增长 11%，是新冠疫情后首次恢复正增长。2025 年，受到全球地缘环境以及美联储降息节奏的影响，前九个月的全球创新药融资同比下降 19%，但 3Q25 的融资额已恢复正增长（+8.6%）。我们认为随着美联储开启降息周期，全球创新药融资将有望持续复苏，将推动全球 biotech 行业的研发需求增长。

图 20: 全球创新药融资额



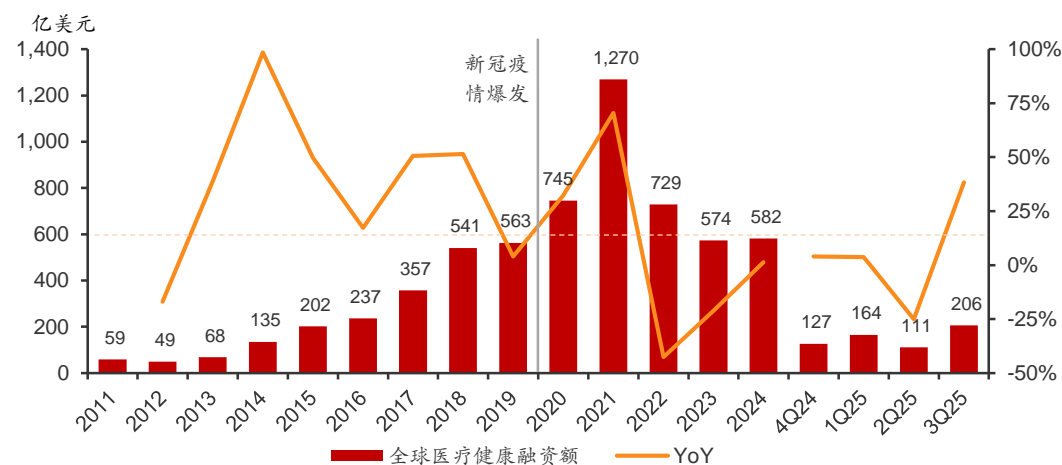
资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

图 21: 中国创新药融资额



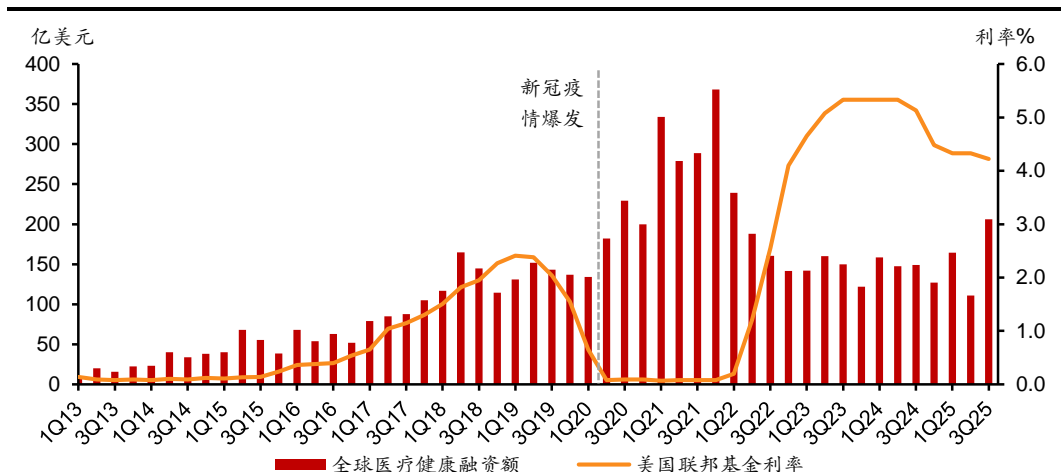
资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

图 22: 全球医疗健康融资额（年度）



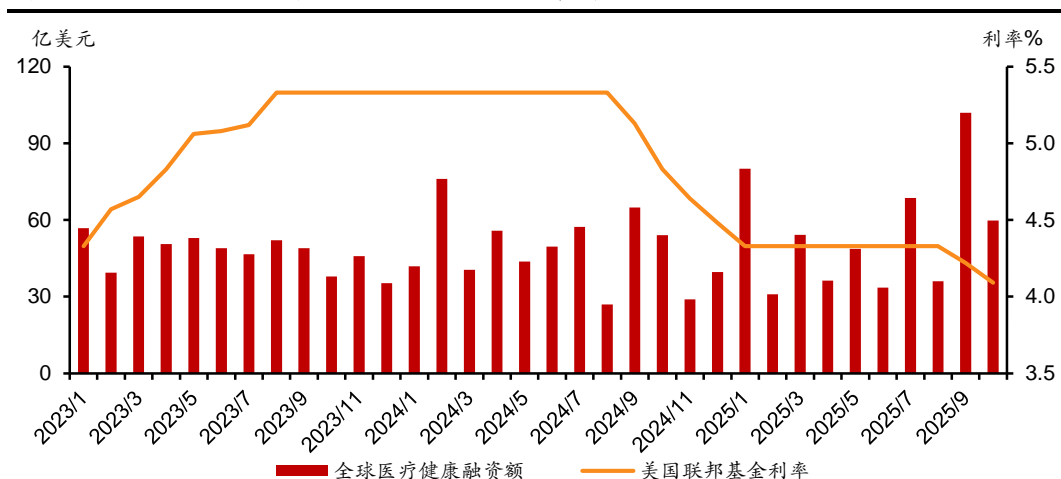
资料来源：动脉橙，招银国际环球市场

图 23: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率 (季度)



资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

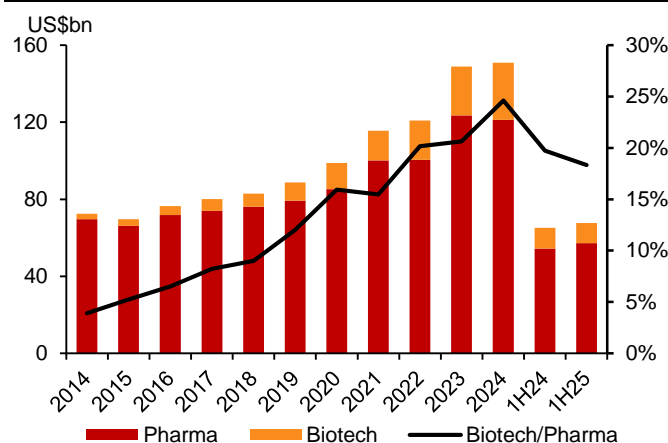
图 24: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率 (月度)



资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

除了融资金额，药企的研发投入也是驱动全球医药研发重要的资金来源。大药企仍是全球医药研发的主要投入来源。历史数据体现，大药企的研发投入持续增长。我们整理了全球具有代表性的 10 家跨国药企的研发费用，2023 年这些企业的研发费用合计达到 1,235 亿美元，同比增长 22.8%，远远高于 2010-2023 年 4.4% 的 CAGR。虽然大药企的研发投入受到 IRA 以及新冠疫情后收入增速放缓的影响，研发投入在 2024 同比减少了 1.9%，但 1H25 的合计研发支出已恢复正增长 (+5.3% YoY)。大药企的研发投入金额绝对值目前仍远高于 biotech 公司，可以对冲 biotech 融资额的波动，是全球医药研发需求的压舱石。

