仅供内部参考，请勿外传

消费医疗：行业现状、海外经验与重点赛道分析

寻找消费医疗板块被低估的优质标的

优于大市

核心观点

国内消费医疗市场正由规模扩张进入经营质量验证期。消费医疗是医疗刚需在居民自主选择、服务体验和家庭场景中的消费化表达，老龄化、慢病人群扩张及医疗服务利用率提升仍为长期需求提供支撑；但在医保控费、价格治理和合规监管趋严的背景下，机构、门店和产品数量扩张已难以直接转化为利润增长。行业供给端正加快出清整合，估值锚也由高客单价和规模扩张转向单院及同店效率、复购、现金流与资本回报。

成熟市场的共同答案，是在保障和监管框架内推动医疗需求有序走向院外、社区和家庭。美国通过保险网络、成本分担和价格透明约束医疗消费，日本将自我药疗和家庭健康管理定位为全民医保的补充，欧洲则依靠产品分类、药师服务和支付机制共同承接低复杂度需求。海外经验表明，消费医疗的成熟依赖支付分层、专业责任和连续服务能力同步完善；中国下一阶段的增长将更多来自存量网络提效及服务能力兑现。

医疗服务、连锁药房、家用医疗器械三条主线均已由普遍扩张转向结构性机会，低估值资产与高成长弹性并存。1）医疗服务：收入增速放缓，行业竞争由高客单价和新院扩张回归患者量、医疗质量、单院效率及资本回报；**2）连锁药房：**行业进入存量竞争阶段，门店扩张让位于同店增长、处方承接、品类经营、会员复购和费用控制；**3）家用医疗器械：**市场基础已经形成，增长重心则转向低渗透、高增长、可复购的细分品类，并由一次性设备销售延伸至持续健康管理。随着经营指标逐步改善、行业出清推进及成熟市场发展路径在国内得到验证，消费医疗板块有望由估值分化进入价值重估。

风险提示：消费改善不及预期，行业竞争加剧，产品研发不及预期，政策波动风险。

投资建议：“玉在椟中求善价，钗于奁内待时飞。”医疗服务建议关注具备稳定服务能力、较强经营质量或较高修复弹性的公司，如**爱尔眼科，固生堂，海吉亚医疗**等；连锁药房建议关注估值较低、资本回报较优或经营修复空间较大的公司，如**益丰药房、大参林、老百姓；**家用医疗器械建议关注具备低估值基础、多品类能力或高增长细分赛道弹性的公司，如**鱼跃医疗、瑞迈特、可孚医疗**。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	股价（元/港元）	总市值（亿元/亿港元）	归母净利润（亿元）		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
300015.SZ	爱尔眼科	优于大市	9.08	844.40	38.20	44.37	22.10	19.03
603939.SH	益丰药房	优于大市	22.73	275.58	19.58	22.55	14.07	12.22
603233.SH	大参林	优于大市	18.85	214.67	14.83	17.08	14.48	12.57
603883.SH	老百姓	优于大市	12.81	97.21	5.93	6.96	16.39	13.97
002223.SZ	鱼跃医疗	优于大市	28.08	281.50	16.26	18.89	17.31	14.90
301367.SZ	瑞迈特	优于大市	44.36	55.58	2.70	3.37	20.56	16.48
301087.SZ	可孚医疗	无评级	53.50	119.74	4.63	5.74	25.86	20.85
2273.HK	固生堂	优于大市	29.42	68.95	4.22	4.98	16.36	13.84
6078.HK	海吉亚医疗	无评级	9.96	61.60	5.24	6.08	11.75	10.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　注：股价及市值为 260731 收盘价；鱼跃医疗、瑞迈特、可孚医疗、海吉亚医疗为 Wind 一致预期

行业研究·行业专题

医药生物

优于大市·维持

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

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

证券分析师：贾瑞祥
021-60875137
jiaruixiang@guosen.com.cn
S0980526070005

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《创新医疗器械盘点系列（5）——腔镜手术机器人：国产崛起，进口替代与出海并进》——2026-08-10

《医药生物周报（26 年第 31 周）-2026 年版国家基药目录正式发布，WCLC 常规摘要标题公布》——2026-08-06

《医药行业专题报告——26Q2 医药持仓创新低，关注板块估值修复机会》——2026-07-30

《医药生物周报（26 年第 30 周）-26Q2 公募基金医药持仓分析》——2026-07-29

《寻找未被满足的临床需求（5）：RAS 抑制剂有望改写胰腺癌治疗指南》——2026-07-27

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

消费医疗：医疗刚需的消费化表达 5
消费医疗及其三条主线 5
中国消费医疗需求端——健康需求依然扩张 6
中国消费医疗供给端——从粗放扩张进入出清整合 8
中国消费医疗估值端——旧增长模型退潮，估值锚转向经营质量 10
海外成熟市场对照：美、日、欧的三种答案 13
美国：从扩覆盖到有约束的消费化 13
日本：全民医保下的消费级补充 16
欧洲：共同监管框架下的多国路径 19
消费医疗主线赛道现状分析 23
赛道一：医疗服务——从高客单消费回归高信任医疗 23
赛道二：连锁药房——从门店扩张转向存量提效与专业服务 26
赛道三：家用医疗器械——医疗走向家庭，价值由设备销售延伸至持续管理 30
“玉在椟中求善价，钗于奁内待时飞” 34
风险提示 36

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 消费医疗三条主线框架 5
图2： 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况（2013-2024） 6
图3： 我国成人高血压患病率随年龄递增 6
图4： 我国医疗服务利用率长期提升 7
图5： 全国居民人均医疗保健消费支出情况（单位：元/人） 7
图6： 个人卫生支出占卫生总费用的比例 7
图7： 医疗服务供给端民营占比情况 8
图8： 国内零售药店数量及每万人药店数 9
图9： 鱼跃医疗收入及利润情况 10
图10： 鱼跃医疗分业务收入及毛利率情况 10
图11： 消费医疗板块估值扩张溢价阶段代表公司 PE-TTM 情况（2019～2020 年） 11
图12： 消费医疗板块估值集中收缩阶段代表公司 PE-TTM 情况（2021～2023 年） 11
图13： 消费医疗板块估值分化验证阶段代表公司 PE-TTM 情况（2024 至今） 12
图14： 美国医疗消费化沿着保险扩覆盖-成本分担-信息透明的脉络演进 13
图15： 美国人均医疗支出情况 14
图16： 美国医疗支出占 GDP 比例情况 14
图17： 美国医疗卫生支出各来源占比变化 14
图18： 美国雇主医保年度免赔额及 HDHP/SO 参保比例变化 14
图19： 美国医疗卫生支出结构（2024） 15
图20： 美国医疗支出不同渠道复合增速情况（2020-2024） 15
图21： 美国消费医疗发展对中国市场的启示 15
图22： 日本消费医疗相关制度发展历程 16
图23： 日本药品生产额情况 17
图24： 日本老龄化与药妆店健康相关品类销售额变化 18
图25： 2024 年度日本实体店与互联网渠道 OTC 销售合规率 18
图26： 日本消费医疗发展对中国市场的启示 19
图27： 欧洲代表性国家及欧盟消费医疗相关制度发展历程 19
图28： 英国药品分类转换记录 20
图29： 2025 年欧洲自我保健三大品类销量结构 21
图30： 欧洲消费健康市场规模情况（单位：亿欧元） 21
图31： 欧洲社区药房服务覆盖国家数变化 21
图32： 欧洲社区药房服务公共报销覆盖国家数变化 21
图33： 欧洲经验对中国消费医疗的可借鉴方向 22
图34： 医疗服务赛道代表公司收入增速变化 23
图35： 爱尔眼科重点经营数据与财务表现对比 24
图36： 固生堂重点经营数据与财务表现对比 24
图37： 医疗服务赛道代表公司 2026E PE 与 2026～2028E 盈利增速关系 26

仅供内部参考，请勿外传

图 38： 中国药品市场全渠道累计销售额季度数据（单位：亿元） 26
图 39： 药品三大渠道销售额占比变动 27
图 40： 药品三大渠道 26Q1 销售额同比变动 27
图 41： 连锁药房上市公司收入增速变动 27
图 42： 连锁药房上市公司归母净利润增速 27
图 43： 连锁药房上市公司门店数量情况 28
图 44： 益丰药房、大参林、老百姓直营门店数量占比（2025） 28
图 45： 全国药店连锁化率情况 28
图 46： 中、美、日连锁药房 CR3 对比（2022 年） 28
图 47： 日本药妆行业销售收入结构 29
图 48： 国内连锁药房公司 2025 年非药品类销售占比 29
图 49： 连锁药房重点公司及零售连锁相关指数/海外相关标的估值及盈利水平比较 30
图 50： 全球及中国医疗器械市场规模情况（2024 年） 31
图 51： 全球及中国家用医疗器械部分重点细分领域市场规模 31
图 52： 高血压患者人群家用血压计拥有/使用情况 31
图 53： 美国 CGM 渗透率情况（2020 及 2030E） 31
图 54： 欧洲五国 CGM 渗透率情况（2020 及 2030E） 32
图 55： 中国 CGM 渗透率情况（2020 及 2030E） 32
图 56： 家用医疗器械相关公司销售费用率情况 33
图 57： 家用医疗器械相关公司研发费用率情况 33
图 58： 瑞思迈收入、利润与费用率情况 33
图 59： 家用器械相关公司及对照公司增长定价比较 34
图 60： 家用器械相关公司及对照公司已兑现资本回报比较 34

表 1： 消费医疗三条主线框架解析 5
表 2： 老龄化与慢病管理推动医疗家庭化 8
表 3： 连锁药房供给端约束拆解 9
表 4： 日本药妆店规模与经营效率变化 17
表 5： 日本药妆店收入结构及增量来源 17
表 6： 英国、法国、德国消费医疗渠道与支付规则对比 20
表 7： DRG/DIP 改革前后的支付变化及民营医院影响 24
表 8： 医疗服务赛道代表公司长期扩张效率与资本回报变化情况（2021-2025 年） 25
表 9： 医疗服务赛道代表公司前瞻 PEG 及资本质量指标情况 25
表 10： 26Q1 零售市场不同渠道品类布局情况 29
表 11： 家用医疗器械细分高增长赛道 32
表 12： 相关公司估值表 35

仅供内部参考，请勿外传

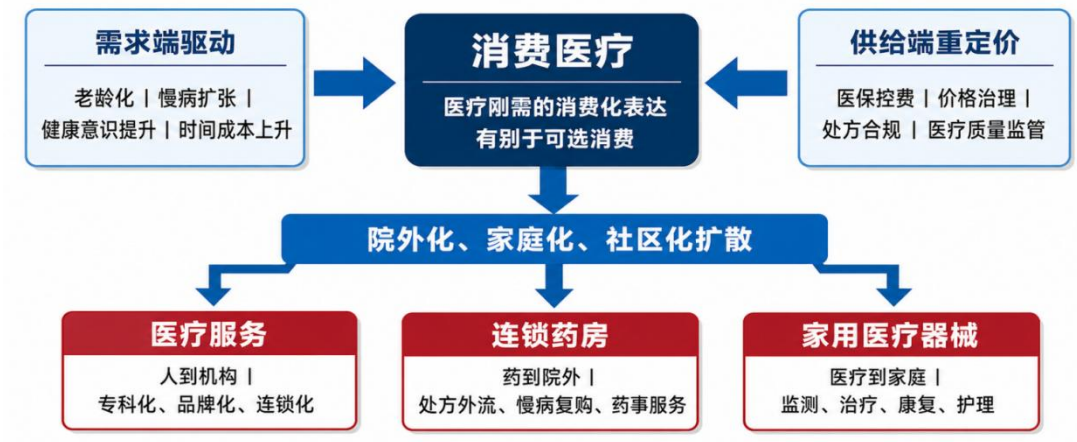
消费医疗：医疗刚需的消费化表达

消费医疗及其三条主线

消费医疗本质有别于可选消费，更多体现为医疗刚需的消费化表达。消费医疗是居民医疗健康需求中，具有较强自主选择权、体验差异、品牌认知和部分自费属性的内容，具体可包括医疗服务、药品零售与家用医疗产品。其需求端由老龄化、慢病人群扩张、健康意识提升和居民时间成本上升等因素驱动，供给端当前则在医保控费、价格治理、处方合规和医疗质量监管下重新定价。

医疗服务、连锁药房和家用医疗器械分别对应消费医疗的三条主线。医疗服务解决“人到机构”的问题，本质是专科或全科服务的品牌化、标准化和连锁化；连锁药房解决“药到院外”的问题，本质是处方外流、慢病复购和药事服务能力的集中；家用医疗器械解决“医疗到家庭”的问题，本质是把监测、治疗、康复和护理从医院延伸到家庭。这三条主线底层都指向同一趋势：当医疗需求持续增长，而医院体系、医保支付和居民时间成本受到约束时，医疗行为会向院外、社区和家庭扩散。

图1：消费医疗三条主线框架



资料来源：OECD, Integrating Care to Prevent and Manage Chronic Diseases: Best Practices in Public Health. OECD Publishing, 2023, relevant chapters on integrated care and chronic disease management.，WHO, Global Report on Assistive Technology. World Health Organization, 2022, pp. 1-160，国信证券经济研究所整理

表1：消费医疗三条主线框架解析

赛道	解决的问题	消费属性	医疗属性	长期逻辑
医疗服务	人到机构	居民自主选择机构，关注品牌、医生、服务体验和便利性	医疗质量、诊疗规范、价格政策和医生资源决定长期壁垒	从综合医院外溢到专科服务，优质民营专科机构通过标准化和连锁化提升份额
连锁药房	药到院外	门店密度、会员运营、即时零售和价格体验影响复购	处方合规、医保监管、药事服务和药品追溯提高经营门槛	处方外流和慢病管理推动药房从卖药渠道转向院外健康服务入口
家用医疗器械	医疗到家庭	品牌认知、线上渠道、使用体验和耗材复购影响购买决策	产品注册、质量安全、监测准确性和临床适用性决定信任基础	老龄化和慢病管理推动家庭监测、呼吸支持、康复护理等设备成为家庭医疗基础设施

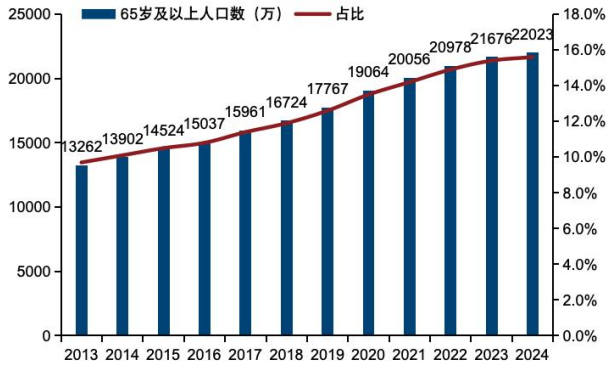
资料来源：OECD, Integrating Care to Prevent and Manage Chronic Diseases: Best Practices in Public Health. OECD Publishing, 2023, relevant chapters on integrated care and chronic disease management.，WHO, Global Report on Assistive Technology. World Health Organization, 2022, pp. 1-160，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

中国消费医疗需求端——健康需求依然扩张

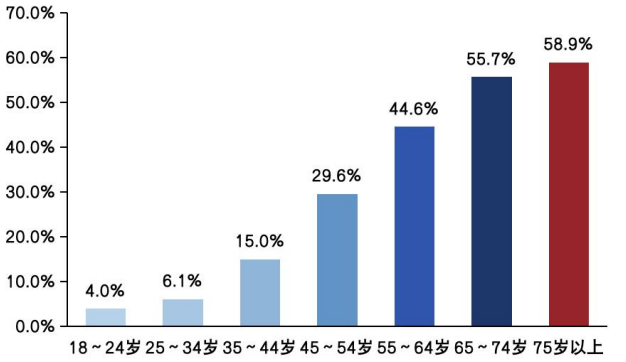
老龄化是消费医疗长期需求扩容最确定的人口变量，老年人口数量增加导致慢病患病率、长期用药频次、院外随访和家庭监测需求的系统性上升。截至 2024 年末，我国 65 岁及以上人口已达 2.20 亿人，占总人口比例 15.6%，较 2013 年的 1.33 亿人、9.7%明显提升。疾病负担通常会随年龄上升呈非线性抬升，以高血压为例，根据 Wang 等人发表在 Circulation 上的研究，我国成人高血压患病率从 18～24 岁的 4.0%升至 55～64 岁的 44.6%，65～74 岁进一步升至 55.7%，75 岁及以上达到 58.9%。由此可见，老龄化并非单纯带来“更多老年消费者”，而是推动医疗需求从低频、单次、院内诊疗，逐步转向高频、长期、院外和家庭化管理，对医疗服务、连锁药房和家用医疗器械三条主线形成共同支撑。

图2：我国 65 岁及以上人口数量及占比情况（2013-2024）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3：我国成人高血压患病率随年龄递增



