

华创医疗器械随笔系列13

海外医疗器械龙头2025年报总结分析

华创医药首席分析师 郑辰

执业编号: S0360520110002

邮箱: zhengchen@hcyjs.com

华创医药资深分析师 李婵娟

执业编号: S0360520110004

邮箱: lichanjuan@hcyjs.com

华创医药分析师 张良龙

执业编号: S0360525110002

邮箱: zhanglianglong@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

摘要

- **总览：海外器械龙头2025年呈现“平台稳、设备承压、耗材分化、IVD探底”的四分结构。**从2025年各公司器械相关业务总营收来看，平台型公司2025年基本保持中高个位数或双位数同比，业绩增长稳健；设备类公司大多增速承压，仅手术机器人领域的直觉外科有20.5%的高增速；耗材类公司根据不同赛道有较大增速差异；IVD类公司普遍承压，仅生物梅里埃实现中个位数增长。
- **耗材：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长。**心血管总体营收同比达到14%，显著高于骨科、外科、眼科等成熟赛道。心血管中电生理同比增速高达22%，在PFA术式推广下快速增长，波士顿科学电生理25年同比分别为+73%，美敦力自FY2026Q1以来的三个季度，电生理业务同比增速分别为近50%、71%、80%，增速持续上行。此外神经介入、心衰赛道增速也较快，美国心血管市场整体增速更高。其他耗材领域中CGM表现亮眼，雅培与德康的CGM持续高增长。
- **医疗设备：中国市场承压，龙头经常性收入占比高。**医疗设备各赛道中，手术机器人领域的直觉外科一枝独秀，收入增速高达21%，GE医疗、西门子医疗、飞利浦、奥林巴斯等公司的中国区设备业务均有所承压，主要由于中国市场的招标周期延长、设备集采、国产竞争加剧。设备类龙头的经常性收入处于较高水平，如GE医疗占比已超过50%；奥林巴斯消化内科中的经常性收入占比也已经达到50%；直觉外科的手术器械及配件、服务收入占比高达75%，国产与之相比还有较大提升空间。
- **IVD：受到新冠产品高基数和中国市场环境的影响。**IVD整体营收同比下滑2%，其中POCT同比下滑11.9%主要由于雅培等相关业务受到新冠产品的基数影响，中心实验室（生化、免疫、血球、凝血等）同比下滑2.6%是由于中国IVD市场医疗政策变化影响，IVD各海外龙头的中国区业务均出现下滑。
- **从海外龙头看中国医疗器械投资机会：**跨越多赛道、多区域的平台型业务体系是医疗器械龙头得以保持长期稳健发展的理想形态；耗材端的心血管领域中电生理、神经介入、结构性心脏病、心衰等多个赛道高景气度，此外CGM赛道持续高增长，看好对应的国产企业长期成长空间；海外医疗设备龙头对26年中国业务保持谨慎态度，国产厂家有望在市场压力下加快国产替代；结合海外龙头公司观点，我们预计国内IVD景气在2026年存在逐步筑底并边际改善的可能，建议关注国产IVD龙头的拐点机会。
- **风险提示：**1) 地缘政治负面因素超预期；2) 财政支出低于预期；3) 部分区域集采降价风险；4) 产品技术迭代风险。

第一部分

01

海外医疗器械龙头2025年报总结分析

02

平台型公司：总体增长稳健

03

医疗设备类公司：传统设备承压，手术机器人一枝独秀

04

耗材类公司：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

05

IVD类公司：中国区业绩承压，有望在26年触底回升

海外医疗器械龙头2025年报总结分析



- 我们选取了22家海外医疗器械龙头公司进行2025年报总结分析，其中包括了6家平台型器械公司（美敦力、雅培、强生、波士顿科学、史赛克、BD），6家医疗设备类公司（GE医疗、西门子医疗、飞利浦、奥林巴斯、直觉外科、费森尤斯医疗）、6家耗材类公司（爱德华、捷迈邦美、爱尔康、爱齐科技、德康医疗、泰尔茂）、4家IVD类公司（罗氏、丹纳赫、希森美康、生物梅里埃）。
- 海外器械2025年呈现“平台稳、设备承压、耗材分化、IVD探底”的四分结构。**从2025年各公司器械相关业务总营收来看，平台型公司2025年基本保持中高个位数或双位数同比，业绩增长稳健；设备类公司大多增速承压，仅手术机器人领域的直觉外科有20.5%的高增速；耗材类公司根据不同赛道有较大增速差异；IVD类公司普遍承压，仅生物梅里埃实现中个位数增长。

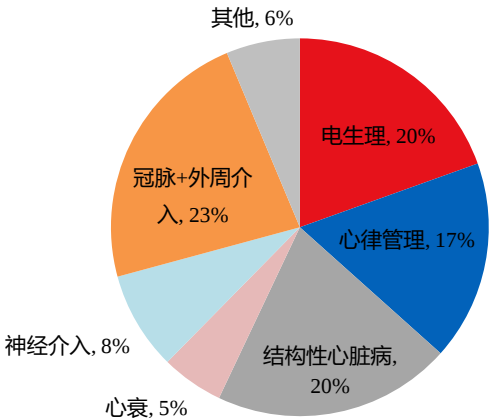
2025年各公司器械相关业务营收及同比（内生或固定汇率）

分类	公司	业务种类	2025年营收（亿美元）	同比（内生或固定汇率下）
平台型	美敦力（25Q2-Q4）	总计	259.01	5.4%
平台型	强生	总计	337.92	5.4%
平台型	雅培	器械业务总计	303.24	7.0%
平台型	波士顿科学	总计	200.74	15.8%
平台型	史赛克	总计	251.16	10.7%
平台型	BD（2024Q4-2025Q3）	总计	218.4	8.1%
设备类	GE医疗	总计	206.25	3.5%
设备类	飞利浦	总计	202.15	2.0%
设备类	西门子医疗（024Q4-2025Q3）	总计	264.96	5.9%
设备类	奥林巴斯（2025Q2-Q4）	医疗总计	48.00	-1.0%
设备类	直觉外科	总计	100.65	20.5%
设备类	费森尤斯医疗	护理赋能（透析产品与设备等）	62.07	2.2%
耗材类	爱德华生命科学	合计	60.65	10.7%
耗材类	爱尔康	总计	103.19	4.0%
耗材类	德康	总计	46.62	15.0%
耗材类	捷迈邦美	总计	82.32	3.9%
耗材类	泰尔茂（2025Q2-Q4）	合计	55.80	7.7%
耗材类	爱齐科技	合计	40.35	0.9%
IVD	罗氏	诊断	167.53	2%
IVD	丹纳赫	诊断	99.41	1.6%
IVD	生物梅里埃	临床应用	38.89	5.8%
IVD	希森美康（25Q2-Q4）	诊断	24.08	-1.3%

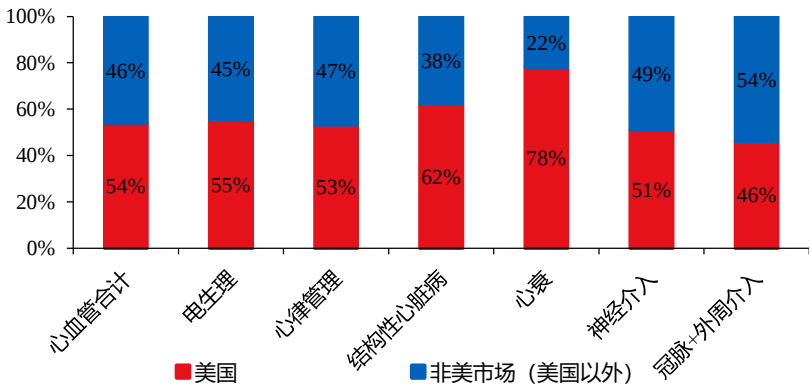
耗材：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

- 22家器械公司中美敦力、强生、雅培、波士顿科学、史赛克、BD、泰尔茂、爱德华8家公司的心血管相关营收合计为600.5亿美元。按照细分领域划分，电生理、心律管理、结构性心脏病（瓣膜类、左心耳封堵等）、心衰、神经介入、冠脉+外周介入分别占比20%、17%、20%、5%、8%、23%。
- 细分赛道的美国收入占比高低预计与术式成熟程度相关。**从区域占比看，美国市场占心血管总体收入的54%，电生理、心律管理、神经介入的占比均在50%以上；结构性心脏病、心衰的美国收入占比更高达62%、78%，可能与美国市场更发达的医保覆盖及创新术式推广相关；冠脉+外周介入的美国占比为46%，相对较低，预计是由于冠脉介入等术式相对成熟，在全球推广时间较长。
- 电生理、神经介入、心衰赛道增速较快，美国市场整体增速更高。**从同比增速来看，整体心血管营收的同比为14%，其中美国市场同比高达17%，非美市场为10%，细分赛道中仅心衰的非美市场增速高于美国，其余赛道均是美国市场增速高于非美市场；各细分赛道中电生理、神经介入、心衰的同比增速分别达到22%、16%、15%，处于较高水平，电生理在PFA术式推广下快速增长，波士顿科学、雅培、强生的电生理同比分别为+73%、+12%、+6%，美敦力的心律管理与心衰同比为+13.5%，主要得益于其中电生理产品的快速应用推广；术式相对成熟的心律管理、冠脉+外周介入增速较低。

各公司心血管营收按照细分领域拆分



心血管营收按照地域拆分



心血管各细分领域同比增速

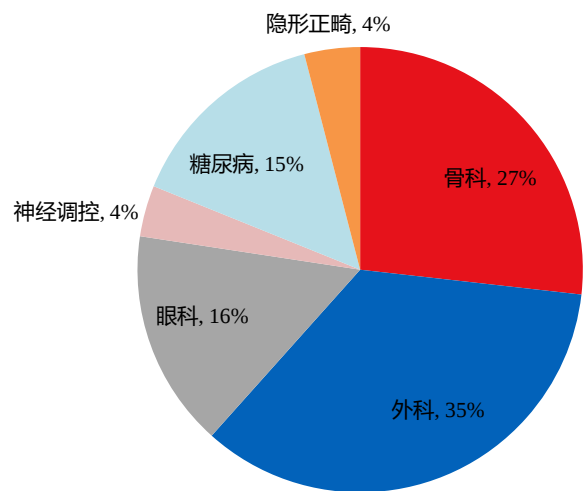
	美国	非美市场	全球
电生理	26%	16%	22%
心律管理	12%	8%	10%
结构性心脏病	13%	13%	13%
心衰	14%	21%	15%
神经介入	25%	8%	16%
冠脉+外周介入	11%	4%	7%
心血管合计	17%	10%	14%

耗材：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

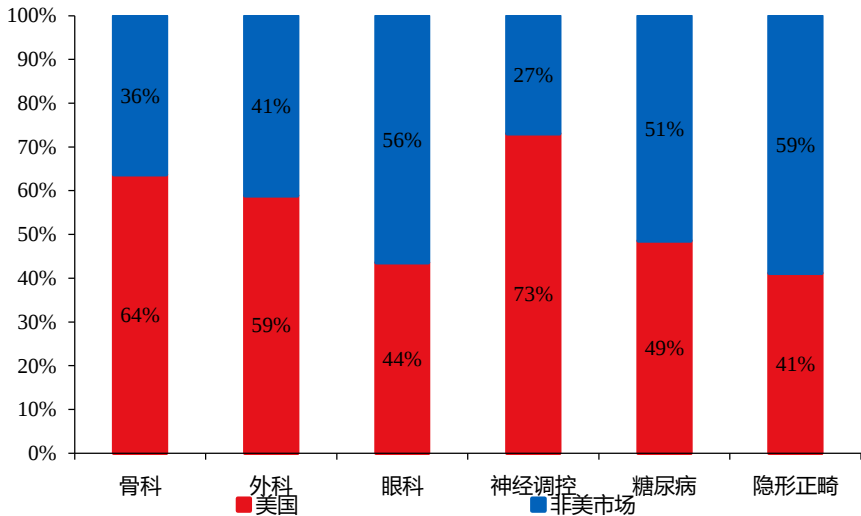


- 2025年22家器械公司中除心血管外的耗材类营收为999.8亿美元，同比增长7%；可分为骨科、外科、眼科、神经调控、糖尿病、隐形正畸，占比分别为27%、35%、16%、4%、15%、4%，骨科收入来自强生、史赛克、捷迈邦美，外科收入来自强生、美敦力、史赛克、波士顿科学、BD、奥林巴斯，眼科收入来自强生、爱尔康，神经调控收入来自美敦力、雅培、波士顿科学，糖尿病收入来自美敦力、雅培、德康，隐形正畸收入来自爱齐科技。
- CGM赛道持续高增长，成熟赛道骨科、外科、眼科增长稳健。**各细分领域中糖尿病赛道增速最高，全球同比达到15%，增长主要来自雅培与德康的CGM增长，并且在美国、非美市场增速相当。成熟赛道骨科、外科、眼科均为中高个位数的稳健增长。神经调控在美国的收入占比达到73%以上，在非美市场基数较低，但12%的同比增速明显高于美国市场的5%。隐形正畸赛道的爱齐科技在美国增长承压，在海外仍有低个位数增长，虽然25年全年总体仅增长1%，但逐季度呈现增速上行趋势。

除心血管外耗材营收按照细分领域拆分



除心血管外耗材营收按照地域拆分

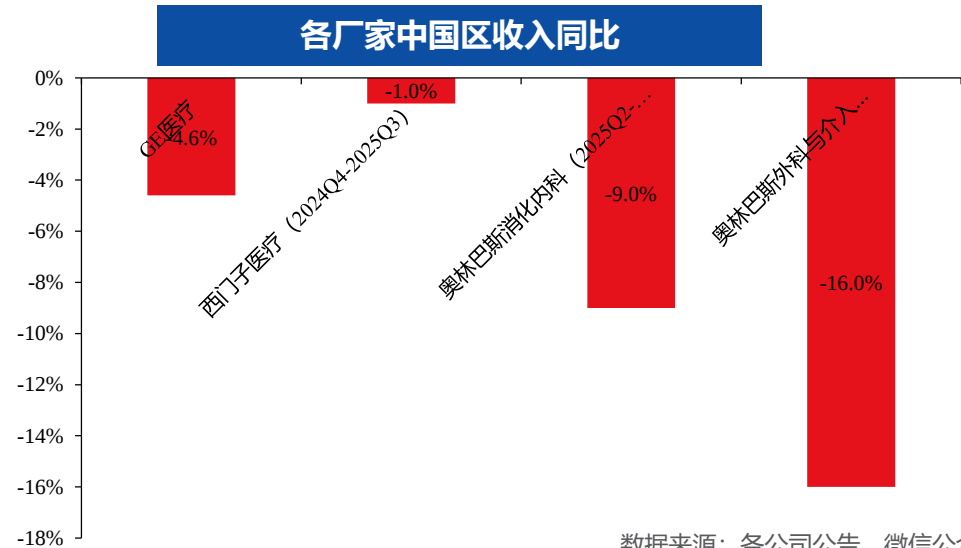
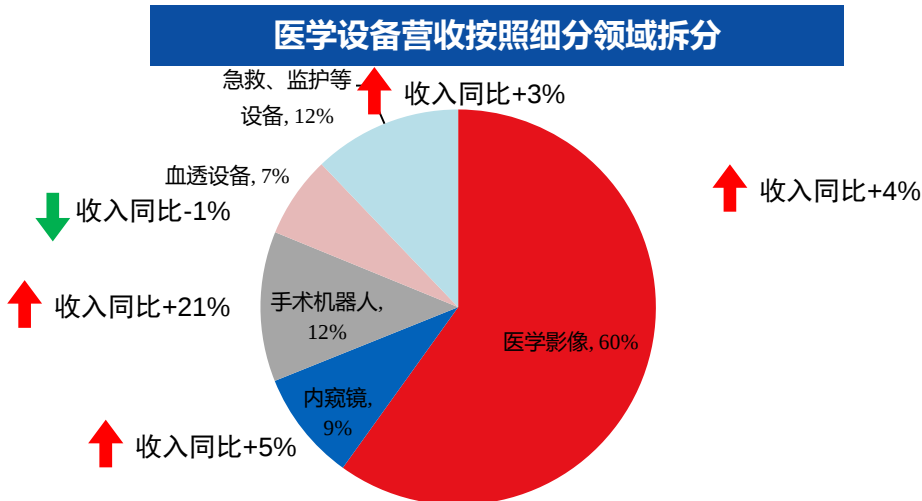


除心血管外耗材各细分领域同比增速

	美国	非美市场	全球
骨科	5%	6%	6%
外科	8%	4%	7%
眼科	4%	7%	5%
神经调控	5%	12%	7%
糖尿病	16%	15%	15%
隐形正畸	-2%	3%	1%
合计	7%	7%	7%

医疗设备：中国市场承压，龙头经常性收入占比高

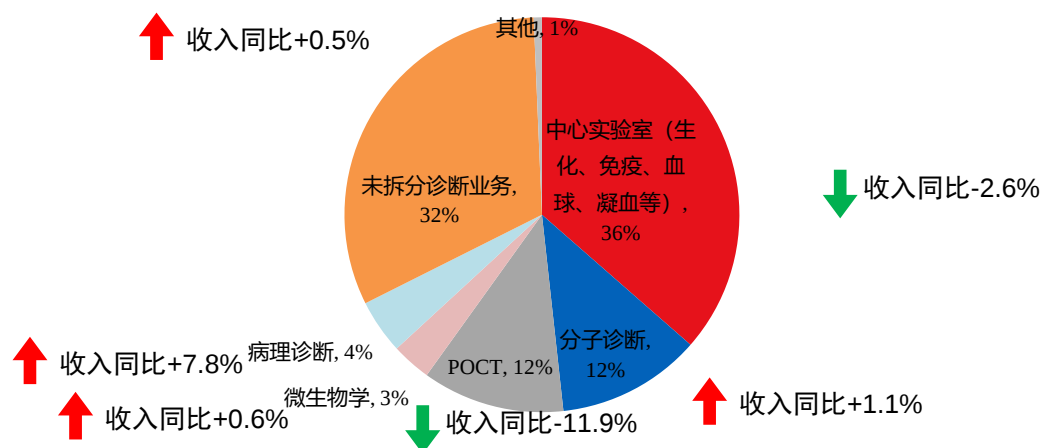
- 2025年22家器械公司中医学设备类营收为820.3亿美元，同比增长6%；可分为医学影像、内窥镜、手术机器人、血透设备、急救/监护等设备，占比分别为60%、9%、12%、7%、12%，医学影像收入来自GE医疗、西门子、飞利浦，内窥镜收入来自史赛克、奥林巴斯，手术机器人收入来自直觉外科，血透设备收入来自费森尤斯医疗，急救/监护等设备收入来自史赛克、飞利浦。
- 2025年中国市场设备类业务承压。**各细分领域中，手术机器人收入同比最快，达到+21%，医学影像、内窥镜均为中低个位数的同比增长，其中中国区域的下滑对多个龙头造成影响，例如GE医疗的中国区总收入同比下滑4.6%，西门子医疗的中国区总收入同比下滑1%，奥林巴斯的消化内科、外科与介入中国区收入分别同比下滑9%、16%，飞利浦的成长型市场收入增速为5%，也受到中国市场下滑的拖累。
- 设备龙头公司的经常性收入占比处于较高水平。**GE医疗经常性收入（服务、耗材类）占比已超过50%；奥林巴斯消化内科中的耗材及维保服务收入占比也已经达到50%；直觉外科的手术器械及配件、服务收入占比高达75%。与海外龙头相比，国内医疗设备厂家的经常性收入占比处于较低水平，联影医疗2025Q1-3占比约为14%，澳华内镜2025H1占比约为3.6%，微创机器人2025年的复购耗材收入占图迈销售额的12%，精锋医疗2025年的耗材/服务收入占比也是12%，国产设备公司的经常性收入还有较大提升空间。



