

## 维亚生物 (01873.HK)

## AI 赋能全链条医药研发，CDMO 与孵化生态协同打开成长空间

**CRO 业务拐点已现，AI 赋能加速新药研发：**公司在 CRO 板块持续聚焦 FIC 的 Discover 业务，形成从靶点到候选化合物的全链条服务。2024 年下半年 CRO 收入已实现同比、环比双增长，显示业务拐点。查尔斯河、Medpace 等海外 CXO 龙头也上调了 2025 年全年指引，生物医药投融资环境处于温和复苏的过程之中，国内企业前端业务有望逐步回暖。在 AI 驱动药物发现方面，公司已建立跨学科的复合型团队，具备自主算法研发和药物设计方法开发能力，累计参与项目 157 个，部分 AI 赋能项目实现超过千万美元收入，并已形成在特定细分领域的整套解决方案。

**CDMO 商业化新项目进入收获期，未来增长可期：**公司通过收购朗华制药和 Synthesis HK 进入 CDMO 领域，依托朗华在研发、生产、贸易一体化及全生命周期覆盖的综合性平台优势，目前已成为全球喹诺酮类、螺内酯等原料药的重要生产商。2024 年朗华实现整体收入 1175.7 百万元，其中 CDMO 业务收入 684.9 百万元，毛利率保持稳定在 38.6%。值得关注的是，截至 2024 年底，公司已有两个关键 CDMO 商业化项目进入 PPQ 阶段，预计将分别于 2026 年与 2027 年实现商业化上市，为未来 CDMO 板块注入新的增长动能。

**集团架构完善，投资孵化成效逐步兑现：**25H1 公司通过实现对多家孵化公司的退出，累计获得近 76.5 百万元回款，按公允价值变动带来的投资收益约 52.6 百万元。截至 25H1，公司累计孵化管线 228 条，其中 186 条处于临床前阶段，42 条已进入临床阶段。8 家孵化公司完成或接近完成新一轮融资，融资总额 293.6 百万美元。在今年创新药牛市背景下，有望实现更加丰厚的投资收益，未来随着一批潜在退出项目逐步进入兑现期，公司投资孵化板块有望迎来收获高峰。

**盈利预测与估值：**作为一站式 CRO+CDMO 平台，公司受益于全球医药研发外包需求的持续增长。CRO 业务作为公司核心竞争力，随着全球生物医药投融资回暖，2024 年下半年已出现同比、环比双增长趋势，CRO 在手订单金额已实现同比正增且每月新签订单金额仍维持在较高水平，预计未来将延续复苏态势。CDMO 板块依托朗华的综合性制药平台能力，持续扩产并推动商业化进程，目前已有两个重要项目进入 PPQ 阶段，即将实现商业化上市，为板块带来新的增长动力。整体来看，公司通过 CRO 与 CDMO 的协同发展、AI 驱动研发提效及投资孵化生态构建，有望持续受益于全球创新药产业景气度提升，推动业绩稳健增长与长期价值释放。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.21 亿元、2.64 亿元、3.44 亿元，增速为 32%、20%、30%，PE 为 24X、20X、15X。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**需求下降风险、市场环境波动风险、行业竞争加剧风险、政策监管风险等。

财务指标 单位/百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2156	1987	1827	2166	2691
(+/-)(%)	-9%	-8%	-8%	19%	24%
归母净利润	-116	167	221	264	344
(+/-)(%)	78%	244%	32%	20%	30%
EPS	-0.06	0.08	0.10	0.12	0.16
P/E	-16.16	9.93	23.71	19.78	15.22

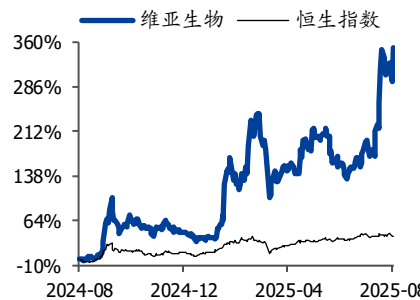
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

## 买入（首次）

## 股票信息

行业	医疗服务
08月29日收盘价(港元)	2.66
总市值(百万港元)	5,661.64
总股本(百万股)	2,128.43
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	16.31

## 股价走势



## 作者

分析师	张金洋
执业证书编号:	S0680519010001
邮箱:	zhangjinyang@gszq.com
分析师	胡佑碧
执业证书编号:	S0680519010003
邮箱:	huruobi@gszq.com
分析师	徐雨涵
执业证书编号:	S0680524040006
邮箱:	xuyuhan@gszq.com