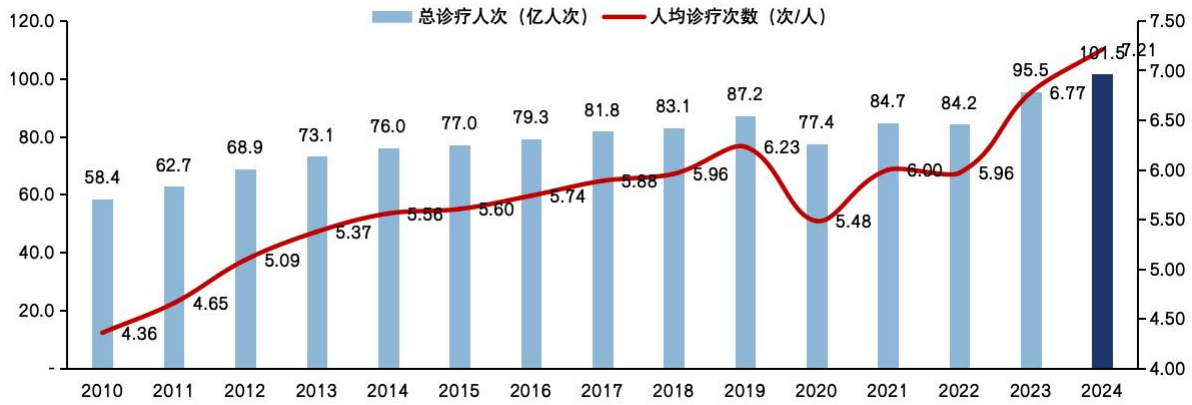
资料来源：Wang Z. et al., “Status of Hypertension in China: Results From the China Hypertension Survey, 2012-2015”, Circulation, 2018，国信证券经济研究所整理

注：高血压定义为收缩压≧140mmHg 和/或舒张压≧90mmHg，或调查前 2 周内使用降压药

医疗服务利用率持续维持在增长轨道。医疗服务利用率的长期上行说明居民健康需求并非疫情后的短期修复，而是在老龄化、慢病管理和医疗可及性提升下持续抬升。2010～2019 年，全国医疗卫生机构总诊疗人次由 58.4 亿增至 87.2 亿，人均诊疗次数由约 4.36 次/人提升至 6.23 次/人；2020 年受疫情扰动回落后，医疗服务利用率快速修复，2024 年总诊疗人次进一步升至 101.5 亿，同比增长 6.2%，人均诊疗次数约 7.21 次/人，创近年高位。人均诊疗次数更能反映居民实际使用医疗服务的频率，其持续提升意味着医疗需求正从低频、被动就医，逐步转向更高频的诊疗、复诊、慢病随访和院外健康管理，对医疗服务、连锁药房和家用医疗器械均形成需求支撑。

仅供内部参考，请勿外传

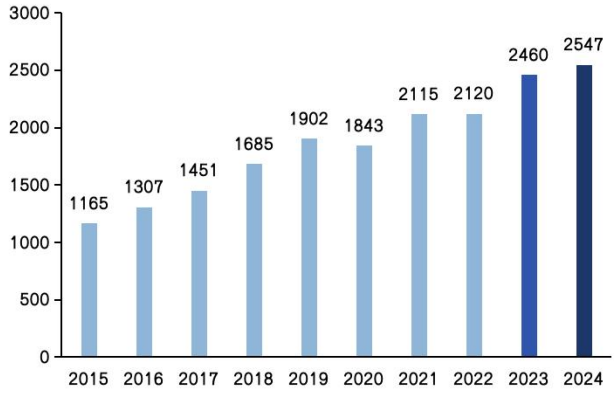
图4：我国医疗服务利用率长期提升



资料来源：国家卫健委，国家统计局，国信证券经济研究所整理　　注：人均诊疗次数=总诊疗人次/年末总人口

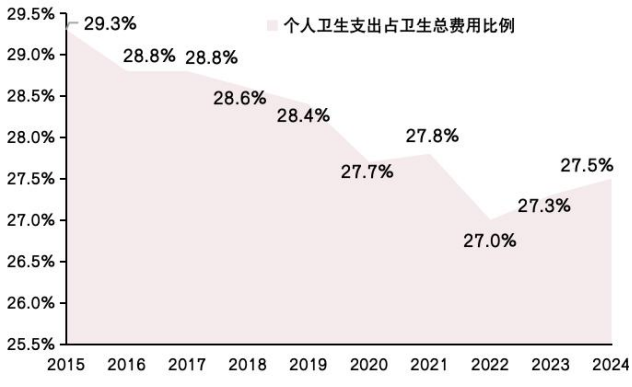
居民端支付能力和支付意愿，仍是理解消费医疗需求弹性的重要维度。一方面，居民人均医疗保健消费支出从 2015 年的 1165 元提升至 2024 年的 2547 元，显示医疗健康在居民消费账本中的绝对金额持续扩容；另一方面，从卫生总费用筹资结构看，2024 年我国个人卫生支出占卫生总费用比例仍为 27.5%，居民端仍直接承担相当比例的医疗支付。过去几年个人卫生支出占比有所下降，主要反映医保覆盖、门诊统筹、集采谈判和支付方式改革增强了公共筹资与医保控费作用，并不意味着居民医疗需求减弱。对消费医疗而言，这一变化意味着行业仍有自费和半自费需求支撑，但增长方式会从单纯依赖高客单价，转向在医保控费和居民支付意愿约束下，依靠高频复购、专业服务、品牌信任和运营效率兑现增长。

图5：全国居民人均医疗保健消费支出情况（单位：元/人）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图6：个人卫生支出占卫生总费用的比例



资料来源：国家卫健委，国信证券经济研究所整理

家庭消费医疗需求场景加速形成。老龄化和慢病管理推动医疗行为向家庭延伸，将诊断、处方和急症处理之外的高频、长期、标准化环节前移到居家端。随着我国 65 岁及以上人口超 2.20 亿人，慢病患病率随年龄上升带来的日常监测、用药反馈、风险预警和功能维护需求持续增加；若这些环节完全依赖医院，会受到就诊时间、医疗资源和老年患者行动能力的约束，因此更容易沉淀为家庭血压、血糖、血氧监测，雾化、制氧、呼吸支持，康复训练、护理照护和辅助器具等需求。WHO 关于康复和辅助技术的资料也指向同一逻辑：全球约 24 亿人有可能受益于康复，且人口老龄化和非传染性疾病增加将进一步推升康复需求。全球超过 25

仅供内部参考，请勿外传

亿人需要一种或多种辅助产品，到 2050 年预计升至 35 亿人。因此，家用医疗器械需求并非简单的消费升级，而是医疗健康需求在家庭端体现。

表2：老龄化与慢病管理推动医疗家庭化

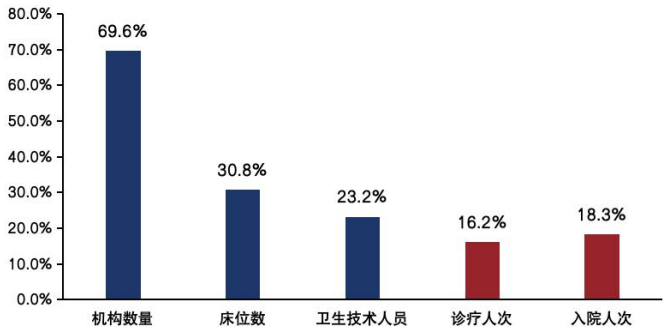
需求环节	具体表现	家庭场景含义	对应家用医疗器械
老年人口基数扩大	2024 年我国 60 岁及以上人口 31,031 万人，占 22.0%；65 岁及以上人口 22,023 万人，占 15.6%	老年人复诊、监测、护理和康复频次更高，行动成本也更高，部分低风险、重复性环节更适合在家庭完成	血压计、血糖仪、血氧仪、电子体温计、护理床、助行器
慢病管理频次提升	中国高血压调查显示，我国 18 岁及以上高血压患者约 2.45 亿人；高血压患病率随年龄上升，65-74 岁为 55.7%，75 岁及以上为 58.9%	慢病不是一次性治疗，而是长期监测、记录、反馈和调整；家庭成为医院外的连续数据采集场景	电子血压计、血糖仪、心电监测、智能穿戴、远程监测设备
康复需求长期化	WHO 指出，全球约 24 亿人患有可能受益于康复的健康问题，且老龄化、慢病和残疾增加将推升康复需求	康复往往发生在出院后和长期生活中，医院提供评估和方案，家庭承担持续训练和功能维护	康复训练器材、理疗设备、呼吸训练器、护理耗材
辅助技术需求扩大	WHO 指出，全球超过 25 亿人需要一种或多种辅助产品，到 2050 年预计升至 35 亿人	辅助器具帮助老人和慢病/失能人群维持生活自理能力，并延长居家生活时间	轮椅、助听器、助行器、防压疮垫、制氧机、雾化器

资料来源：国家统计局，WHO 官网，Wang Z. et al., Status of Hypertension in China: Results From the China Hypertension Survey, 2012-2015, Circulation, 2018，国信证券经济研究所整理

中国消费医疗供给端——从粗放扩张进入出清整合

医疗服务供给端已经从机构扩张进入能否提供高质量服务供给的验证期。过去民营医疗扩张较快，但医疗服务并不是标准消费品，牌照、场地和设备投入只能形成表观供给，真正决定患者选择的是医生资源、医疗质量、复杂病例处理能力、品牌信任和单院爬坡效率。国家卫健委数据显示，2024 年民营医院数量占医院总数的 69.6%，但诊疗人次仅占医院诊疗总量的 16.2%。按单院口径测算，公立医院年均诊疗人次约 32.1 万人次/家，民营医院约 2.7 万人次/家，前者约为后者的 11.8 倍，说明民营医疗“数量多、信任弱、单院产出低”的结构性问题仍然突出。同时，口腔、眼科、生殖等消费医疗属性较强的细分领域，近几年又受到价格治理、耗材集采、医保支付和医疗质量监管的再定价影响，过去依靠高客单价、新院扩张和并购外延驱动增长的模式难以延续。未来医疗服务公司的核心竞争力将更多回到医疗本身，即能否持续组织医生、稳定质量、控制获客成本、缩短新院成熟周期，并在规范价格体系下获得更高的复诊率、床位/诊室利用率和品牌溢价。

图7：医疗服务供给端民营占比情况



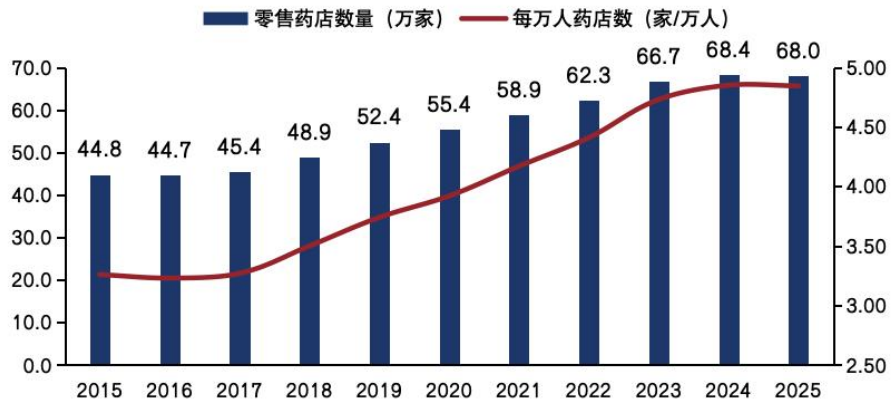
资料来源：卫生健康事业发展统计公报，国信证券经济研究所整理

连锁药房供给端的问题，本质上也是行业从数量扩张到质量提升的过渡。截至 2025 年末，全国零售药店数量约 68.0 万家，年末总人口 140,489 万人，对应每万人药店数约 4.84 家/万人；相比 2015 年的约 3.26 家/万人，药店密度已明显提

仅供内部参考，请勿外传

升。门店密度提升一方面增强了居民购药便利性，另一方面也带来客流分散、价格竞争和部分区域门店过密的问题。在需求增速放缓、线上购药分流、医保支付监管趋严的背景下，药房的经营变量不再只是门店数量扩张的问题，而是同店增速、处方承接能力、医保合规、会员复购、品类结构和费用率控制。尤其是租金、人工、执业药师等成本具有刚性，当新店爬坡变慢、同店增长承压时，连锁药房会从规模扩张竞争转向效率竞争；未来具备医保合规能力、处方药承接能力、供应链议价能力和精细化运营能力的龙头，更容易在行业出清中提升份额。

图8：国内零售药店数量及每万人药店数



资料来源：中康药店通，商务部，国家统计局，国信证券经济研究所整理

表3：连锁药房供给端约束拆解

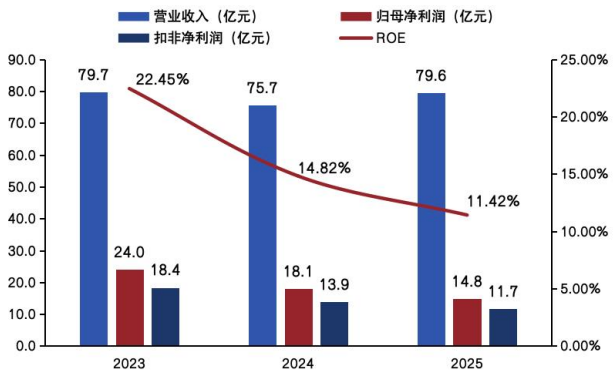
约束	过去表现	当前变化	对经营模型的影响
门店扩张	依靠自建、加盟和并购快速做大规模	药店密度持续提升，部分区域门店过密	新店爬坡变慢，单店客流和坪效承压
同店增长	疫情、慢病用药和医保客流曾支撑增长	疫情相关需求回落，客流被线上和周边门店分流	收入增长从“开店数”转向“同店效率”
医保监管	医保定点资格提升客流和支付便利性	门诊统筹、医保基金监管、处方合规和进销存核查趋严	合规成本上升，低质量门店出清加快
线上竞争	线下药房掌握即时购药和医保支付优势	O2O、B2C 平台分流非处方药和标准化品类	价格透明度提升，毛利率和客单价承压
成本刚性	租金、人工、执业药师配置由门店网络决定	收入增速放缓但费用难以同步下降	费用率压力上升，规模优势和供应链能力更重要

资料来源：国家统计局，中康药店通，国信证券经济研究所整理

家用医疗器械供给端正从疫情期间的阶段性高景气，回到常态化需求和多品类竞争。疫情期间，制氧机、雾化器、血氧仪、体温计、口罩、防护和消杀等产品在短期内被集中采购，部分需求被提前透支；疫情后相关品类进入去高基数阶段，企业收入结构和利润中枢都需要重新验证。以国内相关品类布局齐全、市占率领先的龙头公司鱼跃医疗为例，公司 2023 年收入 79.72 亿元、归母净利润 23.96 亿元，2024～2025 年收入基本维持在 75～80 亿元区间，但归母净利润连续回落至 18.06 亿元、14.82 亿元，ROE 也从 22.45%下降至 11.42%，说明疫情相关高利润阶段结束后，行业需要重新依靠慢病监测、呼吸治疗、康复护理、血糖管理、急救等常态化品类接力增长。与此同时，家用医疗器械中大量基础产品具备标准化、可比价、线上销售占比高的特征，低端产品竞争激烈，平台流量、品牌投放和渠道维护成本对盈利弹性形成约束；未来行业分化的关键逐渐聚焦到能否形成多品类品牌、稳定复购、线上线下渠道效率和持续产品迭代能力。

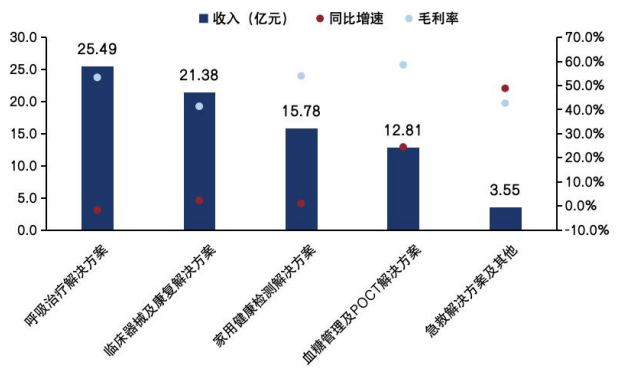
仅供内部参考，请勿外传

图9：鱼跃医疗收入及利润情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：鱼跃医疗分业务收入及毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