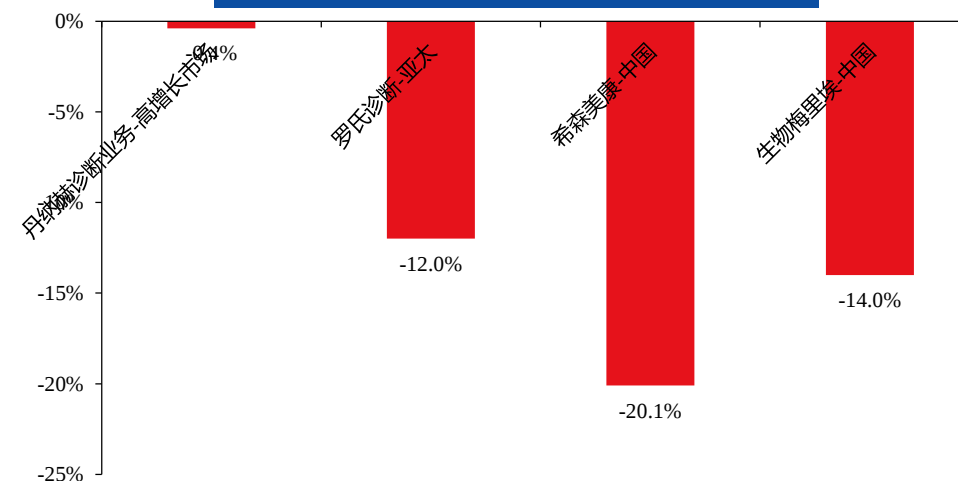
IVD：受到新冠产品高基数和中国市场环境影响

- 2025年22家器械公司中IVD类营收为468.6亿美元，同比下降2%；可分为中心实验室（生化、免疫、血球、凝血等）、分子诊断、POCT、微生物学、病理诊断等，占比分别为36%、12%、12%、3%、4%，西门子医疗、丹纳赫的诊断业务未拆分，两者之和占总体的32%；中心实验室收入来自雅培、罗氏、希森美康、生物梅里埃，分子诊断收入同样来自以上四家公司，POCT主要来自雅培、罗氏，微生物学来自生物梅里埃，病理诊断来自罗氏。
- 新冠产品高基数和中国市场环境影响全球IVD增长。**各个赛道中病理诊断同比增速最高，达到7.8%；POCT同比下滑11.9%，主要是由于雅培等相关业务受到新冠产品的基数影响；中心实验室同比下滑，主要是受到中国市场医疗政策变化影响。各IVD厂家均表明该业务中国区承压，丹纳赫诊断业务的高增长市场（东欧、中东、亚洲、拉美等）同比下滑0.4%，高增长市场的部分增速被中国市场收入下滑所抵消；罗氏的亚太收入下滑12%；希森美康的中国区收入同比下滑20.1%；生物梅里埃的中国市场收入下滑14%。

医学设备营收按照细分领域拆分



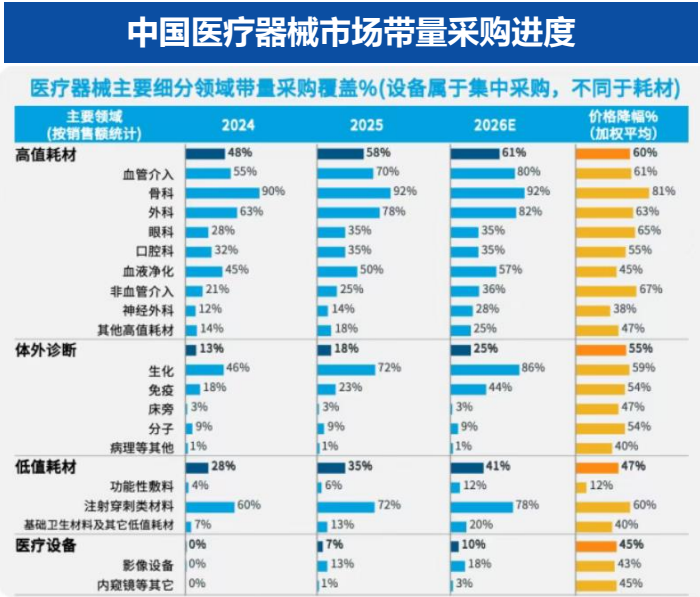
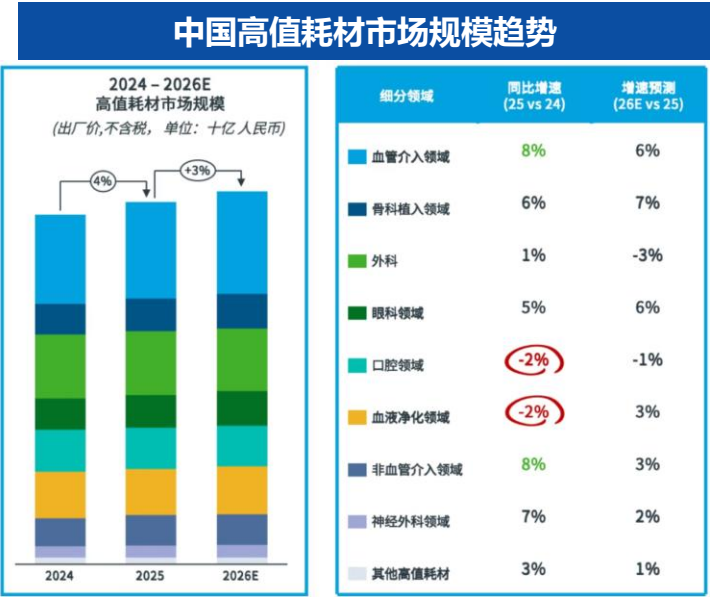
各厂家中国区收入同比



从海外龙头看中国医疗器械投资机会



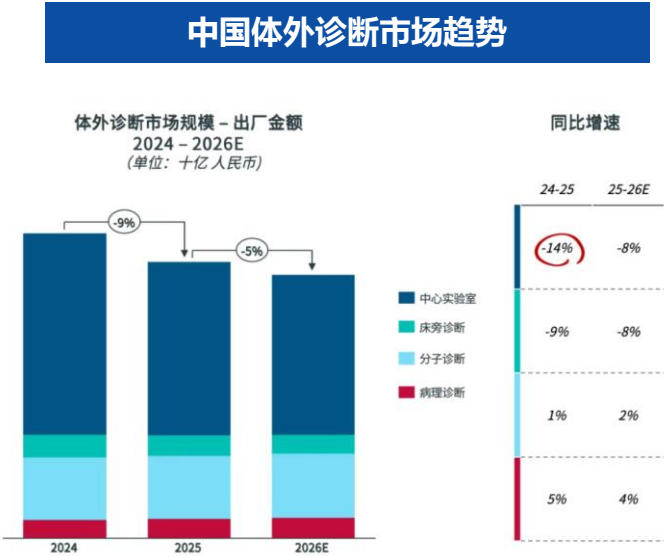
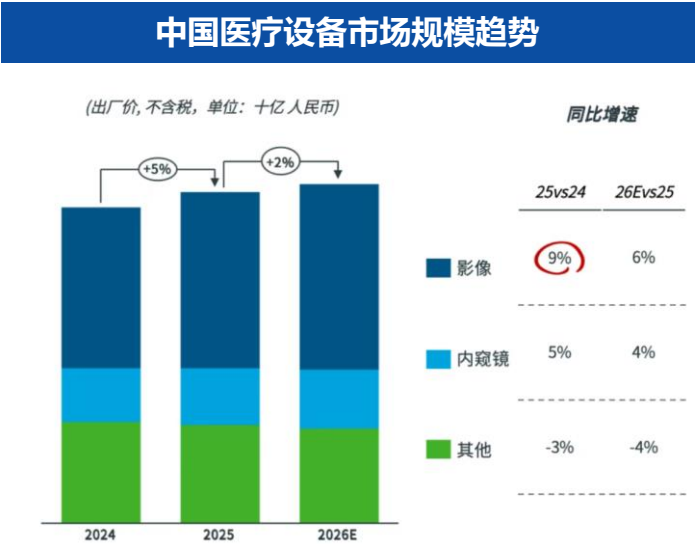
- **跨越多赛道、多区域的平台型业务体系是医疗器械龙头得以保持长期稳健发展的理想形态。** 医疗器械行业具有细分市场小、技术迭代快、监管严格等特点，单一或少数产品难以支撑企业长期发展。平台型业务体系通过多元化布局、协同效应、创新生态和系统解决方案，不仅能够平滑单一产品周期波动，更能构建难以复制的竞争壁垒。此外全球化业务布局不仅进一步打开成长空间，也能够降低单一地域市场由于医保支付政策调整、地缘政治冲突、经济环境变化、市场竞争加剧等带来的风险。
- **耗材端看好国产心血管、CGM企业。** 全球心血管赛道孕育着耗材类最大的成长机会，海外龙头的电生理正随着PFA的推广快速放量，并且神经介入、心衰、结构性心脏病也都保持双位数以上增长，国内外均有巨大的增长空间。同时根据艾昆纬数据，2025年我国心血管市场增速也在高值耗材中处于领先地位，并且集采已覆盖心血管70%以上市场，仍在促进渗透率和国产化率提高。此外CGM是耗材领域的又一高增长赛道，雅培、德康的美国及海外收入增速均达到15%以上，Grand View Research预计全球市场已超130亿美元。虽然国内CGM市场仍处于激烈竞争阶段，价格承压，但国产CGM出海已经初见成效。



从海外龙头看中国医疗器械投资机会



- 海外医疗设备龙头对26年中国业务保持谨慎态度，国产厂家有望在市场压力下加快国产替代。GE医疗公司对2026年中国地区业绩仍保持谨慎态度，预计将下滑；西门子医疗25Q4影像设备业务在中国市场则基本持平，且略有增长，但对于26Q1-3中国的设备业务保持审慎态度；飞利浦预计中国市场总体业绩在2026年将趋于稳定，但由于集采范围扩大导致项目流程延长、竞争加剧，公司对中国区影像设备业务短期保持谨慎，仍看好看其长期增长潜力；费森尤斯医疗预计2026年中国业务仍会受到宏观环境影响，但将有所减弱，公司仍看好该市场的长期业务表现；奥林巴斯则认为在战略转型后公司的中国业务已经度过最困难的时期。海外医疗设备龙头总体上25年中国业务显著下滑，并对于26年中国业务保持谨慎态度。而根据艾昆纬数据，25年中国医疗设备市场同比增长约4.9%，其中医学影像、内窥镜市场同比增速分别为9%、5%，说明25年国产化率有所提高，我们预计26年海外龙头在国内行业压力下市占率将继续下行。
- 中国IVD市场有望在26年触底回升。西门子医疗在最新的业绩电话会中表明中国市场2026年诊断业务由于集采、医保价格立项等因素仍将面临挑战，希森美康预计其中国收入在FY2027Q1-2（对应2026Q2-3）政策影响完全释放之前仍保持负增长，从FY2027H2（对应2026Q4-2027Q1）开始恢复。结合海外企业观点，我们预计国内IVD景气在2026年存在逐步筑底并边际改善的可能。



第二部分

01 海外医疗器械龙头2025年报总结分析

02 **平台型公司：总体增长稳健**

03 医疗设备类公司：传统设备承压，手术机器人一枝独秀

04 耗材类公司：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

05 IVD类公司：中国区业绩承压，有望在26年触底回升

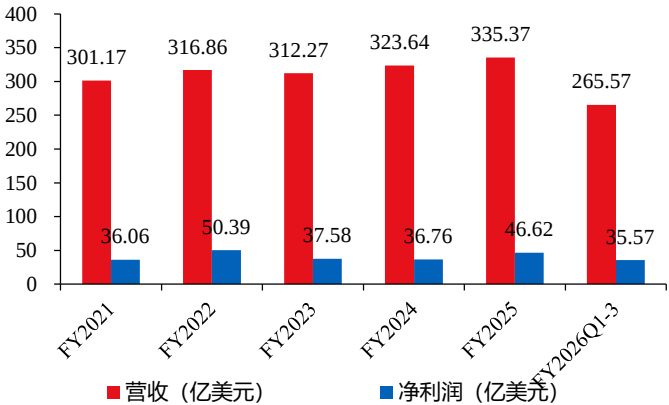
平台型公司-美敦力



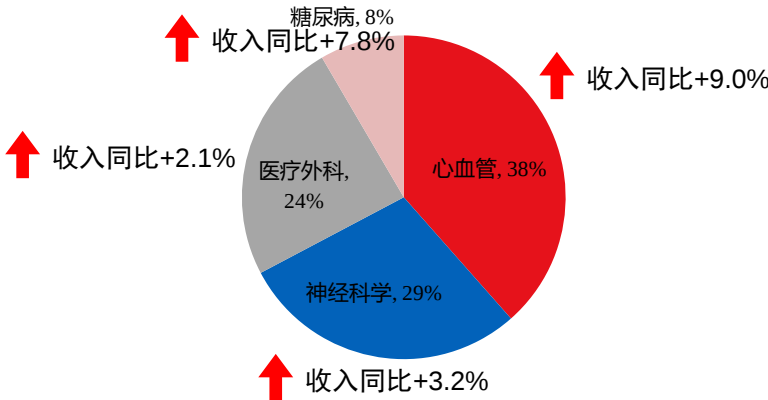
美敦力：电生理业务持续高增长

- FY26营收增速指引为5.5%，利润端受到干扰。** FY2026Q1-3（对应实际2025Q2-4），公司表观营收为265.57亿美元，同比+7.9%，剔除汇率、已出售资产等影响后，总营收为259.01亿美元，内生同比+5.4%，主要得益于心血管和糖尿病业务的强劲增长。公司预计FY2026的营收内生增速约5.5%。前三季度净利润为35.57亿美元，由于关税、产品组合变化、重组及相关费用等导致同比下降1.36%。
- 心血管、糖尿病业务引领增长。** 分业务来看，FY2026Q1-3公司心血管收入99.66亿美元，占总收入比重38%，内生同比+9.0%；神经科学收入74.55亿美元，占总收入比重29%，内生同比+3.2%；医疗外科收入62.95亿美元，占总收入比重24%，内生同比+2.1%；糖尿病业务收入21.84亿美元，占总收入比重8%，内生同比+7.8%。
- 海外收入占比近半，且增速高于美国本土，糖尿病业务国内外增速差距显著。** 分区域来看，FY2026Q1-3公司来自美国的收入占51%，内生同比+4.8%，海外收入占49%，内生同比+6.2%。在各业务线中，心血管的美国、海外收入分别占47%、53%，内生同比为+9.9%、+8.2%；神经科学的美国、海外收入分别占68%、32%，内生同比为+2.7%、+4.2%；医疗外科的美国、海外收入分别占44%、56%，内生同比为+1.4%、+2.7%；糖尿病业务的美国、海外收入分别占32%、68%，内生同比为+1.7%、+10.9%；

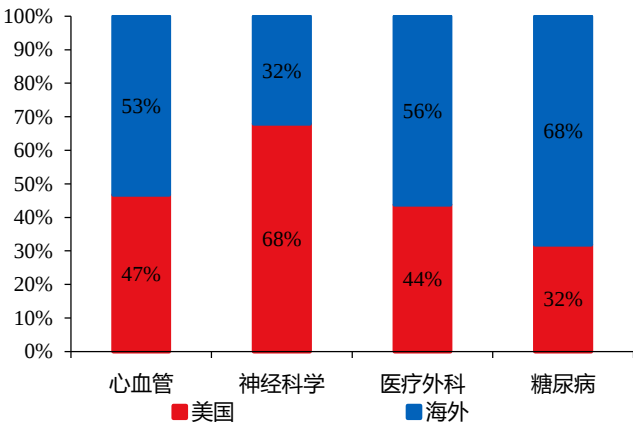
美敦力营收、净利润变化（表观）



FY2026Q1-3美敦力各业务收入拆分及同比增速（内生）



FY2026Q1-3美敦力各业务地域分布



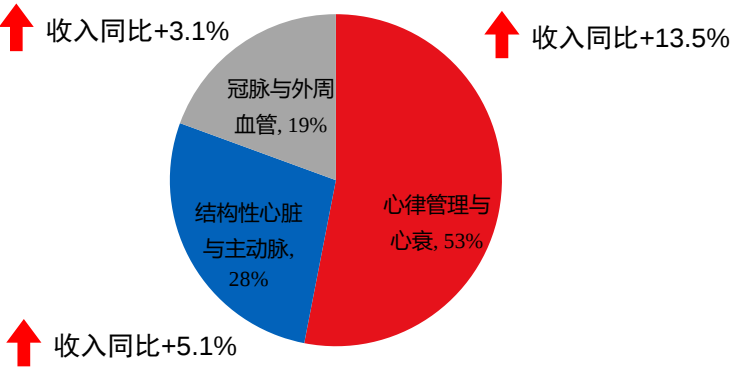
平台型公司-美敦力



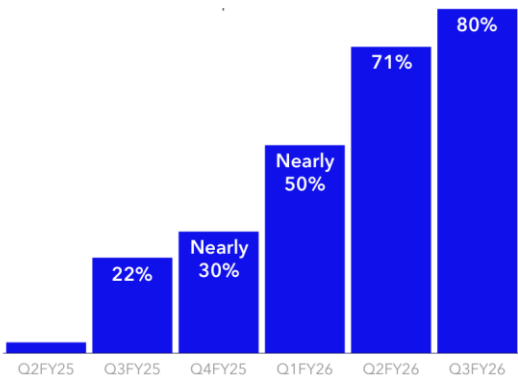
美敦力：电生理业务持续高增长

- 心血管业务：电生理业务持续高增长。** FY2026Q1-3，公司心血管业务中的心律管理与心衰、结构性心脏病与主动脉、冠脉与外周血管收入分别占53%、28%、19%，内生同比分别为+13.5%、+5.1%、+3.1%。心律管理与心衰（主要分为心律管理与电生理业务）的高速增长主要得益于其中电生理产品的快速应用推广，自FY2026Q1以来的三个季度，电生理业务同比增速分别为近50%、71%、80%，增速持续上行，公司预计到FY27H1该业务有望营收翻倍，并实现累计20亿美元的收入体量。后续电生理业务、肾动脉消融、外周颈动脉支架、外周血栓切除产品等将成为心血管增长重要动力。
- 神经科学：** FY2026Q1-3，颅骨与脊柱技术、专业疗法、神经调控分别占神经科学收入的51%、29%、20%，内生同比分别为+4.3%、-0.8%、+6.5%。
- 医疗外科：** FY2026Q1-3，外科与内窥镜、急症护理与监测分别占医疗外科收入的77%、23%，内生同比分别为+1.6%、+3.9%。
- 糖尿病：CGM驱动增长。** 美国市场随着与雅培合作的Instinct CGM开始商业化以及Simplera Sync的持续推广，带动新客户环比双位数的增长；国际市场随着Simplera Sync CGM在胰岛素泵用户中的附着率提高驱动增长。糖尿病业务品牌Minimed已顺利剥离上市。

