投资策略

行业研究

证券研究报告

标配（维持）

业绩有所承压 关注细分景气方向

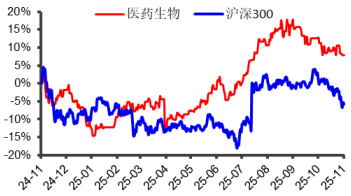
医药生物行业 2026 年上半年投资策略

2025 年 11 月 12 日

分析师：谢雄雄
SAC 执业证书编号：S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：xiexiongxiong@dgzq.com.cn

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

医药生物（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

投资要点：

- **2025年1-10月市场走势回顾。**2025年1-10月份，SW医药生物行业指数整体上涨21.10%，涨幅居申万一级行业第12位，跑赢同期沪深300指数约2.26个百分点SW医药生物行业三级多数细分板块均录得正收益，医疗研发外包和化学制剂板块涨幅居前，分别上涨60.54%和40.80%；血液制品和疫苗板块跌幅居前，分别下跌7.89%和1.60%。截至2025年10月31日，SW医药生物行业整体PE（TTM，整体法）约53.97倍，相对沪深300整体PE倍数为4.06倍，行业估值有所提升。

- **政策展望。**10月28日，上海阳光医药采购网正式披露第十一批全国药品集中采购拟中选结果。此次集采共涉及55个品种，有445家企业、794个产品投标，覆盖抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂、消炎镇痛等领域常用药品。最终经过激烈比拼，272家企业的453个产品获得拟中选资格，中选率为57%。从中选结果来看，医疗机构要求采购产品报量的75%得到满足，中选品牌与临床需求匹配度高。供应能力强、质量有保障的主流企业多数中选，每个地区均有多家中选企业供应，中选品种更加丰富多元。根据以往经验，第11批集采预计将于2026年上半年开始全面落地执行。

- **维持对行业的标配评级。**受宏观影响，国内消费需求的不足阶段性影响医药生物行业增长，Q3季度，细分板块中，收入端仅医疗研发外包、其他生物制品、其他医疗服务、医疗耗材、线下药店、医药流通和血液制品同比有所上升，利润端仅医疗研发外包、其他生物制品、线下药店和医药流通同比有所上升，多数细分板块2025Q3整体归母净利润增速同比有所回落。医疗行业需求有其刚性属性，随着未来经济逐步回暖，国内需求不断提振，行业需求也将有所回升。建议关注：在研管线逐渐进入收获期，出海步伐不断加快的创新药企；有望受益于设备更新和医疗资源下沉带来医疗器械增量需求的医疗器械企业；行业集中度不断提升，技术创新和新产品催生更多需求的医美企业。

- **风险提示：**行业竞争加剧，产品降价，产品安全质量风险，政策风险，研发进度低于预期等。

本报告的风险等级为中高风险。
本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。请务必阅读末页声明。

目录

1. 2025 年 1-10 月走势回顾 4
1.1 市场走势回顾 4
1.1.12025 年 1-10 月份行业跑赢沪深 300 4
1.1.2 多数细分板块均录得正收益 4
1.1.3 多数个股录得正收益 5
1.2 估值有所提升 5
1.3 业绩回顾：2025Q3 归母净利润增速同比有所下滑 6
2. 2026 年上半年政策展望 7
3. 部分细分板块看点 8
3.1 创新药 8
3.1.1 政策不断优化，全链条支持创新药发展 8
3.1.2 同质化竞争逐步改善，行业创新生态显著优化 9
3.1.3 国内创新药创新实力获得认可，出海步伐不断加快 10
3.1.4 创新药重点公司分析 11
3.2 医疗器械 12
3.2.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长 12
3.2.2 设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容 14
3.2.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求 15
3.2.4 科技赋能医疗产业数字化转型 16
3.2.5 医疗设备公司分析 16
3.3 医美 18
3.3.1 国内医美市场规模有望稳步提升 18
3.3.2 多项政策出台促进行业健康发展，行业集中度有望进一步提升 19
3.3.3 技术创新和新产品催生更多需求 19
3.3.4 医美重点公司分析 20
3.4 合成生物学 21
3.4.1 行业市场规模在 2027 年有望接近 400 亿美元 21
3.4.2 多重因素促进合成生物学发展 22
3.4.3 合成生物学重点公司分析 24
4. 投资策略 25
5. 风险提示 26

插图目录

图 1：2025 年 1-10 月申万一级行业涨幅（%） 4
图 2：2025 年 1-10 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅（%） 5
图 3：2025 年 1-10 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股（%） 5
图 4：2025 年 1-10 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股（%） 5
图 5：SW 医药生物行业 PE（TTM，倍） 5
图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300PE（TTM，倍） 5
图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速（%） 6

图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速（%） 6
图 9：2017-2024 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况 9
图 10：2024 年和 2025 年上半年创新药出海授权金额（亿美元） 10
图 11：2016-2025Q3 恒瑞医药营收及其同比增速 11
图 12：2016-2025Q3 恒瑞医药归母净利润及其同比增速 11
图 13：2019-2025Q3 年恒瑞医药研发投入及其营收占比情况（亿元，%） 12
图 14：2001-2023 中国人口出生率及人口老龄率 13
图 15：2020-2030 年全球医疗器械市场趋势 13
图 16：2016-2025Q3 迈瑞医疗营收及其同比增速 17
图 17：2016-2025Q3 迈瑞医疗归母净利润及其同比增速 17
图 18：2019-2025Q3 年迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况（亿元，%） 17
图 19：2024 年中国医美行业细分市场占比情况（%） 18
图 20：2024 年医美非手术类市场细分占比情况（%） 18
图 21：2017-2025Q3 爱美客营收及其同比增速 20
图 22：2017-2025Q3 爱美客归母净利润及其同比增速 20
图 23：全球合成生物学医疗健康领域市场规模 21
图 24：全球合成生物学科研领域市场规模 21
图 25：全球合成生物学工业化学品领域市场规模 21
图 26：全球合成生物学食品饮料领域市场规模 21
图 27：全球合成生物学农业领域市场规模 21
图 28：全球合成生物学消费品领域市场规模 21
图 29：全球合成生物学领域发展和战略布局演进路径 23
图 30：自动化合成生物设施常用仪器设备 24
图 31：2018-2025Q3 华恒生物营收及其同比增速 25
图 32：2018-2025Q3 华恒生物归母净利润及其同比增速 25

表格目录

表 1：申万医药生物行业细分板块三季度业绩增速（%）） 6
表 2：第十一批集采拟中标的注射剂数量在 6 个及以上药企情况概览 7
表 3：我国 2024 年以来支持创新药发展的政策 8
表 4：我国 2022 年以来推动医院建设的政策 14
表 5：我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策 15
表 6：我国 2021 年以来规范医美行业发展政策 19
表 7：合成生物学技术工艺路径与传统化学合成工艺路径的特点对比 22
表 8：重点公司盈利预测及投资评级（2025/11/11） 26

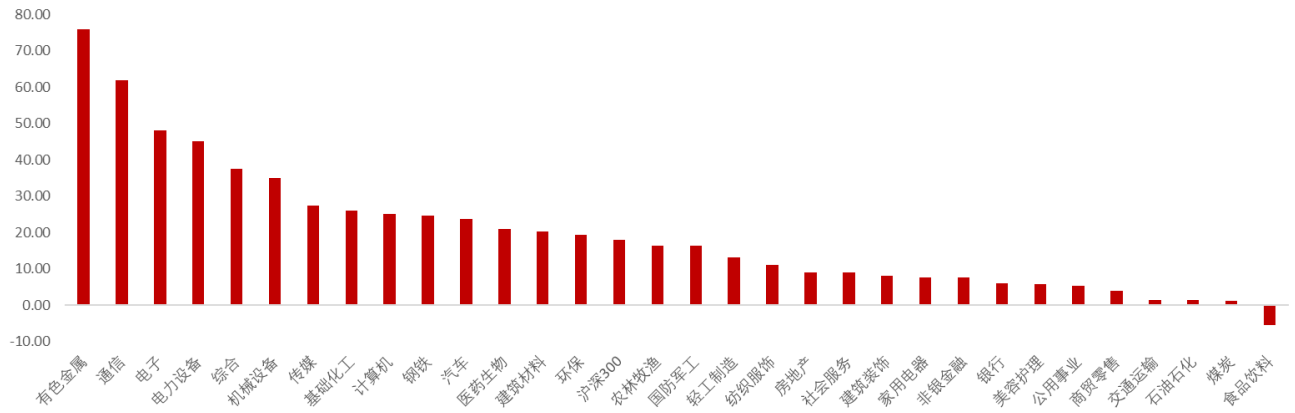
1. 2025 年 1-10 月走势回顾

1.1 市场走势回顾

1.1.12025 年 1-10 月份行业跑赢沪深 300

行业整体表现较好，跑赢同期沪深 300 指数。2025 年 1-10 月份，SW 医药生物行业指数整体上涨 21.10%，涨幅居申万一级行业第 12 位，跑赢同期沪深 300 指数约 2.26 个百分点。

图 1：2025 年 1-10 月申万一级行业涨幅（%）

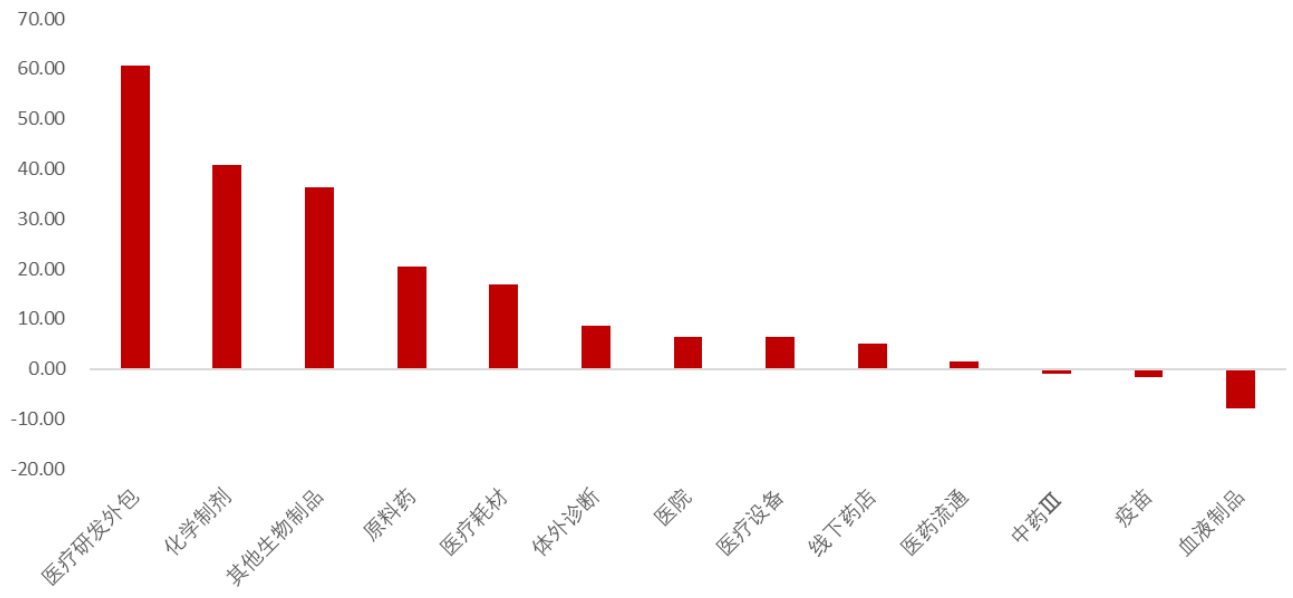


数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.1.2 多数细分板块均录得正收益

1-10 月，SW 医药生物行业多数细分板块均录得正收益。2025 年 1-10 月份，SW 医药生物行业三级多数细分板块均录得正收益，医疗研发外包和化学制剂板块涨幅居前，分别上涨 60.54%和 40.80%；血液制品和疫苗板块跌幅居前，分别下跌 7.89%和 1.60%。