图 25: 全球主要 MNC 药企和 biotech 历年研发费用

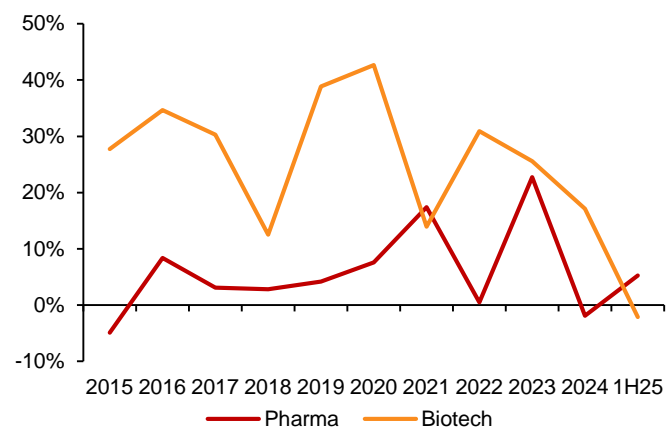


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：图中数据包含 10 家 MNC 药企和 10 家 biotech 公司。10 家 MNC 药企为：Pfizer (PFE US, 买入)、J&J (JNJ US, 未评级)、Roche (ROG SW, 未评级)、Novartis (NOVN SW, 未评级)、GSK (GSK LN, 未评级)、Sanofi (SAN FP, 未评级)、AstraZeneca (AZN LN, 未评级)、Eli Lilly (LLY US, 未评级)、Novo Nordisk (NVO US, 未评级)、Merck & Co (MRK US, 未评级)。10 家 biotech 公司为：Regeneron (REGN US, 未评级)、Moderna (MRNA US, 未评级)、Alnylam (ALNY US, 未评级)、Incyte (INCY US, 未评级)、Genmab (GMAB US, 未评级)、Beigene (ONC US, 买入)、BioNtech (BNTX US, 未评级)、Neurocrine (NBIX US, 未评级)、Sarepta (SRPT US, 未评级)、Ionis (IONS US, 未评级)。

下同。

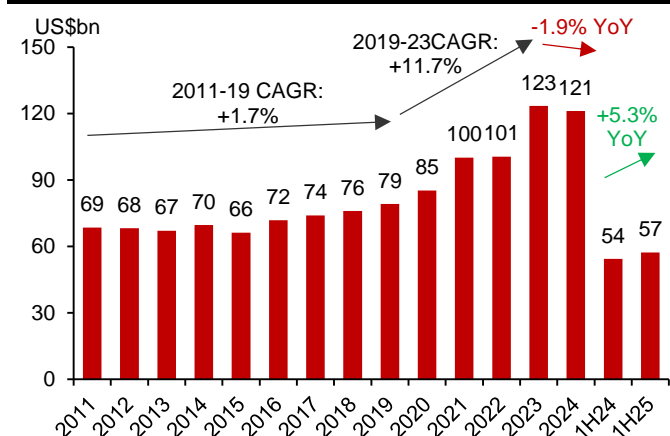
图 26: 全球主要 MNC 药企和 biotech 历年研发费用增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

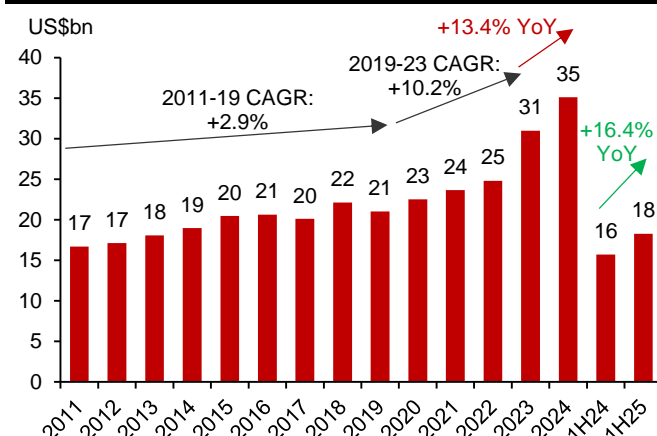
全球大型药企、biotech 和 CXO 构成了全球医药研发产业链的核心。这些公司在新冠疫情期间均大幅度提高了 R&D 和 capex 支出，用于药物研发、生产以及相关实验室和厂房的建设。新冠疫情后，R&D 和 capex 支出短期退坡，但仍维持在历史高位，特别是大型药企的支出在 1H25 出现明显复苏。

图 27: 全球 10 家主要 MNC 药企合计研发费用



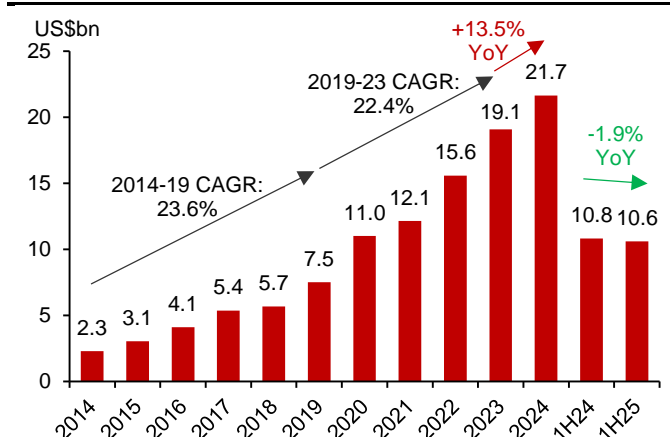
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 28: 全球 10 家主要 MNC 药企合计资本开支



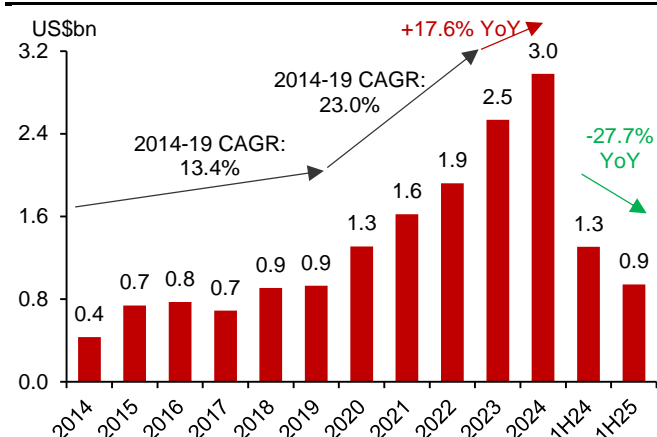
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 29: 全球 10 家头部 biotech 公司合计研发费用



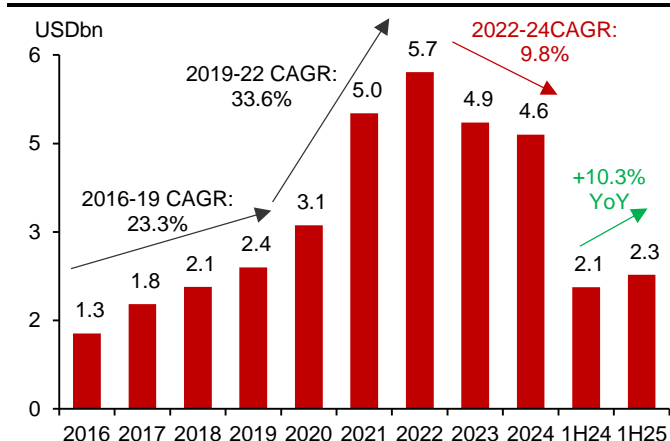
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 30: 全球 10 家头部 biotech 公司合计资本开支



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 31: 全球 5 家头部 CXO 公司合计资本开支

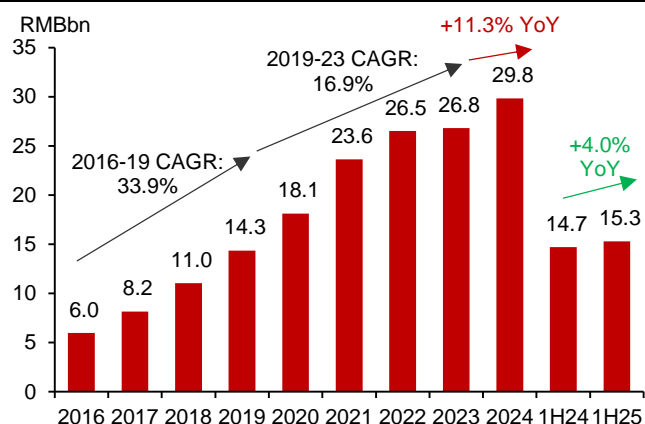


资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 图中包含的 5 家 CXO 公司为: Samsung Bio (207940 KS, 未评级)、Charles River (CRL US, 未评级)、Lonza (LONN SW, 未评级)、Thermo Fisher (TMO US, 买入)、LabCorp (LH US, 未评级)。