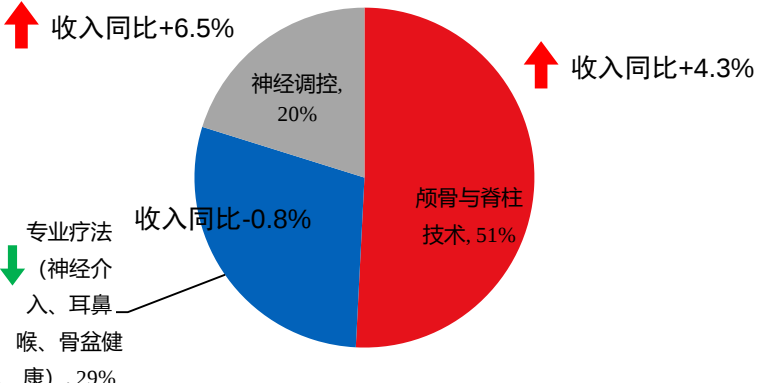
FY2026Q1-3美敦力心血管收入拆分及同比增速（内生）



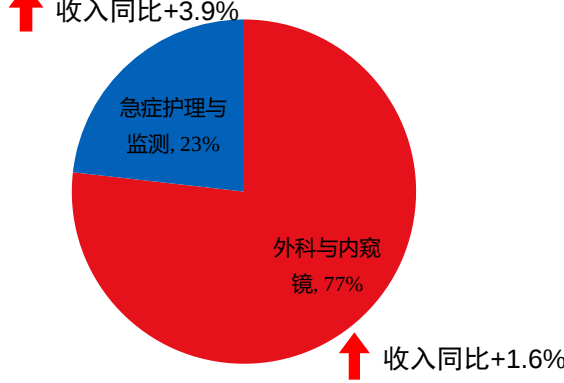
近6个季度美敦力电生理业务同比增速



FY2026Q1-3美敦力神经科学收入拆分及同比增速（内生）



FY2026Q1-3美敦力医疗外科收入拆分及同比增速（内生）



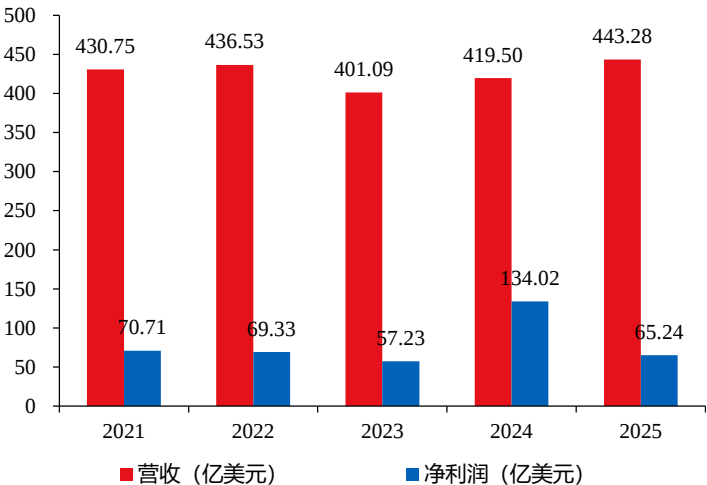
平台型公司-雅培



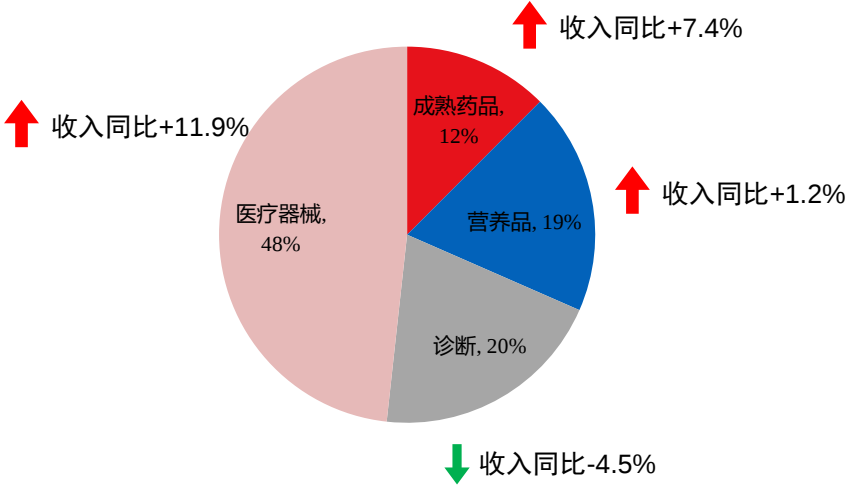
雅培：CGM驱动医疗器械部门增长，诊断业务由于新冠产品和中国市场环境承压

- 25年器械类业务增长稳健，26年总体收入维持高个位数指引。2025年雅培表观总营收为443.28亿美元，同比+5.7%，四大业务中医疗器械与诊断业务合计收入303.24亿美元，同比+7.0%，总体净利润为65.24亿美元（同比下滑是由于24年存在非现金估值备抵带来的75亿美元税费收益）。公司对2026年全年内生收入增长指引为+6.5~+7.5%，调整后EPS为5.55~5.80美元（+7.8%~+12.6%）。
- 医疗器械业务强劲增长，诊断业务由于新冠产品和中国市场环境承压。2025年雅培四大业务中医疗器械、诊断业务分别占48%、20%，医疗器械业务收入213.87亿美元，内生同比+11.9%，诊断业务收入89.37亿美元，内生同比-4.5%，诊断业务下滑的原因主要由于新冠检测产品的需求持续下降和中国市场环境的挑战。
- 分地域来看，2025年公司医疗器械业务的美国、海外收入占比分别为47%、53%，内生同比分别为+13.4%、+10.5%；诊断业务的美国、海外收入占比分别为40%、60%，内生同比分别为-7.7%、-2.3%。

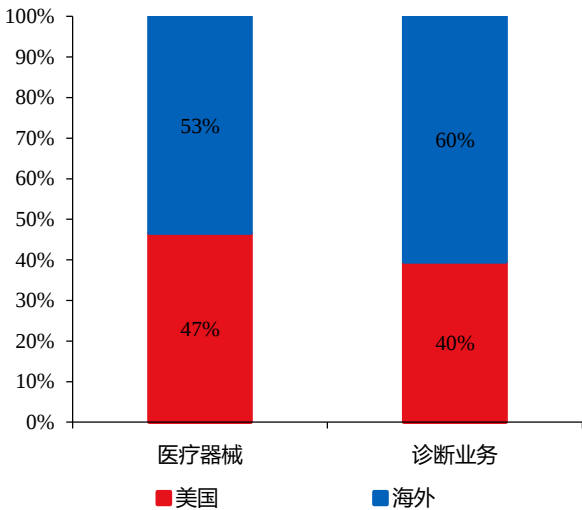
雅培营收、净利润变化（表观）



2025年雅培各业务收入拆分及同比增速（内生）



2025年雅培器械类业务地域分布

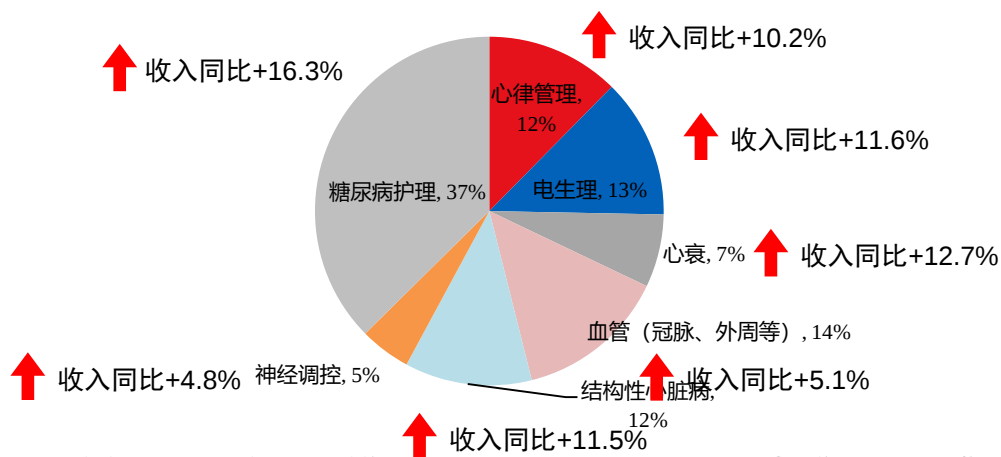


平台型公司-雅培

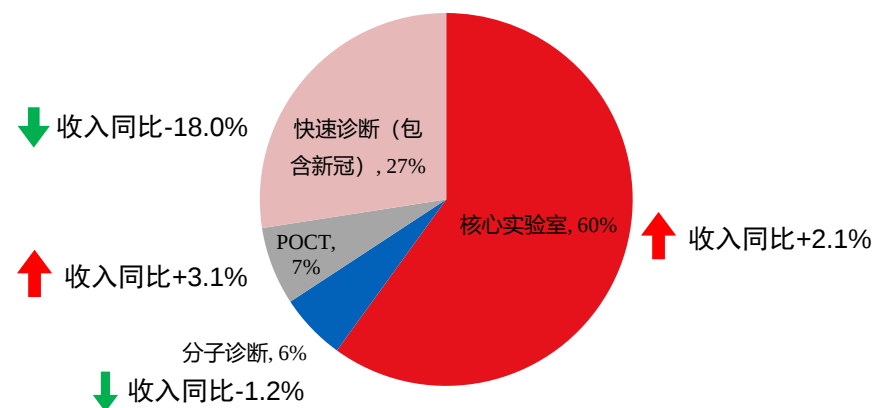
雅培：CGM驱动医疗器械部门增长，诊断业务由于新冠产品和中国市场环境承压

- CGM驱动医疗器械部门增长。**2025年雅培医疗器械部门中心律管理、电生理、心衰、血管、结构性心脏病、神经调控、糖尿病护理的收入占比分别为12%、13%、7%、14%、12%、5%、37%，内生同比分别为+10.2%、+11.6%、+12.7%、+5.1%、+11.5%、+4.8%、+16.3%。主要业务基本保持双位数以上增长，糖尿病业务是增长的主要驱动力，2025年CGM达到76亿美元（2024年为64亿美元）。分地域看，心律管理、糖尿病在美国市场的收入内生同比分别为15.7%、20.8%，显著高于海外增速，神经调控在美国市场收入基本持平，在海外达到20.5%的内生增长。
- 核心实验室在中国以外市场持续增长，新冠产品影响逐渐降低。**诊断业务由于2025年雅培诊断部门中核心实验室、分子诊断、POCT、快捷诊断（包含新冠）的收入占比分别为60%、6%、7%、27%，内生同比分别为+2.1%、-1.2%、+3.1%、-18.0%。核心实验室保持增长主要受益于中国以外地区Alinity产品销售额的持续增长，在美国内生同比达到7.0%，由于集采等行业因素影响中国区域收入，导致美国以外地区收入的核心实验室内生同比仅持平（+0.4%）。快捷诊断业务由于新冠产品需求降低显著下滑，2023、2024、2025年新冠产品收入分别为16、7.47、2.97亿美元，影响逐渐降低。

2025年雅培医疗器械收入拆分及同比增速（内生）



2025年雅培诊断收入拆分及同比增速（内生）

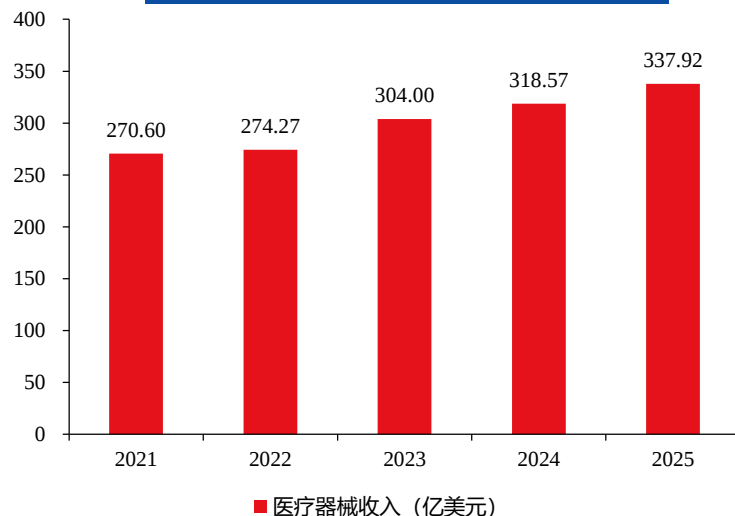


平台型公司-强生

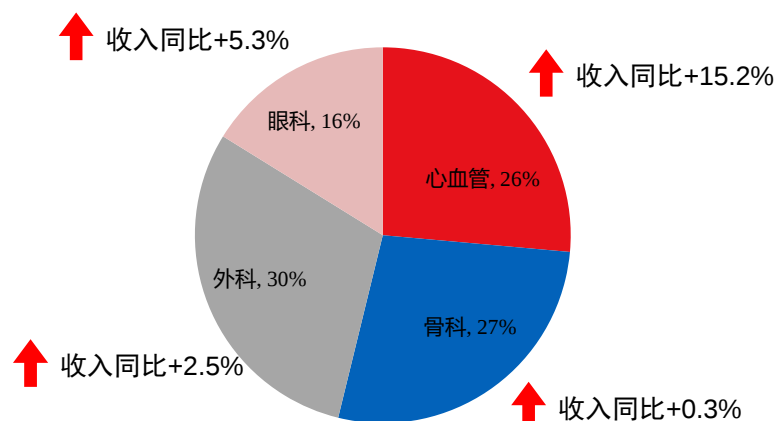
强生：电生理增长承压，有意拆分低增长的骨科业务

- **医疗器械部门保持稳健增长。**2025年强生医疗器械部门收入337.92亿美元，表观同比+6.1%，实际运营同比+5.4%。公司对2026年包含创新药在内的调整后运营总收入指引为+5.4~+6.4%，对调整后EPS（运营）指引为+4.5%~+6.5%。
- **心血管驱动器械业务增长。**2025年强生医疗器械部门中的心血管、骨科、外科、眼科收入占比分别为26%、27%、30%、16%，运营同比分别为+15.2%、+0.3%、+2.5%、5.3%，心血管驱动整体器械业务的增长。
- **美国心血管收入高增长，骨科、外科均受到中国集采政策影响。**分地域来看，2025年强生医疗器械中的心血管美国、海外收入占比分别为59%、41%，同比分别为+17.5%、+11.9%；骨科美国、海外收入占比分别为62%、38%，同比分别为+0.5%、-0.2%，骨科各类产品均受到中国集采政策的影响；外科美国、海外收入占比分别为41%、59%，同比分别为+3.9%、+1.5%，外科各类产品也受到中国集采压力的干扰；眼科美国、海外收入占比分别为41%、59%，同比分别为+4.6%、+5.9%。

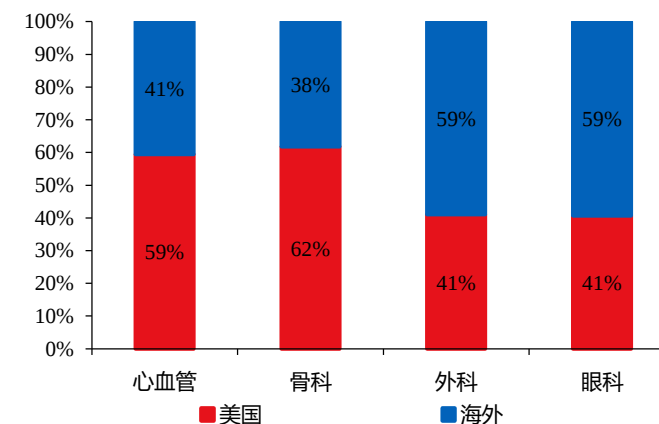
强生医疗器械部门收入变化（亿美元）



2025年强生医疗器械各业务收入拆分及同比增速（运营）



2025年强生医疗器械各业务地域分布



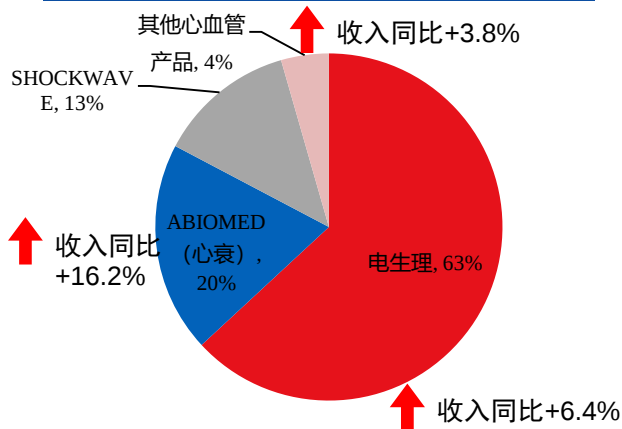
平台型公司-强生



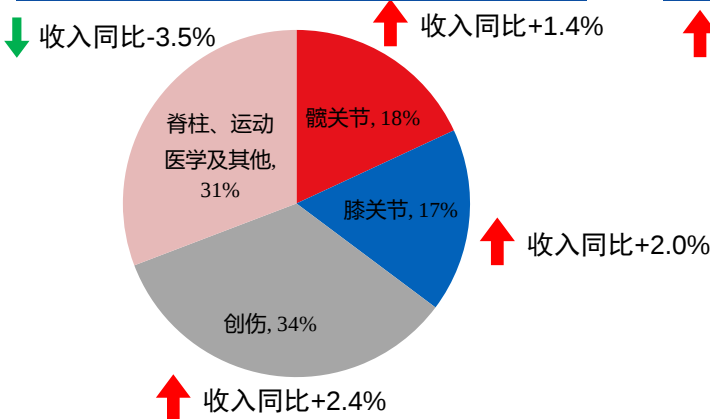
强生：电生理增长承压，有意拆分低增长的骨科业务

- 电生理受到PFA领域竞争加剧的负面影响，收购的ABIOMED、SHOCKWAVE保持高增长。2025年强生心血管业务中电生理、ABIOMED（心衰）、SHOCKWAVE、其他心血管产品收入占比分别为63%、20%、13%、4%，SHOCKWAVE由于是从2024Q2开始并表，年度同比不反映实际增长，电生理、ABIOMED、其他心血管产品运营同比分别为+6.4%、+16.2%、+3.8%。电生理增长受益于手术量增加、新产品放量，但PFA领域的竞争加剧产生一定负面影响；ABIOMED的高增长是由于Impella 5.5和Impella CP的持续快速放量；SHOCKWAVE随着冠脉与外周血管产品组合的应用推广和新产品推出保持增长，单25Q4该业务收入运营同比+22.9%。
- 有意分拆低增长的骨科业务。2025年骨科业务中的髋关节、膝关节、创伤均保持低个位数增长，脊柱、运动医学及其他收入由于美国市场的竞争压力下滑3.5%。此前宣布的骨科重组和中国市场集采等都对骨科整体有所影响。25年10月公司宣布有意分拆骨科业务。
- 2025年外科业务中的高级外科、普通外科收入占比分别为45%、55%，运营同比分别为+1.5%、+3.3%，高级外科受到中国集采和超声刀等能量外科器械竞争压力的负面影响。眼科中的隐形眼镜及其他、眼外科收入占比分别为72%、28%，运营同比分别为+3.6%、+9.9%，眼外科的高增长得益于近期创新产品的强劲表现和需求增长。

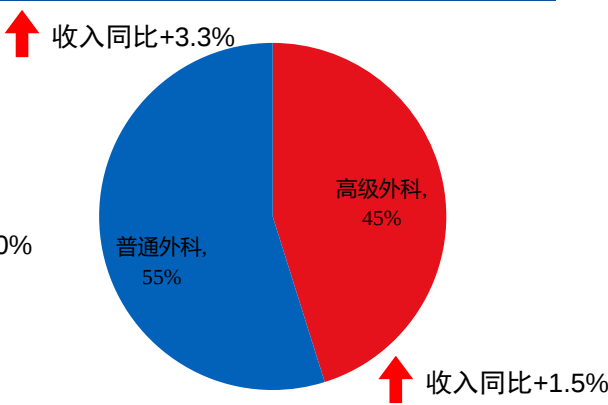
2025年强生心血管收入拆分及同比增速（运营）



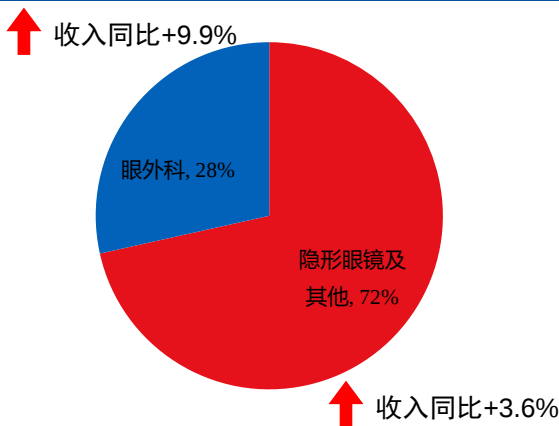
2025年强生骨科收入拆分及同比增速（运营）



2025年强生外科收入拆分及同比增速（运营）



2025年强生眼科收入拆分及同比增速（运营）

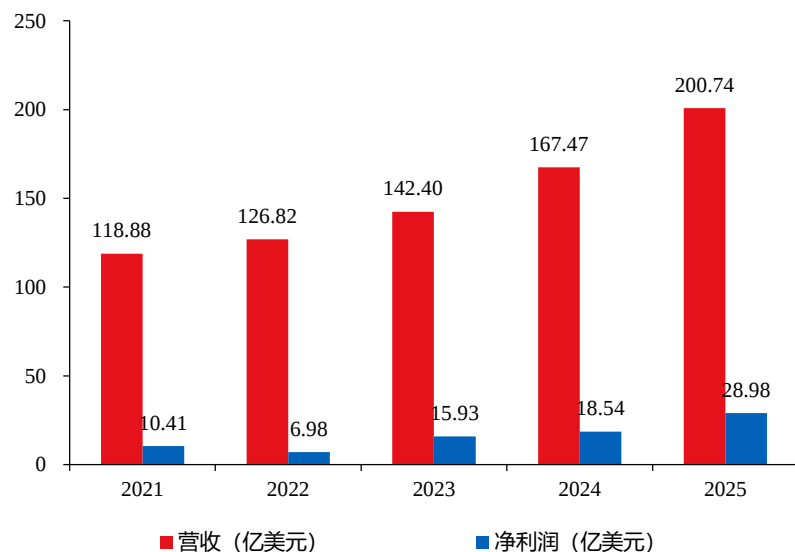


平台型公司-波士顿科学

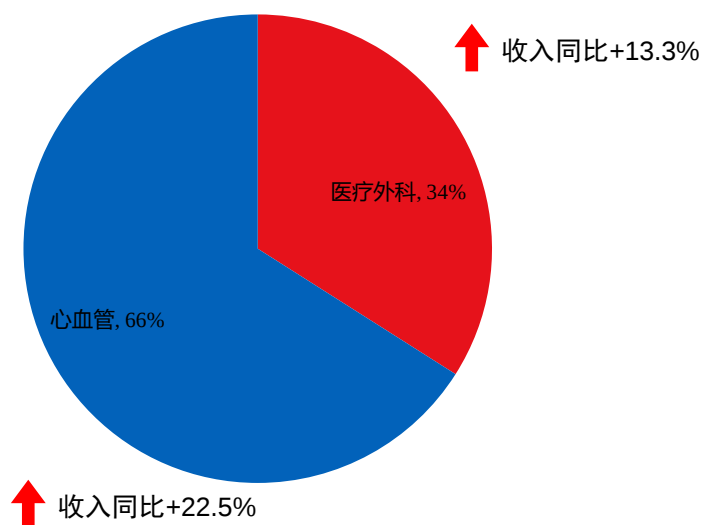
波士顿科学：电生理、左心耳驱动心血管高增长

- 营收持续保持高双位数增长。**2025年波士顿科学营收200.74亿美元，表观同比增长19.9%，运营同比增长19.2%，公司净利润为28.98亿美元，同比增长56.3%。公司对于2026年全年营收内生增长指引为+10.0%~+11.0%，调整后EPS为3.43~3.49美元，同比+12.1%~+14.1%。
- 心血管板块高增长，美国市场是主要增长动力。**2025年波科收入中医疗外科、心血管占比分别为34%、66%，运营同比分别为+13.3%、+22.5%。分区域来看，医疗外科业务中美国、海外的收入占比分别为69%、31%，运营同比分别为+16.3%、+8.8%；心血管业务中美国、海外的收入占比分别为62%、38%，运营同比分别为+32.4%、+9.2%，两大业务在美国市场的收入增速均明显高于海外增速。

