

# 医疗器械MNC如何看待中国市场？ ——海外医疗器械公司经营情况回顾

行业研究 · 行业专题

医药生物

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

S0980525070003

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

- **2025年及2026Q1，海外医疗器械MNC整体延续增长态势，但板块间分化更加明显。**传统医疗设备、医用耗材和IVD公司多数仍保持正增长，其中Intuitive Surgical、Boston Scientific、Dexcom等创新驱动型公司表现突出，2025年收入分别增长20.5%、19.9%和15.6%；AI医疗、精准医疗和数字医疗相关公司增速更为领先，Tempus AI、Hims & Hers、Natera和Guardant Health分别实现83.4%、59.0%、35.9%和32.9%的收入增长。整体来看，创新器械、高值耗材、CGM、PFA、手术机器人、结构心、肿瘤早筛/MRD及AI医疗平台仍是主要增长动力，而成熟影像设备、部分诊断业务及个别消费属性较强的耗材公司表现相对偏弱，盈利端则受到关税、价格压力、渠道调整及研发/商业化投入等因素扰动。
- **对于中国市场，多数MNC仍面临阶段性压力，主要来自集采扩围、医保控费、院端预算谨慎、消费疲软、国产替代、本土低价竞争及渠道库存调整等因素，部分公司中国区收入仍承压。**设备端受医院采购节奏、招标延迟和价格竞争影响较明显；诊断业务则受到集采、报销下调及检测价格标准化影响；高值耗材领域在骨科、外科、眼科等方向仍需持续跟踪集采和国产竞品冲击。但从边际变化看，部分公司压力已有所缓和，例如Abbott Core Lab中国收入下滑幅度收窄至持平，Danaher逐步跨过集采同比压力，STAAR Surgical中国渠道库存恢复至目标区间。总体而言，MNC对中国短期经营仍偏谨慎，但普遍认可中国中长期医疗需求、高端创新产品和术式升级带来的市场潜力。
- **当前医疗器械行业处于“政策压力出清、创新产品放量、国产升级与出海并行”的阶段。**医疗设备受宏观周期和院端采购节奏影响较大，但国产龙头在该领域的全球竞争力相对突出，产品高端化和海外市占率提升是中长期增长主线；高值耗材领域国内集采已覆盖较多同质化产品，未来更依赖创新产品、术式升级和国际化拓展，国产企业虽与MNC仍有差距，但在工程师红利、临床病例积累和政策鼓励创新药械的推动下，有望加快追赶；体外诊断方面，精准诊断仍是有效治疗的基础，集采推动国产龙头份额提升，平台化布局、上游核心技术突破、分子诊断、质谱和生免流水线等新兴方向将成为打开长期空间的重要抓手。同时，AI医疗、精准医疗和数字医疗正处于快速商业化阶段，有望成为医疗器械及诊断行业新的增长曲线。**建议关注：联影医疗、惠泰医疗、鱼跃医疗、爱康医疗、南微医学、新产业。**
- **风险提示：产品研发失败、市场竞争加剧、集采降价超预期、招标进展不及预期、地缘政治风险、汇率波动风险。**

- [ 01 ] 器械MNC业绩表现概览
- [ 02 ] 器械MNC详细业绩表现
- [ 03 ] A股重点公司盈利预测与估值

# 1.1 MNC器械公司2025全年营收情况汇总

■ **MNC器械公司整体延续增长，但板块间分化更加明显。**从全年收入增速看，多数传统医疗设备、医用耗材和IVD公司仍保持正增长，其中Intuitive Surgical、Boston Scientific、Dexcom表现较为突出，2025年收入分别增长20.5%、19.9%和15.6%。**AI医疗相关公司增速明显领先**，Tempus AI、Hims & Hers、Natera和Guardant Health分别实现83.4%、59.0%、35.9%和32.9%的收入增长，反映出AI医疗、精准医疗和数字医疗仍处于快速商业化扩张阶段。总体来看，**2025年增长动力主要集中于创新器械、高值耗材和AI医疗，而成熟设备、部分诊断和个别耗材公司表现相对偏弱。**

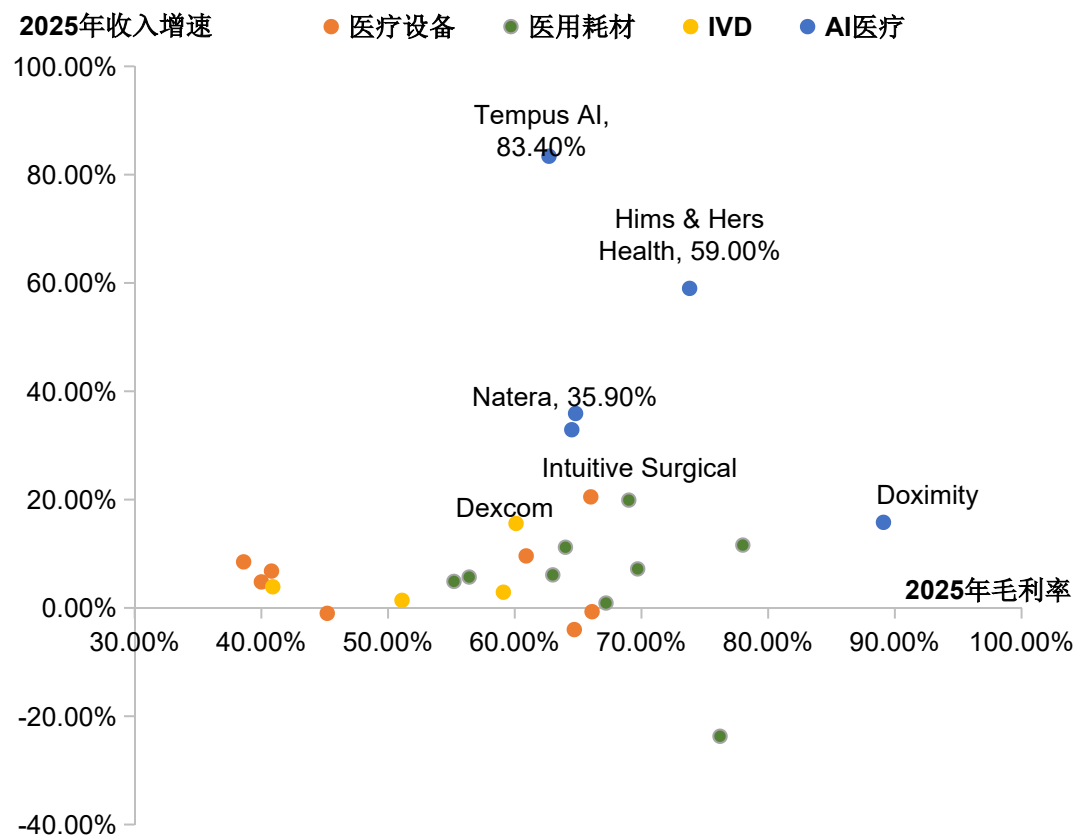
表：医疗器械MNC 2025毛利率及收入增速情况概览

板块	公司名称	2025年毛利率	2025年收入增速	板块	公司名称	2025年毛利率	2025年收入增速
医疗设备	GE Healthcare	40.0%	4.8%	医用耗材	Zimmer Biomet	69.7%	7.2%
医疗设备	Intuitive Surgical	66.0%	20.5%	医用耗材	Alcon	55.2%	4.9%
医疗设备	Philips Healthcare	45.2%	-1.0%	医用耗材	STAAR Surgical	76.2%	-23.7%
医疗设备	Siemens Healthineers	38.6%	8.5%	IVD	Dexcom	60.1%	15.6%
医疗设备	Fujifilm	40.8%	6.8%	IVD	Thermo Fisher Scientific	40.9%	3.9%
医疗设备	ResMed	60.9%	9.6%	IVD	Danaher	59.1%	2.9%
医疗设备	Olympus	64.7%	-4.0%	IVD	Sysmex	51.1%	1.4%
医疗设备	Illumina	66.1%	-0.7%	AI医疗	Guardant Health	64.5%	32.9%
医用耗材	J&J MedTech	63.0%	6.1%	AI医疗	Tempus AI	62.7%	83.4%
医用耗材	Abbott	56.4%	5.7%	AI医疗	Doximity	89.1%	15.8%
医用耗材	Boston Scientific	69.0%	19.9%	AI医疗	Hims & Hers Health	73.8%	59.0%
医用耗材	Edwards Lifesciences	78.0%	11.6%	AI医疗	Grail	-42.5%	17.2%
医用耗材	Align Technology	67.2%	0.9%	AI医疗	Natera	64.8%	35.9%
医用耗材	Stryker	64.0%	11.2%				

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：以上统计区间均同步为2025/01/01-2025/12/31

图：医疗器械MNC 2025年毛利率与收入增速分布



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 1.2 业绩会对中国市场观点汇总

- 根据各公司Q1业绩会以及近期行业会议公开交流的内容，可以看出多数公司在中国市场仍面临一定短期挑战，包括集采扩围、医保控费、院端预算谨慎、消费疲软、国产替代、本土低价竞争及渠道库存调整等因素，部分公司中国区收入仍承压。与此同时，部分公司也开始体现出边际改善迹象，如雅培Core Lab下滑幅度明显收窄、丹纳赫逐步跨过集采同比压力、斯塔尔外科渠道库存恢复至目标区间，显示中国市场压力正在由全面承压转向结构分化。整体来看，各MNC仍普遍认可中国市场中长期医疗需求和高端创新产品的增长潜力。
- ✓ **Boston Scientific:** 公司预计中国EP动能延续至2026年，支撑因素包括FARAWAVE NAV获NMPA批准、持续性房颤适应证扩展，以及过去18个月对中国市场的持续投入；但中国PFA当前渗透率和收入占比仍低，更多体现为中长期增量。
- ✓ **Align Technology:** 26Q1 APAC Clear Aligner发货实现双位数增长，并创一季度发货新高。增长由中国、印度、韩国、日本等市场带动。患者结构上，中国与拉美共同带动青少年儿童病例增长，反映早期干预及成长型患者产品在中国仍具渗透空间。虽然宏观消费及诊所客流仍可能影响整体正畸需求，但随着Invisalign First等产品推进，中国有望继续贡献中长期国际化增量。
- ✓ **Guardant Health:** 中国市场公司与艾迪康合作，基于其数字测序平台的血液癌症检测服务已在艾迪康检测设施上线，服务药企临床研究和新药开发。
- ✓ **Natera:** 中国NIPT渗透率已较高，未来增量更可能来自高端NIPT、单基因病NIPT、扩展携带者筛查、肿瘤MRD和移植监测等高价值项目。
- ✓ **STAAR Surgical:** 2025年公司主动压降库存，至年底中国渠道库存已恢复至合同目标区间；26Q1分销商库存处于目标范围内，销售出货与终端需求更加匹配，下游可视化显著改善。但中国宏观消费、集采政策及国产竞品仍需持续跟踪。
- ✓ **Abbott:** 26Q1 Core Lab中国收入已由2025年每季15%~30%下滑改善至持平；全年模型仍假设中国个位数下滑，后续集采波次仍需观察，但约80%组合已完成集采，新增波次公司份额较低，整体判断为“中国压力趋缓、业务趋稳，但尚非增长引擎”。
- ✓ **Alcon:** 公司2024年底将部分品种中国权益外授权给欧康维视，转向本土合作和轻资产化；短期中国市场仍面临院端预算、集采、进口替代等不确定性，中长期仍由老龄化、白内障/干眼/屈光需求、眼科手术升级和高端人工晶体渗透率提升驱动。
- ✓ **GE Healthcare:** 仍处于谨慎态度，2026全年中国收入预计下滑；26Q1中国市场收入表现符合预期且环比改善，市场情绪有所稳定，公司仍认为中国是长期重要的大型医疗市场，但打法会更聚焦，选择性参与、强化临床能力并依托JV合作。

## 1.2 业绩会对中国市场观点汇总（2）

- ✓ **Zimmer Biomet:** 中国关节置换、运动医学、创伤修复和机器人导航仍受人口老龄化、术式升级、三甲医院效率提升和高端骨科技术需求驱动；公司将中国纳入国际go-to-market模式重构重点，预计中国市场仍面临价格轻微下行和渠道优化压力。
- ✓ **Intuitive Surgical:** 中国本土手术机器人竞争加剧，部分省级招标偏好本土供应商及更低价格，对中标率和价格体系形成压力，压低25Q4中标率。公司仍依托本地制造、复星合资平台和生态能力参与竞争。
- ✓ **Philips Healthcare:** 公司对中国短期需求仍偏谨慎，但认为底层医疗需求仍在。超声和CT受集采扩大影响较大，导致决策周期拉长、价格竞争加剧、订单转化承压；IGT和MR因差异化程度较高相对稳健。消费情绪仍偏弱，公司预计2026年中国市场收入整体稳定。
- ✓ **Siemens Healthineers:** 中国区压力集中在诊断业务，主要来自集采及报销下调带来的结构性市场再定价；FY26H1中国收入可比-7.1%，但剔除诊断业务后中国收入基本持平，符合Imaging和Precision Therapy的中国区假设；Diagnostics中国仍处于4~6个季度的市场重估期。
- ✓ **J&J MedTech:** 中国集采对外科和骨科仍有压制，26Q1多个外科子类均受到集采或竞争压力影响；骨科中Trauma、Knees等产品亦受集采、库存及转型扰动。公司预计2026年中国仍可能出现额外集采轮次，Surgery transformation对收入端的拖累将贯穿全年并逐步体现。
- ✓ **Stryker:** 长期看，Mako/骨科机器人、创伤产品、血管介入平台仍有进口高端技术需求；短期需关注带量采购、医保控费、支付约束及本土竞争加剧。
- ✓ **Medtronic:** 终端手术量和高端技术需求仍在，但价格兑现和准入节奏制约表现增速；Neurovascular过去几个季度受中国集采和Vantage召回拖累；Cardiovascular中PFA、结构心等具备较强高端产品属性，但在中国落地需重点关注注册审批、医保支付、本土竞品迭代。
- ✓ **Thermo Fisher Scientific:** Academic & Government因美国政策不确定性及中国宏观环境承压，全年及Q4低个位数下降。
- ✓ **Danaher:** 中国集采执行符合预期，Q1开始逐步跨过集采同比压力，中国患者量高于预期且保持稳健增长，有助于中长期检测量恢复，但短期价格和政策仍压制中国出厂收入及利润率。
- ✓ **Sysmex:** 中国FY26全年本币收入下降约25%，Q1至Q4降幅逐季扩大至-38.5%；公司认为Q4基本符合预期，血液检测需求仍稳健，但短期仍受最低必要性原则、渠道库存调整及检测价格标准化不确定性影响。FY2027中国市场预计收入继续下滑20%。
- ✓ **Illumina:** 商务部已解除Illumina测序仪出口禁令，但公司仍在UEL名单内，仪器采购仍需审批，短期恢复节奏仍不确定。2025年中国收入-21%，26Q1中国收入-28%。

- [ 01 ] 器械MNC业绩表现概览
- [ 02 ] 器械MNC详细业绩表现
- [ 03 ] A股重点公司盈利预测与估值

## 2.1 医疗设备

- 医疗设备MNC在2025及26Q1整体恢复温和，影像、手术机器人和睡眠呼吸板块分化明显。Intuitive Surgical凭借da Vinci 5装机、手术量提升和Ion放量保持高增，ResMed受睡眠呼吸设备及数字生态拉动维持双位数增长；GE医疗、飞利浦、西门子医疗的影像/治疗业务需求仍具韧性，但利润端受到关税、供应链成本和中国需求扰动。奥林巴斯处于质量整改及ship-hold后的修复期，Illumina则依靠临床耗材和NovaSeq X转化改善，短期仍受中国采购审批与科研预算影响。

表：医疗设备MNC 2025&2026Q1收入及利润率情况概览

公司名称	收入（亿美元）		毛利率		净利率		2026年指引
	2025	26Q1	2025	26Q1	2025	26Q1	
GE Healthcare	206.25(+4.8%)	51.31(+7.4%)	40.0%(-1.7pp)	38.5%(-3.6pp)	10.4%(+0.0pp)	8.0%(-4.3pp)	收入+3.0~4.0%
Intuitive Surgical	100.65(+20.5%)	27.71(+23.0%)	66.0%(-1.5pp)	66.1%(+1.4pp)	28.6%(+0.6pp)	29.8%(-1.4pp)	da Vinci手术量+13.5~15.5%
Philips Healthcare	208.96(-1.0%)	44.75(-4.7%)	45.2%(+2.1pp)	45.2%(+0.1pp)	5.0%(+8.9pp)	3.7%(+2.0pp)	收入+3.0~4.5%
Siemens Healthineers	275.85(+8.5%)	65.10(-3.9%)	38.6%(+0.8pp)	37.7%(-1.6pp)	9.3%(+0.5pp)	9.0%(-0.0pp)	FY2026收入+4.5~5.0%
Fujifilm	220.48(+6.8%)	58.02(+6.8%)	40.8%(+0.1pp)	40.6%(+1.0pp)	8.3%(+0.1pp)	9.0%(-0.2pp)	FY2026收入+3.4%
ResMed	53.98(+9.6%)	14.31(+10.8%)	60.9%(+2.5pp)	62.3%(+2.9pp)	27.2%(-0.0pp)	27.9%(-0.4pp)	五年收入高个位数增长
Olympus	63.91(-4.0%)	18.48(+8.5%)	64.7%(-3.8pp)	65.3%(-5.6pp)	6.8%(-5.1pp)	8.4%(-6.8pp)	FY2027收入+4.4~6.5%
Illumina	43.43(-0.7%)	10.91(+4.8%)	66.1%(+0.6pp)	66.1%(+0.5pp)	19.6%(+47.5pp)	12.3%(-0.3pp)	收入+4.1~6.4%

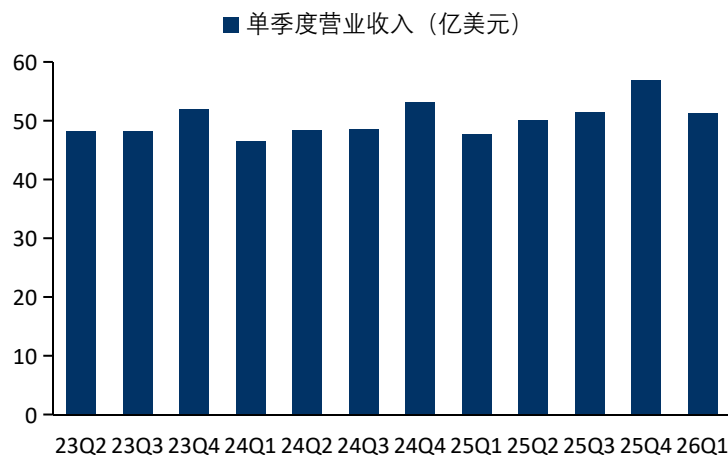
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：以上统计区间均同步为2025/01/01-2025/12/31及2026/01/01-2026/03/31；Philips, Siemens, Fujifilm, Olympus财务数据已按照历史汇率折算为美元

## 2.1.1 GE Healthcare: 收入稳健、利润承压, 创新与中国企稳打开修复空间

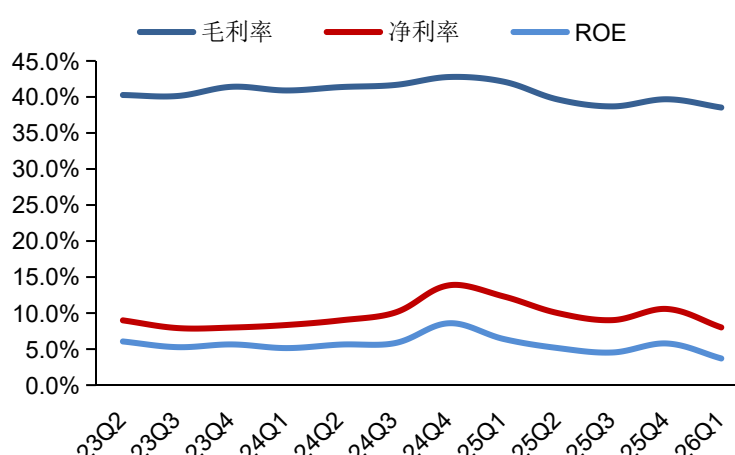
- **业绩表现:** 2025年GE Healthcare收入206.25亿美元, 同比增长4.8%, 有机增长3.5%; 订单增长5.2%; 经调整EBIT 31.55亿美元, 同比下降1.8%。26Q1公司收入51.31亿美元, 同比增长7.4%, 有机增长2.9%; 订单增长1.1%; 经调整EBIT 6.91亿美元, 同比下降3.4%。公司利润端主要受关税、PCS下滑影响。
- **收入拆分:** 分业务看, Imaging/AVS(Advanced Visualization Solutions)/PCS(Patient Care Solutions)/PDx(Pharmaceutical Diagnostics)板块2025年分别收入92.45/53.54/30.86/29.00亿美元 (+4.4%/+4.3%/-1.2%/+15.6%), 26Q1分别收入22.99/13.41/7.04/7.70亿美元 (+7.4%/+8.2%/-6.5%/+21.7%)。
- **重点经营进展:** 公司26Q1完成Intelerad 收购, 交易价格 23亿美元, 目标是强化云端企业影像能力, 推动业务向云优先、企业级影像、SaaS和高毛利经常性收入方向转型; 需求端没有实质性恶化, 问题主要在利润端的短期成本压力, 内存芯片、油价/运费等带来约2.5亿美元全年压力。公司正在把Imaging和AVS合并为AIS, 以围绕诊断—术前规划—介入/治疗的完整患者路径来做解决方案销售。
- **对中国市场观点:** 仍处于谨慎态度, 2026全年中国收入预计下滑; 26Q1中国市场收入表现符合预期且环比改善。中国市场情绪有所稳定, 公司仍认为中国是长期重要的大型医疗市场, 但打法会更聚焦, 选择性参与、强化临床能力并依托JV合作。
- **2026全年指引:** 收入有机增长3.0%~4.0% (维持); Adjusted EBIT margin 15.4%~15.7% (下调, 原为15.8%~16.1%); Adjusted EPS 4.80~5.00美元 (下调, 原为4.95~5.15美元)。