类似海外的趋势，国内大型药企、biotech 和 CXO 在新冠期间快速提高 R&D 和 capex 支出。新冠疫情后，中国大型药企和 biotech 的 R&D 支出仍维持增长，但 capex 支出持续下滑。然而，CXO 公司的 capex 支出下滑的趋势在 1H25 出现反转，我们认为这与海外同行的趋势同步，反映了全球 CDMO 需求的复苏，以及中国在全球 CDMO 行业持续抢夺份额。

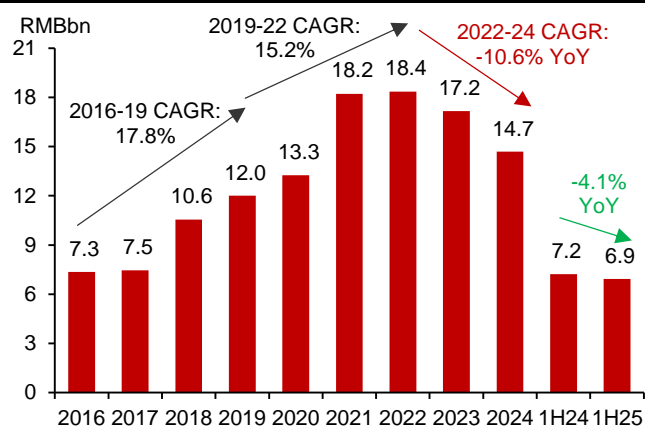
图 32: 中国 10 家大型药企合计 R&D 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

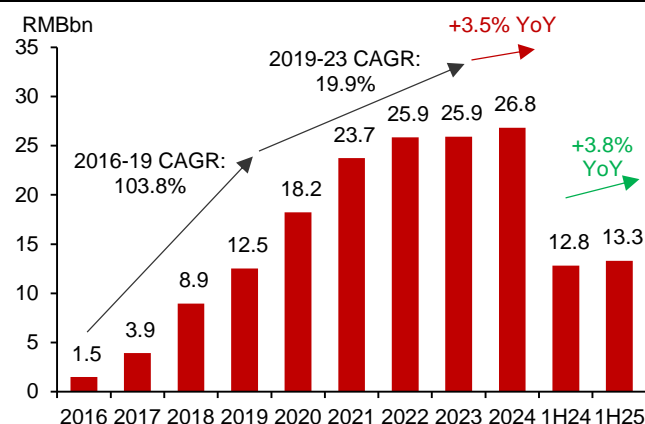
注: 中国 10 家大型药企包括: 恒瑞医药 (600276 CH, 未评级)、中国生物制药 (1177 HK, 买入)、石药集团 (1093 HK, 买入)、三生制药 (1530 HK, 买入)、复星医药 (600196 CH, 未评级)、海思科 (002653 CH, 未评级)、科伦药业 (002422 CH, 未评级)、长春高新 (000661 CH, 未评级)、智飞生物 (300122 CH, 未评级)、丽珠医药 (000513 CH, 未评级) 等。下同。

图 34: 中国 10 家大型药企合计 capex 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

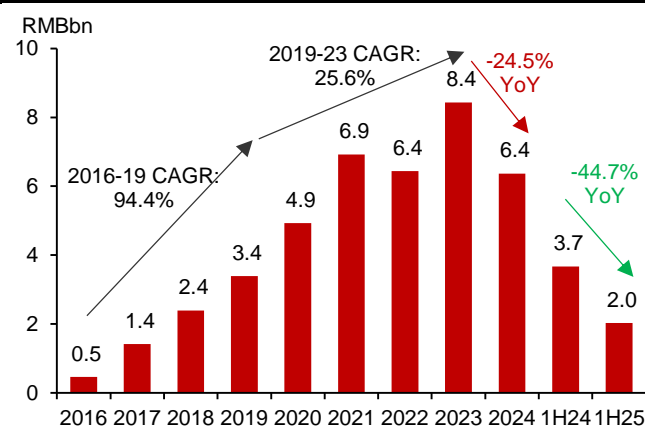
图 33: 中国 10 家头部 biotech 合计 R&D 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

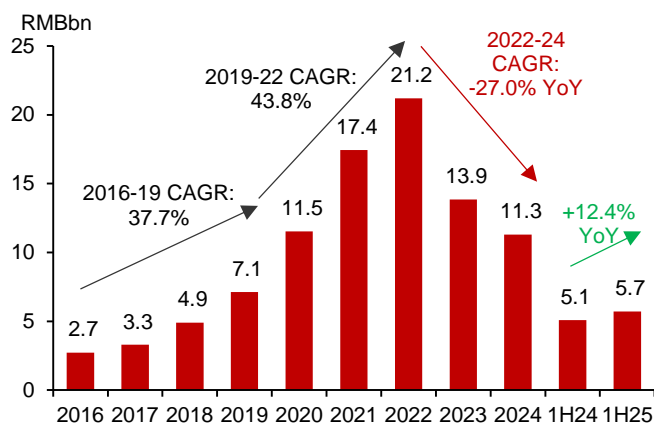
注: 中国 10 家头部 biotech 公司包括: 百济神州 (ONC US, 买入)、信达生物 (1801 HK, 买入)、康方生物 (9926 HK, 买入)、再鼎医药 (9688 HK, 未评级)、复宏汉霖 (2696 HK, 买入)、亚盛医药 (6855 HK, 未评级)、诺诚健华 (9969 HK, 买入)、荣昌生物 (9995 HK, 买入)、和黄医药 (13 HK, 买入) 等。下同。

图 35: 中国 10 家头部 biotech 合计 capex 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 36: 中国 5 家主要 CXO 公司合计 capex 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 中国 5 家主要 CXO 公司分别为药明康德 (603259 CH, 买入)、康龙化成 (300759 CH, 未评级)、昭衍新药 (603127 CH, 未评级)、药明生物 (2269 HK, 买入)、凯莱英 (002821 CH, 未评级)。

深度参与全球医药研发产业链的中国 CXO 公司已感受到全球需求的增长。例如, 药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 41.2%, 其中 TIDES (多肽和寡核苷酸) 同比增长 17.1%, 表明传统小分子业务的在手订单增速超过公司整体; 康龙化成前三季度新签订单同比增长超过 13%, 其中小分子 CDMO 板块新签订单同比增长约 20%。

图 37: 中国 CXO 公司近期订单情况

公司	主要业务	在手订单	新签订单
药明康德	一站式 CXO	截至 3Q25: 同比增长 41.2%, 其中 TIDES 同比增长 17.1%	
康龙化成	一站式 CXO		9M25: 同比增长超过 13%, 其中实验室业务同比增长超过 12%, CDMO 业务同比增长约 20%
泰格医药	临床 CRO		9M25: 同比中双位数增长
普蕊斯	临床 CRO	截至 2Q25: 同比增长 9.45%	1H25: 同比增长 40.12%
药明生物	生物药 CDMO	截至 2Q25: 同比增长 18.9%	
药明合联	XDC CDMO	截至 2Q25: 同比增长 57.9%	
凯莱英	化学药 CDMO	截至 2Q25: 同比增长 12.2%, 其中化学大分子 CDMO (多肽、寡核苷酸、ADC 等) 同比增长超过 90%	
药石科技	化学药 CDMO		9M25: 同比增长 15% (CDMO 业务)
昭衍新药	临床前 CRO	截至 3Q25: 环比增长 9%	3Q25: 同比增长 24%

