



中信建投证券  
CHINA SECURITIES

证券研究报告 · 医药行业深度研究 · 公司深度报告

## 药明康德：CXO行业领军者，一体化模式奠定国际地位与成长性

分析师：贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC编号：S1440517050001

SFC编号：ASZ591

分析师：刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC编号：S1440519080003

分析师：赖俊勇

lailiunoyong@csc.com.cn

SAC编号：S1440523070007

分析师：汤然

tangran@csc.com.cn

SAC编号：S1440524100001

发布日期：2025年7月16日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

# 摘要

- **核心观点：**作为国内CXO龙头企业，公司凭借独特的一体化CRDMO业务模式，持续为全球客户提供高效、优质的医药研发服务。尽管未来国际环境面临一定不确定性，我们认为公司仍具有优秀的投资价值：1) 从行业层面，国内CXO行业处于需求恢复与产能出清阶段，结构性复苏趋势已现；2) 公司的一体化CRDMO模式效率及规模优势显著，具有全球竞争力；3) 公司全球化布局顺应国内创新药出海趋势，有望抵消部分风险。4) 公司前瞻性布局创新技术及治疗领域，持续捕捉新分子发展机遇。
- **核心推荐逻辑：**受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力。药明康德作为行业头部的CXO企业，其股价表现与行业高度共振，当前估值处于历史低位，显著低于行业水平。我们认为，公司的投资价值来源于以下几个方面：1) 从行业层面，国内CXO行业处于需求恢复与产能出清阶段，结构性复苏趋势已现；2) 公司的一体化CRDMO模式效率及规模优势显著，具有全球竞争力；3) 公司全球化布局顺应国内创新药出海趋势，有望抵消部分风险。4) 公司前瞻性布局创新技术及治疗领域，持续捕捉新分子发展机遇。
- **CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著**
  - **研发需求提升推动CXO行业结构性复苏，供需格局有望改善。**需求端来看，全球药物研发需求保持强劲，专利悬崖及研发成本提升推动医药研发外包率提升。随着出海BD及融资渠道打通，上游制药产业链国内市场需求呈现恢复趋势，有望向临床前及临床CRO领域持续传导。随着中国创新药出海交易迭创新高，海外药企研发需求有望逐步释放，利好以海外需求为主的CXO企业。供给端来看，国内CXO行业产能及人员调整基本完成，供需格局有望改善。
  - **中国医药行业具备显著的制造和供应链优势，短期难以替代。**过去几年，美国提出《生物安全法案》及“对等关税”计划，对中国CXO行业造成一定影响。我们认为，中国医药行业具备显著的制造和供应链优势，短期难以替代；工程师红利带来技术&成本优势，奠定中国CXO行业强大竞争力。国内头部CXO企业受益于行业整体优势，具备强劲的抗风险能力。

# 摘要

- **公司优势：具备国际竞争力，前瞻布局创新能力。**公司的全方位一体化CRDMO业务模式，赋予各部门对客户需求的快速响应能力，并创造显著规模优势；公司具有严格的质量和合规控制能力，人力成本较欧美企业优势显著，资本投入确保长期能力建设。以上优势保障公司在国际竞争中处于优势地位。公司近年来持续跟踪前沿科技，进行前瞻布局，其中多肽CDMO业务已获得行业领先地位；同时布局寡核苷酸、蛋白降解药物等多款分子类型的蓝海市场，期待后续需求爆发。
- **Wuxi Chemistry：化学药物的一体化CRDMO平台。**WuXi Chemistry凭借独特的CRDMO模式，将传统的CRO、CDMO和CMO服务进行整合，提供从新药发现到商业化的一体化解决方案。板块业绩近年来增长强劲，其中小分子D&M业务（合全药业）临床后期及商业化项目快速增长；TIDES业务业绩高速增长，相关产能持续扩张。小分子药物发现业务提供下游流量入口，持续增强客户粘性。
- **Wuxi Testing：测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展。**WuXi Testing通过全方位一体化的药物研发测试平台，覆盖药物研发及测试的全周期，为客户提供一站式解决方案。其中测试业务近年来强劲发展，价格因素短期影响业绩，期待后续复苏。临床CRO&SMO业务提供全方位临床研究服务，SMO业务持续增长。
- **WuXi Biology：领先的药物发现生物学平台，赋能早期研发。**公司的生物学业务以全方位的生物学服务和解决方案，针对不同靶标、不同分子类型，支持从靶点发现到候选药物筛选和优化，再到临床阶段的各类生物学研究和测试项目。2024年以来受需求放缓和价格压力影响，增速有所放缓；公司着力建设新分子种类相关能力，业绩贡献持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2025~2027年实现营业收入分别为434.26亿元、488.37亿元和556.79亿元，分别同比增长10.7%、12.5%和14.0%；经调整non-IFRS归母净利润为121.32亿元、140.31亿元和161.34亿元，分别同比增长14.6%、15.7%和15.0%。EPS分别为3.93元/股、4.59元/股和5.32元/股，对应PE为20.1X、17.2X和14.8X，给予买入评级。
- **风险提示：**新药研发数量不及预期；公司在手订单增长低于预期；行业竞争激烈；产能扩张与需求错配；全球化经营及国际政策变动风险。

1 核心推荐逻辑：受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力

2 CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

3 公司优势：具备国际竞争力，前瞻布局创新能力

3 Wuxi Chemistry：化学药物的一体化CRDMO平台

4 Wuxi Testing：测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

5 WuXi Biology：领先的药物发现生物学平台，赋能早期研发

7 盈利预测与投资评级

8 风险提示

1

**核心推荐逻辑：受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力  
与前瞻布局能力**

# 受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力

## 股价复盘：公司表现与行业高度共振，创新药行情下估值持续改善

- **公司表现与行业高度共振，创新药行情下估值持续改善。** 药明康德作为行业龙头，其股价表现与行业表现高度共振。2020-2021年公司股价呈现上升趋势，主要受美元降息周期推动海外研发需求提升，以及疫情下CXO供应链向国内转移，推动企业订单及业绩快速增长所致。2021年中至2023年，受地缘政治冲突、美元加息周期开启等影响，海外研发需求下滑，叠加国内CXO产能过剩，公司股价承压，2024年《生物安全法案》加重了对公司的担忧。2024年下半年以来，随着美元降息周期重启，法案短期流产等因素影响，公司股价呈现恢复趋势。2025年以来，随着国内创新药行业持续火热，CXO作为创新药产业链的重要一环，估值呈现修复趋势。

图：药明康德近年来股价波动情况

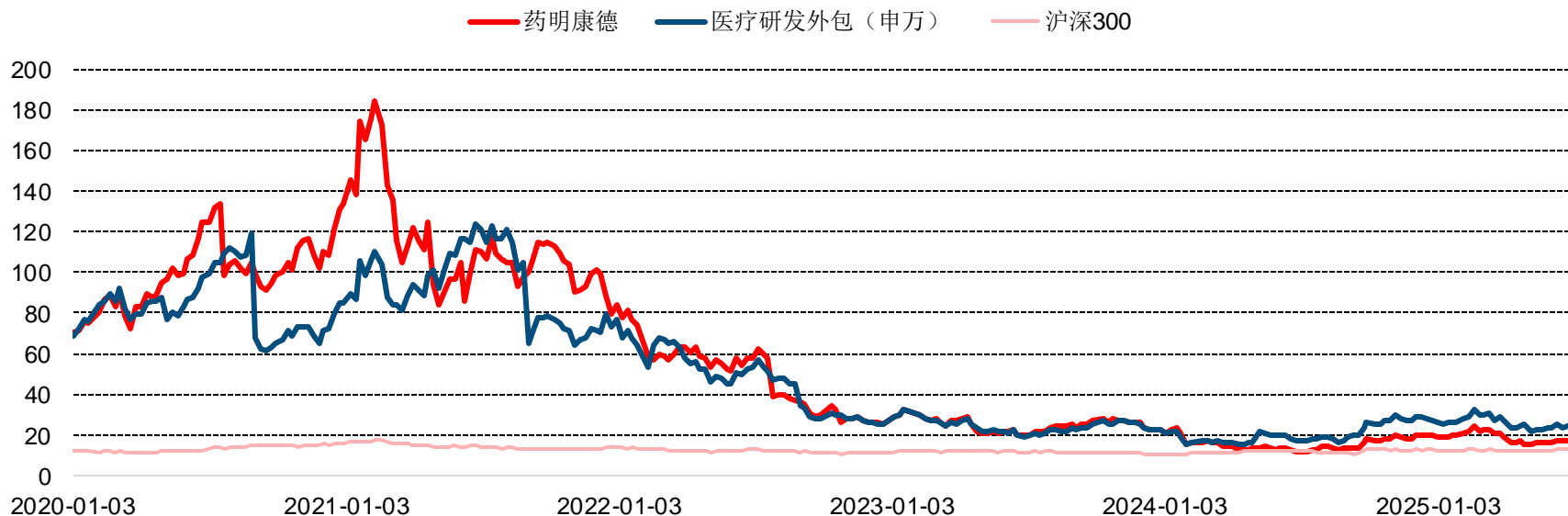


# 受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力

## 估值复盘：公司当前估值处于历史低位，显著低于行业水平

- **公司当前估值处于历史低位，显著低于行业水平。**对比医疗研发外包板块历史估值来看，公司在2020-2021年整体估值处于历史高位。2022年虽然行业及公司估值整体下行，但凭借新冠治疗药物相关订单快速增长，公司估值仍高于行业整体水平。2023-2024年，公司估值水平与行业基本一致。2024年至今，受《生物安全法案》相关影响，以及投资者对地缘政治风险的担忧，公司估值持续走低。截至2025年7月4日，公司PE (TTM) 估值为18.19X，显著低于医疗研发外包服务整体PE (TTM) (为25.91X)。我们认为，随着CXO行业面临的需求持续复苏，产能继续出清，公司也将受益于行业整体改善，并凭借自身的一体化布局优势获得更多客户认可与签单，助力估值提升。

图：药明康德近年来PE(TTM)波动情况



# 受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力

## 国内CXO行业处于需求恢复与产能出清阶段，结构性复苏趋势已现

### ➤ 市场疑问1：目前国内CXO行业是否有进一步发展空间？

- 我们认为，目前国内CXO行业仍有进一步发展空间，主要增长动力来源于：
  - **1) 全球创新需求延续，研发支出持续增长。**近年来全球医药研发创新仍处于持续发展阶段，多肽、寡核苷酸、ADC等创新化学和生物药物层出不穷，增长迅速；而小分子仍是药物研发的主要分子类型。面临专利悬崖及研发成本提升，药企急需提高研发效率，降低研发成本，这将驱动医药研发外包需求的提升。
  - **2) 海外投融资期待恢复，上游需求复苏有望持续传导。**若下半年美元继续进入降息周期，推动海外医药企业研发需求回暖，国内以海外业务为主的临床前CRO企业有望受益；随着出海BD及融资渠道打通，国内医药企业研发需求复苏，带动上游制药产业链国内市场需求恢复，需求回暖有望持续传导至临床前及临床CRO领域。
  - **3) 中国创新药加速全球化，利好国际化CXO企业需求增长。**随着中国创新药出海交易迭创新高，海外药企通过交易获得更多管线后将持续推进研发，乃至后期的临床和商业化生产，因此仍将利好国际化CXO企业需求增长。中国创新药出海持续将带动国内企业对海外研发和生产能力的的需求，更有利于国际化CXO企业。
  - **4) 产能及人员调整基本完成，供给端格局有望改善。**近年来CXO行业产能建设与人员扩张持续推进，2023年起，企业资本开支规模、在建工程增速、人员数量整体呈现下降趋势。预计随着CXO公司新签和在手订单持续增长，需求回暖将带动产能利用率的提高；行业有望完成过剩产能出清与人员调整。
  - **5) 国内医药行业优势显著，看好头部企业抗风险能力。**尽管面临着《生物安全法案》及美国提出的各类关税计划，但中国医药行业具备显著的制造和供应链优势，短期难以替代；工程师红利带来的技术和成本优势，奠定了国内CXO行业的强大竞争力。国内头部CXO企业受益于行业整体优势，具备强劲的抗风险能力。

# 受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力

## 药明康德一体化CRDMO模式效率及规模优势显著，具有全球竞争力

- **市场疑问2：面对全球地缘政治风险，药明康德如何应对，以降低订单及业绩波动的可能性。**
  - **《生物安全法案》尚未落地，具有一定不确定性。**美国第118届国会已于2025年初届满结束，期间没有通过《生物安全法案》相关提案。截至2025年7月，美国第119届国会尚未有任何重启该法案立法流程的提议。
  - **药明康德一体化CRDMO模式效率及规模优势显著，具有全球竞争力。**公司独特的一体化CRDMO商业模式可以在新药研发早期为项目赋能，并实现在开发阶段和后续生产阶段的无缝衔接，从而加速项目推进，各部门之间合作协调默契，具备效率优势；前端项目向后端流入将推动项目体量扩大，驱动公司业务持续成长，呈现规模优势。从业务体量、合规和质控能力、员工数量及人力成本优势、CAPEX等方面，公司在小分子CRDMO领域具有难以被替代的显著优势，具备国际竞争力。
  - **公司全球化布局顺应国内创新药出海趋势，有望抵消部分风险。**药明康德持续推进全球产能建设，该布局有利于满足客户更加近岸化的生产需求，一定程度上保障了客户的供应链韧性；新加坡、欧洲基地也可分流关税、相关法案等带来的潜在贸易限制风险。同时，随着国内创新药加速全球化，公司的全球服务能力将借助这一趋势，持续满足出海客户的海外研发与生产需求，推动海外业务成长。

# 受益于行业结构性复苏，看好公司全球竞争力与前瞻布局能力

## 药明康德前瞻布局创新技术及治疗领域，持续捕捉新分子发展机遇

### ➤ 市场疑问3：药明康德如何实现后续业绩增长持续性。

- **公司前瞻布局创新技术及治疗领域，赋能业务创新。**公司致力于运用最新的科学技术，赋能医药研发创新，帮助客户将新药从理念变为现实。公司独特的一体化CRDMO业务模式，有助于公司迅速产生行业洞见，更好预测行业未来的科技发展及新兴研发趋势，及时捕捉新的发展机遇，从而在最大程度上降低新药研发的门槛，持续驱动公司长期发展。对创新技术的前瞻布局有助于公司吸引更多客户，实现对后端业务的持续引流。
- **公司多肽CDMO业务进入兑现期，其他新分子潜力巨大。**随着全球GLP-1类药物市场的快速增长，多肽类药物分子的研发需求也迅速提升，推动多肽CDMO市场高速增长。随着多肽CDMO产能向发展中国家转移，药明康德作为国内代表性CXO企业实现快速崛起，跻身全球多肽CDMO头部地位；公司前瞻性的能力建设持续增强客户粘性，赋予公司强大竞争力。在寡核苷酸药物、蛋白降解药物等其他新分子领域，公司也有多年布局，未来药物市场发展将推动公司CDMO业务持续增长。

2

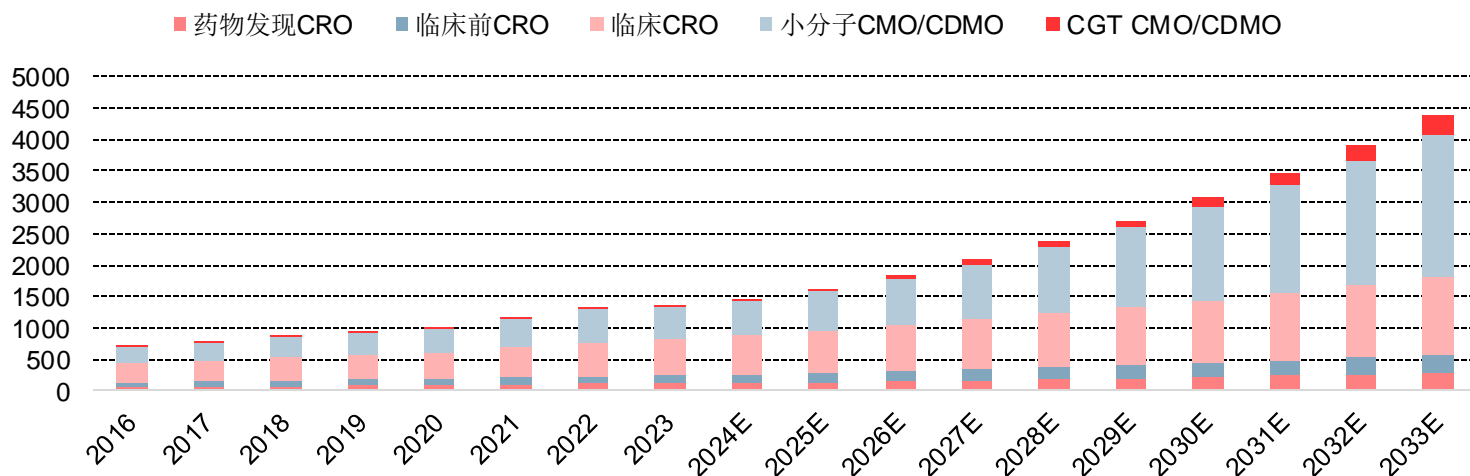
CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 全球CXO行业高速增长：小分子市场保持稳健，新分子有望加速

- **新药研发需求及研发投入持续提高驱动全球CXO行业高速增长。** 伴随着全球医药市场规模持续增长及药企对CXO服务的需求持续增加，全球CXO市场规模保持快速增长趋势。根据弗若斯特沙利文数据，全球CXO市场规模从2016年的723亿美元增长至2023年的1369亿美元，年复合增长率9.5%，预计到2033年有望达到4388亿美元。
- **小分子CDMO细分市场稳健增长，新分子类型CDMO有望加速。** 从CXO各细分领域来看，小分子CDMO及CGT CDMO市场规模增速快于其他领域，其中小分子CDMO市场2016~2023年CAGR为10.4%，未来有望继续维持稳健增长。小分子CDMO领域中，新分子类型（主要包括寡核苷酸和多肽）CDMO市场规模增速较快，由2016年的13亿美元增长至2023年的53亿美元，并有望增长至2033年的425亿美元。

图：全球医药研发外包市场规模（亿美元）

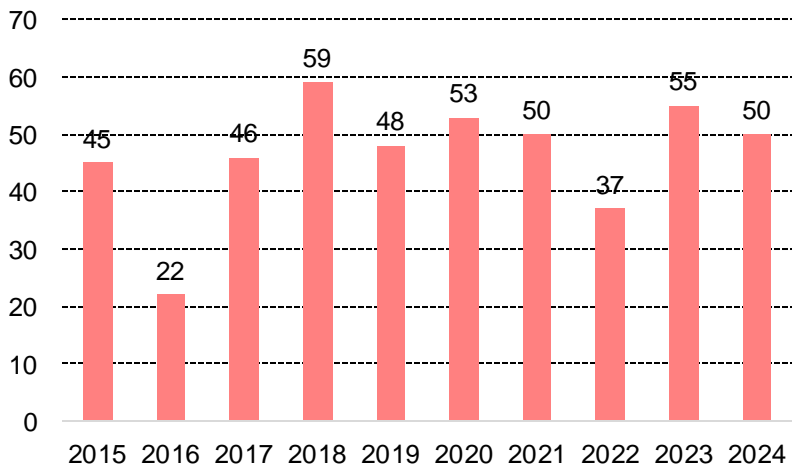


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

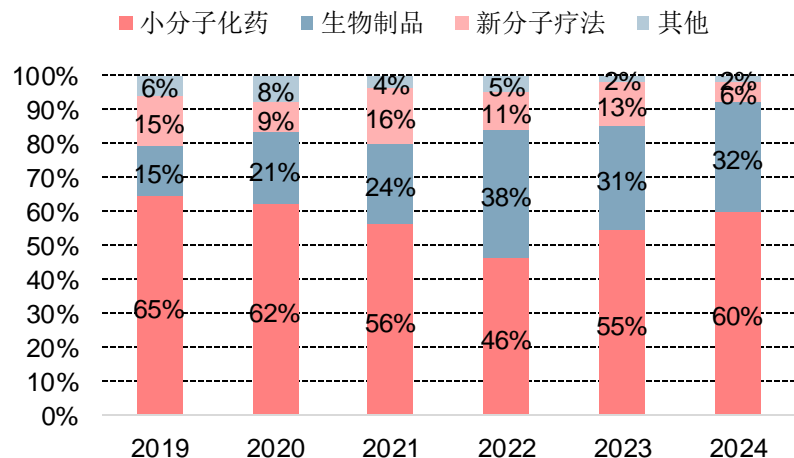
## 全球创新需求延续，研发支出持续增长

- **全球药物研发需求不减，小分子化学药仍占据重要地位。** 2015年至今，FDA平均每年获批新药数量为46.5个。2024年，FDA药品评价研究中心（CDER）共批准了50种新药，获批数量虽然低于2023年，但仍处于历史高位水平。获批新药所治疗的疾病也展现出多样化的趋势，其中治疗癌症和罕见疾病的新药总数位列前茅，此外也有多款药物获批治疗中枢神经系统疾病和感染性疾病。从药物类型来看，新分子实体（NME）共34款，包括小分子药物32款，寡核苷酸药物2款；小分子药物占比64%，仍为是新药的最主要类型，远超其他形式药物。小分子药物中，小分子化药共30款（占比94%），另有1款肽类药物和放射性药物获批。

图：近年来FDA批准新药数量



图：近年来FDA批准新药中各种类分子占比

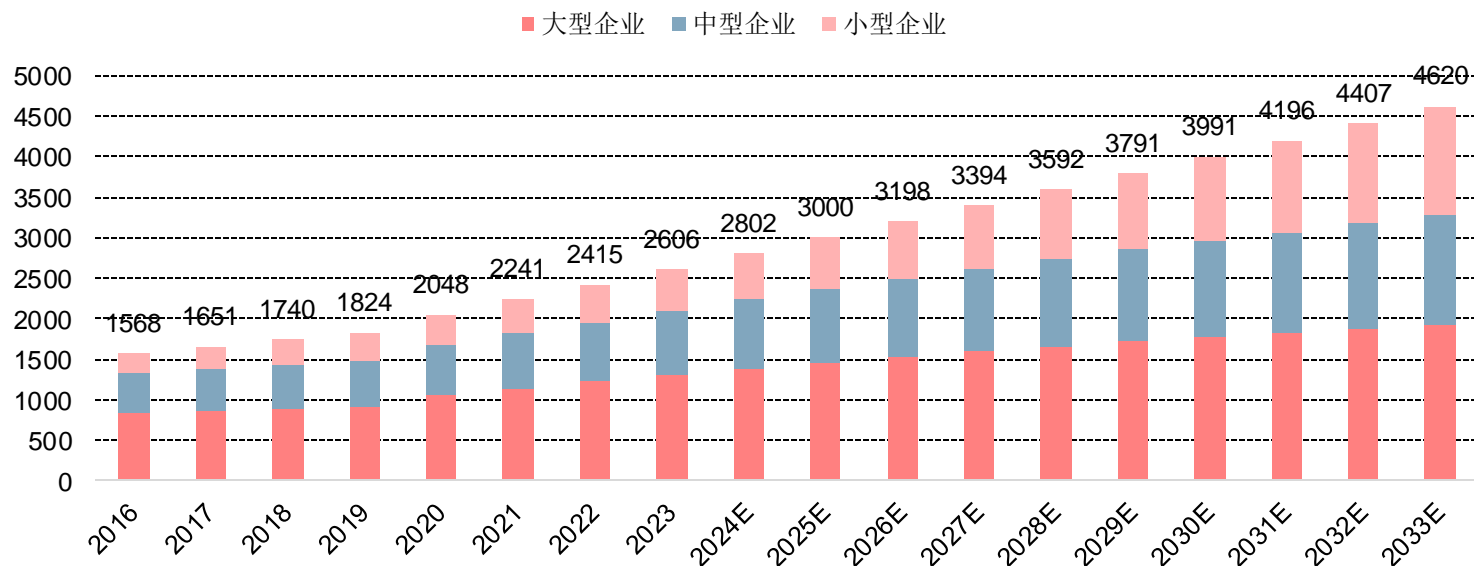


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 全球创新需求延续，研发支出持续增长

- 大中小型药企研发支出长期稳定，小型创新药企业数量及研发支出快速增长。据弗若斯特沙利文估算，2023年全球约80%的医药研发支出来自于大中型制药企业。长期且规模化的研发需求是CXO企业发展的稳定动力，预计大中型企业的研发支出在2023-2033年将保持4.6%的复合增速，增长至2033年的3273亿美元。小型制药企业研发支出从2016年的227亿美元增长到2023年的509亿美元，年均复合增长率为12.2%，预计2023-2033年将保持10.2%的复合增速，增长至2033年的1347亿美元。由于小型创新药企业更多会寻求外部CXO企业实现药品研发生产，有望为CXO注入新活力。

图：全球不同类型医药企业研发支出金额（亿美元）



# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 全球创新需求延续，研发支出持续增长

- **多款重磅产品面临专利悬崖，药企对研发效率诉求强烈。**全球范围内许多国家政府的医疗费用控制措施和原研药“专利悬崖”给药品价格带来了强大的下行压力。根据PharmaVoice数据，到2030年将有190种药物失去专利独占权，其中有69个重磅炸弹品种。2029年是专利悬崖峰值，预计约590亿美元的药品销售额面临专利到期风险；从2023至2030年，总计约2360亿美元的药品销售额面临风险，全球头部MNC药企都将受到影响。专利到期将迫使药企加速研发管线推进并增加外包以控制成本和效率，为CXO行业带来持续增长的动力。