图: GE Healthcare单季度营收情况



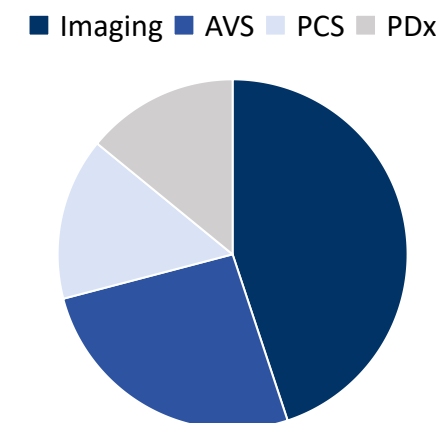
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: GE Healthcare盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: GE Healthcare各业务板块收入占比 (2025年)

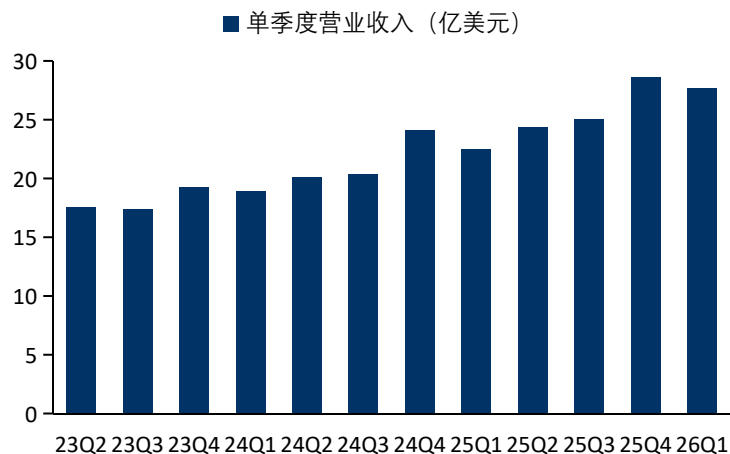


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.2 Intuitive Surgical: da Vinci 5升级驱动收入增长，关税与中国竞争为主要扰动

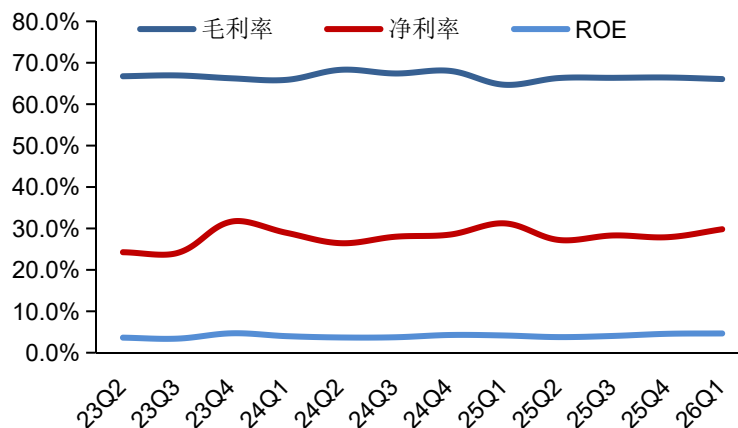
- 业绩表现：**2025年Intuitive Surgical收入100.65亿美元，同比增长20.5%；手术量增长19%，其中da Vinci手术量增长18%，Ion手术量增长51%。26Q1公司收入27.71亿美元，同比增长23.0%；手术量增长17%，其中da Vinci手术量增长16%，Ion手术量增长39%。公司2025年共安装1721台da Vinci系统，其中da Vinci 5为870台，SP系统107台；Ion系统安装195台；XiR系统42台。26Q1共安装431台da Vinci系统，其中da Vinci 5为232台；Ion系统52台。截止26Q1末，da Vinci系统装机量11395台，同比增长12%；Ion装机量1041台，同比增长22%。
- 收入拆分：**分业务看，Instruments and accessories/Systems/Services板块2025年分别收入60.19/24.74/15.72亿美元（+18.5%/+25.8%/+20.3%），26Q1分别收入16.86/6.51/4.34亿美元（+23.3%/+24.5%/+19.5%）。
- 重点经营进展：**da Vinci 5需求随产能爬坡、软件/产品迭代和海外获批持续增强，25H2已进入欧洲、英国和日本市场；SP平台2025年手术量增长87%，并获批乳头保留乳房切除、腹股沟疝、胆囊切除、阑尾切除等新适应症；Ion聚焦肺部活检，并推进ROSE、支气管内超声等能力，强化“检测到治疗”的闭环价值。海外da Vinci手术量2025年增长23%，快于美国15%，欧洲、亚洲和其他地区分别增长21%/24%/27%。
- 对中国市场观点：**中国本土手术机器人竞争加剧，部分省级招标偏好本土供应商及更低价格，对中标率和价格体系形成压力，压低25Q4中标率。公司仍依托本地制造、复星合资平台和生态能力参与竞争。
- 2026全年指引：**da Vinci手术量增长13.5%~15.5%（上调，原为13.0%~15.0%）。

图：Intuitive Surgical单季度营收情况



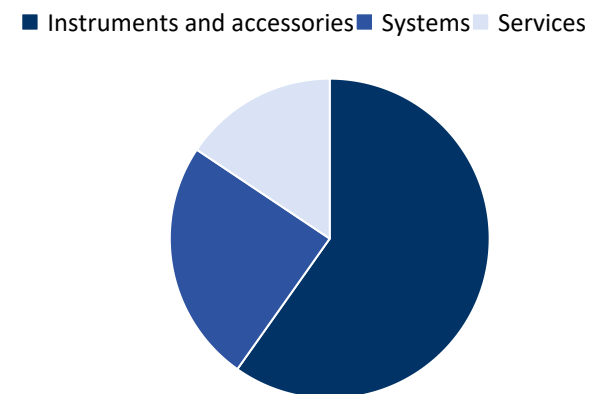
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Intuitive Surgical盈利指标情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Intuitive Surgical各业务板块收入占比（2025年）

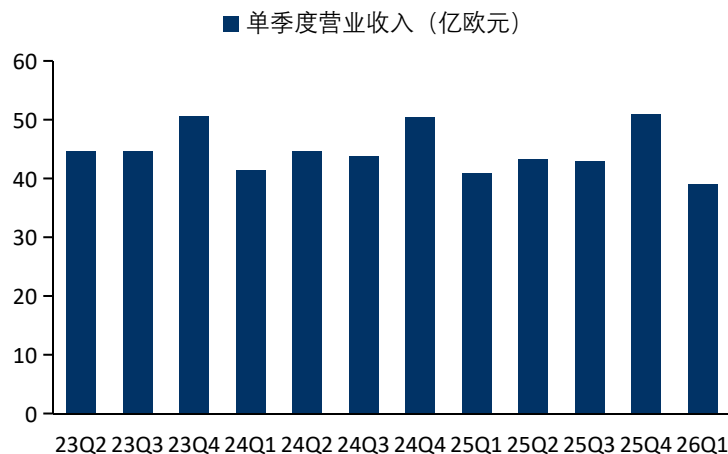


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.1.3 Philips Healthcare: 订单延续、利润修复, AI创新与中国区修复仍待验证

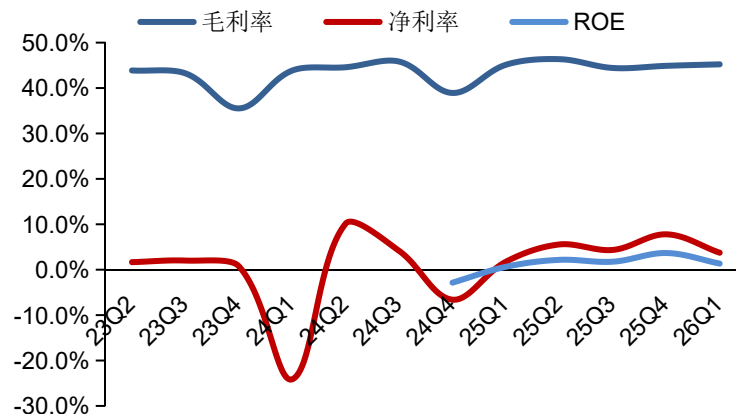
- **业绩表现:** 2025年Philips Healthcare收入178.34亿欧元, 可比口径增长2.3%; 订单同比增长6%; Adjusted EBITA 21.95亿欧元, 利润率12.3% (+0.8pp)。26Q1公司收入39.05亿欧元, 可比口径增长4%, 订单同比增长6%; Adjusted EBITA 3.53亿欧元, 利润率9.0% (+0.4pp)。
- **收入拆分:** 分业务看, Diagnosis & Treatment/Connected Care/Personal Health/Other板块2025年分别收入85.31/50.76/36.73/5.54亿欧元 (+0%/+3%/+8%/-), 26Q1 Diagnosis & Treatment/Connected Care/Personal Health 分别收入18.48/10.62/8.18亿欧元 (+2%/+3%/+9%)。区域上, 北美仍为主要增长引擎, 欧洲相对稳定。
- **重点经营进展:** 26Q1推出/推进Spectral CT Verida、Rembra Wide-bore CT、SmartHeart、DeviceGuide、IntraSight Plus等产品; MR BlueSeal无氦平台装机基础超过2,200台, 累计节省氦气超过600万升, 2025年发货MR系统中75%为无氦系统。Personal Health端在美国及中国推出新Sonicare系列, 并通过欧洲新增3,000+分销点、扩大IPL/Interdental/OneBlade渠道提升增长动能。
- **对中国市场观点:** 公司对中国短期需求仍偏谨慎, 但认为底层医疗需求仍在。医疗设备端, 超声和CT受集采扩大影响较大, 导致决策周期拉长、价格竞争加剧、订单转化承压; IGT和MR因差异化程度较高相对稳健。Personal Health在低基数下对中国区有一定贡献, 但消费情绪仍偏弱。公司预计2026年大中华区收入整体稳定。
- **2026全年指引:** 可比口径收入增长3.0%~4.5% (维持), Adjusted EBITA margin 12.5%~13.0% (维持), 自由现金流13~15亿欧元 (维持); 三大业务预计均有增长, 其中D&T位于指引区间下端, Connected Care和Personal Health位于指引区间上端。

图: Philips Healthcare单季度营收情况



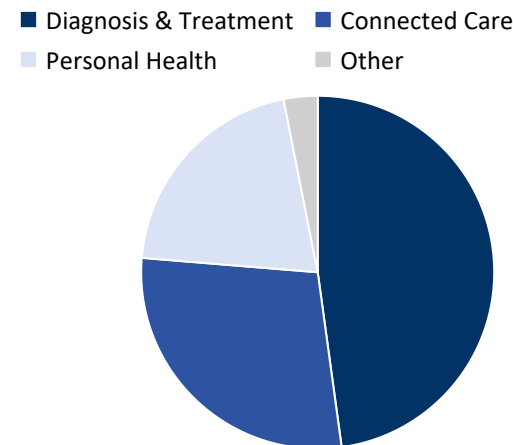
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Philips Healthcare盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Philips Healthcare各业务板块收入占比 (2025年)

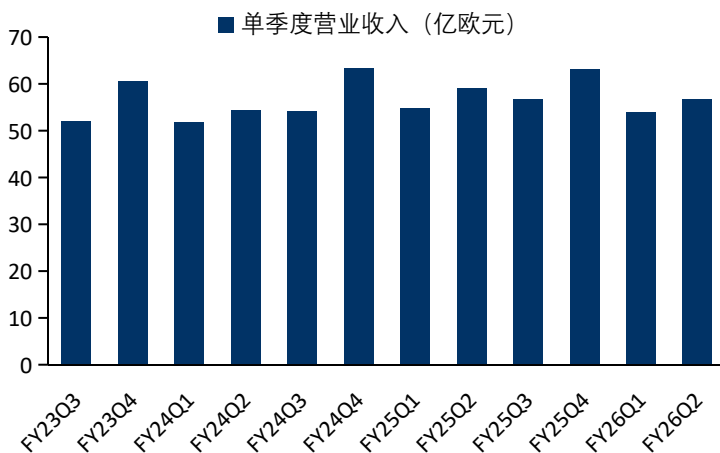


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.4 Siemens Healthineers: 影像与精准治疗延续增长, 诊断中国区承压拖累

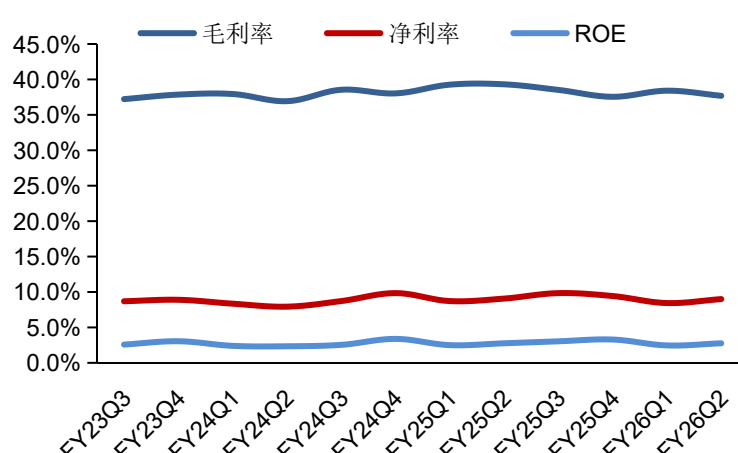
- **业绩表现:** FY2026H1 Siemens Healthineers收入110.82亿欧元, 同比下降2.7%, 可比口径增长3.5%; 设备book-to-bill为1.07 (低于FY25H1的1.19); Adjusted EBIT 16.45亿欧元, 利润率14.8% (-1.0pp)。
- **收入拆分:** 分业务看, Imaging/Precision Therapy/Diagnostics 板块FY26H1 分别收入 57.69/33.06/19.69 亿欧元 (+5.9%/+5.3%/-4.8%); 分区域看, EMEA/Americas/APJ/China FY26H1 分别收入37.21/49.20/13.66/10.74亿欧元 (+3.3%/+7.9%/-1.8%/-7.1%), 其中美国收入增长8.9%, 中国区收入下滑主要受诊断业务拖累。
- **重点经营进展:** Imaging增长由光子计数CT、放射性药物和MRI驱动, DryCool MRI已接近全球交付量一半; Precision Therapy中Varian H1可比收入+8.3%, 剔除汇率和关税后H1运营利润率同比提升约300bps; 公司同时推进西门子去并表/分拆准备及Diagnostics carve-out, 以提升诊断业务独立发展可选项。
- **对中国市场观点:** 中国区压力集中在诊断业务, 主要来自集中带量采购及报销下调带来的结构性市场再定价; FY26H1中国收入可比-7.1%, 但剔除诊断业务后中国收入基本持平, 符合Imaging和Precision Therapy的中国区假设; Diagnostics中国仍处于4~6个季度的市场重估期。
- **FY2026全年指引:** 可比收入增长4.5%~5.0% (下调, 原为5.0%~6.0%), Adjusted EPS 2.20~2.30欧元 (下调, 原为2.20~2.40欧元); Diagnostics全年预计收入低至中个位数下滑。

图: Siemens Healthineers单季度营收情况



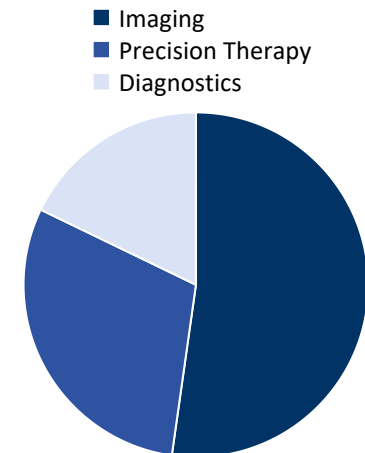
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Siemens Healthineers盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Siemens Healthineers各业务板块收入占比 (FY2026H1)

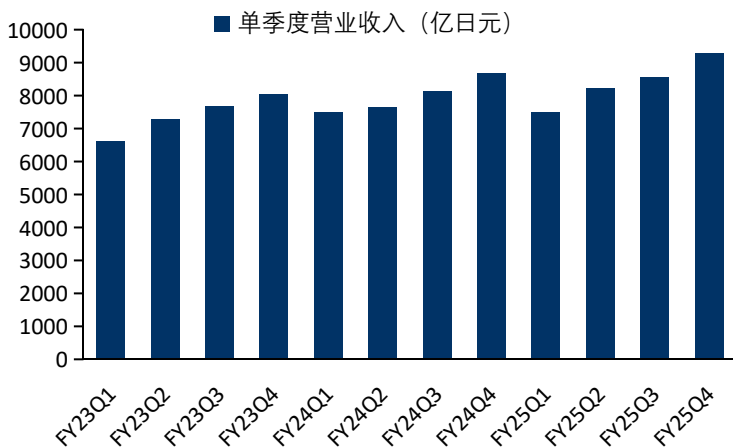


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.5 Fujifilm：收入利润创新高，影像业务表现强劲，Bio CDMO扩产仍处投入期

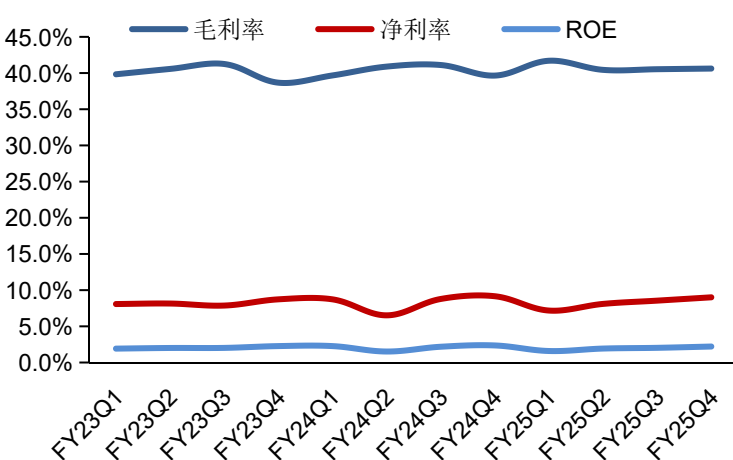
- **业绩表现：** FY2025 Fujifilm收入3.36万亿日元，同比增长5.0%；营业利润3502亿日元，同比增长6.1%；归母净利润2726亿日元，同比增长6.0%。公司2025财年收入、利润均创历史新高。
- **收入拆分：** 分业务看，Healthcare/Electronics/Business Innovation/Imaging板块FY2025分别收入1.10/0.46/1.17/0.63万亿日元（+4.9%/+11.9%/-2.0%/+15.7%），营业利润分别为636/1009/637/1600亿日元（-20.3%/+34.4%/-14.6%/+14.9%）。
- **重点经营进展：** Bio CDMO受丹麦大规模产能贡献、美国北卡8座2万升生物反应器投产拉动；半导体材料受AI芯片需求驱动，CMP slurry、NTI developer、先进光刻胶及封装用液体聚酰亚胺增长；影像业务instax累计销量超1亿台，X/GFX数码相机延续强势。Healthcare利润受上年资产出售收益缺失、银价上涨及Bio CDMO前期费用拖累。
- **FY2026全年指引：** 预计收入3.47万亿日元（+3.4%），营业利润2650亿日元（+4.2%），归母净利润2800亿日元（+1.2%）。增长由Bio CDMO扩产、半导体材料、Electronics及Imaging支撑，计划年度股息75日元/股，连续17年增长。

图：Fujifilm单季度营收情况



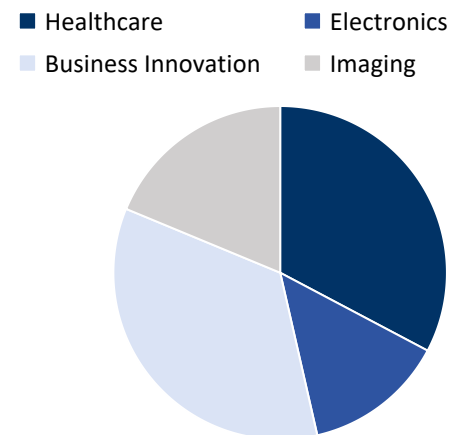
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Fujifilm盈利指标情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Fujifilm各业务板块收入占比（FY2025）

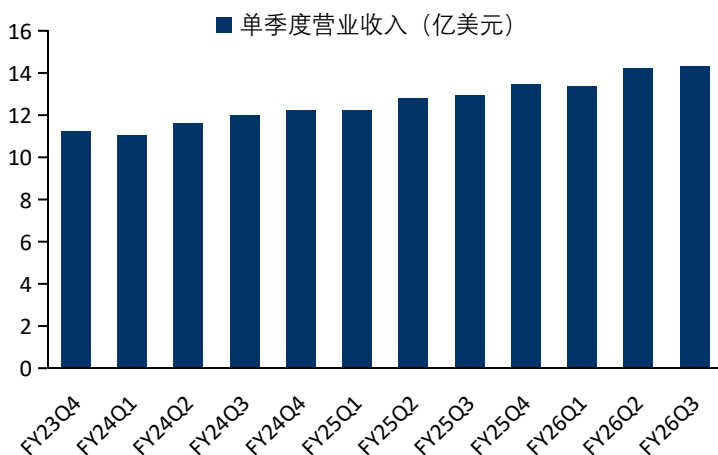


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.1.6 ResMed: 睡眠呼吸需求稳健, GLP-1与数字生态贡献长期增量