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

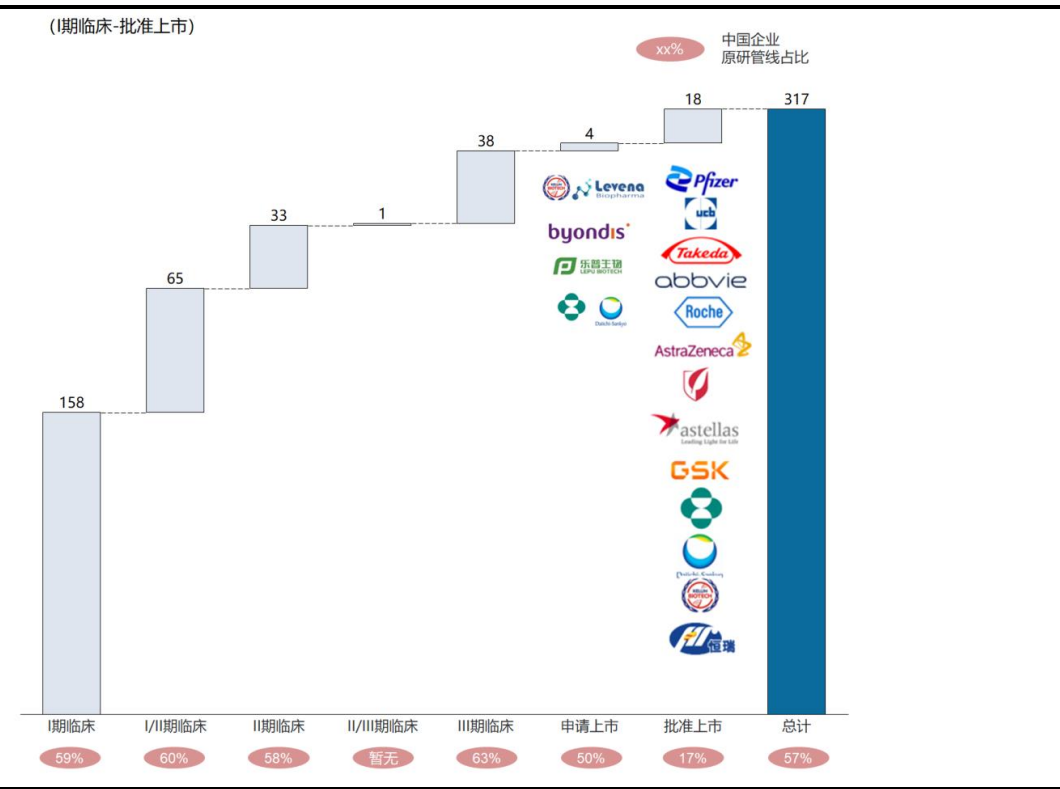
我们继续看好 ADC 领域的研发需求增长。我们认为, 全球 ADC 药物的研发仍将蓬勃发展, 主要由以下几个因素推动: 1) 肿瘤领域, IO + ADC 已经成为主流趋势, ADC 有望逐步取代化疗在肿瘤治疗的前线及后线发挥基石作用; 2) 适应症逐步向自免等非肿瘤领域拓展; 3) ADC 药物本身在疗效和安全性上仍有较大的提升空间, 双载荷 ADC、双抗/三抗 ADC、新型载荷等技术将持续迭代, 从而带来新增需求。

根据医药魔方的统计, 截至 2025 年 5 月, 已有超过 300 种 ADC 产品获批上市或正在临床研究阶段, 更有超过 1,000 种候选 ADC 产品处于临床前阶段。中国在活跃 ADC 管线数量

上位于全球前列，共有 181 款活跃的 ADC 管线，占比达到 57%，其中 84%处于早期研发阶段（I 期-II 期）。

全球大部分 ADC 研发管线仍在早期。随着 ADC 研发管线逐步往后期推进，药明联合等 CXO 企业将获得单个项目收入体量有望逐步提升，从而驱动业绩快速增长。

图 38: 全球抗体偶联（ADC）药物研发进展



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 39: 全球 CXO 板块估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入	净利润	P/E(x)		PEG(x)	PB(x)	ROE	股息率
			US\$bn	24-27E	24-27E	25E	26E	25E	25E	25E	25E
海外											
Thermo Fisher	TMO US	买入	224.6	5.1%	6.2%	26.4	24.3	21.9	4.3	4.3	16.2%
Danaher	DHR US	未评级	163.0	4.3%	6.0%	29.9	27.5	25.0	5.0	3.2	10.5%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	52.8	18.1%	27.2%	44.8	38.9	33.8	1.6	6.2	14.3%
Lonza	LONN SW	未评级	46.9	11.9%	15.6%	32.4	27.4	23.0	2.1	3.9	11.4%
IQVIA	IQV US	未评级	39.5	5.4%	6.0%	19.5	17.9	16.1	3.2	6.3	29.5%
LabCorp	LH US	未评级	22.4	5.6%	8.6%	16.5	15.4	14.1	1.9	2.6	16.2%
Sartorius	SRT GR	未评级	18.7	8.1%	19.5%	37.7	32.3	26.0	1.9	4.6	9.9%
Medpace	MEDP US	未评级	17.2	13.0%	9.4%	41.4	37.1	33.3	4.4	nm	nm
ICON	ICLR US	未评级	13.3	1.0%	-0.9%	13.3	12.9	11.7	nm	1.4	8.8%
Charles River	CRL US	未评级	8.8	1.5%	3.3%	17.9	16.8	15.4	5.4	2.5	12.9%
Bachem	BANB SW	未评级	4.7	23.9%	21.7%	31.7	21.2	17.6	1.5	2.6	8.5%
海外平均				8.9%	11.1%	28.3	24.7	21.6	3.1	3.8	13.8%

国内											
药明康德	603259 CH	买入	40.6	12.6%	14.3%	22.2	20.2	17.8	1.6	3.8	15.4%
药明生物	2269 HK	买入	16.9	17.2%	18.1%	23.2	18.0	15.1	1.3	2.4	12.5%
药明合联	2268 HK	买入	10.8	37.3%	34.3%	48.7	36.7	28.1	1.4	8.9	22.0%
康龙化成	300759 CH	未评级	6.9	14.4%	17.2%	29.3	24.0	20.1	1.7	3.4	12.1%
泰格医药	300347 CH	买入	6.0	9.2%	24.2%	36.4	33.9	27.3	1.5	2.0	5.7%
凯莱英	002821 CH	未评级	4.7	15.6%	24.3%	29.1	24.5	20.6	1.2	1.9	6.8%
昭衍新药	603127 CH	未评级	2.8	4.7%	nm	86.9	57.5	43.7	nm	2.6	2.6%
国内平均				15.8%	22.1%	39.4	30.7	24.7	1.4	3.6	11.0%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

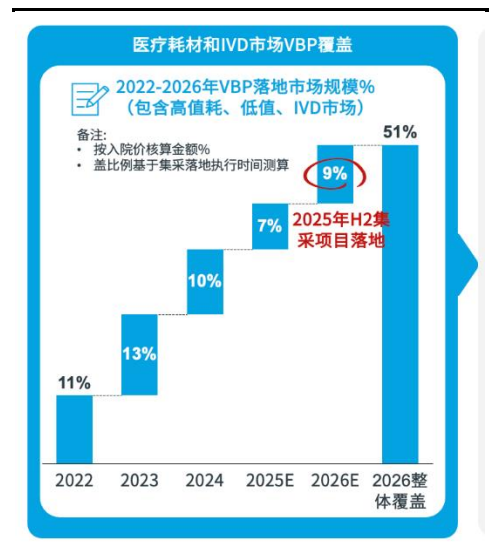
注: Thermo Fisher、药明康德和药明生物数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测 (数据截至 2025 年 11 月 25 日)。

医疗器械集采仍在继续, IVD 面临量价齐跌的困境

2023 年以来, 医疗器械市场带量采购的覆盖范围加速扩张。IQVIA 预计, 到 2026 年上半年, 集采将覆盖超过 50% 的医疗耗材和 IVD 市场。IQVIA 的统计数据显示, 高值耗材多数细分领域的集采覆盖增速已明显放缓, 而体外诊断试剂、血管介入、低值耗材的集采则明显提速。同时, 医疗设备集中采购也在有序推进。

受益于医疗设备采购活动的阶段性回暖, 2025 年上半年中国医疗器械市场同比增长 0.6%, 市场规模达 2,390 亿元, IQVIA 预计 2025 年全年增速约为 1%。由于各细分领域集采推进节奏存在差异, 不同板块的业绩表现亦呈现明显分化。

图 40: 中国医疗器械市场集采落地市场规模占整体比重 (%)



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 41: 中国医疗器械细分领域集采覆盖市场占整体比重 (%)