中国消费医疗估值端——旧增长模型退潮，估值锚转向经营质量

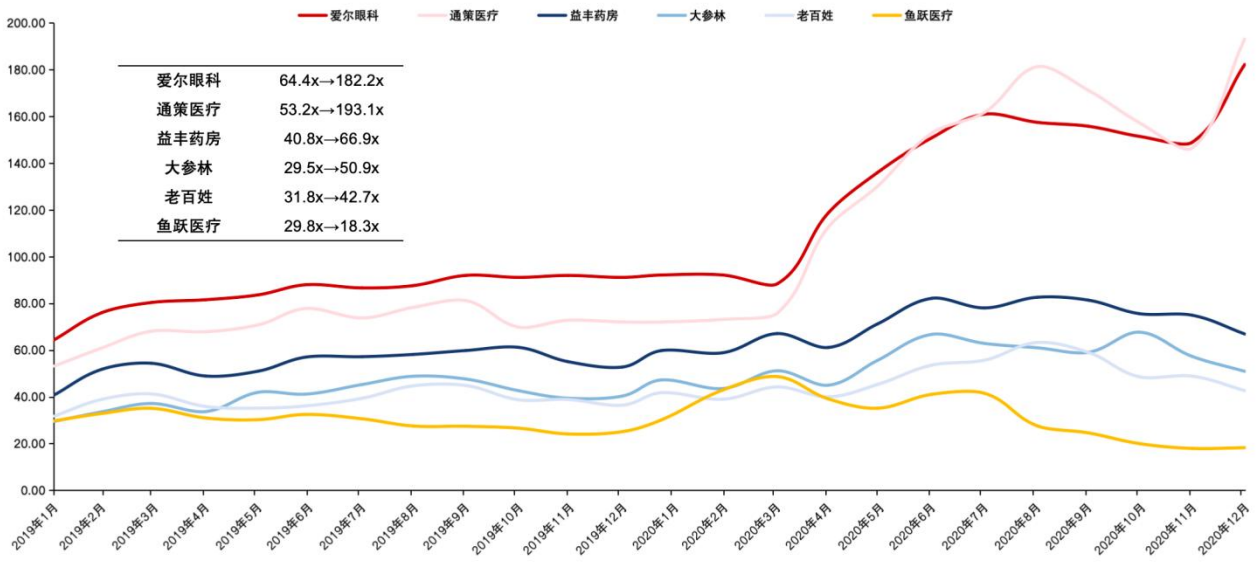
消费医疗板块当前经历的并非单纯由流动性和风险偏好变化所驱动的估值周期，而是市场定价框架由消费成长向医疗质量与经营效率切换。过去，市场更愿意为高客单价、高毛利率、快速开店或开院以及外延并购支付估值溢价，并以长期渗透率提升的预期容忍短期利润波动；但随着医保控费、价格治理和合规监管趋严，叠加居民消费预期变化，机构数量和收入规模的扩张已不再必然转化为稳定的利润和现金流增长。市场因而开始重新审视同店与单院增长、客流稳定性、医疗质量、合规能力、经营现金流及资本回报率，并进一步判断龙头能否在行业出清中真正获得份额。因此，当前板块估值中枢下移，既反映了短期需求和盈利预期承压，更反映了旧增长模式的信用折价；未来估值修复也将更多建立在内生增长恢复、盈利质量改善和商业模式重新得到验证的基础上。

A 股消费医疗板块的估值变化大致经历了“扩张溢价、集中收缩、分化验证”三个阶段。2019 年至 2021 年，消费升级、医疗需求增长、连锁化和行业集中度提升构成市场的共同预期，叠加流动性宽松，投资者更关注医院、门店和渠道网络的扩张空间，并愿意为远期成长支付较高估值。医疗服务公司凭借高客单价、高毛利率和专科连锁模式获得消费成长股溢价，连锁药房受益于处方外流和集中度提升预期，家用医疗器械则同时受益于家庭健康需求增长和疫情相关产品放量。部分龙头的估值水平在这一阶段明显领先于当期利润增速，股价上涨不仅来自业绩增长，也来自估值倍数扩张。



仅供内部参考，请勿外传

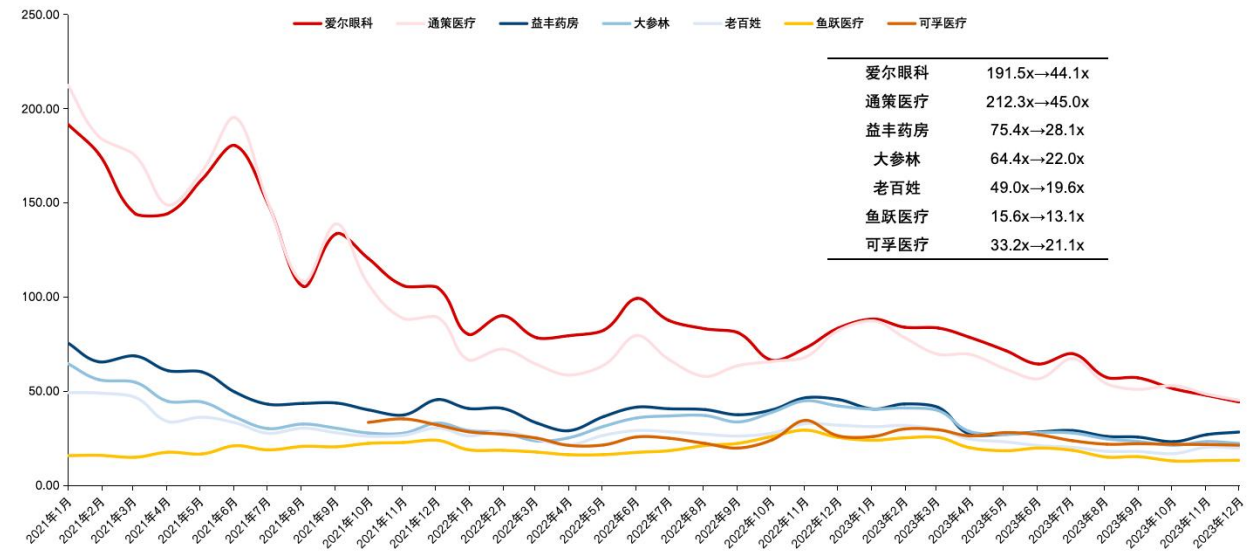
图11：消费医疗板块估值扩张溢价阶段代表公司 PE-TTM 情况（2019～2020 年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2021 年下半年以后，板块进入持续的估值收缩阶段。一方面，种植牙价格治理、医疗服务价格规范、药房医保监管和药械合规要求趋严，使市场重新认识到消费医疗首先具有医疗属性，其价格和盈利能力会受到支付政策与监管框架约束；另一方面，居民消费预期变化、同店和单院增速放缓、疫情相关产品需求回落，又削弱了原有的高增长假设。此后，即使部分公司收入和利润仍保持增长，其估值中枢也未能回到前期水平，说明市场对开店、开院、并购和高客单价模式的估值判断开始出现改变。

图12：消费医疗板块估值集中收缩阶段代表公司 PE-TTM 情况（2021～2023 年）



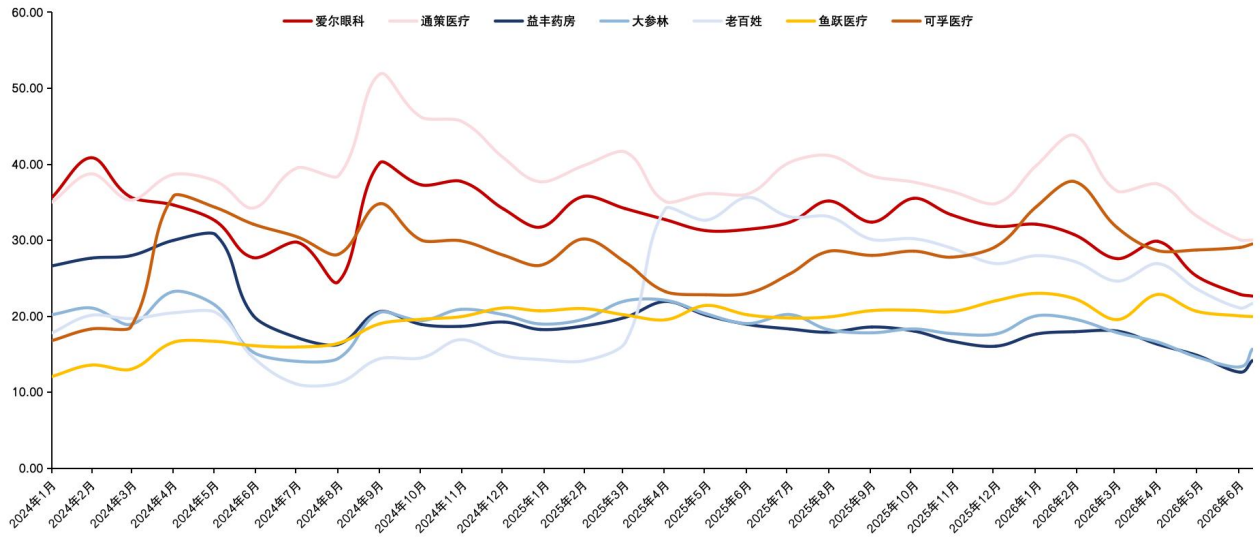
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024 年以来，消费医疗估值逐步进入分化验证阶段，但尚未形成全面的板块性

仅供内部参考，请勿外传

重估。市场不再简单奖励机构数量和收入规模增长，而是观察成熟医院与门店能否恢复内生增长、经营现金流能否与利润匹配、费用率是否得到控制，以及龙头能否在行业出清中真正获得份额。因此，本轮估值调整的核心并非长期医疗健康需求消失，而是市场将估值溢价从规模扩张预期转向经营质量验证。后续板块能否实现持续修复，既要看到同店和单院增长、利润及现金流等基本面指标企稳，也要看到市场重新认可龙头依靠经营效率和份额提升实现长期增长的能力；只有基本面改善与估值倍数修复形成共振，板块重估才具有持续性。

图13：消费医疗板块估值分化验证阶段代表公司 PE-TTM 情况（2024 至今）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从上图可以看出，消费医疗代表公司的估值表现出阶段性共振和赛道间出现分化的特征。2024 年 9 月和 2026 年初，医疗服务、连锁药房及家用医疗器械均曾出现不同程度的 PE 扩张，主要反映市场风险偏好回升和需求修复预期；但由于同店和单院增长、居民自费需求及盈利预测并未完全同步上修，多数公司的估值反弹随后回落。分赛道看，医疗服务因品牌、医生资源和长期需求稀缺性仍保持较高估值；连锁药房受同店承压、医保监管和门店过密影响，整体估值最低且下降趋势最为明显；家用医疗器械则在疫情高基数消化后出现分化，具备品牌、现金流和多品类能力的龙头估值相对稳定，小规模、线上依赖度较高的公司波动更大。需要注意的是，部分公司 PE 上升并非来自股价上涨，而是利润下降导致盈利分母收缩。

中国消费医疗行业正在从粗放增长进入成熟化阶段，下面我们将总结并参考美国、日本、欧洲三个成熟市场的历史，根据他们各自在消费医疗行业发展过程中遇到的问题及给出的答案，展望未来中国消费医疗市场的发展方向。

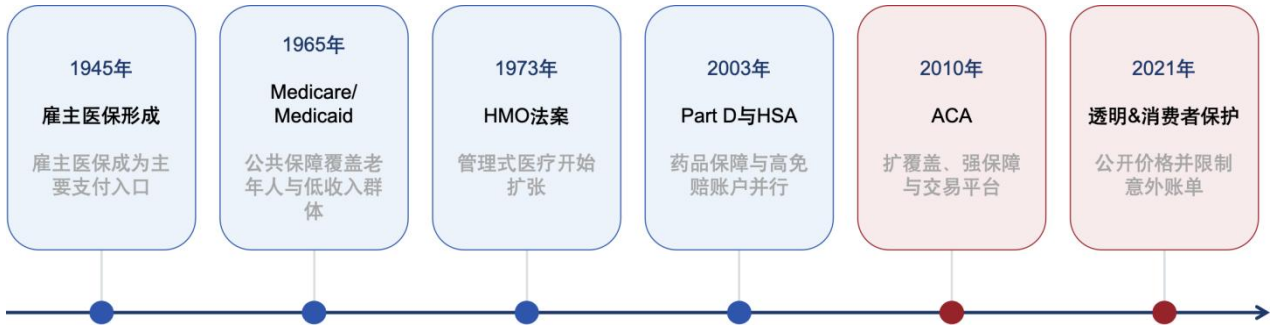
仅供内部参考，请勿外传

海外成熟市场对照：美、日、欧的三种答案

美国：从扩覆盖到有约束的消费化

美国消费医疗市场并非由纯自费需求自然生长而来，而是在保险扩覆盖、管理式医疗控费和消费者权益保护三条制度主线中逐步形成。二战后雇主医保成为劳动人口最主要的保障入口，1965 年 Medicare 和 Medicaid 建立后，老年及低收入人群被纳入公共支付体系；1973 年《HMO 法案》推动管理式医疗发展，支付方开始通过网络、预算与转诊规则组织供给；2003 年 Medicare Part D 扩大老年人处方药保障，同时健康储蓄账户（HSA）与高免赔计划将部分成本责任重新交给个人；2010 年《平价医疗法案》（ACA）进一步扩大保障覆盖并规范保险产品；2021 年以来，医院价格透明规则与《No Surprises Act》又将政策重点从“有没有保障”推进到“能否比较价格、是否免受意外账单”。因此，美国医疗消费化的实质并不是医疗脱离保险转为普通零售，而是消费者在保险网络和监管框架内获得更多选择权，同时承担更多比价和成本分担责任。

图14：美国医疗消费化沿着保险扩覆盖-成本分担-信息透明的脉络演进

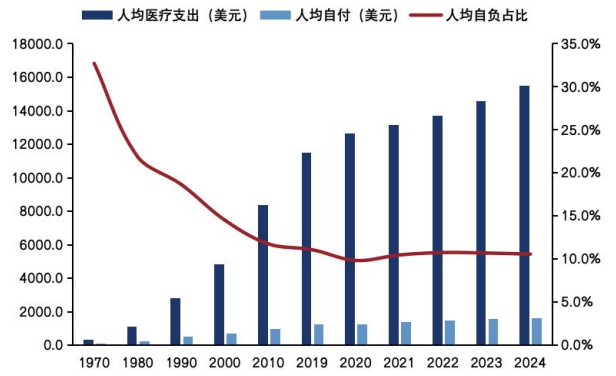


资料来源：美国社会保障署，Congress.gov，CMS 官网，国信证券经济研究所整理

美国医疗体系在扩大保障和提升技术可及性的同时，也长期面对支出增速偏快、居民可负担性不足和体系复杂度较高的问题。根据 CMS National Health Expenditure 数据，美国人均医疗支出由 1970 年的 353 美元增至 2024 年的 15,474 美元，医疗卫生总支出由 741 亿美元增至接近 5.3 万亿美元，占 GDP 比重由 6.9%升至 18.0%（根据卫健委数据，同年我国卫生总费用占 GDP 比重约为 6.7%）；即使剔除通胀，1970 年人均支出按 2024 年价格计算仅 2,208 美元，至 2024 年仍增长约 6 倍。高投入并未完全消除居民端的支付压力：美联储《2024 年美国家庭经济状况报告》显示，2024 年仍有 28%的成年人因无力承担费用而放弃过某种医疗服务。由此看，美国行业发展中最突出的矛盾不是需求不足，而是保险扩覆盖、技术进步、服务价格和行政复杂度共同推高支出后，如何在可及性、质量与成本之间重新平衡；这也解释了管理式医疗、价值医疗、价格透明和药价谈判为何持续成为政策主线。

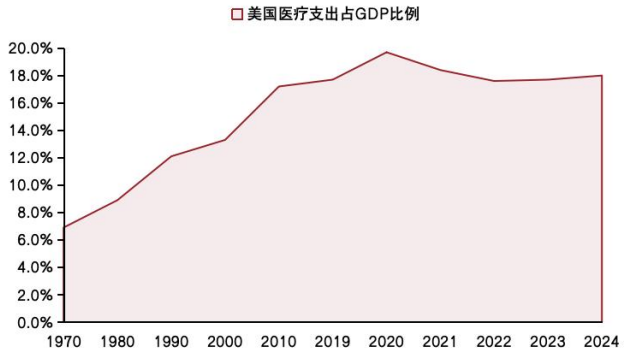
仅供内部参考，请勿外传

图15：美国人均医疗支出情况



资料来源：CMS National Health Expenditure，国信证券经济研究所整理

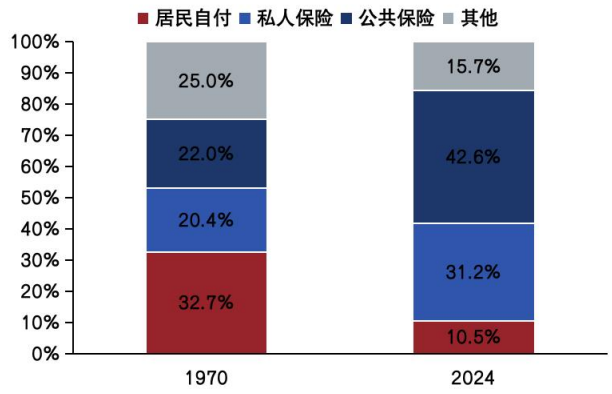
图16：美国医疗支出占 GDP 比例情况



资料来源：CMS National Health Expenditure，国信证券经济研究所整理

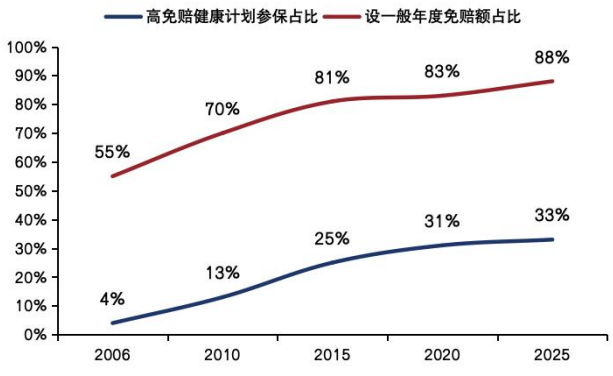
与发展初期相比，美国市场最大的变化是支付责任由个人现金支付转向保险组织化支付，但消费者又通过保费、免赔额和共付机制重新承担更显性的边际成本。1970～2024 年，居民直接自付占全国医疗卫生总支出的比重由 32.7%降至 10.5%，私人健康保险占比由 20.4%升至 31.2%，公共健康保险占比由 22.0%升至 42.6%，说明行业增长主要依托保险支付能力而非居民现金支出；但自付占比下降不能简单理解为个人负担和消费决策弱化，因为统计中的自付支出不包括个人缴纳的保险保费，且保险产品内部的成本分担显著增强。根据 KFF 调查显示，设有一般年度免赔额的雇主医保覆盖员工占比由 2006 年的 55%升至 2025 年的 88%，同期高免赔健康计划及储蓄选项（HDHP/SO）参保占比由 4%升至 33%；2025 年，在设有一般年度免赔额的单人计划中，平均免赔额已达 1,886 美元。美国居民的医疗支付由较高比例的直接现金支付，逐步转向以保险为主的组织化支付；与此同时，保险又通过免赔额、共付额和网络限制，让消费者承担部分边际费用和选择责任。