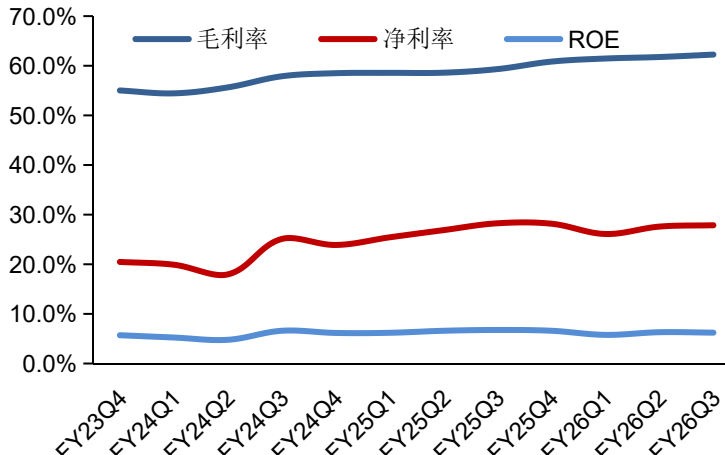
- **业绩表现:** FY2026前三季度ResMed收入41.90亿美元, 同比增长10%, 有机增长8%; Non-GAAP经营利润15.24亿美元, 同比增长18%; Non-GAAP EPS 8.22美元(+17%)。FY26Q3单季度收入14.31亿美元, 同比增长11%, 有机增长8%; Non-GAAP EPS 2.86美元(+21%)。
- **收入拆分:** 分业务看, Devices/Masks & other/RCS(Residential Care Software)板块FY2026前三季度分别收入21.42/15.44/5.04亿美元(+9%/+14%/+6%); Sleep & Breathing Health合计收入36.86亿美元(+11%)。分区域看, 美洲收入24.29亿美元(+10%), 欧洲/亚洲及其他地区收入12.57亿美元(+12%, 固定汇率+6%)。
- **重点经营进展:** AirSense 11继续全球推广, 近期进入中国和哥伦比亚; AirTouch N30i已覆盖主要市场, 较硅胶同类产品90天依从性提升6%; AirTouch F30i Clear/Comfort在美国、加拿大、澳新等市场推进。数字生态累计超过260亿晚呼吸医疗数据、3600万+AirView患者、3400万+云连接设备, VirtuOx居家睡眠检测转诊同比增长>25%。
- **需求催化与中国市场:** 公司将GLP-1和可穿戴设备视为睡眠呼吸诊疗入口, 真实世界研究显示OSA合并GLP-1用药患者PAP启动率高1060bp, 1年/3年耗材复购率高340/610bp。中国已引入AirSense 11, 并通过本地数字生态及微信集成提升患者互动; 亚太采用订阅、DTC复购与HME渠道并行的全渠道模式。
- **FY2026全年指引:** 预计FY2026 Non-GAAP毛利率62%~63% (维持), SG&A/收入19%~20%, R&D/收入6%~7%; FY26Q4回购不少于1.75亿美元; 五年维度指引收入端高个位数增长、利润增速高于收入增速。

图: ResMed单季度营收情况



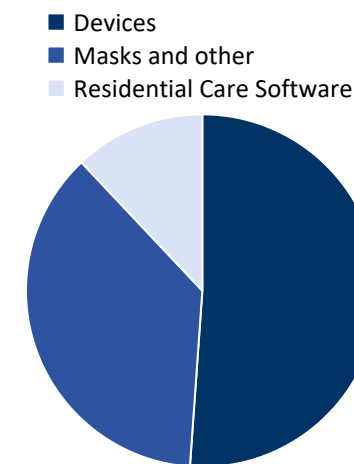
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: ResMed盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: ResMed各业务板块收入占比 (FY2026Q1-3)

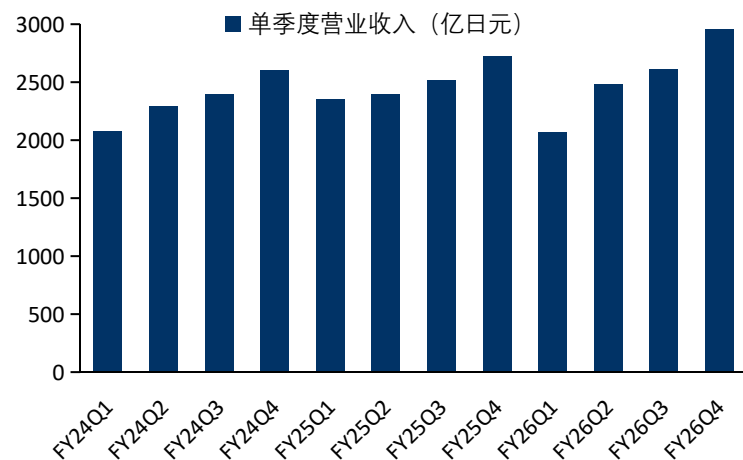


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.7 Olympus: FY2026扰动中筑底, GIS修复领先, FY2027利润率回升可期

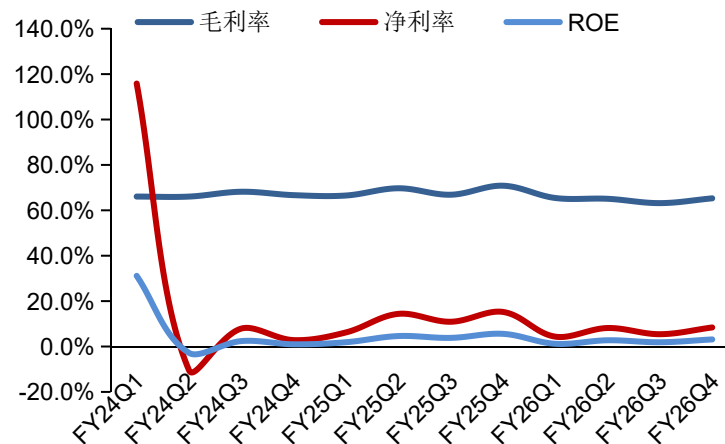
- **业绩表现:** FY2026 Olympus收入1.01万亿日元, 同比增长1%, 固定汇率持平; 调整后营业利润1433亿日元; 调整后营业利润率14.2% (-4.7pp); 调整后EPS 92日元 (-21%); 调整后FCF 535亿日元 (-51%)。
- **收入拆分:** 分业务看, GIS(Gastrointestinal Solutions Division)/SIS(Surgical and Interventional Solutions Division)业务板块分别实现收入6974/3131亿日元 (+3%/-3%)。1) GIS分部: GI Endoscopy收入占比50%, GI EndoTherapy收入占比15%, Medical Service收入占比30%; 2) SIS分部: Urology收入占比40%, Respiratory收入占比20%, Surgical Endoscopy收入占比20%, Other Therapeutic Areas收入占比20%。
- **重点经营进展:** FY2026被公司定义为“重建年”, 公司吸收约300亿日元FDA进口警示及自愿暂停发货净影响; 质量整改推进, 8个受检设施系统性整改, 部分受影响产品恢复上市。
- **FY2027全年指引:** 收入指引1.055万亿~1.076万亿日元 (+4.4%~+6.5%, 固定汇率+1.5%~+3.5%), 调整后营业利润率15.2%~16.7%, 同比提升1.0~2.5pp; 预计H1仍受ship-hold与中国恢复节奏影响, H2随产品恢复、新品上市及运营模型节省而加速。

图: Olympus单季度营收情况



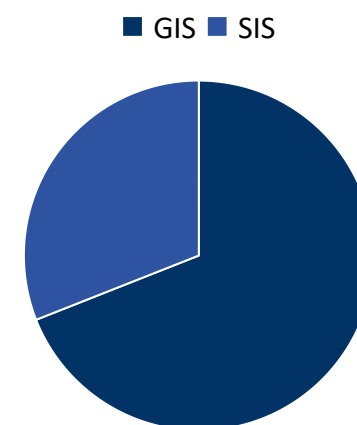
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Olympus盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Olympus各业务板块收入占比 (FY2026)

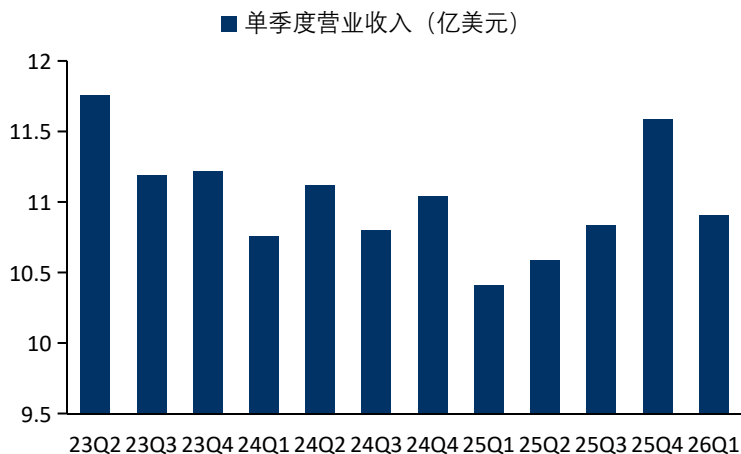


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.8 Illumina：临床耗材延续增长，NovaSeq X转化深化，Multiomics/AI新曲线仍待兑现

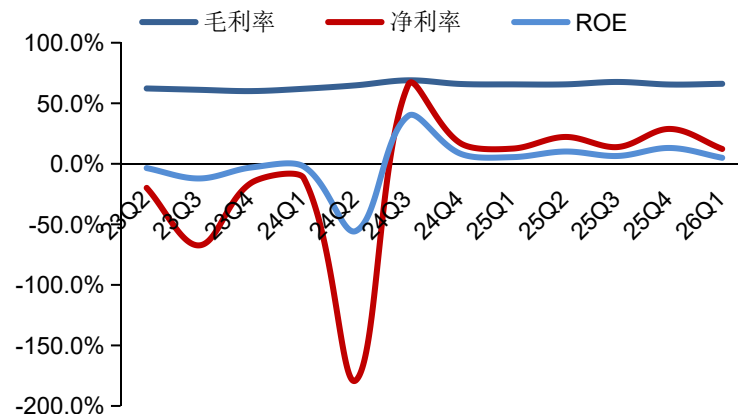
- **业绩表现**：2025年Illumina收入43.43亿美元，同比基本持平；剔除中国后收入41.00亿美元，同比+2%；Non-GAAP经营利润10.04亿美元，经营利润率23.1%（+1.8pp）；Non-GAAP EPS 4.84美元（+16%）。26Q1收入10.91亿美元，同比+4.8%，有机增长3.5%；Non-GAAP经营利润率21.9%（+1.5pp），Non-GAAP EPS 1.15美元（+19%）。
- **收入拆分**：分业务看，Consumables/Instruments/Service and other revenue板块2025年分别收入32.27/4.82/6.34亿美元（+2%/-4%/-4%），26Q1分别收入7.97/1.20/1.74亿美元（+4%/+7%/+8%）。分地区看，Americas/Europe/Greater China/AMEA 2025年分别收入 24.06/12.64/2.43/4.30 亿美元（-1%/+7%/-21%/-2%），26Q1分别收入 5.90/3.56/0.52/0.93亿美元（+6%/+7%/-28%/+13%）。
- **重点经营进展**：临床测序耗材是核心拉动项，2025年Ex-China增速由Q1的8%提升至Q4的20%，26Q1连续第二个季度实现Ex-China +20%；NovaSeq X 26Q1放量超过80台，高于50-60台季度目标区间。截至26Q1，约82%测序量、55%高通量耗材收入已转向NovaSeq X；研究及应用端约90%测序量已转化，临床端约76%测序量已转化，公司预计年底临床端转化至80%~85%以上。公司已完成SomaLogic收购并推进Proteomics/Connected Multiomics、BioInsight/Billion Cell Atlas及空间转录组布局，但当前仍处商业化验证期。
- **对中国市场观点**：商务部已解除Illumina测序仪出口禁令，但公司仍在UEL名单内，仪器采购仍需审批，短期恢复节奏仍不确定。
- **2026全年指引**：收入45.2~46.2亿美元（上调，原为45.0~46.0亿美元），Non-GAAP经营利润率23.4%~23.6%，EPS 5.15~5.30美元；耗材预计低至中个位数增长，仪器低个位数增长（上调，原为持平）。

图：Illumina单季度营收情况



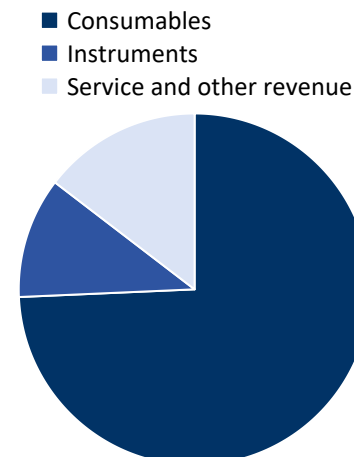
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Illumina盈利指标情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Illumina各业务板块收入占比（2025年）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.2 医用耗材

- 医用耗材MNC在2025及26Q1总体表现优于设备，增长主要来自创新高值耗材和高端术式升级。强生、美敦力、波士顿科学等在电生理PFA、结构心、心血管介入和外科新品上持续放量，爱德华TAVR/TMTT、史赛克Mako/血管介入、Zimmer ROSA/Paragon 28等构成长期驱动；Align、Alcon、STAAR等眼科/口腔消费属性赛道则受宏观消费、渠道库存和本土竞争影响更明显。中国市场短期仍面临集采、医保控费和国产替代压力，但创新产品注册、学术推广和高端需求仍提供结构性增量。

表：医用耗材MNC 2025&2026Q1收入及利润率情况概览

公司名称	收入（亿美元）		毛利率		净利率		2026指引
	2025	26Q1	2025	26Q1	2025	26Q1	
J&J MedTech	337.92(+6.1%)	86.36(+7.7%)	63.0%(+2.1pp)	63.0%(-2.2pp)	21.5%(-0.1pp)	22.3%(-3.6pp)	收入增长加速
Abbott	443.28(+5.7%)	111.64(+7.8%)	56.4%(+1.0pp)	56.2%(-0.7pp)	14.7%(-17.2pp)	9.7%(-3.1pp)	收入+6.5~7.5%
Boston Scientific	200.74(+19.9%)	52.03(+11.6%)	69.0%(+0.4pp)	69.5%(+0.6pp)	14.4%(+3.4pp)	25.7%(+11.3pp)	收入+6.5~8.0%
Edwards Lifesciences	60.68(+11.6%)	16.49(+16.7%)	78.0%(-1.5pp)	78.0%(-0.6pp)	17.6%(-59.0pp)	23.1%(-2.1pp)	收入+9.0~11.0%
Align Technology	40.35(+0.9%)	10.40(+6.2%)	67.2%(-2.8pp)	70.8%(+1.4pp)	10.2%(-0.3pp)	10.8%(+1.3pp)	收入+3.0~4.0%
Stryker	251.16(+11.2%)	60.20(+2.6%)	64.0%(+0.1pp)	63.3%(-0.5pp)	12.9%(-0.3pp)	12.4%(+1.2pp)	收入+8.0~9.5%
Zimmer Biomet	82.32(+7.2%)	20.87(+9.3%)	69.7%(-1.8pp)	72.4%(+1.2pp)	8.6%(-3.2pp)	11.4%(+1.9pp)	收入+1.0~3.0%
Alcon	104.01(+4.9%)	27.06(+9.4%)	55.2%(-0.4pp)	56.4%(+0.4pp)	9.4%(-0.9pp)	7.0%(-7.2pp)	收入+5.0~7.0%
STAAR Surgical	2.39(-23.7%)	0.94(+119.6%)	76.2%(-0.1pp)	73.6%(-7.9pp)	-33.6%(-26.8pp)	5.6%(+132.9pp)	收入高增，全年盈利

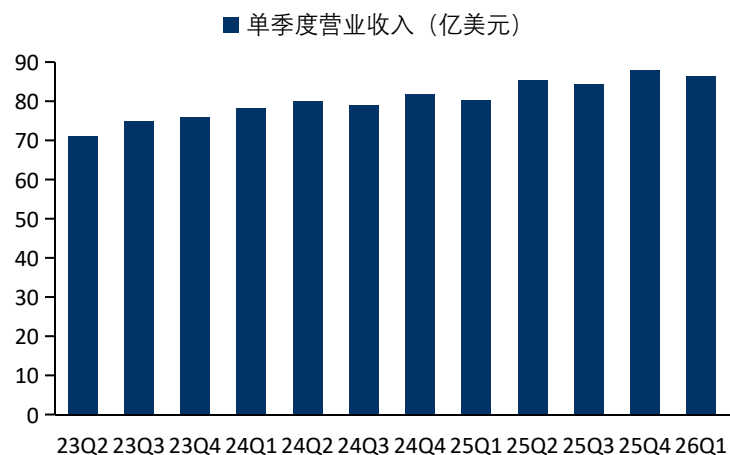
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：以上统计区间均同步为2025/01/01-2025/12/31及2026/01/01-2026/03/31

## 2.2.1 Johnson & Johnson MedTech: 心血管驱动增长, 外科与眼科持续创新

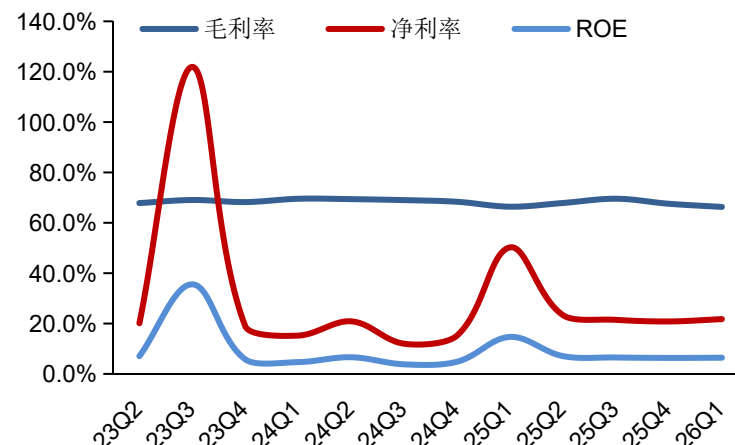
- **业绩表现:** 2025年J&J MedTech收入337.92亿美元, 同比增长6.1%, 有机增长5.4%, 剔除剥离/并购影响增长4.3%; 分部调整税前利润72.82亿美元, 利润率21.5%。26Q1 J&J MedTech收入86.36亿美元, 同比增长7.7%, 有机增长4.6%; 分部调整税前利润19.22亿美元, 利润率22.3% (同比-3.6pp, 主要受毛利率压力与成本端影响)。
- **收入拆分:** 分业务看, Cardiovascular/Surgery/Orthopaedics/Vision2025年分别收入89.28/101.37/92.58/54.68亿美元 (+15.2%/+2.5%/+0.3%/+5.3%), 26Q1分别收入23.77/25.11/23.83/13.65亿美元 (+10.5%/+1.2%/+3.2%/+3.6%)。心血管已成为最强增长引擎, 外科与视力维持中低个位数增长。
- **重点经营进展:** 心血管方面, 电生理增长来自手术量、商业执行及VARIPULSE/TRUPULSE/NUVISION/CRYSTAL等新品, Abiomed与Shockwave保持双位数增长, Shockwave 2025年销售突破10亿美元; 外科方面, ETHICON 4000吻合器、MONARCH平台、OTTAVA手术机器人构成中长期增量; 眼科方面, ACUVUE OASYS 1-Day/OASYS MAX、TECNIS Odyssey、TECNIS PureSee推动隐形眼镜和高端IOL增长。
- **对中国市场观点:** 中国集采对外科和骨科仍有压制, 26Q1中Biosurgery、Endocutters、Energy等外科子类均受到中国集采或竞争压力影响; 骨科中Trauma、Knees等产品亦受集采、库存及转型扰动。公司预计2026年中国仍可能出现额外集采轮次, 且Surgery transformation对收入端的拖累将贯穿全年并逐步体现。
- **2026全年指引:** 预计2026年MedTech表现好于2025年、增长加速; 增长主要来自Cardiovascular/Surgery/Vision三大重点领域新品放量, 包括VARIPULSE及电生理平台、ETHICON 4000、OASYS MAX等。

图: J&J MedTech单季度营收情况



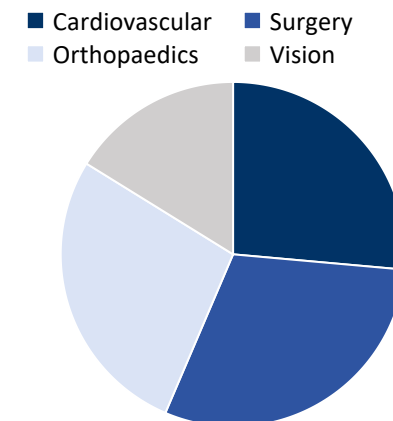
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Johnson & Johnson盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: J&J MedTech各细分业务板块收入占比 (2025年)

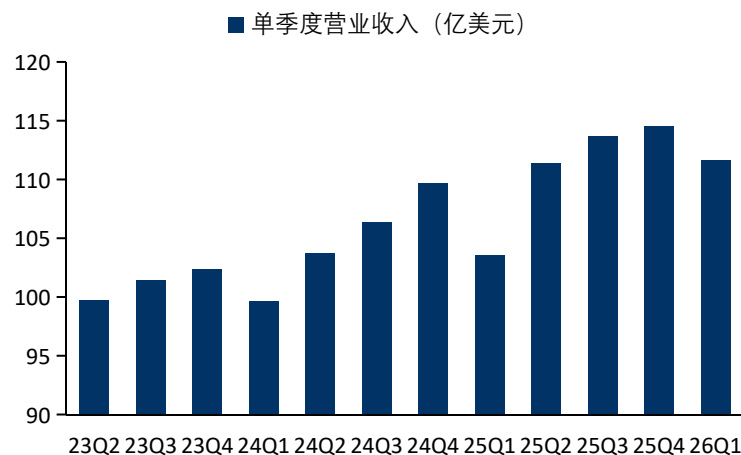


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.2 Abbott: 医疗器械创新与Exact整合驱动增长