图 2：2025 年 1-10 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅（%）

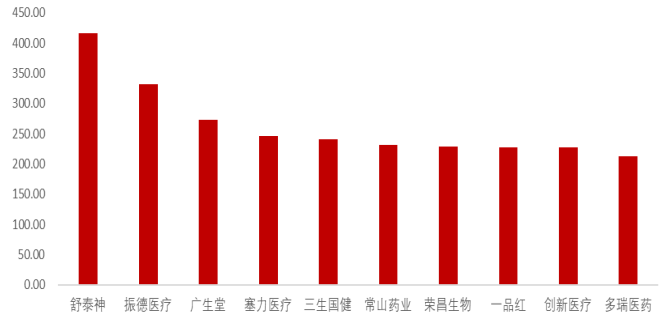


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.1.3 多数个股录得正收益

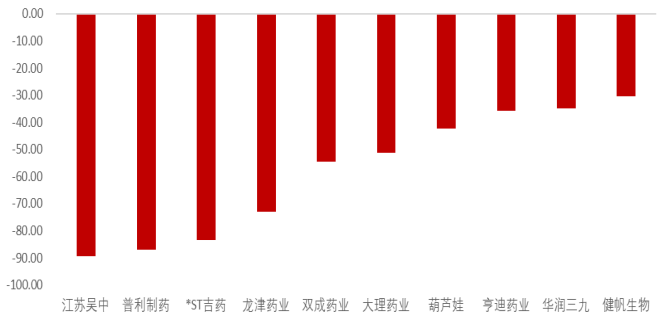
行业内多数个股录得正收益。2025 年 1-10 月份，SW 医药生物行业约有 76%个股录得正收益；约有 24%的个股录得负收益。

图 3：2025 年 1-10 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2025 年 1-10 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 估值有所提升

2025 年 1-10 月份，行业估值有所提升。截至 2025 年 10 月 31 日，SW 医药生物行业整体 PE（TTM，整体法）约 53.97 倍，相对沪深 300 整体 PE 倍数为 4.06 倍，行业估值有所提升。

图 5：SW 医药生物行业 PE（TTM，倍）

图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300PE（TTM，倍）

资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

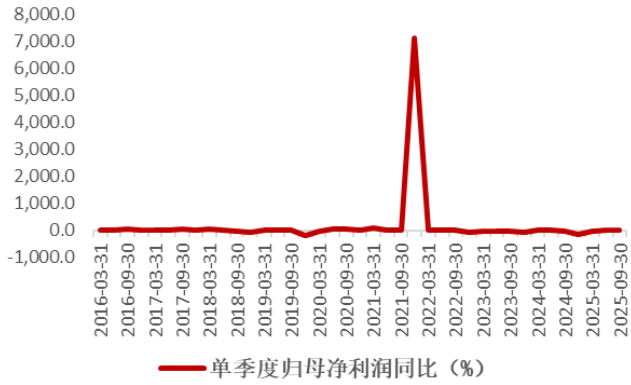
1.3 业绩回顾：2025Q3 归母净利润增速同比有所下滑

归母净利润增速同比有所下滑。2025Q3，SW 医药生物行业营收和归母净利润分别同比增长 0.6%和-1.1%，Q3 归母净利润增速同比有所下滑。

图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速（%）

资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

多数细分板块 2025Q3 整体归母净利润增速同比有所回落。2025Q3，医药生物行业三级细分板块中，收入端仅医疗研发外包、其他生物制品、其他医疗服务、医疗耗材、线下药店、医药流通和血液制品同比有所上升，利润端仅医疗研发外包、其他生物制品、线下药店和医药流通同比有所上升，多数细分板块 2025Q3 整体归母净利润增速同比有所回落。

表 1：申万医药生物行业细分板块三季度业绩增速（%））

板块	2024Q3 营业总收入同比增长（%）	2025Q3 营业总收入同比增长（%）	2024Q3 归母净利润同比增长（%）	2025Q3 归母净利润同比增长（%）
SW 医疗研发外包	-7.5	12.2	-33.9	57.0
SW 其他生物制品	4.4	8.6	-12.5	28.9
SW 线下药店	7.2	0.7	-22.3	8.9

SW 医药流通	0.8	0.6	-5.0	4.2
SW 中药III	-3.3	-4.3	-9.9	-1.5
SW 医疗耗材	8.2	0.9	12.6	-2.0
SW 其他医疗服务	5.1	3.3	0.2	-6.3
SW 医院	1.5	-0.1	-6.4	-8.3
SW 原料药	3.2	-6.9	1.5	-8.7
SW 化学制剂	5.4	-3.2	47.5	-13.2
SW 医疗设备	-2.1	-0.1	-14.9	-16.1
SW 血液制品	-0.3	0.3	11.6	-23.1
SW 体外诊断	-3.5	-14.5	-11.7	-26.4
SW 疫苗	-31.8	-37.2	-54.8	-80.2
SW 诊断服务	-9.3	-16.5	-93.2	-238.7

资料来源：东莞证券研究所，Wind

2. 2026 年上半年政策展望

第 11 批集采预计将于 2026 年上半年开始全面落地执行。10 月 28 日，上海阳光医药采购网正式披露第十一批全国药品集中采购拟中选结果。此次集采共涉及 55 个品种，有 445 家企业、794 个产品投标，覆盖抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂、消炎镇痛等领域常用药品。最终经过激烈比拼，272 家企业的 453 个产品获得拟中选资格，中选率为 57%。根据米内网数据统计，本次集采共纳入了 23 款化药注射剂，2024 年在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院终端合揽超过 187 亿元。从拟中标情况来看，倍特药业、石家庄四药、天津医药、科伦药业、正大制药、上海医药、遂成药业拟中标的产品数量在 6 个及以上。与前十批集采相比，本次集采充分遵循「稳临床、保质量、防围标、反内卷」的原则，不仅首次允许医疗机构按厂牌报价，还优化了价差控制等规则，并对投标企业质控水平提出了更高要求。从中选结果来看，医疗机构要求采购产品报量的 75%得到满足，中选品牌与临床需求匹配度高。供应能力强、质量有保障的主流企业多数中选，每个地区均有多家中选企业供应，中选品种更加丰富多元。根据以往经验，第 11 批集采预计将于 2026 年上半年开始全面落地执行。

表 2：第十一批集采拟中标的注射剂数量在 6 个及以上药企情况概览

药企	拟中标品种	中报数量
倍特药业	苯唑西林注射剂、法莫替丁注射剂、钆布醇注射剂、去氧肾上腺素注射剂(1ml:10mg)、去氧肾上腺素注射剂(5ml:0.5mg)、沙丁胺醇注射剂、碳酸氢钠注射剂、头孢唑肟注射剂、腺苷蛋氨酸注射剂	9
石家庄四药	二羟丙茶碱注射剂、复方电解质注射剂、复方电解质注射液(II)、氯诺昔康注射剂、沙丁胺醇注射剂、肾上腺素注射剂、碳酸氢钠注射剂、溴己新注射剂	8
天津医药	倍他米松注射剂、二羟丙茶碱注射剂、法莫替丁注射剂、甲氧氯普胺注射剂、肾上腺素注射剂、溴己新注射剂、异烟肼注射剂	7
科伦药业	布比卡因注射剂、复方醋酸钠林格注射液/钠钾镁钙葡萄糖注射液、复方电解质注射剂、复方电解质注射液(II)、钆布醇注射剂、维库溴铵注射剂	6

正大制药(含正大丰海、正大清江、南京正大天晴)	福沙匹坦双葡甲胺注射剂、复方醋酸钠林格注射液/钠钾镁钙葡萄糖注射液、美索巴莫注射剂、碳酸氢钠注射剂、腺苷蛋氨酸注射剂、澳己新注射剂	6
上海医药	布比卡因注射剂、二羟丙茶碱注射剂、法莫替丁注射剂、甲氧氯普胺注射剂、去氧肾上腺素注射剂(1ml:10mg)、沙丁胺醇注射剂	6
遂成药业	倍他米松注射剂、二羟丙茶碱注射剂、法莫替丁注射剂、甲氧氯普胺注射剂、肾上腺素注射剂、异烟肼注射剂	6

资料来源：米内网，东莞证券研究所

3. 部分细分板块看点

3.1 创新药

3.1.1 政策不断优化，全链条支持创新药发展

政策全链条支持创新药发展。2024 年 7 月，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。地方性支持政策也相继出台，北上广深、浙江等地深化落实全链条支持创新药研发具体举措，广东、陕西等地进一步优化医保等政策，海南、上海等地试点外资医疗开放，同时强化反腐与合规管理，逐步从顶层设计落实到实施细则，从而更加具体、有效地促进产业提质增效，推动行业高质量发展。配套推出的创新药目录和丙类医保目录构建多层次支付体系，当前政策正推动国产创新药从"跟跑"向"并跑"乃至"领跑"转变。

表 3：我国 2024 年以来支持创新药发展的政策

颁布日期	颁布部门/报告人	名称	主要内容
2024 年 3 月 12 日	国务院总理	《政府工作报告》	政府工作报告首提创新药：积极培育新兴产业和未来产业。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。鼓励发展创业投资、股权投资，优化产业投资基金功能。加强重点行业统筹布局和投资引导，防止产能过剩和低水平重复建设。
2024 年 5 月 25 日	国家医疗保障局	《关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知》	加快药品耗材集中采购改革进度、加大医保支持基层医疗机构力度、着力提升医保支付管理水平、持续加强医疗服务价格管理、不断健全基金监管体制机制、全面推进医保服务提质增效。
2024 年 6 月 6 日	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	深化医保支付方式改革，健全基本医疗保障制度、发展商业健康保险，完善药品使用和管理、深化药品审评审批制度改革、完善药品供应保障机制，推进数字化赋能医改、加强医药卫生领域综合监管等。