表：2024-2026年部分面临专利悬崖小分子药物

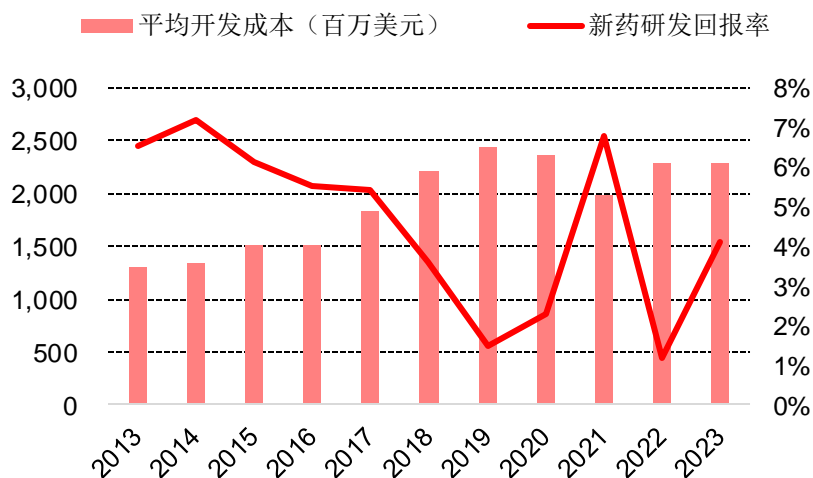
商品名	中文名	2024销售额 (亿美元)	治疗领域	原研	核心专利到期时间
Eliquis	阿哌沙班	206.99	心血管	Bristol-Myers Squibb (Pfizer)	2026 (部分地区诉讼)
Jardiance	恩格列净	123.82	糖尿病	Boehringer Ingelheim (Lilly)	2025 (美欧日延长)
Farxiga	达格列净	76.56	糖尿病	AstraZeneca	2025
Xarelto	利伐沙班	61.38	心血管	Bayer (J&J)	2024-2025
Pomalyst	泊马度胺	35.45	肿瘤	Celgene (BMS)	2026
Opsumit	马西替坦	21.84	心血管	Actelion (Johnson & Johnson)	2025
Lixiana	依度沙班	19.00	血液	Daiichi Sankyo	2024
Bridion	舒更得	17.64	神经	Merck	2026 (美国)
Januvia	西他列汀	13.34	糖尿病	Merck	2026 (美国)
Brilinta	替格瑞洛	13.33	心血管	AstraZeneca	2024
Sprycel	达沙替尼	12.86	肿瘤	Bristol-Myers Squibb	2024
Xeljanz	托法替尼	11.68	免疫	Pfizer	2025-2028

# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

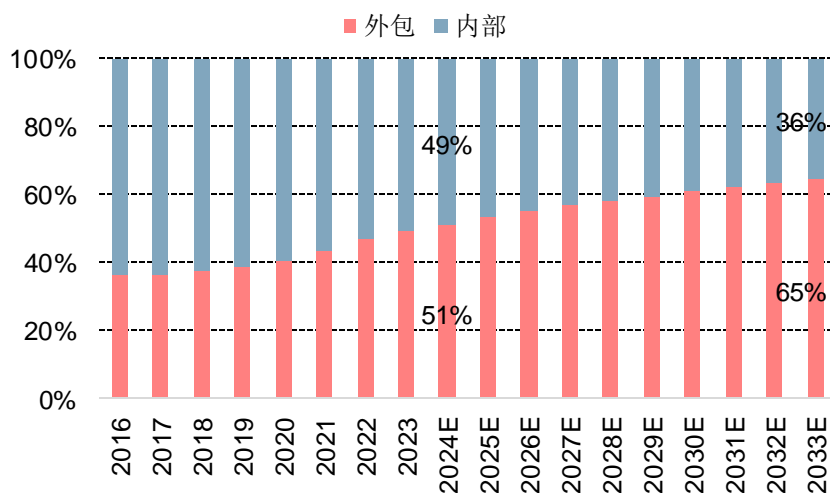
## 全球创新需求延续，研发支出持续增长

- **新药研发成本持续走高，研发回报率不断降低。**据德勤咨询数据，从2013年到2023年，全球前20大制药企业单个新药从药物发现到最终上市的平均研发成本从13.0亿美元上升到22.8亿美元，而研发回报率持续走低，2022年达到最低值1.2%；2023年回升至4.1%，主要由于新的高价值项目进入临床晚期阶段，商业化潜力较大。
- **药企降本增效需求强烈，驱动医药研发外包率持续提升。**医药外包服务提供商专注于药物研发领域，将专业知识和专业知识、先进的设备和方法、定制化的开发能力和产能以及质量、成本和风险控制系统结合起来，可帮助制药公司缩短新药研发周期、控制风险、优化资源及降低成本。由于CXO服务对医药研发的优势，全球医药行业外包渗透率逐步提升，预计将在2024年逐步提升至50%以上，预计在2033年将达到约65%。

图：全球前20大药企新药平均研发成本及研发回报率



图：全球医药研发外包渗透率

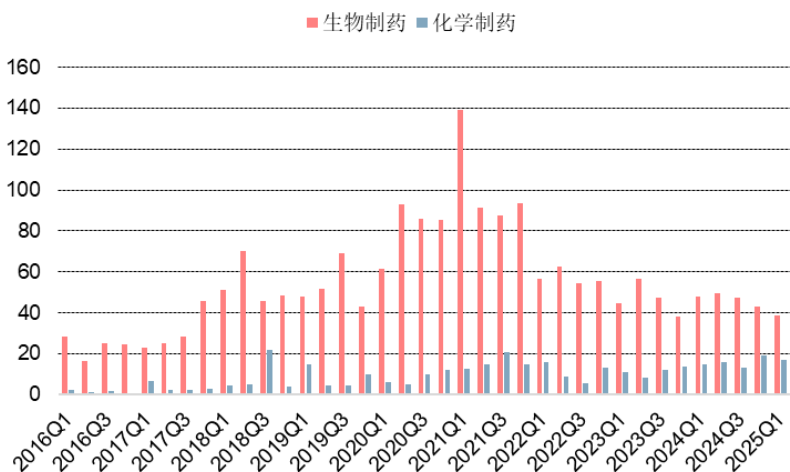


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

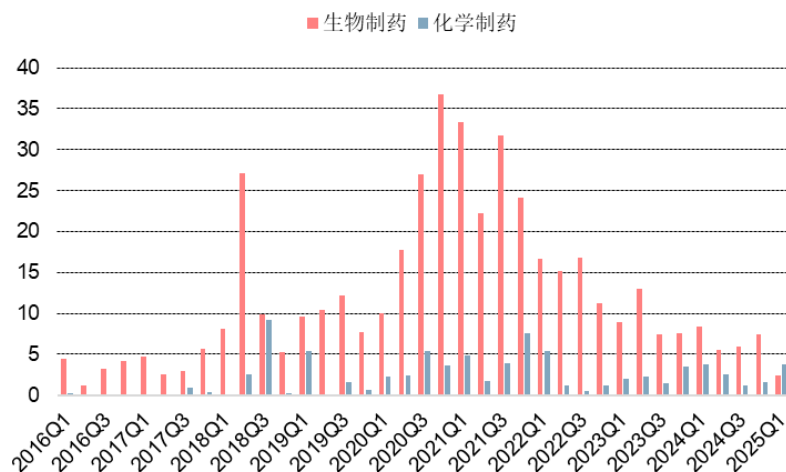
## 海外投融资期待恢复，上游需求复苏有望持续传导

- **海外投融资2024年缓慢恢复，期待降息周期持续。**根据动脉网数据，24年全球生物制药投融资额189.7亿美元，化学制药投融资额49.3亿美元。总融资额239.0亿美元，同比增长3%。25Q1生物制药投融资额38.9亿美元，同比减少19%。化学制药投融资额17.1亿美元，同比增长15%。总融资额56.0亿美元，同比下滑10%。国内24年生物制药领域投融资额27.3亿美元，化学制药投融资额9.0亿美元，总计36.3亿美元，同比下滑21%。25Q1生物制药投融资额2.43亿美元，化学制药投融资额3.78亿美元，总融资额6.21亿美元，同比下滑48%。25Q1医药投融资同比下滑，我们认为主要由于全球地缘政治因素较为动荡，导致投资者对未来预期不明确，影响投资热情；此外美元降息节奏放缓，也对投融资产生不利影响。若下半年美元继续进入降息周期，推动海外医药企业研发需求回暖，国内以海外业务为主的临床前CRO企业有望受益。

图：全球生物制药/化学制药融资额（亿美元）



图：中国生物制药/化学制药融资额（亿美元）



# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 海外投融资期待恢复，上游需求复苏有望持续传导

- **出海BD及融资渠道打通，上游需求复苏有望向下游传导。** 尽管国内医药投融资目前尚未明显改善，但2025H1国内创新药出海交易持续活跃，一方面实现了现金回笼，一方面也提振了资本市场信心，有利于国内创新药企业通过BD或融资获得更多资金以投入研发。同时，港股IPO正在重回活跃，科创板第五套上市标准重启，融资渠道打通有望持续促进药企研发需求释放。随着医药企业研发需求复苏，上游制药产业链国内市场需求有望呈现逐步恢复趋势；而随着需求端复苏向下游持续传导，临床前CRO及临床CRO板块有望进一步受益。

表：部分制药产业链上游企业收入及扣非净利润增速

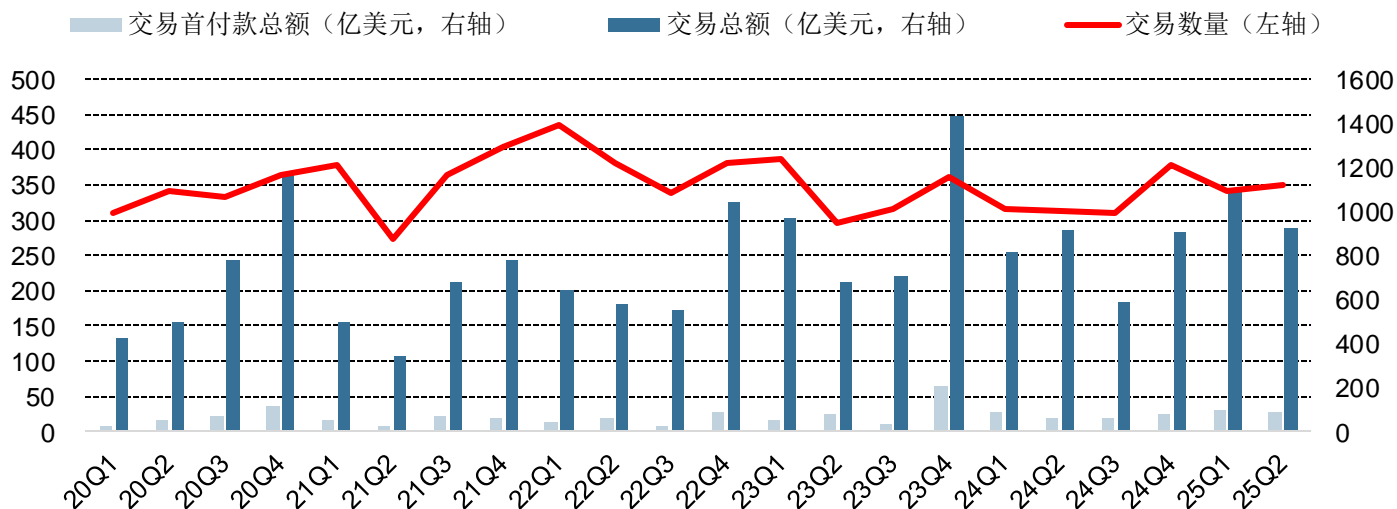
公司	收入增速					扣非后净利润增速				
	24Q1	24H1	24Q1-3	24Q1-4	25Q1	24Q1	24H1	24Q1-3	24Q1-4	25Q1
东富龙	-22%	-22%	-19%	-11%	3%	-73%	-75%	-76%	-79%	-71%
楚天科技	-10%	-16%	-19%	-15%	-22%	-117%	-138%	-175%	-259%	-11%
纳微科技	17%	15%	22%	33%	22%	126%	89%	27%	109%	85%
泰坦科技	1%	5%	0%	4%	-9%	-91%	-85%	86%	-89%	9%
阿拉丁	14%	29%	34%	32%	32%	-3%	55%	37%	17%	42%
泰林生物	1%	10%	19%	29%	-16%	-65%	-70%	-37%	-41%	-37%
森松国际	/	-6%	0%	-6%	/	/	-13%	/	-13%	/
百普赛斯	7%	12%	12%	19%	28%	-32%	-36%	-33%	-15%	26%
奥浦迈	17%	18%	26%	22%	5%	-23%	-44%	-46%	-81%	-33%

# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 中国创新药加速全球化，利好国际化CXO企业需求增长

- **生物制药行业交易持续活跃，并购与许可交易持续推进。** 尽管传统融资方式近年来受宏观环境等因素有所遇冷，但行业内交易的持续活跃为生物医药行业的创新者提供了另一种重要的融资选择。据Insight数据库统计，2024年全球生物制药行业交易首付款金额达到289亿美元；全球生物制药行业共发生了1317起交易事件，已披露的交易总金额3222亿美元。分季度来看，25Q1-Q2全球生物制药行业交易数量及金额保持同比增长趋势。随着专利悬崖的来临和IRA对药价的压力持续，大药企预计将继续通过许可交易和并购来加速补充产品管线，实现未来可持续发展。

图：全球生物制药行业交易数量及金额

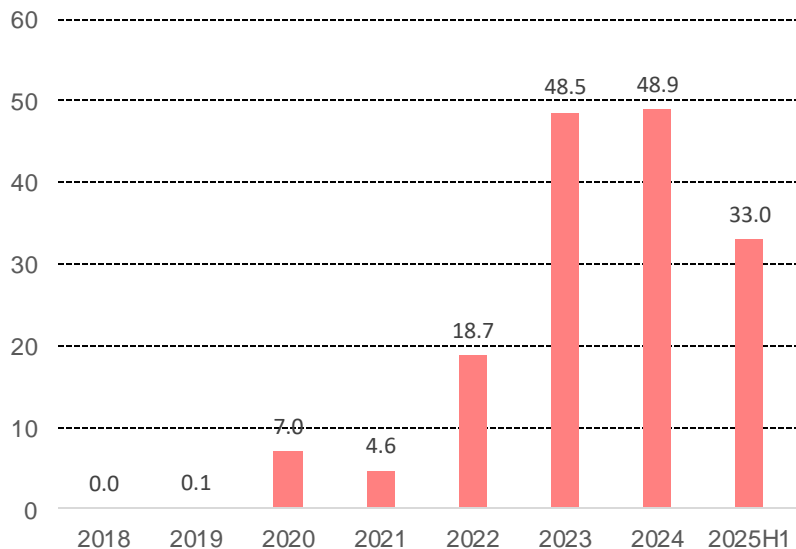


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

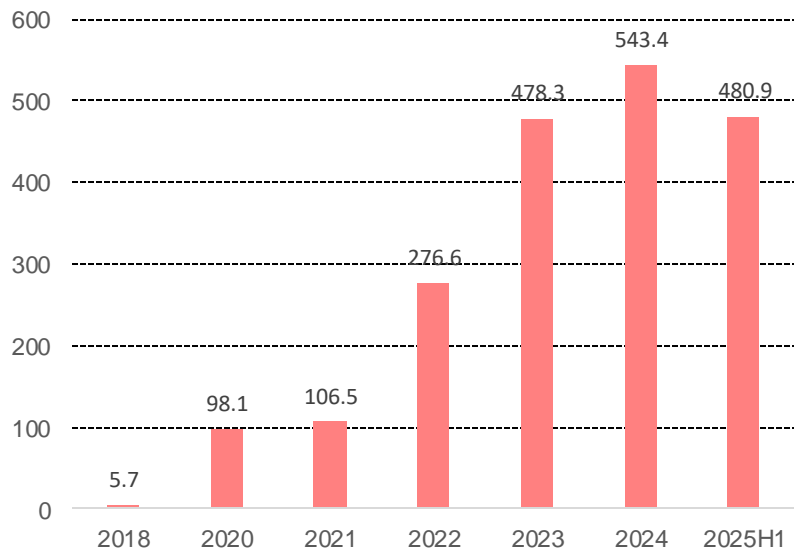
## 中国创新药加速全球化，利好国际化CXO企业需求增长

- **中国创新药出海交易迭创新高。**自2020年以来，国内药企的license-out交易数量显著增加，创新药及技术平台相关交易愈发活跃。2021-2024年间，创新药领域交易数量年均增速稳定在20-30%，2024年license-out交易数量已达97个，截至2025年6月20日已有64个，呈现持续上升趋势。此外，2020年后国内药企license-out的首付款金额及交易总额也显著增长，中国来源资产出海交易的平均总合同金额不断提升至与海外接近的水平。

图：国内创新药领域历年License-out首付款金额（亿美元）



图：国内创新药领域历年License-out交易总额（亿美元）

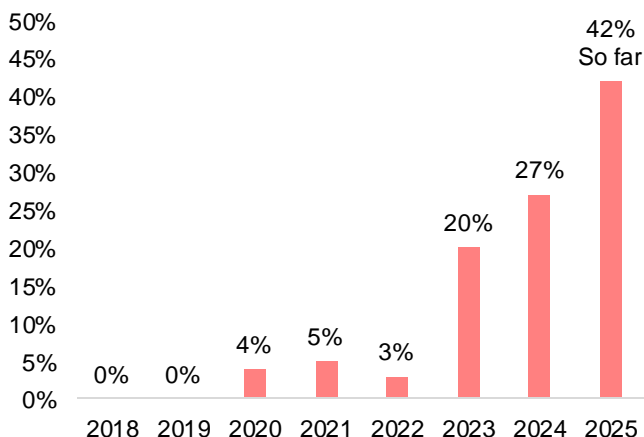


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

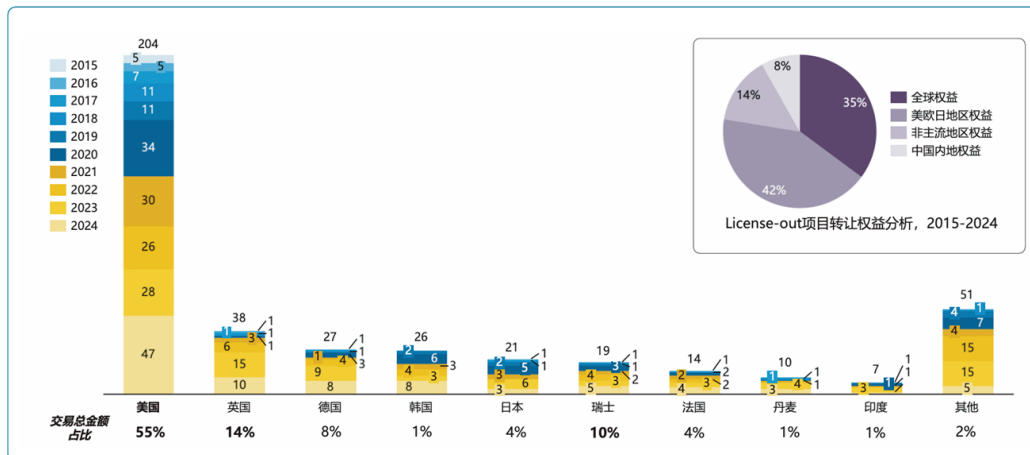
## 中国创新药加速全球化，利好国际化CXO企业需求增长

- **对外合作模式及地域呈现多元化发展趋势。** 随着国内创新药出海持续推进，NewCo、并购、授权、联合开发等多样对外合作模式不断涌现，跨国药企从“管线引进”转向“直接收购资产或股权”，加速整合中国创新资源。近年来美国药企达成的首付款超过5000万美金的合作项目中，来自中国的项目比例正在快速提高，由2020年的4%迅速提高至25年初的42%；而面对美国政策不确定性，欧洲、东南亚、中东等新兴市场的授权合作与出海渠道也有望实现加速发展。
- **国内创新药出海利好国际化CXO企业需求增长。** 海外药企通过交易获得更多的国内创新药管线后，将持续推进管线研发，乃至后期的临床和商业化生产，因此仍将利好以海外需求为主的CXO企业；而随着对外合作地域多元化发展，国内企业对海外研发和生产能力的的需求也将持续提升，全球能力布局越早、越完善的CXO企业将更有能力抓住创新药出海带来的需求增长机遇，赋能业务发展。

图：美国引进自中国授权项目占比



图：2015-2024年中国药企License-out交易受让方及转让权益分布

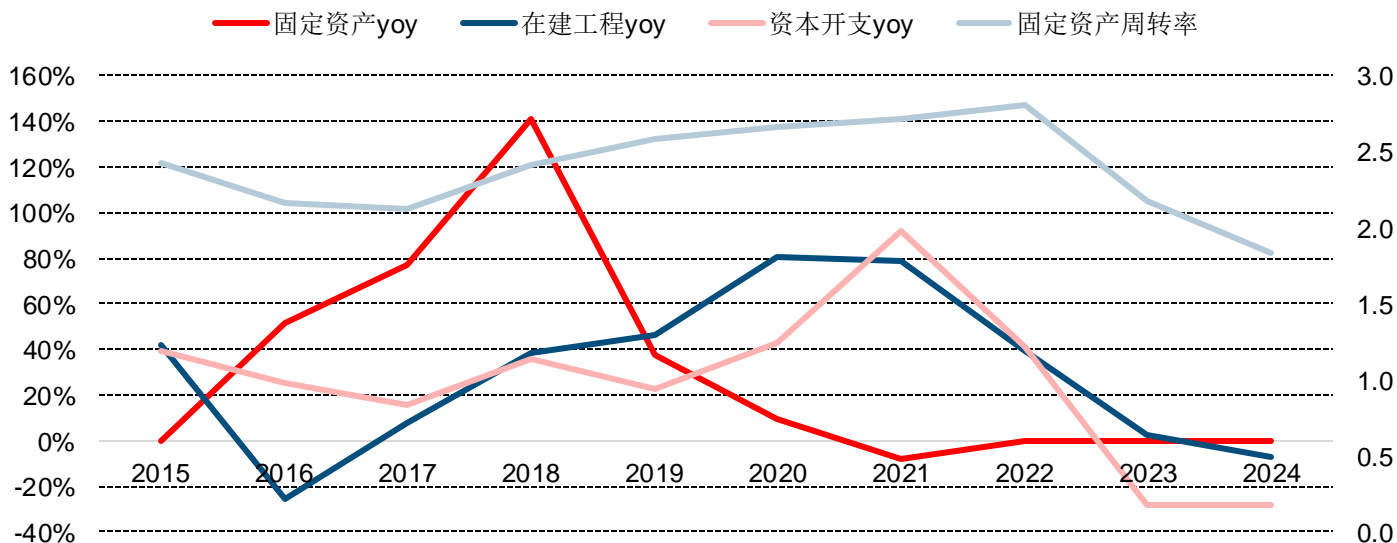


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 产能及人员调整基本完成，供需格局有望改善

- ▶ **产能建设逐步放缓，订单增长有望推动产能利用率提升。**回顾近年来CXO行业产能建设情况，2021年以前行业资本开支持续处于高位，2021-2022年在建工程逐步转为固定资产，同时由于新冠大订单的需求刺激，2022年行业产能利用率处于高位。2022年以后，随着大订单退潮，CXO行业产能处于供大于求状态，产能利用率降低，企业开始控制资本开支规模，在建工程增速随之大幅下降。预计随着CXO公司新签和在手订单持续增长，需求回暖将带动产能利用率的提高；行业有望迎来周期拐点，完成过剩产能出清。

图：近年来CXO板块固定资产情况



# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 产能及人员调整基本完成，供需格局有望改善

- **CRO行业员工数量调整基本完成，预计进入正常招募节奏。**2023年，受医药行业投融资以及部分细分板块国内竞争加剧影响。临床服务企业如泰格医药、诺思格均有进行人员扩张；多数企业普遍进行人员精简，如药明康德、博腾股份、药石科技、昭衍新药、美迪西等；药明生物、康龙化成等基本稳定。2024年，行业普遍强调精细化管理，多数企业员工略有降低，进一步调整人员结构与业务模式，团队规模与业务规模进一步匹配。随着2024年行业调整基本完成，2025年预计进入正常招募节奏。

表：近年来CXO企业员工数量情况

股票代码	公司	2019员工	2020员工	2021员工	2022员工	2023员工	2024员工
002821.SZ	凯莱英	3840	5477	7126	9719	9788	9595
603456.SH	九洲药业	2998	3586	4083	4602	4877	5001
603259.SH	药明康德	21744	26411	34912	44361	41116	39414
300759.SZ	康龙化成	7393	11012	14923	19481	20295	21370
300363.SZ	博腾股份	2077	2635	3782	5332	4915	4214
300725.SZ	药石科技	652	763	1735	2487	2455	2400
603127.SH	昭衍新药	1224	1483	2140	2788	2510	2652
300404.SZ	博济医药	651	715	989	1186	1091	1169
300347.SZ	泰格医药	4959	6032	8326	9233	9701	10185
688202.SH	美迪西	1219	1642	2440	3298	2600	2349
2269.HK	药明生物	5666	6646	9864	12373	12740	12575
301096.SZ	百诚医药		496	765	1321	1747	1834
301257.SZ	普蕊斯		2579	3343	3638	4186	4416
301333.SZ	诺思格		1513	1873	1926	2042	2208

# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 中国医药行业具备显著的制造和供应链优势，短期难以替代