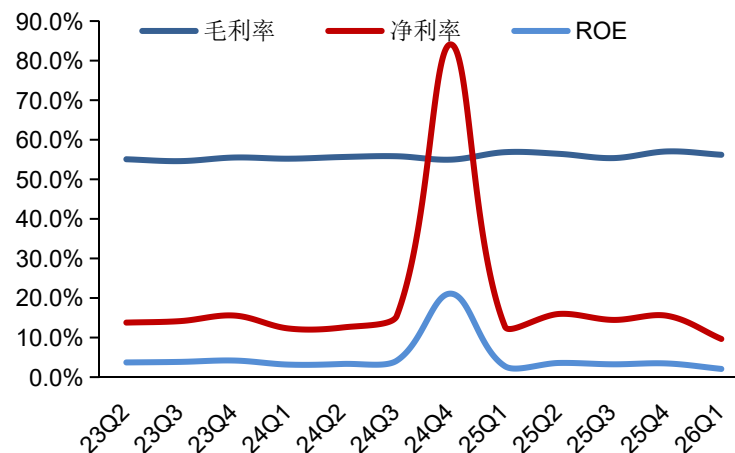
- **业绩表现:** 2025年Abbott收入443.28亿美元, 同比增长5.7%; 经营利润率18.2% (+1.9pp)。26Q1收入111.64亿美元, 可比口径同比增长3.7%; Adjusted EPS 1.15美元, 同比增长6.0%。
- **收入拆分:** 分业务看, Medical Devices/Diagnostics/Nutritionals/EPD(Established Pharmaceuticals Division) 2025年分别收入213.87/89.37/84.51/55.36亿美元 (+11.9%/-4.5%/+1.1%/+7.4%); 26Q1分别收入55.39/21.80/20.17/14.26亿美元 (+8.1%/+2.5%/-7.7%/+9.0%)。医疗器械仍为最强增长引擎, EPD维持高个位数稳健增长; Diagnostics在COVID检测下滑与中国集采压力后低位修复, 26Q1受Exact Sciences并表和Core Lab改善支撑; Nutrition受降价促量及销量疲弱拖累, 仍处修复初期。
- **重点经营进展:** 完成Exact Sciences收购, 进入Cancer Diagnostics领域; Volt PFA、TactiFlex Duo等PFA产品提前获批/上市, EP增长13%; Rhythm Management、Heart Failure均实现双位数增长, CGM收入20亿美元但受招标延期和高基数影响放缓。
- **对中国市场观点:** 公司对中国短期仍保持谨慎, 认为诊断业务此前受集采和市场环境拖累明显, 但26Q1 Core Lab中国收入已由2025年每季15%~30%下滑改善至持平; 全年模型仍假设中国个位数下滑, 后续集采波次仍需观察, 但约80%组合已完成集采, 新增波次公司份额较低, 整体判断为“中国压力趋缓、业务趋稳, 但尚非增长引擎”。
- **2026全年指引:** 全年收入增速6.5%~7.5% (维持); Exact Sciences预计将贡献30亿美元增量收入。

图: Abbott单季度营收情况



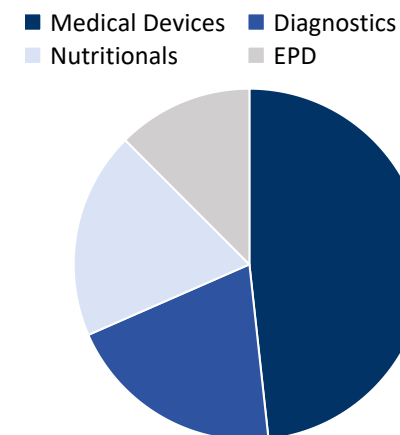
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Abbott盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Abbott各业务板块收入占比 (2025年)

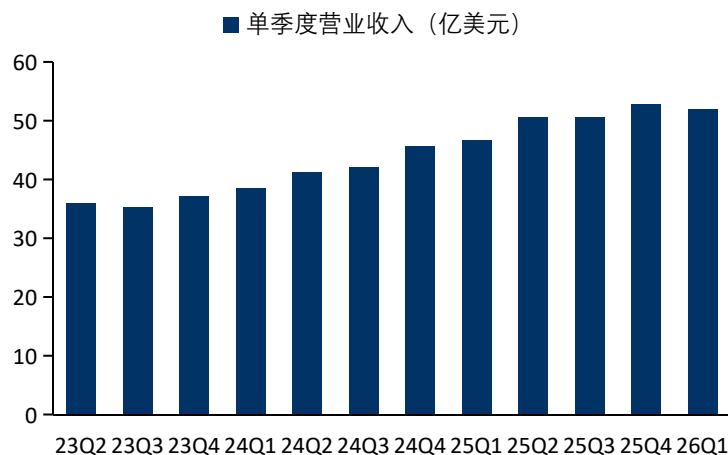


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.3 Boston Scientific: PFA与WATCHMAN驱动高增, 26Q1进入增长再平衡

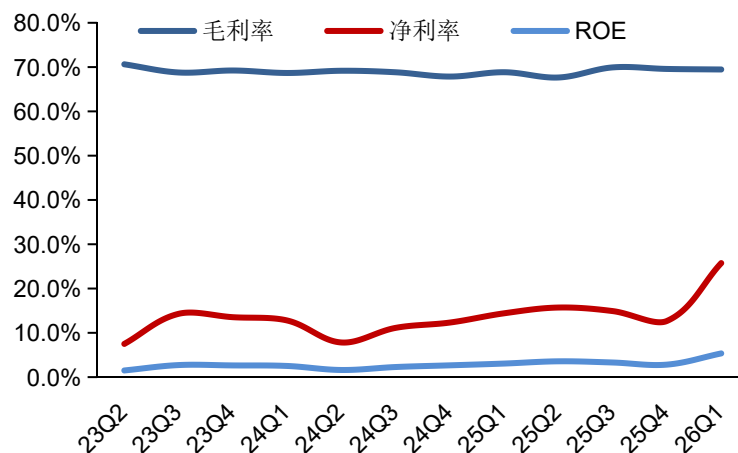
- **业绩表现:** 2025年Boston Scientific收入200.74亿美元, 同比增长19.9%, 有机增长15.8%; 调整后经营利润率28.0% (+1.0pp); Adjusted EPS 3.06美元, 同比增长22.0%。26Q1收入52.03亿美元, 同比增长11.6%, 有机增长9.4%; Adjusted EPS 0.80美元, 同比增长6.0%。
- **收入拆分:** 分板块看, MedSurg/Cardiovascular 2025年收入68.24/132.50亿美元 (同比+13.9%/+23.2%), 26Q1收入17.01/35.03亿美元 (同比+7.8%/+13.5%)。分业务看, 1) MedSurg: Endoscopy/Urology/Neuromodulation 2025年收入29.16/27.09/11.99亿美元 (+9%/+23%/+8%), 26Q1分别为7.36/6.46/3.18亿美元 (+9%/+2%/+17%); 2) Cardiovascular: ICVT/WATCHMAN/EP/CRM/IO&E 2025年收入46.39/19.58/33.25/23.32/9.96亿美元 (+11%/+29%/+75%/+2%/+16%); 26Q1收入12.44/5.06/9.05/5.78/2.68亿美元 (+11%/+19%/+24%/+0%/+18%)。
- **重点经营进展:** EP为最核心增长引擎; FARAPULSE PFA持续放量, 2025年美国约70% AF消融采用PFA, 全球约50%, FARAPPOINT已在美欧获批上市。CHAMPION-AF三年数据支持其作为OAC一线替代方案的标签扩展基础, 但26Q1 standalone WATCHMAN受流程/容量约束放缓, concomitant/FARAWATCH仍保持增长。
- **对中国市场观点:** 公司预计中国EP动能延续至2026年, 支撑因素包括FARAWAVE NAV获NMPA批准、持续性房颤适应证扩展, 以及过去18个月对中国市场的持续投入; 但中国PFA当前渗透率和收入占比仍低, 更多体现为中长期增量。
- **2026全年指引:** 全年收入有机增长6.5%~8.0% (下调, 原为10%~11%), Adjusted EPS 3.43~3.49美元 (维持)。公司认为底层手术量健康, EP/ICVT需求未见明显放缓, 后续依靠EP新品节奏、WATCHMAN标签/NCD推进、Penumbra/IVL/高血压/结构心等管线恢复差异化增长。

图: Boston Scientific单季度营收情况



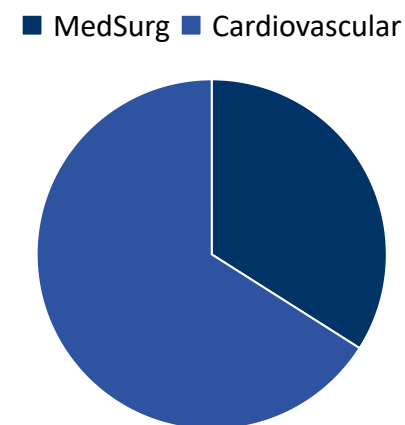
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Boston Scientific盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Boston Scientific各业务板块收入占比 (2025年)

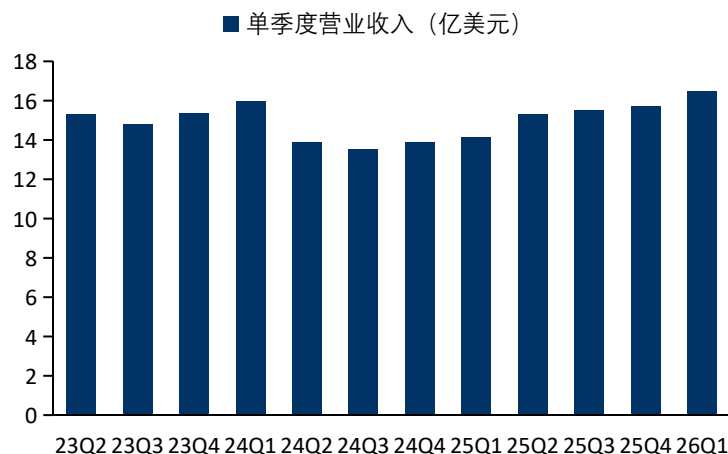


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.4 Edwards Lifesciences: TAVR与TMTT驱动高增, 26Q1上调全年指引

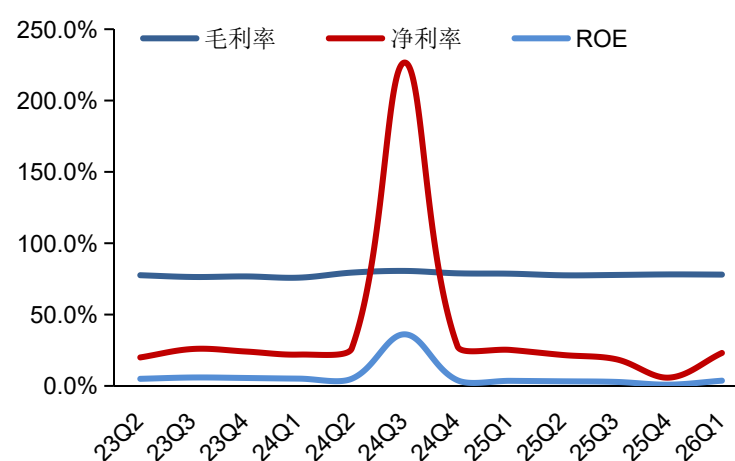
- **业绩表现:** 2025年Edwards Lifesciences收入60.68亿美元, 同比增长11.5%, 剔除汇率增长10.7%; Adjusted EPS 2.56美元。26Q1收入16.49亿美元, 同比增长16.7%, 剔除汇率增长12.7%; Adjusted EPS 0.78美元(同比增长21.9%)。
- **收入拆分:** 分业务看, TAVR(Transcatheter Aortic Valve Replacement)/TMTT(Transcatheter Mitral and Tricuspid Therapies)/Surgical 2025年收入分别为44.88/5.51/10.29亿美元(+9.3%/+56.4%/+4.9%); 26Q1收入分别为11.97/1.75/2.76亿美元(+14.4%/+51.9%/+10.1%)。分区域看, 2025年美国/欧洲/日本/ROW收入35.43/15.18/3.55/6.52亿美元(+10.5%/+14.8%/+4.4%/+14.0%); 26Q1收入9.38/4.43/0.91/1.78亿美元(+11.8%/+29.5%/+10.8%/+18.4%)。
- **重点经营进展:** TAVR为核心增长底盘, SAPIEN平台受益于EARLY TAVR、PARTNER 3七年数据、PARTNER II十年数据及欧洲指南更新; TMTT进入产品组合放量阶段, PASCAL/EVOQUE/SAPIEN M3形成二尖瓣与三尖瓣“修复+置换”组合, 公司维持2030年TMTT收入20亿美元目标; Surgical受益RESILIA组织、INSPIRIS/KONECT/MITRIS放量, KONECT欧洲上市反馈积极, TRIFORMIS及外科LAAC预计于2026年下半年/年内推进
- **2026全年指引:** 剔除汇率收入增长9%~11%(上调, 原为8%~10%); TAVR增长7%~9%(上调, 原为6%~8%); TMTT增长35%~45%(维持); Surgical中个位数增长(维持)。全年Adjusted EPS 2.95~3.05美元(上调)。

图: Edwards Lifesciences单季度营收情况



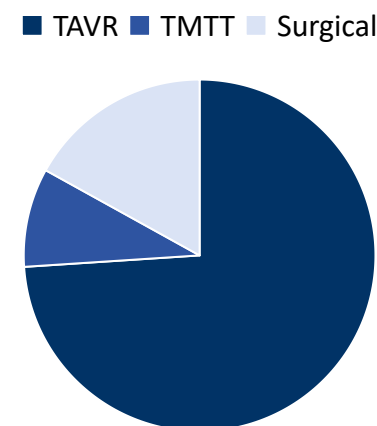
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Edwards Lifesciences盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Edwards Lifesciences各业务板块收入占比(2025年)

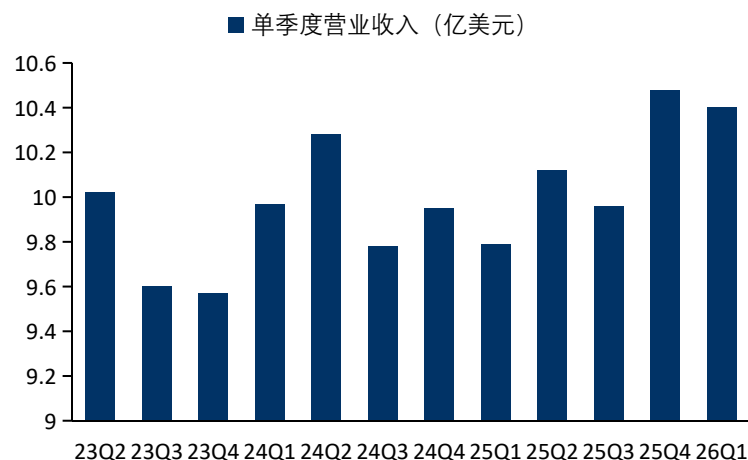


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.5 Align Technology: 隐适美与国际化驱动恢复, 26Q1好于预期

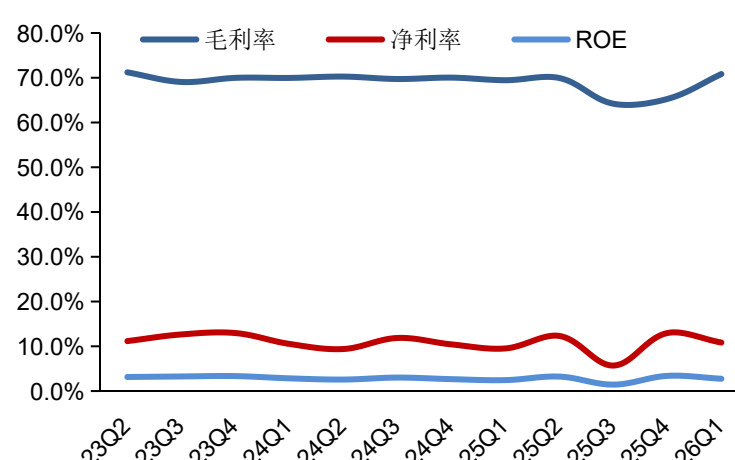
- **业绩表现:** 2025年Align Technology收入40.35亿美元, 同比增长0.9%; Clear Aligner发货261.1万例, 同比增长4.7%; Adjusted EPS 10.51美元。26Q1收入10.40亿美元, 同比增长6.2%; Clear Aligner发货68.6万例, 同比增长6.7%; Adjusted EPS 2.58美元, 同比增长21%。
- **收入拆分:** 分板块看, Clear Aligner / Imaging Systems & CAD/CAM Services 2025年分别实现收入32.45/7.90亿美元 (+0.5%/+2.7%); 26Q1分别实现收入8.56/1.84亿美元 (+7.4%/+0.9%)。
- **重点经营进展:** 26Q1 Clear Aligner发货68.6万例, 同比+6.7%, 其中国际业务双位数增长、北美保持稳定; 渠道端正畸医生/GP牙医发货同比+7.4%/+5.6%, 成人/青少年儿童病例同比+7.8%/+4.8%。DSO仍是全球放量重要抓手, 病例量实现双位数增长并约占全球总量25%。产品端, Invisalign First、Palatal Expander、下颌前导矫治等持续拓宽成长型患者适应证, iTero Lumina与exocad则强化数字化 workflow 和正畸-修复一体化平台能力。
- **对中国市场观点:** 26Q1 APAC Clear Aligner发货实现双位数增长, 并创一季度发货新高, 增长由中国、印度、韩国、日本等市场带动。患者结构上, 中国与拉美共同带动青少年儿童病例增长, 反映早期干预及成长型患者产品在中国仍具渗透空间。中国市场一方面宏观消费及诊所客流仍可能影响整体正畸需求, 另一方面隐形矫治在儿童早矫、青少年正畸及医生数字化 workflow 中的渗透率仍低, 随着Invisalign First、Palatal Expander、下颌前导矫治及APAC层面DSP等产品/模式推进, 中国有望继续贡献中长期国际化增量。
- **2026全年指引:** 预计全年收入同比+3%~4%, Clear Aligner发货量中个位数增长; GAAP经营利润率略低于18%, Non-GAAP经营利润率约23.7%; 预计Q2收入10.40~10.60亿美元, 同比+3%~5%

图: Align Technology单季度营收情况



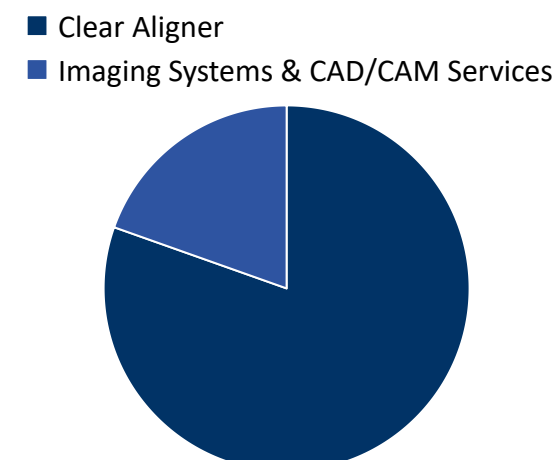
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Align Technology盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Align Technology各业务板块收入占比 (2025年)

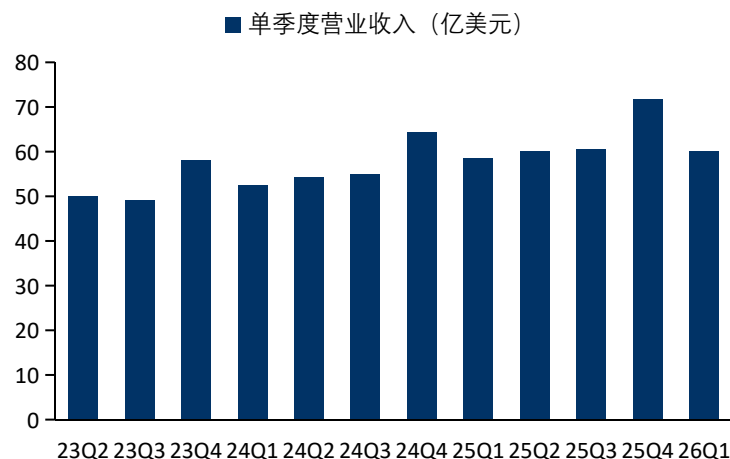


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.6 Stryker: Mako/Ortho Tech与Vascular驱动高端增长