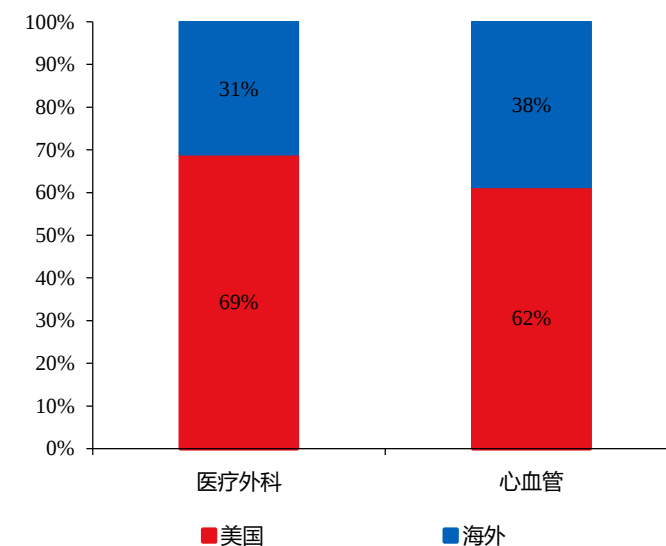
波士顿科学收入、净利润变化 (亿美元)



2025年波士顿科学各业务收入拆分及同比增速 (运营)



2025年波士顿科学各业务地域分布

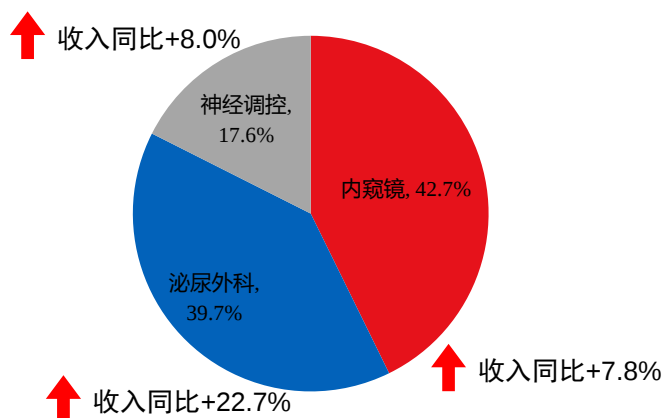


平台型公司-波士顿科学

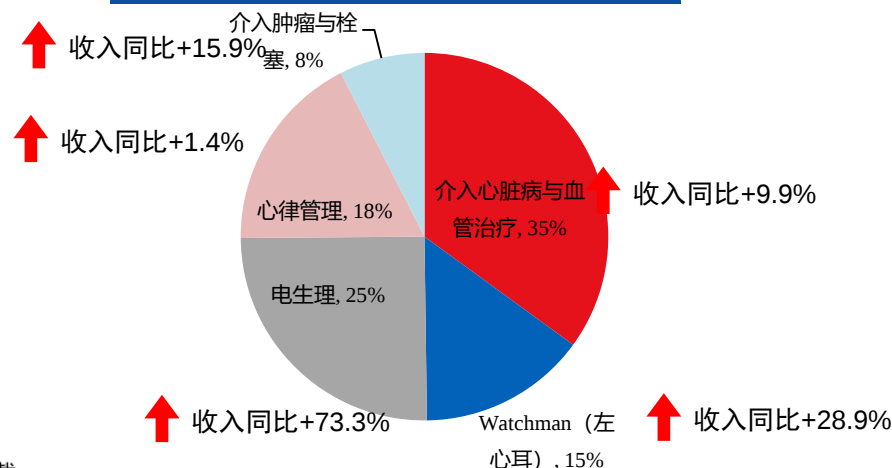
波士顿科学：电生理、左心耳驱动心血管高增长

- 医疗外科业务增长平稳。**2025年波士顿科学医疗外科业务收入为68.24亿美元，其中内窥镜、泌尿外科、神经调控的收入占比分别为43%、40%、18%，内生收入增速分别为+7.8%、+22.7%、+8.0%。25年泌尿外科高增长主要受收购Axonics的影响和结石管理业务的驱动，剔除收购影响该业务实际同比+4.7%；内窥镜业务增长是由胆道、影像系统及腔内手术相关产品推动；神经调控业务增长主要得益于Intrasept™ 骨内神经消融系统，以及脊髓刺激和DBS产品驱动。
- 电生理、左心耳驱动心血管高增长，战略放弃TAVR赛道。**2025年波士顿科学心血管业务中的介入心脏病与血管治疗、Watchman（左心耳）、电生理、心律管理、介入肿瘤与栓塞收入分别占35%、15%、25%、18%、8%，运营同比分别为+9.9%、+28.9%、+73.3%、+1.4%、+15.9%。心血管业务增长主要由于Farapulse™ PFA系统推动电生理的高增长，此外还得益于Watchman 左心耳封堵器持续的市场渗透和AGENT™ 药物涂层球囊引领的冠脉治疗业务增长。波科在2025Q2宣布在全球范围内停止销售ACURATE系列主动脉瓣系统，并表示将不再寻求ACURATE在美国或其他地区获得批准，将资源精力专注于其它领域。

2025年波科医疗外科收入拆分及同比增速（运营）



2025年波科心血管收入拆分及同比增速（运营）

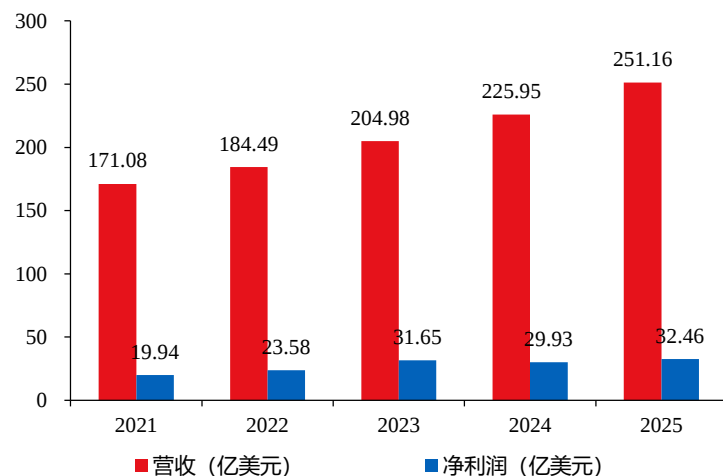


平台型公司-史赛克

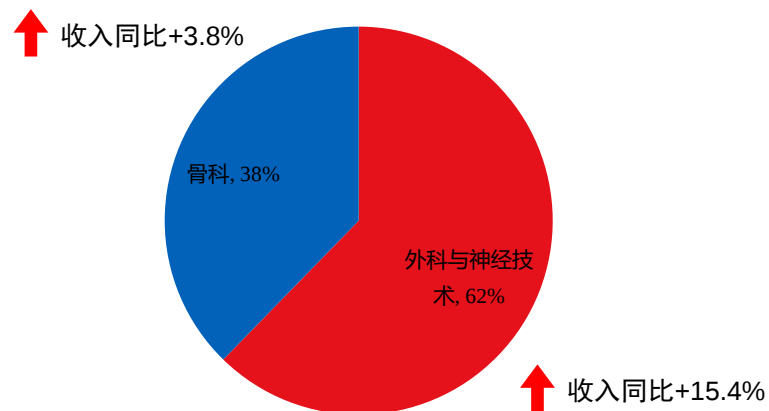
史赛克：美国区域贡献外科与神经技术主要增量，关节业务稳健增长

- **2025年取得稳健增长，2026年保持高个位数指引。**2025年史赛克营收251.16亿美元，表观同比+11.2%，内生同比+10.3%，净利润32.46亿美元，同比+8.5%。公司对2026年收入指引为内生+8.0%~+9.5%，调整后EPS指引为14.90~15.10美元，同比+9.3~+10.8%。
- **收入以美国本土为主，外科与神经技术业务高速增长。**2025年公司两大业务板块外科与神经技术、骨科收入分别为156.47、94.69亿美元，占比分别为62%、38%，剔除汇率影响后的同比分别为+15.4%、+3.8%。进一步按照地域划分，25年外科与神经技术的美国区域收入占比高达79%，同比达到+17.0%，来自海外收入的同比增速为9.7%；骨科来自美国的收入占比为71%，同比+4.3%，来自海外收入同比+2.6%。

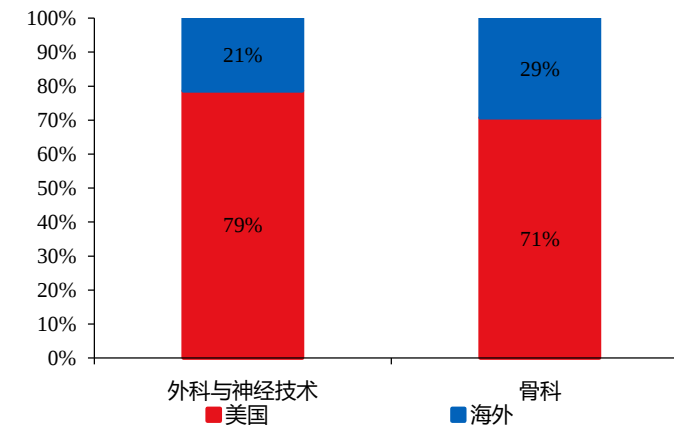
史赛克收入、净利润变化（亿美元）



2025年史赛克各业务收入拆分及同比增速（剔除汇率影响）



2025年史赛克各业务地域分布

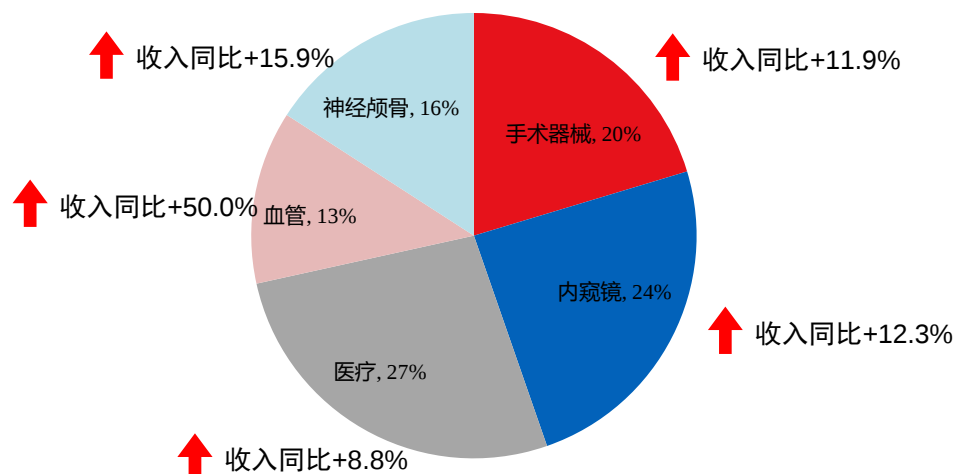


平台型公司-史赛克

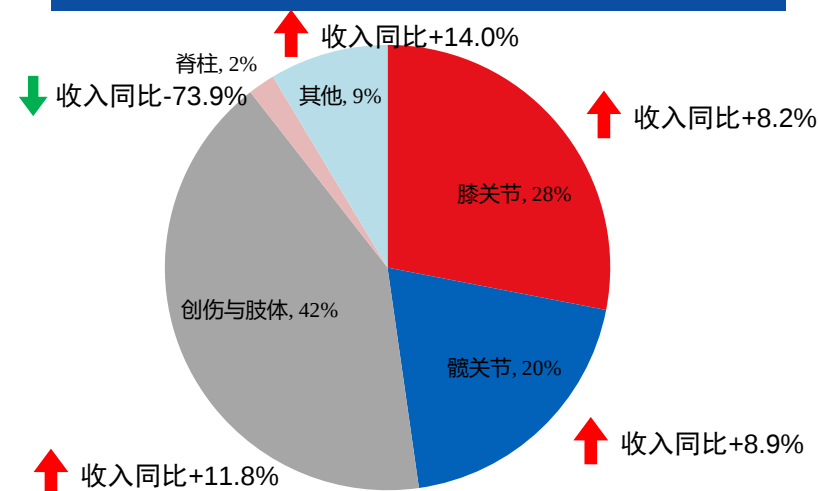
史赛克：美国区域贡献外科与神经技术主要增量，关节业务稳健增长

- **外科与神经技术中主要业务均达到双位数以上增长，美国区域收入增速更高。**2025年史赛克外科与神经技术业务中的手术器械（手术设备、导航系统）、内窥镜、医疗（患者运输、急救设备、重症监护耗材等）、血管（神经介入等）、神经颅骨的收入占比分别为20%、24%、27%、13%、16%，剔除汇率影响后同比分别为+11.9%、+12.3%、+8.8%、+50.0%、+15.9%。除内窥镜外，其他业务在美国地区的收入同比均明显高于海外收入同比增速。
- **关节业务在Mako骨科机器人带动下稳定增长。**2025年史赛克骨科业务中的膝关节、髋关节、创伤与肢体、脊柱收入占比分别为28%、20%、42%、2%，剔除汇率影响后同比分别为+8.2%、+8.9%、+11.8%、-73.9%。脊柱业务下滑是由于公司在24年底出售了该业务。关节业务保持稳健增长，截止2025年底，公司已完成总计超过200万例涵盖Mako全膝关节置换、全髋关节置换及部分膝关节置换的机器人辅助手术，其中Mako全膝关节置换机器人辅助手术超过100万例。

2025年史赛克外科与神经技术收入拆分及同比增速（剔除汇率影响）



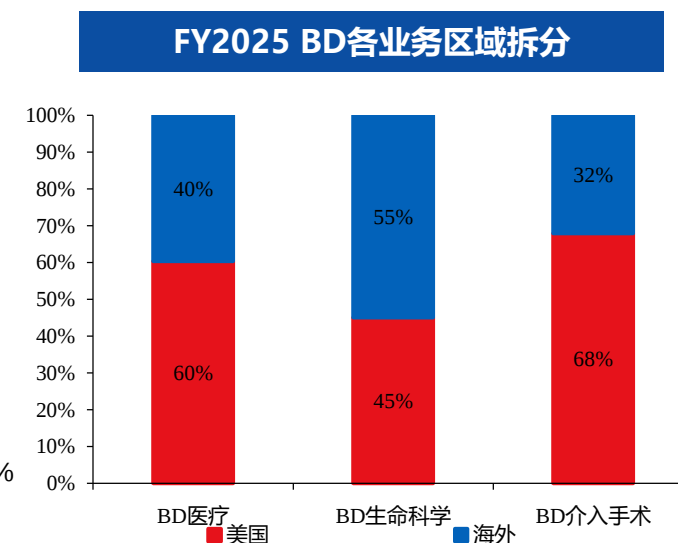
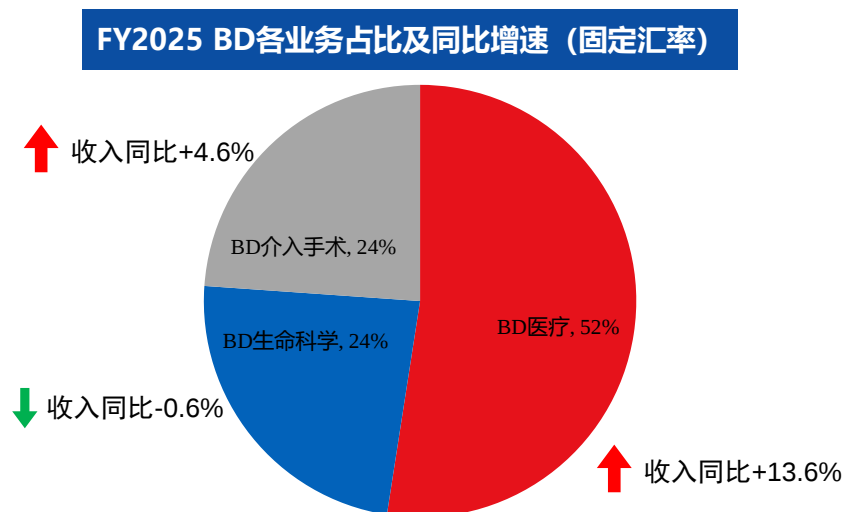
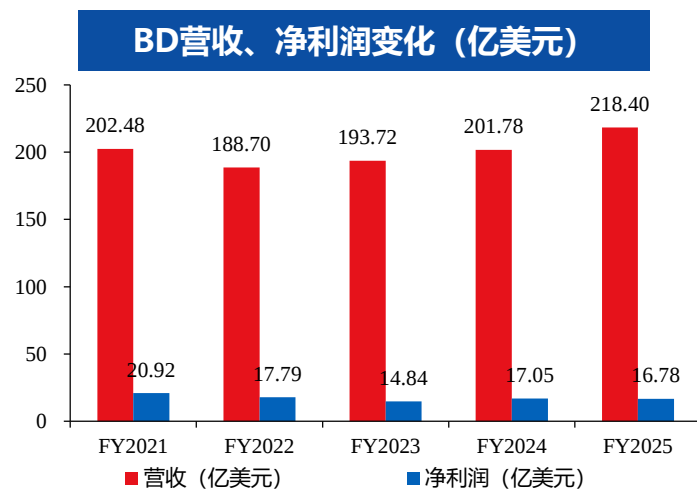
2025年史赛克骨科收入拆分及同比增速（剔除汇率影响）