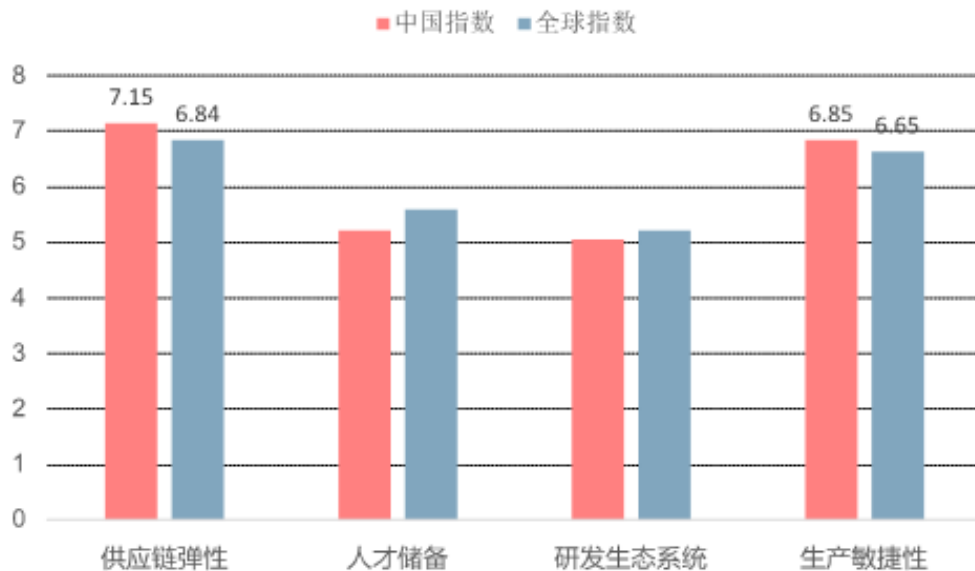
- **2024年初美国出于担忧中国CXO对全球药品供应的主导权而提出的“生物安全法案”对包括药明系在内的整个CXO行业都带来较大影响**，后续随着参议院版和众议院版在通过委员会和各自大会表决后陆续搁置、参众两院军事委员会公布的《2025财年国防授权法案》最终文本中未包含任何版本的“生物安全法案”、美国总统及国会两院陆续进行选举换届而宣告“失败”。在其推进过程中也增加了诸如“祖父条款”等的缓和地带和平衡商业化需求以及行政需要的“行政审查制度”，一定程度体现出国内CXO产业链在全球药品供应中的重要地位和不可替代性。
- **2025年4月2日，美国总统特朗普宣布了美国“对等关税”计划**，包括对所有国家征收10%的“基准关税”以及对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高关税，如对中国商品征收34%的关税、对欧盟商品征收20%的关税等。但钢铁和铝、汽车及零部件、铜、木材、半导体、药品、某些关键矿物以及能源和能源产品目前仍被排除在外。5月29日，美国国际贸易法院做出裁定，暂停了特朗普政府的对等关税，法院认为特朗普滥用紧急状态法对全球贸易伙伴加征关税的行为不合法，目前这一政策后续如何仍存在一定不确定性。国内CXO行业目前在研发阶段主要以研发服务形式对美出口，属于免关税。而目前多数商业化阶段订单，国内企业仅完成至N-2或者N-1阶段，随后转移至欧洲等地完成最后的合成步骤，因此目前仍属于免关税，整体影响较为有限。

# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 中国医药行业具备显著的制造和供应链优势，短期难以替代

- **中国医药行业具备显著的制造和供应链优势。**根据工信部数据，我国规模以上医药工业企业超过1万家、增加值占全部工业增加值比重约4%，大宗原料药产量约占全球40%，在研新药数量跃居全球第二位。根据Cytiva对于全球22个国家调查并发布的生物制药弹性指数，中国正迅速成为生物制药生产强国，供应链弹性和生产敏捷性的得分高于全球平均水平；在全球生物制药供应链中，中国的原材料和加工材料占据主导地位。根据BCG的数据，2016至2020年中国生物技术园区的数量增长了50%，从大约400个增加到600个，总产值增长超过80%。

图：Cytiva 2023全球生物制药弹性指数

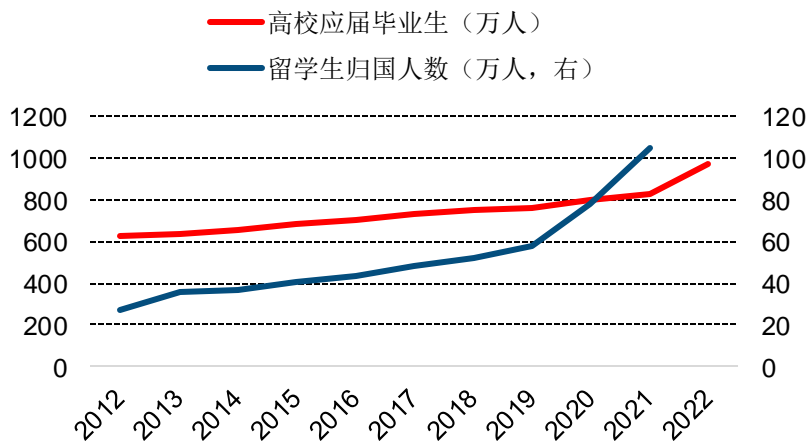


# CXO行业：创新研发需求不减，中国企业优势显著

## 中国医药行业具备显著的制造和供应链优势，短期难以替代

- **工程师红利带来技术&成本优势，奠定中国CXO行业强大竞争力。** 1) 根据教育部数据，2011-2021年，我国高校毕业生人数从608万人上升至909万人，海归人数从18.6万人上升至80万人。当前，中国理工科一年毕业人数接近500万人，美国约是中国的十分之一，印度只有中国的一半。大量年轻、高素质、低雇佣成本的化工制药人才的涌入，保证了我国CDMO产业相对欧美发达国家的成本优势。从CDMO相对成本及CDMO企业平均薪酬来看，中国的成本远低于韩国，甚至低于印度。2) 无论是从临床前试验还是临床试验的成本上来看，中国等发展中国家的成本都在西方发达国家的30%-60%左右。近年来，国内CXO企业在固有的成本优势的基础上逐步提高了研发技术能力和综合管理能力，从而提高了自身的行业服务能力，满足了日益增长的医药定制研发生产市场的需求，对于跨国药企的吸引力增大。

图：中国历年高校毕业生及海归人数



图：中国与西方发达国家临床试验成本比较

试验阶段	试验项目	中国试验成本较西方发达国家降幅
临床前试验	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床试验	I期临床	30%-60%
	II/III期临床	30%-60%

3

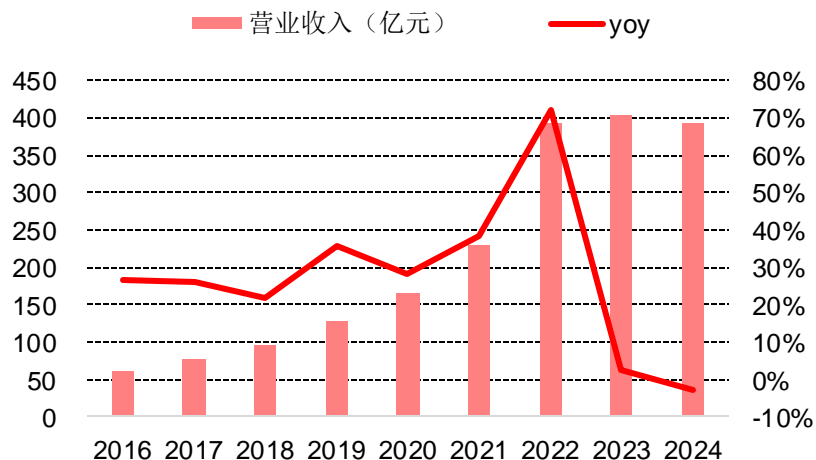
**公司优势：具备国际竞争力，前瞻布局创新能力**

# CXO行业龙头，一体化CRDMO模式持续发力

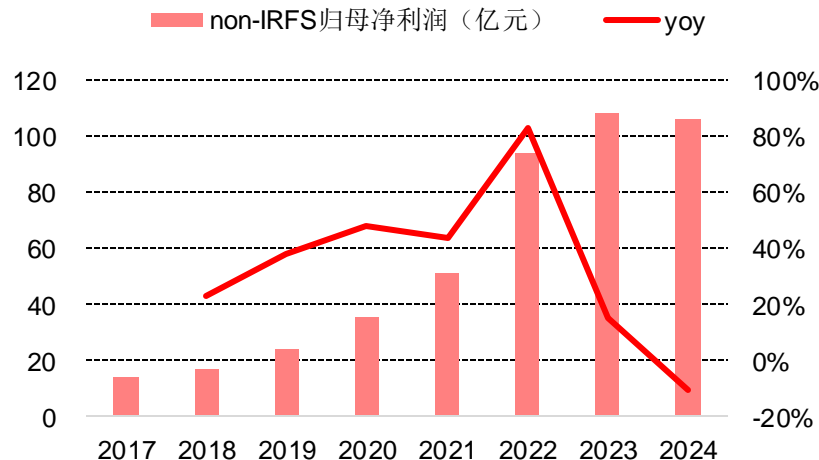
## 近年来业绩快速增长，化学业务贡献突出

- **近年来业绩快速增长，2024年保持稳健经营。**公司近年来营业收入与利润实现突破式增长，2016-2023年复合增长率为30.7%。2024年公司实现营业收入392.4亿元（-2.7%），剔除新冠商业化项目后收入同比+5.2%，持续保持稳健经营。经调整non-IFRS净利润105.8亿元（-2.5%），经调整Non-IFRS净利率27.0%，同比+0.1pct，经营收入及盈利能力保持稳健。
- **海外收入为主，化学业务收入占比领先。**从地区上来看，公司主要收入以海外来源为主，其中美国地区客户收入来源占比最高；境外收入及大陆收入比例保持相对稳定。2021年，公司业务板块重塑，化学业务板块收入占比稳居第一，是公司收入的主要来源，且收入占比持续提升。测试及生物学业务占比次之。

图：药明康德近年来营业收入及增速



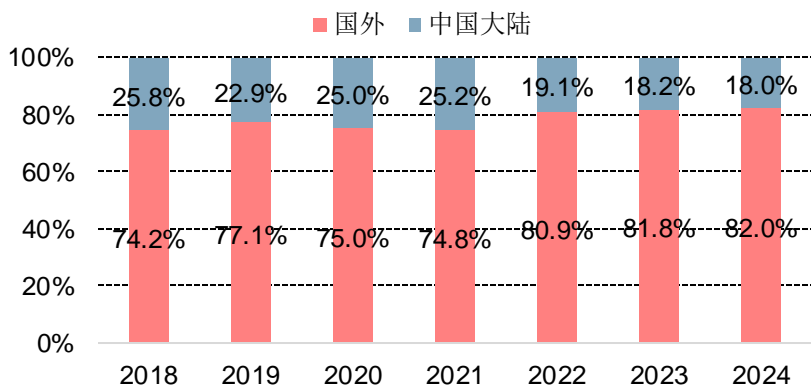
图：药明康德近年来经调整non-IFRS净利润及增速



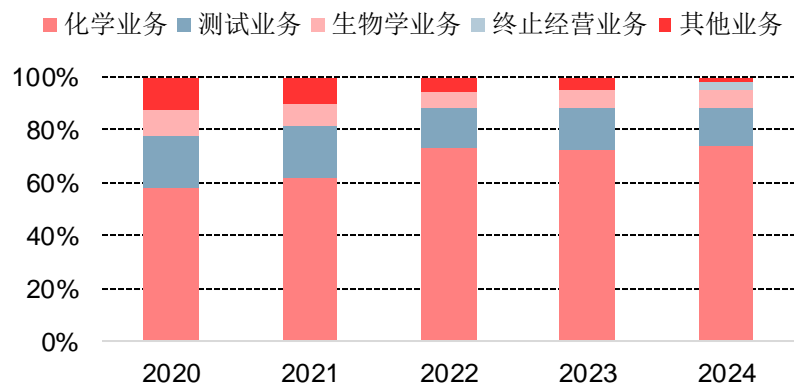
# CXO行业龙头，一体化CRDMO模式持续发力

## 近年来业绩快速增长，化学业务贡献突出

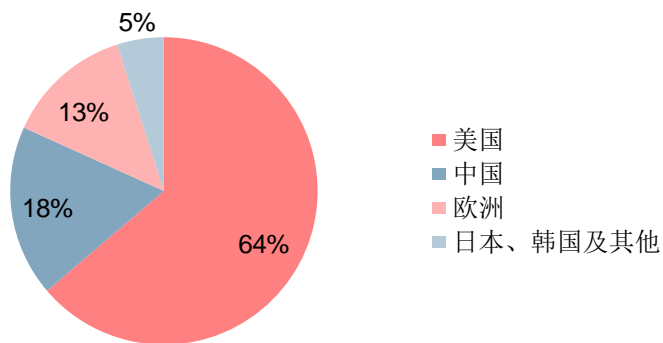
图：药明康德近年来收入构成，按地区划分



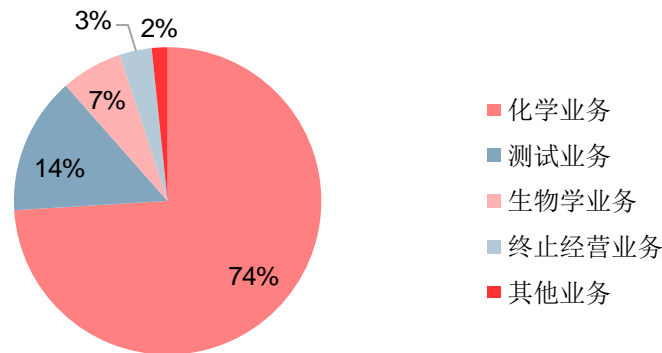
图：药明康德近年来收入构成，按业务划分



图：药明康德2024年收入构成，按地区划分



图：药明康德2024年收入构成，按业务划分

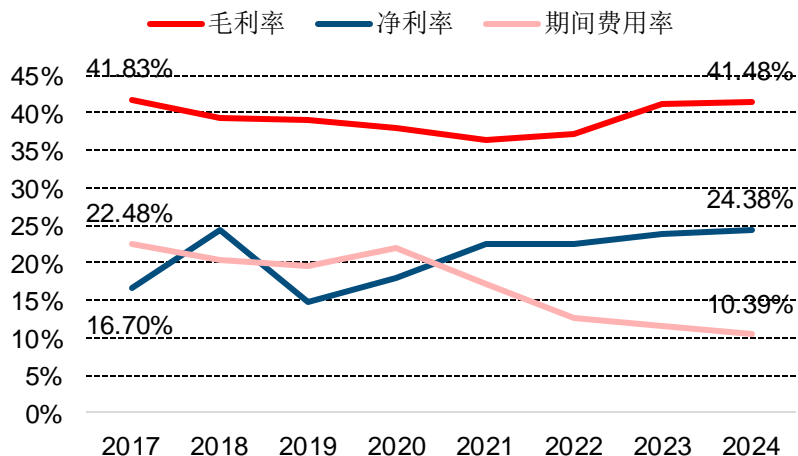


# CXO行业龙头，一体化CRDMO模式持续发力

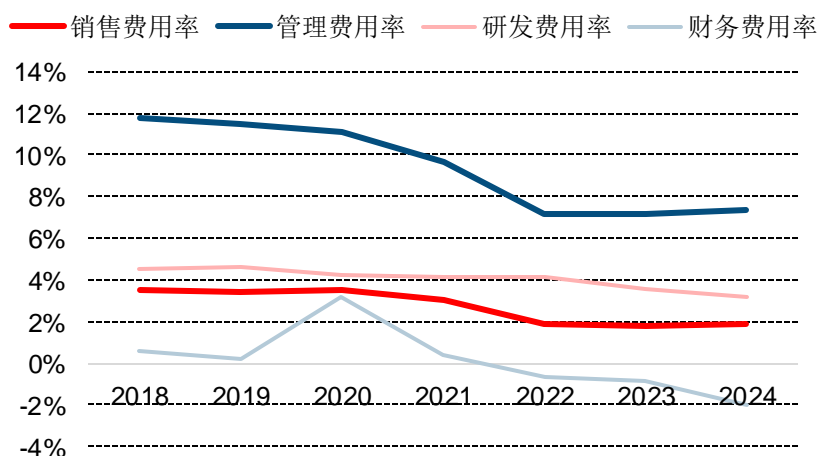
## 近年来业绩快速增长，化学业务贡献突出

- **盈利能力保持稳定，2019年以来净利率持续提升。**近年来公司毛利率、净利率及期间费用率整体保持稳定趋势。2019年以来，随着公司商业化订单持续增长，以及工艺流程优化带来的效率提升，公司净利率持续增长，2024年达到24.4%，主要受到项目组合的有利贡献，以及汇率变动的有利影响。
- **管理费用率持续下降，其他费用保持稳定。**从费用端来看，近年来公司整体费用率呈现下滑趋势，其中销售、研发及财务费用率整体稳定，管理费用率持续下降，体现了公司的经营效率持续优化。公司研发费用由2018年4.37亿元提升至2024年12.39亿元，主要由于公司持续加大研发投入，重点投入了平台赋能建设，包括酶催化、流动化学等。并重点投入TESSA™、PROTAC、寡核苷酸、多肽、偶联药物、细胞和基因治疗等一系列新能力建设研发活动。

图：药明康德近年来盈利能力



图：药明康德近年来各项费用率变化

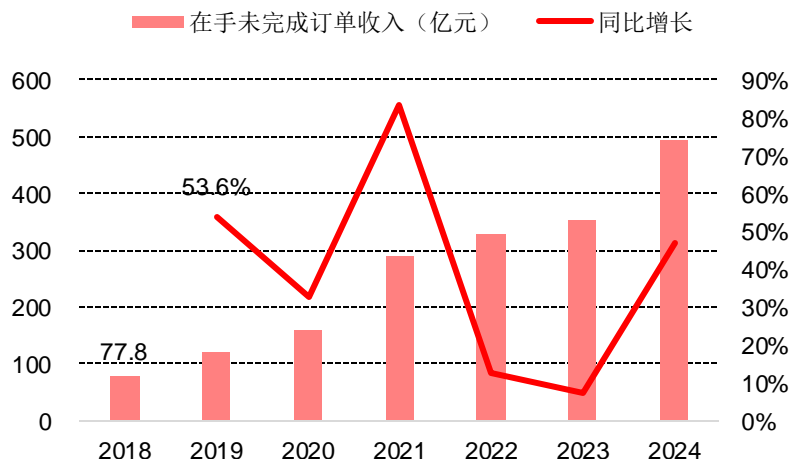


# CXO行业龙头，一体化CRDMO模式持续发力

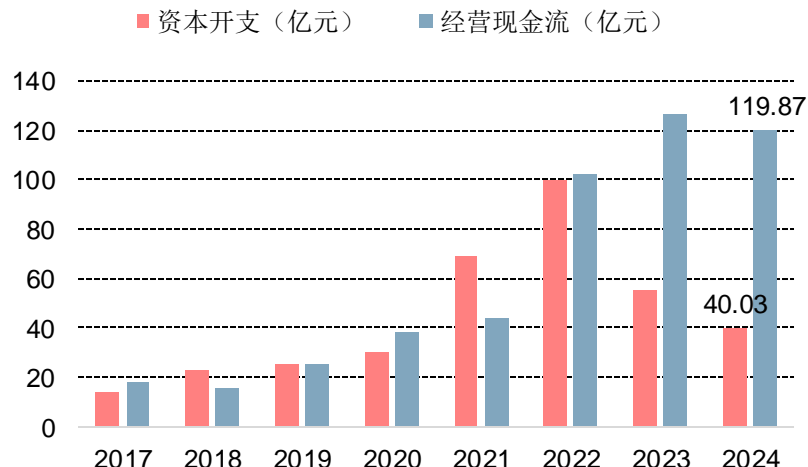
## 在手订单保持较快增长，自由现金流持续改善

- **在手订单保持快速增长，自由现金流持续改善。**随着公司一体化服务模式对客户的粘性和获取新客户能力不断增强，公司在手订单近年来实现快速增长。截至2024年末，公司持续经营业务在手订单493.1亿元，同比增长47.0%，实现强劲增长。同时，业务发展及高效运营带来持续增长的自由现金流，2024年公司经营性现金流量净额为124.1亿元，同比下降7.3%，主要由于2023年特定商业化项目的较大现金流入，剔除后2024年经营性现金流量净额同比增长17.4%。同时公司不断提升资产利用率，2024年资本开支40.03亿元，自由现金流达到79.8亿元，创历史新高。

图：药明康德近年来在手未完成订单情况



图：药明康德近年来资本开支及经营现金流情况

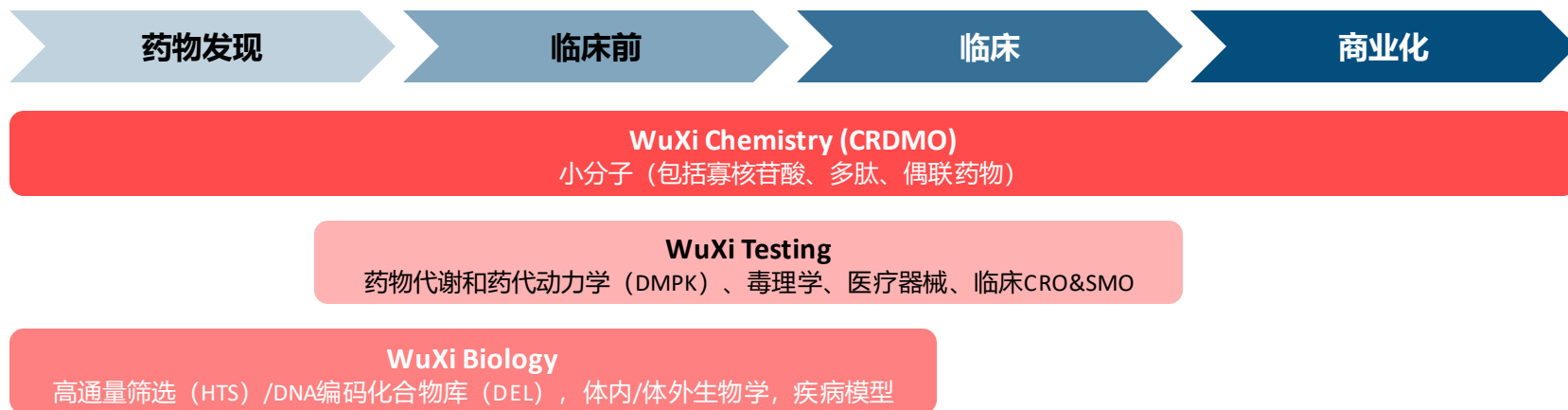


# 一体化模式增强客户粘性，具备效率及规模优势

## 一体化模式赋予快速响应能力，创造效率优势

- **全方位一体化布局，持续吸引客户，驱动业务增长。**公司以组合化学为起点，整合传统的小分子化合物发现（CRO）服务和小分子CMO/CDMO服务，形成独特的一体化CRDMO商业模式。在这一模式下，公司通过在新药研发早期阶段为客户赋能，实现研发项目在开发阶段和后续生产阶段的无缝衔接，从而加速项目推进；同时该模式下，当客户提出需求时，各个环节的部门可以更好地进行合作和协调，以更高的效率推进项目，满足客户需求。同时，公司在早期赢得客户信任后，有利于在产品后期开发及商业化阶段可获得更多的业务机会，持续驱动业务规模增长。

图：公司拥有一体化医药研发生产布局

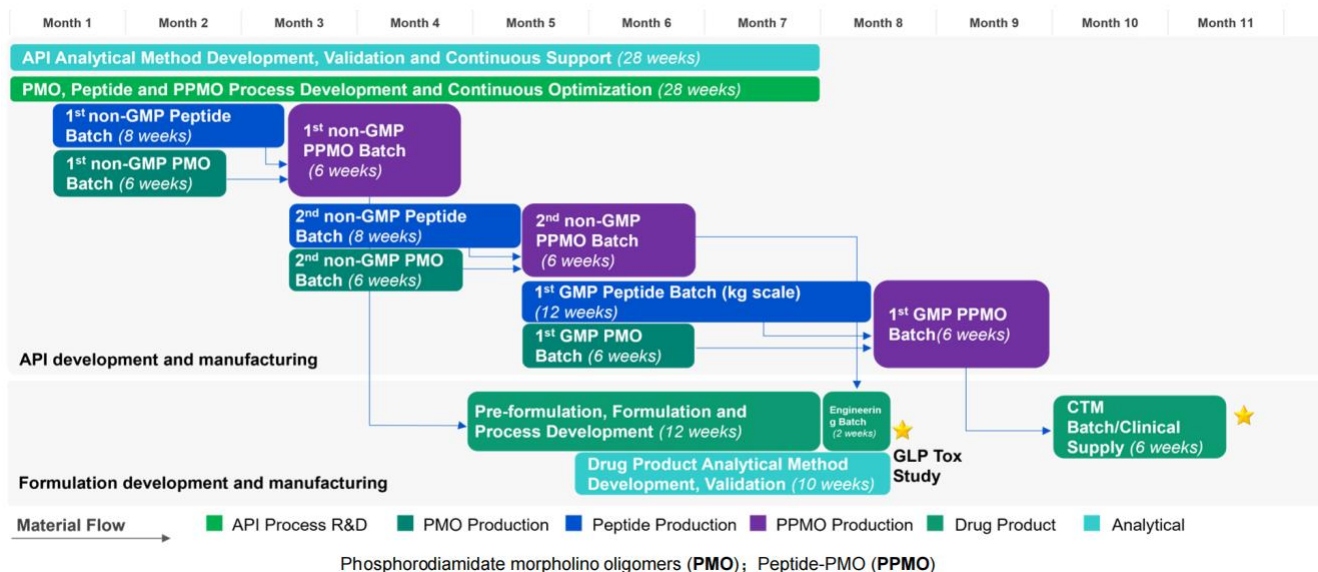


# 一体化模式增强客户粘性，具备效率及规模优势

## 一体化模式赋予快速响应能力，创造效率优势

- ▶ **凭借一体化平台，公司可快速响应客户需求，创造效率优势。**在处理复杂分子合成任务时，公司能够迅速响应客户需求，组织科学家进行多地协作，确保短时间内完成项目。例如，公司测试业务WIND服务聚焦从PCC到IND申报的全过程，整合了临床前药效、药代、安全性评价以及申报资料撰写和递交等多个环节。利用该服务，小分子PCC从确定到IND申报只需9-12个月（传统模式需12-18个月），新分子也可在12-18个月内完成相关测试和生产。在新分子领域，公司的速度优势同样显著。例如针对合成难度极高的PPMO（多肽-PMO偶联物）分子，公司通过寡核苷酸、多肽、制剂等6个团队平行推进，仅用11个月完成从候选分子到IND申报的全流程，比行业平均周期（18-24个月）缩短40%以上。