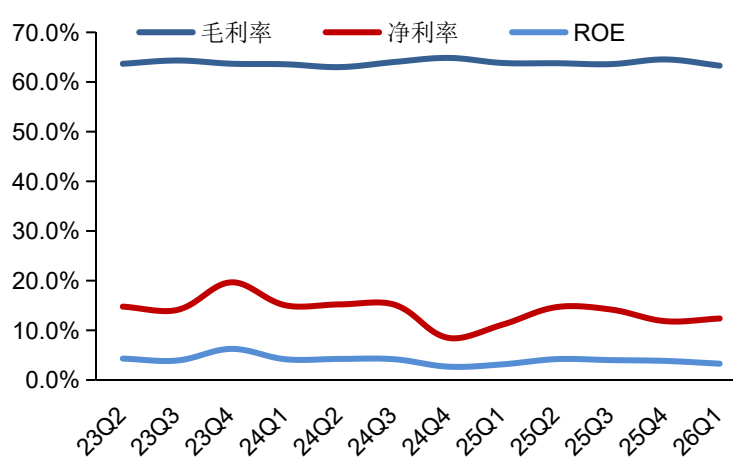
- **业绩表现:** 2025年Stryker收入251.16亿美元, 同比增长11.2%, 有机增长10.3%; Reported EPS 8.40美元, 同比增长8.2%, Adjusted EPS 13.63美元, 同比增长11.8%。26Q1收入60.20亿美元, 同比增长2.6%, 有机增长2.4%; Adjusted EPS 2.60美元, 同比下降8.5%, 主要受网络安全事件导致的发货/收入确认延迟、生产停摆吸收不足及关税影响。
- **收入拆分:** 分板块看, 2025年MedSurg and Neurotechnology收入156.47亿美元(同比+15.7%, 有机+10.7%); Orthopaedics收入94.69亿美元(同比+4.3%, 有机+9.5%)。分业务看, **1) MedSurg and Neurotechnology:** 2025年Instruments/Endoscopy/Medical/Vascular/Neuro Cranial收入31.83/38.07/42.04/19.68/24.85亿美元(同比+12.3%/+12.3%/+9.1%/+50.6%/+16.3%); **2) Orthopaedic:** 2025年Knees/Hips/Trauma & Extremities/Other/Spinal Implants收入26.56/18.65/39.48/8.15/1.85亿美元(同比+8.5%/+9.5%/+12.6%/+14.5%/-73.9%)。26Q1按新口径, MedSurg and Neurotechnology收入32.07亿美元(同比+5.0%, 有机+0.9%), Orthopaedics收入28.13亿美元(同比+0.1%, 有机+4.1%)。
- **重点经营进展:** 26Q1公司新设Ortho Tech业务, 将Orthopaedic Instruments、Mako及Enabling Tech合并; Mako 4带动2025年装机创纪录, 全球Mako装机超过3,000台; 截至2025年底, 美国超过2/3膝关节和超过1/3髌关节手术通过Mako完成, 全球膝/髌Mako使用率约50%/>20%。
- **对中国市场观点:** 长期看, Mako/骨科机器人、创伤产品、血管介入平台仍有进口高端技术需求; 短期看, 需关注带量采购、医保控费、支付约束及本土竞争加剧。
- **2026全年指引:** 预计收入有机增长8.0%~9.5%(维持), Adjusted EPS 14.90~15.10美元(维持)。26Q1网络安全事件更多是节奏扰动而非需求破坏: Q2预计有部分收入确认追补, 延迟手术/订单及生产停摆后的发货预计在下半年释放。

图: Stryker单季度营收情况



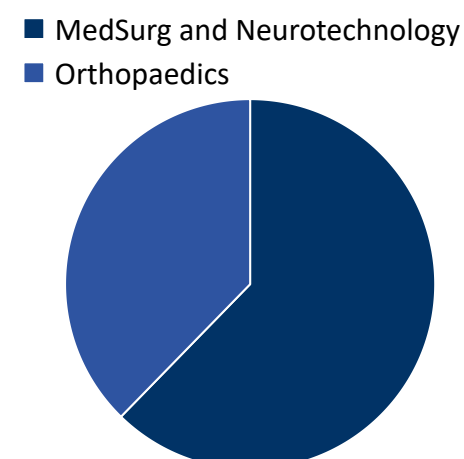
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Stryker盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Stryker各业务板块收入占比 (2025年)

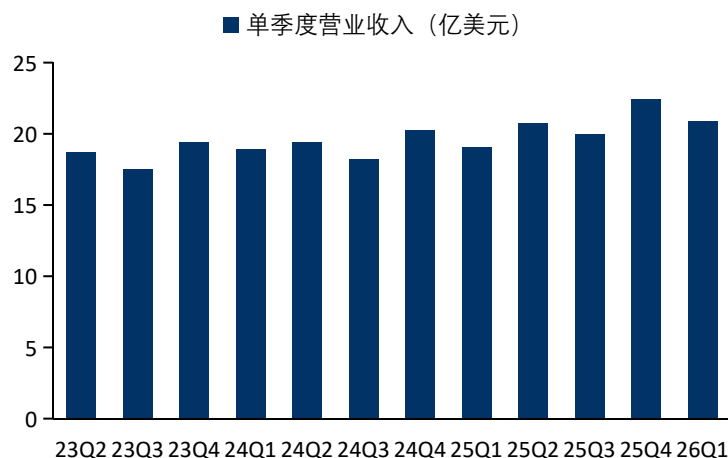


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.7 Zimmer Biomet: 美国渠道转型, ROSA/Monogram与Paragon 28驱动成长修复

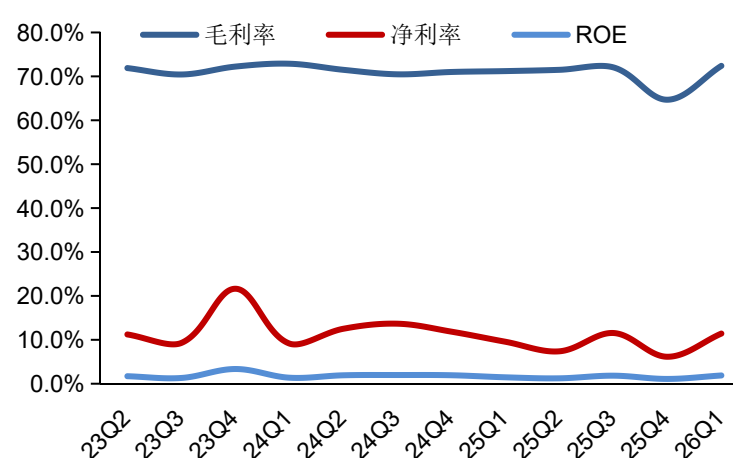
- 业绩表现:** 2025年Zimmer Biomet收入82.32亿美元, 同比增长7.2%, 有机固定汇率增长3.9%, Paragon 28并表贡献约2.5pp; GAAP EPS 3.55美元, Adjusted EPS 8.20美元, 自由现金流11.72亿美元, 同比增长超过11%, 连续第三年实现至少高个位数自由现金流增长。26Q1收入20.87亿美元, 同比增长9.3%, 其中有机收入增长3.0%, 美国/国际有机收入分别增长约3.2%/2.5%; GAAP EPS 1.22美元, 同比提升34.1%, 净利润2.38亿美元, 同比提升30.8%, 主要受收入增长、约3000万美元美国关税退款、重组费用下降、研发项目投入阶段性减少及重组节约带动。
- 收入拆分:** 分业务看, Knees/Hips/S.E.T.(Sports Medicine, Extremities and Trauma)/Technology & Data, Bone Cement and Surgical在2025年分别收入33.22/20.94/21.50/6.66亿美元(+4.7%/+4.7%/+15.2%/+4.0%); 26Q1收入8.29/5.24/5.62/1.72亿美元(+4.5%/+5.7%/+19.5%/+14.6%)。细分看, 26Q1美国Knees/Hips收入4.69/2.78亿美元, 同比+2.2%/+5.0%, 国际Knees/Hips收入3.59/2.47亿美元, 同比+7.6%/+6.5%; S.E.T.受Paragon 28并表、CMFT与肩关节新品拉动。
- 重点经营进展:** 1) 公司计划到2027年底基本完成美国销售队伍从非专属向专属、从“全产品包”向腕/膝/肩/机器人/ASC/S.E.T.等专业化方向转换; 5月会议披露Tier 1低风险调整基本完成, 并已锁定6家美国大型独立经销商、对应约40%收入、协议期限7-10年; 2) 机器人/数字化方面, ROSA OptimiZe推动个性化运动学对线, 26Q1 Technology业务增长30%、机器人装机数创纪录; Monogram mBos半/全自主AI骨科机器人预计成为2027年关键平台; 3) S.E.T./并购方面, Paragon 28足踝业务2025年并表贡献收入增长2.5pp, 整合保持团队和账户基本稳定, 26Q2后预计维持双位数增长。
- 对中国市场观点:** 中国关节置换、运动医学、创伤修复和机器人导航仍受人口老龄化、术式升级、三甲医院效率提升和高端骨科技术需求驱动; 公司将中国纳入国际go-to-market模式重构重点, 预计中国市场仍面临价格轻微下行和渠道优化压力, 需要关注带量采购、医保控费、医院预算、进口替代、经销商效率以及产品培训服务能力。
- 2026全年指引:** 2026年有机固定汇率收入增长1.0%~3.0%, 报告口径收入增长2.5%~4.5%, Adjusted EPS 8.30~8.45美元, 自由现金流增长8%~10%。

图: Zimmer Biomet单季度营收情况



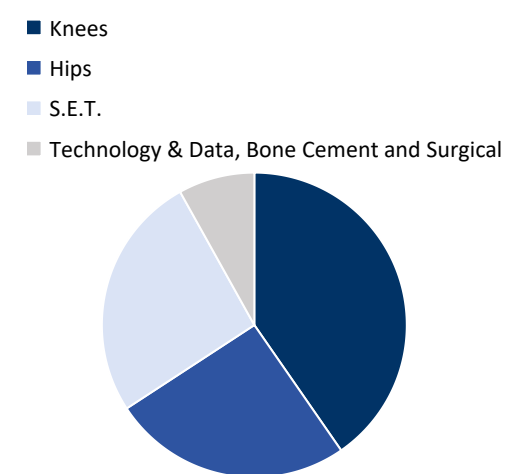
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Zimmer Biomet盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Zimmer Biomet各业务板块收入占比 (2025年)

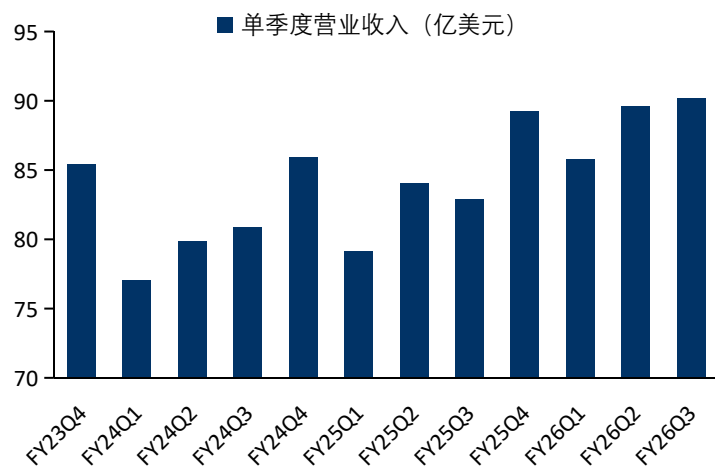


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.8 Medtronic: PFA、Hugo RAS与MiniMed创新周期驱动收入提速

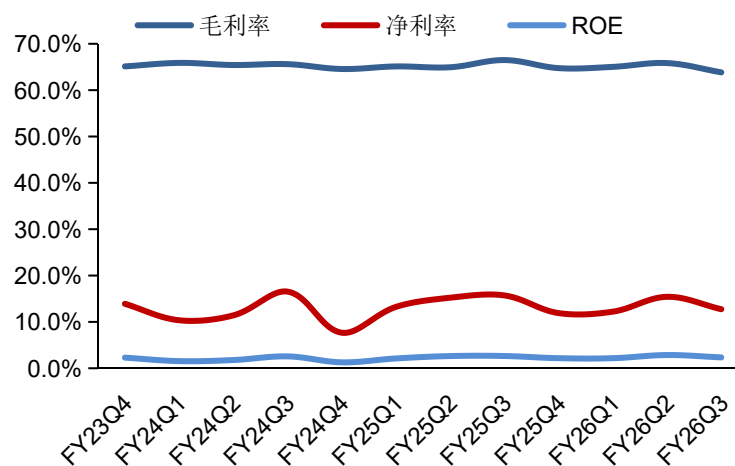
- 业绩表现:** FY26Q1-3美敦力收入265.57亿美元，同比增长7.9%，有机增长5.4%；Non-GAAP净利润51.22亿美元，Non-GAAP diluted EPS 3.98美元，同比提升约2.8%。FY26Q3收入90.17亿美元，同比增长8.7%，有机增长6.0%，较公司指引高50bps，为过去10个季度最高收入增速；Non-GAAP diluted EPS 1.36美元，较指引中点高0.03美元；Non-GAAP毛利率64.9%，受PFA资本设备/导管组合、糖尿病Simplera产能爬坡及关税影响同比下滑1.7pp，但高于预期。
- 收入拆分:** 分板块看，FY26Q1-3 Cardiovascular/Neuroscience/Medical Surgical/Diabetes/Other收入101.79/75.36/64.28/22.74/1.40亿美元（+9.0%/+3.2%/+2.1%/+7.8%/--）；FY26Q3 Cardiovascular/Neuroscience/Medical Surgical/Diabetes/Other收入34.57/25.58/21.73/7.96/0.32亿美元（+10.6%/+2.5%/+2.7%/+8.3%/--）。FY26Q3美国/国际收入44.93/45.24亿美元，有机增长6.0%/6.1%，美国增速为FY2019以来剔除疫情扰动后的最高水平；中国低个位数增长，剔除带量采购影响后为中个位数增长。FY26前三季度细分业务增长最快的是Cardiac Rhythm & Heart Failure（收入53.94亿美元，+13.5%）。
- 重点经营进展:** FY26Q3 Cardiac Ablation Solutions收入同比增长80%，其中美国增长137%，PFA全球收入近200%增长，带动公司在快速扩容的130亿美元以上房颤消融市场提升约4pp份额；Hugo RAS获得美国FDA对泌尿外科手术的许可，并已完成美国首批装机和初始病例；MiniMed 780G持续扩适应证，Instinct和Simplera Sync带动美国新泵和新CGM客户环比双位数增长，MiniMed 780G已进入药房渠道并覆盖多数美国商业保险人群。
- 对中国市场观点:** 终端手术量和高端技术需求仍在，但价格兑现和准入节奏制约表现增速；Neurovascular过去几个季度受中国集采和Vantage召回拖累；Cardiovascular中PFA、结构心、冠脉DCB、RDN和PVH具备较强高端产品属性，但在中国落地需重点关注注册审批、医保支付、导管室培训、医生学习曲线和本土竞品迭代。
- 2026全年指引:** FY26有机收入增长约5.5%（维持），Non-GAAP EPS 5.62–5.66美元（维持）。

图：Medtronic单季度营收情况



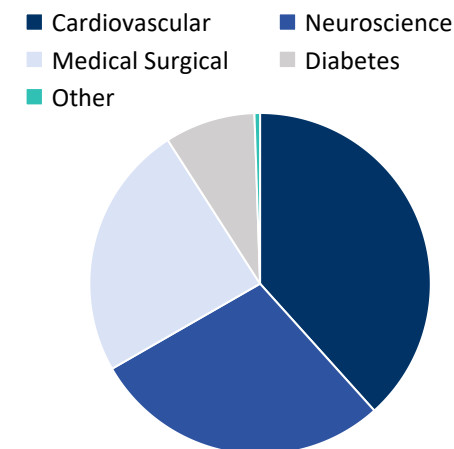
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Medtronic盈利指标情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Medtronic各业务板块收入占比 (FY26Q1-3)

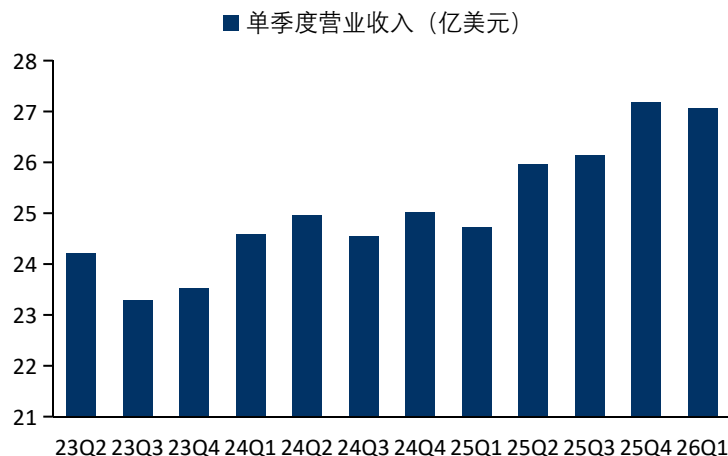


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.2.9 Alcon: Unity/PanOptix Pro/Tryptyr驱动增长, 提质增效助力利润率修复

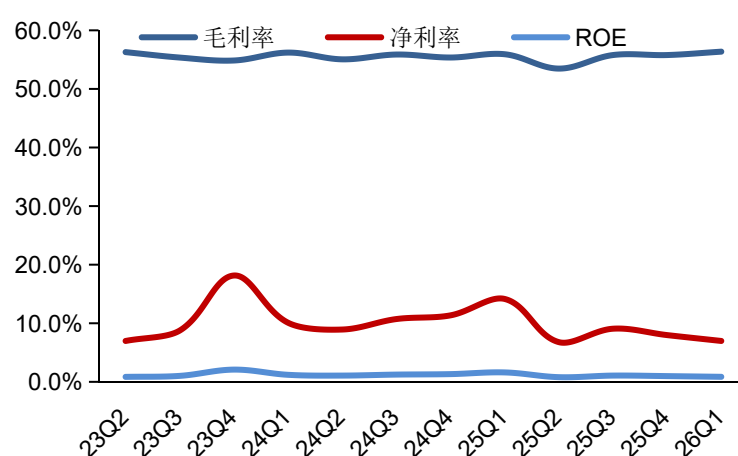
- **业绩表现**: 2025年Alcon收入104.01亿美元, 同比增长4.9%; 经营利润率13.2%, 同比下降1.2pp; IFRS diluted EPS 1.98美元, 同比下降3.4%, core diluted EPS 3.07美元, 同比增长0.7%。26Q1收入27.06亿美元, 同比增长9.4%; 经营利润率10.9%, 同比下降8.2pp; IFRS diluted EPS 0.39美元, 同比下降44.3%, core diluted EPS 0.85美元, 同比+16.4%。
- **收入拆分**: 2025年Surgical/Vision Care收入分别为57.51/45.68亿美元(+4.1%/+5.9%); 其中Implantables/Consumables/Equipment & Other分别为17.82/30.28/9.41亿美元(+0.4%/+5.8%/+6.2%), Contact lenses/Ocular health分别为27.70/17.98亿美元(+6.2%/+5.5%)。26Q1 Surgical/Vision Care收入分别为14.60/12.25亿美元(+9.7%/+9.4%); Implantables/Consumables/Equipment & Other分别为4.38/7.69/2.53亿美元(+4.3%/+8.0%/+27.1%); Contact lenses/Ocular health分别为7.38/4.87亿美元(+7.3%/+12.7%); 分地区看, 26Q1美国/国际收入分别为12.28/14.57亿美元(+8.0%/+10.9%)。
- **重点经营进展**: Unity VCS/CS、PanOptix Pro、Tryptyr、Precision7成为26Q1增长核心, Unity推动设备业务高增, PanOptix Pro拉动人工晶体, Tryptyr与Systane带动干眼产品组合; 2025年完成Aurion控股、Cylite收购及LumiThera收购, 分别补强角膜细胞治疗、白内障诊断及干性AMD治疗布局, LENSAR收购于2026年3月终止。
- **对中国市场观点**: 公司2024年底将Bion Tears、Tears Naturele及部分手术用滴眼液中国权益剥离/外授权给欧康维视, 并外授Systane Ultra中国商业化权及AR-15512中国开发与商业化权, 显示其中国眼健康部分品种转向本土合作和轻资产化; 短期中国市场仍面临院端预算、集采/价格、进口替代、本土竞争与术式量恢复节奏不确定性, 中长期仍由老龄化、白内障/干眼/屈光需求、眼科手术升级和高端人工晶体渗透率提升驱动。
- **2026全年指引**: 预计收入固定汇率同比增长5%~7% (维持), 核心经营利润率同比提升0.7~1.7pp (维持), 核心摊薄EPS增长10%~13% (上调)。

图: Alcon单季度营收情况



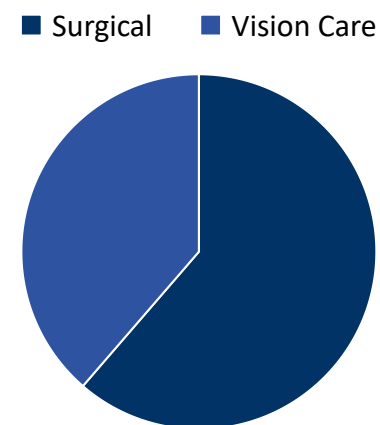
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Alcon盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Alcon各业务板块收入占比 (2025)

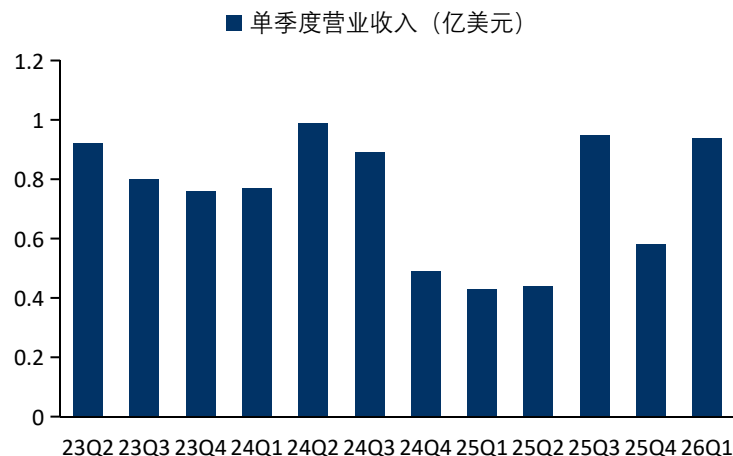


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2.10 STAAR Surgical: EVO+中国放量与渠道库存正常化驱动收入反弹