主要领域	2023集采覆盖% (销售额)	2024集采覆盖% (销售额)	2025E集采覆盖% (销售额)	价格降幅% (加权平均)	23年集采覆盖 增量	24年集采覆盖 增量	25E集采覆盖 增量
体外诊断	5%	13%	23%	55%	5%	8%	10%
中心实验室-生化	25%	46%	72%	59%		21%	26%
中心实验室-免疫	3%	18%	38%	54%		15%	20%
床旁针对	3%	3%	3%	47%		0%	0%
分子诊断	0%	9%	9%	54%		9%	0%
其他体外诊断	2%	1%	2%	40%		-1%	1%
高值耗材	34%	48%	58%	60%	34%	14%	10%
血管介入	50%	55%	70%	61%		5%	15%
骨科	70%	90%	92%	81%		20%	2%
外科	45%	63%	78%	63%		18%	15%
眼科	10%	28%	35%	65%		18%	7%
口腔科	27%	32%	35%	55%		5%	3%
血液净化	5%	45%	50%	45%		40%	5%
非血管介入	15%	21%	25%	67%		6%	4%
神经外科	9%	12%	14%	38%		3%	2%
其他高值耗材	10%	14%	18%	47%		4%	4%
低值耗材	25%	28%	35%	47%	25%	3%	7%
功能性敷料	4%	4%	6%	12%		0%	2%
注射类穿刺材料	57%	60%	72%	60%		3%	12%
基础卫生材料	4%	6%	13%	42%		2%	7%
其他低值耗材	7%	10%	12%	38%		3%	2%
医疗设备	0%	0%	3%	45%		0%	3%
影像设备	0%	0%	5%	43%		0%	5%
内窥镜	0%	0%	1%	48%		0%	1%
其他	0%	0%	0%	42%		0%	0%

资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

注: 标绿代表 IQVIA 预测 2025E 该板块的新增执行的集采覆盖范围大于 2024 年, 即该板块集采正加速扩围。

1) 高值耗材: 在高值耗材板块, 部分领域的集采扰动正在逐步消化。以骨科为例, 随着带量采购节奏趋于平稳, 价格调整的阶段性压力基本释放, IQVIA 预计 2025 年中国骨科市场规模将实现约 3% 的温和增长。我们观察到, 自 2024 年以来, 国内骨科龙头企业的收入和利润增速已陆续企稳回升, 行业逐步进入“后集采”修复阶段。

图 42: 中国骨科龙头收入及利润增速对比

	23A收入同比 (%)	24A收入同比 (%)	1H25A 收入同比 (%)	23A净利润同比 (%)	24A净利润同比 (%)	1H25A 净利润同比 (%)
大博医疗	6.9	39.3	25.5	-36.3	505.2	76.7
威高骨科	-37.6	13.2	-1.3	-81.3	99.2	52.4
春立医疗	0.6	-33.3	28.3	-9.7	-55.0	44.9
三友医疗	-29.1	-1.5	17.8	-49.9	-88.0	2083.6
爱康医疗	4.0	23.1	5.6	-11.1	50.4	15.3
中位数平均	0.6	13.2	17.8	-36.3	50.4	52.4

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 标绿表示 24A/1H25 收入或净利润增速较 23A/24A 高。

根据 IQVIA 的数据, 血管介入市场在 2025 年上半年同比增长约 5%, 主要得益于电生理、起搏器、神经介入手术量的持续增长。但随着冠脉介入集采的扩围, 以及外周介入集采的密集落地, 冠脉和外周介入市场规模小幅下滑。在此背景下, 血管介入类公司 2025 年上半年整体利润承压, 但部分企业 (如归创通桥) 依托集采实现以价换量, 快速提升市场份额, 收入实现稳健快速增长。

总体而言, 我们认为, 多个高值耗材板块的集采覆盖已较为充分, 集采政策的冲击边际减弱。随着集采影响逐步出清, 相关企业的业绩有望修复, 重回稳健增长轨道。而对于仍处于集采扩围阶段的板块, 如血管介入, 我们认为需重点关注高值耗材集采普遍设置的“复活规则”。相关规则中约定的“保底价格”一定程度上决定了该集采品类的最终价格降幅。后续“反内卷”和“集采规则优化”等政策的具体落地, 将对集采产品和相关企业的盈利能力产生重要影响。此外, 多家血管介入厂商, 尤其是神经和外周介入的国产厂商正借助集采以价换量, 加快提升市场份额。

图 43: 中国血管介入上市公司收入及利润增速对比

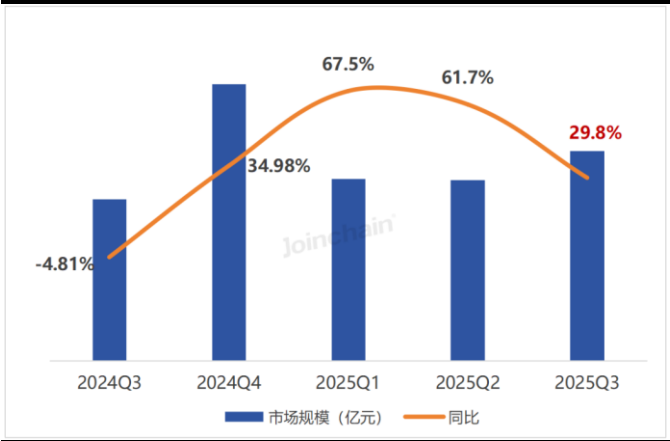
	24A收入同比 (%)	1H25A 收入同比 (%)	24A净利润同比 (%)	1H25A 净利润同比 (%)
惠泰医疗	25.2	21.3	26.1	24.1
乐普医疗	-23.5	-0.4	-80.4	-0.9
微创医疗	10.2	-1.5	-	-
赛诺医疗	33.6	12.5	103.8	296.5
心脉医疗	1.6	-9.2	2.0	-22.0
先健科技	2.9	3.7	-15.5	-73.2
归创通桥	48.3	31.7	-	76.0
微创脑科学	14.4	-6.2	74.6	-35.2
心泰医疗	44.7	32.4	62.1	29.8
璞泰医疗	13.2	17.5	22.7	-2.0
沛嘉医疗	39.5	17.3	-	-
业聚医疗	8.4	6.4	-10.5	5.6
先瑞达医疗	12.7	20.1	260.9	121.7
心通医疗	7.5	2.7	-	-
中位平均数	12.9	9.5	24.4	5.6

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 标红表示 1H25 收入或净利润增速较 2024 年低。

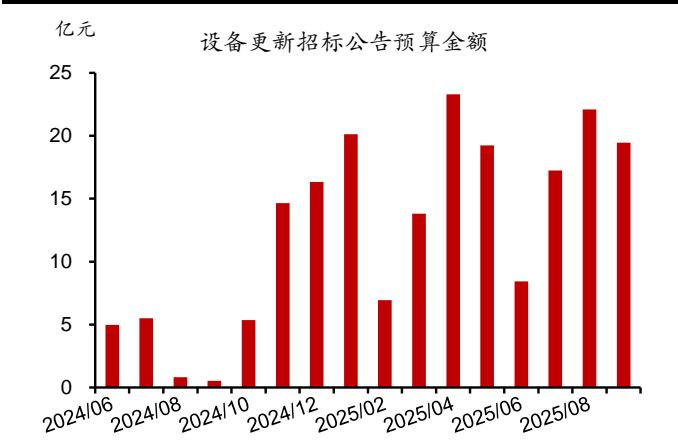
2) 医疗设备: 设备更新与集采共振带动招标市场阶段性高景气。在设备更新等政策的推动下, 2025 年医疗设备招标市场显著回暖。根据众成数科统计, 2025 年上半年, 全国医疗器械公开招标市场规模同比增长超 60%, 第三季度仍保持近 30% 的同比增速。得益于此, 中国医疗设备市场呈阶段性反弹。据 IQVIA 统计, 2025 年上半年中国医疗设备市场规模同比增长约 7.5%, 其中, 影像设备市场规模同比大增 12%。我们认为, 当前设备招标市场的活跃继续由设备更新需求驱动。

图 44: 中国医疗器械招标市场规模同比变化



资料来源: 众成数科, 招银国际环球市场

图 45: 中国医疗设备更新招标公告预算金额



资料来源: 众成医械, 招银国际环球市场

需要注意的是, 自 2024 年 11 月起, 设备更新项目便已开始逐步启动, 带动医院招标活动回暖, 同期基数抬升。在基数效应下, 我们预计后续招标金额增速将逐步回归常态。收入端, 受行业整顿与集采等因素影响, 医疗设备从中标到收入确认的周期普遍有所拉长, 导致收入增速相对招标活动存在一定滞后。随着前三季度积累的强劲订单逐步向收入端转化, 我们预计医疗设备板块在 2025 年第四季度业绩有望延续复苏态势。同时, 国产企业在高端医学影像设备领域的技术逐渐实现突破, 叠加集采实施的机遇, 影像设备国产化替代进程明显加速。本土品牌在高端 CT、MR、PET-CT 等细分领域的市占率有望进一步提升。