2024 年 7 月 5 日	国务院常务会议审议通过	《全链条支持创新药发展实施方案》	要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2024 年 7 月 18 日	二十届三中全会通过	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	深化医药卫生体制改革：促进医疗、医保、医药协同发展和治理；健全支持创新药和医疗器械发展机制。健全因地制宜发展新质生产力体制机制：完善推动新一代信息技术、人工智能、生物医药等战略性产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。
2024 年 7 月 31 日	国家药品监督管理局	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	国家药监局决定开展优化创新药临床试验审评审批改革试点，目标为探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现 30 个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时等。
2024 年 10 月 24 日	国家药品监督管理局	《关于对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种开展受理靠前服务的通知》	2024 年 11 月 1 日起，对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种上市许可申请提供受理靠前服务。

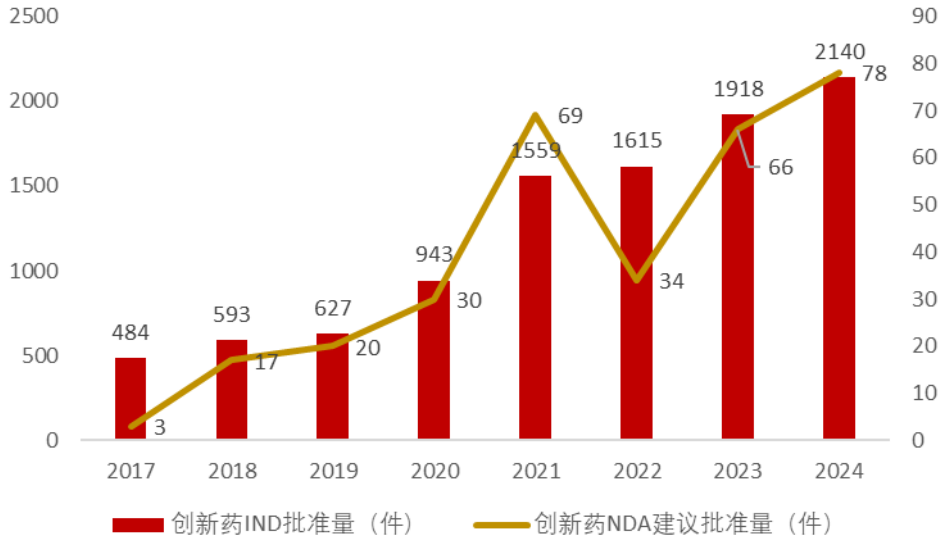
资料来源：国家药监局，贝达药业 2024 年年报，东莞证券研究所

3.1.2 同质化竞争逐步改善，行业创新生态显著优化

同质化竞争逐步改善。在政策引导与市场机制的双重作用下，我国创新药产业正加速摆脱同质化竞争困局。根据贝达药业年报披露数据，First-in-Class 新药研发占比实现跨越式增长，较 2020 年提升 23 个百分点至 35%，标志着创新质量显著提升，这种"基础研究-临床转化-商业回报"的正向循环，正在重塑"优质创新获得市场溢价，跟进研发控制试错成本"的产业新秩序。

行业创新生态显著优化。根据国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）最新年度报告，2024 年我国创新药研发呈现加速发展态势。在审评审批方面，全年共受理新药临床试验申请（IND）1,243 项，新药上市申请（NDA）164 项，其中 48 个 1 类创新药获批上市，创历史新高。在技术突破方面，ADC 药物、PD-L1/TGF-β 双靶点融合蛋白等双特异性抗体、GLP-1 受体激动剂等前沿疗法取得重要进展，同时细胞治疗和基因治疗等创新疗法也进入快速发展阶段。市场表现方面，受益于政策红利，创新药在核心医院市场的渗透率从 2015 年的 21%提升至 2024 年的 29%，展现出强劲的商业化潜力。在政策红利持续释放的背景下，中国医药产业正经历着深刻的转型升级。随着药品审评审批制度改革深化、医保动态调整机制完善，行业创新生态显著优化，标志着我国医药创新正式进入"量质齐升"的成果兑现期，产业竞争力向全球价值链高端迈进。

图 9：2017-2024 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况

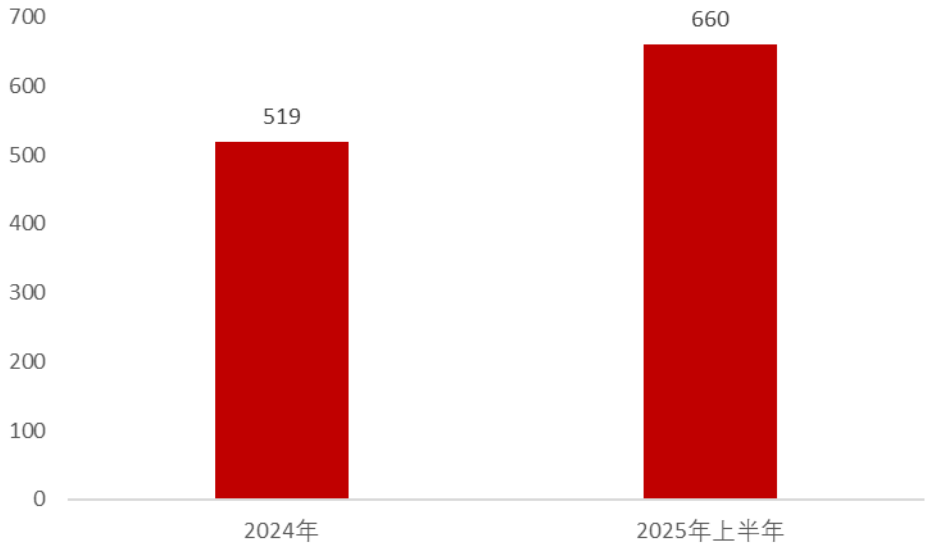


资料来源：国家药监局，贝达药业 2024 年年报，东莞证券研究所

3.1.3 国内创新药创新实力获得认可，出海步伐不断加快

国内创新药创新实力获得认可，对外授权金额不断创新高。国内创新药行业目前已经具备了较强的研发能力和优秀的创新效率，形成了较强的国际竞争力，与国际先进水平的差距快速缩小，加之国内市场竞争激烈、投融资环境降温等因素影响，加快全球化布局成为国内药企拓展增量空间的重要举措。2024 年，国内创新药对外授权（license-out）交易总金额为 519 亿美元；2025 年上半年，中国创新药企对外授权（license-out）交易总金额接近 660 亿美元，是 2024 年的交易总额的 1.27 倍，显示出创新药出海授权交易的大爆发，为国内创新药企提供了重要的资金来源，缓解研发投入的资金压力。本土创新药凭借高价值、高效率和成本优势加快融入全球市场，双抗、抗体偶联药物（ADC）、核酸药物等领域日益受到国际市场认可，我国创新药成果加快向外输出，提升了中国在全球创新药领域的话语权。

图 10：2024 年和 2025 年上半年创新药出海授权金额（亿美元）



资料来源：国家药监局，东莞证券研究所

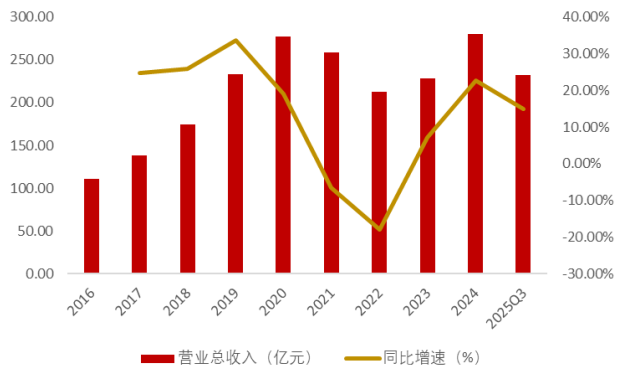
3.1.4 创新药重点公司分析

（1）恒瑞医药：国内创新药龙头企业

公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商。公司是一家专注研发、生产及推广高品质药物的创新型国际化制药企业，聚焦抗肿瘤、代谢性疾病、自身免疫疾病、呼吸系统疾病、神经系统疾病等领域进行新药研发，是国内最具创新能力的制药龙头企业之一。目前，公司已有瑞维鲁胺、海曲泊帕、卡瑞利珠单抗等 14 款自研创新药、2 款合作引进创新药在国内获批上市，创新成果稳居行业领先地位。公司具有行业领先的制药全面集成平台，已前瞻性地广泛布局多个治疗领域，并向纵深发展。

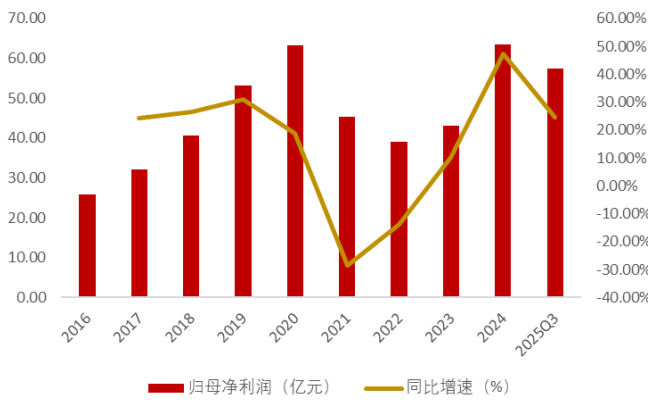
公司业绩迎来拐点，创新药业务贡献业绩增量。2016 年-2024 年，公司营业总收入从 110.94 亿元增长至 279.85 亿元，CAGR 为 12.26%；公司归母净利润从 25.89 亿元增长至 63.37 亿元，CAGR 为 11.84%。2024 年，公司在面临外部环境变化、产品降价及准入难等因素影响下，实现营业收入 279.85 亿元，同比增长 22.63%；归属于上市公司股东的净利润 63.37 亿元，同比增长 47.28%。其中创新药销售收入达 138.92 亿元，实现了同比 30.60%的增长。截至 2024 年年末，公司已在中国获批上市 17 款新分子实体药物（1 类创新药）、4 款其他创新药（2 类新药）。其中，瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等产品进入医保后可及性大大提高，凭借更贴合中国人群的优异临床数据，伴随进院数量的增加及临床价值的有效传递，惠及更多患者，收入保持快速增长阿得贝利单抗虽尚未纳入国家医保目录，但其显著提高患者总生存期，为中国患者提供了更优治疗方案，多地普惠性惠民保已将其纳入特药报销目录，有效减轻患者负担，收入贡献进一步扩大；卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、阿帕替尼及瑞马唑仑等上市较早的创新药，随着新适应症的持续获批及上市后研究积累的详实循证医学证据，应用范围不断扩大，创新药板块为公司贡献业绩增量，带动公司业绩增长。