图：公司仅用11个月完成PPMO从候选分子到IND申报的全流程

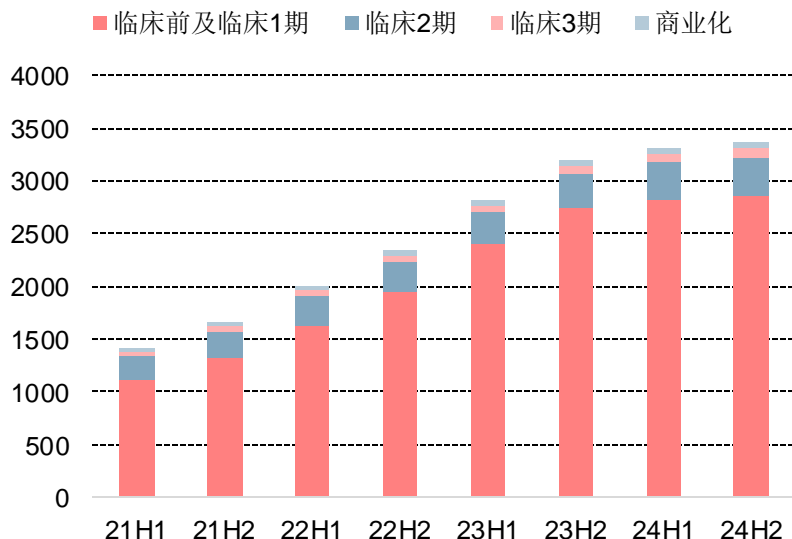


# 一体化模式增强客户粘性，具备效率及规模优势

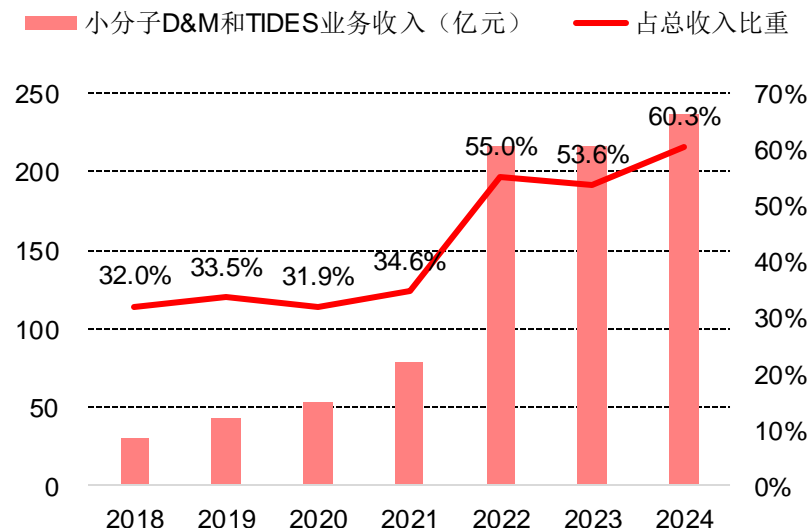
## 一体化模式实现业务引流，创造规模优势

- **公司一体化服务模式实现业务引流，后续项目助力业务规模提升。**药明康德通过“一体化、端到端”的CRDMO业务模式，构建了从药物发现到商业化生产的全链条服务能力，显著提升客户黏性。“跟随分子”策略推动项目管线向后端持续转化，为后期收入提供确定性。近年来公司小分子CDMO及TIDES业务收入占比持续提升，印证了前端研发对后端生产的持续引流能力。由于临床后期和商业化项目规模往往较大，项目数量的持续提升将进一步推动公司业务规模提升。

图：公司化学业务服务分子数量持续提升



图：公司小分子D&M和TIDES业务收入占比持续提升



# 一体化模式增强客户粘性，具备效率及规模优势

## 一体化模式实现业务引流，创造规模优势

- **公司规模体量显著领先于海外CDMO企业，全球小分子龙头地位稳固。**近年来受益于欧美产业链转移，药明康德、康龙化成、DIVI' S、PIRAMAL等多家中印小分子CDMO企业在海外需求驱动下快速成长。从收入体量来看，药明康德化学业务2024年收入达到40.42亿美元处于全球领先，欧洲Lonza小分子业务和Siegfried收入规模在10-15亿美元，而印度的龙头CDMO公司Divi' s Lab、PI Industries和Piramal收入在10亿美元左右，均小于公司规模。随着一体化CRDMO模式下更多项目向临床后期和商业化阶段引流，叠加TIDES业务贡献业绩增量，公司小分子CDMO业务仍有较大成长空间。

表：全球小分子CDMO公司收入规模（亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
药明康德化学业务	3.93	5.38	8.10	22.10	41.42	41.19	40.42
yoy		37%	51%	173%	87%	-1%	-2%
欧美							
Lonza-小分子业务			7.85	8.46	8.9	10.76	10.94
yoy				8%	5%	21%	2%
Siegfried	8.04	8.61	9.58	12.06	13.32	15.11	14.27
yoy		7%	11%	26%	10%	13%	-6%
印度							
Divi's Lab	6.87	7.47	9.24	11.81	9.55	9.42	11.16
Yoy		9%	24%	28%	-19%	-1%	18%
Laurus	3.22	3.34	3.76	6.59	6.53	7.36	6.07
yoy		4%	13%	75%	-1%	13%	-17%
PI Industries	3.55	4.11	4.53	6.40	7.12	8.10	9.45
yoy		16%	10%	41%	11%	14%	17%
Piramal	0.00	0.00	0.00	0.00	8.65	8.90	10.01
yoy						3%	13%

# 多维度优势赋予公司显著优势，具备国际竞争力

## 具有严格的质量和合规控制能力，多次通过客户及监管机构审计

- **具有严格的质量和合规控制能力，多次通过客户及监管机构审计。** 药明康德具有严格的质量与合规控制能力，已通过多国监管机构的严格检查得到充分验证。2024年，公司共接受了802次质量审计，其中接受客户质量审计719次，接受来自监管机构的审计69次，本公司发起的独立第三方质量审计14次，均100%符合质量审计要求，无严重发现项。2025年4月，公司常州原料药基地接受美国FDA未预先通知的GMP符合性检查（飞行检查），覆盖6大GMP系统和21款已获批产品，检查未发现任何不符合项（零缺陷）。同期泰兴原料药基地通过FDA针对多肽创新药的上市前检查（PAI），同样实现零不符合项，此次检查验证了其商业化生产能力。公司重视对客户知识产权的保护，并构建了完善的知识产权保护体系，2024年接受客户信息安全审计58次，无一例重大商业秘密泄露。

表：近年来公司接受的质量审计统计

	2022	2023	2024
客户质量审计	400+	687	719
监管机构审计		59	69
独立第三方质量审计	56	2	14
合计质量审计次数	-	748	802
严重发现项	0	0	0

图：公司常州及泰兴基地零缺陷成功通过FDA检查

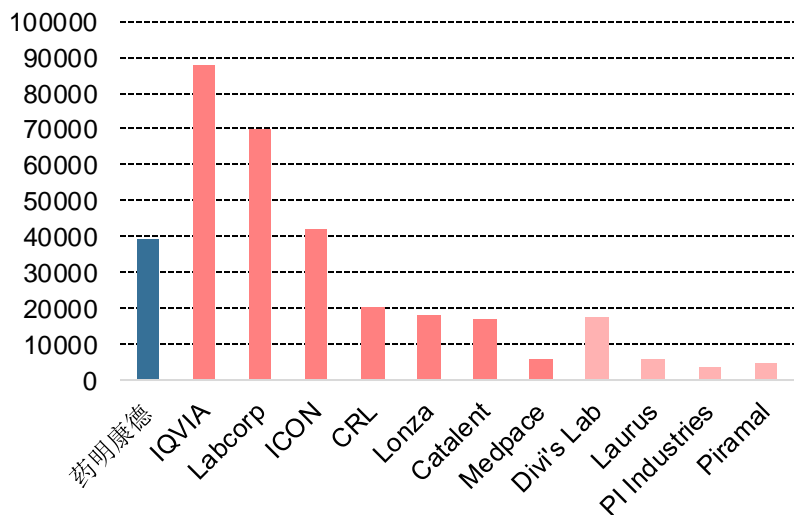


# 多维度优势赋予公司显著优势，具备国际竞争力

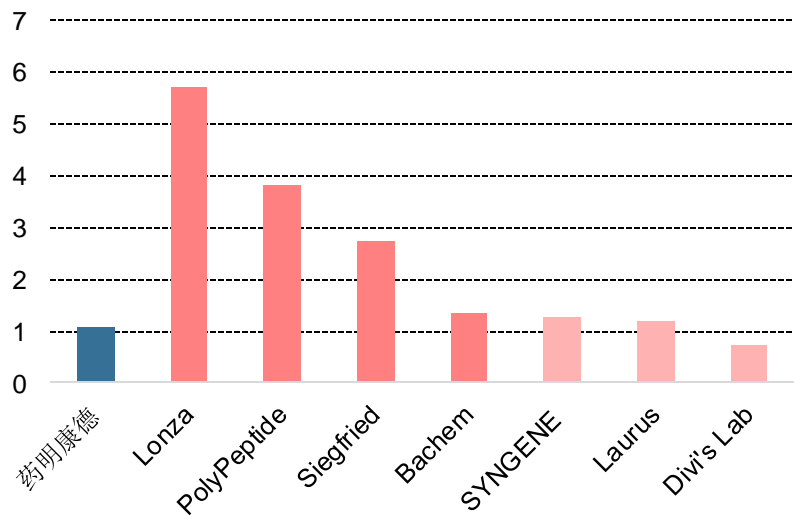
## 人力成本较欧美企业优势显著，资本投入确保长期能力建设

- **员工数量处于较高水平，人力成本较欧美企业优势显著。**员工数量方面，公司与欧美CXO企业相比处于较高水平，剔除人力需求较高的临床CRO公司（如IQVIA、ICON）和非CXO业务占比较高的公司（如Labcorp），公司员工数量具有显著优势。比较中国和海外CXO公司的人均薪酬，2024年药明康德的人均薪酬整体较欧美CXO公司有显著优势。虽然印度企业人均薪酬较药明康德有一定优势，但国际客户选择CDMO合作伙伴的标准包括合规、质量、速度和价格等综合因素，成本并非其唯一考虑因素。

图：2024年各家CXO企业员工数量



图：2024年各家CXO企业人均薪酬（万美元）

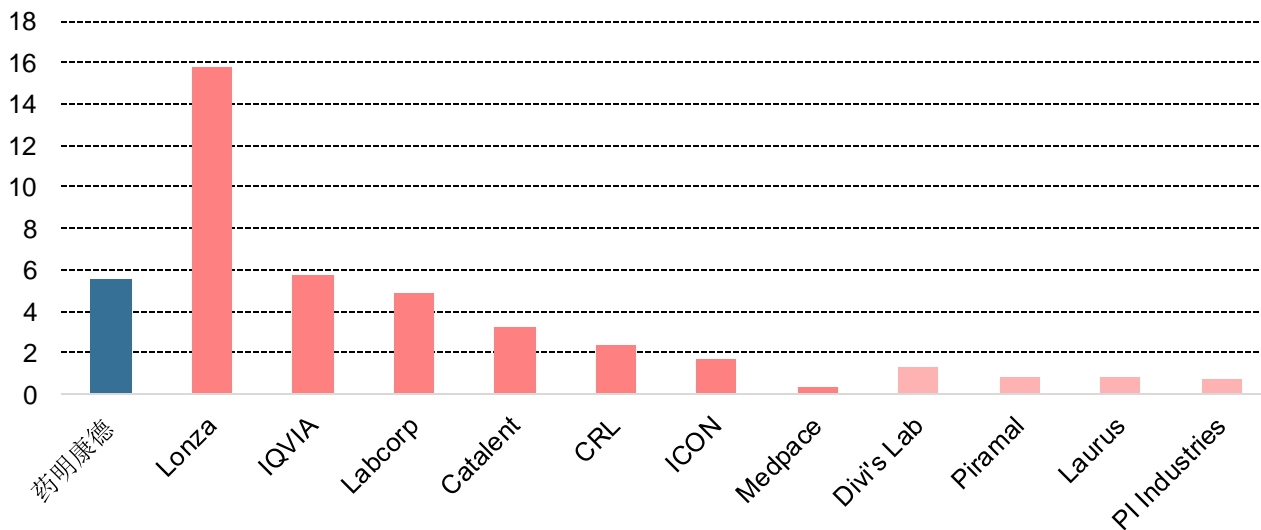


# 多维度优势赋予公司显著优势，具备国际竞争力

## 人力成本较欧美企业优势显著，资本投入确保长期能力建设

- **公司CAPEX与海外头部CXO水平相当，持续投入能力建设。**从资本开支来看，剔除药明康德与海外CXO头部企业水平相当，公司持续投入能力建设，以低成本、高质量和高效率的服务赋能海外客户项目。印度CDMO公司资本开支均远低于药明康德。有限的资本开支决定了其后续产能建设进度和跟随新技术、新能力的进度将受到限制，无法重演中国产能高速扩张的路径。Lonza投入的CAPEX较大，一方面由于其以大分子和制剂生产为主，对固定资产要求较高，另一方面也与海外产能建设成本较高有关。

图：2024年各家CXO企业CAPEX (亿美元)



# 多维度优势赋予公司显著优势，具备国际竞争力

## 全球化布局顺应国内创新药出海趋势，提高抗风险能力

- **公司全球化布局顺应国内创新药出海趋势，有望抵消部分风险。**公司拥有国内领先的全球化布局，并持续推进全球产能建设。全球布局有利于满足客户更加近岸化的生产需求，一定程度上保障了客户的供应链韧性；新加坡、欧洲基地也可分流关税、相关法案等带来的潜在贸易限制风险。同时，随着国内创新药加速全球化，公司的全球服务能力将借助这一趋势，持续满足出海客户的海外研发与生产需求，推动海外业务成长。

图：公司拥有覆盖全球的服务能力

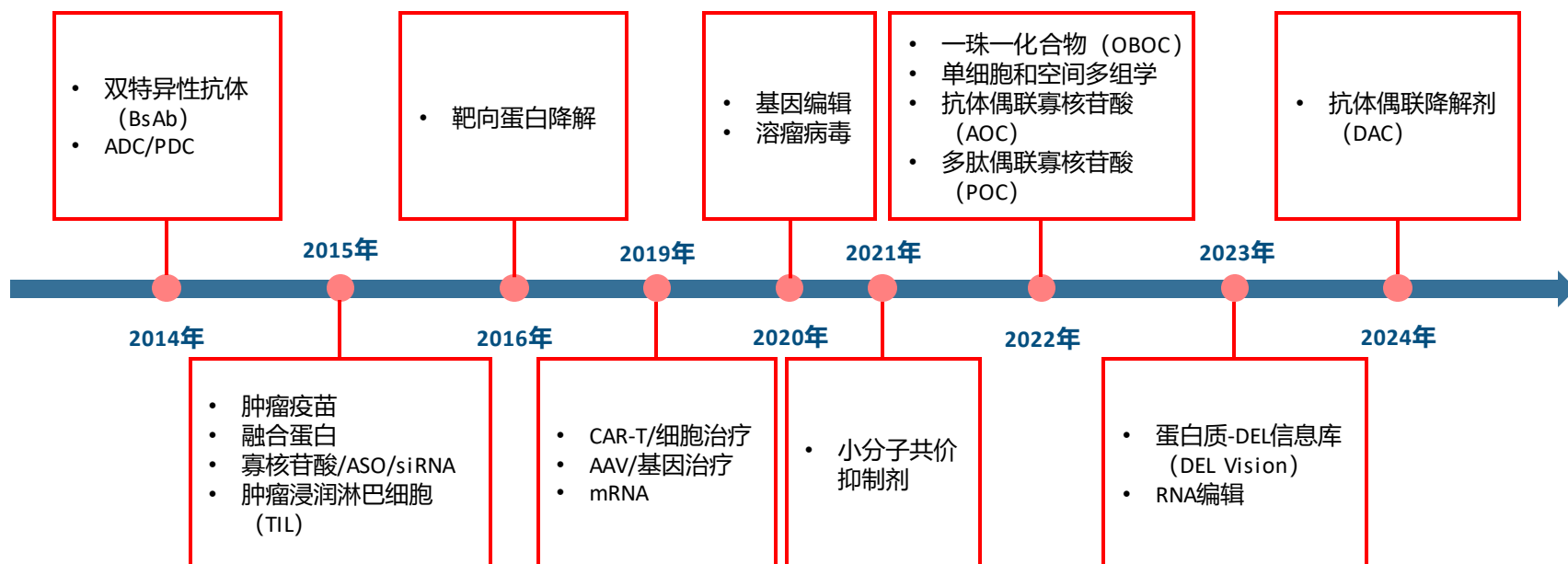


# 前瞻布局创新技术及治疗领域，多肽业务进入兑现期

## 前瞻布局创新技术及治疗领域，赋能业务创新

- **公司前瞻布局创新技术及治疗领域，赋能业务创新。**公司致力于运用最新的科学技术，赋能医药研发创新，帮助客户将新药从理念变为现实。公司独特的一体化CRDMO业务模式，有助于公司迅速产生行业洞见，更好预测行业未来的科技发展及新兴研发趋势，及时捕捉新的发展机遇，从而在最大程度上降低新药研发的门槛，持续驱动公司长期发展。对创新技术的前瞻布局有助于公司吸引更多客户，从而实现对接后端业务的持续引流。

图：公司近年来持续跟踪前沿科技，进行前瞻布局

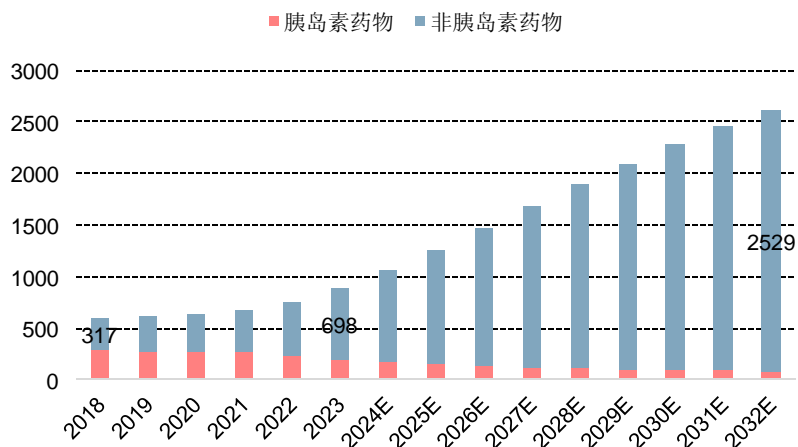


# 公司早期布局多肽CDMO，打造行业领先地位

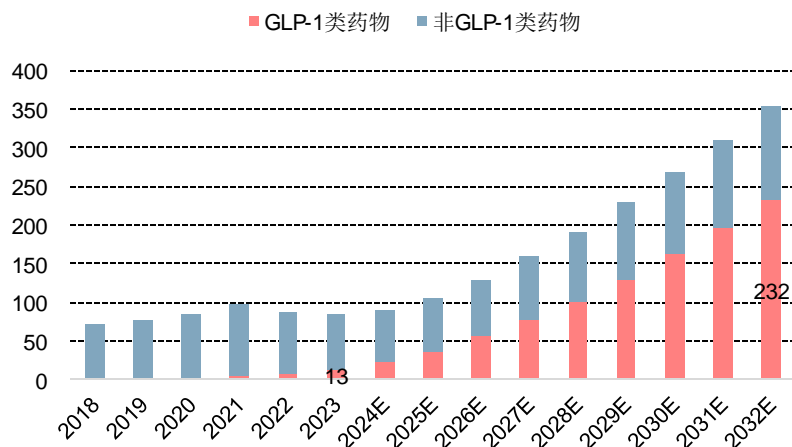
## 多肽药物市场加速扩容，多肽CDMO高速增长

- **GLP-1催化下多肽药物市场加速扩容：**据弗罗斯特沙利文估计，全球非胰岛素相关多肽药物市场将从2018年的317亿美元增长至2023年的698亿美元，并预计以15.4%的CAGR增长至2032年的2529亿美元。其中GLP-1类药物在降糖和减重领域表现出色，销售额持续超预期，2018年获批的司美格鲁肽2024年销售接近300亿美金，2022年获批的替尔泊肽2024年销售额达165亿美元。未来GLP-1类药物更多潜在适应症成功，多肽药物市场有望加速扩大。
- **中国GLP-1类药物市场前景广阔：**2017年，GLP-1药物首次进入国家医保目录，渗透率显著提升。首个长效GLP-1药物于2018年在我国上市，另三种长效GLP-1药物紧随其后，大幅改善患者的治疗依从性，促使我国长效GLP-1药物市场规模快速扩增。中国GLP-1药物市场按销售收入计由2018年的1亿美元增长至2023年的13亿美元，CAGR为65.3%，并预计到2032年将进一步以37.3%的CAGR增长至232亿美元。

图：全球多肽药物市场规模（亿美元，按药物种类划分）



图：国内多肽药物市场规模（按是否GLP-1划分，亿美元）

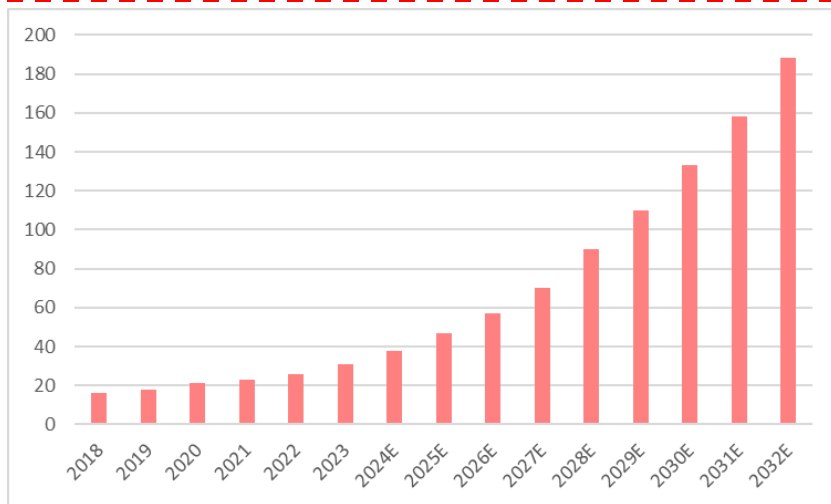


# 公司早期布局多肽CDMO，打造行业领先地位

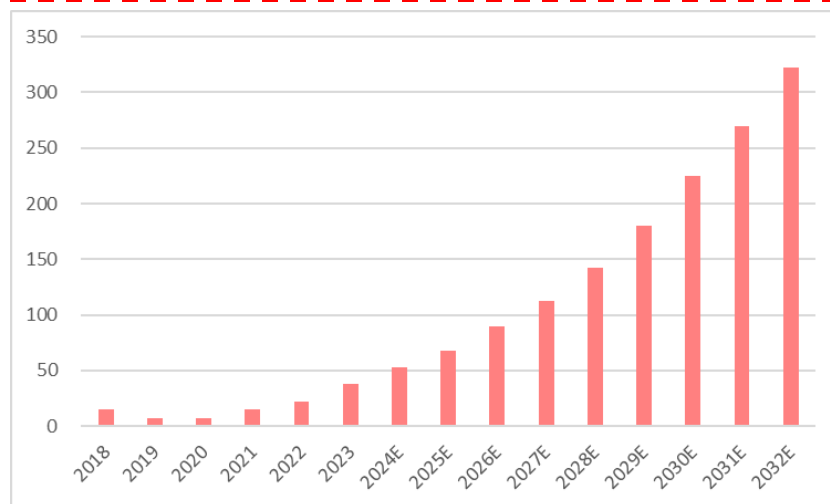
## 多肽药物市场加速扩容，多肽CDMO高速增长

- **多肽CDMO高速增长**：多肽药物市场增长及临床试验成功推动CDMO需求旺盛。全球多肽CRDMO市场销售收入从2018年的16亿美元增长至2023年的31亿美元，复合年增长率为14.8%，预计到2032年将增长至188亿美元，复合年增长率为22.0%。
- **中国将成为全球多肽类药物 CDMO 产业转移的重要承接地**：中国多肽CDMO行业虽处于起步阶段，但有望借助国内多肽创新、全球多肽原研专利悬崖及工程师红利带来产业转移等机遇，在未来3-5年迎来快速增长期。中国多肽CRDMO市场销售收入从2018年的2亿美元增长至2023年的5亿美元，复合年增长率为26.8%，预计到2032年将增长至43亿美元，复合年增长率为25.9%（下图按1美元=7.5人民币进行换算）。

图：全球多肽CDMO市场规模（亿美元）



图：中国多肽CDMO市场规模（亿人民币）



# 公司早期布局多肽CDMO，打造行业领先地位

## 中国多肽CDMO公司快速崛起，公司跻身全球头部地位

- **中国多肽CDMO公司快速崛起，药明康德跻身全球头部地位。**目前海外规模较大的多肽CDMO企业包括Bachem、Polypeptide、Corden Pharma等，在多肽领域布局历史悠久。随着多肽CDMO产能向发展中国家转移，海外代表型企业营收增长较为平缓。2024年，Bachem实现营收5.8亿瑞士法郎，同比增长8.6%，Polypeptide实现营收3.2亿欧元，同比增长14%。国内代表性公司包括药明康德、凯莱英等近年来受益多肽产业链发展迅速。其中药明康德2024年TIDES业务收入58.0亿元，同比增长70.1%，收入规模已超过Bachem，成为全球多肽CDMO头部企业。根据各家企业业绩指引，预计药明康德TIDES业务收入将进一步领先海外多肽CDMO企业。