展望 2026 年, 设备更新政策作为三年期规划仍将对需求形成一定支撑, 但在 2025 年高基数背景下, 招标市场的增速或将放缓。全球主要医疗设备厂商 GPS (GE 医疗、飞利浦和西门子医疗) 对中国市场普遍保持谨慎态度。飞利浦指出, 中国市场的内生动能还较弱, 且集采延长了招标周期并加剧竞争, 使得中标项目难以有效转化为实质订单与收入增长; 西门子医疗则提到部分地区出现低价中标现象, 部分跨国公司 (如飞利浦、佳能) 份额有所流失, GE 医疗的中国区表现也略显疲软, 而中国本土品牌则在持续提升市场份额。考虑到挑战的国内宏观环境以及医院支付能力, 我们认为医疗设备的增长持续性仍待观察。

图 46: A 股医疗设备板块收入及利润平均增速趋势

公司	收入增速	归母净利润增速
2022	8%	2%
2023	9%	-7%
2024	-2%	-11%
9M25	4%	-5%
1Q25	4%	-5%
2Q25	-2%	-25%
3Q25	-10%	1%

资料来源: Wind, 招银国际环球市场
注: 含 42 家 A 股医疗设备板块上市公司

图 47: 海外医疗设备龙头 3Q25 中国区收入增速

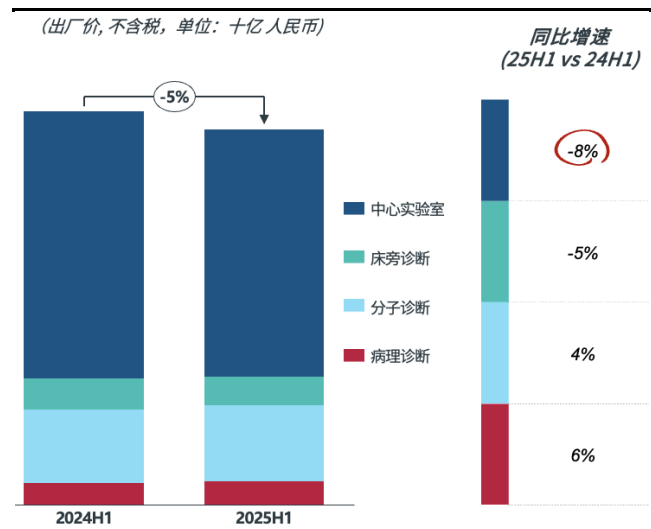
公司	3Q25 中国区收入增速	中国市场展望
GE 医疗	-3.0%	与刺激政策相关的招标活动有所改善, 中国市场正在复苏
飞利浦	下滑	全年招标活动逐步增加, 但集采导致竞争更激烈、招标周期更长。短期仍持谨慎态度。
西门子医疗	-3% (可比收入)	暂未看到非常明确的复苏苗头, 长期看中国市场有望回归中至高个位数增长。

资料来源: 各公司财报和电话会, 招银国际环球市场

3) 体外诊断 (IVD): 多重政策叠加导致“量价双压”。受集采落地、价格治理以及套餐解绑等政策影响, IVD 检测试剂整体呈现“量价齐跌”态势。据 IQVIA 统计, 2025 年上半

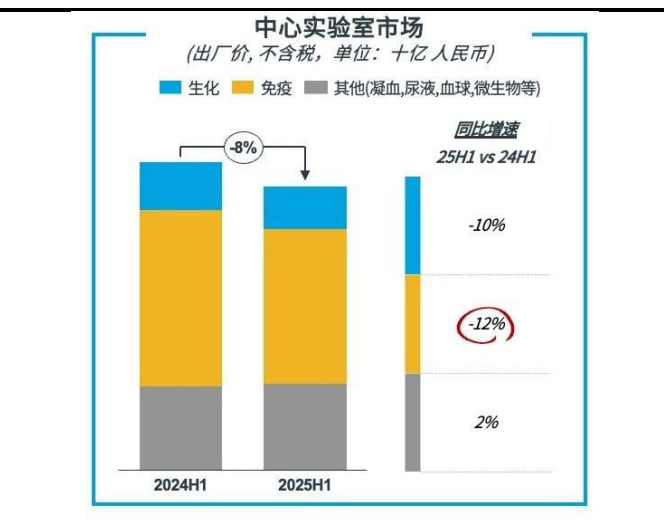
年 IVD 市场规模同比下降 5%，其中生化和免疫市场分别同比减少 10%和 12%。而分子诊断和病理诊断保持稳健增长，主要得益于呼吸道检测产品应用的扩张以及肿瘤患者检测渗透率提升。从价格与检验量两个维度看，行业压力显著：1) 集采落地叠加价格治理政策，检验项目价格显著下行；2) 医保控费背景下，套餐解绑、检验结果互认，及 DRG/DIP 2.0 持续落地，压缩了不必要检测需求，导致检测量承压。

图 48: 1H24-1H25 全国体外诊断市场规模变化趋势（按出厂价）



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 49: 1H24-1H25 全国中心实验室市场规模变化（按出厂价）



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

IVD 集采“三年五轮”，常规项目已基本全覆盖。2021 年起，安徽率先启动化学发光试剂集采，拉开 IVD 大规模集采序幕。此后三年间，江西、安徽两省牵头完成 5 轮省际联盟 IVD 试剂集采（3 轮生化+2 轮发光），平均价格降幅约 53%-77%，部分项目最高降幅甚至超过 90%。截至目前，常规生化及发光项目基本已全部纳入集采，集采覆盖的检测项目达到 134 项。2025 年以来，安徽和江西两大主要牵头省份在年度工作规划中未明确新的大规模 IVD 集采项目，IVD 试剂集采似乎进入中场休息阶段。但值得注意的是，2024 年底开展的生化和发光省际联盟集采仍在落地执行阶段，我们预计价格压力仍将在 2025 年下半年至 2026 年上半年持续释放。

图 50: 省级或省联盟 IVD 试剂集采梳理

IVD 试剂集采	开标时间	落地时间	价格平均降幅
安徽省（肿瘤、感染、心肌、甲功等）	2021.9	-	平均降幅 47%
江西 23 省（肝功生化、血脂）	2022.12	2023.7-2024.12	平均降幅 68%，最高降幅 95.64%。
安徽省（凝血、心梗）	2022.11	-	凝血类平均综合降幅 40.16%，最大综合降幅为 49.59%；心梗类三项平均降幅 57.35%，最大降幅 80%
江西 24 省（肾功和心肌酶生化）	2023.12	2024.6-2025.3	平均降幅 77%，最高降幅 92%
安徽 25 省（HPV、HBV、传染病、糖代谢、性激素）	2023.12	2024.9-2025.3	平均降幅为 53.9%，最高降幅达 73%
江西 26 省（糖代谢、血脂、肝功、肾功等生化）	2024.10	2025.3-	平均降幅 70%，最高降幅超 90%
安徽 27 省集采（肿标、甲功）	2024.12	2025.8-	平均降幅 52.62%，最高降幅 84.25%

数据来源: 各省（联盟）招采办公室，招银国际环球市场

检验项目价格治理持续深化。2025 年，卫健委及医保局的工作重心开始逐渐向医疗服务价格调整和检验收费价格治理方向转移。2024 年 10 月，国家医保局分批次对价格差异大、

占比高的检验项目开展规范治理。2025 年，多地医保局相继跟进，对本地检验项目价格收费标准进行调整。

在 DRG/DIP2.0 全面落地的背景下，“检验套餐解绑”成为行业趋势。2025 年 4 月，国家卫健委首次提出“最少够用”原则，压缩非必需检测项目需求。同时，检验结果互认持续推进，也将减少重复检测，进一步挤压试剂需求的增量空间。