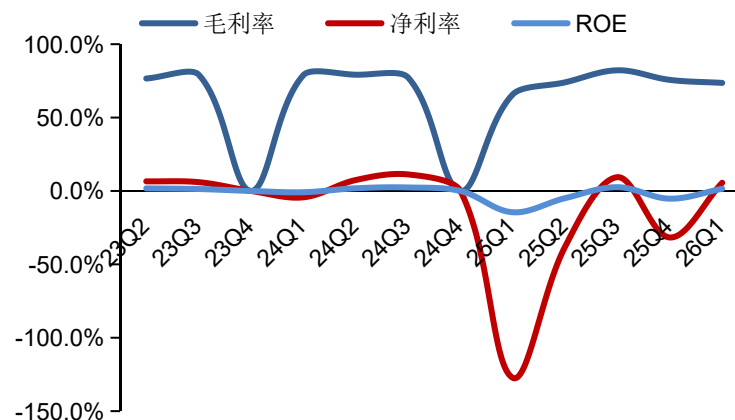
- 业绩表现:** 2025年STAAR Surgical收入2.39亿美元, 同比下降23.7%; 经营利润率-38.3%, 同比下降34.3pp; GAAP净亏损8045万美元, diluted EPS -1.62美元, 主要受中国渠道去库存、消费疲弱、Alcon交易及重组相关费用的影响。26Q1收入9352万美元, 同比增长119.6%; 经营利润率8.5%, 同比提升143.2pp; GAAP净利润521万美元, diluted EPS 0.10美元; Adjusted EBITDA 2440万美元, 较去年同期的-2630万美元显著转正。
- 收入拆分:** 2025年公司收入几乎全部来自ICL/EVO ICL屈光晶体产品, 白内障IOL等历史产品已基本退出; 按地区看, 中国收入7778万美元, 同比-52.1%; 日本收入4527万美元, 同比+8.3%; 美国本土收入2256万美元, 同比+13.4%; 其他地区收入9384万美元, 同比+4.4%。26Q1中国收入4744万美元, 主要由EVO+商业化上市及EVO持续需求驱动; 美国本土收入667万美元, 同比+22.1%, 为公司首个超过600万美元的美国季度; 日本/韩国收入分别为1227/798万美元, 同比+7.6%/+6.0%; 剔除中国后收入同比+6.0%, 体现部分核心国际市场仍保持稳健增长。
- 重点经营进展:** 2025年公司完成大幅经营调整: Alcon并购交易于2026年1月终止, 全年计入并购交易相关费用1714万美元, 并在2025年上半年进行领导层调整、裁员降本及资产减值, 全年重组、减值及相关费用2863万美元; 瑞士Nidau工厂持续爬坡, 计划2026年供应100%销往中国的EVO/EVO+镜片, 从而降低中美关税风险并提升供应链韧性; EVO+ ICL在中国启动商业化并开始出货, EVO+作为更大光学区设计的高端产品, 有望通过高端定价和产品组合升级拉动ASP。
- 对中国市场观点:** 2025年公司主动压降库存、暂停/减少部分出货并引入寄售库存以应对关税, 至2025年底中国渠道库存已恢复至合同目标区间; 26Q1公司表示中国分销商库存与2025年底相近且处于目标范围内, 销售出货与终端需求更加匹配, 下游可视化显著改善。但中国宏观消费、价格敏感性、本土低价竞争、地方集采/国产偏好政策及Eyebright等国产后房型人工晶体竞争仍需持续跟踪。
- 2026全年指引:** 预计收入同比显著增长, 目标全年实现盈利。

图: STAAR Surgical单季度营收情况



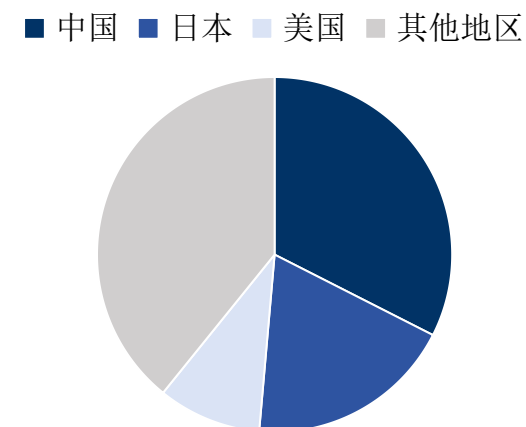
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: STAAR Surgical盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: STAAR Surgical各地区收入占比 (2025)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.3 体外诊断

- 体外诊断MNC在2025及26Q1呈现“创新检测高景气、常规诊断再定价”的特征。Dexcom受CGM渗透率提升、G7 15 Day和T2非胰岛素覆盖扩容驱动保持双位数增长；赛默飞、丹纳赫依靠BioProduction、临床/病理诊断和经常性耗材维持稳健，但科研和政府客户需求仍偏谨慎。中国市场是主要压力来源，集采、报销下调和价格标准化压制传统诊断出厂收入及利润率，西门子医疗诊断、丹纳赫、Sysmex等均在经历价格重估；中长期检测量需求仍稳健，增长机会更多来自分子诊断、伴随诊断、肿瘤MRD、移植监测和平台化出海。

表：体外诊断MNC 2025&2026Q1收入及利润率情况概览

公司名称	收入（亿美元）		毛利率		净利率		2026年指引
	2025	26Q1	2025	26Q1	2025	26Q1	
Dexcom	46.62(+15.6%)	11.92(+15.1%)	60.1%(-0.4pp)	63.0%(+6.1pp)	17.9%(+3.7pp)	16.7%(+6.6pp)	收入+10.7~12.6%
Thermo Fisher Scientific	445.56(+3.9%)	110.05(+6.2%)	40.9%(-0.4pp)	40.3%(-0.6pp)	15.1%(+0.3pp)	15.1%(+0.5pp)	收入+3.0~4.0%
Danaher	245.68(+2.9%)	59.51(+3.7%)	59.1%(-0.4pp)	60.3%(-0.8pp)	14.7%(-1.62pp)	17.3%(+0.7pp)	收入+3.0~6.0%
Sysmex	33.61(+1.4%)	8.69(-2.1%)	51.1%(-2.3pp)	49.0%(-2.6pp)	7.1%(-3.5pp)	1.3%(-6.5pp)	FY2027收入+7.0%

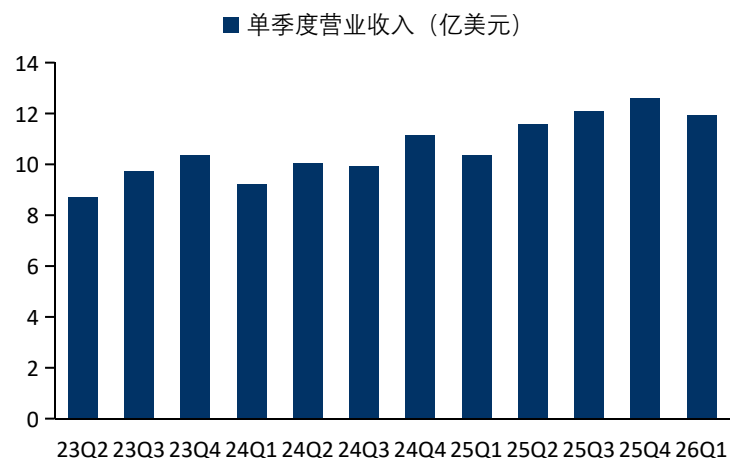
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：以上统计区间均同步为2025/01/01-2025/12/31及2026/01/01-2026/03/31；Sysmex财务数据已按照历史汇率折算为美元

## 2.3.1 Dexcom: G7 15 Day放量与T2非胰岛素覆盖扩容驱动CGM收入提升

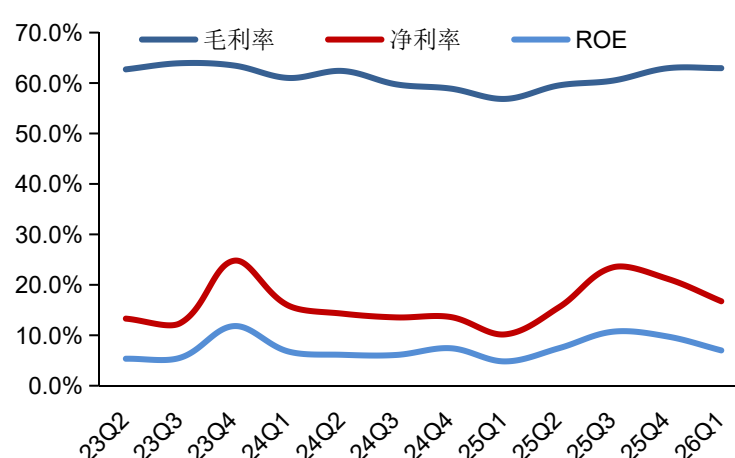
- **业绩表现:** 2025年Dexcom收入46.62亿美元, 同比增长15.6%; 26Q1收入11.92亿美元, 同比增长15.1%, Non-GAAP经营利润2.64亿美元, 经营利润率22.2%, 同比提升8.4pp; Non-GAAP净利润2.16亿美元, diluted EPS 0.56美元, 同比增长75%。
- **收入拆分:** 分产品看, 2025年Distributor/Direct分别实现收入39.59/7.03亿美元 (+15.4%/+16.6%), 26Q1 Distributor/Direct分别实现收入10.1/1.82亿美元 (+14.8%/+16.4%); 分地区看, 2025年美国/国际分别实现收入33.35/13.27亿美元 (+15.4%/+16.1%), 26Q1美国/国际分别实现收入8.32/3.60亿美元 (+10.9%/+26.0%)。
- **重点经营进展:** G7 15 Day于2025年末在美国上市, 26Q1扩展至美国全部渠道, 管理层反馈患者和医生对15.5天佩戴时长、减少换传感器频次及新算法准确性反馈积极; G7 15 Day MARD为8.0%, 94.2%读数处于参照值20%以内。Stelo于2024年8月作为美国首个OTC葡萄糖生物传感器推出, 2025年贡献约1.3亿美元收入, 26Q1继续增强Smart Meal Logging, 并计划推出更消费级的新版App、AI个性化洞察和营养/宏量营养素记录功能。Smart Basal已获FDA clearance并进入KOL试点, 目标改善T2基础胰岛素滴定效率; Direct EHR Integration已上线或接入超过160家医疗系统; 新型贴片技术已获FDA clearance并开始制造, 预计改善G7/G7 15 Day、Stelo等全产品组合的佩戴稳定性。
- **管理层观点:** 美国CGM渗透率仍处于早期, 公司表示已覆盖人群中仅约30%使用CGM; T2非胰岛素人群是核心增量, 当前前三大PBM已覆盖超过600万T2非胰岛素人群, Prime Therapeutics预计2026年夏季开始覆盖所有糖尿病患者, 公司预计年底商业保险覆盖T2非胰岛素人群超过700万人。国际市场仍由覆盖扩容和分层产品组合驱动, 法国、加拿大等扩面市场已体现增长弹性; 风险在于Abbott Libre等竞争、价格/返利压力、CMS 2028年起DMEPOS竞标可能压低Medicare报销, 以及燃油、树脂、航运和爱尔兰工厂投产带来的成本扰动。
- **2026全年指引:** 预计全年收入51.6~52.5亿美元 (维持), Non-GAAP毛利率63%~64% (维持)。

图: Dexcom单季度营收情况



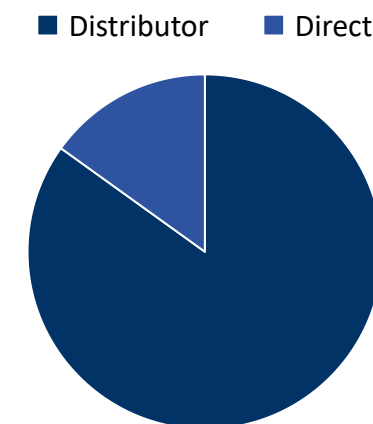
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Dexcom盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Dexcom各业务板块收入占比 (2025)

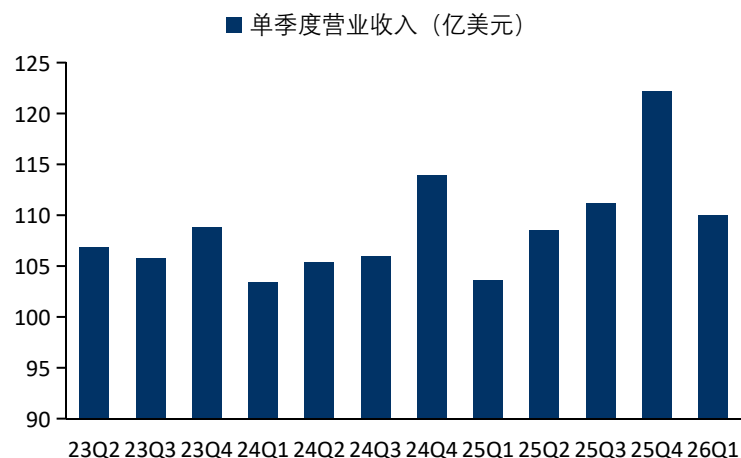


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.3.2 Thermo Fisher Scientific: BioProduction业务增长亮眼

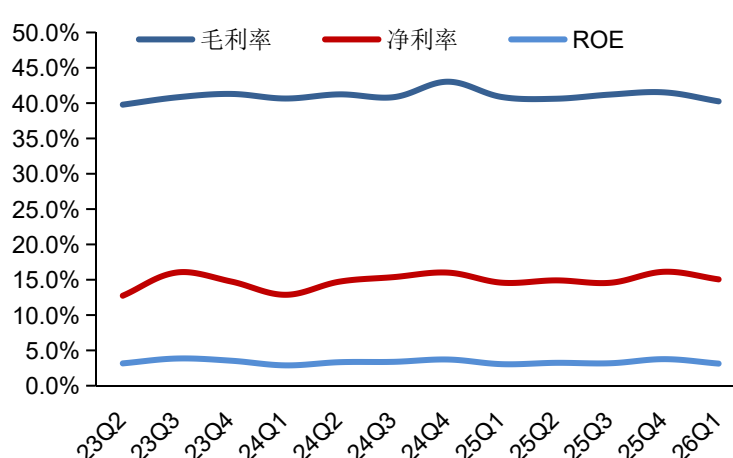
- **业绩表现**：2025年Thermo Fisher Scientific收入445.56亿美元，同比增长3.9%，有机增长2.0%；GAAP diluted EPS 17.74美元，同比增长7%；全年经营现金流78.18亿美元，自由现金流63.37亿美元。26Q1收入110.05亿美元，同比增长6.2%；GAAP diluted EPS 4.43美元，同比增长11.3%；经营现金流11.92亿美元，较去年同期的7.23亿美元改善明显。
- **收入拆分**：分产品看，2025年Consumables/Instruments/Services收入分别为186.64/73.01/185.92亿美元（+6.1%/-1.9%/+4.2%）；26Q1 Consumables/Instruments/Services收入分别为47.22/15.55/47.28亿美元（+8.5%/-4.4%/+7.8%）。分业务板块看，Life Sciences Solutions/Analytical Instruments/Specialty Diagnostics/Laboratory Products & Biopharma Services收入分别为103.74/75.54/46.76/239.84亿美元（+8%/+1%/+4%/+4%），BioProduction/Research & Safety market channel/Pharma services/Clinical research收入分别为32.00/74.40/71.42/79.15亿美元（+20.7%/+6.0%/+6.8%/+1.0%）。分地区看，2025年北美/欧洲/亚太/其他收入分别为230.33/118.26/81.01/15.97亿美元（+2.4%/+8.9%/+1.8%/+2.3%），26Q1分别为57.05/29.57/19.70/3.72亿美元（+3.5%/+12.7%/+4.2%/+10.4%）。
- **重点经营进展**：公司与Chan Zuckerberg Institute推进细胞成像技术合作，并与OpenAI合作在运营、产品和服务中扩展AI能力，以提升生产率、加速科学突破和药物开发。2025年完成Solventum过滤与分离业务、Sanofi新泽西Ridgefield无菌灌装基地，并宣布收购Clario以补强临床试验endpoint data solutions，全年部署约165亿美元，其中约130亿美元投向M&A，并通过回购及分红向股东返还36亿美元。
- **对中国市场观点**：Academic & Government因美国政策不确定性及中国宏观环境承压，全年及Q4低个位数下降。
- **2026全年指引**：预计全年收入有机增长3%~4%（维持），adjusted EPS增长8%~10%（上调，原为6%~8%）。

图：Thermo Fisher Scientific单季度营收情况



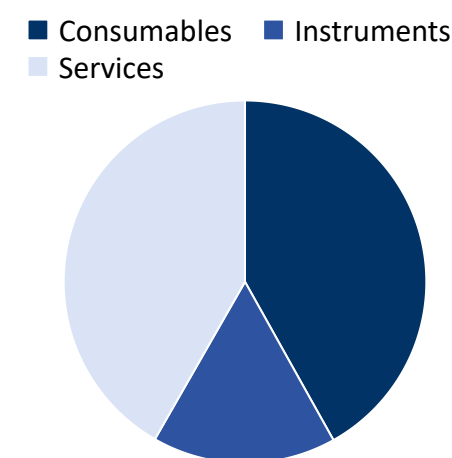
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Thermo Fisher Scientific盈利指标情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Thermo Fisher Scientific各业务板块收入占比（2025）

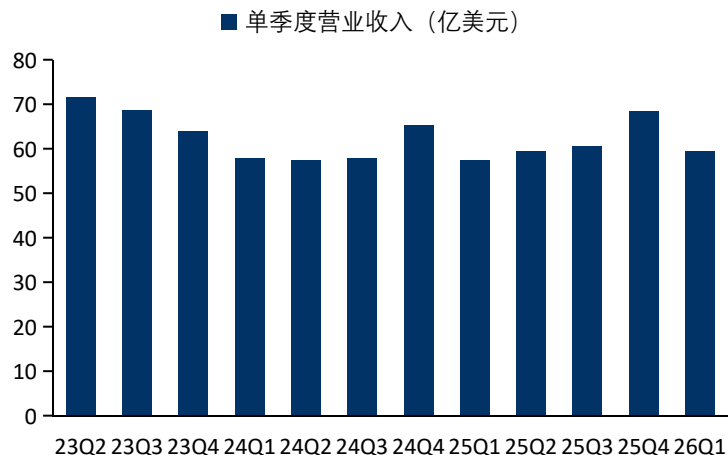


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.3.3 Danaher: 诊断业务短期受呼吸/集采拖累, Cepheid非呼吸与Masimo强化IVD布局

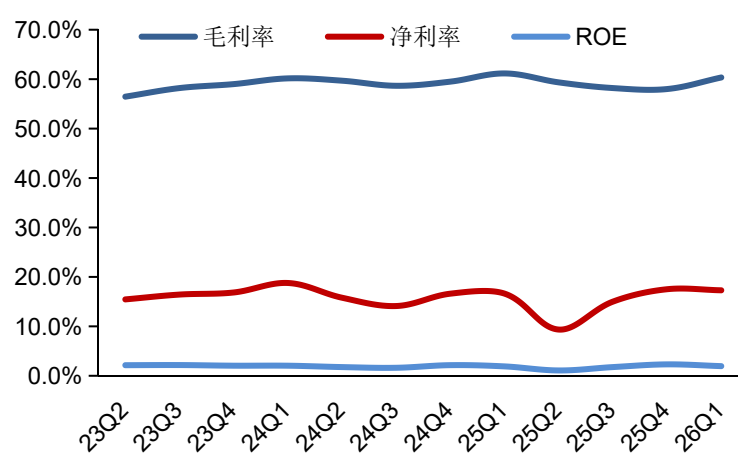
- 业绩表现:** 2025年Danaher收入245.68亿美元, 同比增长2.9%; 经调整经营利润率28.2%, 同比下降0.4pp; Adjusted diluted EPS 7.80美元, 同比增长4.5%; 自由现金流52.93亿美元, 同比基本持平。26Q1收入59.51亿美元, 同比增长3.7%; 经调整经营利润率30.2%, 同比提升0.6pp; Adjusted diluted EPS 2.06美元, 同比增长9.5%, 主要由核心收入增长和净利息费用下降带动。
- 收入拆分:** 分业务看, 2025年Biotechnology/Life Sciences/Diagnostics收入分别为72.93/73.34/99.41亿美元 (+8.0%/+0%/+1.5%), Diagnostics板块经常性/非经常性收入占比89%/11%, 北美/西欧/其他发达市场/高增长市场收入占比50%/17%/4%/29%; 26Q1 Biotechnology/Life Sciences/Diagnostics收入分别为17.97/17.37/24.17亿美元 (+11.5%/+3.5%/-1.5%), Diagnostics经常性/非经常性收入21.86/2.31亿美元, 北美/西欧/其他发达市场/高增长市场收入12.65/4.31/0.86/6.35亿美元。
- 重点经营进展:** 2025年Diagnostics增长主要由耗材需求贡献, 北美及多数主要市场增长抵消中国政策压力; 分子诊断中非呼吸检测增长但被呼吸检测下滑抵消, 临床诊断业务由病理诊断及临床实验室带动增长。26Q1下滑主要因Cepheid呼吸检测需求下降, 源于26Q1呼吸季弱于25Q1; 非呼吸检测继续增长, 临床诊断由clinical lab和pathology带动。公司2026年2月宣布拟约99亿美元收购Masimo, 标的2025年收入约15亿美元, 专长于脉搏血氧和患者监护系统, 完成后拟并入Diagnostics, 强化急性护理/床旁监测诊断组合。
- 对中国市场观点:** 2025年公司中国收入约占总收入11%; 公司2025年Diagnostics业务价格下降1.0%, 主要受中国集采及医保/医疗服务支付变化影响。26Q1 Diagnostics价格进一步下降2.0%, 核心销售下滑地区主要为北美和中国, 其中中国下降部分来自集采价格影响和报销变化。中国集采执行符合预期, Q1开始逐步跨过集采同比压力, 同时中国患者量高于预期且保持稳健增长, 有助于中长期检测量恢复, 但短期价格和政策仍压制中国出厂收入及利润率。
- 2026全年指引:** 预计全年收入增长3%~6% (维持), Q2预计低个位数增长; 分板块看, Biotechnology全年约+6%, Life Sciences小幅增长, Diagnostics低个位数增长 (Q2预计持平)。全年 Adjusted diluted EPS指引8.35~8.55美元。

图: Danaher单季度营收情况



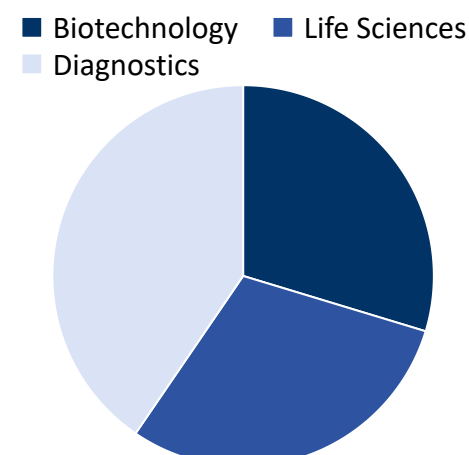
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Danaher盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Danaher各业务板块收入占比 (2025)