表：药明康德TIDES业务与海外多肽CDMO公司收入（亿美元）及业绩指引

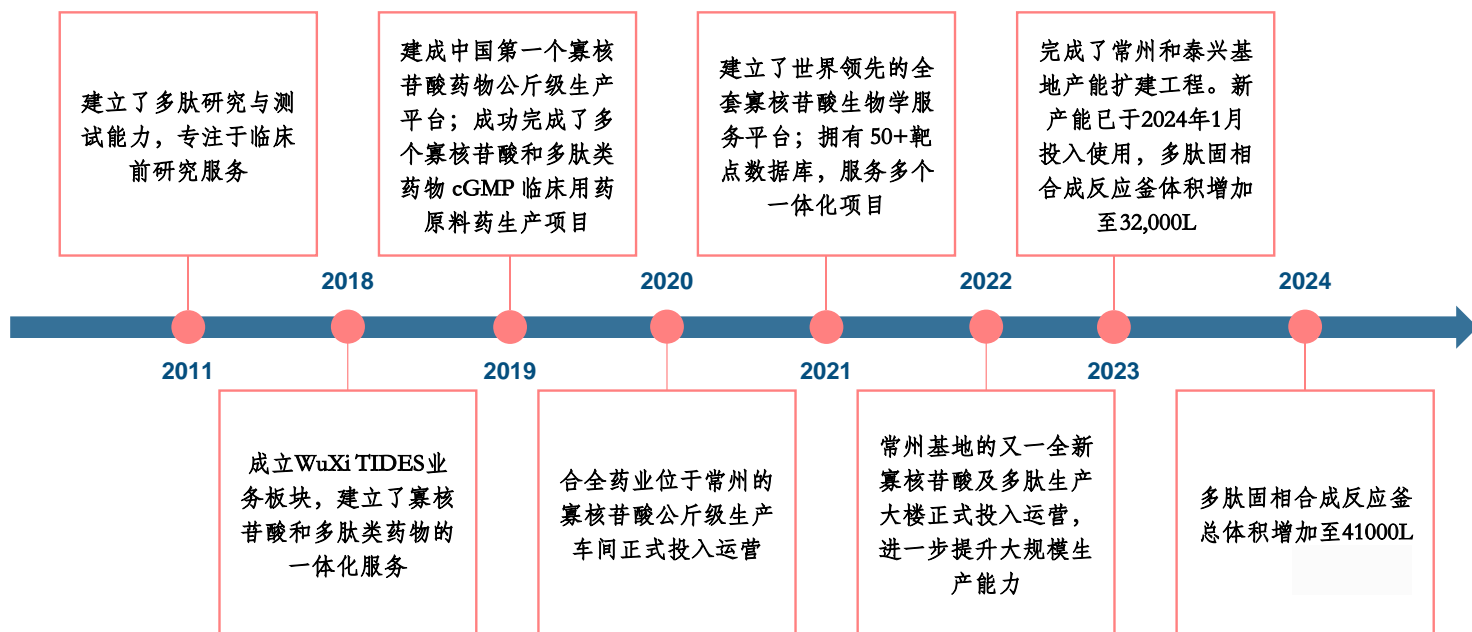
	2020	2021	2022	2023	2024	业绩指引
药明康德-TIDES业务	0.45	1.10	2.84	4.76	8.09	预计2025年实现60%+增长
yoy		145%	158%	67%	70%	
Bachem	4.56	5.51	5.76	6.86	7.64	2025年预计收入10%-15%增长，2026年销售收入>10亿瑞士法郎（2026年收入增长44%-50%）
yoy		41%	21%	5%	19%	
Polypeptide	2.74	3.19	2.99	3.55	3.96	同比10%-20%增长，2028年收入较2023年翻倍（2024-2028年复合增长率14.9%）
yoy		21%	16%	-6%	19%	
CordenPharma	-	-	-	9.52	9.19	2028年收入超过10亿欧元（10.8亿美元），2024-2028收入年复合增长率4%
yoy					-3%	

# 公司早期布局多肽CDMO，打造行业领先地位

## 中国多肽CDMO公司快速崛起，公司跻身全球头部地位

- **一体化CRDMO模式赋予公司前瞻洞察和项目引流能力。** 药明康德对多肽业务的布局始于2011年，此时公司建立了多肽研究与测试能力，专注于临床前研究服务（如分子设计、工艺开发），标志着正式切入多肽药物早期研发领域。这一决策源于其一体化CRDMO模式中“R”端对新分子领域的前瞻性洞察，通过早期研发项目捕捉到多肽类药物的创新潜力。依托CRDMO模式，公司在早期承接大量多肽研发项目，为后期商业化生产引流。2018年，公司整合成立WuXi TIDES业务板块，覆盖寡核苷酸、多肽及化学偶联物的一体化服务，一体化优势在多肽药物的研发过程中得到进一步发挥。

图：药明康德TIDES业务发展历史



# 公司早期布局多肽CDMO，打造行业领先地位

## 中国多肽CDMO公司快速崛起，公司跻身全球头部地位

- **前瞻能力建设持续增强客户粘性，赋予公司强大竞争力。** 公司对多肽业务前瞻性的布局能力从早期便获得了一批存在早期研发需求的客户；随着分子逐渐向临床和商业化阶段进展，公司一体化服务模式也赋予其对后期产能的前瞻性建设，从而进一步增强客户粘性，并吸引存在产能需求的更多客户。过去12个月间，全球的GLP-1临床候选药物数量从51个增长到79个，增速为55%。药明康德赋能的分子数量则从10个增长到18个，增长了80%，超过全球增速。公司固相合成反应釜体积自2019年的500L扩张到2024年的41000L，5年复合增长率达到141%，大大超越海外扩产速度。公司的快速扩产能力，一方面源于中国较低的产能建设成本和较高的建设效率，另一方面也源于一体化CRDMO服务模式对后端需求的前瞻性洞察，帮助公司预判行业趋势，提前布局产能。

表：公司与其他多肽CDMO企业扩产情况

公司	现有产能	扩产计划
药明康德	2024年底多肽固相合成反应釜总体积41000升	预计2025年底多肽固相合成反应釜总体积将进一步提升至 <b>超过100000升</b>
凯莱英	2024年末多肽固相合成产能约21000升	预计2025下半年多肽固相合成总产能将达30000升
泰德医药	多肽API年产能500千克	美国园区：预计25H2投产，新增年产能 <b>100-300千克</b> ，增设5条API生产线 中国园区：2025年底扩建完成， <b>新增500千克产能</b> 未来2-3年：计划在华新建或收购园区， <b>新增约2000千克年产能</b> ，重点满足GLP-1药物需求
诺泰生物	-	601多肽车间预计2024年底投产，602车间预计25H1投产， <b>合计新增年产能10吨</b>
CordenPharma	-	2025年3月，公司宣布投资5亿欧元用于瑞士巴塞尔郊外的新工厂，该工厂预计2025年开始建设，2027年进行设施认证，计划于2028年上半年开始商业化生产。 到2028年，CordenPharma的固相肽合成反应釜总体积将翻倍， <b>达到42000升以上</b> 。
SK pharmteco	-	投资2.6亿美元在韩国建第五生产基地（2026年底运营），设8条生产线，年产量达数十吨级，涵盖多肽与小分子

# 布局多款分子类型蓝海市场，期待后续需求爆发

## 寡核苷酸药物市场快速增长，带动CRO/CDMO加速扩容

- **核酸药物可分为小核酸药物和mRNA类药物两类。**小核酸药物即寡核苷酸，一般包括十几到几十个碱基对的寡核苷酸序列，广义的小核酸药物既包括RNAi药物（siRNA），也包括反义寡核苷酸（ASO）、微小RNA（miRNA）、小激活RNA（saRNA）以及核酸适配体等。目前上市产品主要集中在siRNA及ASO。
- **寡核苷酸药物潜在治疗优势明显。**与传统药物相比，寡核苷酸药物作用于表达蛋白的上游过程，不受靶点成药性的限制。可以通过递送系统进入胞内发挥作用，对细胞内和细胞外的蛋白表达都可以进行调控。真核生物基因组中，约90%的基因是转录基因，然而仅3%左右编码蛋白质，绝大部分都会转录为非编码RNA，发挥其他的作用。寡核苷酸药物除了靶向编码RNA外，还可以设计为靶向非编码RNA，相比小分子/抗体药物拥有更广阔的治疗前景。

表：小核酸药物主要优势

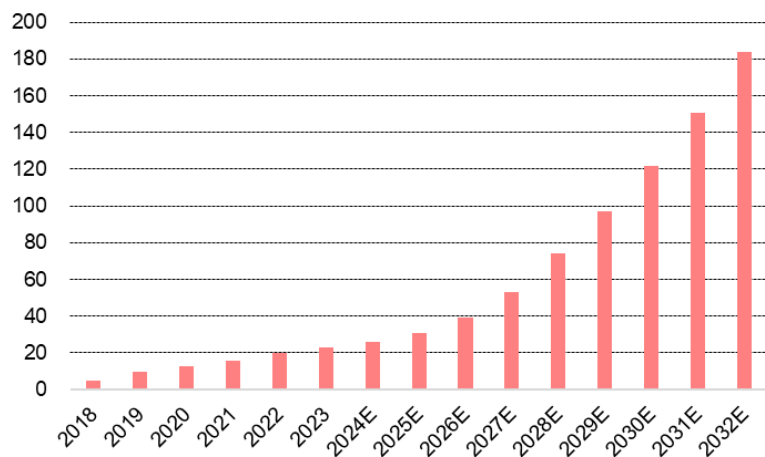
作用靶点丰富	不受靶点成药性限制，理论上各种由特定基因过表达引起的疾病都可以通过小核酸药物进行治疗，并且可以及时响应靶基因的突变以进行调整
设计开发简单	小核酸药物直接针对靶基因mRNA序列进行设计，仅需知道碱基序列即可进行。从而避免了传统药物开发中的大规模设计、优化、筛选周期，药物设计得以主动进行，研发成功率得以提高。
靶向特异性强	小核酸药物作用于靶基因转录的mRNA，在疾病上游进行调控，可以实现单碱基水平的编辑，保证药物的特异性。随着递送系统的不断更新，药物靶向性不断优化
药物作用长效	小核酸药物以mRNA为目标，在体内可以通过多次循环工作持续起效。随着化学修饰技术的不断进步，小核酸药物稳定性不断提高，有望实现以月为单位的半衰期，减少给药频次，提升患者依从性
生产相对快速	相比小分子药物不需要对复杂的合成路线进行优化、规模化放大生产；相比抗体类药物不需要对蛋白进行修饰，同时也避免了大规模哺乳动物细胞发酵及蛋白纯化，生产相对较快
平台优势明显	相比小核酸药物序列，其化学修饰、递送系统同样重要，建立以核酸修饰、递送系统为核心的药物研发平台对小核酸药物开发优势明显

# 布局多款分子类型蓝海市场，期待后续需求爆发

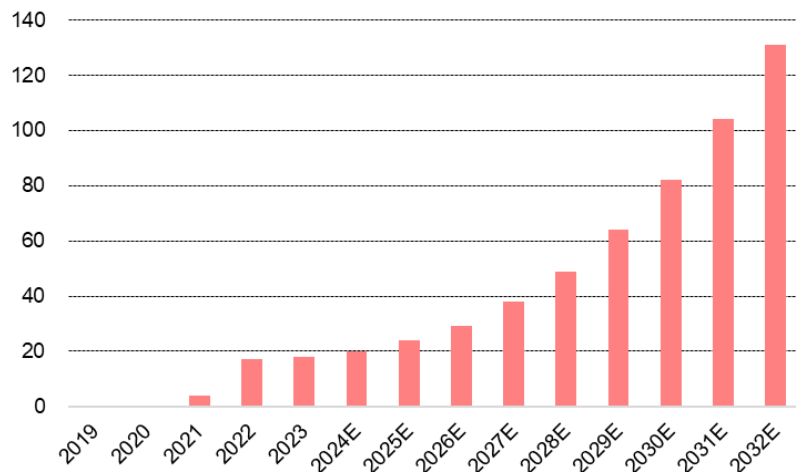
## 寡核苷酸药物市场快速增长，带动CRO/CDMO加速扩容

- **寡核苷酸药物市场快速增长，带动CRO/CDMO加速扩容。**据Frost & Sullivan统计，全球寡核苷酸药物已经由2018年的20亿美元增长至2023年的45亿美元，CAGR达16.9%，并预计于2032年将以29.6%的CAGR增长至459亿美元。中国寡核苷酸药物市场规模由2019年的0.2亿元增长至2023年的人民币7亿元，CAGR达156.8%，并预计于2032年以28.7%的CAGR达到67亿元。据Frost & Sullivan统计，全球寡核苷酸CDMO市场已由2018年的5亿美元增长至2023年的23亿美元，CAGR达33.8%，预计将以26.0%的CAGR增长至2032年的184亿美元。中国寡核苷酸CDMO市场由2019年的7百万元增长至2023年的18亿元，CAGR为302.5%，预计将以24.5%的CAGR于2032年增长至人民币131亿元。

图：全球寡核苷酸CDMO市场规模（亿美元）



图：中国寡核苷酸CDMO市场规模（亿元）



# 布局多款分子类型蓝海市场，期待后续需求爆发

## 寡核苷酸药物市场快速增长，带动CRO/CDMO加速扩容

- 公司TIDES业务也布局了寡核苷酸平台，为寡核苷酸原料药和制剂提供从药物发现到商业化生产的一体化CRDMO服务。公司的寡核苷酸发现合成服务支持高通量库合成和定制合成（nmol-mmol），服务涵盖所有类型的寡核苷酸及其单体、连接子、配体和偶联物；并为所有必需的测试提供专门的分析支持。凭借充足的产能及成功的商业化能力及经验，各团队可以无缝衔接快速扩大到任何规模，满足从临床前、临床到商业化阶段的多样化需求。公司还提供各种剂型和灌装形式的制剂开发和生产服务，并为原料药及制剂在同一质量体系下提供一体化分析支持，以及全面的CMC申报资料撰写服务，从而能够帮助客户加速将其寡核苷酸药物推向市场。

图：公司的寡核苷酸一体化CRDMO平台

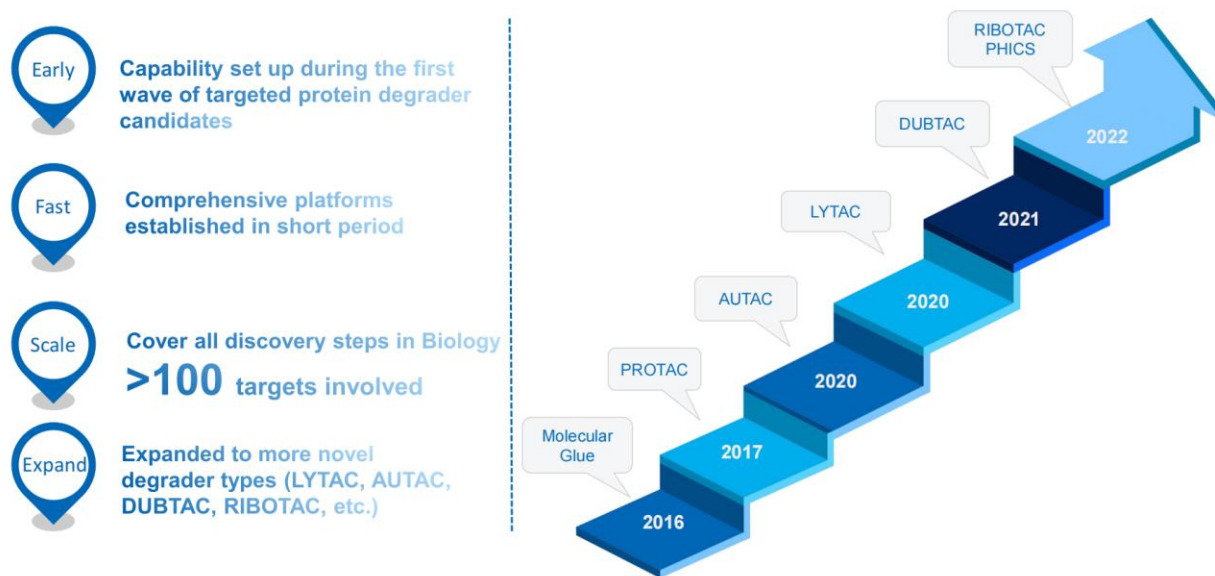
单体/配体	寡核苷酸（从nmol到mmol）	偶联物
<ul style="list-style-type: none"><li>• Amidite</li><li>• mRNA NTP</li><li>• GalNAc</li><li>• Linker, Spacer, CPG</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• DNA/ASO/PMO</li><li>• miRNA/siRNA/sgRNA</li><li>• Aptamer</li><li>• 简并寡核苷酸</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 寡核苷酸-多肽</li><li>• 寡核苷酸-药物</li><li>• 寡核苷酸-脂质</li><li>• 寡核苷酸-GalNAc</li><li>• 染料标记的寡核苷酸</li></ul>

# 布局多款分子类型蓝海市场，期待后续需求爆发

## 蛋白降解药物：深耕多年，渗透率全球领先

- **药明康德在新型小分子蛋白降解药物领域也展现出强大实力。**在这一领域，药明康德已深耕将近10年，在蛋白降解技术尚处于早期探索阶段时，便前瞻性地布局相关能力，搭建起涵盖分子发现、合成、分析纯化与测试的一体化赋能平台。该平台已成功支持超过120款蛋白降解分子的开发，其中20余款进入临床阶段。公司为超过150个客户合成了超过15.8万个复杂的化合物，提供了超过70个临床前候选化合物，包括已经进入3期临床的分子。截至2024H1末，该领域约66%的活跃客户使用了公司服务。

图：公司在蛋白降解药物领域的的能力布局



# 布局多款分子类型蓝海市场，期待后续需求爆发

## 公司服务能力覆盖多个新分子类型，期待后续需求增长

- **公司服务能力覆盖多个新分子类型，期待后续需求增长。**随着全球新药研发步入分子高度复杂、多样化的时代，以寡核苷酸、多肽、蛋白降解疗法等为代表的新兴药物纷纷登上历史舞台。它们在结构和作用机制上的创新性和复杂性，为新药研发带来了前所未有的挑战与机遇。而药明康德提前布局新兴技术和新分子服务能力，从多肽、寡核苷酸、蛋白降解药物，到各类新型偶联药物，几乎覆盖了所有新分子类型的研究和服务。2024年3月，知名行业网站“猎药人”从上万个分子中挑出的2023年度10大明星小分子中，有7款由药明康德化学业务平台赋能。期待后续新的分子类型诞生更多的药物研发与生产需求，推动公司订单与业绩增长。

表：“猎药人”评选的2023年度10大明星小分子

分子名称	药物类型	分子类型	研发企业	适应症	研发阶段
MK-0616	口服PCSK9抑制剂	环状多肽	默沙东	高脂血症、降低心血管风险	临床III期
KT-474	IRAK4靶向蛋白降解剂	PROTAC	Kymera Therapeutics	化脓性汗腺炎、特应性皮炎	临床II期
Orforglipton	口服GLP-1受体激动剂	小分子化药	礼来	2型糖尿病、肥胖	临床III期
VX-548	口服选择性NaV1.8抑制剂	小分子化药	Vertex	疼痛	已获批上市
Resmetirom	甲状腺激素受体（THR）-β口服选择性激动剂	小分子化药	罗氏制药	代谢功能障碍相关脂肪性肝病	已获批上市
Ritlecitinib	口服共价双激酶抑制剂	小分子化药	辉瑞	脱发	已获批上市
RLY-4008	FGFR2特异性抑制剂	小分子化药	Relay Therapeutics	多种实体瘤	临床II期
RMC-6291	KRAS G12C抑制剂	非降解型分子胶	Revolution Medicines	多种实体瘤	临床I/II期
Omaveloxolone	Nrf2激动剂	小分子化药	渤健/Reata Pharmaceuticals	弗里德赖希共济失调	已获批上市
Nirogacestat (Ogsiveo)	口服特异性γ-分泌酶小分子抑制剂	小分子化药	辉瑞, SpringWorks Therapeutics	硬纤维瘤	已获批上市

4

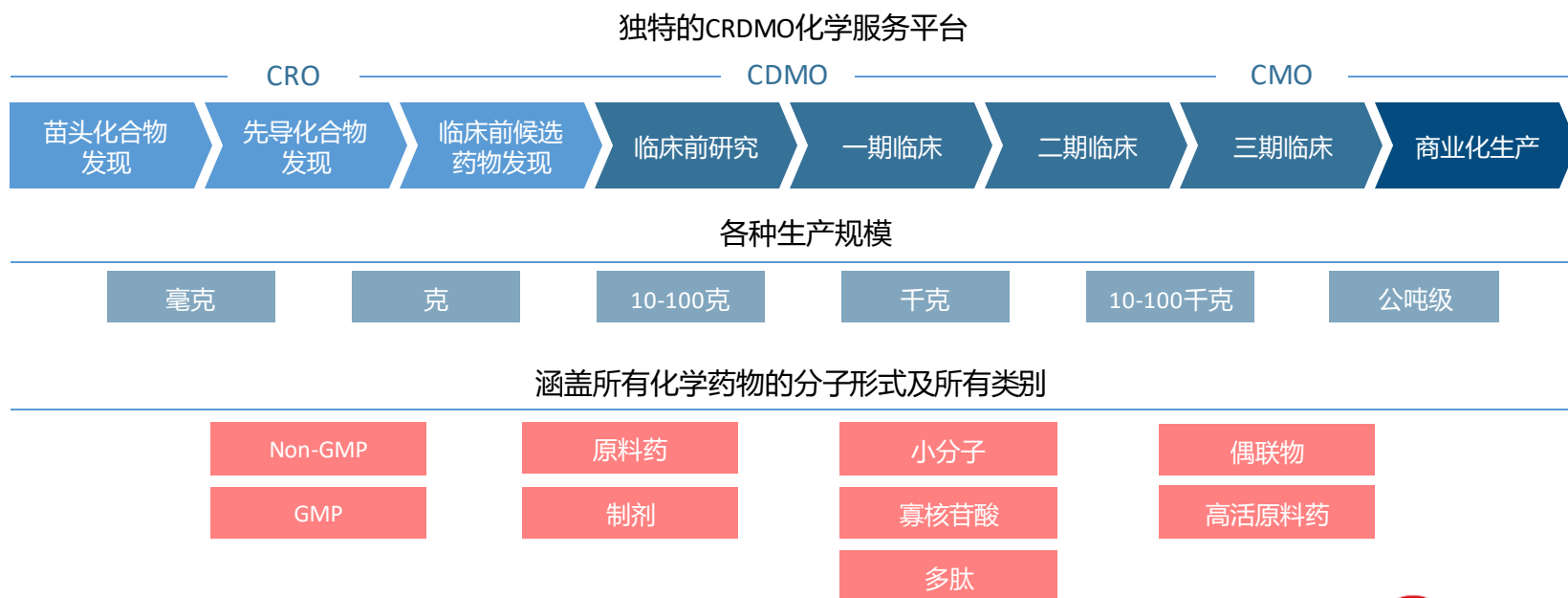
Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## Wuxi Chemistry: 提供一站式解决方案, 业绩贡献突出

- ▶ **凭借独特的CRDMO模式, 提供一体化解决方案。** WuXi Chemistry凭借独特的CRDMO模式, 将传统的CRO、CDMO和CMO服务进行整合, 提供从新药发现到商业化的一体化解决方案, 满足从药物发现到商业化生产各个阶段、各个规模的所有物料需求。按照服务的分子种类和研发阶段, WuXi Chemistry目前分为三大板块: 小分子药物发现 (“R”, Research) 业务、小分子工艺研发和生产 (“D” 和 “M”, Development and Manufacturing) 业务和TIDES业务 (主要为寡核苷酸和多肽)。

图: 公司化学业务一体化CRDMO平台



# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## Wuxi Chemistry: 提供一站式解决方案, 业绩贡献突出

- **化学业务增长强劲, 为企业贡献突出业绩。**公司化学业务近年来保持高速增长, 2016~2023年CAGR为35.7%。化学业务也为企业业绩作出突出贡献, 2023年收入占公司总收入比重达到72.3%。2024年, 化学业务收入290.5亿元 (-0.4%), 剔除特定商业化项目同比增长11.2%, 保持稳健增长。经调整non-IFRS毛利率46.4%, 同比提升1.2pts, 主要得益于生产工艺持续优化和效率不断提升。化学业务占公司总收入比重达到74.0%, 同比进一步提升。

图: WuXi Chemistry历年收入及增速

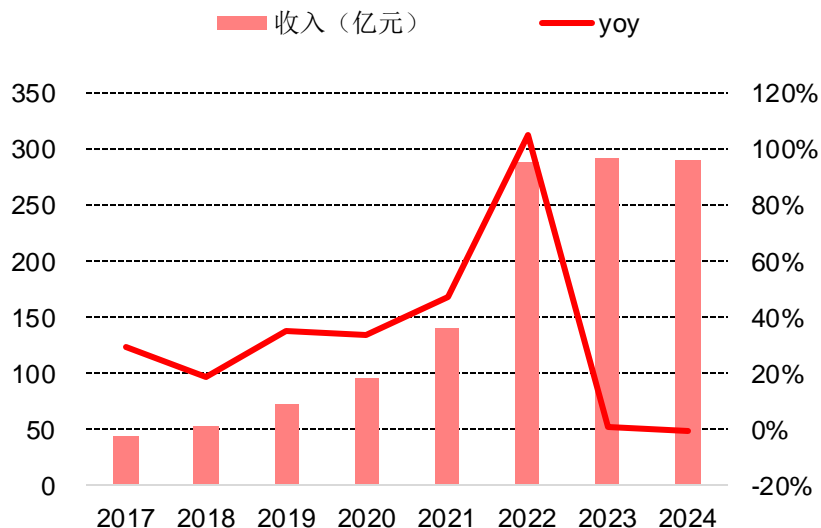
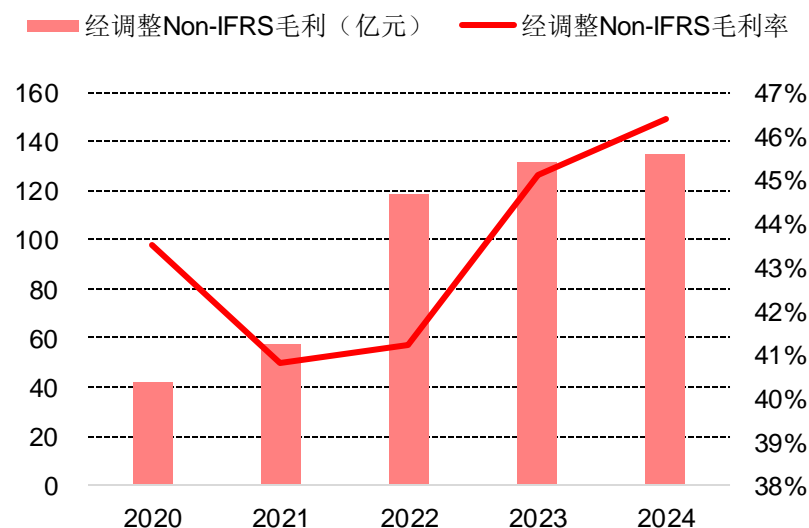