平台型公司-BD

BD：剥离低增长板块中的生物科学与诊断业务，医疗与介入手术板块增长稳健

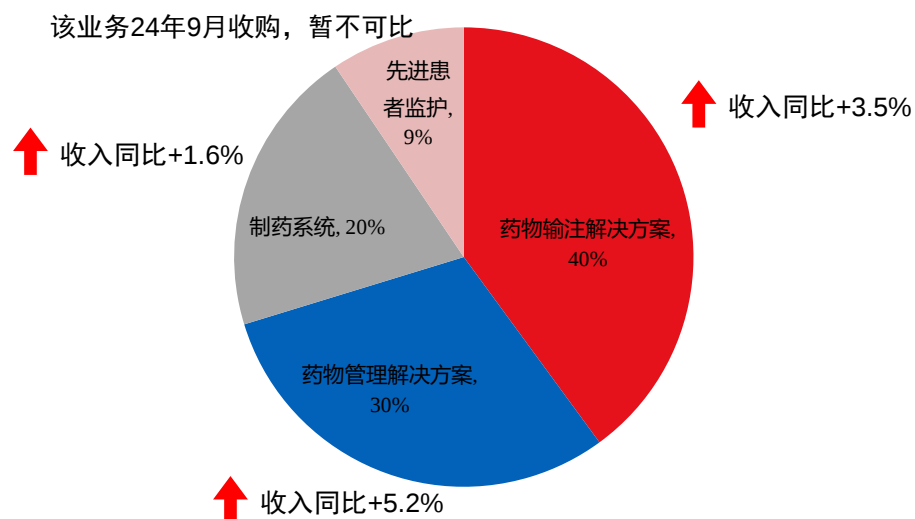
- 剥离生物科学与诊断业务。** FY2025（对应实际时间为2024Q4-2025Q3）BD的营收为218亿美元，表观同比+8.2%，内生同比+2.9%；净利润为17亿美元，表观同比-1.6%，调整后EPS为14.4美元，同比+9.6%。公司预计FY2026营收在固定汇率下同比低个位数增长，调整后EPS约为14.75~15.05美元，同比增长2.4%~4.5%。2024年9月，公司完成对爱德华重症监护业务的收购。2025年，公司签署协议拟将BD生命科学板块中生物科学和诊断解决方案剥离到体外与沃特世合并，目前已完成剥离。
- 分业务看，FY2025公司的三大业务BD医疗、BD生命科学、BD介入手术占比分别为52%、24%、24%，同比分别为+13.6%、-0.6%、+4.6%，BD医疗增长部分受益于24年收购的先进患者监护业务。分地域看，FY2025公司来自美国、海外的收入占比分别为59%、41%，同比分别为+9.7%、+5.9%，美国收入的增长主要受益于BD医疗板块中所收购的先进患者监护业务和药物管理解决方案的增长。BD医疗、BD生命科学、BD介入手术的美国收入占比分别为60%、45%、68%。



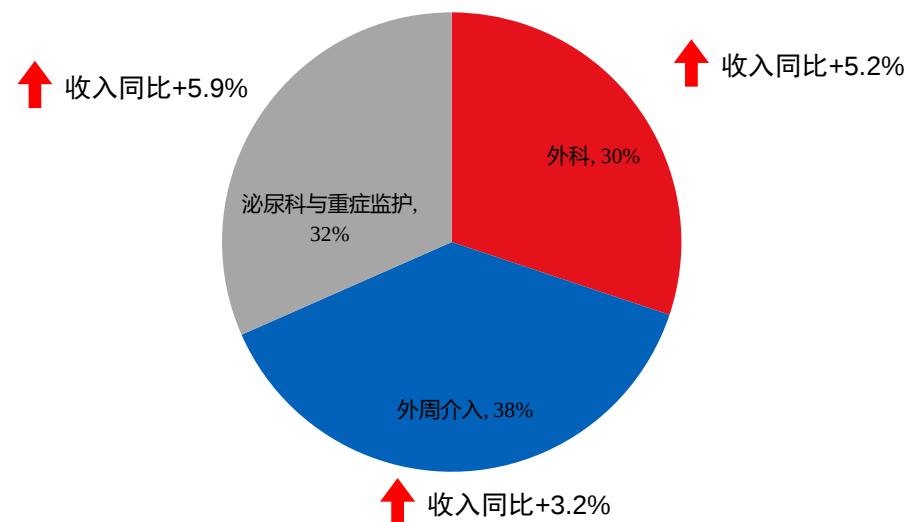
BD：剥离低增长板块中的生物科学与诊断业务，医疗与介入手术板块增长稳健

- BD医疗由药物输注、药物管理拉动增长。** FY2025 BD医疗板块中药物输注解决方案、药物管理解决方案、制药系统、先进患者监护业务占比分别为40%、30%、20%、9%，同比分别为+3.5%、+5.2%、+1.6%，药物输注解决方案增长主要受益于血管通路管理组合及皮下注射产品的增长，其中部分增长被中国集采影响抵消，药物管理解决方案增长得益于输液系统持续强劲的销售，制药系统中生物制剂类别的预充式解决方案呈现高个位数增长，拉动制药系统的增长。
- BD介入中外科、泌尿科与重症监护增长较快。** FY2025 BD介入治疗板块中外科、外周介入、泌尿科与重症监护收入占比分别为30%、38%、32%，同比分别为+5.2%、+3.2%、+5.9%。外科中的组织再生产品、生物外科产品、感染预防产品增长强劲，外周介入业务主要受益于Rotarex斑块旋切系统的放量，并受到中国集采的部分负面影响，泌尿与重症监护业务单元PureWick系列产品销售额持续实现两位数增长。

FY2025 BD医疗板块各业务占比及同比增速（固定汇率）



FY2025 BD介入手术板块各业务占比及同比增速（固定汇率）



第三部分

01

海外医疗器械龙头2025年报总结分析

02

平台型公司：总体增长稳健

03

医疗设备类公司：传统设备承压，手术机器人一枝独秀

04

耗材类公司：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

05

IVD类公司：中国区业绩承压，有望在26年触底回升

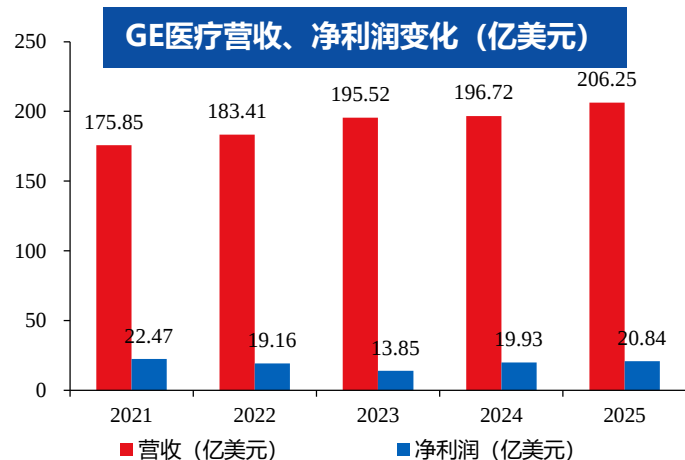
医疗设备类公司-GE医疗

GE医疗：光子计数CT获得FDA批准，对中国区域26年业务保持谨慎态度

25年业绩增长稳健，订单增速高于收入。2025年GE医疗收入为206.25亿美元，表观同比+4.8%，内生同比+3.5%，净利润为20.84亿美元，调整后EBIT为32亿美元，调整后EBIT利润率为15.3%（去年同期为16.3%），净利率下降主要受到关税影响，公司2025年订单总额内生同比增长5.2%，高于收入增速。公司2026年指引包括营收内生同比增长3%~4%，调整后EPS为4.95~5.15美元，同比增长7.9%~12.3%。

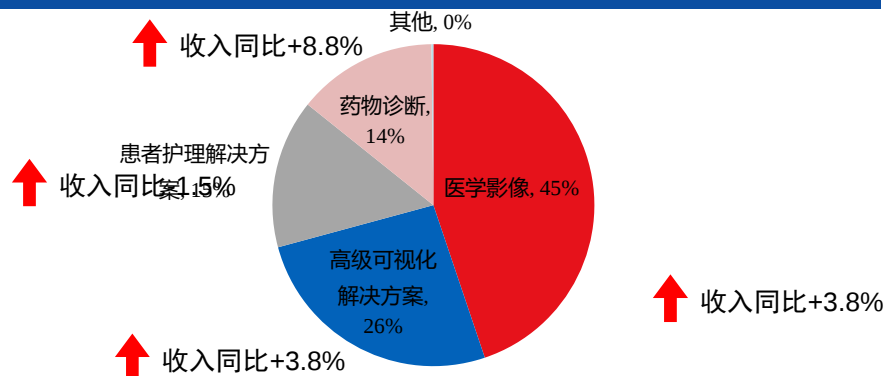
经常性收入占比超50%，光子计数CT获得FDA批准。GE医疗2025年医学影像、高级可视化解决方案、患者护理解决方案、药物诊断四大业务的营收占比分别为45%、26%、15%、14%，同比分别为+3.8%、+3.8%、-1.5%、+8.8%。医学影像和高级可视化解决方案持续增长，受益于美国、欧洲、中东非洲区域的持续强劲表现；患者护理解决方案下降主要是生命支持相关业务的拖累；药物诊断在销售、价格提高和新产品导入的带动下呈现高个位数增长，得益于全球对造影剂的需求和美国PET成像增加，预计药物诊断将保持稳健增长。目前公司经常性收入（服务、耗材类）占比超过50%，并朝着60%占比目标稳步推进，推动公司稳定增长和实现更高利润率。近期公司宣布其新一代光子计数CT系统已经获得FDA批准，并且Omni 128cm全身PET/CT系统也获得CE认证。

对中国区域26年业务保持谨慎态度。2025年公司的美国与加拿大、EMEA（欧洲、中东、非洲）、中国、其他区域收入同比分别为+6.1%、+7.4%、-4.6%、+4.2%。中国区域营收由于市场环境、竞争加剧等因素下滑，公司对2026年中国地区业绩仍保持谨慎态度，预计将下滑。



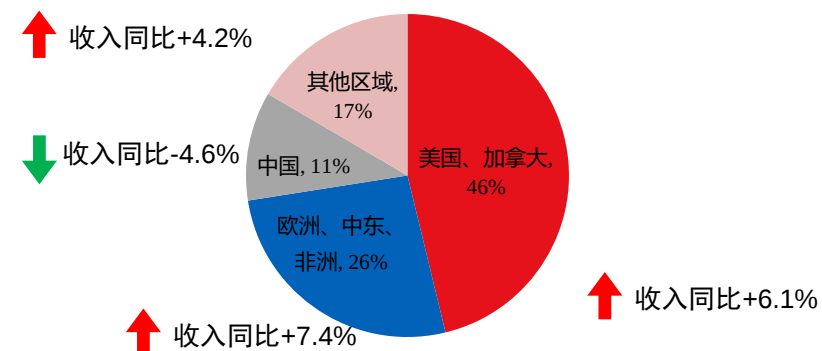
证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210号

2025年GE医疗各业务收入拆分及同比增速（内生增长）



未经许可，禁止转载

2025年GE医疗各业务地域分布



数据来源：GE医疗公告，华创证券

医疗设备类公司-西门子医疗



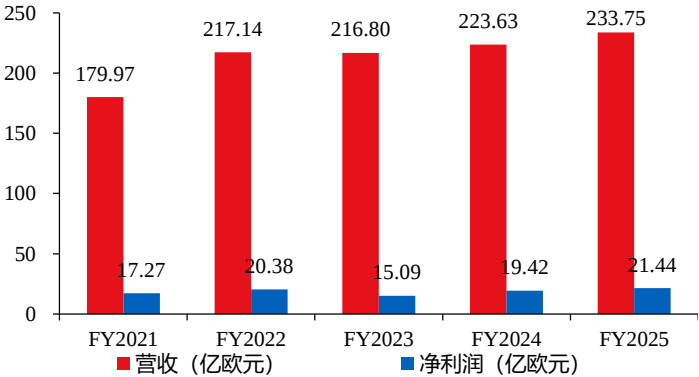
西门子医疗：医学影像增长强劲，中国诊断业务拖累整体增长

收入端增长保持中个位数增长，26年利润端预计受到宏观因素干扰。 西门子医疗2025财年（实际对应2024Q4-2025Q3）的营收为233.75亿欧元，内生同比+5.9%，设备的订单与出货比例达到1.14，调整后EBIT利润率在关税压力提高至16.5%，同比上升0.8pct，调整后EBIT接近39亿欧元。公司预计2026财年收入同比增长5%~6%，调整后EPS为2.20~2.40欧元（25财年为2.39欧元），预计26财年盈利会受到汇率和关税的影响。

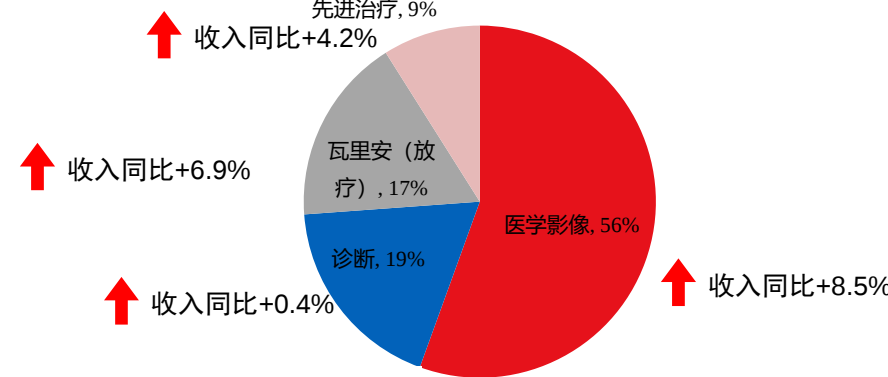
诊断业务拖累整体增长。 公司2025财年医学影像、诊断、瓦里安、先进治疗（影像引导治疗设备等）收入占比分别为56%、19%、17%、9%，内生同比分别为+8.5%、+0.4%、+6.9%、+4.2%。医学影像对整体收入的拉动效应明显，诊断业务基本持平，预计仍受到中国市场环境的影响。公司预计2026财年医学影像和先进治疗将保持稳健的中个位数增长，瓦里安实现高个位数增长，诊断业务在2026年的集采影响下保持平稳。

26财年中国市场诊断业务仍面临挑战。 公司2025财年美洲、EMEA（欧洲、独联体、中东、非洲）、中国、亚太及日本的收入占比分别为44%、32%、11%、13%，同比分别为+12.0%、+1.0%、-1.0%、+7.0%。美洲区域营收同比显著增长，对整体增长贡献突出。亚太及日本地区同样实现强劲增长，中国区域由于市场环境导致小幅下滑。公司在最新的FY2026Q1电话会中表明中国市场2026年诊断业务由于集采、医保价格立项等因素仍将面临挑战，中国的其他业务将保持平稳，后续会逐渐恢复增长。

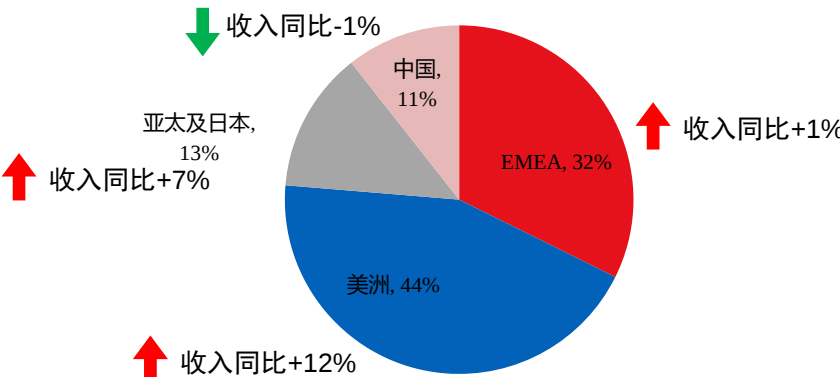
西门子医疗营收、净利润变化（亿欧元）



2025财年西门子医疗各业务收入拆分及同比增速（内生增长）



2025财年西门子医疗各业务地域分布



医疗设备类公司-飞利浦

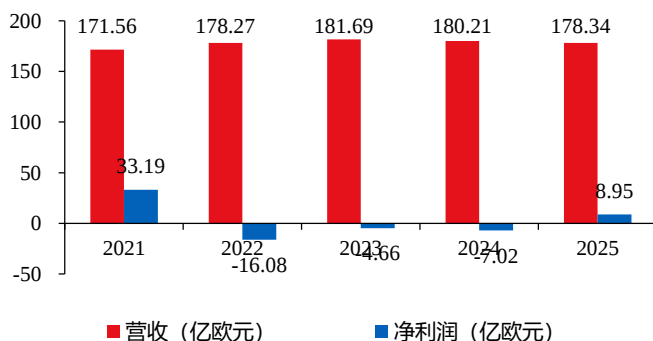
飞利浦：医学影像持平，个人健康业务增长较快

持续推动盈利能力提高。飞利浦2025年营收178.34亿欧元，内生增长2%，全年订单同比增长6%。得益于毛利率提高和生产效率优化，调整后EBITA利润率提高80bp到12.3%。公司预计2026年营收内生同比增长3%~4.5%，调整后EBITA利润率提高至12.5%~13.0%。

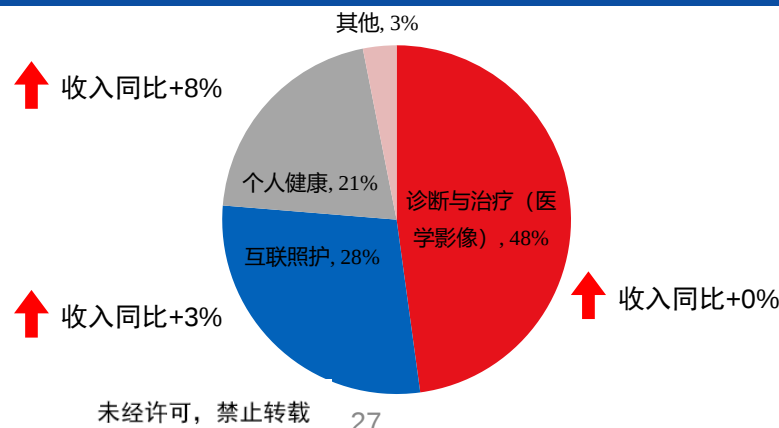
医学影像持平，个人健康业务增长较快。2025年公司的诊断与治疗（医学影像）、互联照护（监护、急救、呼吸睡眠等）、个人健康业务收入占比分别为48%、28%、21%，同比分别为+0%、+3%、+8%。诊断治疗业务中，影像引导治疗产品呈现中个位数增长，但被精准治疗相关产品的低个位数下滑所抵消，成长型与成熟市场基本持平，其中中国市场下滑；互联照护中的监护业务有中个位数增长，企业信息化业务低个位数增长，中国市场同样有所下滑；个人健康业务在成熟市场取得中个位数增长，在成长型市场取得双位数增长。

北美与成长型市场驱动整体增长，对中国市场2026年预期趋于稳定。2025年公司在北美、西欧、其他成熟市场、成长型市场的收入占比分别为42%、22%、8%、28%，分别同比+3.0%、-1.0%、-1.0%、+5.0%，发达国家主要是北美市场驱动，在发展中国家主要是由中东、土耳其和中东欧地区、拉丁美洲的增长驱动。公司预计中国市场业绩在2026年将趋于稳定，个人健康业务在中国的终端销售正在改善，在诊断治疗领域，管理层认为中国的招标在25年持续改善，但集采范围扩大导致项目流程延长、竞争加剧，因此公司对该业务在中国的短期预测保持谨慎，但看好其长期增长潜力。