图17：美国医疗卫生支出各来源占比变化



资料来源：CMS National Health Expenditure，国信证券经济研究所整理

图18：美国雇主医保年度免赔额及 HDHP/SO 参保比例变化



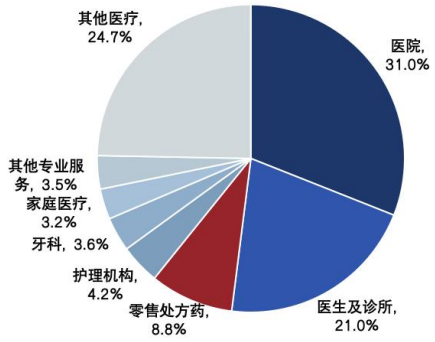
资料来源：Peterson-KFF Health System Tracker，国信证券经济研究所整理

当前美国消费医疗市场呈现支付方主导、院外与家庭渠道扩张等特征，竞争重点已由单点产品转向支付与服务闭环。2024 年美国私人保险、Medicare 及 Medicaid/CHIP 合计承担约四分之三的医疗消费支出，企业能否进入保险网络、

仅供内部参考，请勿外传

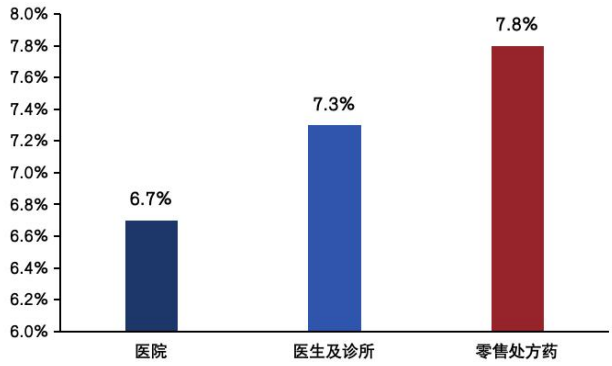
满足支付标准并管理医疗结果，往往比直接面向消费者营销更重要；同时，医院和医生/诊所仍分别占全国医疗支出的 31.0%和 21.0%，消费体验不能替代专业能力与医疗质量；零售处方药仅占支出的 8.8%，但 2020～2024 年支出复合增速达到 7.8%，高于医院的 6.7%，家庭医疗亦已占 3.2%，显示标准化、复购型和可居家交付的环节持续向院外迁移。成熟市场中真正更具持续性的模式，通常不是单纯提高客单价，而是以品牌和专业能力获得信任，以支付合作获得流量，以标准化运营控制成本，并通过药品、服务和家庭管理提高用户生命周期价值。

图19：美国医疗卫生支出结构（2024）



资料来源：Peterson-KFF Health System Tracker，国信证券经济研究所整理

图20：美国医疗支出不同渠道复合增速情况（2020-2024）



资料来源：Peterson-KFF Health System Tracker，国信证券经济研究所整理

从美国市场的经验看，消费医疗不应被简单等同于高自费、高客单价或弱监管，而应被理解为医疗刚需在支付分层、服务体验和家庭场景中的消费化表达。美国居民自付占比持续下降而消费选择仍在增强，说明行业空间取决于医保、商保与个人支付如何分工，而非自费比例越高越好；其次在供给组织上，机构和门店扩张只有转化为稳定的医生能力、单店/单院效率、复购率与治疗依从性，才可能形成有效供给。对应到国内的情况，医疗服务、连锁药房与家用医疗器械三条主线未来可能都会从扩张为主转向是否进入可持续支付体系、是否改善医疗结果、是否形成低成本连续服务的评价框架。

图21：美国消费医疗发展对中国市场的启示



资料来源：CMS National Health Expenditure，Peterson-KFF Health System Tracker，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

日本：全民医保下的消费级补充

日本消费医疗与公共医疗保障并非相互包含，而是在全民医保划定的治疗边界之外的补充。日本于 1961 年实现全民医保后，疾病诊疗主要按照全国统一的诊疗报酬和药价体系运行，核心医疗服务的价格与支付方式受到较强约束；居民自主选择和自费属性更强的需求，则主要集中于 OTC 药品、健康食品、体检筛查、视力与口腔管理、医美及家庭健康用品。此后，监管改革逐步扩大这一补充层：2009 年一般用医药品销售制度改革引入注册销售者并按照风险划分销售要求，2014 年新销售制度允许多数一般用医药品通过互联网销售，2015 年功能性标示食品制度启动，2016 年健康支持药局制度实施，2017 年自我药疗税收扣除制度落地。日本市场由此形成了“公共保险承担标准治疗、专业人员支持轻症自我处置、零售渠道承接日常健康管理”的结构，其消费化方向更多体现为医疗需求进入家庭和社区，而非核心诊疗服务全面市场化。

图22：日本消费医疗相关制度发展历程

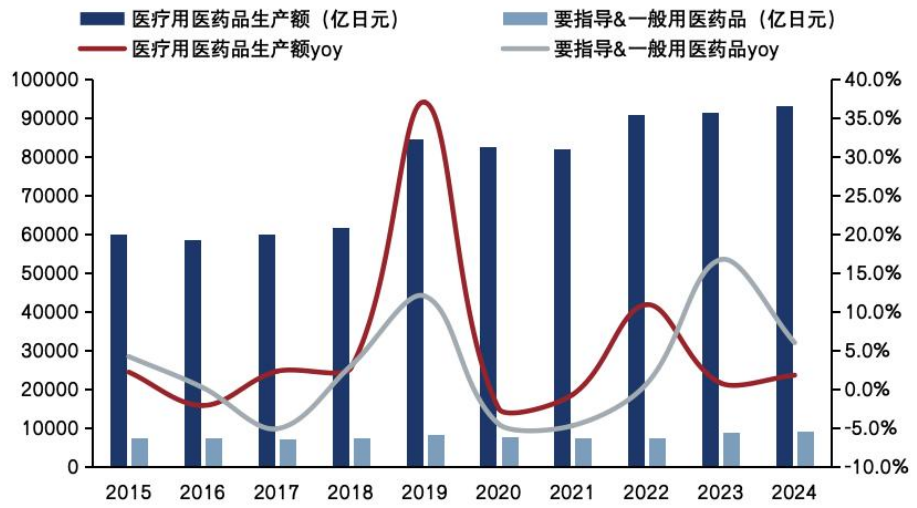


资料来源：Japan Health Policy NOW，厚生劳动省，日本 OTC 药品协会，国信证券经济研究所整理

在制度边界逐步放宽后，日本消费医疗长期面临的核心矛盾变为如何在低自付、广覆盖的全民医保体系内，为居民自主处理轻症和预防健康管理建立足够激励。世界银行与 WHO 数据显示，日本居民直接自付占医疗支出的比重由 2000 年的 15.9%降至 2023 年的 12.2%，说明核心疾病治疗仍主要由公共保险承担，居民没有大规模转向自费医疗的经济压力。与此同时，人口老龄化又要求公共医疗体系减少可由居民自行处理的轻症就医需求，因此日本先后建立的 OTC 风险分类与注册销售者制度、允许多数一般用医药品通过互联网销售，以及实施自我药疗税制，以渠道开放和税收优惠鼓励居民承担更多日常健康管理。但政策开放并未使 OTC 成为高速增长市场，厚生劳动省统计显示，要指导及一般用医药品（基本对应 OTC 药）生产额由 2015 年的 7512 亿日元增至 2024 年的 9331 亿日元，九年复合增速约+2.4%。由此看，日本消费医疗的长期难题不是需求缺失，而是公共保障已经覆盖大部分必要治疗，自我药疗只能在便利性、安全性和专业监管允许的范围内渐进扩张；这一约束也促使药妆店不再单纯依靠 OTC 增长，而是通过食品、美妆、日用品和调剂业务扩大消费场景。

仅供内部参考，请勿外传

图23：日本药品生产额情况



资料来源：日本厚生劳动省，国信证券经济研究所整理

与十年前相比，日本消费医疗最大的变化是药妆店由药品销售场所转型为社区综合零售平台。经济产业省数据显示，2014～2025 年药妆店销售额由 4.94 万亿日元增至 9.41 万亿日元，门店数由 13069 家增至 20373 家，单店年销售额由约 3.78 亿日元提高至 4.62 亿日元；但同期 OTC 销售额占比由 14.9%降至 11.0%，调剂医药品占比由 7.0%升至 10.4%，食品占比则由 24.4%升至 34.1%。在 4.48 万亿日元的新增销售额中，食品贡献 44.7%，调剂医药品贡献 14.1%，OTC 仅贡献 6.8%。这说明药妆店的扩张逻辑已经从“卖药获得高毛利”转向“以食品和日用品提高到店频率，以美妆改善毛利，以调剂和 OTC 建立健康专业形象”；消费医疗仍是渠道的信任入口，但并不是全部收入增长的主要来源。

表4：日本药妆店规模与经营效率变化

	2014 年	2019 年	2021 年	2023 年	2025 年
商品销售额（万亿日元）	4.94	6.84	7.31	8.34	9.41
门店数（家）	13,069	16,422	17,622	19,028	20,373
单店年销售额（亿日元）	3.78	4.16	4.15	4.39	4.62
OTC 销售额（万亿日元）	0.74	0.9	0.87	0.99	1.04
调剂医药品销售额（万亿日元）	0.35	0.55	0.63	0.8	0.98
食品销售额（万亿日元）	1.21	1.94	2.23	2.69	3.21

资料来源：日本经济产业省，国信证券经济研究所整理

表5：日本药妆店收入结构及增量来源

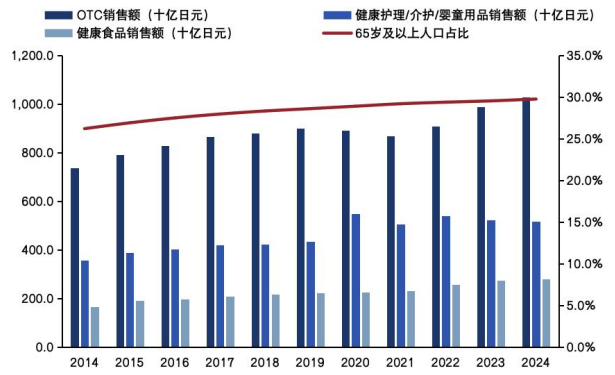
品类	2014 年收入占比	2025 年收入占比	2014—2025 年新增销售额贡献
调剂医药品	7.00%	10.40%	14.10%
OTC 医药品	14.90%	11.00%	6.80%
健康护理、介护及婴童用品	7.20%	5.50%	3.60%
健康食品	3.30%	3.10%	2.90%
美妆	14.70%	13.20%	11.50%
家庭用品、日用品及宠物用品	15.60%	13.40%	11.10%
食品	24.40%	34.10%	44.70%
盥洗护理及其他	12.80%	9.30%	5.30%

资料来源：日本经济产业省，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

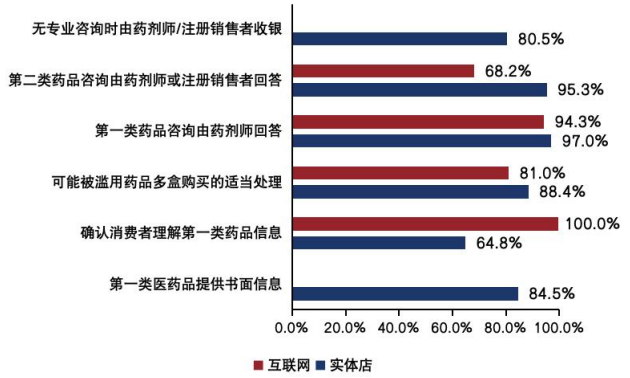
日本消费医疗最值得关注的需求特征，是老龄化带来了持续、但并不爆发式增长的家庭健康管理需求。世界银行基于联合国人口数据的统计显示，日本 65 岁及以上人口占比由 2014 年的 26.2%升至 2024 年的 29.8%；同期，经济产业省统计的药妆店 OTC 销售额由 7366 亿日元增至 10292 亿日元，健康护理、介护及婴童用品销售额由 3563 亿日元增至 5176 亿日元，健康食品销售额由 1647 亿日元增至 2806 亿日元，对应年复合增速分别为 3.4%、3.8%和 5.5%。人口结构为慢病监测、营养补充、介护用品和日常自我药疗提供了稳定客群，但相关品类增长速度仍偏低，企业更需要依靠复购、会员管理和持续服务提高单个消费者的长期价值。供给端更有区分度的特征，则是消费过程始终受到专业人员和合规流程约束。厚生劳动省 2024 年度调查显示，实体店对第二类药品咨询由药剂师或注册销售者回答的比例为 95.3%，互联网销售仅为 68.2%；对于可能被滥用药品的多盒购买，实体店和互联网渠道作出适当处理的比例分别为 88.4%和 81.0%。这意味着线上化可以降低购买门槛，却不能自动解决用药判断、身份核验和滥用识别问题；药剂师覆盖、咨询记录和风险控制能力，仍然是日本消费医疗渠道建立信任和留住用户的重要基础。

图24：日本老龄化与药妆店健康相关品类销售额变化



资料来源：世界银行，日本经济产业省《药妆店商品类别销售额等时序数据》，国信证券经济研究所整理

图25：2024 年度日本实体店与互联网渠道 OTC 销售合规率



资料来源：日本厚生劳动省《2024 年度医药品销售制度实态把握调查》，国信证券经济研究所整理

日本的经验显示，消费医疗应当被建设为基本医保和专业医疗的低成本前端延伸。首先，医保与消费市场应清晰分层，标准治疗由公共支付保障，轻症自我处置、预防筛查、体验升级和家庭管理由居民、商保及企业福利共同承担；其次，Switch OTC（将处方药经评估后转换成可在药店购买的药品）和线上售药应与风险分类、专业人员资格及不良反应监测同步推进，渠道开放不能快于安全能力；同时，国内连锁药房可以借鉴日本药妆店的复合经营提高客流和坪效，但必须把食品日用带来的规模增长与调剂、OTC、慢病管理形成的医疗能力分开评价。对应国内连锁药房行业，应更多关注同店增长中的品类来源、专业人员配置、健康品类复购、现金流、投诉与合规指标，而不能只看门店数量和总销售额。