图 11：2016-2025Q3 恒瑞医药营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

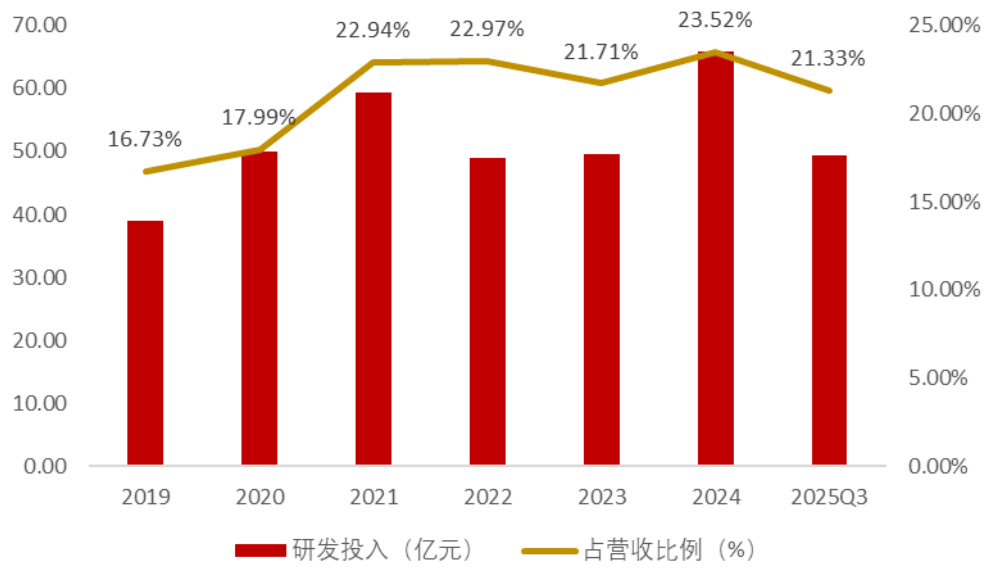
图 12：2016-2025Q3 恒瑞医药归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司保持研发费用高投入，稳步开展创新药国际临床试验。2019 年-2024 年，公司研发投入从 38.96 亿元增长至 65.83 亿元，CAGR 为 11.06%,研发费用率从 16.73%增长至 23.52%，公司研发费用每年保持较大投入，2025 年上半年，公司有 6 款 1 类创新药获批上市，6 个新适应症获批上市，多项研发管线取得进展，共有 5 项上市申请获 NMPA 受理，10 项临床推进至III期，22 项临床推进至 II 期，15 项创新产品首次推进至临床 I 期。此外，公司坚持自主研发与开放合作并重，在内生发展的基础上加强国际合作。公司以重点项目为突破口，不断优化国际合作模式，在充分调研、做好风险控制的基础上完善并实时调整在研产品的中长期全球临床研发规划。同时，公司以全球化的视野积极探索与跨国制药企业、创新型初创公司、创新投资基金、区域性领先药企等多种合作伙伴的交流合作，寻求与全球领先医药企业的合作机会，实现研发成果的快速转化，借助国际领先的合作伙伴覆盖海外市场，加速融入全球药物创新网络，实现产品价值最大化。

图 13：2019-2025Q3 年恒瑞医药研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



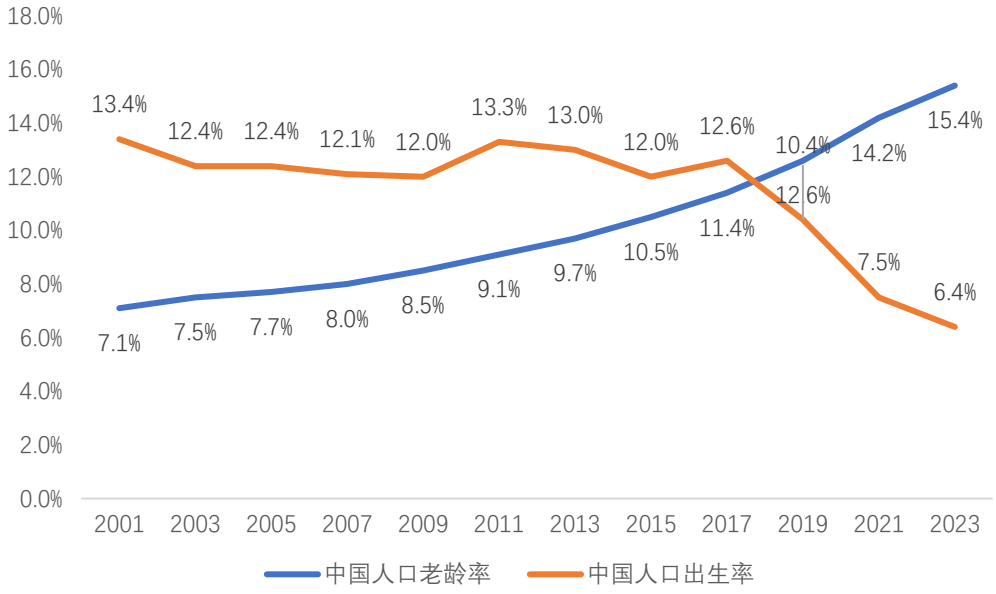
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 医疗器械

3.2.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长

人口老龄化持续加速。国家统计局数据显示，2024 年，65 岁及以上人口 2.2 亿人，占全国人口的 15.6%。预计到 2035 年，中国老年人口将超过 4 亿，占总人口比例突破 30%。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016-2030 年）》，到 2030 年全国总人口达到 14.5 亿人左右，老龄人口预计超 2.45 亿人。根据联合国关于未来全球人口的预测，自 2012 年开始，全球 65 岁以上人口占比持续上升，且这种趋势维持百年不变。随着人口老龄化加剧、居民收入水平提高及健康意识快速提升，居民对优质医疗服务的需求持续增长，人口老龄化带动的相关医疗需求将长期支撑医疗器械行业稳定增长。

图 14：2001-2023 中国人口出生率及人口老龄率

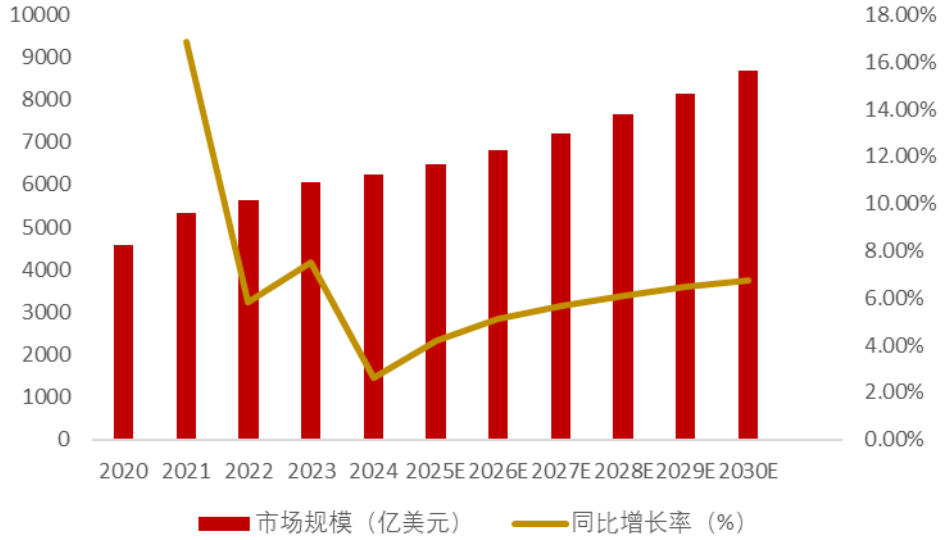


资料来源：国家统计局，迈瑞医疗 2025 年半年报，东莞证券研究所

全球医疗器械市场保持稳定增长。医疗器械属于与人类生命健康关系密切的行业，需求刚性较强，受经济周期影响较小，行业稳定性较高。随着经济水平的提高和医疗保健意识的增强，以及人口老龄化的持续加速，全球范围内居民对医疗保健的需求大幅增加，医疗支出逐年递增。特别是近年来，全球各国显著意识到在重大传染病防控机制、公共卫生应急管理体系等方面存在短板和不足，开始掀起医疗新基建浪潮，医疗器械市场规模持续扩容。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球医疗器械市场规模为 6,230 亿美元，并将以 5.7%的年复合增长率保持增长，预计到 2030 年将达到 8,697 亿美元。

中国医疗器械市场增长迅速，未来存在较大的增长空间。国内医疗器械产业起步较晚，但保持高速增长。我国是人口大国，随着经济快速发展，民众支付能力不断增强，医疗体系逐步完善，我国医疗器械行业增长迅速，已经成为全球第二大市场。据《中国医疗器械产业发展报告现状及“十四五”展望》预测，到 2025 年我国医疗器械产业营业收入可达 18,750 亿元，相比 2015 年增加了 12,453 亿元，累计增长 197.88%，10 年年均复合增长率为 11.5%。但从药品和医疗器械人均消费额的比例（药械比）角度看，根据 2023 年罗兰贝格发布的《中国医疗器械行业发展现状与趋势》，我国目前药械比水平仅为 2.9，与全球平均药械比 1.4 的水平仍有一定差距，表明我国医疗器械市场未来存在较大的增长空间。

图 15：2020-2030 年全球医疗器械市场趋势



资料来源：IMF，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

3.2.2 设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容

设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容。医疗新基建所需资金总量较大，主要来源包括地方政府专项债、医院自有资金和中央和地方的财政支持。其中，2024 年地方政府专项债券发行规模约为 40,000 亿元，其中医疗领域专项债发行规模约 2,196.22 亿元，占当期全部专项债比重约 5.49%。根据 2025 年的《政府工作报告》，2025 年拟安排地方政府专项债券 44,000 亿元，比上年增加 5,000 亿元，创历史新高。医疗专项债投放力度自 2020 年以来明显增加。在政策的推动下，国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建逐步展开，随着相关政策的持续加码和配套资金的落地支持，医疗新基建从包括北上广深在内的大城市逐渐拓展到其他地方，已进入“补短板、堵漏洞、强弱项”的新阶段。随着公立医院高质量发展、医疗新基建、设备更新项目的推进落地，国内医疗器械市场将迎来长期扩容，医疗机构进入新一轮扩张周期，相关医疗设备需求也将持续上升。

表 4：我国 2022 年以来推动医院建设的政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2022.1	国家发改委等 21 部门	“十四五”公共服务规划	推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设。在医疗资源不足的地区，坚持“按重点病种选医院、按需求选地区，院地合作、省部共建”的思路进一步推进区域医疗中心试点建设，通过建设高水平医院分中心、分支机构和“一院多区”等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。
2022.9	国家卫健委	关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知	进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策；拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。
2024.7	国家发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品	，提出“统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新”。其中，由发改委牵头安排 1480 亿元超长期特别国债资金支