图: WuXi Chemistry历年经调整non-IFRS毛利及毛利率



# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## Wuxi Chemistry: 提供一站式解决方案, 业绩贡献突出

- **工艺研发和生产服务贡献主要业绩, 剔除新冠商业化项目强劲增长。**2023年公司化学业务收入中, 小分子药物发现 (R) 服务收入约75.5亿元, 同比增长约4.7%, 增速下降主要由于全球投融资景气度低迷导致前端研发需求下降所致。工艺研发和生产 (D&M) 服务收入216.2亿元, 同比下降0.1%, 剔除新冠商业化生产项目后同比强劲增长55.1%, 主要归功于公司临床后期及商业化项目订单持续强劲增长, 以及TIDES业务收入的快速增长。2024年, 公司D&M服务贡献收入178.7亿元, 剔除新冠商业化生产项目后同比增长6.4%, 实现稳健增长。

图: 化学部门“R”业务收入 (亿元)

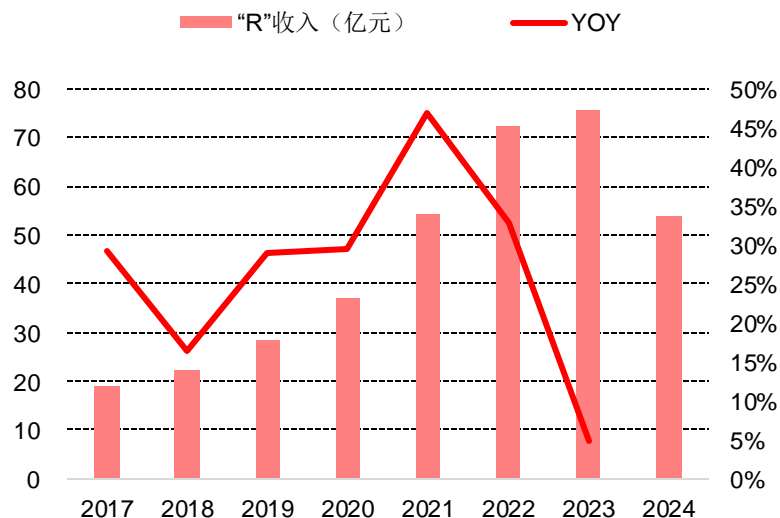
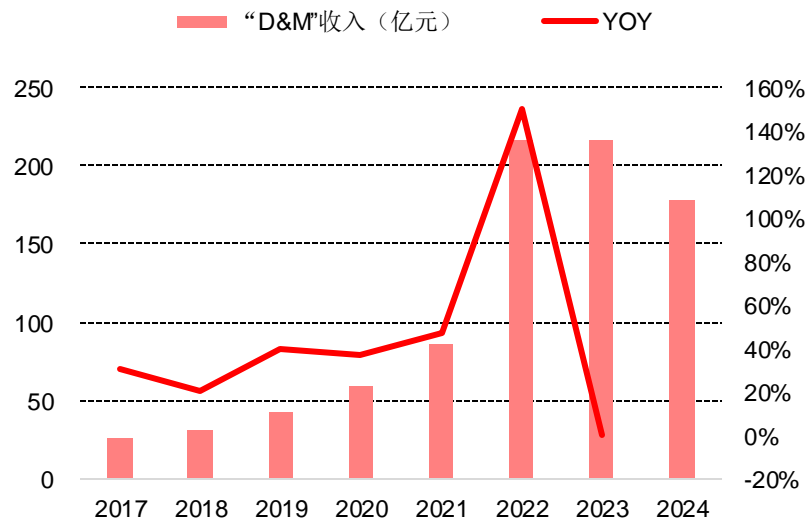


图: 化学部门“D&M”业务收入 (亿元)

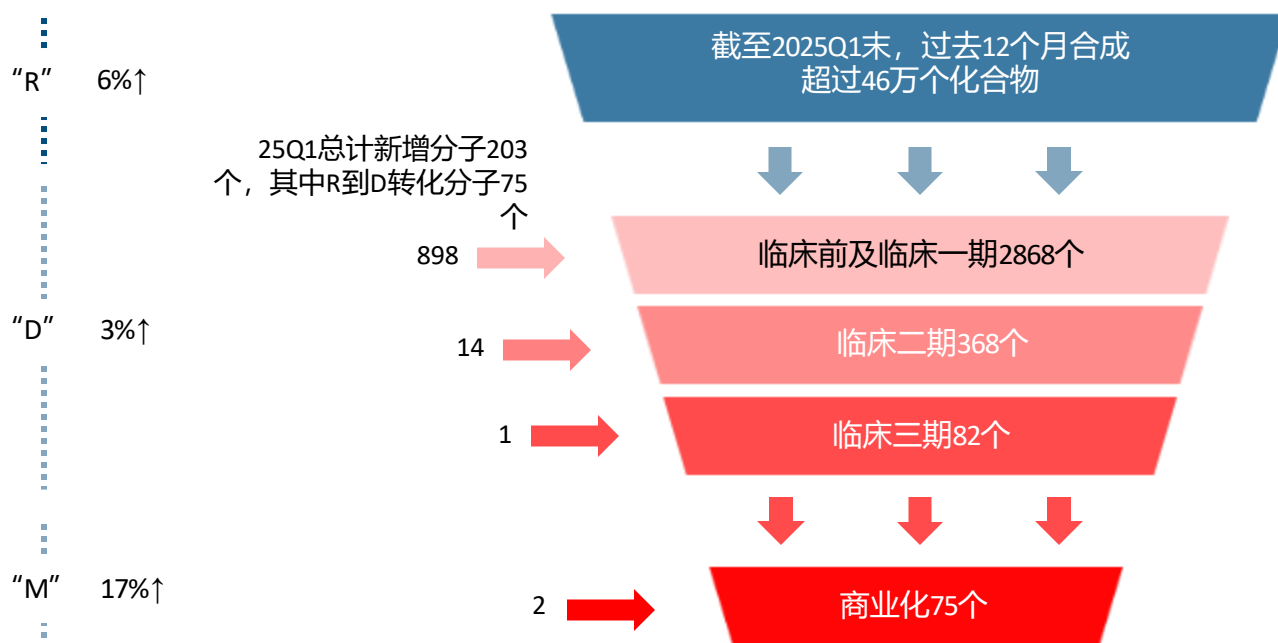


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## Wuxi Chemistry: 提供一站式解决方案, 业绩贡献突出

- 各阶段项目持续增长, 漏斗效应明显。公司充分发挥工艺开发技术优势, 坚定推进“跟随分子”策略, 增强客户粘性, 不断带来新的临床后期及商业化项目。小分子药物发现 (R) 方面, 截至2025Q1末, 公司在过去一年内共合成超过46万个化合物, 同比增长6%, R到D&M转化分子数持续增长。化学药工艺开发和生产 (D&M) 方面, 2025Q1新增分子203个, 分子管线总数达到3393个, 包括75个商业化项目, 82个临床III期项目, 368个临床II期项目, 以及2868个临床I期和临床前项目。其中临床III期及商业化项目较年初合计新增5个。

图: 公司CRDMO服务各阶段呈漏斗效应

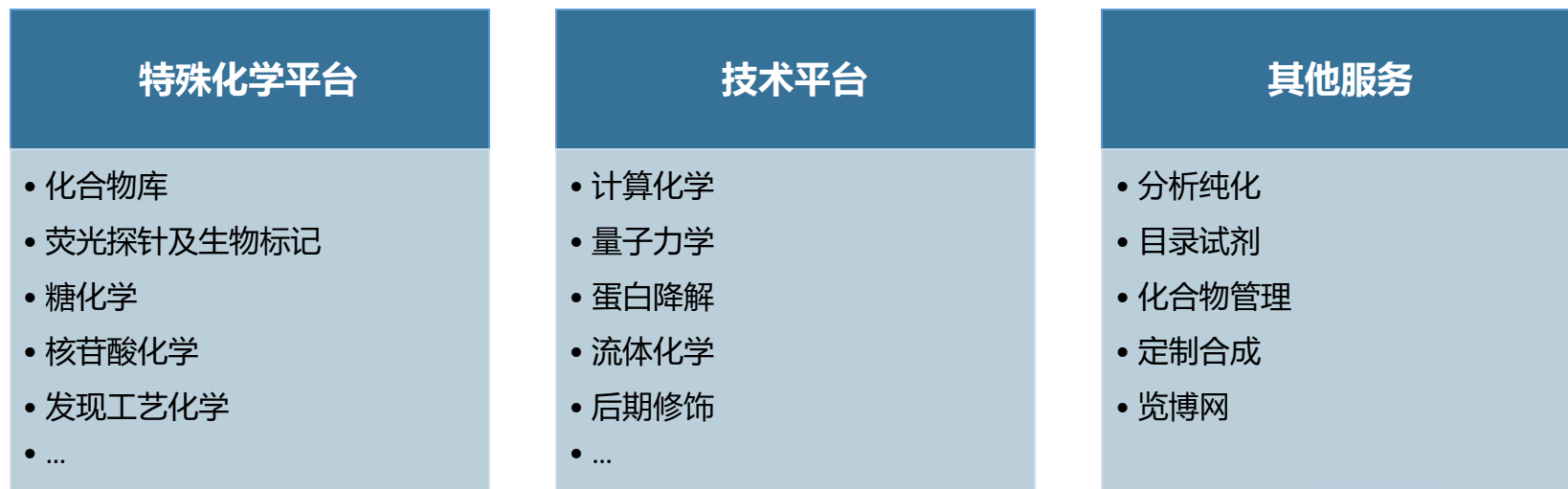


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## 小分子药物发现 (R)：提供下游流量入口，持续增强客户粘性

- **全球领先的化学发现平台，助推CRDMO业务快速增长。**小分子药物发现 (R) 方面，公司研究化学服务 (RCS) 拥有多种先进的特殊化学平台和技术平台，帮助客户创建、识别和支持发现临床前候选化合物 (PCC)。公司通过与客户在药物发现和临床早期阶段建立紧密的合作关系，不断为公司带来新的临床后期以及商业化阶段的项目，助推CRDMO服务收入持续快速增长。RCS业务拥有5个研发基地和约9000名专职化学家，2024年交付434000种化合物；与899个客户合作超过5年，其中240个客户合作超过10年，体现了极强的客户粘性。始终走在化学领域的前沿，大力投资新技术和新方法，以进一步加快项目进度。

图：公司小分子研发技术平台

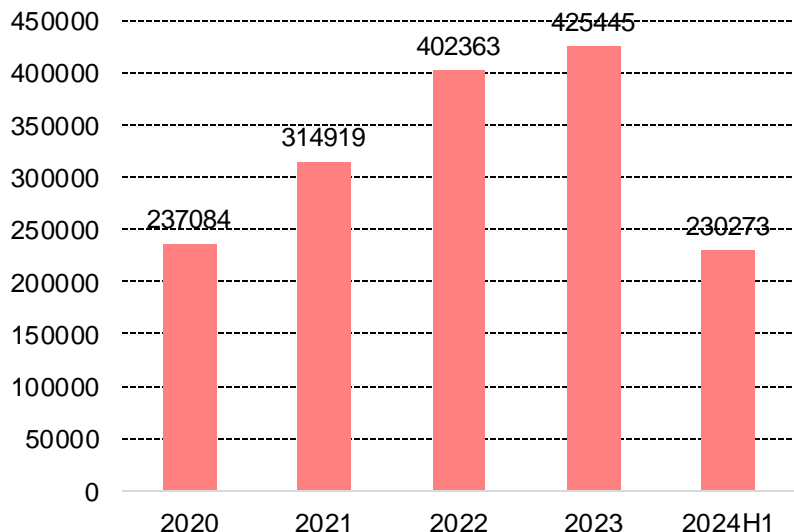


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

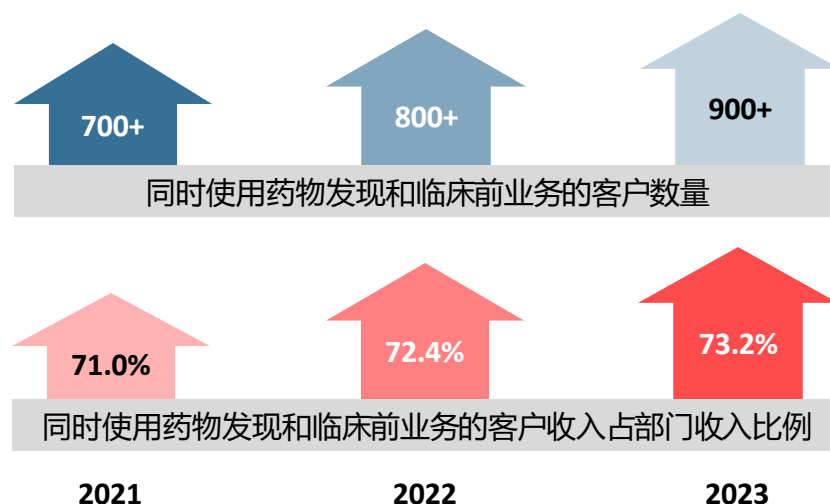
## 小分子药物发现 (R)：提供下游流量入口，持续增强客户粘性

- **执行长尾战略，持续增强客户粘性。**公司凭借其一体化的CRDMO服务模式，持续赋能长尾客户，并不断追随科技进步，建立新的服务能力，提高研发成功率和生产效率，从而持续吸引客户。2023年，药物发现和临床前业务贡献了69%的新客户，900家以上客户同时使用公司的药物发现和临床前服务，占该部门收入占比73.2%。2023年公司药物发现业务成功合成并交付超过42.5万个新化合物，同比增长6%，2020~2023年复合增长率22%。随着合成分子的分子量越来越大，合成难度提升，客户对公司服务的依存性也有望持续提升。

图：药物发现业务成功合成并交付的化合物数量



图：同时使用药物发现和临床前业务的客户数量和收入贡献

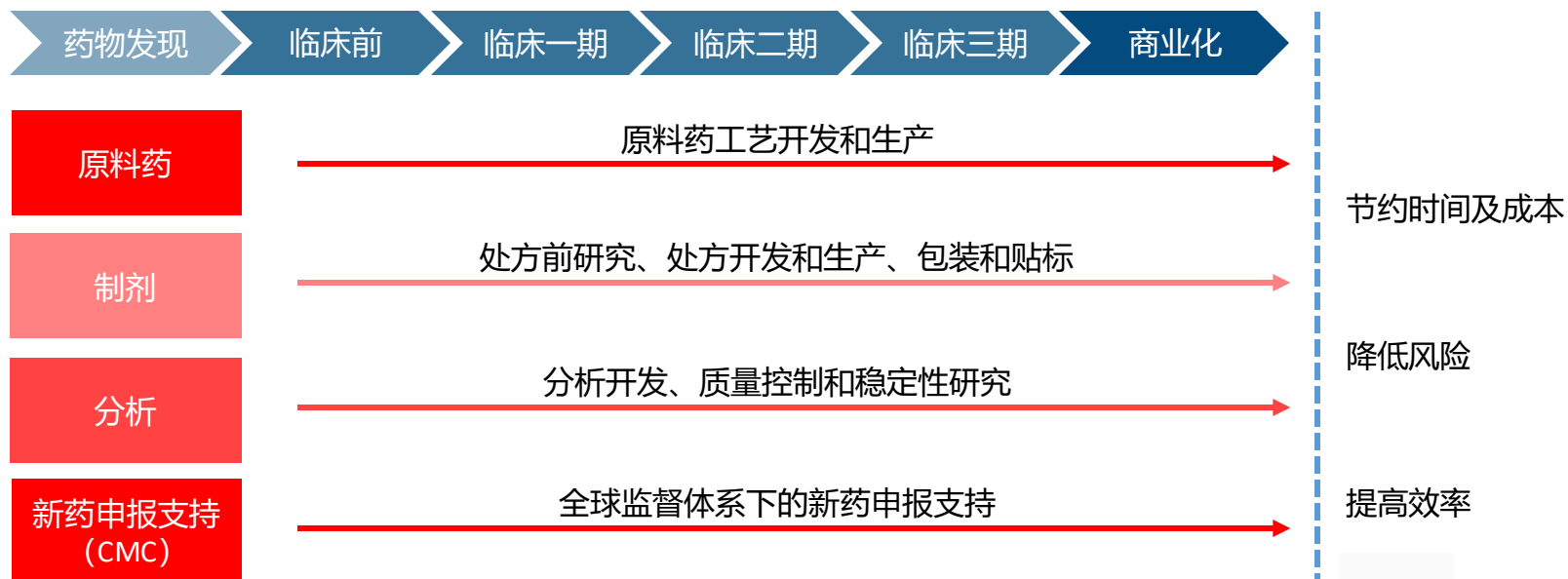


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## 合全药业：临床后期及商业化项目快速增长，持续加快产能建设

- **合全药业：提供“一站式”CMC（化学、生产和控制）平台。**合全药业为客户提供原料药（API）、制剂、寡核苷酸及多肽的工艺开发和生产，并提供分析开发和质量控制服务，以及全球监督体系下的新药申报支持。合全药业的“一站式”工艺研发综合平台能满足从原料药到制剂、从临床前到商业化各个阶段不同的工艺研发需求。公司一体化服务平台可为新药临床&上市申请节约时间和花费成本，降低风险。据公司测算，通过整合CMC服务，可为IND申请节省4-6个月的时间，为NDA申请节省3-9个月的时间。

图：合全药业“一站式”CMC平台

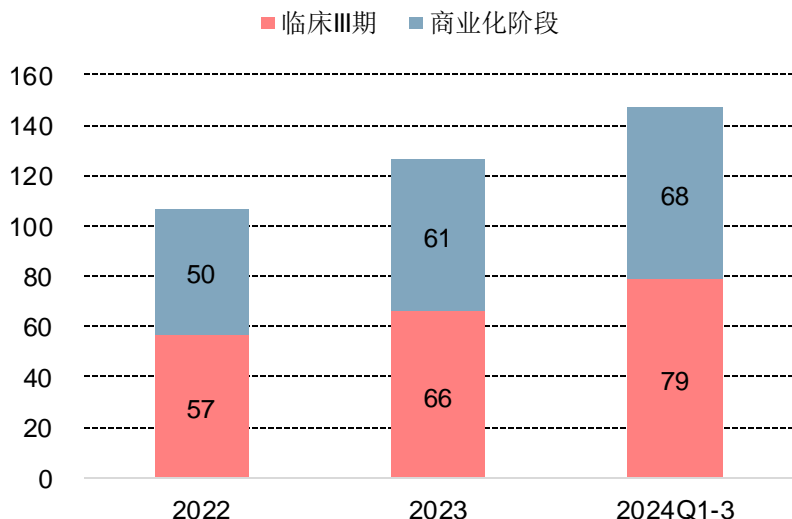


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

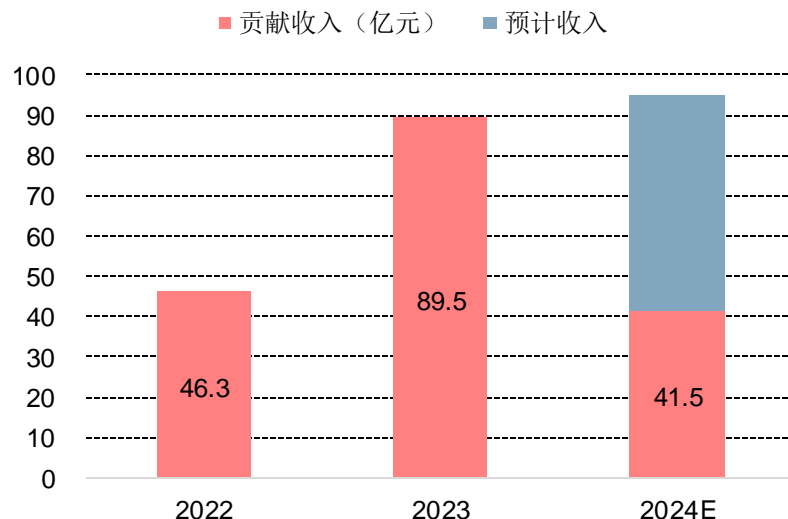
## 合全药业：临床后期及商业化项目快速增长，持续加快产能建设

- **临床后期及商业化项目贡献收入增长快于数量增长，服务质量及客户粘性逐步加深。** 2022年至2024Q3末，公司临床III期及商业化项目的分子数从107个增长到147个，增长了37%；这些分子数2022年贡献收入约46.3亿元，2024年增长估计超过100%。单个分子贡献的收入有所提升，表明公司提供服务的分子质量不断提高；同时单个分子使用的服务类别越来越多，表明公司与客户合作的紧密程度也在逐步加深。

图：化学业务临床III期及商业化项目数量



图：化学业务临床III期及商业化项目贡献收入（亿元）



# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## 合全药业：临床后期及商业化项目快速增长，持续加快产能建设

- **持续加快全球产能建设，提升服务能力。**作为世界领先的化学服务机构，WuXi Chemistry持续加快全球产能建设，进一步提升大规模生产能力。2024年泰兴原料药生产基地投入运营，常州及泰兴产能在这一年中稳步提升，预计2025年末小分子原料药反应釜总体积将超4000kL。海外产能方面，公司持续投入瑞士库威基地，在2024年期间口服制剂产能翻倍。公司持续推进美国米德尔顿基地建设，计划于2026年末投入运营。2024年5月，新加坡研发及生产基地正式开工建设，基地一期计划于2027年投入运营。

图：公司小分子CDMO业务全球布局

国家和地区	R (研发)	D (工艺开发)	M (生产)	国家和地区	R (研发)	D (工艺开发)	M (生产)	
上海外高桥	√	√	√	中国	湖北武汉	√	√	
上海金山		√	√		四川成都	√		
天津	√	√		美国	加州, 旧金山	√		
江苏常州		√	√		加州, 圣迭戈		√	√
中国	江苏常熟		√	特拉华州, 米德尔顿		√	√	
	江苏泰兴 (包括I期和II期基地)		√	瑞士	Couvet		√	
江苏无锡		√	√	新加坡	Tuas	√	√	√
江苏启东	√							

# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## 合全药业：临床后期及商业化项目快速增长，持续加快产能建设

表：公司国内外部分小分子和多肽API产能介绍

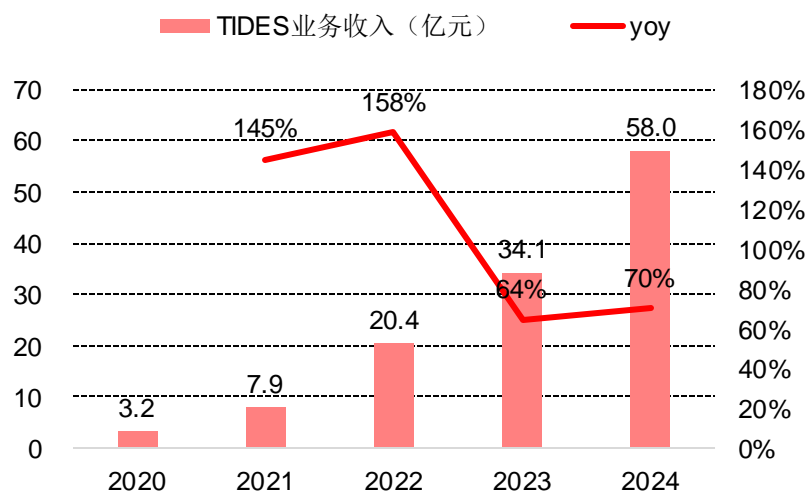
产能	占地面积	小分子反应釜 体积	多肽固相合成 仪体积	交付批次	
常州API生产基地	I~II期 (9个车间)、 III期 (6个车间), 目前全部投入使用	74英亩 (约29.9 万m <sup>2</sup> )	~2000m <sup>3</sup>	~29000L	交付批次: 11672 (2023年) 支持技术: 高活API <ul style="list-style-type: none"> <li>• 流体化学</li> <li>• 喷雾干燥法制备固体分散体 (SDD)</li> <li>• 制备型高效液相色谱法 (HPLC)、超临界流体色谱 (SFC) 和模拟移动床 (SMB) 色谱分离</li> </ul> 合成的分子类型: 小分子、寡核苷酸、多肽、结合物
泰兴API生产基地	I期 (9个车间, 6个 已投入使用) II期 (在建, 4个车间)	81英亩 (约32.8 万m <sup>2</sup> ) 88英亩 (约35.6 万m <sup>2</sup> )	1000m <sup>3</sup> (完全 建成约 3000+m <sup>3</sup> )	12000L (完全 建成约 100000+L)	合成的分子类型: 小分子、寡核苷酸、多肽、结合物
新加坡API生产基地	7个车间, I期预计 2027年开始运营	50英亩 (20.2万 m <sup>2</sup> )	-	-	合成的分子类型: 小分子、寡核苷酸、多肽、结合物
瑞士Couvet制剂生产基地	-	-	-	-	目前已引入4个新产品, 包括1种商业化产品 (经FDA 和EMA 批准) 口服制剂产能预计扩张2倍; 包装产能预计增加2倍 (预计 24Q4准备就绪) 未来计划扩张的能力: 喷雾干燥分散体、肠外制剂制造、脂质纳米颗粒 (LNP)
美国 Delaware制剂生产基地	预计2026年开始运营	190英亩 (76.9万 m <sup>2</sup> )	-	-	设计能力: 配方研发, 临床和商业生产, 包装、标签和分销 合成的分子类型: 寡核苷酸、肽和相关的结合物

# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

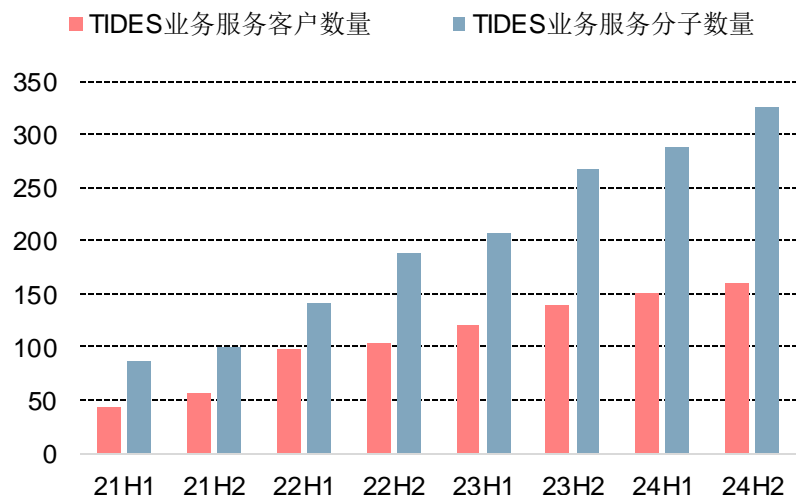
## TIDES业务：提供全球领先的新分子种类服务能力

- **TIDES业务：提供全球领先的新分子种类服务能力，业绩高速增长。** WuXi TIDES为全球合作伙伴开发寡核苷酸、多肽药物及相关化学偶联物（“TIDES”药物），提供高效、灵活和高质量解决方案。公司通过同一个平台提供覆盖药物发现、CMC 开发和生产的全生命周期服务，进一步简化了TIDES药物的开发流程。2024年，公司TIDES业务贡献收入58.0亿元，同比增长70.1%，成为公司业绩增长的重要动力。截至2024年末，TIDES在手订单同比增长103.9%。TIDES D&M服务客户数量同比提升15%，服务分子数量同比提升22%。

图：近年来公司TIDES业务收入及增速



图：TIDES业务服务分子和客户数量

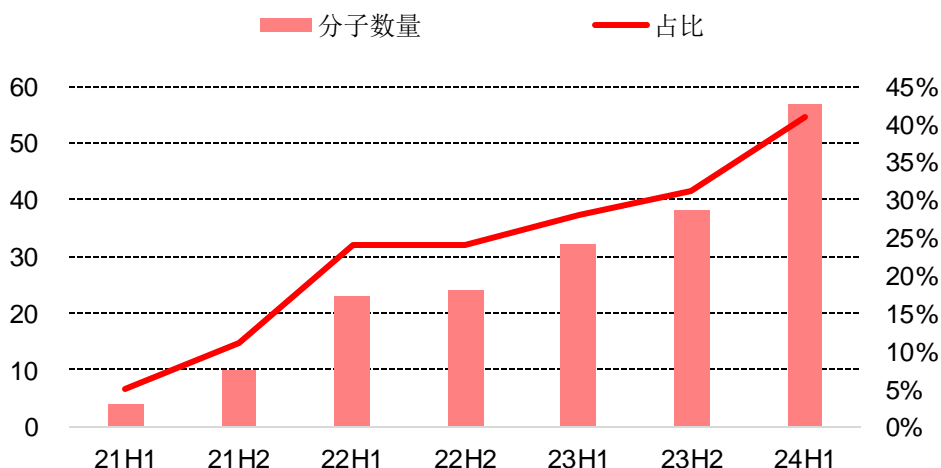


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

## TIDES业务：提供全球领先的新分子种类服务能力

- **紧随行业趋势，GLP-1药物管线增速超越行业。** 公司凭借全球领先的新分子类型服务能力，在GLP-1药物热潮中抓住机遇，服务管线增速超越行业。2023H1~2024H1，全球临床阶段GLP-1药物管线（包括小分子和多肽）从51个增长至79个（+55%），而公司TIDES业务服务的临床阶段GLP-1药物管线数量从10个增长至18个（+80%），增速超越行业。
- **持续提升制剂相关服务能力，增强协同效应。** 在提高中间体和API服务能力的同时，公司TIDES业务也在持续提升制剂相关的服务能力，从2023年底到2024年中，同时使用API和制剂一体化服务的TIDES分子数从38个增长到了57个，在公司服务管线当中的占比由31%提升至41%。制剂服务能力提升有望和API服务能力形成协同效应，不仅有利于吸引客户持续使用公司服务，也有助于提升单个分子管线的价值。

图：同时使用制剂和API服务的TIDES分子数量及占比

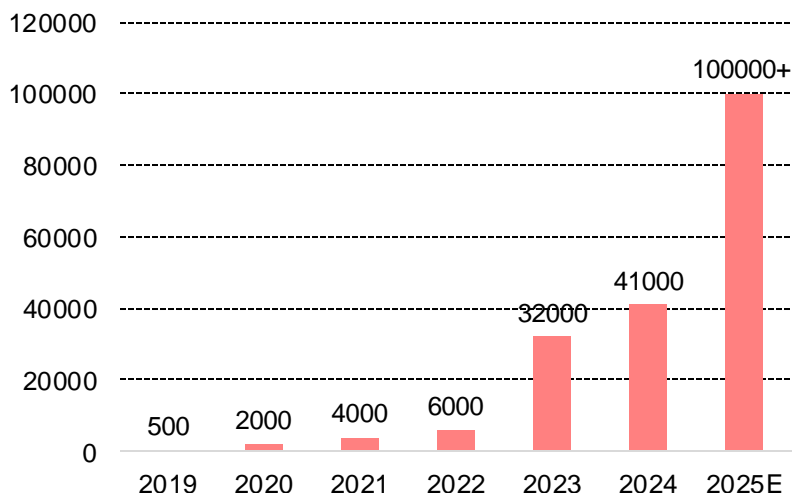


# Wuxi Chemistry: 化学药物的一体化CRDMO平台

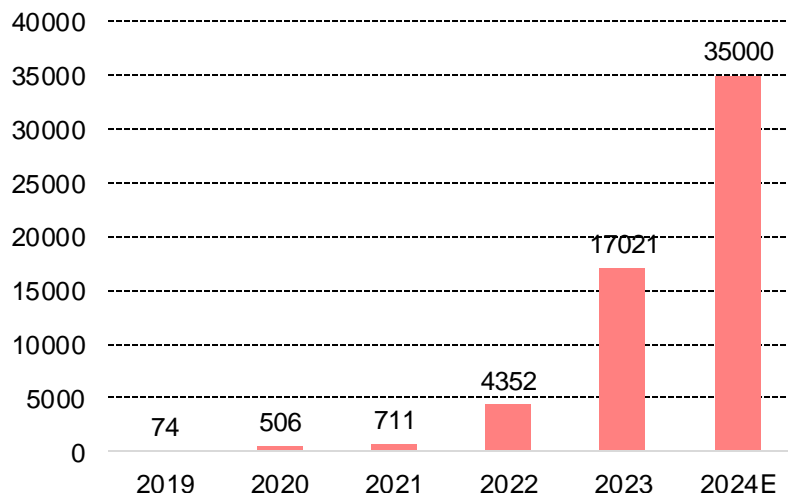
## TIDES业务：提供全球领先的新分子种类服务能力

- **TIDES业务面临强劲需求，相关产能持续扩张。**公司新分子服务拥有全面的“一站式”CRDMO平台，具备强大的研发、工艺开发和生产能力，行业内保持技术领先。通过与小分子化学服务和DP平台协同作用，共同助力寡核苷酸及多肽分子药物的研发生产。此外，新分子服务拥有符合所有主要监管机构检查标准的全球标准质量体系。面临全球强劲的新分子类型研发及生产需求，公司持续推动产能建设。目前公司在常州拥有3个寡核苷酸及多肽生产平台，产能利用率接近100%。2024年1月，公司位于江苏常州及泰兴两个基地的新多肽生产车间正式投产，多肽固相合成釜总体积提升至32000L，并将于2024年底达到41000L；预计2025年末将进一步提升至超100000L。

图：公司多肽固相合成反应釜体积 (L)



图：TIDES业务多肽产能 (Kg)



5

WuXi Testing: 测试服务实力强劲, 临床研究服务稳健发展

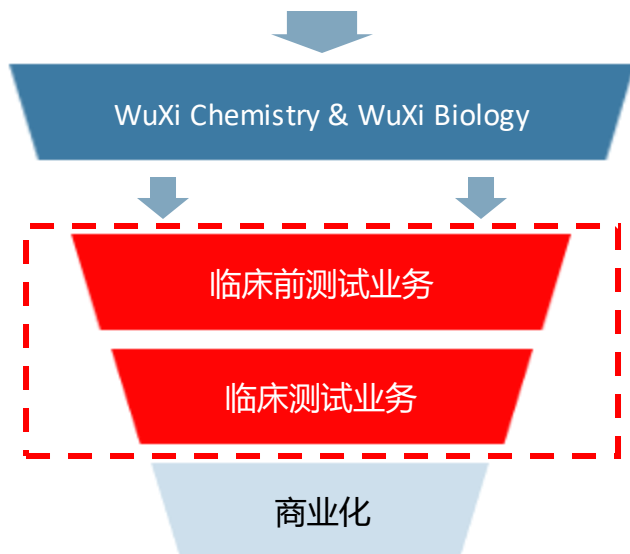
# WuXi Testing：测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

## WuXi Testing：测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

- **提供全方位一体化的研发测试平台。** WuXi Testing是公司的测试业务平台，通过全方位一体化的药物研发测试平台，覆盖药物研发及测试的全周期，为客户提供一站式解决方案。该板块可分为三个部分：1) 测试事业部 (LTD)：包括新药临床试验申请、药代动力学研究、毒理学研究、生物分析测试等；2) 临床研究服务 (康德弘翼)：为公司的临床CRO平台。3) 临床研究现场执行 (药明津石)：为公司的临床SMO平台。

图：WuXi Testing研发测试平台

小分子、大分子、寡核苷酸、多肽等其他新分子类型



WuXi  
Testing

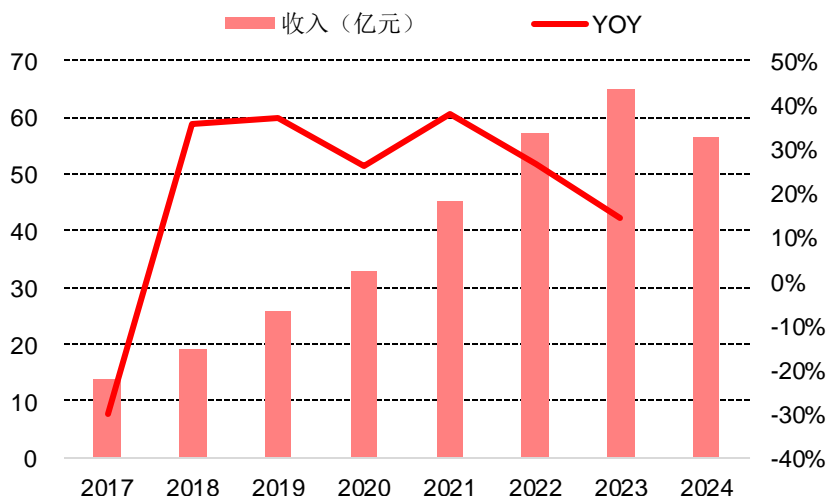
- **测试事业部 (LTD)**：毒理学、药代动力学、生物分析
- **临床研究服务 (康德弘翼)**：药物警戒、早期临床、项目管理与临床运营、临床数据管理与统计分析、注册事务、医学事务CRO
- **临床研究现场执行 (药明津石)**：SMO现场服务、招募、高效启动、稽查质控

# WuXi Testing: 测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

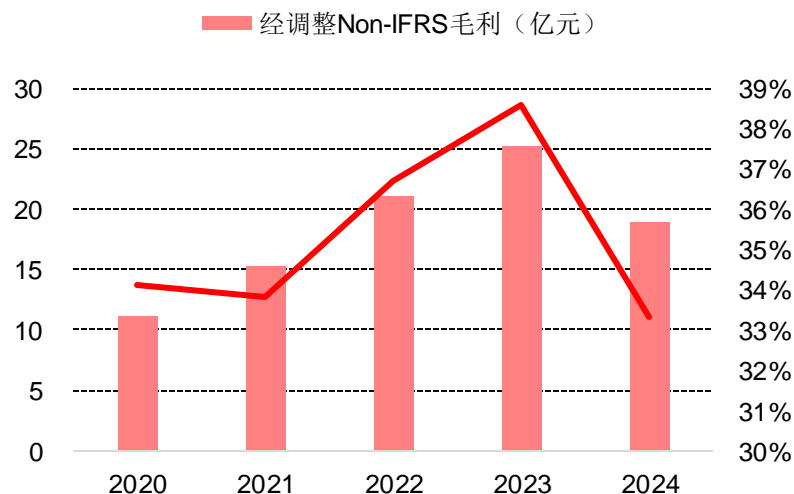
## 测试业务近年来强劲发展，价格因素短期影响业绩

- **测试业务近年来强劲发展，价格因素短期影响业绩。** 伴随着全球药物研发需求提升和公司服务能力持续增强，公司测试业务近年来呈现强劲发展趋势，2017~2022年CAGR为29.2%。2024年公司测试业务实现收入56.7亿元，同比下降4.8%。经调整non-IFRS毛利率33.3%，同比下降5.9pts。收入及利润率有所下降，主要由于安评、临床CRO等业务受市场影响，订单价格调整并逐渐反映到收入上。25Q1测试业务实现收入12.9亿元（-4.0%），经调整non-IFRS毛利率23.4%（-14.1pct），主要由于实验室分析与测试业务和临床CRO业务受国内市场价格调整影响所致。

图：WuXi Testing历年收入及增速



图：WuXi Testing经调整Non-IFRS毛利及毛利率

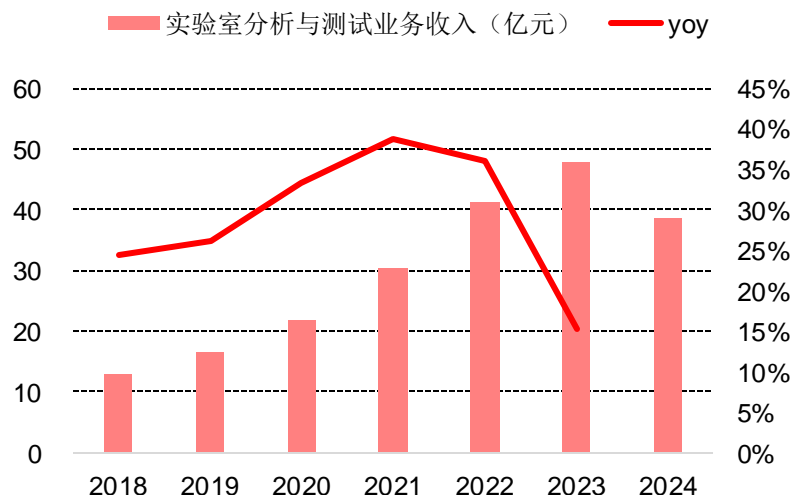


# WuXi Testing: 测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

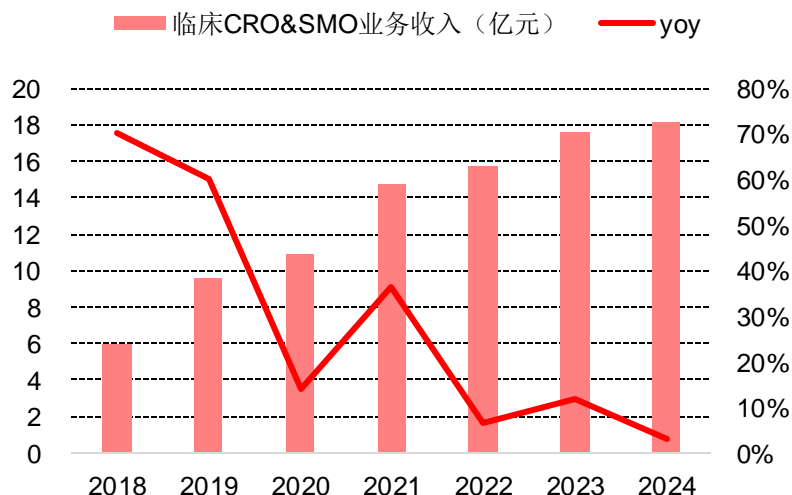
## 测试业务近年来强劲发展，价格因素短期影响业绩

- **业务拆分：实验室分析与测试业务贡献主要业绩，药物安评及SMO业务保持领先。** 测试业务板块中，实验室分析与测试业务为收入的主要贡献来源，2024年实验室分析与测试业务实现收入38.6亿元，同比下降8.0%，占板块收入比重68.1%；其中药物安全性评价业务收入虽同比下降13%，但仍保持亚太行业领先地位。临床CRO及SMO业务实现收入18.1亿元，同比增长2.8%；其中SMO业务收入同比增长15.4%，保持国内领先地位。

图：实验室分析与测试业务历年收入及增速



图：临床CRO&SMO业务历年收入及增速

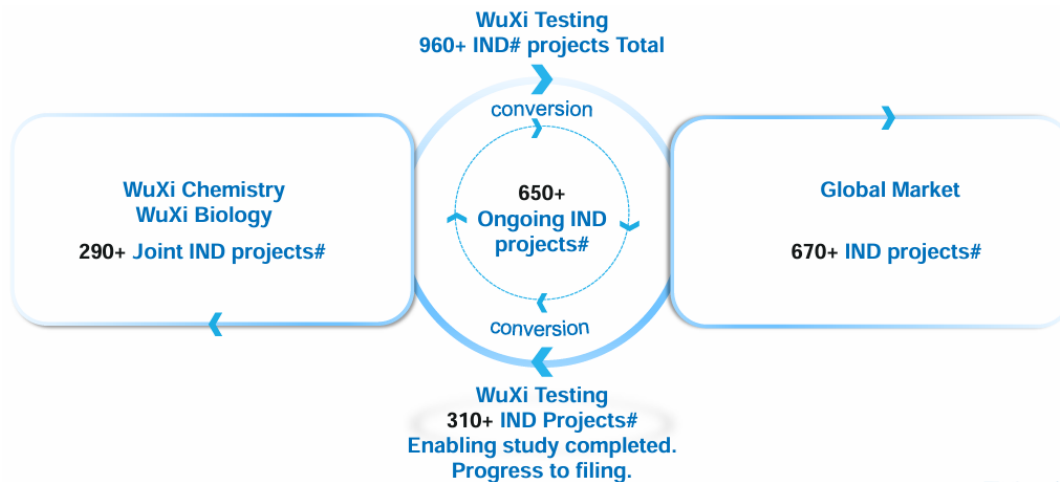


# WuXi Testing：测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

## 测试事业部：全生命周期的一体化药物研发和测试平台

- **测试事业部：全生命周期的一体化药物研发和测试平台。** 药明康德测试事业部（Laboratory Testing Division, LTD）拥有全方位的分析测试平台，提供从药物发现到产品上市各阶段所需的分析服务。测试事业部提供全球申报一体化服务，整合药学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析，助力化合物获得IND批准，并实现下一个开发里程碑。
- **WIND：IND项目的一体化服务平台，发挥一体化平台优势。** 自2016年起，公司组建了WuXi IND（WIND）服务平台，整合药学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析，聚焦从候选化合物到IND申报的全过程服务，为客户提供IND全球申报一体化服务，助力化合物获得IND批准，并实现下一个开发里程碑。截至2024Q3末，公司一共赋能了超过960个IND项目，其中超过310个成功完成，很多已经陆续进入临床管线，650+个正在进行中。从来源上看，超过290个项目来自化学业务药物发现团队和生物学业务的贡献，另有超过670个项目来自全球市场的引入。

图：公司IND平台持续赋能多个项目向IND及临床阶段转化



# WuXi Testing: 测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

## 测试事业部：全生命周期的一体化药物研发和测试平台

- **测试设施网络遍布中美，产能持续扩张。**公司拥有强大的测试设施网络，基于人工智能的动物房、实验室和人员调度系统可以极大缩短研究时间，为国内外测试服务提供坚实基础。2022年公司125000m<sup>2</sup>的测试实验室投入使用，位于苏州和启东的55000m<sup>2</sup>实验室已于2023年投入使用。2025年1月，公司宣布出售美国医疗器械测试业务，旨在优化公司战略业务组合，进一步专注于核心CRDMO业务。

图：实验室检测业务设施网络



# WuXi Testing: 测试服务实力强劲, 临床研究服务稳健发展

## 临床CRO&SMO: 提供全方位临床研究服务, SMO业务持续增长

- **临床业务分为临床CRO业务和临床SMO业务。** CRO业务由子公司康德弘翼 (WuXi Clinical) 负责, 致力于提供全方位的临床研究服务, 涵盖BE/I期至IV期的临床试验。SMO业务是公司测试板块的另一大组成部分, 由药明津石 (WuXi MedKey) 负责, 包括项目管理及临床现场管理服务。
- **拥有强大服务能力, 保持国内SMO行业领先地位。** SMO业务方面, 药明津石通过其强大的数据库, 为客户提供优质的SMO服务。公司SMO业务与全国150多个城市的1000多家医院长期合作, 覆盖8600多个科室和临床研究者, 管理患者数量超过18万例。2024年, SMO业务赋能73个产品获批上市, 近十年累计赋能255个新产品获批上市。公司SMO业务近年来持续发展, 2024年收入同比增长15.4%, 保持中国行业领先地位。从疾病领域来看, SMO业务在肺癌、乳腺癌、皮肤科、心血管内科、眼科、风湿免疫、神经系统、内分泌、医美和疫苗等诸多治疗领域市场份额居于行业头部位置。

图: SMO业务历年国内市占率

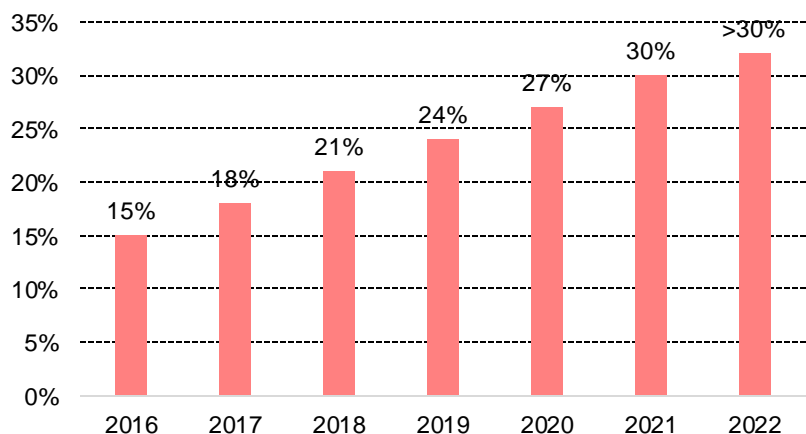
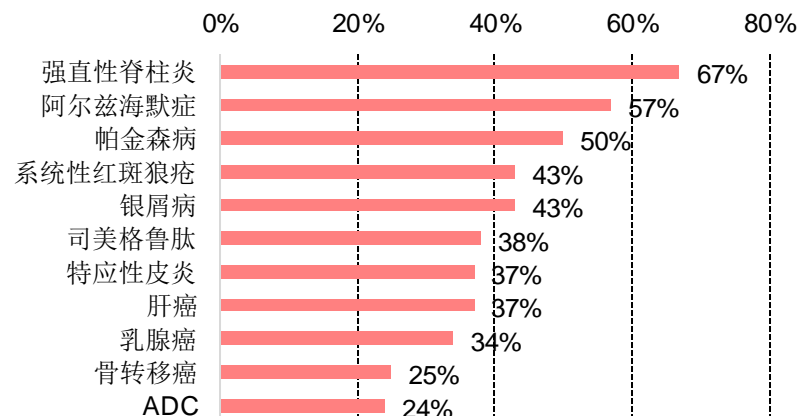


图: SMO业务2023年在各疾病/药物领域的市占率

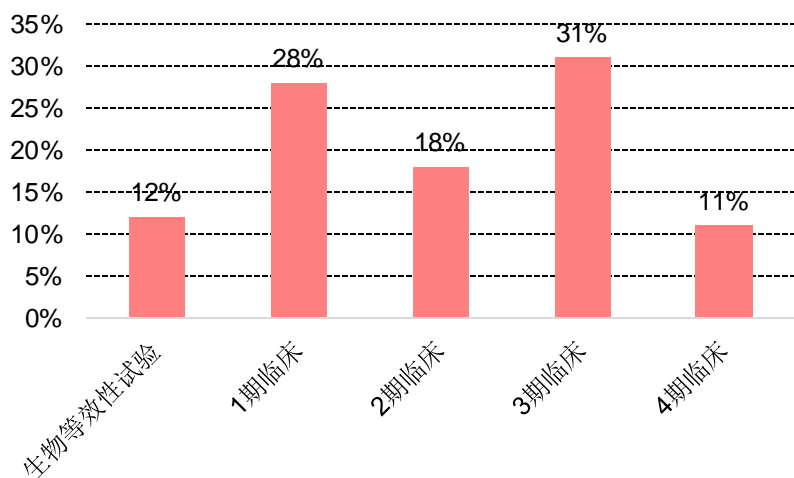


# WuXi Testing：测试服务实力强劲，临床研究服务稳健发展

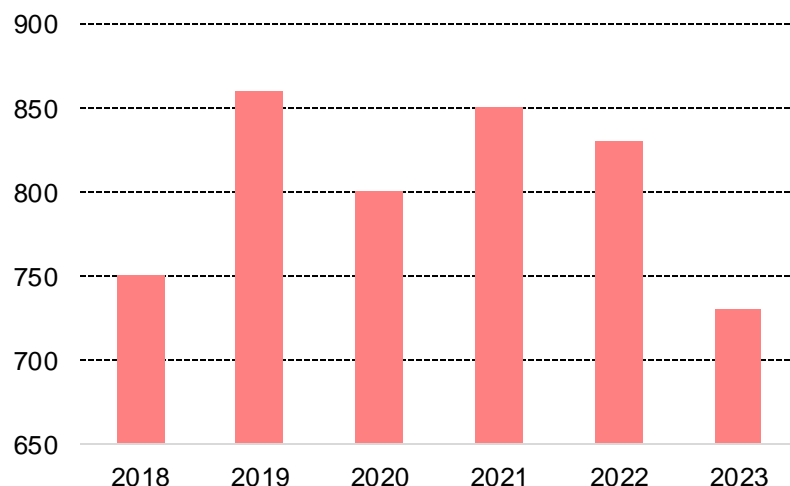
## 临床CRO&SMO：提供全方位临床研究服务，SMO业务持续增长

- **提供全方位临床服务，助力全球药物临床试验。** 临床CRO服务方面，康德弘翼为药品、医疗器械和IVD等提供从BE/I期至IV期的全方位临床开发服务。康德弘翼在全球13座城市设有办公室，拥有730多名员工，业务覆盖中国30多个主要城市。利用一体化服务平台，康德弘翼共执行了超过1100项全球临床试验项目，覆盖从生物等效性试验（BE）到临床试验的各个阶段。2024年，临床CRO业务助力客户获得29项临床申请批件和1项上市申请。近年来，受国内研发需求降低，以及临床CRO行业价格竞争激烈影响，公司临床CRO业务处于调整阶段。预计随着国内临床CRO行业产能出清，研发需求恢复，临床CRO业务有望重回增长轨道。