仅供内部参考，请勿外传

图26：日本消费医疗发展对中国市场的启示

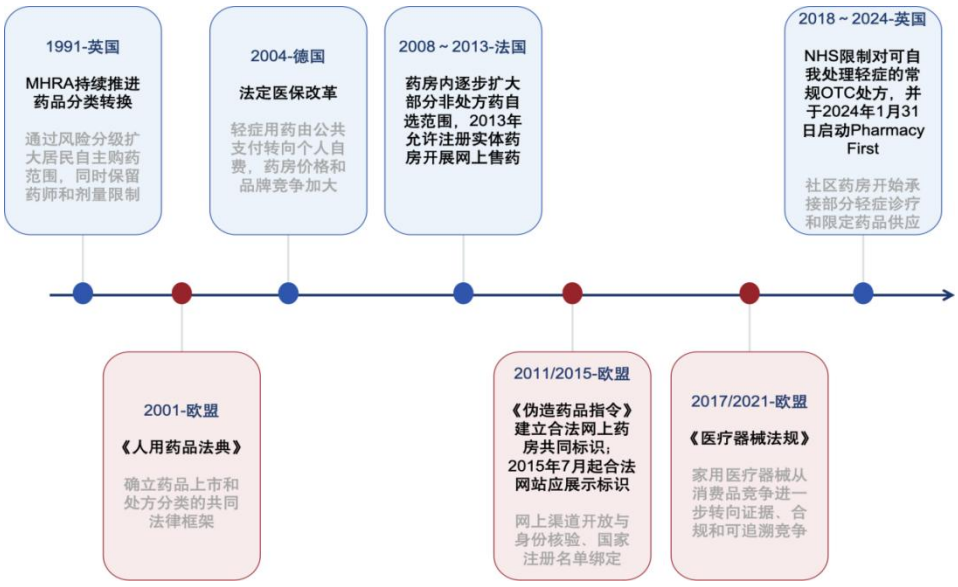


资料来源：日本厚生劳动省，日本经济产业省，日本 OTC 医药品协会，国信证券经济研究所整理

欧洲：共同监管框架下的多国路径

欧洲消费医疗不是一个按照统一支付规则运行的单一市场，而是在欧盟共同产品监管与各国药品分类、报销和药房制度之间逐步形成的自我保健市场。英国较早建立了处方药（POM）、药房药品（P）和普通销售药品（GSL）之间的分类转换机制，居民可以在药师监督或普通零售渠道购买不同风险等级的药品。德国在 2004 年社会法定医保改革后，将除少数例外的大部分非处方药排除在法定医保报销之外，推动轻症用药更多由居民自费。法国则长期保留药房对药品零售的垄断，2013 年才允许注册实体药房开展非处方药网上销售。欧盟层面的《药品法典》、食品补充剂指令和《伪造药品指令》分别建立了药品分类、补充剂安全和合法网上药房标识等共同规则，但具体的可购买渠道和支付方式仍由各国决定。

图27：欧洲代表性国家及欧盟消费医疗相关制度发展历程

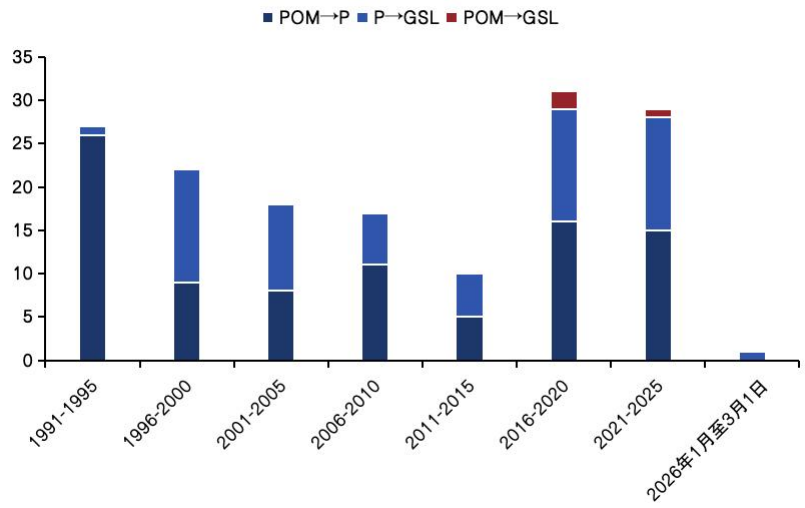


资料来源：MHRA 药品分类转换指南，WHO 欧洲卫生系统观察站，欧盟委员会官网，NHS England Pharmacy First，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

欧洲消费医疗发展中最难解决的问题不是居民有没有轻症需求，而是同一种产品在不同国家面临不同的分类、报销和渠道规则，企业很难用一套模式覆盖整个欧洲。AESGP 数据库中，非处方药成分目录比较 30 个国家、200 多种活性成分的处方与非处方状态，说明欧洲市场仍然存在显著的国家差异。英国 MHRA 公开的 1991 年至 2026 年 3 月 1 日药品分类转换记录中，共有 155 条 POM→P、P→GSL 或 POM→GSL 记录。德国和法国的对比也说明，支付端和渠道端可以走向不同方向：德国用医保报销退出推动个人支付，法国则通过药房垄断和专业人员资格控制销售入口。

图28：英国药品分类转换记录



资料来源：Medicines and Healthcare products Regulatory Agency (MHRA). 《Approved reclassifications from 1991 to 01 March 2026》. Medicines and Healthcare products Regulatory Agency, 2026，国信证券经济研究所整理

表6：英国、法国、德国消费医疗渠道与支付规则对比

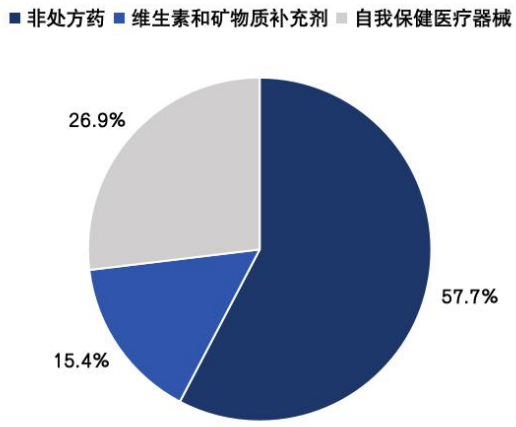
	非处方药分类/支付	主要销售入口
英国	OTC 包括 P 药房药品和 GSL 普通销售药品；轻症 OTC 一般由居民购买	P 药品需药房和药师参与，GSL 可在部分普通零售渠道购买
德国	2004 年以来大部分 OTC 不由法定医保报销，少数严重疾病和儿童例外	社区药房是主要专业入口，药房邮购也可存在
法国	OTC 和处方药均主要通过社区药房销售；OTC 网上销售仅限注册实体药房 |	药房垄断，线上渠道与实体药房绑定

资料来源：MHRA，德国《社会法典》，WHO 德国卫生系统评估，WHO 法国卫生系统评估，国信证券经济研究所整理

欧洲自我保健市场已经形成药品、食品补充剂和家用医疗器械三类产品并存的结构，药品仍是最大品类，但器械和补充剂也已达到十亿盒级别。AESGP《Activity Report 2025》将欧洲自我保健产品明确分为非处方药、食品补充剂和自我保健医疗器械三类，据 IQVIA 统计的数据，2025 年三类产品分别销售或购买 45 亿盒、12 亿盒和 21 亿盒，分别占比 57.7%、15.4%、26.9%。欧洲消费医疗的院外需求已经覆盖治疗、营养补充和家庭检测/护理等多个场景。

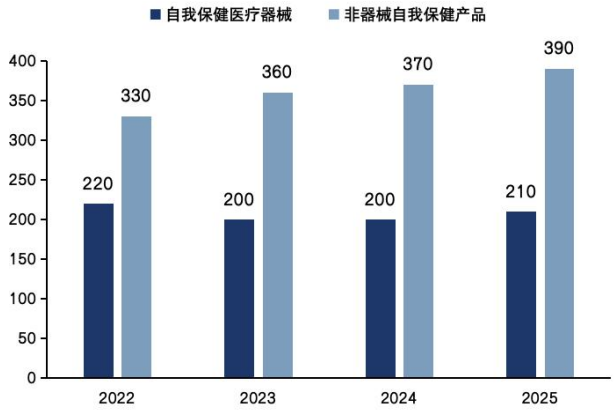
仅供内部参考，请勿外传

图29：2025 年欧洲自我保健三大品类销量结构



资料来源：IQVIA，国信证券经济研究所整理

图30：欧洲消费健康市场规模情况（单位：亿欧元）

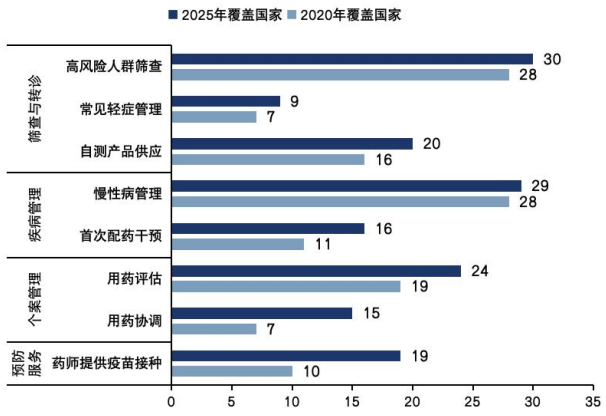


资料来源：IQVIA，国信证券经济研究所整理

注：非器械自我保健产品包括消费健康类的 OTC 药品、食品补充剂及其他非注册消费健康产品

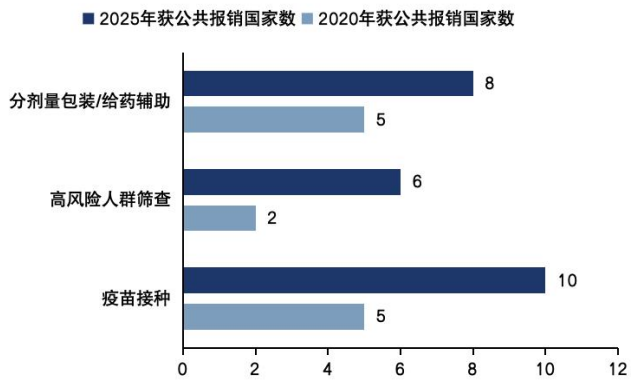
欧洲药房服务化最清晰的证据，不是药房数量本身，而是同一批国家在五年内新增了更多由药师提供的预防、筛查和用药管理服务；但服务可及性的扩张仍快于公共支付覆盖。PGEU 在 2026 年发布的社区药房服务追踪调查中显示，2020～2025 年，33 个欧洲调查国中，药师疫苗接种服务覆盖国家由 10 个增至 19 个，用药协调由 7 个增至 15 个，首次配药干预由 11 个增至 16 个；在可比的 47 项服务中，有 36 项（77%）在更多国家提供。支付端的扩张相对滞后：疫苗接种获政府报销的国家由 5 个增至 10 个，高风险人群筛查由 2 个增至 6 个，分剂量包装/给药辅助由 5 个增至 8 个；整体上仅 23 项服务（49%）的公共报销覆盖增加。社区药房正在从发药渠道变成轻症处理、预防筛查和慢病用药管理的服务入口，但其商业可持续性很大程度上取决于服务能否被医保或公共卫生项目正式购买。

图31：欧洲社区药房服务覆盖国家数变化



资料来源：Batista A, et al. “Evolution of community pharmacy services in the European Union and beyond: a cross-country survey of 33 national pharmacy organisations.” International Journal of Clinical Pharmacy, 2026，国信证券经济研究所整理

图32：欧洲社区药房服务公共报销覆盖国家数变化



资料来源：Batista A, et al. “Evolution of community pharmacy services in the European Union and beyond: a cross-country survey of 33 national pharmacy organisations.” International Journal of Clinical Pharmacy, 2026，国信证券经济研究所整理

欧洲消费医疗市场的经验主要是解决了哪些低复杂度医疗需求可以安全地从医

仅供内部参考，请勿外传

院转移到居民和社区。围绕这一问题，产品分类负责划清居民自我管理的边界，药师和药房承担用药指导、风险识别和必要转诊，线上渠道则用于扩大合规服务的可及范围；如果专业责任和支付机制没有同步下沉，渠道扩张最终只会增加商品销售，而不会形成真正的医疗服务能力。因此，中国衡量消费医疗发展时，不应只看门店数量、产品 SKU 或线上 GMV，更应观察有多少轻症和日常健康需求被安全地留在院外、药师服务能否获得合理支付，以及误用、延迟治疗和不当自我诊疗等风险是否得到控制。

图33：欧洲经验对中国消费医疗的可借鉴方向



资料来源：欧盟委员会，MHRA，NHS England，WHO 欧洲卫生系统观察站，国信证券经济研究所整理

美、日、欧路径虽然不同，但共同表明消费医疗的成熟并不等同于提高自费比例或放松渠道限制，而是在基本保障和专业监管不后退的前提下，将适合标准化管理的轻症、预防和慢病随访有序移出医院。美国通过保险网络和成本分担约束消费选择，说明支付体系决定了需求能否以可负担的方式持续；日本在全民医保下将自我药疗定位为标准治疗的补充，说明老龄化能够带来稳定需求，却不会自动转化为高增长和高盈利；欧洲则进一步说明，药品分类、专业服务与支付机制必须同步，渠道开放本身难以形成医疗服务能力。三者的共同经验不是简单扩大医疗消费，而是降低院外服务的信息差和风险，使居民选择权与支付责任、专业责任保持一致。

中国消费医疗市场当前最主要的矛盾，是机构、门店和产品供给扩张较快，院外支付与专业服务能力建设相对滞后。基本医保在国内已实现广覆盖，2025 年零售药店约 68 万家，民营医疗机构数量占比也已较高，线上购药和家用器械进一步降低了可及门槛；但同店和单院效率承压、药师服务变现不足、家用设备与持续健康管理脱节，说明新增渠道已很难复制过去的增长。未来更可行的中国路径，是先从轻症管理、慢病监测、康复护理等风险较低、流程可标准化、结果可追踪的场景出发，将基本医保、商保和个人支付按照医疗必要性分层，并让药师、医生和数字化随访承担相应的服务责任。由此，我们认为下一阶段的行业增长将主要来自存量网络的效率提升和服务能力兑现，而非机构、门店或产品数量继续扩张；能够持续提高同店与单院产出、复购和依从性，并保持现金流与合规质量的企业，才更可能形成长期竞争优势。

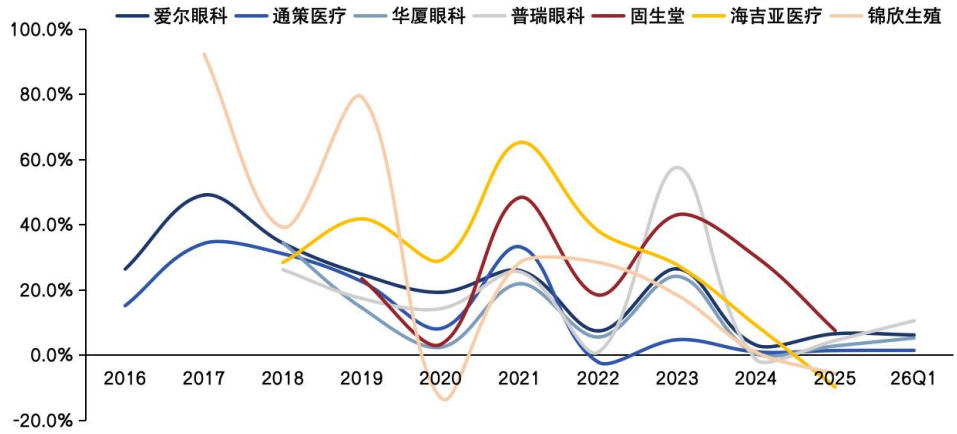
仅供内部参考，请勿外传

消费医疗主线赛道现状分析

赛道一：医疗服务——从高客单消费回归高信任医疗

收入普遍降速，行业进入存量经营下的利润分化。新冠疫情以来多数公司的收入增速已由扩张期的双位数回落至中低个位数，行业判断的重点因而从市场空间转向存量经营中的利润分化。2023 年，医疗服务赛道具有代表性的 A/H 股上市公司的收入增速仍可在 20%以上；到 2025 年，代表公司中增速最高的也仅有个位数增长。这一变化意味着行业过去由新院并表、客单价提升和高毛利自费项目共同推动的增长方式已经逐渐落幕。我们预计下一阶段，医疗服务公司的超额收益不会来自整个板块同步回升，而更可能来自少数能够把服务量恢复转化为利润和现金流的公司。

图34：医疗服务赛道代表公司收入增速变化

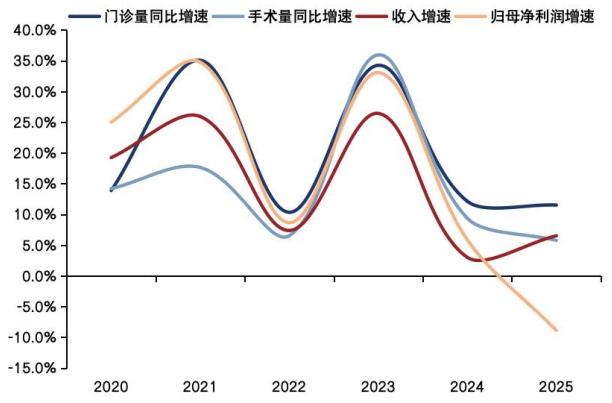


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

现阶段服务量贡献更稳定，客单价与结构决定收入弹性。门诊量和就诊量构筑现阶段医疗服务上市公司收入增长的底线，客单价与项目结构更多决定收入相对服务量的增减幅度。从样本公司的情况来看，门诊量与手术量的变化趋势往往与公司收入增速的走势相关性较强。公司的收入与服务量差异则不能直接等同于客单价趋势，因为公司收入还受到手术与门诊占比、病种和项目组合、新老医院结构以及季节性波动影响，部分客单价变化也可能只是高低客单项目占比变化带来的周期性结果。因此，现阶段判断收入增长质量，应先观察患者量能否延续，再分析价格和项目结构是在增强还是削弱量增贡献；而是服务量对收入方向的解释力更强，客单价与结构对收入弹性和利润率的影响更大。