		以旧换新的若干措施》	持大规模设备更新，支持首批项目的约 500 亿元近日下达；计划在 8 月底前，下达全部资金。
2025.1	国家发改委、财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。

资料来源：迈瑞医疗 2024 年报，东莞证券研究所

3.2.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求

国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求。2024 年 5 月，财政部、国家卫健委下达 2024 年医疗服务与保障能力提升（医疗卫生机构能力建设）补助资金预算约 52.58 亿元，其中，县域医疗卫生机构分类项目补助资金总计 30.32 亿元。通知明确规定：对国家乡村振兴重点帮扶县按照 800 万元/县予以补助；对高海拔地区的每个地市选取 1 家市级医院，按照 200 万元/医院的标准给予补助，每个县选取 1 家县级医院，达到基本标准的按照 100 万元/医院的标准给予补助，未达到基本标准的按照 200 万元/医院的标准给予补助。2023 年 12 月，国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门联合印发了《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》，强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。随着医疗投入和资源不断下沉，未来县级及以下的医院和医疗机构也将逐步成为加大建设的重点方向，医疗器械下沉市场需求迎来更大的发展机遇，国内医疗新基建的持续时间和实施范围也将进一步扩大。

表 5：我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2023.3	财政部	关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告	要加强县级公立医院能力建设，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升；支持做好疾病预防工作；要稳妥有序推进医保支付方式改革，推动基本医疗保险省级统筹。
2023.3	中共中央办公厅、国务院	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	强调要推动医疗卫生发展方式转向更加注重内涵式发展、服务模式转向更加注重系统连续、管理手段转向更加注重科学化治理，促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感。目标到 2025 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医发展更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。
2023.12	国家卫生健康委、国家	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的

	发展改革委等 10 部门		有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。2020 年以来，中央一号文件连续 4 年对推进紧密型县域医共体建设提出要求，重视程度和工作力度明显加强。
2024.5	财政部、国家卫健	《财政部国家卫生健康委关于下达 2024 年医疗服务与保障能力提升（医疗卫生机构能力建设）补助资金预算的通知》	补助资金预算约 52.58 亿元，其中，县域医疗卫生机构分类项目补助资金总计 30.32 亿元。通知明确规定：对国家乡村振兴重点帮扶县按照 800 万元/县予以补助；对高海拔地区的每个地市选取 1 家市级医院，按照 200 万元/医院的标准给予补助，每个县选取 1 家县级医院，达到基本标准的按照 100 万元/医院的标准给予补助，未达到基本标准的按照 200 万元/医院的标准给予补助。

资料来源：迈瑞医疗 2024 年报，东莞证券研究所

3.2.4 科技赋能医疗产业数字化转型

科技赋能医疗产业数字化转型。我国新一代信息技术与医疗健康的深度融合正加速推进。5G 网络、物联网感知层和大数据平台的协同发展，构建起智慧医疗的新型基础设施体系。特别是云计算与边缘计算的结合，使得医疗 AI 应用能够实现"云端训练-边缘推理"的高效模式。在技术应用层面，自然语言处理与医学影像识别的突破性进展，已催生出智能分诊、辅助诊断等 20 余类临床 AI 应用场景。通过人工智能技术，开发智能化医疗诊断、智能化医疗辅助决策等工具，从而提高医疗服务的准确性和运营管理效率，降低医疗成本，一方面将从实质上帮助医疗机构提质增效，迈向高质量发展；另一方面，也符合国家为更多民众提供更加优质、便捷，同时更为经济的医疗卫生服务的发展要求。以迈瑞医疗的重症监护大模型为例，其通过多模态数据融合技术，将临床决策响应时间缩短 60%，医嘱生成准确率达 98.7%，显著提升了危急重症救治效率。这种"预防-诊疗-康复"全流程的智能化改造，不仅使三甲医院单病种管理成本下降 35%，更推动基层医疗机构诊疗能力提升 2～3 个等级。当前，医疗 AI 正从单点技术应用向"医工结合"的生态化方向发展，预计到 2026 年，AI 赋能的智能医疗器械市场规模将突破千亿元，成为医疗产业数字化转型的核心引擎。

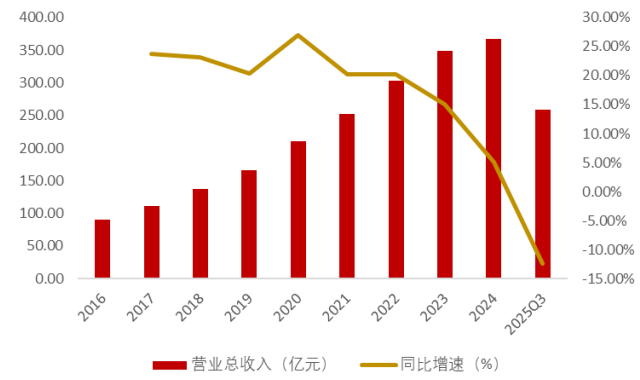
3.2.5 医疗设备公司分析

（1）迈瑞医疗：全球领先的医疗器械以及解决方案供应商

公司已成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。公司总部设在中国深圳，历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商，产品远销 190 多个国家及地区。公司总部设在中国深圳，在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的约 40 个国家设有 62 家境外子公司；在国内设有 26 家子公司、30 余家分支机构；已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十二大研发中心，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断以及医学影像，拥有国内同行业中最全的产品线，以安全、高效、易用的“一站式”产品和 IT 解决方案满足临床需求。历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。

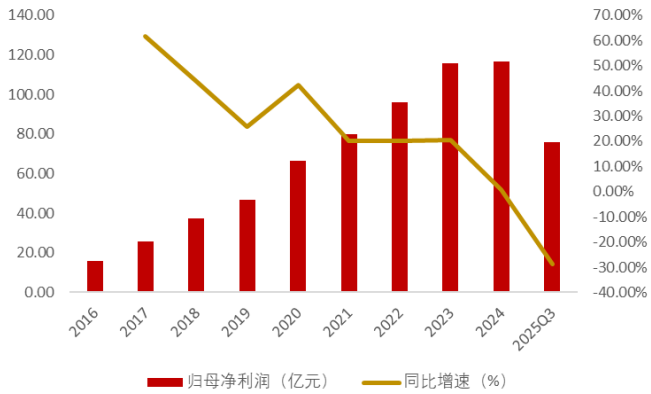
公司营收和归母净利润保持稳定增长。2016 年-2024 年，公司营业总收入从 90.32 亿元增长至 367.26 亿元，CAGR 为 19.16%%；公司归母净利润从 16.00 亿元增长至 116.68 亿元，CAGR 为 28.19%。2024 年公司实现营业收入 367.26 亿元，同比增长 5.14%；实现归母净利润 116.68 亿元，同比增长 0.74%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 258.34 亿元，同比下滑 12.38%；实现归母净利润 75.70 亿元，同比下滑 28.83%。因地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模大幅减少，以及医疗设备更新项目使得常规招标延误等因素，公司业绩有所承压。根据企业预警通的数据，地方专项债，尤其是用于支持医院新改扩建和设备采购的医疗专项债，其发行规模实现同比较快增长。国家也明确提出了要一次性增加较大规模债务限额、置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，影响公司业绩因素有望迎来拐点。

图 16：2016-2025Q3 迈瑞医疗营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

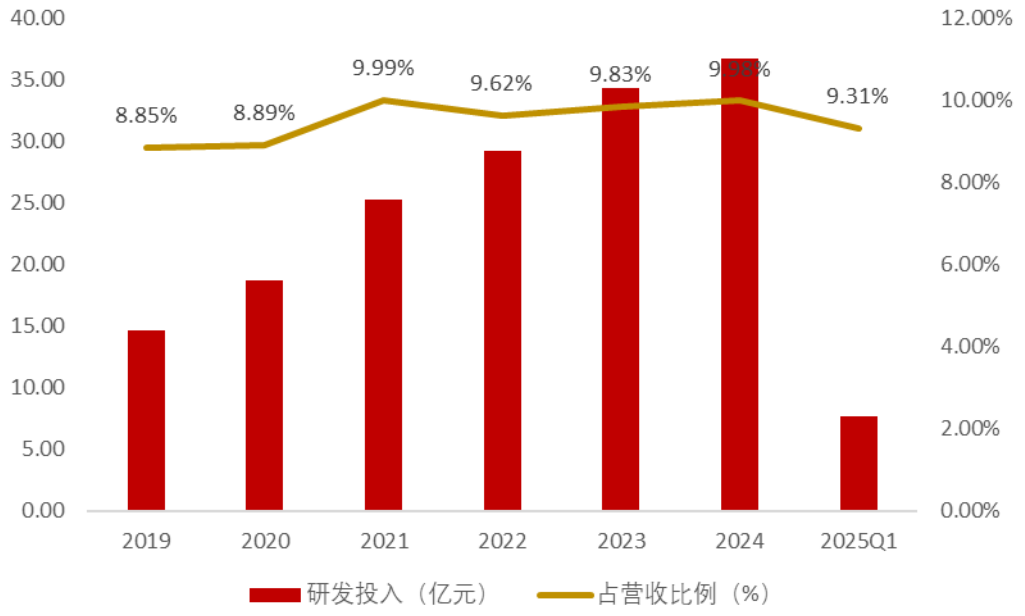
图 17：2016-2025Q3 迈瑞医疗归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司持续保证高研发投入，拥有卓越的体系化研发创新能力。2019 年-2024 年，公司研发投入从 14.66 亿元增长至 36.66 亿元，CAGR 为 20.12%，，公司持续保持高研发投入，产品不断丰富，技术持续迭代，尤其高端产品不断实现突破。公司建有多个国际领先的研发专业实验室，包括可靠性、标准化、电源、参数、气体、探头、热力学等专项技术实验室，其中可靠性实验室和标准化实验室获得了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可，可靠性检测实验室还通过了 Intertek、SGS、TÜV 南德等国际第三方机构的认可。目前，公司已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，具有强大的产品工程化和系统集成能力，设有十二大研发中心，共有 5,259 名研发工程师，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛。报告期内，武汉研究院项目的建设工作进展顺利，拟建成公司第二大研发中心，将于 2025 年上半年投入使用。