图 51：中国 IVD 行业相关政策

政策	主要内容
推进检验结果互认： 国家卫健委《关于进一步推进医疗机构检查检验结果互认的指导意见》	主要目标：2025 年底，各地市域内医疗机构间互认项目超过 200 项；2027 年，各省域内医疗机构间互认项目超过 300 项；2030 年，全国互认工作机制健全完善。
医疗服务价格调整： 检验收费下调（不完全统计）	2025.4：安徽省《关于调整省属公立医疗机构部分医疗服务价格的通知》，共计 54 项检验项目收费下调，最高降幅 91.67%。 2025.5：江苏省《关于调整部分医疗服务项目价格的通知》，共计 34 项检验项目收费下调，最高降幅 66.67%。 2025.5：青海省《关于拟调整 955 项医疗服务价格项目的公示》，共计 9 项检验项目收费下调，最高降幅达 76%。 2025.5：湖南省《关于规范和调整部分检验类医疗服务项目价格的通知》，共计 27 项检验项目收费下调，最高降幅 56%。
检验套餐解绑： 国家卫健委《关于进一步规范医疗机构临床检查检验工作的通知》	2025.4：要求对医院目前正在开展的检查检验项目和项目组套进行全面梳理论证，在满足诊疗的前提下， 首次提出按照“最少够用”的原则 。项目梳理需在 2025 年 6 月底前完成。重点关注血尿便三大常规，血液生化、凝血、免疫、肿瘤标志物、人体基因检测等检验项目组套中是否存在必要性不强或重复的项目。 浙江省卫健委提出：在“最少够用、动态管理”原则下，医保服务项目中的套餐可保留，其他套餐“应拆尽拆”。

资料来源：招银国际环球市场

我们统计了 A 股 IVD 板块合计 39 家上市公司 2025 年前三季度业绩情况，行业整体承压，中位平均收入下滑 14%，平均归母净利润下滑 23%，仅 3 家公司实现收入利润双增长，反映出行业整体面临较大的经营压力。跨国巨头在华 IVD 业务同样面临调整，罗氏、雅培、丹纳赫和西门子医疗（“罗、雅、丹、西”）3Q25 的中国区诊断业务收入均出现下滑。其中，罗氏的中国诊断业务 9M25 同比减少 27%，表明行业挑战普遍存在。

图 52：A 股 IVD 板块收入及利润平均增速趋势

公司	收入增速	归母净利润增速
2022	25%	11%
2023	-39%	-50%
2024	-5%	-2%
9M25	-14%	-23%
1Q25	-12%	-35%
2Q25	-13%	-29%
3Q25	-10%	-42%

资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 53：海外 IVD 龙头 3Q25 中国诊断业务的收入增速

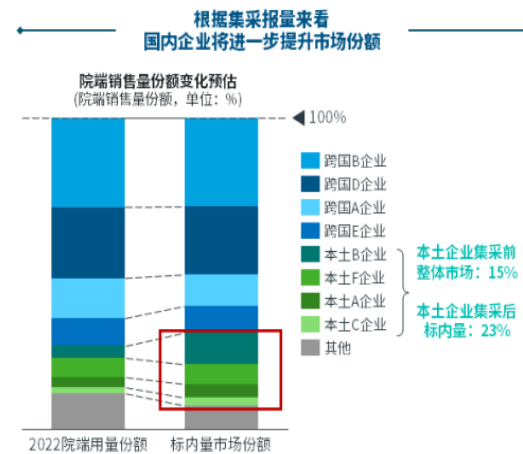
公司	3Q25 中国诊断业务收入增速	中国市场展望
罗氏	9M25：-27% (对比 1H25：-26%)	DRG 执行和集采的双重影响将延续至 4Q25E，但在 2026 年将有所减弱。
雅培	下滑	部分医院检测量开始回升。预计 4Q25E 中国市场的下滑将因低基数而开始收窄。
丹纳赫	下滑	预计 4Q25E 中国市场将因“基数可比/低基数”而迎来改善。
西门子医疗	低双位数下滑	集采正在各省逐步落地，影响可能贯穿 FY26E（即 4Q25E-3Q26E）。

资料来源：各公司财报和电话会，招银国际环球市场

集采重塑格局，国产替代的趋势加速。比如，发光集采后市场格局重塑，本土企业凭借更为明显的价格优势，逐渐扩大市场份额，并预计随免疫肿标、甲功集采落地后进一步明显

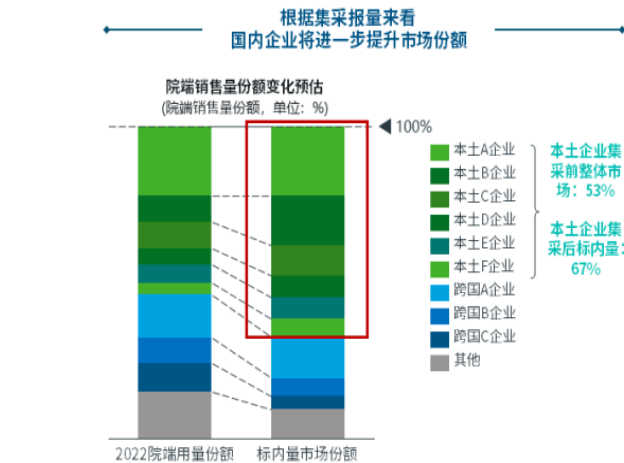
扩张。目前，安徽已牵头完成 2 轮省际联盟发光试剂集采，覆盖传染病、糖代谢、性激素、肿瘤标志物、甲状腺功能等临床高频检测项目。部分集采价格价击穿进口品牌试剂出厂价，而国产厂商仍保留一定利润空间。利润压缩后，代理商倾向选择国产厂商，国产替代加快，部分品类国产企业凭借成本优势实现份额反超。例如，据 IQVIA 统计，传染病八项的国产化率从集采前 53% 提升至 67%（标内份额）。性激素六项的国产化率从 15% 跃升至 23%（标内份额）。

图 54: 性激素六项集采前后份额对比



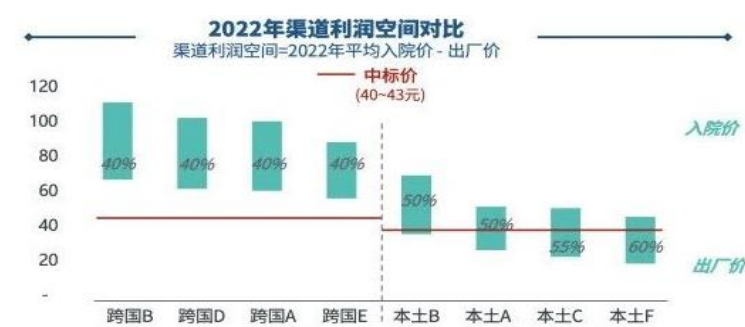
资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 55: 传染病八项集采前后份额对比



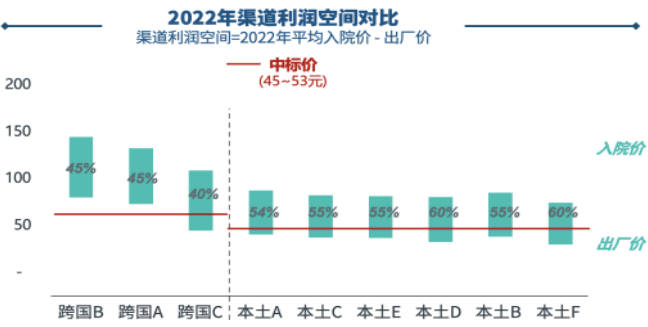
资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 56: 性激素六项试剂集采企业中标价和渠道利润空间