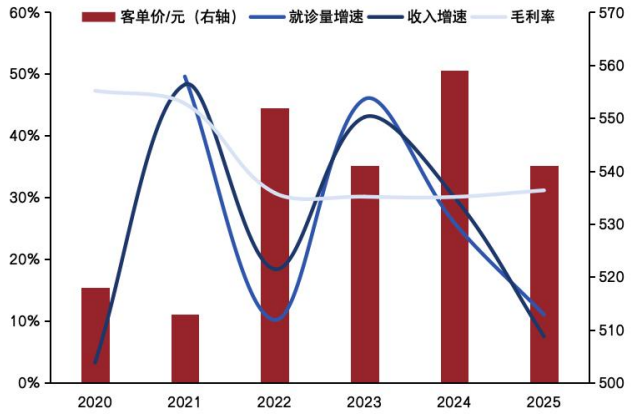
仅供内部参考，请勿外传

图35：爱尔眼科重点经营数据与财务表现对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：固生堂重点经营数据与财务表现对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

DRG 将住院收入的增长从项目扩张转向病组效率。DRG 改革前，医院主要按检查、药品、耗材和治疗项目结算，项目增加或住院时间延长通常能够同步形成收入；DRG 实施后，医保按照诊断、手术方式、并发症和疾病严重程度将病例分组，同一病组执行相对固定的支付标准，医院难以再将低效率和不合理成本转移给医保。截至 2023 年底，全国超过九成统筹地区已开展 DRG/DIP 支付方式改革；三年行动计划要求到 2025 年底覆盖所有符合条件的住院医疗机构，病种覆盖率原则上达到 90%，DRG/DIP 付费医保基金占统筹区住院医保基金支出原则上达到 70%。对民营医院而言，短期压力主要落在医保住院占比较高、药耗成本较重或平均住院日偏长的机构，收入增速和毛利率可能受到约束；长期则有利于拥有复杂病例能力、标准化临床路径和集团采购优势的连锁医院。肿瘤、白内障、眼底病等医保住院业务受到直接影响。因此，DRG 一定程度上提高了收入转化为利润的门槛，后续应重点观察医保业务单病例收入、药耗占比、平均住院日和病例等多方面的指标。

表7：DRG/DIP 改革前后的支付变化及民营医院影响

	改革前	DRG/DIP 实施后	对民营医院的影响
支付基础	按检查、药品、耗材和治疗项目结算	按病组或病种打包结算	单纯增加项目难以继续形成等比例收入
利润变量	项目量、单价和住院日	病例数量、病组难度、支付标准与实际成本	临床路径、药耗控制和床位周转成为利润变量
病种及基金目标	覆盖范围有限	病种覆盖率原则上达到 90%，相关支付占住院医保基金支出原则上达到 70%	对住院收入和利润率的影响具有实质性
复杂病例处理	地区间处理规则差异较大	2.0 版允许特例单议，申报量原则上不超过 DRG 出院病例的 5%或 DIP 病例的 5‰	复杂危重症和新技术并非只能按普通病组支付
结算与现金流	清算周期和信息反馈存在地区差异	月度费用原则上在申报截止后 30 个工作日内结算，可预付约 1 个月资金	规则透明度提升，但医院仍需关注年度清算差额

资料来源：国家医保局《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，国家医保局《关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费 2.0 版本分组方案并深入推进相关工作的通知》，国信证券经济研究所整理

医疗服务公司的盈利分化主要发生在扩张之后：医院、设备和并购形成资产的速度一旦持续快于收入，资产周转率下降会与毛利率承压相互强化，最终表现为 ROIC 下行。上一轮景气期证明扩张本身并非问题：2016～2021 年爱尔眼科收入由 40.0 亿元增至 150.0 亿元，ROIC 大部分时间维持在 15%～20%；同期通策医疗收入由 8.8 亿元增至 27.8 亿元、ROIC 由 12.0%升至 22.6%，华厦眼科 2017～2021 年收入由 16.0 亿元增至 30.6 亿元、ROIC 由 7.2%升至 24.3%。当新增医院能够较快获得患者时，规模增长会同时提高利润率和资本回报。真正的分化发

仅供内部参考，请勿外传

生在 2021 年以后，除固生堂外，其余六家公司均出现不同程度的资本回报下降。爱尔眼科 2021～2025 年收入复合增长 10.5%，但总资产累计增长 67.9%、固定资产增长 174.2%，资产周转率由 0.80 次降至 0.64 次，毛利率由 51.9%降至 47.1%，ROIC 由 16.8%降至 12.3%；这说明公司仍有较强盈利能力，但新增资产的收入贡献慢于过去，当前修复的关键是既有医院利用率回升，而不只是费用压缩。固生堂是目前唯一完成正向循环的样本：2022～2025 年收入复合增长 26.0%，资产周转率由 0.65 次升至 0.85 次，毛利率保持在 31%左右，ROIC 由 10.7%升至 14.3%。因此，判断盈利分化不能停留在净利率横向比较，而应观察扩张后资产周转率和毛利率能否同时稳定；两者共同决定 ROIC，也决定当前利润增长究竟来自经营改善还是低基数。

表8：医疗服务赛道代表公司长期扩张效率与资本回报变化情况（2021-2025 年）

公司简称	收入复合增速	总资产累计增幅	固定资产累计增幅	资产周转率变化	毛利率变化	ROIC 变化
爱尔眼科	10.5%	67.9%	174.2%	0.80→0.64	51.9%→47.1%	16.8%→12.3%
通策医疗	1.2%	21.9%	-0.5%	0.69→0.48	46.1%→38.6%	22.6%→10.7%
华厦眼科	7.8%	134.7%	25.9%	1.14→0.53	46.0%→43.3%	24.3%→6.8%
普瑞眼科	13.1%	95.9%	256.6%	0.98→0.61	43.4%→35.9%	8.5%→-10.0%
固生堂	26.0%	52.7%	149.3%	0.65→0.85	30.8%→31.2%	10.7%→14.3%
海吉亚医疗	14.7%	59.5%	128.0%	0.41→0.37	32.7%→25.5%	8.9%→1.8%
锦欣生殖	9.3%	8.9%	166.5%	0.17→0.18	42.0%→33.5%	3.9%→-8.1%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

医疗服务公司的估值已经普遍经历大幅压缩，部分公司的低估由盈利增长和资本质量共同证明。我们用重点公司自身的盈利增长和资本质量检验当前价格。主指标采用质量约束的前瞻 PEG，即 2026E PE 除以 2026～2028E 归母净利润复合增速的百分点。PE 直接反映市场为下一年度利润支付的价格，两年盈利复合增速反映这笔价格能否被中期增长消化。在我们关注的公司中，固生堂、海吉亚医疗显示明显被低估，尽管低估一定程度上受到 H 股与 A 股流动性差异的影响，但固生堂具有可相互验证的利润增长与现金回报；海吉亚医疗当前 PE、PEG 均处于历史低位，修复弹性更高。爱尔眼科预计 2026 年前瞻 PEG 为 1.55 倍，其相对优势在于 ROE 和现金流质量更稳定，估值仍处于合理偏低区间，后续体系内医院效率提升有望带动估值回升。

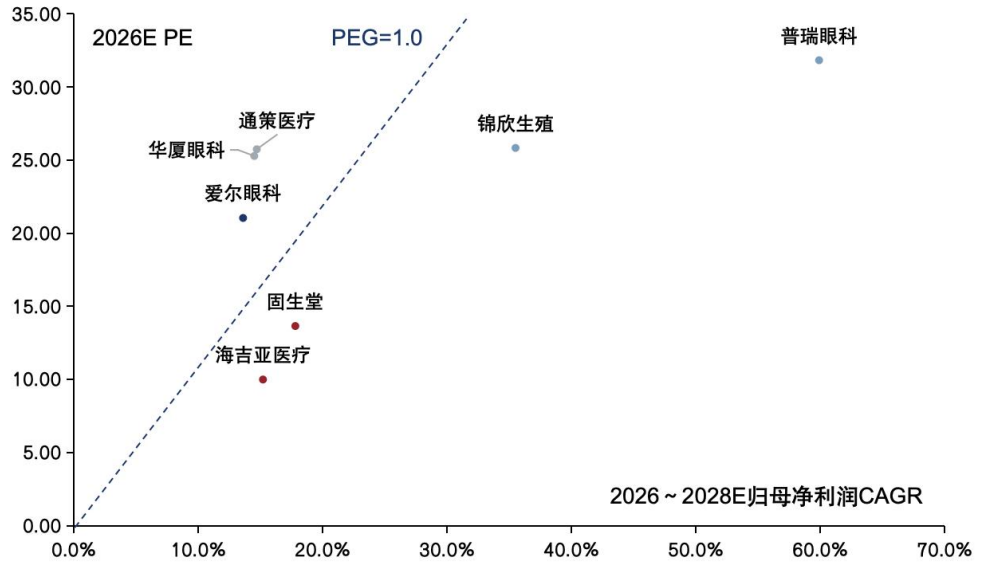
表9：医疗服务赛道代表公司前瞻 PEG 及资本质量指标情况

公司简称	2026E PE	2026～2028E 归母净利润 CAGR	前瞻 PEG	经营现金流/归母净利润	资本开支/经营现金流	当前滚动 PE 历史分位
固生堂	13.7	17.8%	0.77	1.74 倍	19.3%	17.1%
海吉亚医疗	10.0	15.2%	0.66	5.77 倍	50.9%	38.6%
爱尔眼科	21.0	13.6%	1.55	1.84 倍	35.0%	0.8%
华厦眼科	25.3	14.5%	1.75	1.97 倍	26.7%	13.3%
通策医疗	25.7	14.7%	1.75	1.63 倍	30.4%	0.8%
普瑞眼科	31.8	59.9%	0.53	-	41.6%	-
锦欣生殖	25.8	35.5%	0.73	-	44.9%	-

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理　　注：除爱尔眼科、固生堂外均为 Wind 一致预期

仅供内部参考，请勿外传

图37：医疗服务赛道代表公司 2026E PE 与 2026～2028E 盈利增速关系



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理
注：除爱尔眼科、固生堂外均为 Wind 一致预期

赛道二：连锁药房——从门店扩张转向存量提效与专业服务

行业总量增长承压，已出现进入存量竞争阶段的趋势。2026 年 Q1 国内药品市场全渠道累计销售额为 4168 亿元，同比下滑 5.4%，降幅较 2025 年有所扩大。药品零售行业已经从普遍扩容转向结构性分化。与此同时，过去几年连锁药房板块上市公司的收入增速中枢显著下移，利润增长也在行业增速下行的环境中出现波动。在总量增速承压的背景下，连锁药房公司的增长越来越不应简单依赖行业自然增长。分销售渠道来看，26Q1 医院/基层医疗/零售市场销售占比分别为 59.0%/10.3%/30.7%，零售市场占比同比提升 1.8pp。零售药店凭借定价、选品、会员运营和即时服务的灵活性，实现逆势正增长，26Q1 零售市场销售收入同比增长 0.6%，为三大渠道中唯一正增长渠道。

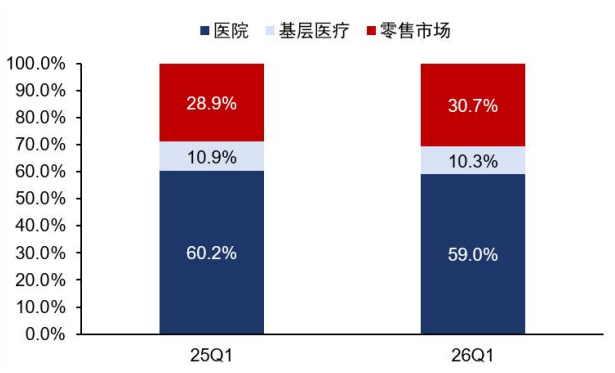
图38：中国药品市场全渠道累计销售额季度数据（单位：亿元）



资料来源：中康 CMH，中康 Deepsight，国信证券经济研究所整理

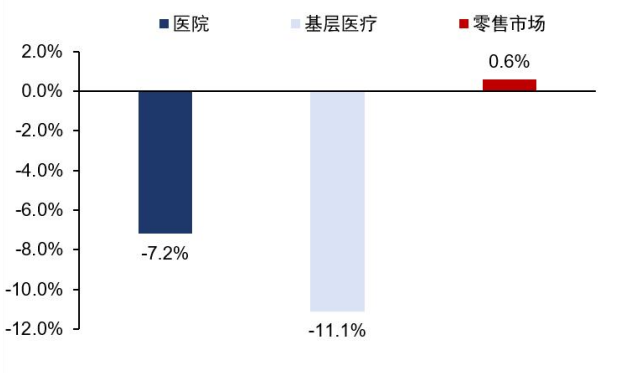
仅供内部参考，请勿外传

图39：药品三大渠道销售额占比变动



资料来源：中康 CMH，国信证券经济研究所整理

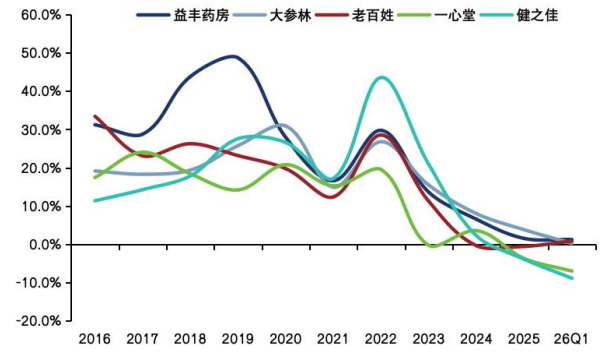
图40：药品三大渠道 26Q1 销售额同比变动



资料来源：中康 CMH，国信证券经济研究所整理

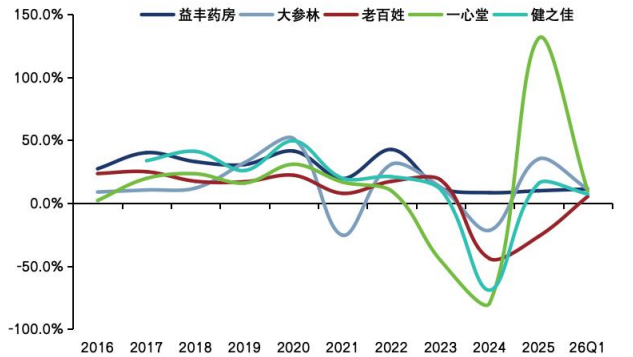
连锁药房板块上市公司的收入增长中枢已经从过去的高位，持续下移至低个位数增长附近。2023 年以后，连锁药房板块上市公司收入增速普遍降至低个位数，未来收入修复要依赖同店表现、专业处方承接、会员复购和门店结构优化。利润端在 2026Q1 已经全部恢复正增长，主要受益于低基数、闭店和费用优化带来的阶段性弹性；板块估值锚需要逐渐从门店数量切换到同店收入、坪效、周转和现金回报。

图41：连锁药房上市公司收入增速变动



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：连锁药房上市公司归母净利润增速

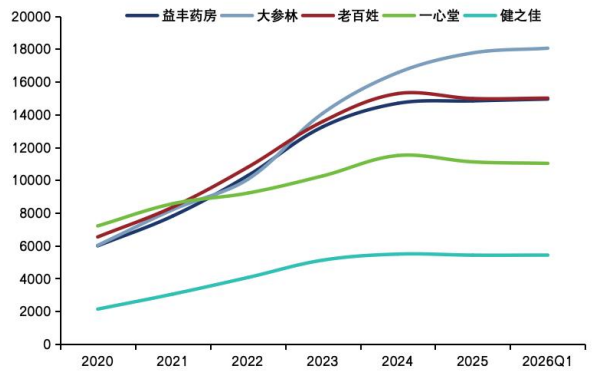


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

头部连锁药房的门店网络已基本结束连续大幅净增，后续扩张将更多依赖加盟、区域并购和存量门店提效。 2020～2024 年，益丰、大参林、老百姓、一心堂和健之佳门店数分别由 5991 家、6020 家、6533 家、7205 家和 2130 家增至 14684 家、16553 家、15277 家、11498 家和 5486 家，门店数量快速扩张构成上一轮收入增长的主要基础；从 2024 年开始，门店增长明显放缓。门店增速下降既反映需求端的压力，也反映行业低效门店退出和新店回收期拉长，直营开店对资本和管理资源的消耗越来越难被自然增长覆盖。加盟可以降低单店资本投入、借助本地经营者加密低线市场，并购则能够一次性获得区域供应链和会员网络，两种方式都有望成为行业出清阶段的主要整合工具。我们预计在后续连锁药房行业的竞争中，头部企业需要同时实现网络扩张和单店回报稳定，单纯恢复门店净增已经不足以重建增长逻辑。