图 18：2019-2025Q3 年迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



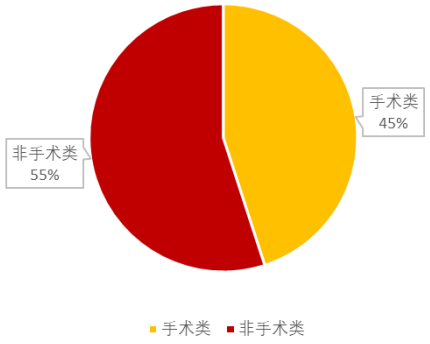
资料来源：Wind，东莞证券研究所

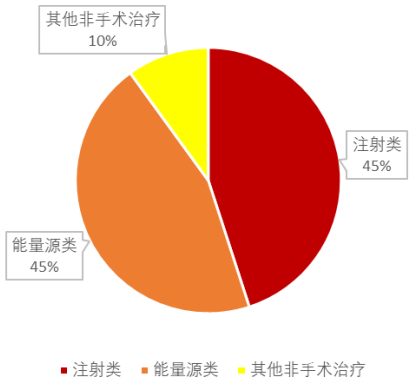
3.3 医美

3.3.1 国内医美市场规模有望稳步提升

国内医美市场规模有望稳步提升，非手术类市场占比不断提升。根据国家统计局数据，2024 年全国居民人均可支配收入 41,314 元，比上年名义增长 5.3%，随着居民收入水平的提高，消费观念逐渐从“基本需求”转向“品质生活”，国内医美市场教育的不断深入，更多的新兴医美产品进入市场满足求美者需求，以及消费者对于除皱、抗衰等爱美需求的增加，医美成为许多消费者追求更高生活质量的重要选择。根据弗若斯特沙利文数据，中国医美市场规模 2030 年将达到 6,382 亿元，自 2021 年至 2030 年的年复合增速为 14.5%。随着国内医美市场教育的不断深入，更多的新兴医美产品进入市场满足求美者需求，以及消费者对于爱美需求的增加，对品牌效益的依赖度不断提高，国内医美市场规模有望稳步提升。具体细分市场来看，根据德勤与艾尔建美学发布的《中国医美行业 2024 年度洞悉报告》显示，预计 2024 年医美细分市场中手术类和非手术类市场占比分别为 45%和 55%，非手术类治疗主要包括注射类、能量源类及其他非手术治疗，其中注射类占比 45%，能量源类占比 45%，其他非手术类占比 10%。非手术轻医美项目凭借其灵活性、微创性、快速恢复以及低风险特性，非手术类市场占比不断提升。预计注射类未来 5 年复合增长率达 20%-30%，能量源类未来 5 年复合增长率达 15%-20%。

图 19：2024 年中国医美行业细分市场占比情况（%）　图 20：2024 年医美非手术类市场细分占比情况（%）





资料来源：爱美客 2024 年年报，东莞证券研究所　　资料来源：爱美客 2024 年年报，东莞证券研究所

3.3.2 多项政策出台促进行业健康发展，行业集中度有望进一步提升

多项政策出台促进行业健康发展，行业集中度有望进一步提升。近年来，国务院、国家卫健委、商务部、药监局等部门出台了多项政策监管细则，明确医疗机构、医美医师及医美项目实施准入要求管理，引导消费者识别合法正规机构，防范不合规医美机构野蛮生长，促进医美行业健康有序发展，保障消费者权益。这些政策的实施有效提升了非手术轻医美市场的安全性和规范性，为消费者提供了更加安全、可靠的医美服务。随着监管趋严和消费者认知成熟，中小机构生存空间被压缩，头部企业通过并购扩张、技术升级和品牌矩阵建设加速市场整合。中国医美行业正经历深度整合，市场集中度持续提升。

表 6：我国 2021 年以来规范医美行业发展政策

发布日期	政策名称	主要内容
2022 年 4 月	《医疗机构管理条例》(2022 年修订)	加强对医疗机构的管理，促进医疗卫生事业的发展，保障公民健康。
2022 年 3 月	《”十四五”市场监管现代化规划》	推进消费维权制度建设。加强医疗、健康、托育服务和老龄产业等市场监管，依法打击非法医疗美容等违法行为。
2021 年 11 月	《医疗美容广告执法指南》	医疗美容广告属于医疗广告，广告主必须依法取得医疗机构执业许可证才能发布或者委托发布医疗美容广告。
2021 年 5 月	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	致力于进一步维护消费者合法权益，保障群众身体健康和生命安全打击非法医疗美容服务。

资料来源：中商情报网，东莞证券研究所

3.3.3 技术创新和新产品催生更多需求

技术创新和新产品催生更多需求。随着科技的不断进步，越来越多的安全、高效、便捷的非手术美容项目和产品应运而生。例如 3D 打印技术可以按照消费者的面部结构，精准制造个性化假体，让医美效果更自然。AI 技术也会不断升级，在医美方案设计、手术模拟、术后恢复跟踪等方面发挥更大的作用，给消费者提供更精准、个性化的服务。精细化注射美容技术的不断提升、新型激光设备与技术的革新，为非手术轻医美市场注入了新的活力。这些创新技术不仅提升了治疗效果，还显著降低了手术风险，从而吸引了更多消费者选择非手术轻医美项目。注射类轻医美项目如玻尿酸注射、肉

毒素注射、水光针等，凭借其简便的操作、显著的效果和迅速的恢复特点，受到了广泛欢迎。同时，光子嫩肤、激光祛斑、射频紧肤等激光与光子技术也因其高效且安全的治疗效果，成为消费者心中的热门之选。医疗技术的日新月异，新的非手术轻医美项目将层出不穷，为消费者提供更多元化、个性化的选择，推动整个行业规模扩容。

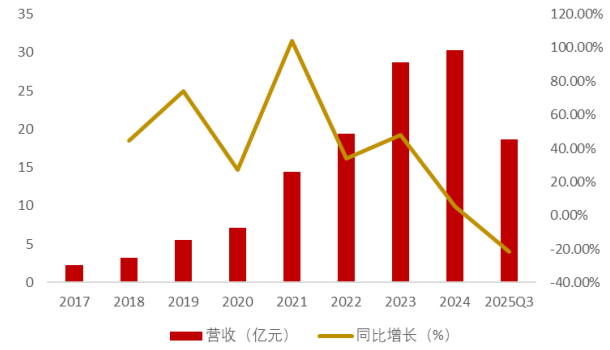
3.3.4 医美重点公司分析

（1）爱美客：国内医美龙头企业

公司是国内领先的医疗美容产品生产商。公司以“嗨体”为核心的透明质酸钠填充剂在颈纹修复领域具有显著优势，产品自 2016 年上市以来其安全性、有效性得到下游医疗机构与终端消费者的充分认可，以“濡白天使”为核心的聚乳酸填充剂，作为我国首款获III类医疗器械认证的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂，在市场上具有较强的竞争力。同时，公司注重品牌建设和市场推广，通过持续的产品方案和优质的客户服务，树立了良好的品牌形象，成为消费者心目中值得信赖的医美品牌。据弗若斯特沙利文研究报告统计，在基于透明质酸钠的皮肤填充剂市场，公司自 2018 年起市场占有率连续多年保持国内企业第一名。

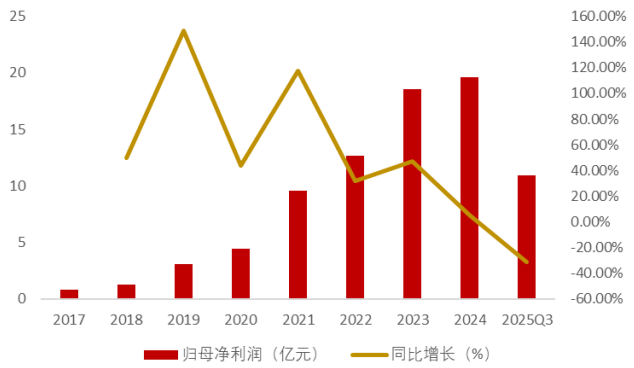
公司业绩保持快速增长。2017 年-2024 年，公司营业总收入从 2.22 亿元增长至 30.26 亿元，CAGR 为 45.24%；公司归母净利润从 0.82 亿元增长至 19.58 亿元，CAGR 为 32.30%，公司近几年营收和归母净利润保持快速增长。2025 年前三季度，公司实现营业收入 18.65 亿元，同比下滑 21.49%，实现归母净利润 10.93 亿元，同比下滑 31.05%。公司 2025 年前三季度业绩有所承压，主要受行业竞争加剧、消费复苏疲软以及公司 2024 年同期高基数影响，后续随着公司管线扩容以及国际化加速，公司业绩有望恢复增长。

图 21：2017-2025Q3 爱美客营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：2017-2025Q3 爱美客归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司拥有丰富的产品线和在研产品储备。作为国内最早开展医疗美容生物医用材料自主研发的公司之一，公司已拥有 11 款获得国家药品监督管理局批准的III类医疗器械产品，包含六款基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、一款基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂、一款 PPDO 面部埋植线产品、一款适用于组织修复与愈合的产品、二款一次性使用无菌注射针。公司在研产品储备丰富，已经从早期的生物材料应用技术开发

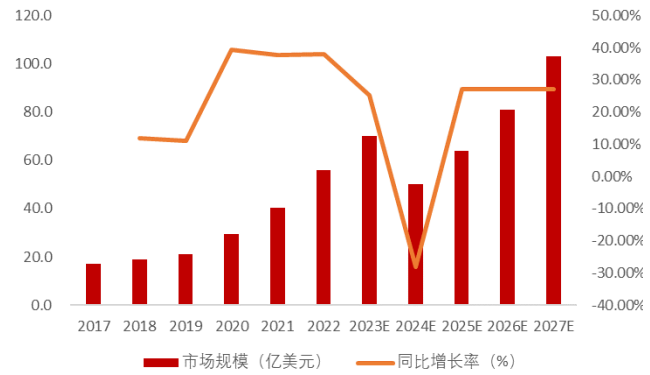
到生物制药、化学药品的研发拓展，包括用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素、用于软组织提升的第二代面部埋植线、用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液、用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶等。公司丰富的产品管线及研发储备，为公司业务可持续发展提供保障。

3.4 合成生物学

3.4.1 行业市场规模在 2027 年有望接近 400 亿美元

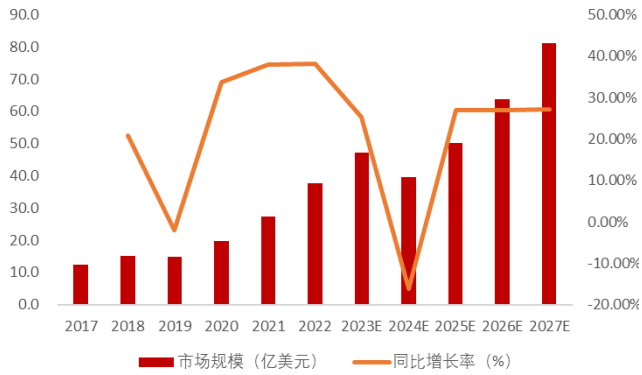
行业市场规模在 2027 年有望接近 400 亿美元。根据 CB insights 统计数据显示，2022 年全球合成生物学市场规模达到 140 亿美元，其中医疗健康为最大的细分市场，市场规模接近 56 亿美元。根据 CB insights 的预测数据，随着合成生物学在各领域应用更加广阔以及技术改善，合成生物学行业市场规模有望快速扩容，预计到 2027 年，合成生物学的市场规模将达到 387 亿美元，其中医疗健康仍然将是最大细分市场，市场规模有望达到 103 亿美元，占比达 26.6%。食品和饮料及农业预计将是未来增速最快的赛道，因动植物选择性育种、DTC 基因测试、基于微生物美容产品等带来的广泛前景应用，预计 2022 年至 2027 年的年复合增长率将分别为 45.4%和 56.4%。