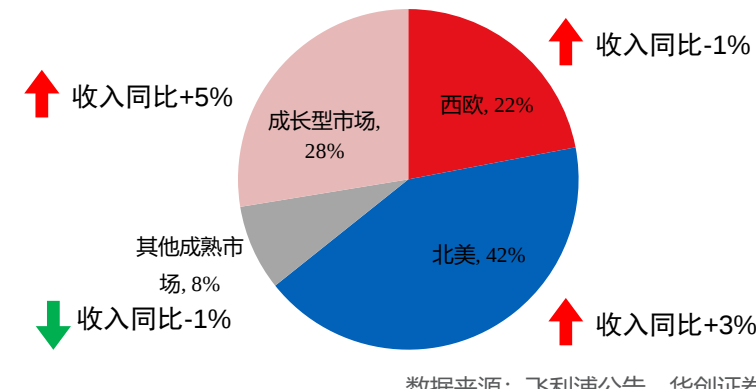
飞利浦营收、净利润变化（亿欧元）



2025财年飞利浦各业务收入拆分及同比增速（内生增长）



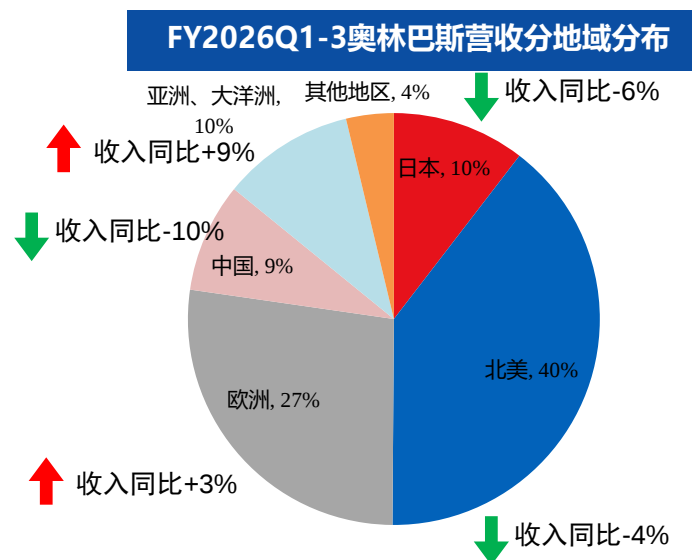
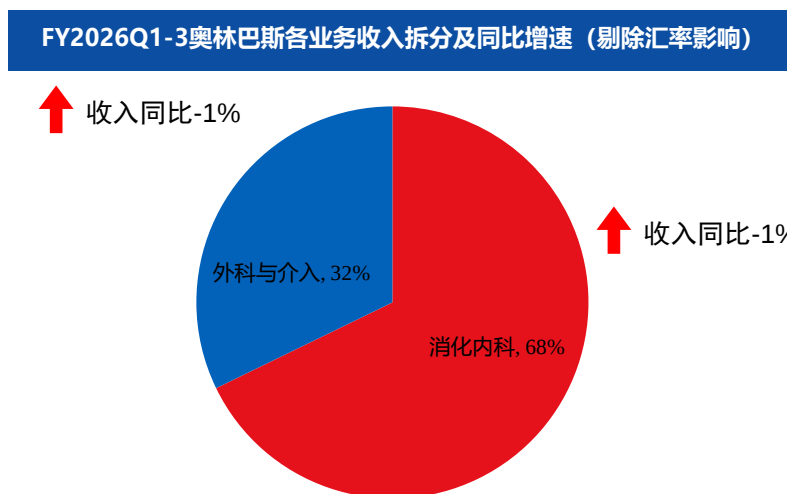
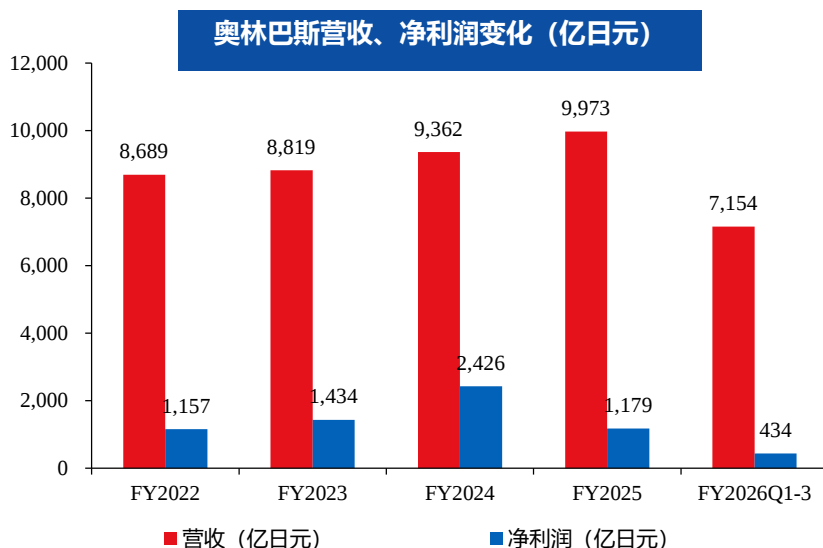
2025财年飞利浦业务地域分布



医疗设备类公司-奥林巴斯

| 奥林巴斯：中国业务FY26Q3恢复增长，北美市场承压

- 整体业绩承压。** FY2026Q1-3（对于实际时间为2025Q2-4）奥林巴斯总营收为7154亿日元，同比-1%，收入下降主要是FY25Q1美国发布X1和能登半岛地震后积压订单的清偿形成的高基数，并且中国市场持续受到国产替代政策的影响；净利润434亿日元，同比-43%，利润端承压主要是由于FDA警告引发的SIS业务暂停出货影响、裁员相关费用、关税影响等。公司预计FY2026营收为9980亿日元，剔除汇率后同比-2%，利润端由于前述原因预期下滑，全财年归母净利润在500~590亿日元。
- FY26Q3中国业务恢复增长，北美市场持续承压。** 奥林巴斯有两大业务板块，分别是消化内科（GIS）、外科与介入（SIS）。FY2026Q1-3期间GIS收入占总营收的68%，同比-1%；SIS收入占比32%，同比-1%。分区域看，北美、欧洲、日本、中国、亚洲大洋洲分别占公司营收的40%、27%、10%、9%、10%，FY2026Q1-3期间各区域的营收同比分别为-4%、+3%、-6%、-10%、+9%。北美市场由于高基数和EDOF镜体推出延迟、SIS暂停出货等影响有所下滑，中国市场由于国产替代政策和集采的影响压力较大，但随着本土化生产和全新的市场准入策略推进，中国市场在FY26Q3恢复增长，欧洲与澳大利亚市场均有较好增长。



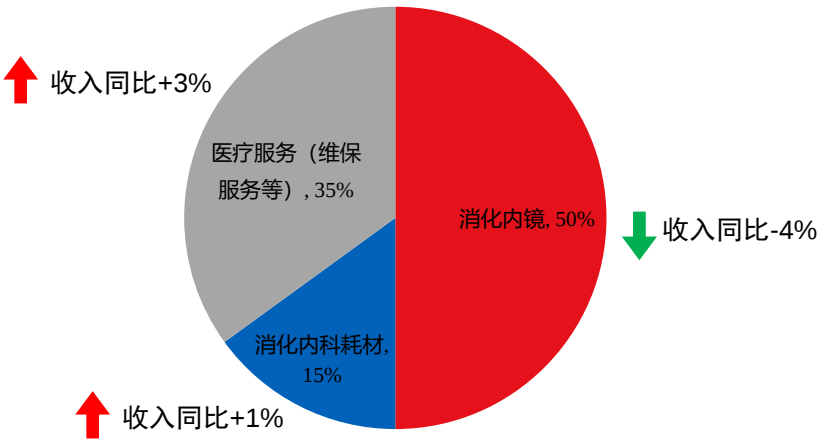
医疗设备类公司-奥林巴斯



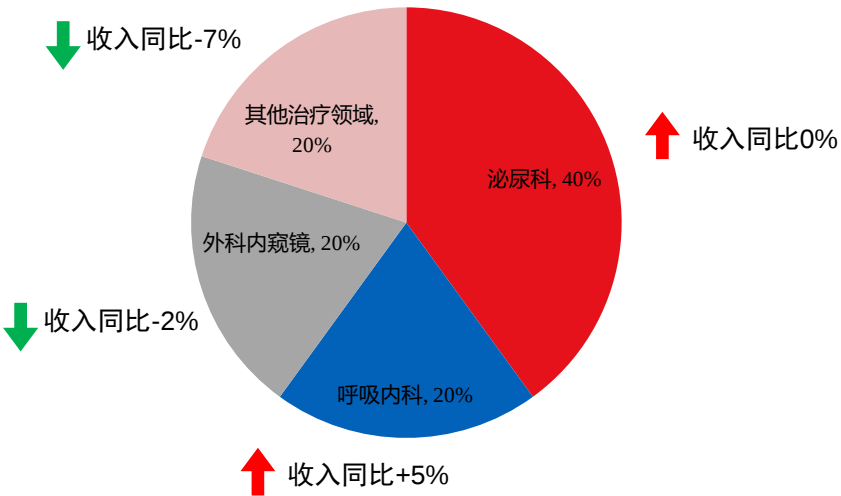
| 奥林巴斯：中国业务FY26Q3恢复增长，北美市场承压

- **GIS板块中消化内镜度过拐点，医疗服务增长稳健。** FY2026Q1-3公司消化内科业务中的消化内镜、消化内科耗材、医疗服务（维保服务等）分别占GIS收入的50%、15%、35%，同比分别为-4%、+1%、+3%，消化内镜下滑主要由于FY26Q1美国市场前期推出X1和能登半岛地震后积压订单形成的高基数，Q2-3已恢复增长；医疗服务增长稳健，主要受益于欧洲市场的服务合同价格调整。
- **超声支气管镜带动呼吸内科业务增长。** FY2026Q1-3公司外科及介入板块中的泌尿科、呼吸内科、外科内窥镜、其他治疗领域收入占SIS比例分别为40%、20%、20%、20%，收入同比分别为0%、+5%、-2%、-7%。FDA警告导致出货暂停使得SIS多个产品受到影响，呼吸内科由于超声支气管镜及相关治疗耗材的良好表现保持增长。
- **巩固消化内镜市场地位，创新驱动增长。** 公司的未来战略是一方面是通过在美国、欧洲、日本、中国市场逐步扩展 EVIS X1镜体系列，巩固奥林巴斯在消化内镜的核心地位；另一方面致力于扩大具有切实临床效益的高增长业务规模，包括管腔通畅性支架、结石管理、一次性输尿管镜和膀胱镜、超声支气管镜（EBUS）以及一次性支气管镜。

FY2026Q1-3奥林巴斯GIS业务拆分及同比（剔除汇率影响后）



FY2026Q1-3奥林巴斯SIS业务拆分及同比（剔除汇率影响后）

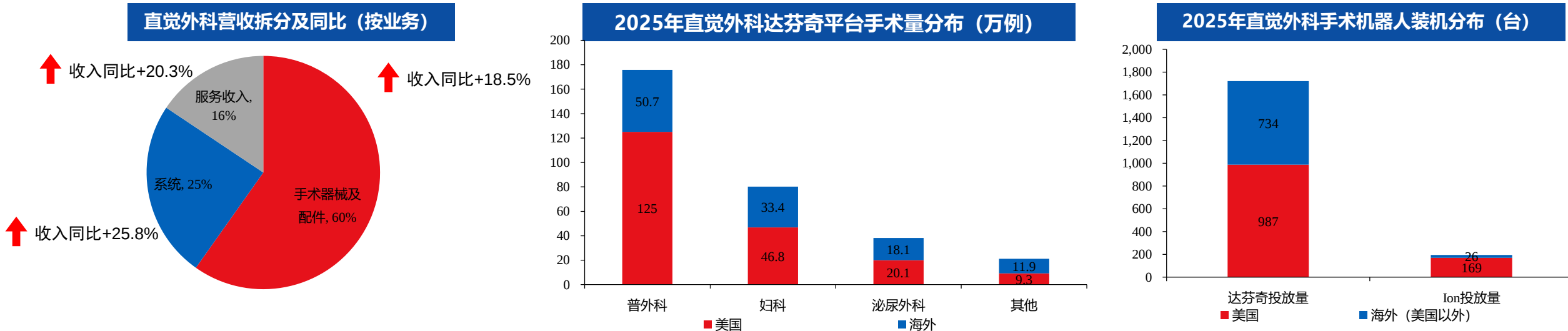


医疗设备类公司-直觉外科



直觉外科：手术量与装机量持续增长，海外手术量增速高于美国本土

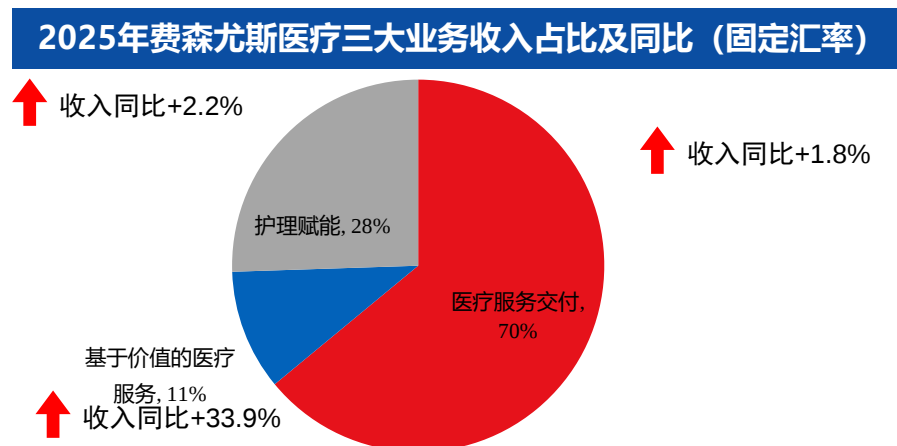
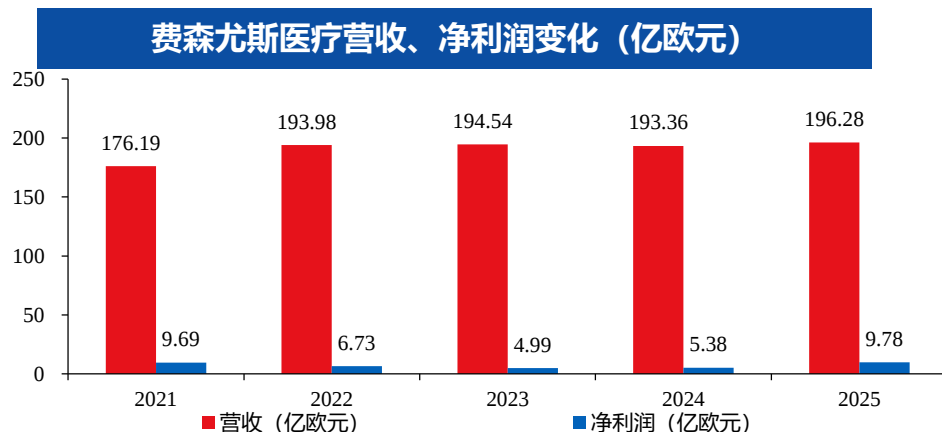
- 手术量与装机量持续增长。**2025年直觉外科营收为100.65亿美元，同比增长21%，净利润28.56亿美元，同比增长23%。25年公司整体手术量同比增长约19%，其中达芬奇手术量为315万例，同比增长18%，Ion手术量为14.4万例，同比增长51%，全年达芬奇手术机器人装机1721台，同比增长12.8%，累计装机数量已达到11106台；Ion手术机器人装机195台，同比减少28.0%，Ion累计装机量为995台。
- 各板块收入保持高增长，海外手术量增速高于美国本土。**2025年公司收入按业务拆分来看，手术器械及配件、系统、服务收入占比分别为60%、25%、16%，同比分别为+18.5%、+25.8%、+20.3%。从25年达芬奇系统手术量来看，普外科、妇科、泌尿外科、其他科室的手术量分别为176、80、38、21万台，其中美国区域的手术量占比分别为71%、58%、53%、44%，总体看海外手术量同比增速为23%，高于美国手术量的同比增速15%。从25年手术机器人装机来看，达芬奇系统在美国装机987台，同比增长23.4%，海外装机734台，同比增长1.1%；Ion系统美国装机169台，海外装机26台。



医疗设备类公司-费森尤斯医疗

费森尤斯医疗：护理赋能面临中国集采压力，2026年该影响将减弱

- 盈利能力显著好转。**2025年公司营收196.28亿欧元，固定汇率下同比增长5.4%，营业利润22.12亿欧元，固定汇率下同比增长27%（不含特殊项目），净利润9.78亿欧元，固定汇率下同比增长88%。盈利能力改善得益于公司各项业务的营业利润率均有显著提高。公司预计2026年营收大致持平，营业利润处于正负中个位数区间，其中基于价值的医疗服务由于合约模式调整会减少3亿欧元收入，护理赋能会受到中国集采压力影响。
- 基于价值的医疗服务是公司主要增长动力。**公司三大业务分别为医疗服务交付（透析服务）、基于价值的医疗服务（通过创新支付模式和数据集成提供长期护理解决方案）、护理赋能（主要为透析相关器械）占25年公司营收比例分别为70%、11%、28%，同比分别为+1.8%、+33.9%、+2.2%。基于价值的医疗服务是公司新拆分出的业务部门，其在2025年已达到盈亏平衡，收入保持强劲增长。
- 护理赋能面临中国集采压力。**2025年护理赋能业务营收同比增长2.2%，营业利润同比增长22.8%，营业利润率从24年的4.8%提高至25年的6.0%。25Q4护理赋能由于中国集采压力导致营收下滑3.2%，营业利润下滑5.8%。中国区约占公司护理赋能业务收入的7%~10%，25年中国的集采监管政策和招标延期等预计影响了5000万欧元的EBIT，管理层预计2026年仍会有影响，但将有所减弱，公司仍看好该市场的长期业务表现。



第四部分

01

海外医疗器械龙头2025年报总结分析

02

平台型公司：总体增长稳健

03

医疗设备类公司：传统设备承压，手术机器人一枝独秀

04

耗材类公司：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

05

IVD类公司：中国区业绩承压，有望在26年触底回升

耗材类公司-爱德华

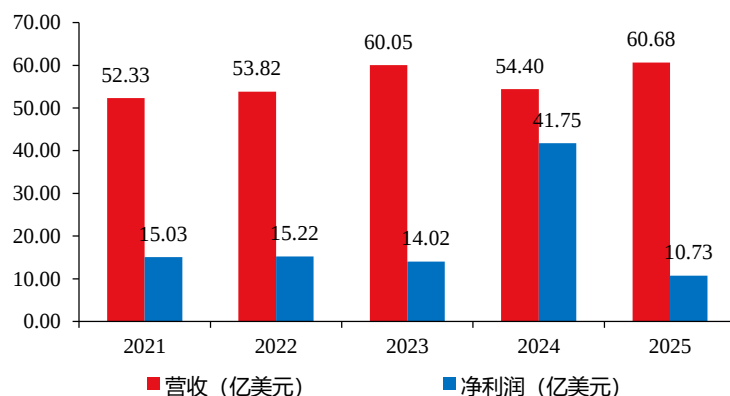
爱德华：TMTT持续高增长，TAVR美国适应症有望拓展

25年收入稳健增长。2025年爱德华收入为60.68亿美元，表现同比+11.5%，剔除汇率影响后同比+10.7%。2024年公司净利润由于出售业务的一次性收益大幅增长，2025年公司净利润受到诉讼费用等非经常性因素的影响。公司预计2026年剔除汇率影响后公司营收同比增长8%~10%，其中TMTT（经导管二尖瓣与三尖瓣治疗）营收增长为35%~45%；2026年调整后EPS指引为2.90~3.05美元，同比增长13%~19%。

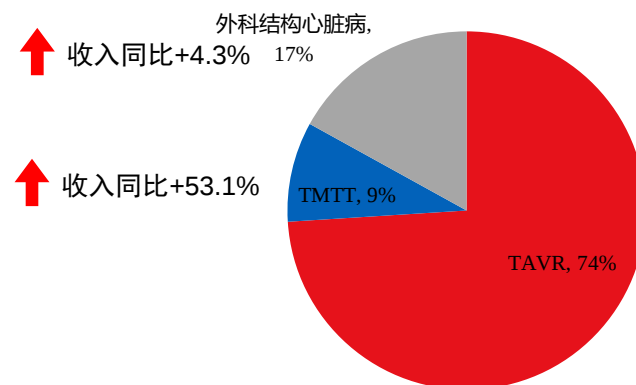
TMTT持续高增长，TAVR美国适应症有望拓展。爱德华的TAVR（经导管主动脉置换）、TMTT、外科结构心脏病占其2025年收入比例分别为74%、9%、17%，同比分别为+8.65、+53.1%、+4.3%。得益于SAPIEN产品积累的临床优势和上市后临床研究的数据支撑，TAVR业务保持稳定增长，并且2025年CMS启动重新审议TAVR国家覆盖决定（NCD）的程序，重点评估将TAVR覆盖范围扩展至无症状的严重主动脉瓣狭窄患者，有望进一步扩大美国市场空间。TMTT的EVOQUE（三尖瓣置换）、PASCAL（二尖瓣修复）在全球范围持续增长，并且随着SAPIEN M3（二尖瓣置换）在美国获批，后续有望持续高增长。

分地域看，2025年美国、欧洲、日本、其他地区占爱德华收入的58%、25%、6%、11%，同比分别为+10.4%、+11.1%、+3.4%、+15.9%。

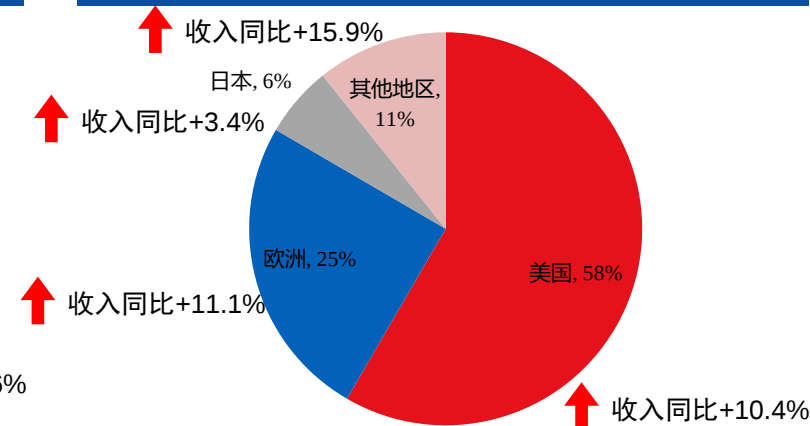
爱德华营收、净利润变化（亿美元）



2025年爱德华各业务收入拆分及同比增速（剔除汇率影响）



2025年爱德华营收地域分布（剔除汇率影响）

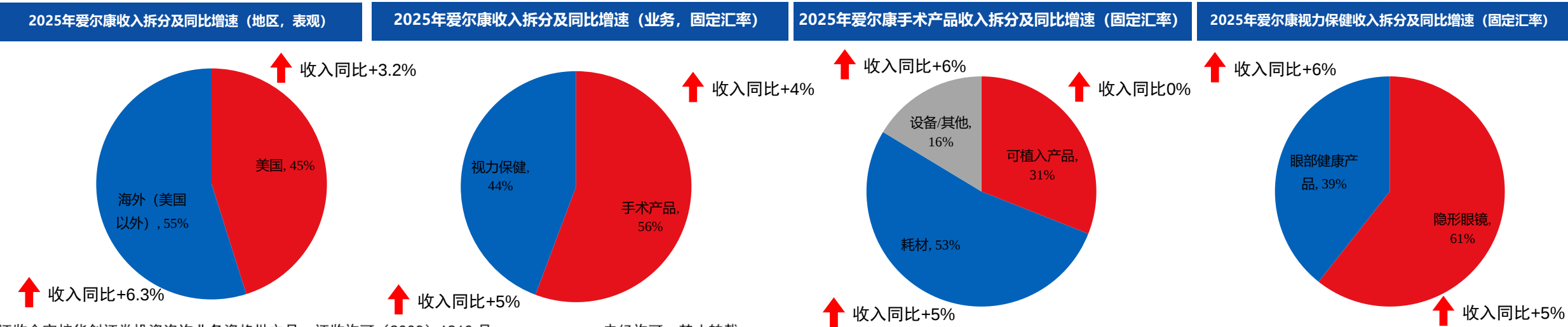


耗材类公司-爱尔康



爱尔康：手术耗材稳定增长，植入类手术产品竞争压力较大

- 收入增长稳健，利润端由于投入加大承压。2025年爱尔康营收为103.19亿美元，表观同比增长5%，固定汇率计算同比增长4%，营业利润为13.6亿美元，固定汇率计算同比下降5%，利润端下降是由于新产品发布的营销投入增加、研发投入加大、收购整合费用、产品停产费用等因素。公司预计2026年营收同比增长5%~7%，EPS同比增长9%~12%。
- 手术耗材稳定增长，植入类手术产品竞争压力较大。分区域看，2025年公司在美国、海外收入占比分别为45%、55%，表观同比分别为+3.2%、+6.3%。分业务看，2025年手术产品、视力保健收入占比分别为56%、44%，同比分别为+4%、+5%。手术产品中耗材（眼科手术耗材）、可植入产品（人工晶状体、青光眼植入物等）、设备/其他（眼科手术设备等）分别为占53%、31%、16%，同比分别为+5%、0%、+6%，手术耗材的稳定增长反应了玻璃体视网膜手术量的稳健增长及价格上涨，植入类产品在面临持续的竞争压力和疲软的市场环境；视力保健产品中隐形眼镜、眼部健康产品的占比分别为61%、39%，同比分别为+5%、+6%，隐形眼镜产品创新和价格上涨驱动增长，同时传统隐形眼镜产品销量下降，眼部健康增长受益于干眼症产品组合。



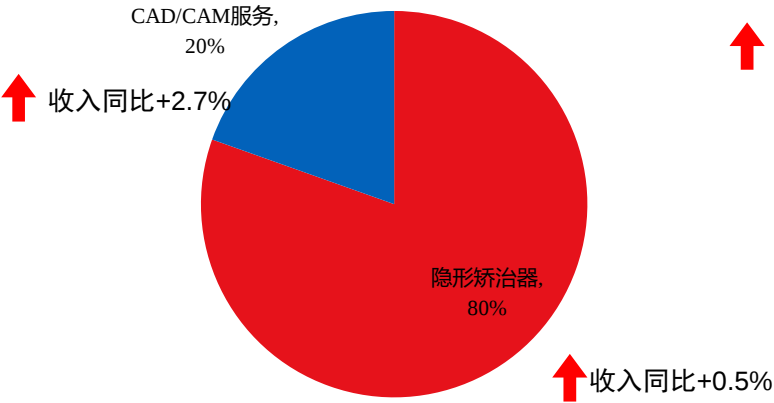
耗材类公司-爱齐科技



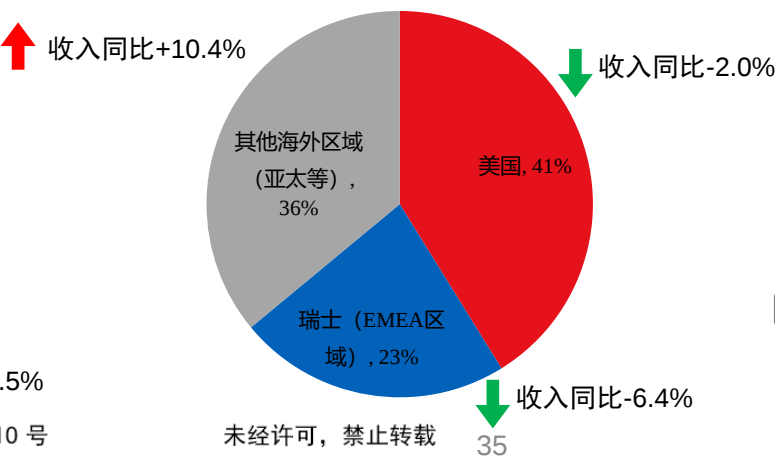
爱齐科技：青少年/儿童占比提高，海外市场驱动增长

- 全球案例数稳步增长，青少年/儿童占比提高。**2025年公司实现营收40亿美元，同比增长0.9%，逐季度呈现上行趋势，隐形矫治器出货量达到260万例，同比增长4.7%，全年有93.58万青少年/儿童开始使用公司隐形正畸产品治疗，同比增长7.8%，面向简单矫治或矫治后微调的Invisalign®DSP Touch Up矫治器出货了超过13.6万例，同比增长35.7%，公司整体调整后营业利润率为22.7%，相较24年的21.8%进一步提高。公司预计2026年营收同比增长3%~4%，隐形矫治案例数将实现中位数同比增长，营业利润率进一步提高。
- 美国及EMEA区域下滑，靠其他海外区域拉动增长。**分业务来看，2025年公司隐形矫治器、系统与服务收入占比分别为80%、20%，同比分别为+0.5%、+2.7%。分区域看，美国、瑞士（EMEA区域）、其他海外区域（亚太等）的收入占比分别为41%、23%、36%，同比分别为-2.0%、-6.4%、+10.4%，公司收入增长主要靠其他海外区域（亚太等）拉动。
- 近两年公司全球ASP从1300美元降至1200美元，预计是由于产品结构变化和产品价格策略改变相关。虽然ASP下降，但公司调整后营业利润率在近三年间持续提高，2023-2025年间分别为21.4%、21.8%、22.7%。后续公司的主要增长战略包括扩大国际市场采用率、提高青少年/儿童的正畸利用率、加速全科医生的参与，以及通过更加强调本地化及“最后一公里”营销来强化消费者需求转化。

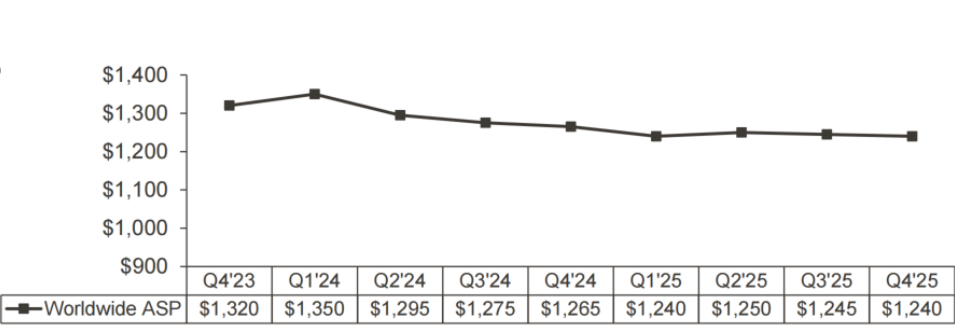
2025年爱齐科技收入拆分及同比增速（按业务）



2025年爱齐科技收入拆分及同比增速（按区域）



爱齐科技全球隐形矫治案例平均销售价格（ASP）

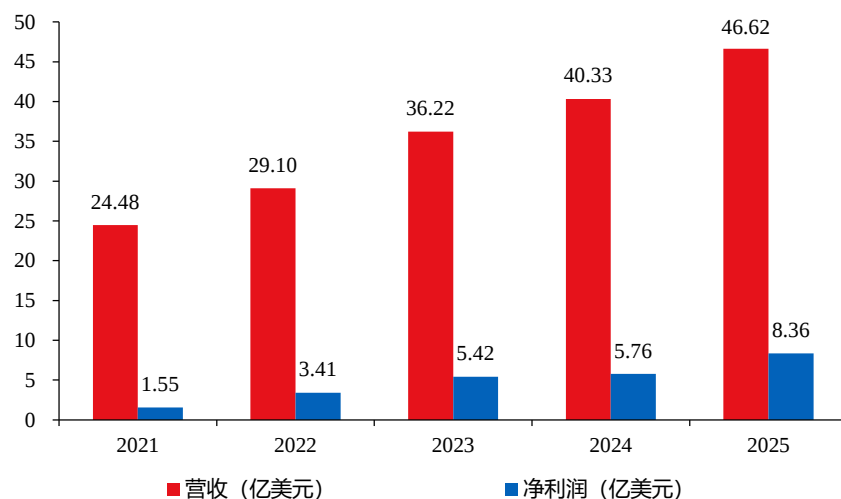


耗材类公司-德康医疗

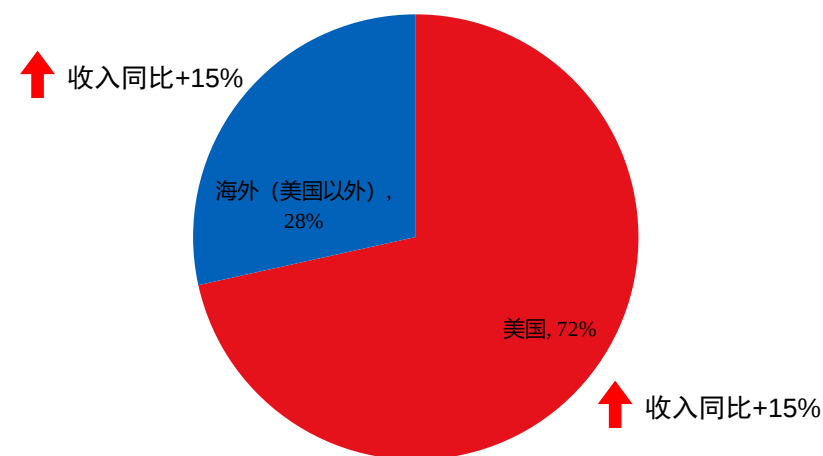
德康医疗：美国与海外均达到同比15%增长，增长受到降价影响

- **营收保持双位数以上增长，利润加速释放。**2025年公司营收46.62亿美元，表观同比增长16%，内生同比增长15%，毛利率为60.1%，相比24年的60.5%略有下降，主要是由于为确保供应充足导致的效率降低等因素，净利润为8.36亿美元，表观同比增长45%，主要受益于研发、销售等费用率的降低。公司预计2026年营收同比增长11%~13%，调整后毛利率为63%~64%，调整后EBITA利润率为30%~31%。
- **美国与海外均达到同比15%增长，增长受到降价影响。**2025年公司收入中来自美国、海外的占比分别为72%、28%，内生同比均为+15%。2025年公司全球客户净增加60-70万名（不包括Stelo客户），该增长有部分被回扣比例扩大、渠道组合变化导致的降价抵消。2025年公司推出15天使用期限的G7 CGM产品，将使用时间延长至15.5天。

德康医疗营收、净利润变化（亿美元）



2025年德康收入拆分及同比增速（按区域）



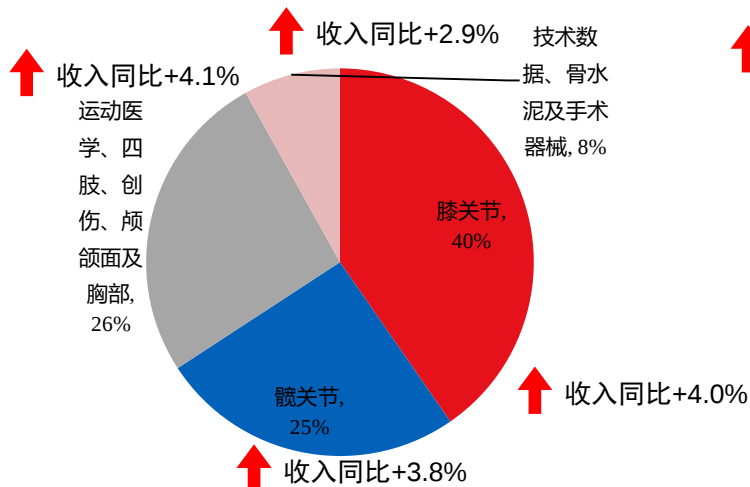
耗材类公司-捷迈邦美



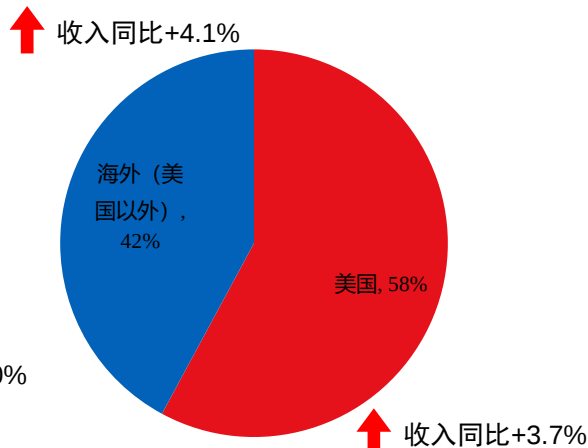
捷迈邦美：保持低个位数增长，产品销量及种类增长贡献营收增量

- **业绩保持低个位数增长。**2025年公司营收82.32亿美元，表观同比增长7.2%，内生同比3.9%，全年调整后EPS为8.20美元，同比增长2.5%。公司预计2026年营收内生同比增长1%~3%，调整后EPS为8.30~8.45美元，同比增长1%~3%。
- **产品销量及种类增长贡献营收增量，价格端承压。**分业务看，公司2025年膝关节、髋关节、运动医学/四肢/创伤/颅颌面、技术数据/骨水泥/手术器械四个板块营收占比分别为40%、25%、26%、8%，同比分别为+4.0%、+3.8%、+4.1%、+2.9%。各业务收入的增长主要是来自产品销量和产品种类的增长贡献，全球销售价格变化对营收增长的贡献极小，公司在大多数国家仍面临着医疗系统成本控制带来的价格压力。分区域看，美国、海外收入占比分别为58%、42%，同比分别为+3.7%、+4.1%。
- 膝关节收入中美国、海外占比分别为56%、44%，同比分别为+2.9%、+5.5%；髋关节收入中美国、海外占比分别为52%、48%，同比分别为+5.3%、+2.2%。

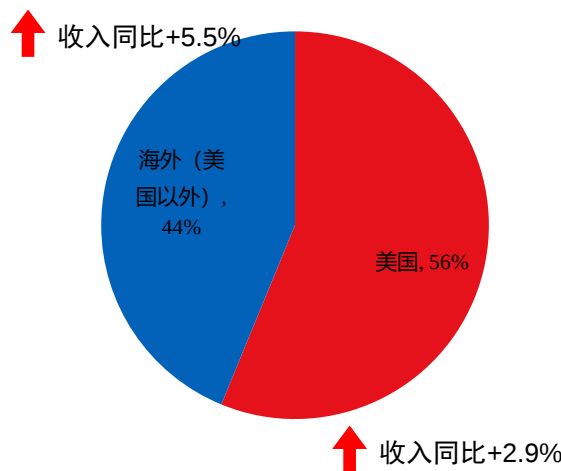
2025年营收拆分及同比（分业务，内生）



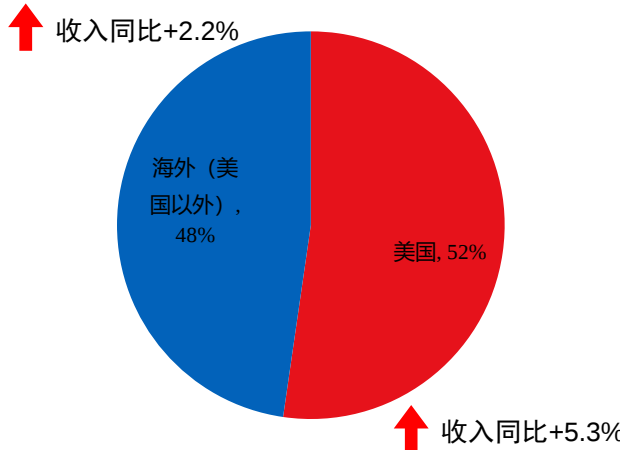
2025年营收拆分及同比（分区域，内生）



2025年膝关节营收拆分及同比（分区域，内生）



2025年髋关节营收拆分及同比（分区域，内生）



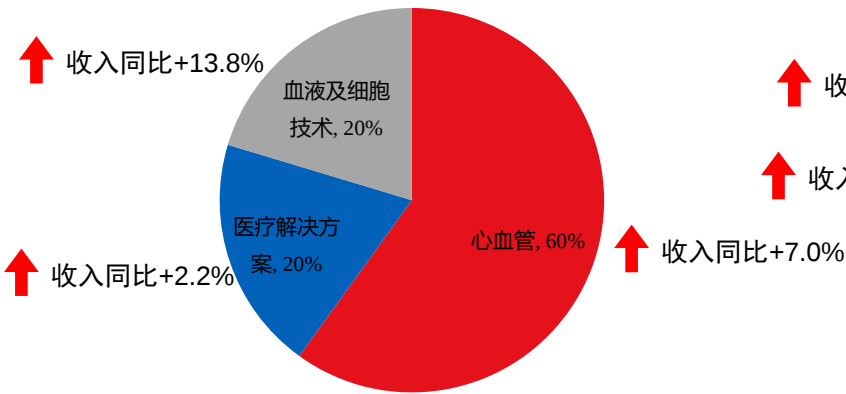
耗材类公司-泰尔茂



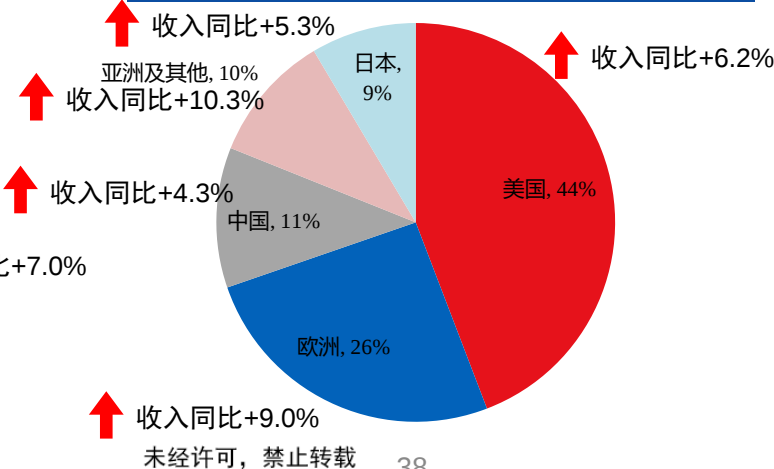
泰尔茂：介入系统与神经血管推动心血管板块的增长

- FY2025Q1-3（对于实际时间为2025Q2-4）泰尔茂总营收为8316亿日元，同比增长7.7%，净利润为1095亿日元，同比增长11.1%，利润增速高于营收，虽然关税从FY25Q2开始对利润有影响，但公司通过定价措施和成本管控实现了利润率的提升。公司预计FY2025全年营收为11080亿日元，同比增长6.9%。
- 心血管与血液及细胞技术是公司主要增长动力。** FY2025Q1-3公司三大业务板块心血管、医疗解决方案、血液及细胞技术收入占比分别为60%、20%、20%，同比分别为+7.0%、+2.2%、+13.8%。
- 介入系统与神经血管推动心血管板块的增长。** 心血管板块按照区域划分看，FY2025Q1-3美国、欧洲、中国、亚洲及其他、日本收入占比分别为44%、26%、11%、10%、9%，同比分别为+6.2%、+9.0%、+4.3%、+10.3%、+5.3%。心血管板块按照细分业务来看，介入系统（冠脉、外周、肿瘤介入等介入产品）、神经血管（神经介入）、心血管（心脏外科）、主动脉收入占比分别为66%、16%、10%、8%，同比分别为+7.4%、+8.7%、+5.2%、+3.0%。介入系统与神经血管推动了心血管板块的增长，其中介入系统在北美、欧洲、亚洲及其他市场均有稳健增长，在中国略有下滑，神经血管在日本和中国都保持了强劲增长。