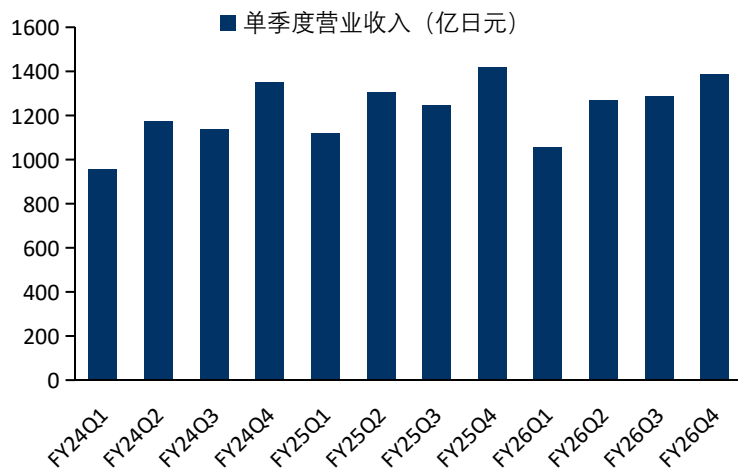


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.3.4 Sysmex: FY26多重因素拖累, 非中国诊断业务保持韧性

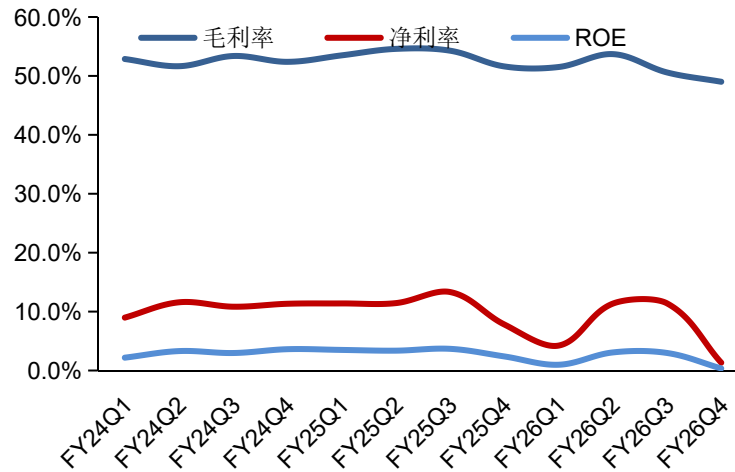
- 业绩表现:** FY2026 Sysmex收入5000.06亿日元, 同比下滑1.7%; 营业利润率10.4%, 归母净利润354亿日元, 同比下滑33.9%, 经营现金流738亿日元, 自由现金流223亿日元; FY2026Q4收入1388.38亿日元, 同比下滑2.1%; 营业利润率2.3%。FY26Q4利润端受损主要受商誉减值等一次性因素集中确认影响。
- 收入拆分:** 分业务看, FY2026诊断业务收入4967亿日元, 剔除中国后同比增长5.7%; 医疗机器人业务收入33亿日元。分领域看, Hematology/Hemostasis/Urinalysis/Life Science/FCM(Flow Cytometry)收入分别为2994/724/440/249/46亿日元(剔除中国+3.3%/+3.3%/+17.5%/+17.1%/+28.9%)。分地区看, EMEA收入1580亿日元, 剔除汇率+5.2%; 美洲1392亿日元, 剔除汇率+7.3%; 中国894亿日元, 剔除汇率-24.9%; AP 546亿日元, 剔除汇率+6.4%; 日本586亿日元, 同比-13.5%。
- 重点经营进展:** 美洲受北美稳健及巴西等中南美双位数增长带动, 仪器、试剂均实现增长; EMEA受主要国家及东欧血液、尿检增长带动, 抵消中东下滑, 止血领域在德国、法国等地获取大型项目; AP由印度及东南亚驱动, 印度紧凑型血液仪器装机带动试剂增长; 日本下滑主要为上一财年血液仪器替换高基数及Q4试剂提前销售后的回落, 并非结构性弱化。
- 对中国市场观点:** 中国FY26全年本币收入下降约25%, Q1/Q2/Q3/Q4分别为-4.9%/-24.9%/-21.1%/-38.5%; 公司认为Q4基本符合预期, 血液检测需求仍稳健、品牌价值仍强, 但短期仍受最低必要性原则、渠道库存调整及检测价格标准化不确定性影响。
- FY2027全年指引:** 预计收入5350亿日元, 同比增长7.0%; 归母净利润360亿日元, 同比增长1.5%; 中国市场预计收入下滑20%; 美洲/EMEA/AP预计剔除汇率+6%/+7%/+13%。

图: Sysmex单季度营收情况



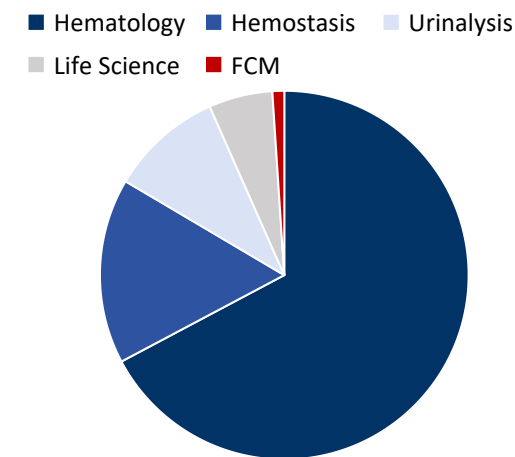
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Sysmex盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Sysmex各业务板块收入占比 (FY2026)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.4 AI医疗

- **AI医疗及精准诊断公司在2025及26Q1仍处快速商业化扩张期。** Guardant Health、Natera、Tempus AI受肿瘤MRD、Shield筛查、NIPT/器官监测及多模态数据平台拉动，收入保持高增并上调指引；Doximity在高盈利基础上加大Clinical AI Suite投入，Hims & Hers由复方GLP-1向品牌药、检测和国际化转型，Grail Galleri持续放量但临床证据、支付和监管路径仍待验证。总体看，AI医疗的核心壁垒在“数据+检测+临床 workflow”闭环，短期需要关注医保支付、法规合规、获客成本和商业化节奏。

表：AI医疗MNC 2025&2026Q1收入及利润率情况概览

公司名称	收入（亿美元）		毛利率		净利率		2026指引
	2025	26Q1	2025	26Q1	2025	26Q1	
<b>Guardant Health</b>	9.82(+32.9%)	3.02(+48.3%)	64.5%(-3.7pp)	65.2%(+1.9pp)	-42.4%(+16.7pp)	-37.2%(+9.6pp)	收入13.0~13.2亿美元
<b>Tempus AI</b>	12.7(+83.4%)	3.48(+36.1%)	62.7%(+7.8pp)	63.8%(+3.1pp)	-19.3%(+82.5pp)	-36.2%(-9.6pp)	收入15.9~16.0亿美元
<b>Doximity</b>	6.38(+15.8%)	1.45(+5.1%)	89.1%(-1.1pp)	86.7%(-2.9pp)	30.4%(-8.7pp)	13.2%(-32.0pp)	FY2027收入6.64~6.76亿美元
<b>Hims &amp; Hers Health</b>	23.5(+59.0%)	6.08(+3.8%)	73.8%(-5.6pp)	65.3%(-8.1pp)	5.5%(-3.1pp)	-15.2%(-23.6pp)	收入28.0~30.0亿美元
<b>Grail</b>	1.47(+17.2%)	0.41(+28.1%)	-42.5%(+16.1pp)	-35.1%(+27.5pp)	-277.5%(+1336.5pp)	-228.5%(+105.1pp)	收入+22~32%
<b>Natera</b>	23.06(+35.9%)	6.97(+38.8%)	64.8%(+4.5pp)	64.7%(+1.6pp)	-9.0%(+2.2pp)	-12.2%(+1.1pp)	收入27.4~28.2亿美元

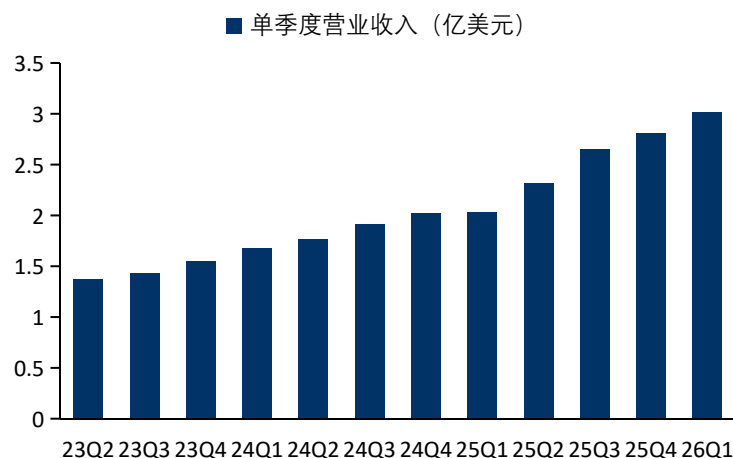
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：以上统计区间均同步为2025/01/01-2025/12/31及2026/01/01-2026/03/31

## 2.4.1 Guardant Health: Shield快速放量, Oncology业务多产品加速

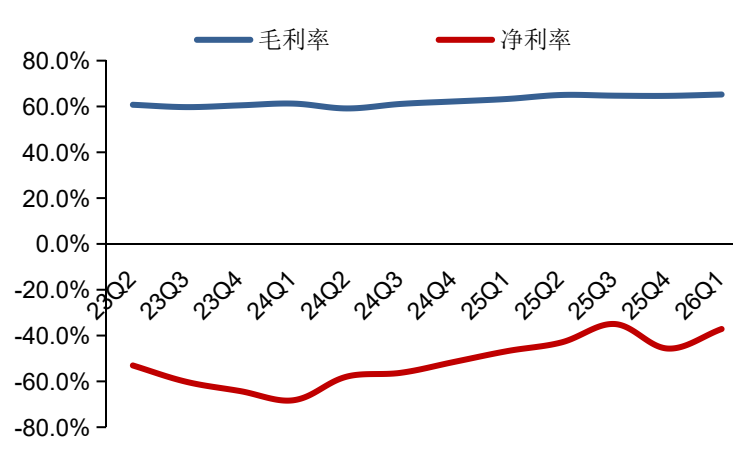
- **业绩表现:** 2025年Guardant Health收入9.82亿美元, 同比增长32.9%; 净亏损4.16亿美元, 同比收窄; 自由现金流-2.33亿美元, 较2024年改善0.42亿美元。26Q1收入3.02亿美元, 同比增长48.3%; 净亏损1.12亿美元; 自由现金流-0.71亿美元。
- **收入拆分:** 分业务看, 2025年Oncology/Biopharma & Data/Screening/Licensing & Other收入分别为6.84/2.10/0.80/0.09亿美元 (+26%/+18%/-/-), Oncology测试量约27.6万例 (+34%), Shield筛查测试约8.7万例; 26Q1对应收入分别为2.05/0.53/0.42/0.02亿美元 (+36%/+17%/>600%/基本持平), Oncology测试量约8.6万例 (+47%), Shield筛查测试约4.4万例 (25Q1为0.9万例), 增长由Oncology与Screening双轮驱动。
- **重点经营进展:** Guardant360 Liquid/Tissue、Reveal、Shield构成全癌症诊疗旅程平台; 26Q1 Guardant360 Liquid测试量同比约+30%, Guardant360 Tissue为第二快增长Oncology产品, Reveal为最快增长产品、测试量同比超100%。
- **对中国市场观点:** 中国市场公司与艾迪康合作, 基于其数字测序平台的血液癌症检测服务已在艾迪康检测设施上线, 服务药企临床研究和新药开发。
- **2026全年指引:** 预计全年收入13.0~13.2亿美元 (上调, 原为12.5~12.8亿美元); Oncology收入预计+28%~29% (上调, 原为+25%~27%), 测试量增长>35% (上调, 原为>30%); Biopharma & Data维持低双位数增长; Screening收入预计1.86~1.98亿美元 (上调, 原为1.62~1.74亿美元), Shield测试量23.0~24.5万例 (上调, 原为21.0~22.5万例)。

图: Guardant Health单季度营收情况



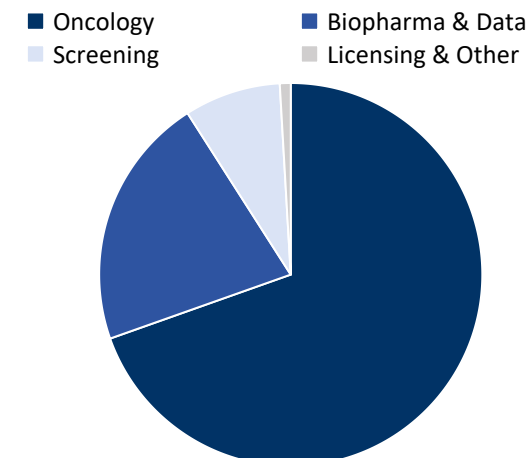
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Guardant Health盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Guardant Health各业务板块收入占比 (2025年)

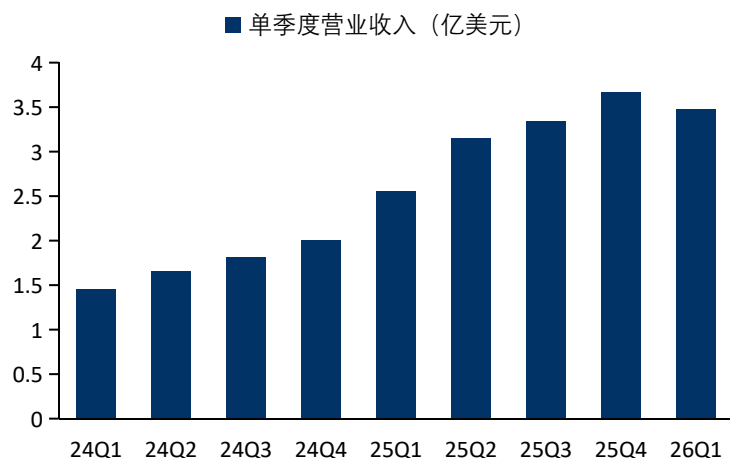


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.4.2 Tempus AI: AI精准医疗平台双轮驱动

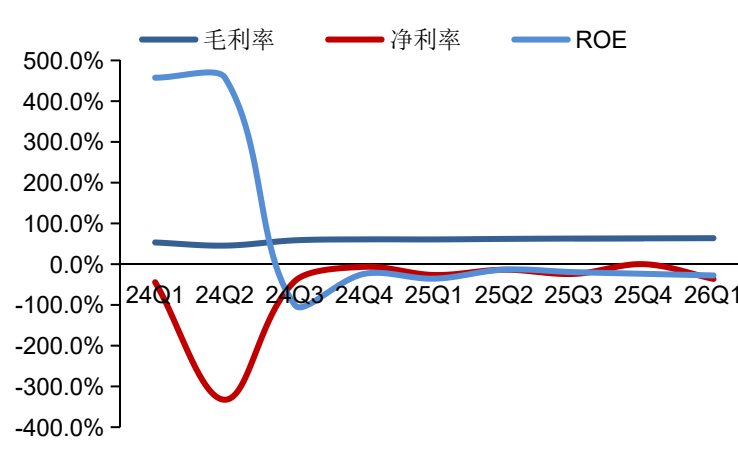
- 业绩表现:** 2025年Tempus AI实现收入12.72亿美元, 同比增长83.4%; 毛利7.98亿美元, 同比增长109.4%; Adjusted EBITDA为-738.5万美元, 同比改善9730万美元。26Q1收入3.48亿美元, 同比增长36.1%; 毛利2.22亿美元, 同比增长43.1%; Adjusted EBITDA为-283万美元, 同比改善1330万美元。
- 收入拆分:** 分业务看, Diagnostics/Data and Applications在2025年分别收入9.55/3.16亿美元 (+111.5%/+30.9%), 26Q1收入2.61/0.87亿美元 (+34.7%/+40.5%)。细分看, Diagnostics包括Oncology与Hereditary: Oncology覆盖CGP治疗选择及MRD检测/监测, Hereditary覆盖germline及遗传风险检测, xG自26Q1重分类至Hereditary; 26Q1 Oncology收入1.47亿美元, 同比+27%, 检测量约8.55万例, 同比+28%, CGP合计量约+20%; MRD约6500例, 同比+500%、环比+38%; Hereditary收入1.00亿美元, 检测量约13.25万例, 表观同比+54%、pro forma口径+7%。Data and Applications中, 26Q1 Insights/Trials/Next收入0.713/0.099/0.057亿美元, 其中Insights同比+44.1%, 为核心增长来源。
- 重点经营进展:** Diagnostics端, 公司持续推进AI-enabled diagnostics, 已连接9000+ providers, 拥有500PB+多模态数据; xT CDx tumor-only扩展、xF FDA提交、xR PMA推进有望未来数年贡献约500美元CGP ASP增量。Data端, 2025年底Remaining TCV超过11亿美元, NRR为126%; 26Q1 bookings继续快于收入增长, 并连续两个季度实现1亿美元+ bookings与TCV增长; 公司与Merck、Gilead深化多年合作, Lens平台与多模态真实世界数据价值持续提升; 26Q1通过AI抽取20万+患者案例, 已开发1000+专有agents。
- 2026全年指引:** 预计全年收入15.9~16.0亿美元(上调, 原为约15.9亿美元); 全年Adjusted EBITDA约6500万美元(维持); 预计Hereditary在消化高基数后2H26回到mid-teens增长, Rare检测量下半年明显提升, Data and Applications随收入增长有望实现毛利率扩张但受foundation model投入及项目节奏影响。

图: Tempus AI单季度营收情况



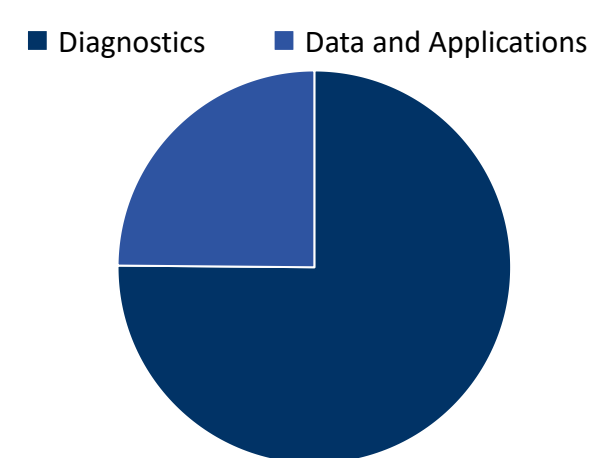
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Tempus AI盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Tempus AI各业务板块收入占比 (2025年)

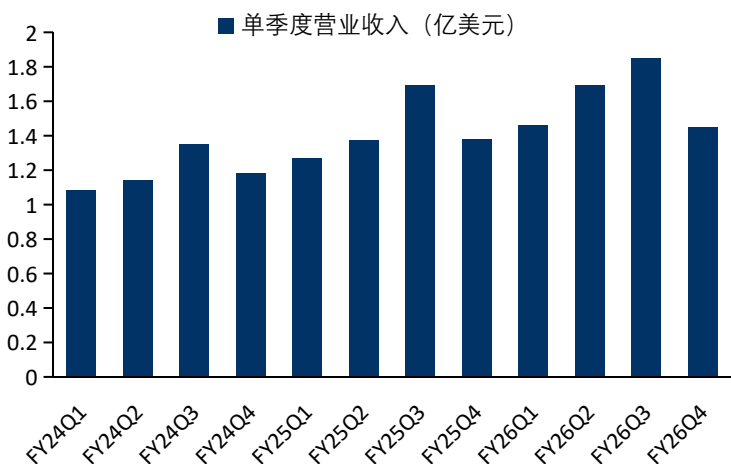


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.4.3 Doximity: 美国医生网络龙头, FY2026在高盈利基础上进入AI投入年

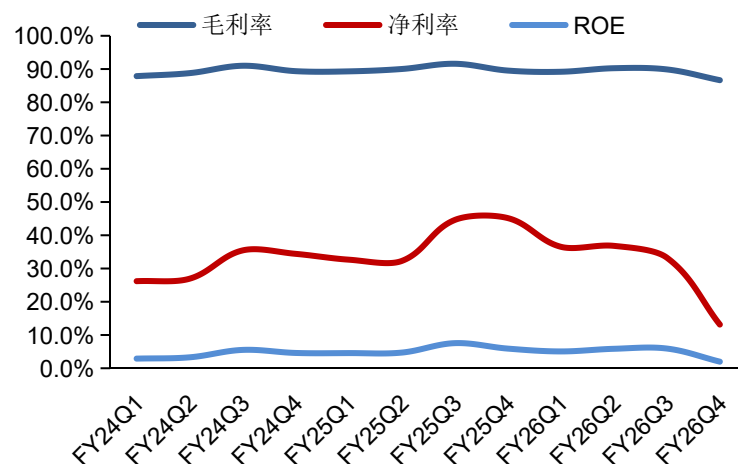
- **业绩表现:** FY2026 Doximity实现收入6.45亿美元, 同比增长13.1%; Non-GAAP毛利5.87亿美元; 净利润1.96亿美元, 净利率30.4%; Adjusted EBITDA 3.58亿美元, 同比增长14%; 自由现金流3.17亿美元, 同比增长19%。FY2026Q4公司收入1.45亿美元, 同比增长5.1%
- **收入拆分:** 分业务看, FY2026 Subscription/Other收入分别为6.08/0.36亿美元 (+11.9%/+36.9%), FY2026收入增长7450万美元, 其中Subscription增长6460万美元, 新增订阅客户贡献1620万美元、存量客户扩张贡献4840万美元, 存量Marketing Solutions客户平均收入提升10%, 体现大客户扩张仍是核心驱动。
- **重点经营进展:** 截至FY2026末, Doximity拥有300万+注册会员, 覆盖85%+美国医生、约三分之二美国NP/PA以及约90%即将毕业的美国医学生; TTM收入50万美元以上客户数由118家增至125家, 贡献总收入83%; 净收入留存率为109%, Top 20客户净收入留存率为114%。Workflow端, 季度活跃provider达0.81百万, 去年同期0.62百万, 管理层称Q4 workflow活跃prescribers超过80万、同比约+30%, 其中近一半使用AI工具; Pathway收购后9个月内, AI Search与Scribe活跃用户数增长至3倍, 单用户月均查询数达31次, 约为1月的2倍; 140家医疗系统已购买Clinical AI Suite, 其中包括Top 20医院中的7家, 25万+ prescribers可在医院批准、HIPAA合规的单一工作流中使用Clinical AI Suite。
- **FY2027全年指引:** 公司预计Q1 FY2027收入1.51–1.52亿美元, Adjusted EBITDA 6850–6950万美元, 对应约46% Adjusted EBITDA margin; FY2027全年收入6.64–6.76亿美元, 中值同比约+4%, Adjusted EBITDA 3.23–3.35亿美元, 对应约49% Adjusted EBITDA margin。公司强调FY2027为AI investment year, HCP数字药企广告短期需求偏软、政策不确定性和宏观风险仍高。