图 23：全球合成生物学医疗健康领域市场规模



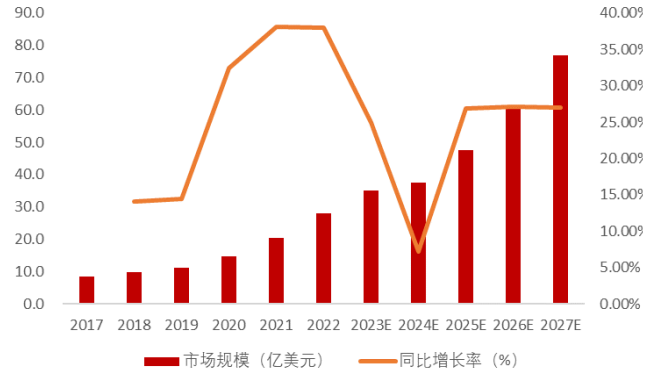
资料来源： CBInsights，头豹研究院，东莞证券研究所

图 24：全球合成生物学科研领域市场规模



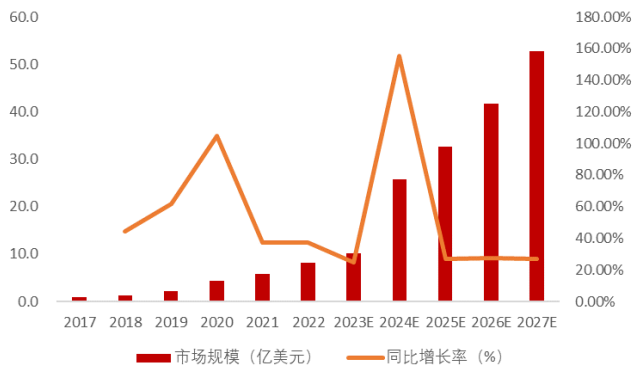
资料来源： CBInsights，头豹研究院，东莞证券研究所

图 25：全球合成生物学工业化学品领域市场规模



资料来源： CBInsights，头豹研究院，东莞证券研究所

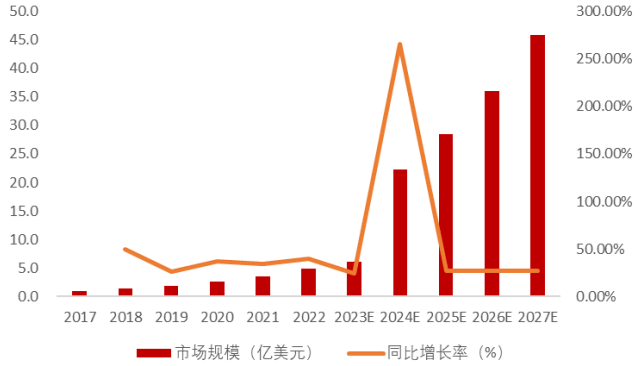
图 26：全球合成生物学食品饮料领域市场规模



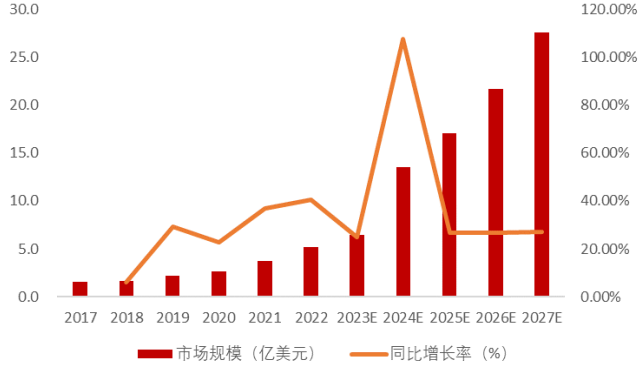
资料来源： CBInsights，头豹研究院，东莞证券研究所

图 27：全球合成生物学农业领域市场规模

图 28：全球合成生物学消费品领域市场规模



资料来源： CBInsights，头豹研究院，东莞证券研究所



资料来源： CBInsights，头豹研究院，东莞证券研究所

3.4.2 多重因素促进合成生物发展

与传统的化学合成相比，合成生物学技术优势显著。合成生物学是当今生物学领域的前沿研究方向，合成生物学技术正在逐步取代传统化学合成成为全球医药、食品、材料等领域“绿色合成”的重要途径。与传统的化学合成相比，合成生物学技术具有如下优势：①传统化学合成的原料主要来自石油、煤炭等石油基物质，而合成生物学技术所使用的原料以生物基物质为主，生物基物质数量巨大、价格低廉。体外合成生物学法工艺路径利用酶促反应缩减了传统化学法的工艺步骤数，缩短了工艺流程、减少了生产流程中碳的排放；②传统的化学合成在制造复杂分子方面较为受限，需要通过大量的中间体步骤才能生产出最后的目标分子。合成生物学技术在生产上述复杂分子方面具有显著优势，可通过构建高性能酶或者设计底盘细胞内的代谢通路直接获得目标产物，简化了工艺步骤、提高了生产效率；③传统化学合成过程中的“三废”污染较重、能耗较高。合成生物学技术缩短了生产工艺步骤、减少了化学品的使用、避免了金属催化剂带来的重金属污染，从而显著降低了“三废”排放与生产能耗，是一种绿色环保的制造方式；④合成生物学技术安全性高，合成生物学技术的安全性主要体现在两个方面：一是合成生物学技术工艺的生产过程通常在常温、常压下进行，环境安全，条件简单；二是合成生物学产品具有食品安全性，传统化学合成过程中常有重金属和有机溶剂残留，而合成生物学技术可以克服这一问题。

表 7：合成生物学技术工艺路径与传统化学合成工艺路径的特点对比

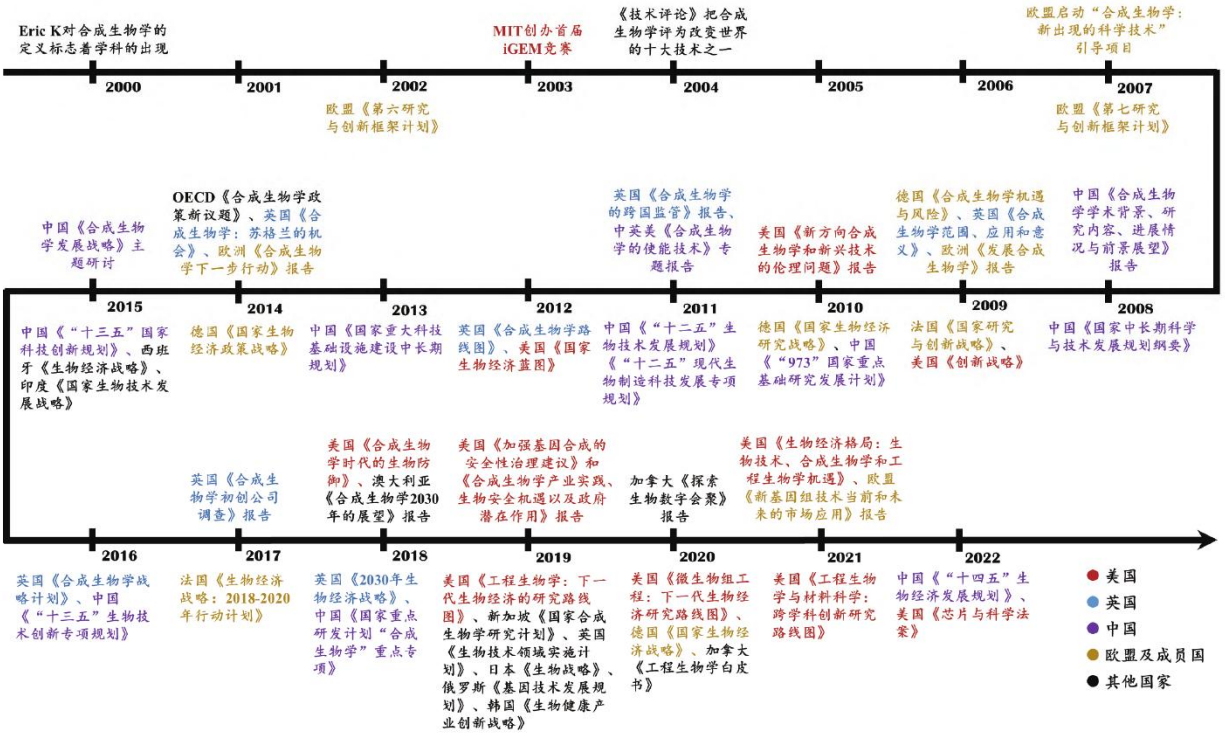
对比项目	化学合成法	体外合成生物学法	体内合成生物学法
原材料类型	石油基	石油基、生物基	生物基
技术要求	低	高	高
核心技术	化学催化、化学拆分、天然提取等	酶的设计、改造及高产表达	基因编辑、合成途径设计及高产表达
工艺路线	长	较短	较短
产品成本	高	较低	较低
反应条件	苛刻	温和	温和
污染程度	高	低	低

资料来源：弈柯莱招股书，东莞证券研究所

全球主要国家政府陆续出台合成生物学相关扶持政策。合成生物学进入全球共识、

合作与竞争的快速发展时期，国际合成生物学科研和产业发展十分迅猛，全球主要国家相继建立合成生物学研究中心，形成了遍布全球的合成生物学研究网络，以美国、英国为主导的国外发达国家在合成生物学研究领域发展进程较快。欧盟最早通过第六研究框架计划从政策层面、以项目资助的方式促进合成生物学发展，法国德国等成员国针对合成生物学及相关技术分别制定了针对本国的研究发展战略。英国政府于 2012 年和 2016 年相继发布《合成生物学路线图》和《英国合成生物学战略计划》，是首个在国家层面通过路线方式推动合成生物学发展的国家。美国从多个维度来推动合成生物学的发展，自 2019 年开始连续 3 年发布了《工程生物学：下一代生物经济的研究路线图》《微生物组工程：下一代生物经济研究路线图》《工程生物学与材料科学：跨学科创新研究路线图》等合成生物学相关领域的研究路线图。欧盟、美国等国家/地区从学科发展、政策制定和战略布局等多维度促进合成生物学发展。