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

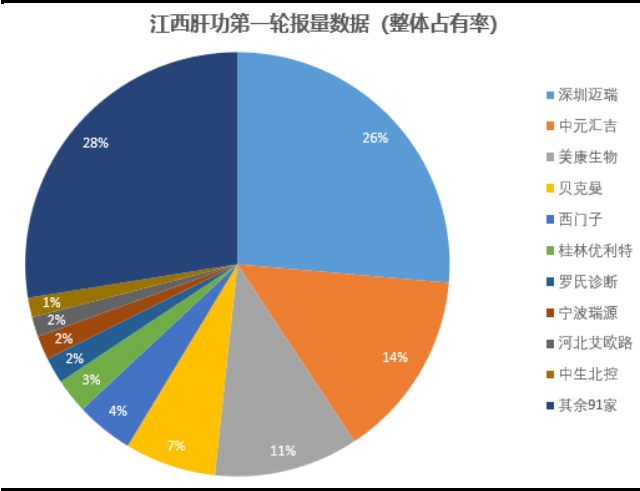
图 57: 传染病八项试剂集采企业中标价和渠道利润空间



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

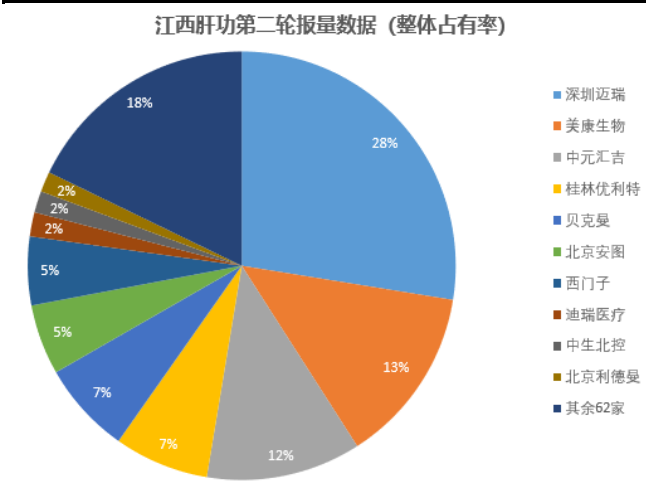
同时，集采降价和套餐解绑也导致国内 IVD 板块竞争加剧，推动市场集中度持续提升。以江西肝功生化试剂集采为例，执行第二年参与厂家已由 109 家减少至 71 家，减少 38 家；CR10 提升至约 82%，较 2023 年约 72% 的水平显著上升，尾部厂商出清加速。

图 58: 江西省际联盟肝功生化集采第一轮报量数据（整体占有率）



资料来源：MIR 医学仪器与试剂，招银国际环球市场

图 59: 江西省际联盟肝功生化集采第二轮报量数据（整体占有率）



资料来源：MIR 医学仪器与试剂，招银国际环球市场

展望 2026 年，价格和量的压力延续，但降幅由于基数原因将逐步趋缓。由于 IVD 试剂集采的执行周期较长，部分延续至 2026 年执行，因此我们认为行业整体价格压力仍将延续。同时，DRG/DIP2.0、套餐解绑等控量政策亦不会在短期内结束。考虑到基数原因，我们预计 2026 年 IVD 行业的下行压力较 2025 年或将有所缓和，但尚难判断拐点时间。值得注意的是，部分公司（例如新产业）已在前期主动完成对国内试剂价格的调整，集采与价格治理对其国内业务的边际影响或已基本出清。

海外市场成为关键增量。我们注意到中国 IVD 企业正加快海外拓展。据众城数科统计，2025 年上半年中国 IVD 仪器和试剂出口额分别同比增长 32% 和 5%。迈瑞医疗已在全球 14 个国家布局本地化生产，其中 11 国已启动生产（多数涉及 IVD 产品），提升其海外市场供应链的韧性与响应速度。2025 年前三季度迈瑞医疗的 IVD 海外收入占比已达 37%。新产业 2025 年前三季度海外收入同比增长 21%，收入占比已达 43%，并在试剂收入快速增长的带动下，海外业务毛利率持续改善。我们认为，在国内 IVD 行业承压的大环境下，具备技术创新以及全球化渠道能力的龙头企业，将通过海外业务的增长增强业绩韧性。

估值

图 60：中国医药行业可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率 (%)	
							FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
医疗服务												
锦欣生殖	1951 HK	买入	843	2.39	3.33	39.2%	20.7	18.3	0.6	0.6	2.7	3.3
爱尔眼科	300015 CH	未评级	15,148	11.50	N/A	N/A	24.7	21.4	4.0	3.6	16.7	17.0
海吉亚医疗	6078 HK	未评级	1,004	12.64	N/A	N/A	11.6	10.4	0.9	0.9	8.1	8.4
固生堂	2273 HK	买入	886	29.92	44.95	50.2%	12.2	9.4	2.8	2.6	23.3	28.6
						平均	17.3	14.9	2.1	1.9	12.7	14.3
生物科技												
信达生物	1801 HK	买入	20,718	94.10	110.62	17.6%	33.0	49.5	5.3	4.7	17.7	10.1
和黄医药	13 HK	买入	2,519	22.48	31.39	39.7%	26.6	11.5	2.0	1.7	7.8	16.0
百济神州	ONC US	买入	42,064	340.64	392.43	15.2%	41.0	28.0	7.0	5.3	19.3	21.4
再鼎医药	ZLAB US	未评级	2,236	19.97	N/A	N/A	N/A	23.2	2.3	2.0	0.5	14.4
						平均	33.5	28.1	4.2	3.6	7.8	12.2
CXO												
药明康德	603259 CH	买入	38,495	91.19	123.35	35.3%	19.1	16.9	3.2	2.8	18.2	18.0
康龙化成	300759 CH	未评级	6,871	28.95	N/A	N/A	23.8	20.0	3.0	2.6	13.2	14.1
凯莱英	002821 CH	未评级	4,645	92.75	N/A	N/A	24.3	20.5	1.8	1.7	7.7	8.6
泰格医药	300347 CH	买入	5,940	51.01	58.88	15.4%	33.6	27.1	1.9	1.8	5.8	6.7
药明合联	2268 HK	买入	10,544	65.45	74.00	13.1%	35.4	26.9	6.9	5.4	21.6	22.4
						平均	27.2	22.3	3.4	2.9	13.3	14.0
医疗器械												
微创医疗	853 HK	未评级	2,755	11.21	N/A	N/A	43.6	24.0	4.0	3.4	9.4	15.3
微创机器人	2252 HK	未评级	2,981	22.50	N/A	N/A	N/A	94.7	91.8	58.1	39.6	(22.1)
威高股份	1066 HK	未评级	3,205	5.55	N/A	N/A	10.0	9.1	0.9	0.8	9.0	9.3
归创通桥	2190 HK	未评级	1,087	25.08	N/A	N/A	26.3	19.6	2.1	1.9	8.2	9.9
迈瑞医疗	300760 CH	买入	34,939	204.01	249.21	22.2%	23.8	20.7	5.6	5.1	24.5	25.7
联影医疗	688271 CH	买入	15,495	133.10	162.29	21.9%	46.3	36.2	4.7	4.2	10.3	12.0
惠泰医疗	688617 CH	未评级	4,663	234.11	N/A	N/A	28.7	22.9	7.6	6.0	28.4	28.9
						平均	29.8	32.5	16.7	11.4	18.5	11.3
制药企业												
石药集团	1093 HK	买入	11,709	7.91	11.05	39.8%	15.4	14.2	2.1	2.0	15.0	15.0
恒瑞医药	600276 CH	未评级	58,385	62.08	N/A	N/A	41.7	34.6	6.0	5.3	15.3	15.8
中国生物制药	1177 HK	买入	16,992	7.05	9.40	33.3%	29.4	26.5	2.2	2.0	10.7	10.8
翰森制药	3692 HK	买入	31,288	40.22	45.26	12.5%	44.9	34.9	6.2	5.6	14.5	16.8
三生制药	1530 HK	买入	9,769	31.26	37.58	20.2%	26.2	25.0	2.5	2.4	11.5	11.1
						平均	31.5	27.0	3.8	3.5	13.4	13.9
医美/消费企业												
爱美客	300896 CH	未评级	6,213	145.37	N/A	N/A	23.7	21.1	4.6	4.1	19.1	18.9
巨子生物	2367 HK	买入	4,978	36.18	58.35	61.3%	14.2	12.5	2.8	2.4	21.2	20.6
时代天使	6699 HK	买入	1,365	62.20	86.47	39.0%	72.3	39.8	2.7	2.5	3.8	6.5
						平均	36.7	24.5	3.4	3.0	14.7	15.3

资料来源：彭博，招银国际环球市场 (基于 2025 年 11 月 28 日收市价)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。