图：临床CRO业务历年收入及增速



图：临床CRO业务历年来员工数量



6

WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台, 赋能早期研发

# WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台, 赋能早期研发

## WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台, 赋能早期研发

- **世界领先的药物发现生物赋能平台, 能够提供全面且端到端的研发生物学服务。**公司的生物学业务以全方位的生物学服务和解决方案, 针对不同靶标、不同分子类型, 支持从靶点发现到候选药物筛选和优化, 再到临床阶段各类生物学研究和测试项目。公司的生物学业务涵盖DNA编码化合物库、免疫肿瘤学、体内肿瘤模型、CRISPR、分子及细胞水平的药效检测、高通量筛选 (HTS)、早期安全性评估、各类动物药效模型、结构生物学、免疫学以及临床生物标志物检测服务等, 覆盖肿瘤、自身免疫疾病和罕见病等主要疾病领域。

图: 生物学业务覆盖临床前药物研发全过程

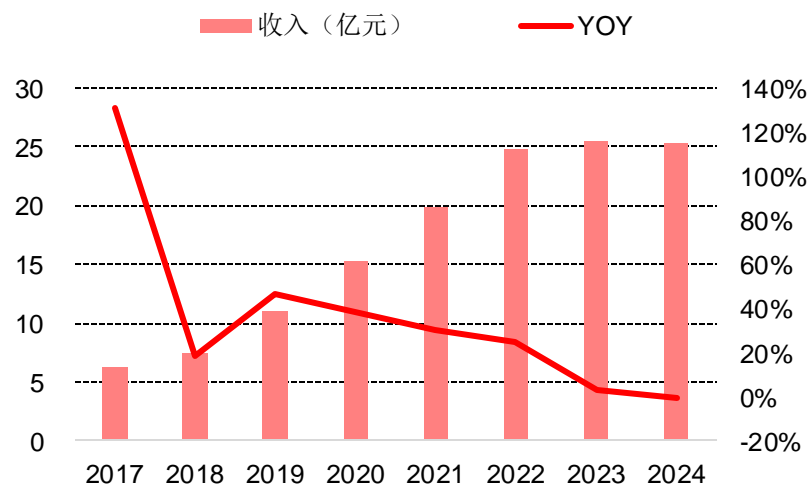


# WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台，赋能早期研发

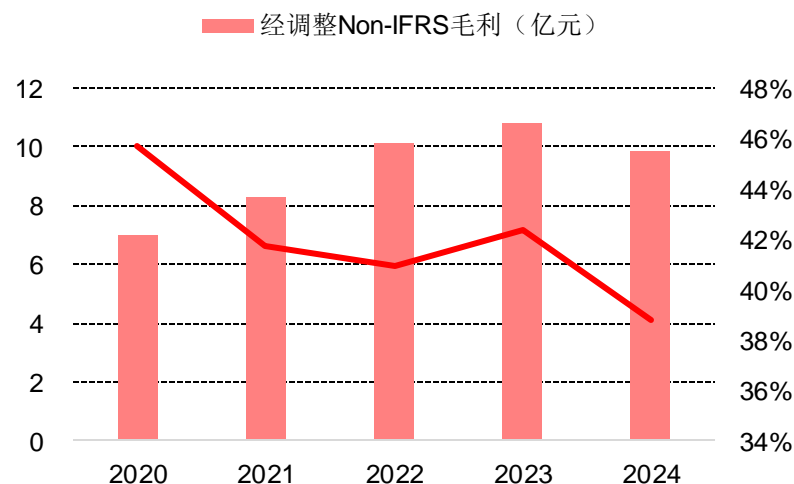
## WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台，赋能早期研发

- **2017~2023年加速发展，2024年以来受需求放缓和价格压力影响。** 过去几年公司生物学业务呈现快速发展状态，2017~2023年CAGR为26.1%。2024年生物学业务实现收入25.4亿元，同比下降0.3%，主要由于药物前端研发需求阶段性遇冷，导致业务增长较为缓慢；全年经调整non-IFRS毛利率38.8%，同比下降3.6pts，除了受需求放缓影响外，主要由于订单市场价格调整所致。25Q1生物学业务收入6.1亿元，同比增长8.2%，保持稳健增长；经调整non-IFRS毛利率36.3% (-2.2pct)，仍受市场价格因素影响。

图：生物学业务历年收入及增速



图：生物学业务经调整Non-IFRS毛利及毛利率

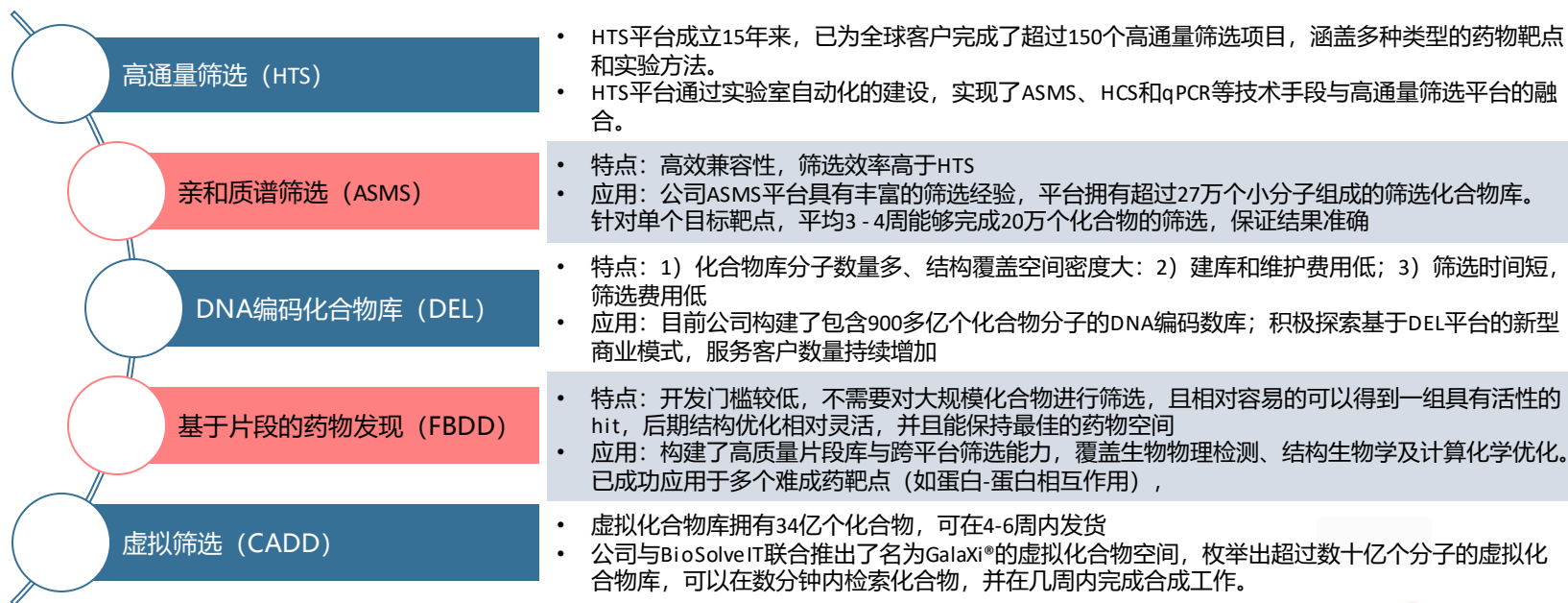


# WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台，赋能早期研发

## 公司布局各类新方法与新机制助力发现新药物，提升筛选效率

- **公司布局各类新方法与新机制助力发现新药物，提升筛选效率。**随着易于成药靶点逐步被开发，新的小分子药物开发难度不断提升。但新药筛选技术，包括高通量筛选（HTS）、亲和质谱筛选（ASMS）、DNA编码化合物库（DEL）、基于片段的药物发现（FBDD）、虚拟筛选（CADD）等前沿药物发现平台也在不断发展。公司生物学业务布局了一系列不同的苗头化合物发现技术，这些技术可以根据靶点单独或并行应用，以找到最有可能被优化成药物的可处理苗头化合物。新技术的应用大幅提升了小分子药物发现的筛选效率。2024年，公司持续打造全面的综合筛选平台，相关收入同比增长18.7%。

图：公司布局了多种新药发现和筛选技术



# WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台, 赋能早期研发

## 生物学业务吸引更多全球客户, 成为下游业务重要“流量入口”

- 吸引了更多的全球客户, 成为下游业务重要“流量入口”。2022年生物学业务活跃客户数量超过1700家, 2017-2022年CAGR为34%。客户分布情况上, 2022年生物学业务北美客户占比59.4%, 中国客户占比26.7%, 中美两国大量的医药企业选择使用公司的生物学业务平台。作为公司下游业务的重要“流量入口”, 2024年生物学业务为公司持续带来20%的新客户。

图: 2022年生物学业务服务的客户地理分布

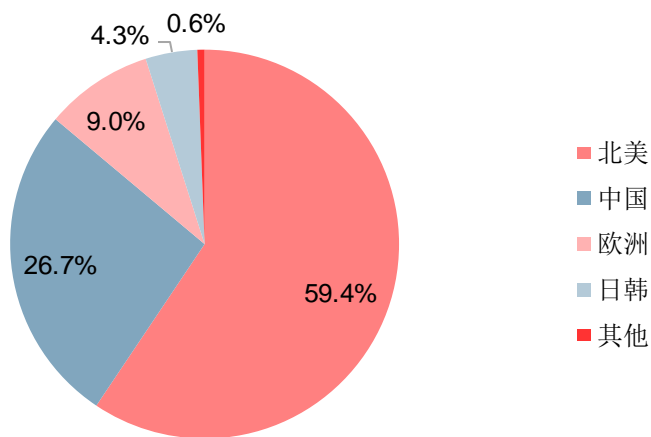
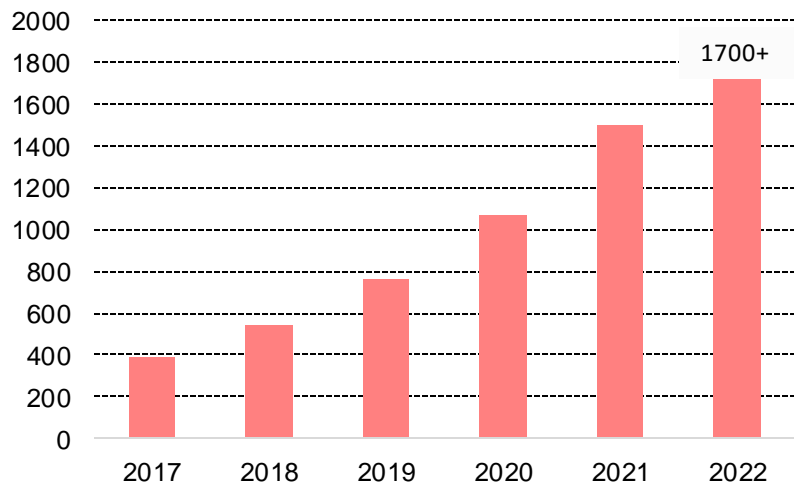


图: 生物学业务近年来活跃客户数量



# WuXi Biology: 领先的药物发现生物学平台，赋能早期研发

## 覆盖多个疾病领域，着重建设新分子类型服务能力

- **公司生物学平台覆盖多个疾病领域，成为重要“流量入口”。**公司生物学业务拥有约3000位经验丰富的科学家，分布于中、美、德三地9个园区中，能力覆盖新药发现的各个阶段及主要疾病领域。非肿瘤业务2024年收入同比增长 29.9%，其中代谢类、神经生物学等领域引领增长。生物学业务作为公司下游业务的重要“流量入口”，2024年为公司持续贡献超过20%的新客户。
- **公司着力建设新分子种类相关的生物学能力。**2024年新分子种类相关业务收入占比超板块收入的28%。核酸类新分子平台服务客户数及项目数持续增加，已累计为超过290家客户提供服务，自2021年以来已成功交付超过1400个项目。

图：生物学平台覆盖多个疾病领域

肿瘤 & 免疫	抗病毒	罕见病	神经科学和老年病
<ul style="list-style-type: none"><li>• 2000多个肿瘤模型</li><li>• 1200多条肿瘤细胞管线</li><li>• 130余个肿瘤免疫模型</li><li>• 150多个自身免疫和罕见遗传病 (RGD) 模型</li><li>• 500多个客户</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 世界一流的抗病毒平台</li><li>• 针对20余种病毒，包括HBV、HCV、COVID-19等</li><li>• 服务超过200个客户</li><li>• 每年500多个项目</li><li>• 7种上市药物</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 基于CRISPR的基因工程动物模型创建和表征</li><li>• 100多个定制的罕见病 模型</li><li>• 从动物模型创建到功能测试的“端到端”服务</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 200多个体外靶点</li><li>• 90多种动物模型</li><li>• 服务350多个客户</li><li>• 过去3.5年参与140余项IND申报</li></ul>

7

## 盈利预测与投资评级

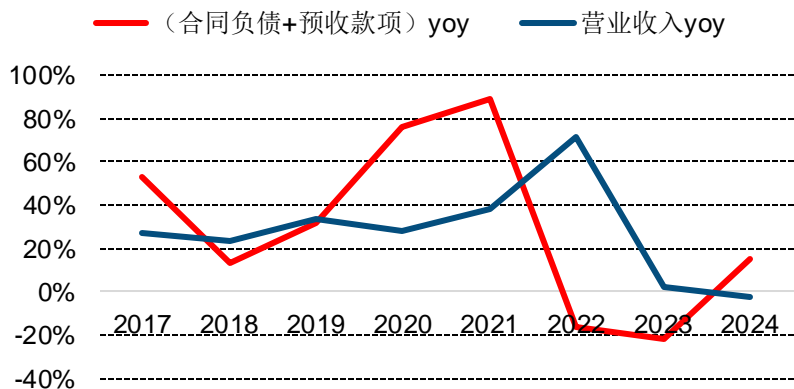
## 核心跟踪指标：行业景气度指标、订单相关指标与企业经营指标

- **宏观层面：行业景气度指标与地缘政治相关因素。**行业景气度变化将改变CXO企业面临的供需关系，从而对公司订单和业绩表现产生影响。行业景气度的提升主要来源于需求端增长，包括**大药企研发支出情况、医药领域投融资变化、行业外包率提升**等，上述指标对于公司未来成长性具有一定前瞻意义。此外，虽然国内CXO企业较欧美及印度企业有显著优势，但**地缘政治因素的短期变化**可能会引起客户或投资者的担忧，建议对此类指标予以适当关注。
- **微观层面：**
  - **订单相关指标：订单金额、订单价格。**在手订单与新签订单信息是观察CXO企业未来业绩增速较好的前瞻指标。其中订单金额对未来公司收入具有一定指引意义，订单价格一定程度反映行业景气度变化，如需求疲软时，国内安评及临床CRO订单价格出现下降，业绩反映往往更为滞后。
  - **企业经营指标：包括预收账款、合同负债、员工数量、资本开支、固定资产及在建工程等。**
    - 1) 预收账款及合同负债：**由于订单金额指标信息披露有限，预收款项和合同负债的变化对于在手订单的变化趋势具有一定参考价值。观察企业收入与预收款项和合同负债增速变化，发现后者较收入增速具有一定前瞻性（但不可将预收款项和合同负债等同于在手订单，因不同类型订单预收账款比例和收入确认进度不同）。
    - 2) 员工数量：**对于临床前CRO或临床CRO业务，员工数量增长一定程度代表企业对未来订单预期更加乐观。
    - 3) 资本开支、固定资产及在建工程：**对于CDMO业务，由于其属于重资产行业，发展更依赖固定资产（如厂房、设备等）的扩张，因此资本开支可看作CDMO业务未来发展趋势的前瞻指标，资本开支增长意味着CDMO业务未来面临的需求更加乐观。固定资产和在建工程规模与CDMO业务的成长性具有更强的相关性。

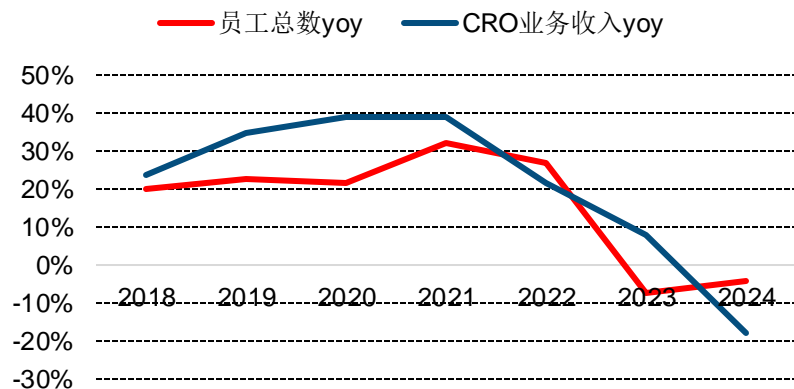
# 盈利预测与投资评级

## 核心跟踪指标：行业景气度指标、订单相关指标与企业经营指标

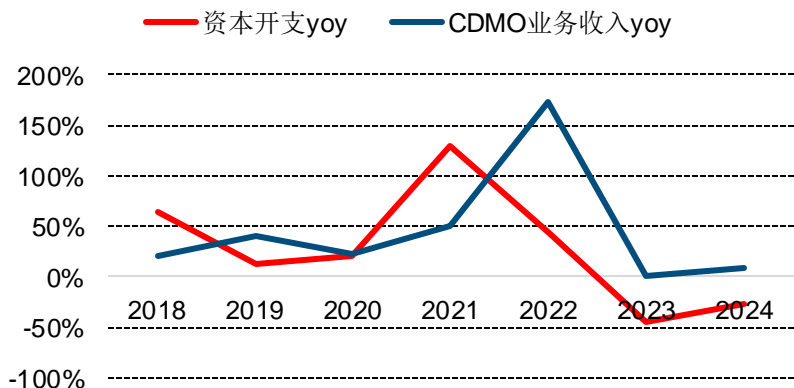
图：公司预收款项/合同负债与营业收入增速对比



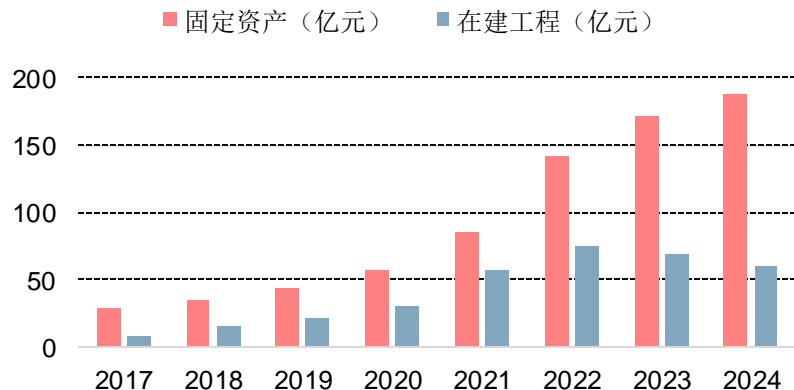
图：公司员工增速与CRO业务收入增速对比



图：公司资本开支增速与CDMO业务营业收入增速对比



图：公司近年来固定资产及在建工程情况



数据来源：公司公告，中信建投。注：“CRO业务”包括化学业务的“R”部分、测试业务和生物学业务；“CDMO业务”包括小分子D&M和TIDES业务

# 盈利预测与投资评级

## 关键假设

### 我们假设：

- 化学板块仍是公司核心业务，其中小分子CDMO业务（D&M）业绩预计增长稳健，2025-2027年收入增速为10%、9%和8%；TIDES业务预计保持高速增长，2025-2027年收入增速为65%、45%和35%。随着D&M业务和TIDES业务占比提升，化学业务毛利率预计逐年提升，2025-2027年分别为47.0%、47.5%、48.0%。
- 测试业务预计2025年仍受低价订单影响，收入同比略有下降；假设2025年价格稳定，2026年随着需求端改善价格回暖，预计2026年收入端同比降幅缩窄，2027年恢复同比增长。2025年毛利率预计处于低位，2026-2027年逐年提升。
- 生物学业务预计随着研发需求逐步改善，增速有望稳中有升，2025-2027年收入增速为1.7%、2.6%和3.4%；毛利率保持稳定，2025-2027年生物业务的毛利率为37.5%、37.8%、38.0%。
- 终止经营业务25Q1收入2.65亿，假设2025年收入为5.3亿，2026-2027年无相关收入。
- 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

# 盈利预测与投资评级

## 关键假设

表：药明康德2024-2027年各板块收入增长及毛利率情况

		2024	2025E	2026E	2027E
化学业务	营业收入 (百万元)	29052	34340	40263	46833
	yoy		18%	17%	16%
	毛利率	46.4%	47.0%	47.5%	48.0%
测试业务	营业收入 (百万元)	5671	5406	5397	5576
	yoy		-5%	0%	3%
	毛利率	32.7%	31.0%	32.0%	33.0%
生物学业务	营业收入 (百万元)	2544	2587	2654	2745
	yoy		2%	3%	3%
	毛利率	37.7%	37.5%	37.8%	38.0%
其他业务	营业收入 (百万元)	651	562	523	525
	yoy		-14%	-7%	0%
	毛利率	30.3%	52.0%	52.0%	52.0%
终止经营业务业务	营业收入 (百万元)	1324	530		
	毛利率	-16.1%	-16.0%		
持续经营业务收入合计 (百万元)		37918	42896	48837	55679
yoy			13.1%	13.8%	14.0%
收入合计 (百万元)		39241	43426	48837	55679
yoy			10.7%	12.5%	14.0%

# 盈利预测与投资评级

## 盈利预测与投资评级

- 作为国内CXO龙头企业，公司凭借独特的一体化CRDMO业务模式，持续为全球客户提供高效、优质的医药研发服务，在手订单快速增长，客户对公司服务的粘性持续增强。公司及时捕捉新分子机遇，新分子业务实现快速增长。公司坚持全球化能力和规模建设，持续提升国际竞争力。随着海外研发需求持续复苏和国内创新药行业蓬勃发展，公司TIDES业务有望继续保持较快增长，CDMO业务稳步提升，前端业务有望企稳乃至回暖，同时经营效率和盈利能力有望进一步提升。
- 我们预计公司2025~2027年实现营业收入分别为434.26亿元、488.37亿元和556.79亿元，表观分别同比增长10.7%、12.5%和14.0%；剔除终止经营业务后2025~2027年收入同比增速分别为13.1%、13.8%和14.0%。经调整non-IFRS归母净利润为121.32亿元、140.31亿元和161.34亿元，分别同比增长14.6%、15.7%和15.0%。EPS分别为3.93元/股、4.59元/股和5.32元/股，对应PE为20.1X、17.2X和14.8X，给予买入评级。

图：药明康德盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,340.81	39,241.43	43,425.61	48,836.53	55,678.80
YoY(%)	2.51	-2.73	10.66	12.46	14.01
经调整non-IFRS归母净利润(百万元)	9,606.75	9,450.31	11,289.10	13,188.45	15,290.84
YoY(%)	9.00	-1.63	19.46	16.82	15.94
毛利率(%)	41.18	41.48	43.61	45.07	45.85
经调整non-IFRS归母净利率(%)	23.81	24.08	26.00	27.01	27.46
ROE(%)	17.43	16.12	16.85	17.18	17.36
EPS(摊薄/元)	3.34	3.29	3.93	4.59	5.32
P/E(倍)	23.56	23.95	20.05	17.16	14.80
P/B(倍)	4.11	3.86	3.38	2.95	2.57

8

风险提示

# 风险提示

## 风险提示

- **新药研发数量不及预期：**客户新药研发的不断需求是推动公司业绩持续增长的重要动力，新药研发数量不及预期将对公司业绩产生不利影响；
- **公司在手订单增长低于预期：**在手订单对公司未来的收入增长预期具有重要提示意义，在手订单增长低于预期可能导致公司预期业绩下滑，进而影响企业估值；
- **行业竞争激烈：**目前行业内有多家CXO企业在临床前和临床业务方面与公司构成竞争关系，竞争程度激烈将加大企业降本增效的压力，对公司业绩增速产生不利影响；
- **产能扩张与需求错配：**产能快速扩大影响可能导致新产能无法快速产生业绩增量，影响产能利用率及成本摊销。
- **全球化经营及国际政策变动风险。**如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

## 分析师介绍

**贺菊颖**：中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

**刘若飞**：医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO细分领域。2023年（第21届）、2022年（第20届）、2021年（第19届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

**赖俊勇**：北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

**汤然**：医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖CXO、疫苗、血制品细分领域。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
电话：(8610) 56130588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处  
广电金融中心35楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk