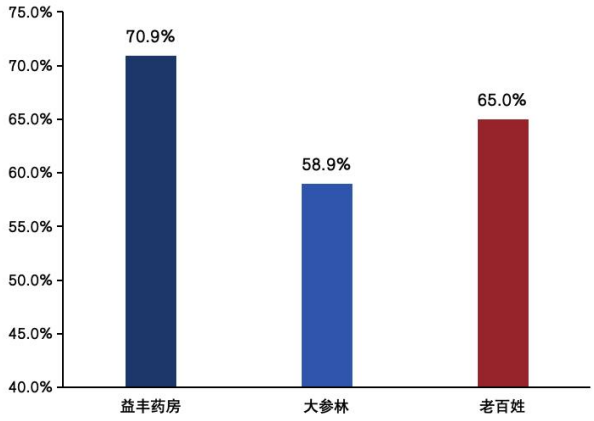
仅供内部参考，请勿外传

图43：连锁药房上市公司门店数量情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

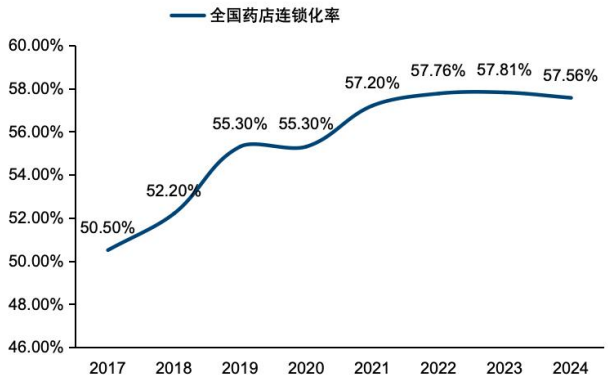
图44：益丰药房、大参林、老百姓直营门店数量占比（2025）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

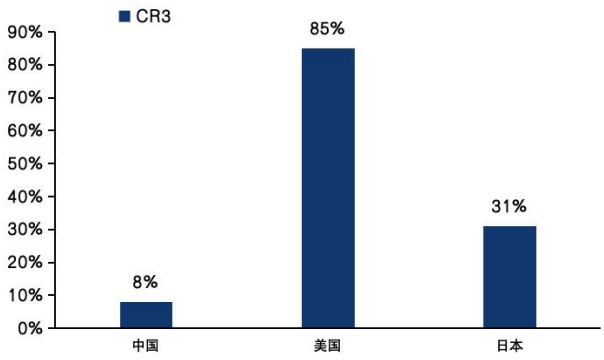
行业门店组织已经过半连锁化，但依然存在提升空间。2024 年全国线下药店连锁化率达到 57.56%，但前 10 家和前 100 家药品零售销售额占比仅为 23.1%和 38.0%。双通道管理、药品追溯码等合规管理持续提高药房的经营成本，单店和小型连锁承担的单位成本更高，全国性和区域龙头可以在更大网络中分摊投入，并通过采购、库存和处方服务提高合规投入的回报。行业的集中红利将主要体现为低效门店退出、区域网络被整合以及医保和处方流量向合规能力更强的企业迁移，头部收入和利润份额有望快于门店份额提升。

图45：全国药店连锁化率情况



资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理

图46：中、美、日连锁药房 CR3 对比（2022 年）



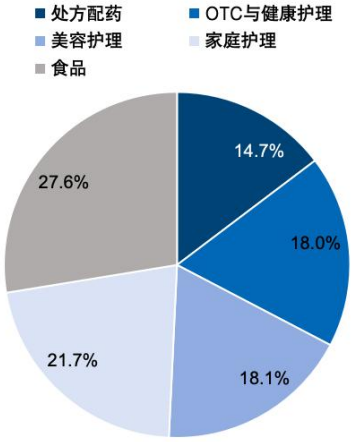
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

非药品类的价值在于提高到店频次和连带率，为低频购药网络增加高频健康消费场景，国内头部药房仍处于品类扩展早期。日本药妆行业 2022 年收入结构中，处方配药、OTC 与健康护理、美容护理、家庭护理和食品占比分别为 14.7%、18.0%、18.1%、21.7%和 27.6%，其中美容护理、家庭护理与食品合计达到 67.4%。高频商品与自有品牌可以同时改善客流和毛利。国内头部药房 2025 年非药及其他收入占比约为 10%～17%，与日本药妆店仍有明显差距，现有门店、会员和即时履约网络为品类扩张提供了基础。但日本经验不能直接外推到国内，药店商圈、消费者购买习惯和供应链能力存在差异，食品、个护和家庭护理的毛利率、损耗率及周转速度也不相同。非药业务能否形成持续增量，关键在于提高客流后能否

仅供内部参考，请勿外传

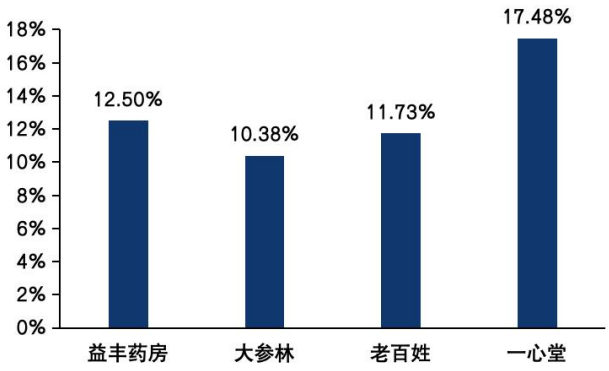
带动药品与健康商品连带销售，并通过选品、自有品牌和库存管理把收入转化为利润；若品类扩张依赖促销或形成低周转库存，收入结构改善反而会占用现金流。

图47：日本药妆行业销售收入结构



资料来源：日本连锁药店协会，国信证券经济研究所整理

图48：国内连锁药房公司 2025 年非药品类销售占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：各公司非药品类销售披露口径可能存在差异

O2O 延伸门店半径，线下继续承接处方与慢病需求。O2O 正在强化感冒、胃肠道和皮肤用药等即时需求，但线下门店仍是处方药、肿瘤及慢病品类的重要销售和服务渠道。2026Q1 从零售市场的内部品类结构看，线下零售药店中肿瘤及免疫药物占 16%，心脑血管、高血压和糖尿病用药分别占 8%、6%和 5%；O2O 直送中感冒清热、胃肠道和皮肤用药分别占 15%、10%和 8%，即时性特征更加明显。这一结构说明 O2O 更适合把存量门店变成前置履约节点，延长服务半径并承接夜间、急需和小额高频订单；处方审核、医保结算、冷链、慢病管理和患者教育仍需要线下网络提供专业服务。B2C 则更适合标准化程度较高、计划性较强的跨区域购买。对线上业务的判断最终要落到门店利润，订单增量需要覆盖平台佣金、配送、补贴和额外拣货成本，会员复购和处方转化也应同步改善。O2O 对药房网络的意义主要在于提高存量资产利用率，短期内不会削弱高质量线下门店的价值。

表10：26Q1 零售市场不同渠道品类布局情况

	零售药店（不含 O2O）		O2O 直送店		B2C	
	份额	增长率	份额	增长率	份额	增长率
肿瘤治疗药物及免疫调节剂	16%	19%	0%	59%	2%	-12%
心脑血管疾病用药（不含高血压）	8%	4%	2%	71%	6%	6%
感冒用药/清热类	7%	-31%	15%	-9%	4%	-50%
胃肠道疾病用药	7%	-4%	10%	22%	5%	-3%
高血压用药	6%	3%	2%	67%	5%	27%
维生素矿物质补充剂	6%	8%	4%	25%	6%	-17%
滋补保健类	6%	-1%	2%	24%	5%	-20%
糖尿病用药	5%	14%	1%	78%	11%	121%
肌肉-骨骼系统用药	4%	-1%	4%	45%	4%	-2%
皮肤用药	4%	4%	8%	44%	10%	-6%
全身用抗感染药物	4%	-10%	6%	17%	2%	18%
止咳祛痰平喘类	4%	-23%	7%	11%	2%	0%
口腔咽喉类	3%	-12%	7%	22%	1%	18%
泌尿系统用药	3%	-2%	6%	23%	6%	-17%
神经系统用药/补益安神助眠类	3%	-4%	2%	53%	6%	10%
解热、镇痛、抗炎与抗风湿及抗痛风药	2%	-6%	6%	19%	2%	15%

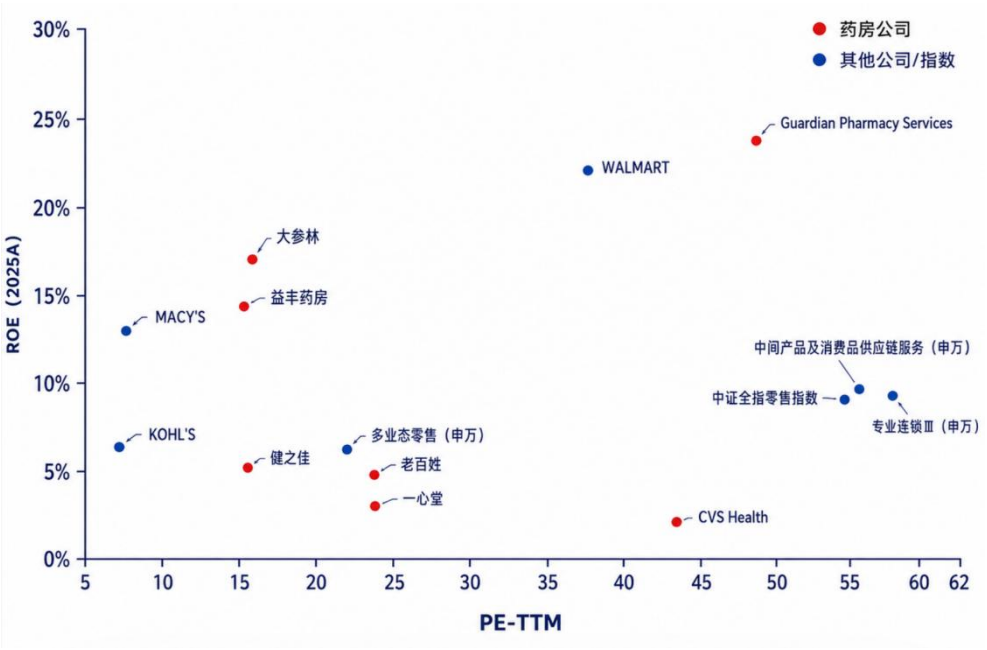
仅供内部参考，请勿外传

眼科类	2%	3%	4%	47%	3%	13%
减肥类	0%	130%	0%	58%	4%	74%

资料来源：中康 CMH，国信证券经济研究所整理　　注：O2O 直送店包含美团+淘宝闪购+京东到家；B2C 电商包含天猫+京东

国内连锁药房当前的低估主要集中在盈利能力已经稳定的头部公司。以 2025A ROE 和 PE-TTM 观察，益丰药房和大参林处于“较低 PE、较高 ROE”的左上区域；相比之下，A 股多业态零售样本 PE 约 21.85 倍、ROE 为 6.41%，零售细分行业及指数 PE 约 54～58 倍、ROE 约 9%～10%，两家药房龙头在资本回报更高的情况下仍承担明显估值折价。后续板块估值回升更可能沿两条路径展开：益丰和大参林在同店收入企稳、净利率不回落且 ROE 保持 15%左右的条件下，有望先获得盈利质量驱动的适度倍数修复；一心堂等修复型公司需要门店调整和费用优化转化为收入、利润率与 ROE 的持续改善，先由利润恢复消化当前 PE，再打开估值提升空间。因此，行业重估的核心催化仍是经营改善与盈利预期共振，而非简单向零售指数的高 PE 靠拢。

图49：连锁药房重点公司及零售连锁相关指数/海外相关标的估值及盈利水平比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：图中美股公司中，CVS 为药房；MACY'S, KOHL'S 为连锁百货零售；WALMART 为连锁大型综合零售

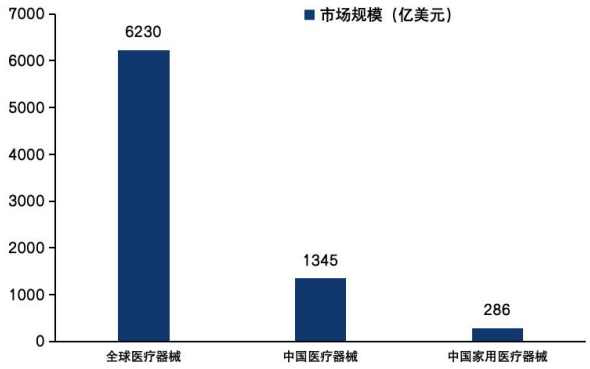
赛道三：家用医疗器械——医疗走向家庭，价值由设备销售延伸至持续管理

市场规模已经形成，增长集中在低渗透细分品类。中国家用医疗器械已经形成约两千亿元人民币量级的市场，下一阶段的增长更可能来自低渗透品类放量和单用户价值提升。2024 年全球医疗器械、中国医疗器械和中国家用医疗器械市场规模分别约为 6230 亿美元、1345 亿美元和 286 亿美元，家用产品约占中国医疗器械市场的 21.3%。行业已经具备较大的需求基础，但不同品类的成熟度差异明显：血压计、体温计等基础监测设备覆盖较广，增长更多依赖更新换代、智能化和渠道下沉；睡眠呼吸机、连续血糖监测（CGM）和康复理疗设备仍处于诊断率、渗透率和使用频率共同提升的阶段。中国睡眠呼吸机和 CGM 市场复合增速分别约

仅供内部参考，请勿外传

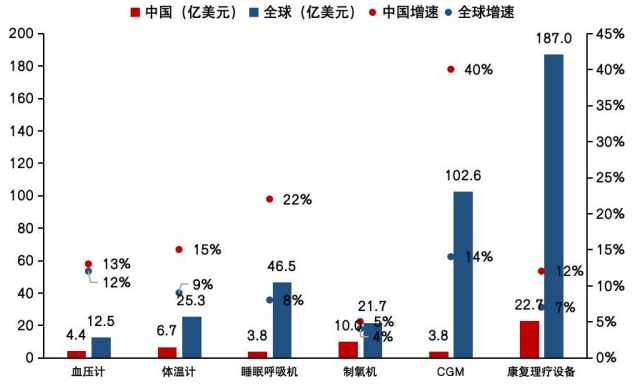
为 22%和 40%，明显高于全球市场的 8%和 14%。这意味着家用医疗器械的投资机会不会由行业总量平均扩张推动，利润增量将更多流向能够提高诊疗可及性、形成耗材复购并沉淀用户数据的细分品类。

图50：全球及中国医疗器械市场规模情况（2024 年）



资料来源：中商产业研究院，数商云，国信证券经济研究所整理

图51：全球及中国家用医疗器械部分重点细分领域市场规模

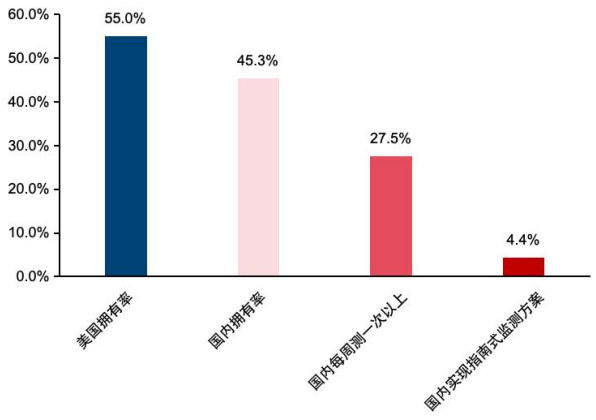


资料来源：Grand View Research，Spherical Insights，贝哲斯咨询，QYR，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

注：以上市场规模仅供参考，因数据来源不同可能存在统计口径上的差别

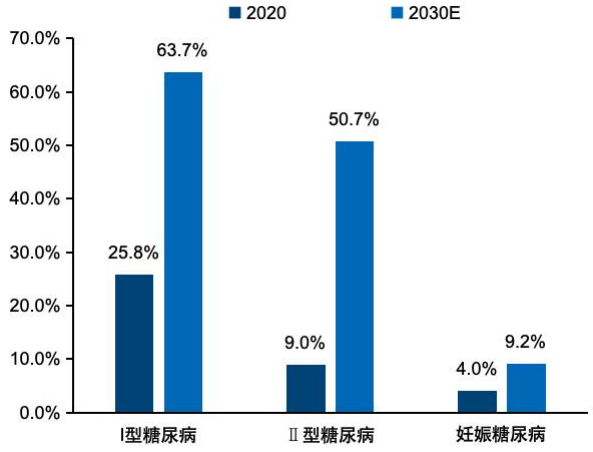
中国家庭健康管理的主要缺口开始一定程度上体现在设备从“买回家”转化为规范、连续、可用于医疗决策的数据的过程。以高血压监测为例，中国高血压患者家用血压计拥有率约为 45.3%，与美国约 55%的差距有限，但符合指南要求的最优家庭血压监测比例仅为 4.4%。血糖和呼吸管理的渗透率差距更大：2020 年美国、欧盟五国和中国Ⅰ型糖尿病患者的 CGM 渗透率分别为 25.8%、18.2%和 6.9%，Ⅱ型糖尿病患者分别为 9.0%、7.0%和 1.1%；发达国家家庭小型制氧设备拥有率超过 20%，中国疫情前不足 1%。因此，老龄化和慢病患者数量只能提供潜在需求，真正决定市场兑现速度的变量还包括诊断率、患者教育、医生推荐、支付能力、操作便利性以及长期依从性等多个方面。

图52：高血压患者人群家用血压计拥有/使用情况



资料来源：BMC Public Health，JAMA，国信证券经济研究所整理

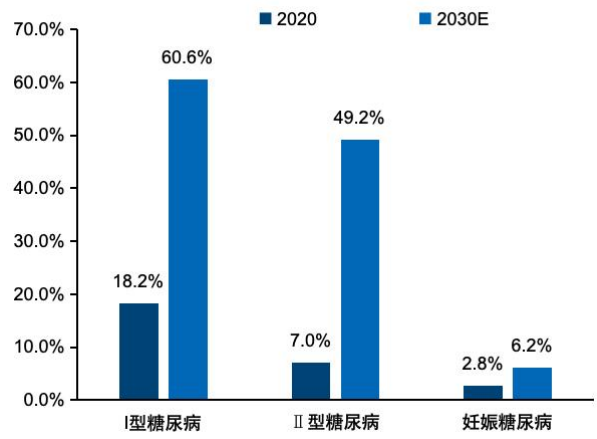
图53：美国 CGM 渗透率情况（2020 及 2030E）



资料来源：微泰医疗招股书，国信证券经济研究所整理

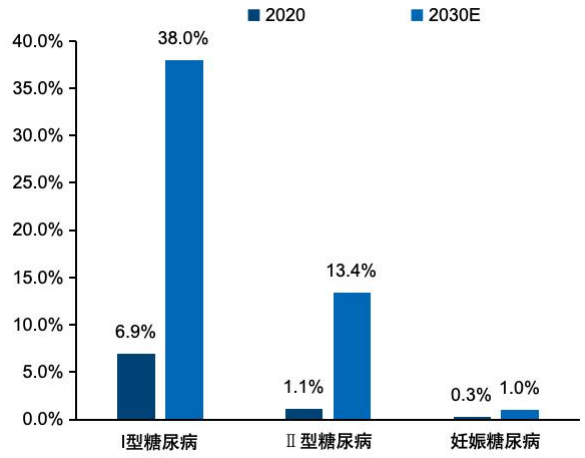
仅供内部参考，请勿外传

图54：欧洲五国 CGM 渗透率情况（2020 及 2030E）



资料来源：微泰医疗招股书，国信证券经济研究所整理

图55：中国 CGM 渗透率情况（2020 及 2030E）



资料来源：微泰医疗招股书，国信证券经济研究所整理

优先关注高增长、低份额、可复购且具备国产替代基础的产品。在当前家用医疗器械行业的结构背景下，建议优先关注国内增速快、当前中国市场相对份额较低、装机后能够形成耗材复购、国产企业已经具备缩小技术差距和进入海外市场的基础的细分赛道。中国 CGM 市场规模约占全球的 3.7%，睡眠呼吸机约占 8.2%，对应中国预测增速分别为 40%和 22%；相比血压计、体温计和制氧机等产品，这类空间大、高增长的产品后续更加有望成为决定各家厂商未来市场地位的关键。

表11：家用医疗器械细分高增长赛道

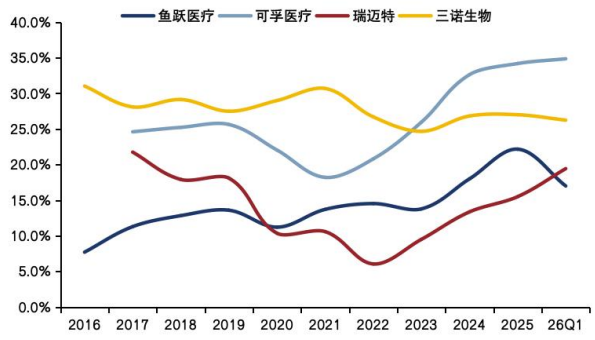
	CGM	睡眠呼吸机
中国/全球预测增速	约 40%/14%	约 22%/8%
中国市场占全球比例	约 3.7%	约 8.2%
复购属性	传感器持续更换	设备装机带动面罩、管路等耗材
国产替代基础	2020 年雅培、美敦力合计占中国市场约 89%；国产产品准确性和价格竞争力持续提升	瑞迈特全球家用呼吸机销量份额由 2020 年 4.5%升至 2022 年 17.7%，2023 年约 12.4%，国内份额约 30.6%

资料来源：弗若斯特沙利文，灼识咨询，国信证券经济研究所整理

费用率的变动情况一定程度上反映了当前行业特征及公司发展阶段。家用医疗器械厂家销售费用的差别体现了商业模式和增长阶段的差异。呼吸类产品相关公司疫情期间费用率受到收入基数的影响而有所波动，近两年呈现出销售费用率提升的趋势，主要因热门单品商业化及海外市场拓展的需求带来的销售人员投入、广告宣传以及电商平台费用等有所提升。研发费用是维持公司管线布局、产品迭代的重要支撑，尤其是在 CGM、睡眠呼吸机等增长迅速的单品赛道，保持产品竞争力是后续竞争格局演变中的关键。瑞思迈在早期全球市场拓展阶段保持较高销售管理费用率，主要用于渠道建设、市场教育及全球销售网络扩张。随着睡眠呼吸产品渗透率提升、品牌优势形成以及渠道规模效应释放，公司销售管理费用率逐步下降。同时，瑞思迈研发费用率长期保持在约 6%-7%的稳定水平，研发投入规模随收入增长持续提升，支撑产品迭代、数字医疗平台建设及长期竞争优势。

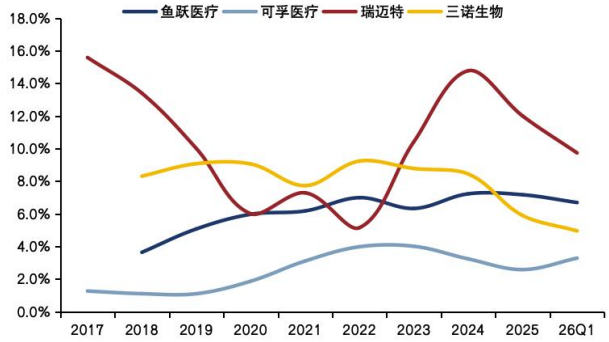
仅供内部参考，请勿外传

图56：家用医疗器械相关公司销售费用率情况



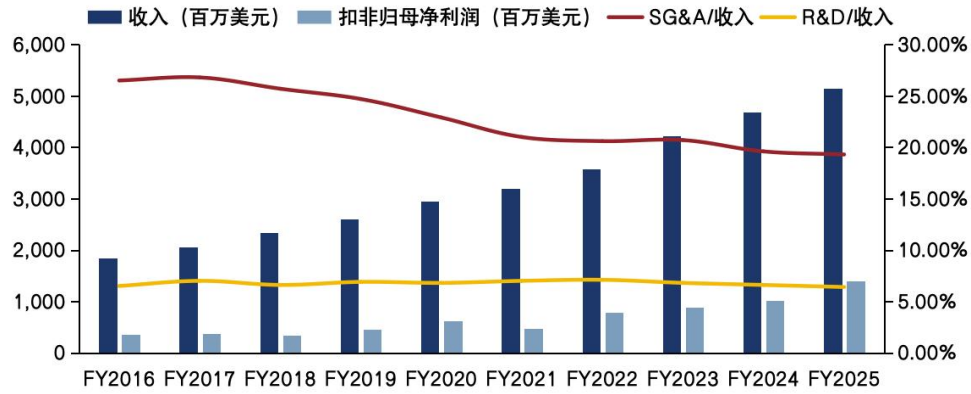
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图57：家用医疗器械相关公司研发费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图58：瑞思迈收入、利润与费用率情况

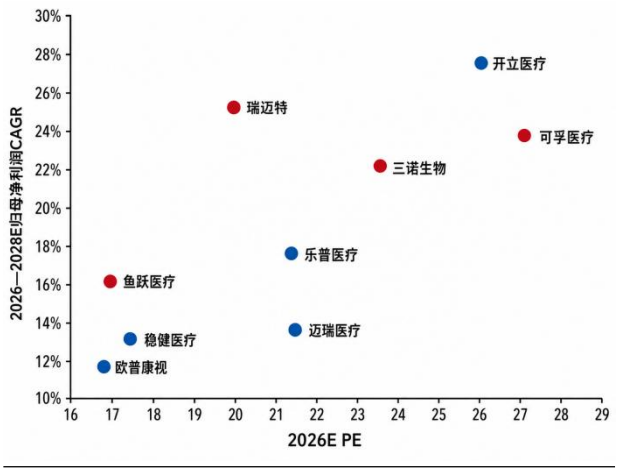


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

鱼跃医疗同时具备较低增长定价和较强已兑现资本回报，属于家用医疗器械板块低估证据较完整的公司。受到费用前置、疫情后盈利基数消化及短期利润波动的影响，公司目前估值水平处于偏低位置。2025 年公司加大品牌、电商渠道、新品和海外投入，费用率上升、利润率承压，CGM、呼吸治疗、急救和海外业务形成的多品类平台价值尚未充分体现在利润中。后续若常态业务收入企稳、销售费用率见顶，新品收入开始覆盖前期投入，则估值水平有望逐步回升。

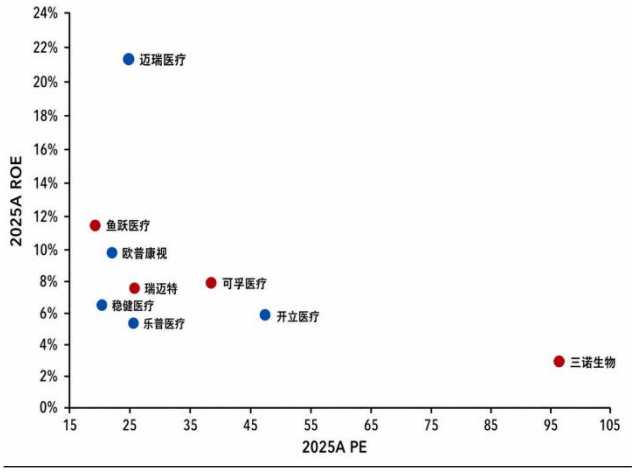
仅供内部参考，请勿外传

图59：家用器械相关公司及对照公司增长定价比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图60：家用器械相关公司及对照公司已兑现资本回报比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“玉在椟中求善价，钗于奁内待时飞”

中国消费医疗的长期需求仍由老龄化、慢病管理和医疗利用率提升支撑，但供给端已由机构、门店和产品扩张转入出清整合，增长评价也从规模转向单院/同店效率、复购、现金流与资本回报。旧扩张模型退潮后，板块估值中枢显著回落，并进入分化验证期。部分高质量资产已如“玉在椟中”，等待经营改善推动市场给出善价；处于业绩拐点或高增长细分赛道的公司则似“钗于奁内”，静待行业成熟与盈利预期共振而飞。

- **医疗服务：**医疗服务的核心已从高客单项目扩张回归高信任医疗，收入降速后，患者量、单院利用率、医疗质量、DRG 适应能力与资本回报决定分化。建议关注具备稳定服务能力、较强经营质量或较高修复弹性的公司，如**爱尔眼科，固生堂，海吉亚医疗**等。后续若患者量恢复、现有医院利用率提升，并带动利润率、现金流和资本回报改善，板块有望重新获得经营质量溢价；海外成熟市场对医疗结果和连续服务的重视，也为长期估值提供参照。

- **连锁药房已进入同店效率与专业服务主导的存量竞争阶段。**行业门店扩张放缓，竞争优势集中于医保合规、处方承接、供应链议价、会员复购、品类运营和费用控制等具体方面。建议关注估值较低、资本回报较优或经营修复空间较大的公司，如**益丰药房、大参林、老百姓**。随着同店收入企稳、低效门店退出及费用优化逐步体现，市场对行业的折价有望收窄；日本药妆复合经营和欧洲社区药房服务化，则进一步打开存量网络的收入来源与服务价值。

- **家用医疗器械正由设备销售向持续健康管理延伸。**国内家用医疗器械行业总量基础已形成，增量更多来自低渗透、高增长、可复购品类，国产厂家热门单品逐步在海内外竞争中占据一席之地。建议关注具备低估值基础、多品类能力或高增长细分赛道弹性的公司，如**鱼跃医疗、瑞迈特、可孚医疗**。伴随新品进入放量期、前期销售投入被收入消化，叠加耗材复购和海外业务贡献提升，公司的平台价值有望逐步显现；美欧家庭监测和呼吸管理的较高渗透率亦验证了长期成长空间。

仅供内部参考，请勿外传

表12：相关公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	净利润（亿元）				PE				ROE	PEG	投资
		26/7/31	亿元	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	评级
300015.SZ	爱尔眼科	9.08	844.40	32.40	38.20	44.37	51.39	26.06	22.10	19.03	16.43	14.7%	1.46	优于大市
603939.SH	益丰药房	22.73	275.58	16.78	19.58	22.55	25.41	16.42	14.07	12.22	10.85	14.4%	0.92	优于大市
603233.SH	大参林	18.85	214.67	12.35	14.83	17.08	19.66	17.38	14.48	12.57	10.92	16.8%	0.77	优于大市
603883.SH	老百姓	12.81	97.21	3.82	5.93	6.96	8.04	25.46	16.39	13.97	12.09	5.8%	0.46	优于大市
002223.SZ	鱼跃医疗	28.08	281.50	14.82	16.26	18.89	21.78	19.00	17.31	14.90	12.92	11.2%	1.78	优于大市
301367.SZ	瑞迈特	44.36	55.58	2.26	2.70	3.37	4.23	24.63	20.56	16.48	13.14	7.4%	1.04	优于大市
600763.SH	通策医疗	36.88	164.96	5.02	5.89	6.74	7.75	32.86	28.01	24.46	21.30	11.9%	1.61	优于大市
301267.SZ	华厦眼科	16.44	138.10	4.41	5.13	5.91	6.73	31.34	26.89	23.35	20.52	8.4%	1.63	无评级
301239.SZ	普瑞眼科	32.53	48.67	-0.61	1.41	2.51	3.60	-79.89	34.52	19.37	13.51	-3.0%	0.10	无评级
301087.SZ	可孚医疗	53.50	119.74	3.72	4.63	5.74	7.07	32.22	25.86	20.85	16.94	7.6%	1.11	无评级
300298.SZ	三诺生物	16.35	91.04	0.93	3.86	4.75	5.74	98.27	23.56	19.15	15.86	3.0%	0.07	无评级
002727.SZ	一心堂	11.67	68.34	2.63	4.22	4.91	5.64	25.94	16.18	13.93	12.12	3.6%	0.27	无评级
2273.HK	固生堂	29.42	68.95	3.53	4.22	4.98	5.85	19.55	16.36	13.84	11.79	16.3%	0.73	优于大市
6078.HK	海吉亚医疗	9.96	61.60	1.65	5.24	6.08	7.07	37.44	11.75	10.13	8.71	2.4%	0.05	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：除爱尔眼科、益丰药房、大参林、老百姓、固生堂外均为 Wind 一致预期；港股公司股价及总市值单位为港元

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

消费改善不及预期的风险

消费医疗需求虽具有一定刚需属性，但医疗服务中的自费项目、连锁药房的 OTC 及非药品类、家用医疗器械的更新换代与新品渗透，仍受到居民收入预期和支付意愿影响。若居民消费信心恢复较慢，可能导致高客单项目需求、门店客流及新品放量弱于预期，进而影响相关公司的收入增速、盈利能力和估值修复节奏。

行业竞争加剧的风险

消费医疗各赛道均已由增量扩张逐步进入存量竞争，供给过剩可能进一步加剧价格和费用压力。医疗服务机构可能通过价格优惠和营销投放争夺患者，连锁药房面临区域门店过密、线上渠道分流和即时零售平台竞争，家用医疗器械部分标准化品类则存在价格透明、同质化竞争及获客成本上升风险，可能压缩毛利率并延长新院、新店和新品的培育周期。

产品研发不及预期的风险

家用医疗器械行业的增长越来越依赖 CGM、睡眠呼吸、慢病监测等高增长品类的持续研发和产品迭代。若核心产品研发进度、注册审批、临床性能或商业化推广不及预期，可能导致新品上市延迟、前期研发及销售投入难以有效回收，并削弱企业在国产替代、耗材复购和海外市场拓展中的竞争力。

政策波动的风险

消费医疗兼具消费与医疗属性，经营模式持续受到医保支付、价格治理和行业监管影响。若 DRG/DIP 支付改革、医疗服务价格规范、药店医保监管、处方合规、药品追溯、线上售药或医疗器械注册等政策进一步收紧，可能对医疗服务单病例收入、药房客流与品类结构、器械产品准入及销售渠道产生影响，并带来收入增速、利润率和现金流波动。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032