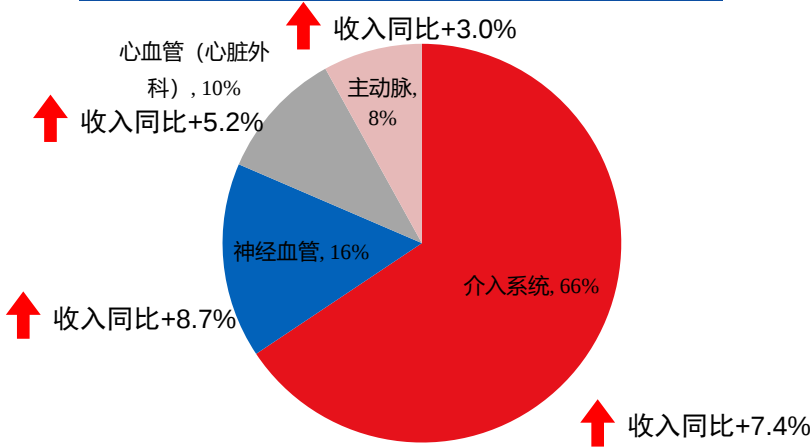
2025年泰尔茂收入拆分及同比增速（按业务）



2025年心血管板块收入拆分及同比增速（按区域）



2025年泰尔茂心血管收入拆分及同比增速（运营）



第五部分

01

海外医疗器械龙头2025年报总结分析

02

平台型公司：总体增长稳健

03

医疗设备类公司：传统设备承压，手术机器人一枝独秀

04

耗材类公司：心血管增速高于其他成熟耗材赛道，CGM持续高增长

05

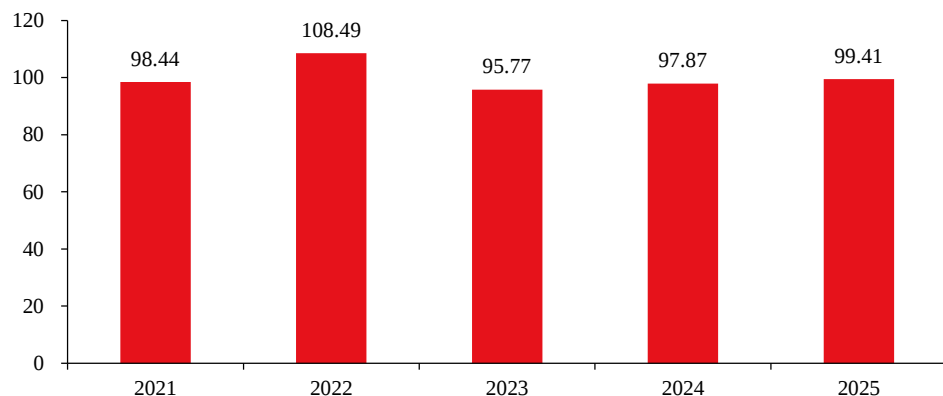
IVD类公司：中国区业绩承压，有望在26年触底回升

IVD类公司-丹纳赫

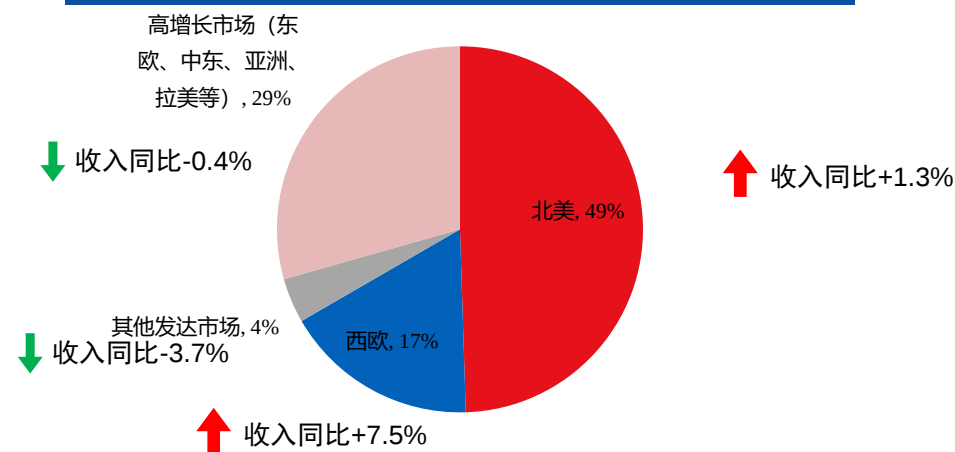
丹纳赫-诊断业务：病理诊断驱动增长，中国市场拉低临床实验室业务增速

- 价格承压下维持增长。**丹纳赫多年来通过收购Radiometer、Vision Systems、贝克曼库尔特、西门子医疗临床微生物业务、Cepheid等形成其诊断业务部门，目前该部门由分子诊断业务和临床诊断业务组成，临床诊断可分为临床实验室业务、急症护理诊断业务和病理诊断业务。2025年丹纳赫诊断业务收入为99.41亿美元，同比增长1.5%，其中89%收入来自于经常性的试剂等收入，11%收入来自非经常性的设备等收入。诊断板块整体价格下降了1.0%，主要由于中国的集采和医保政策变化以及小幅度的促销活动。总体收入保持增长是受益于耗材需求增长的驱动。分区域看，2025年诊断业务在北美、西欧、其他发达市场、高增长市场（东欧、中东、亚洲、拉美等）的收入占比分别为49%、17%、4%、29%，同比分别为+1.3%、+7.5%、-3.7%、-0.4%，北美、西欧区域保持增长，高增长市场的部分增速被中国市场收入下滑所抵消。
- 病理诊断驱动增长，中国市场拉低临床实验室业务增速。**分子诊断业务收入同比有所下降，主要是由于呼吸道检测的降低，非呼吸道检测收入有所增长。临床诊断销售额同比上涨，主要由病理诊断业务驱动，其次是临床实验室业务和急症护理诊断业务。临床实验室业务中，北美等地区的增长抵消了中国市场的下滑影响。

丹纳赫诊断收入变化（亿美元）



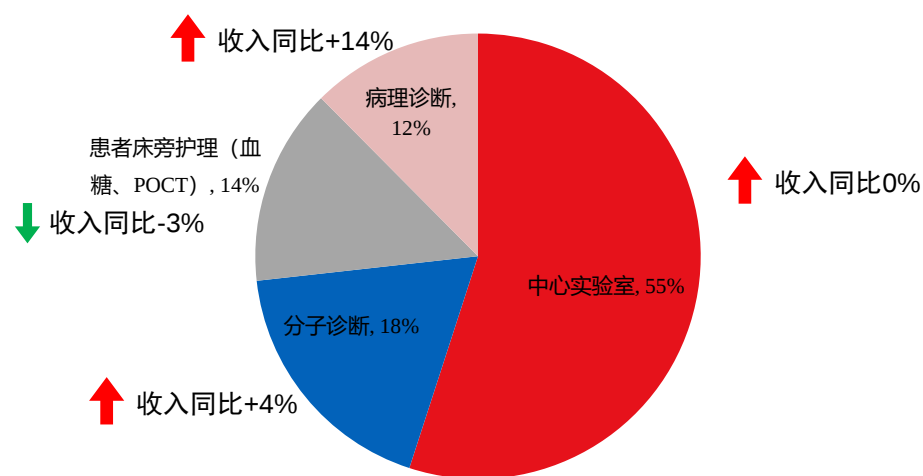
2025年丹纳赫诊断收入拆分及同比增速（运营）



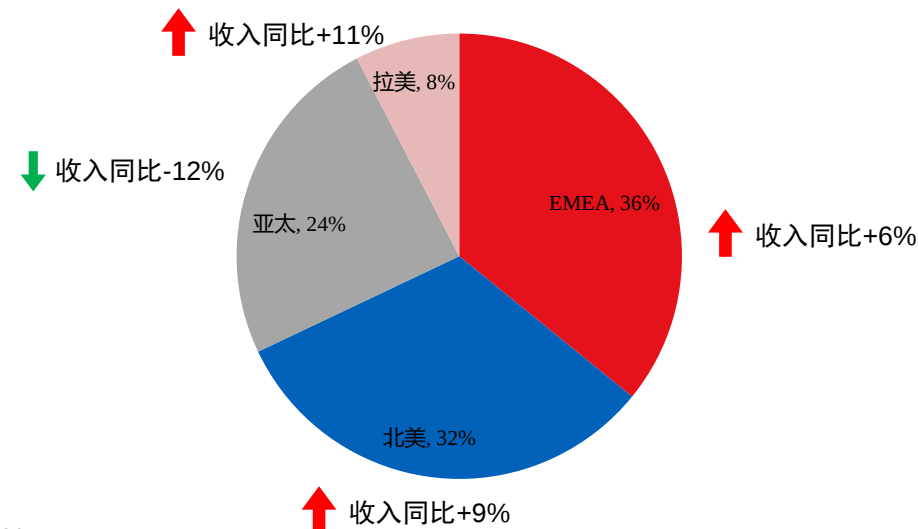
罗氏-诊断业务：受到中国市场环境干扰，亚太以外区域增长稳健

- **诊断业务受到中国市场环境干扰。**2025年罗氏诊断业务收入138.47亿瑞士法郎（约175.1亿美元），表观同比-3%，固定汇率下同比+2%，核心营业利润为19.98亿瑞士法郎，固定汇率下同比-4%，主要是受到中国医疗价格改革的影响。
- **病理诊断快速增长，中心实验室的免疫诊断承压。**从细分赛道看，2025年罗氏诊断业务的中心实验室、分子诊断、患者床旁护理（血糖、POCT）、病理诊断的收入占比分别为55%、18%、14%、12%，同比分别为0%、+4%、-3%、+14%。进一步细分来看，中心实验室的免疫诊断同比-3%，临床化学同比+7%；分子诊断中的血液筛查同比+3%，传染病同比+1%；患者床旁护理中的血糖监测同比-2%，Liat POCT平台同比-5%；病理诊断中的高级染色检查同比+10%，伴随诊断同比+25%。
- **亚太收入受到中国影响下滑12%，亚太以外区域增长稳健。**分区域看，2025年EMEA、北美、亚太、拉美占收入的比例分别为36%、32%、24%、8%，同比分别为+6%、+9%、-12%、+11%，除亚太地区在中国医疗价格改革影响中下滑，其他区域保持稳健增长。

2025年罗氏诊断收入拆分及同比增速（按业务，固定汇率）



2025年罗氏诊断收入拆分及同比增速（按区域，固定汇率）



IVD类公司-希森美康



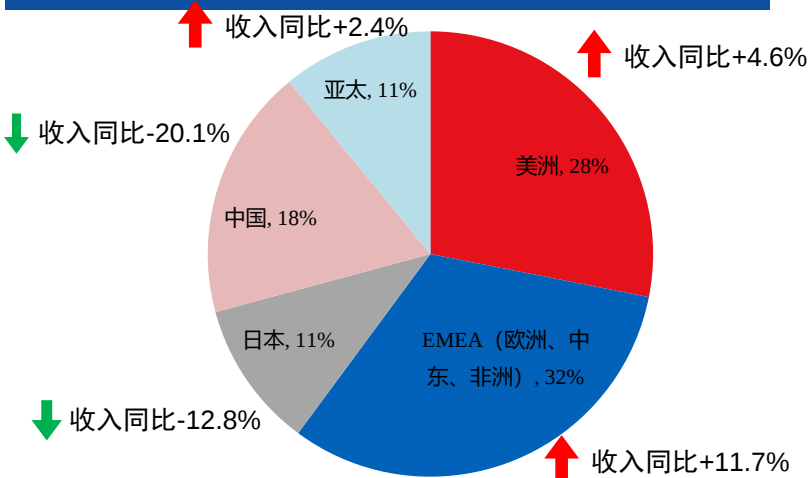
希森美康：中国与日本收入下滑拖累整体增长，预计中国收入将在FY2027H2开始恢复

- **中国市场医疗价格改革影响超预期，下调全年指引。** FY2026Q1-3（对于实际时间为2025Q2-4）希森美康诊断业务收入3588.5亿日元，同比-1.3%，整体营业利润下降27.7%。由于中国市场医疗价格改革影响超预期和产品组合变化等原因，公司将FY2026全年整体营收预期下调100亿日元至5000亿日元，营业利润下调140亿日元至620亿日元。
- **中国与日本收入下滑拖累整体增长，预计中国收入将在FY2027H2开始恢复。** 分业务来看，FY2026Q1-3公司的血球诊断、FCM（流式细胞术）、尿液分析、凝血诊断、免疫诊断、生化诊断、生命科学占比分别为60%、1%、9%、15%、4%、1%、5%，同比分别为-1.9%、+23.5%、+6.0%、-6.1%、-13.1%、-19.6%、+6.9%。分区域看，美洲、EMEA、日本、中国、亚太占营收的28%、32%、11%、18%、11%，同比分别为+4.6%、+11.7%、-12.8%、-20.1%、+2.4%。中国市场下滑归因于医疗成本控制政策（包括最低必要性原则）的影响扩大和经销商调整库存，日本营收下降是由于上一年血液学仪器销售强劲带来的高基数。公司预计其中国收入在FY2027Q1-2（对应2026Q2-3）政策影响完全释放之前仍保持负增长，从FY2027H2（对应2026Q4-2027Q1）开始恢复。

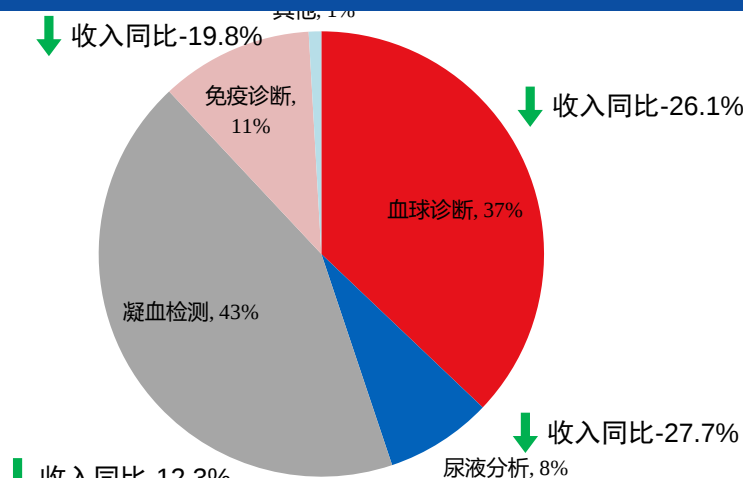
FY2026Q1-3希森美康诊断收入拆分及同比增速

细分业务收入（亿日元）	全球收入	收入占比	同比
血球诊断	2169.9	60%	-1.9%
FCM（流式细胞术）	29.41	1%	23.5%
尿液分析	320.36	9%	6.0%
凝血检测	537.63	15%	-6.1%
免疫诊断	159.52	4%	-13.1%
生化诊断	21.33	1%	-19.6%
生命科学	170	5%	6.9%
其他	180.32	5%	16.0%
合计	3588.50	100%	-1.3%

FY2026Q1-3希森美康诊断收入拆分及同比增速（按区域）



FY2026Q1-3希森美康诊断中国区收入拆分及同比增速

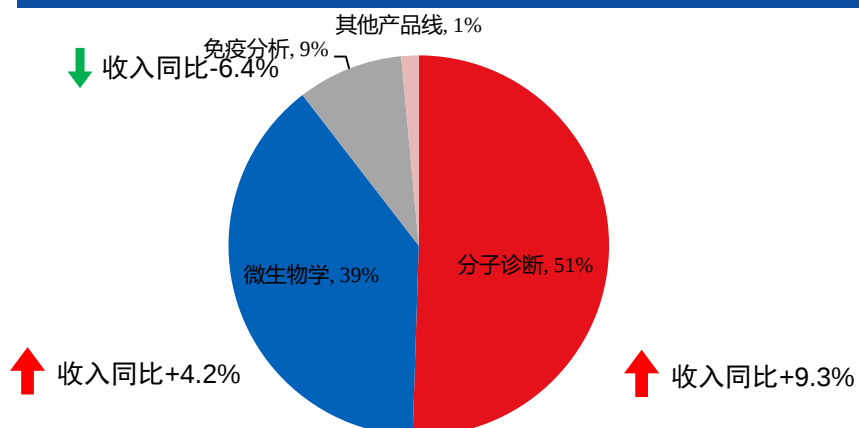


IVD类公司-生物梅里埃

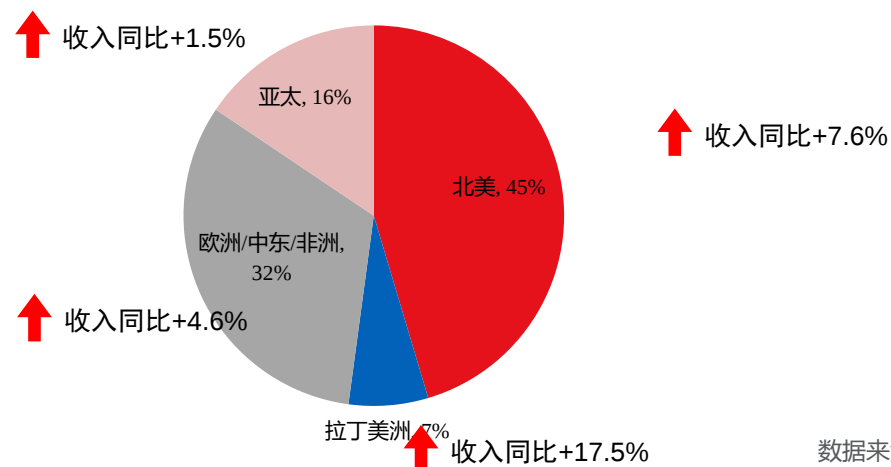
生物梅里埃：分子诊断增长强劲，中国区拉低亚太区域增速

- 业绩增长稳健。**2025年公司营收达到40.7亿欧元，内生同比+6.2%，其中临床应用收入34.3亿欧元，内生同比+5.8%，经常性营业利润为7.28亿欧元，内生同比+16%，经常性营业利润率提高160 bps至17.9%，调整后EPS为4.64欧元，同比增长9%。公司预计2026年营收同比增长5%~7%，经常性营业利润增长10%以上。
- 分子诊断增长强劲。**公司主要分为临床应用和工业应用两个业务板块，其中2025年临床应用中分子诊断、微生物学、免疫分析分别占临床应用收入的51%、39%、9%，同比分别为+9.3%、+4.2%、-6.4%。分子诊断中的BIOFIRE®非呼吸道检测组合实现了10%的内生增长，SPOTFIRE®收入同比增长84%，装机量净增长1800台（2024年为1350台）；微生物学受到中国区双位数下滑的影响，若剔除中国区，其他地区的同比增速达到6.3%；免疫分析在剔除中国区域与PCT（降钙素原）业务后基本持平。
- 中国区拉低亚太区域增速。**分区域来看，北美、拉丁美洲、欧洲/中东/非洲、亚太占公司总体收入比例分别为45%、7%、32%、16%，同比分别为+7.6%、+17.5%、+4.6%、+1.5%。亚太区域的日本与印度的临床应用业务均实现双位数增长，而中国市场收入同比下滑14%，拉低整体增速。

2025年生物梅里埃临床应用业务收入拆分及同比增速（内生）



2025年生物梅里埃总营收拆分及同比增速（按地域，内生）



风险提示

- 1) 地缘政治负面因素超预期；
- 2) 财政支出低于预期；
- 3) 部分区域集采降价风险；
- 4) 产品技术迭代风险。

免责声明

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。