图 29：全球合成生物学领域发展和战略布局演进路径

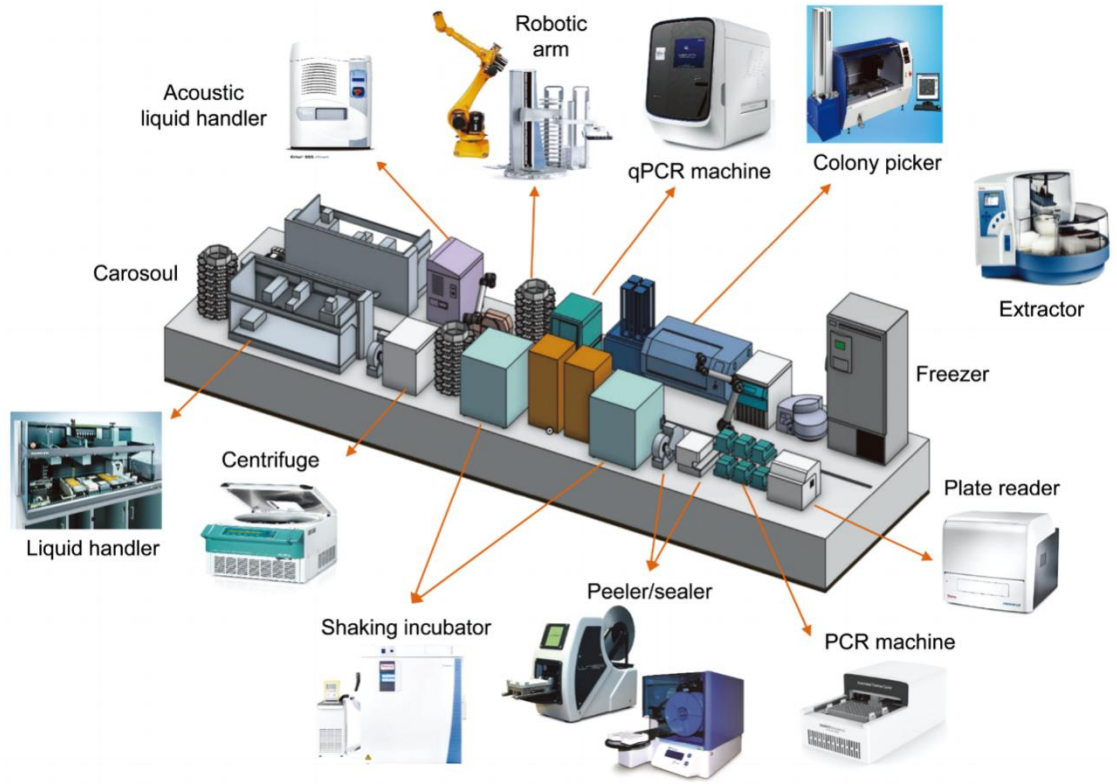


资料来源：《全球合成生物学发展现状及对我国的启示》，东莞证券研究所

底层研究工具和技术突破助力行业发展。近年来合成生物学公司所使用的研究工具和技术出现了很多突破，使得微生物细胞工厂构建和测试的能力得到显著提升，为提高菌种构建效率以满足市场快速变化和多样的需求提供了重要的机遇。此外，自动化合成生物技术的出现，不但可以快速积累大批优质基因功能模块，建立标准化的合成生命工艺流程，还可以获得高质量的海量实验数据，从而采用数据驱动的方式开发并优化对合成生命进行系统设计和功能预测的计算模型。二代测序和基因组编辑的技术飞跃，特别是融合 AI 技术和自动化工具组使得成本大幅度下降，基因测序成本以超摩尔速度下降，使得从全基因组层次设计和构建微生物细胞工厂成为可

能。与此同时，更多针对合成生物行业的设备和工具被开发出来，促进了行业加速发展。

图 30：自动化合成生物设施常用仪器设备



资料来源：《自动化合成生物技术与工程化设施平台》，东莞证券研究所

3.4.3 合成生物学重点公司分析

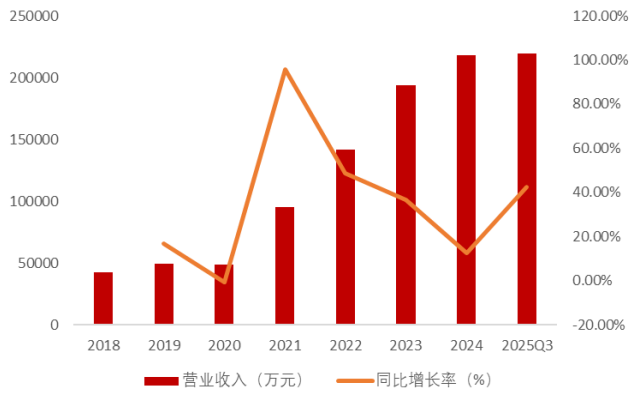
（1）华恒生物：合成生物学平台型龙头企业

公司是合成生物学平台型龙头企业。公司是一家以合成生物技术为核心，通过生物制造方式，主要从事生物基产品的研发、生产、销售的国家高新技术企业，公司主要产品包括氨基酸系列产品（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸、L-缬氨酸）、维生素系列产品（D-泛酸钙、D-泛醇）和其他产品等，可广泛应用于中间体、动物营养、日化护理、功能食品与营养、植物营养等众多领域。公司建成发酵法和酶法两大技术平台，突破厌氧发酵技术瓶颈，构建了以可再生葡萄糖为原料厌氧发酵生产 L-丙氨酸、L-缬氨酸等产品的微生物细胞工厂，在国际上首次成功实现了微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸产品，同时具备较强的生物制造技术工艺升级和迭代能力，在工业菌种创制、发酵过程智能控制、高效后提取、产品应用开发环节形成了完备的技术领先优势。经过多年的创新发展，公司已经成为全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的企业之一。

公司近几年营收和归母净利润保持快速增长。2018 年-2024 年，公司营业总收入从 4.21 亿元增长至 21.78 亿元，CAGR 为 31.52%；公司归母净利润从 0.76 亿元增长至 1.90 亿元，CAGR 为 16.58%，除 2024 年外，公司近几年营收和归母净利润都保持快

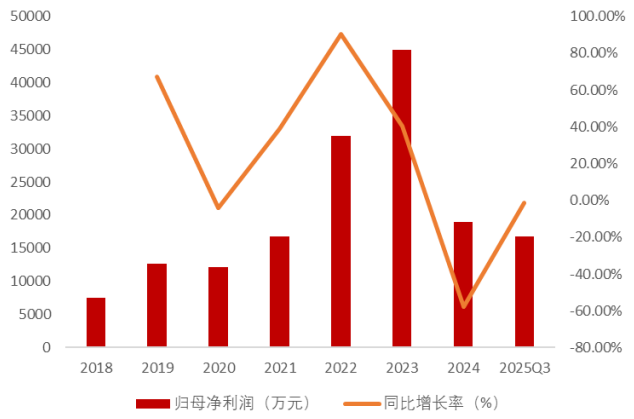
速增长。2024 年，公司归母净利润同比减少 57.80%。主要是公司缬氨酸产品较去年同期价格下降及公司相关费用较去年同期有所增加所致，未来随着公司新产品持续放量，公司业绩有望保持增长。

图 31：2018-2025Q3 华恒生物营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 32：2018-2025Q3 华恒生物归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司在合成生物学领域优势显著。公司掌握了与主要产品相关的一系列核心技术，涵盖菌株构建、发酵控制、分离提取、母液产物回收等生物制造的全过程。报告期内，公司高度重视技术创新和自主知识产权积累，围绕发酵法和酶法两大生产工艺，逐步开始在合成生物学领域内的其他产品布局，形成合成生物技术相关的核心技术集群。未来还将继续保持对研发的高投入，开发更多种生物基新产品，推动我国多个相关产品在生物制造领域的跨越式发展。公司厌氧发酵法规模化生产 L-丙氨酸的技术突破，使得 L-丙氨酸产品成本降低约 50%，同时生产过程更为绿色环保，满足下游客户对原材料的绿色生态标签要求，促进了其在新型绿色螯合剂 MGDA 领域的规模化应用。公司采用自产的 L-丙氨酸制备 DL-丙氨酸，采用自产的 β-丙氨酸制备 D-泛酸钙，形成了自有业务的上下游产业链优势，生产成本更加低廉，亦获得了显著的成本优势，具有良好的协同发展效应。公司正复制上述协同发展效应至其他产品。

4. 投资策略

维持对行业的标配评级。受宏观影响，国内消费需求的不足阶段性影响医药生物行业增长，Q3 季度，细分板块中，收入端仅医疗研发外包、其他生物制品、其他医疗服务、医疗耗材、线下药店、医药流通和血液制品同比有所上升，利润端仅医疗研发外包、其他生物制品、线下药店和医药流通同比有所上升，多数细分板块 2025Q3 整体归母净利润增速同比有所回落。医疗行业需求有其刚性属性，随着未来经济逐步回暖，国内需求不断提振，行业需求也将有所回升。建议关注：

- **创新药：**研发投入逐年加大，出海步伐加快，在研管线逐渐进入收获期的创新药企：恒瑞医药（600276）、百济神州-U（688235）和贝达药业（300558）等；
- **医疗器械：**有望受益于医疗新基建和国产替代的医疗器械企业：迈瑞医疗

（300760）、奕瑞科技（688301）和开立医疗（300633）等；

- **医美**：掌握核心技术和渠道，在医美领域优势显著的企业：爱美客（300896）和华东医药（000963）等；
- **合成生物学**：掌握核心技术，不断丰富产品矩阵的企业：华恒生物（688639）和凯赛生物（688065）等。

5. 风险提示

（1）行业政策风险。如医保控费，部分药品集采后降价幅度较大。

（2）研发进展低于预期风险。研发过程中存在较大的不确定性，研发进展可能低于预期。

（3）原料价格波动风险。原材料价格波动大对企业经营造成不利影响。

（4）竞争加剧风险。部分产品竞争格局恶化可能将影响到企业盈利及成长性。

（5）其他风险，包括但不限于：汇率波动、贸易摩擦、核心人才流失、技术迭代等风险。

表 8：重点公司盈利预测及投资评级（2025/11/11）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E		
600276	恒瑞医药	61.06	0.65	0.95	1.31	94.19	63.96	46.64	买入	维持
300558	贝达药业	53.99	0.83	0.96	1.36	65.27	56.43	39.64	买入	维持
000963	华东医药	42.60	1.62	2.00	2.26	26.32	21.28	18.87	买入	维持
688639	华恒生物	38.40	1.80	0.76	1.04	21.39	50.68	36.98	买入	维持
688065	凯赛生物	51.42	0.51	0.68	0.94	101.19	75.85	54.89	买入	维持
300896	爱美客	160.97	6.14	6.47	5.25	26.21	24.88	30.63	买入	维持
603259	药明康德	92.50	3.22	3.17	5.11	28.73	29.21	18.11	买入	维持
300760	迈瑞医疗	208.70	9.55	9.62	9.07	21.85	21.69	23.02	买入	维持
300633	开立医疗	30.00	1.05	0.33	0.62	28.57	91.16	48.39	买入	维持
688301	奕瑞科技	109.90	2.87	2.20	3.03	38.25	49.95	36.31	买入	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22115843
网址：www.dgzq.com.cn