图: Doximity单季度营收情况



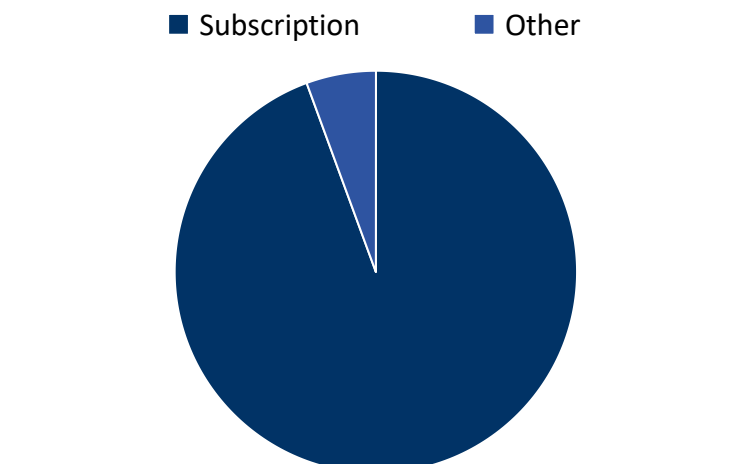
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Doximity盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Doximity各业务板块收入占比 (FY2026)

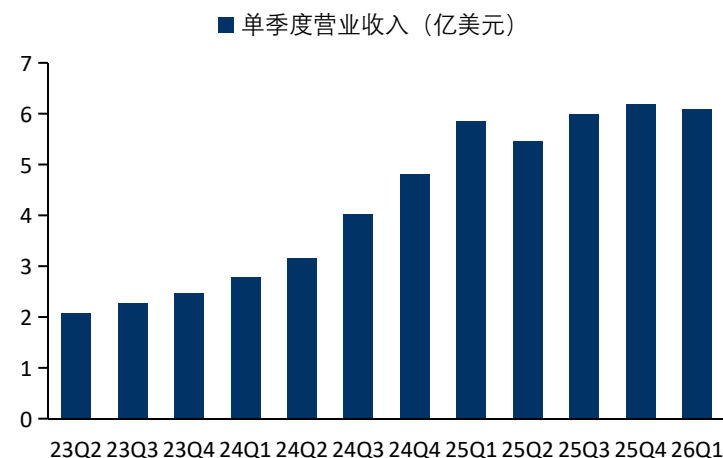


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.4.4 Hims & Hers Health: 进入“品牌GLP-1+AI/检测+国际化”再投资阶段

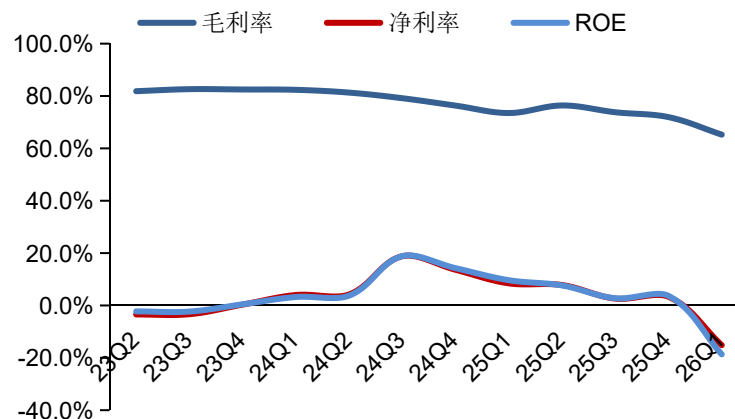
- 业绩表现:** 2025年Hims & Hers Health收入23.5亿美元, 同比增长59.0%; 净利润1.28亿美元; Adjusted EBITDA 3.18亿美元; 期末订阅用户超250万, 月均单用户收入83美元。26Q1收入6.08亿美元, 同比增长3.8%; 净亏损0.92亿美元, 主要受减重业务战略调整、并购及法律费用影响; Adjusted EBITDA 0.44亿美元。
- 收入拆分:** 公司收入主要来自官网/App的处方及非处方健康产品销售, 并配套远程问诊、电子处方、药房履约、个性化治疗和检测服务。2025美国收入22.1亿美元, 同比+53%; 海外收入1.34亿美元, 同比+399%。26Q1美国收入5.30亿美元, 海外收入0.78亿美元, 海外业务受ZAVA、加拿大Livewell/Medici等并表推动快速放大。
- 重点经营进展:** 2025 Hims品牌收入同比+30%以上, Hers品牌同比+100%以上、约占美国收入40%; Weight Loss、男性皮肤科、性健康、女性皮肤科均已超过1亿美元年收入。期末个性化治疗用户超160万, 占订阅用户约65%。公司2025推出低睾酮、围绝经期/更年期及Labs检测, Labs覆盖130+生物标志物, 低睾酮治疗用户中95%以上两个月后睾酮水平提升。公司3月将美国减重业务从复方GLP-1转向品牌药组合, 停止推广复方产品, 并与Novo Nordisk等合作引入Wegovy; 上线6周内Wegovy发货超过12.5万单, 减重业务新增订阅用户节奏超过10万人/月。公司围绕Labs AI、provider copilot、weight-loss companion和闭环临床数据飞轮投资, 目标提升转化、留存、服务效率与个性化治疗能力。
- 2026全年指引:** 预计全年收入28~30亿美元(上调, 原为27~29亿美元); Adjusted EBITDA指引2.75~3.50亿美元(下调, 原为3.00~3.75亿美元); Q2预计收入6.80~7.00亿美元, 同比+25%~28%。指引不含Eucalyptus并表贡献, 2026将继续投入减重、Labs、国际化和技术平台, 短期利润率承压。维持2030年收入65亿美元、Adjusted EBITDA 13亿美元目标。

图: Hims & Hers Health单季度营收情况



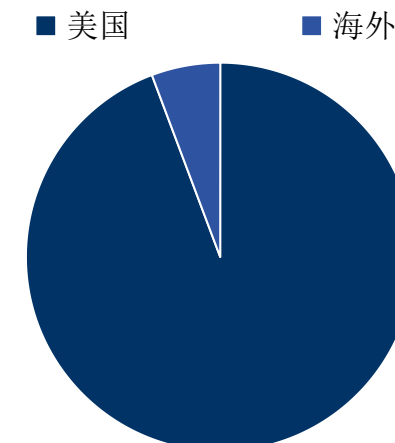
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Hims & Hers Health盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Hims & Hers Health分地区收入占比 (2025年)

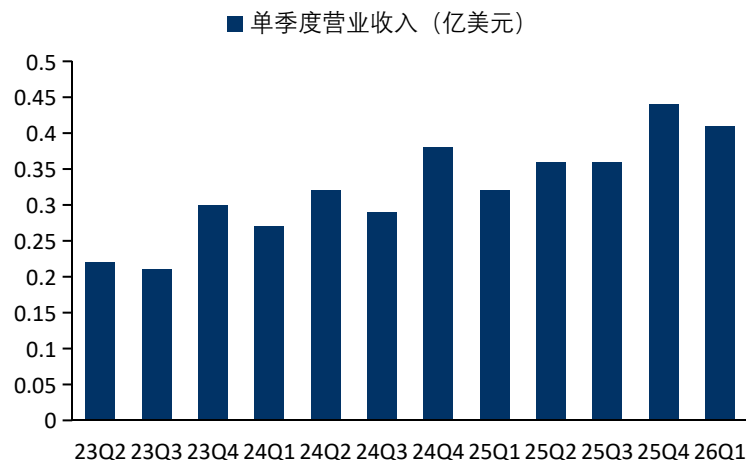


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.4.5 Grail: Galleri商业化放量, 临床/支付路径推进支撑MCED长期增长

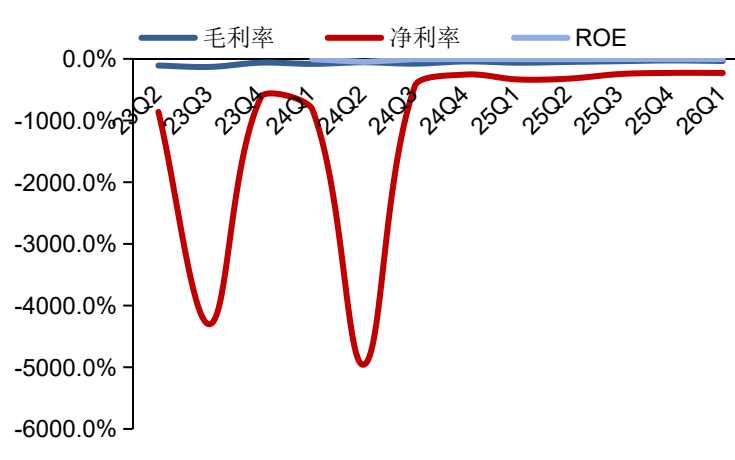
- 业绩表现:** 2025年Grail收入1.47亿美元, 同比增长17.2%; 全年Galleri销量超18.5万份(+36%), 处方医生1.7万名(+30%), 上市以来累计售出接近50万份; 净亏损4.08亿美元, 同比收窄约80%。26Q1收入4078.5万美元, 同比提升28.1%, Galleri销量超5.6万份(+50%), 净亏损9318.7万美元, 同比收窄约12%。
- 收入拆分:** 2025年Screening revenue/Development services revenue收入分别为1.39/0.09亿美元(+27.6%/-49.5%); 其中Screening Commercial/Government分别为1.34/0.05亿美元(+23.5%/+2817.5%), Development Services Commercial为0.09亿美元(-49.5%)。26Q1 Screening revenue/Development services revenue收入分别为0.40/0.01亿美元(+36.7%/-64.8%); Screening Commercial/Government分别为0.38/0.02亿美元(+30.9%/+515.6%); Development Services Commercial为0.010亿美元(-64.8%); 分地区看, 26Q1 美国/国际收入分别为0.39/0.02亿美元(+33.7%/-28.5%)。
- 重点经营进展:** Galleri为商业化MCED血检, 定位为现有单癌筛查的补充, 渠道覆盖健康系统、雇主、数字健康平台、支付方、寿险及高风险人群; 2025年底商业团队约250人, Durham实验室具备约100万份/年检测能力。26Q1医疗系统端继续推进Dana-Farber、Rush、OHSU、Cleveland Clinic、Duke等部署; 数字健康端深化Function/Everlywell等并新增WHOOOP, Hims等新项目待放量。Quest/Athena电子下单已有约2,000名HCP使用、累计部署超3万份检测, Epic Aura集成面向约450个大型健康系统, 计划Q3起客户上线; 销售端provider territories由约90个扩至120个, 多数新增人员年中完成培训。
- 2026年指引:** Galleri销售增长22%~32% (维持)。

图: Grail单季度营收情况



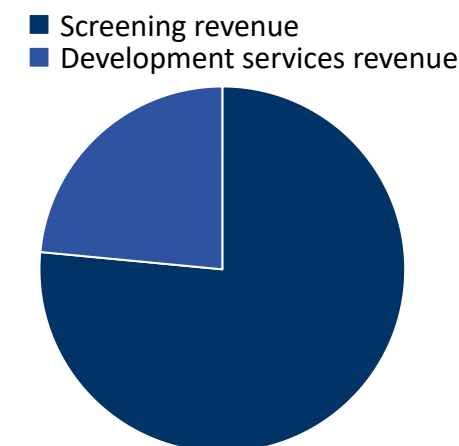
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Grail盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Grail各业务板块收入占比 (2025年)

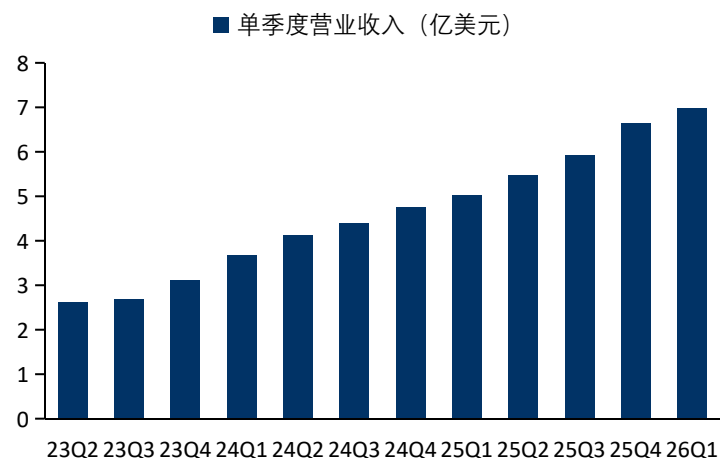


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.4.6 Natera: cfDNA平台持续放量, Signatera/Fetal Focus驱动2025及26Q1高增长

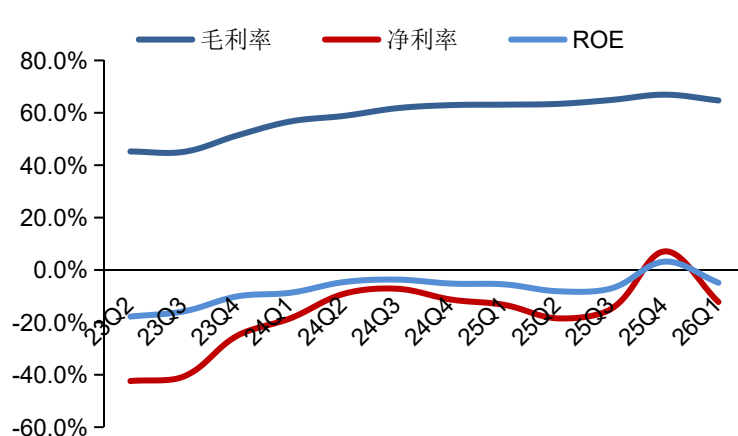
- 业绩表现:** 2025年Natera收入23.06亿美元, 同比增长35.9%; 全年处理约352.6万例检测, 较2024年约306.5万例继续提升; 净亏损2.08亿美元, 同比有所扩大, 主要由于公司继续加大商业化、临床试验、研发及新产品投入。26Q1收入6.98亿美元, 同比增长38.8%, 增长由检测量提升及ASP改善共同驱动; 26Q1总检测量约101.36万例, 首次单季度突破100万例, 同比增长18.5%。26Q1肿瘤检测约25.89万例, 同比增长54.4%。
- 收入拆分:** 分业务看, 2025年公司收入几乎全部来自Product revenues (22.96亿美元), Licensing and other revenues仅约0.1亿美元; 国际收入约4180万美元, 占比约2%。26Q1 Product revenues 6.939亿美元, Licensing and other revenues 0.028亿美元, 国际收入约1100万美元, 占比约2%。
- 重点经营进展:** 公司以cfDNA (cell-free DNA, 游离DNA) 检测为底层平台, 围绕血液样本中不同来源的DNA片段构建三大应用: 肿瘤方向检测ctDNA用于Signatera/Latitude的MRD评估、复发监测及治疗反应评估; 妇幼健康方向检测胎儿cfDNA用于Panorama、Fetal Focus等NIPT及单基因病筛查; 器官健康方向检测供体来源dd-cfDNA用于Prospera肾/心/肺移植排斥监测, 形成“同一技术平台+多临床场景+多产品组合”的扩展路径。肿瘤MRD持续成为增长核心, 2025年公司先后推出Signatera Genome RUO、Latitude Tissue-Free MRD, 并获得Signatera肺癌监测、Signatera Genome等Medicare覆盖进展。
- 对中国市场观点:** 中国NIPT渗透率已较高, 未来增量更可能来自高端NIPT、单基因病NIPT、扩展携带者筛查、肿瘤MRD和移植监测等高价值项目。
- 2026全年指引:** 预计全年收入27.4~28.2亿美元 (上调, 原为26.2~27.0亿美元), 毛利率64%~66% (上调, 原为63%~65%)。

图: Natera单季度营收情况



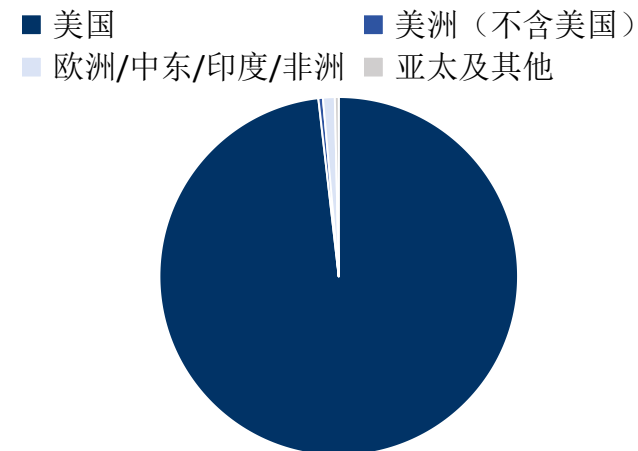
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Natera盈利指标情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Natera分地区收入占比 (2025)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 器械MNC业绩表现概览
- [ 02 ] 器械MNC详细业绩表现
- [ 03 ] A股重点公司盈利预测与估值

### 3 医疗器械重点公司盈利预测与估值

表：医疗器械重点公司盈利预测与估值

		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				ROE	PEG	投资评级
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E		
300760.SZ	迈瑞医疗	1,776	81.4	83.3	94.3	107.6	21.8	21.3	18.8	16.5	21.4%	2.2	优于大市	
300832.SZ	新产业	343	16.2	18.2	21.1	24.4	21.2	18.9	16.3	14.1	17.7%	1.3	优于大市	
688212.SH	澳华内镜	38	0.1	0.7	1.0	-	333.3	56.1	37.4	-	0.9%	0.3	优于大市	
688161.SH	威高骨科	90	2.7	3.2	3.8	4.5	33.6	28.2	23.5	20.1	6.5%	1.5	优于大市	
688271.SH	联影医疗	933	18.7	24.3	28.0	33.1	49.9	38.4	33.3	28.2	8.7%	1.8	优于大市	
688050.SH	爱博医疗	77	2.7	4.1	5.0	5.9	28.9	19.0	15.5	13.2	9.6%	0.6	优于大市	
301363.SZ	美好医疗	148	2.8	4.0	4.7	5.6	52.2	36.8	31.2	26.4	7.6%	1.4	优于大市	
688236.SH	春立医疗	51	2.7	3.7	4.5	-	18.6	13.8	11.3	-	9.1%	0.5	优于大市	
300049.SZ	福瑞医科	114	1.5	2.8	3.6	-	74.3	40.9	31.7	-	7.8%	0.8	优于大市	
300463.SZ	迈克生物	52	(0.4)	3.5	4.2	-	(146.0)	14.8	12.3	-	-0.6%	0.7	优于大市	
300685.SZ	艾德生物	67	3.6	3.8	4.5	-	18.4	17.4	14.7	-	17.6%	1.5	优于大市	
688358.SH	祥生医疗	36	1.2	1.8	2.0	-	30.7	20.3	17.7	-	8.4%	0.6	优于大市	
688029.SH	南微医学	138	5.7	6.7	7.8	9.4	24.2	20.7	17.7	14.7	13.8%	1.1	优于大市	
603301.SH	振德医疗	227	2.6	5.0	5.7	-	86.9	45.7	39.6	-	4.6%	1.0	优于大市	
688626.SH	翔宇医疗	78	0.8	1.3	1.7	-	100.3	60.3	46.4	-	3.8%	1.3	优于大市	
605369.SH	拱东医疗	37	0.5	1.9	2.1	-	71.4	19.5	17.2	-	3.1%	0.2	优于大市	
300633.SZ	开立医疗	84	2.0	3.3	4.2	5.3	42.4	25.8	20.2	15.7	6.0%	0.7	优于大市	
688617.SH	惠泰医疗	291	8.2	10.9	14.0	17.5	35.4	26.6	20.8	16.6	26.6%	0.9	优于大市	
688114.SH	华大智造	206	(2.2)	1.5	2.9	-	(92.7)	137.3	70.0	-	-2.9%	1.4	优于大市	
002223.SZ	鱼跃医疗	262	14.8	23.7	27.8	-	17.7	11.1	9.4	-	11.2%	0.3	优于大市	
300677.SZ	英科医疗	300	10.1	23.6	29.6	34.5	29.7	12.7	10.1	8.7	5.5%	0.3	优于大市	
1066.HK	威高股份	130	16.1	16.8	18.0	19.5	8.1	7.8	7.2	6.7	6.7%	1.2	优于大市	
1789.HK	爱康医疗	56	3.4	4.1	4.7	5.3	16.5	13.8	12.0	10.5	11.6%	0.9	优于大市	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：总市值为2026/6/15收盘价

## 国信证券投资评级

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

### 分析师承诺

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032