## 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2,031	1,877	2,071	2,515	3,149
现金	1,036	942	1,242	1,541	1,946
应收账款及票据	407	420	386	457	567
存货	260	273	239	278	338
其他	327	242	203	238	299
<b>非流动资产</b>	5,419	5,174	5,267	5,274	5,237
固定资产	1,351	1,304	1,415	1,449	1,432
无形资产	2,607	2,549	2,496	2,452	2,417
其他	1,461	1,321	1,355	1,373	1,388
<b>资产总计</b>	7,450	7,051	7,337	7,789	8,386
<b>流动负债</b>	1,534	1,127	1,045	1,127	1,251
短期借款	950	549	549	549	549
应付账款及票据	246	309	261	305	365
其他	339	268	234	273	336
<b>非流动负债</b>	2,228	2,108	2,183	2,207	2,241
长期债务	922	706	727	751	785
其他	1,306	1,402	1,456	1,456	1,456
<b>负债合计</b>	3,762	3,234	3,228	3,334	3,492
普通股股本	0	0	10	20	20
储备	3,873	3,998	4,218	4,481	4,824
<b>归属母公司股东权益</b>	3,688	3,802	4,032	4,305	4,648
少数股东权益	0	14	77	149	246
<b>股东权益合计</b>	3,688	3,816	4,110	4,455	4,894
负债和股东权益	7,450	7,051	7,337	7,789	8,386

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	383	374	411	391	443
净利润	-116	167	221	264	344
少数股东权益	16	55	64	72	97
折旧摊销	211	214	192	219	220
营运资金变动及其他	272	-62	-65	-164	-217
<b>投资活动现金流</b>	439	186	-141	-126	-70
资本支出	-188	-192	-250	-209	-167
其他投资	627	378	109	83	97
<b>筹资活动现金流</b>	-430	-658	32	34	34
借款增加	-830	-621	22	24	34
普通股增加	-10	-23	10	10	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	411	-14	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	358	-95	301	298	406

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2,156	1,987	1,827	2,166	2,691
其他收入	4	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	1,417	1,299	1,148	1,354	1,665
销售费用	133	112	102	120	143
管理费用	277	252	232	274	327
研发费用	128	88	79	95	116
财务费用	149	54	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	-56	296	351	418	547
所得税	44	74	67	81	107
	-100	222	284	336	440
少数股东损益	16	55	64	72	97
<b>归属母公司净利润</b>	-116	167	221	264	344
EBIT	93	350	351	418	547
EBITDA	304	563	543	637	767
EPS (元)	-0.06	0.08	0.10	0.12	0.16

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-9.42%	-7.84%	-8.04%	18.56%	24.24%
归属母公司净利润	78.03%	244.08%	31.81%	19.83%	30.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.26%	34.60%	37.16%	37.49%	38.13%
销售净利率	-5.39%	8.42%	12.07%	12.20%	12.77%
ROE	-3.15%	4.40%	5.47%	6.14%	7.39%
ROIC	2.99%	5.17%	5.28%	5.84%	7.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.50%	45.87%	43.99%	42.81%	41.64%
净负债比率	22.65%	8.22%	0.84%	-5.39%	-12.51%
流动比率	1.32	1.67	1.98	2.23	2.52
速动比率	1.04	1.28	1.63	1.85	2.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.28	0.27	0.25	0.29	0.33
应收账款周转率	5.05	4.80	4.53	5.14	5.26
应付账款周转率	4.96	4.68	4.02	4.78	4.97
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.06	0.08	0.10	0.12	0.16
每股经营现金流	0.18	0.17	0.19	0.18	0.21
每股净资产	1.71	1.76	1.89	2.02	2.18
<b>估值比率</b>					
P/E	-16.16	9.93	23.71	19.78	15.22
P/B	0.57	0.45	1.30	1.21	1.12
EV/EBITDA	9.63	3.60	9.69	7.84	6.02

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

## 内容目录

1. 平台加速新药落地，投资孵化+全链条服务双引擎发力 .....	4
1.1 从早期发现到商业化，提供覆盖药物全生命周期的解决方案 .....	4
1.2 专业多元的管理团队，为公司持续增长注入强劲动力 .....	5
1.3 业绩有望持续回暖，毛利率进入稳定状态 .....	7
2. AI 技术重塑医药研发范式，CRO+CDMO 流程贯通 .....	9
2.1 CRO 业务起家，AI 赋能板块未来提速 .....	9
2.2 CDMO 产能持续扩张，核心单品进入 PPQ 阶段 .....	13
3. 投资孵化赋能医药创新，从服务者成长为生态构建者 .....	16
4. 盈利预测与估值 .....	20
4.1 盈利预测与关键假设 .....	20
4.2 可比公司估值 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

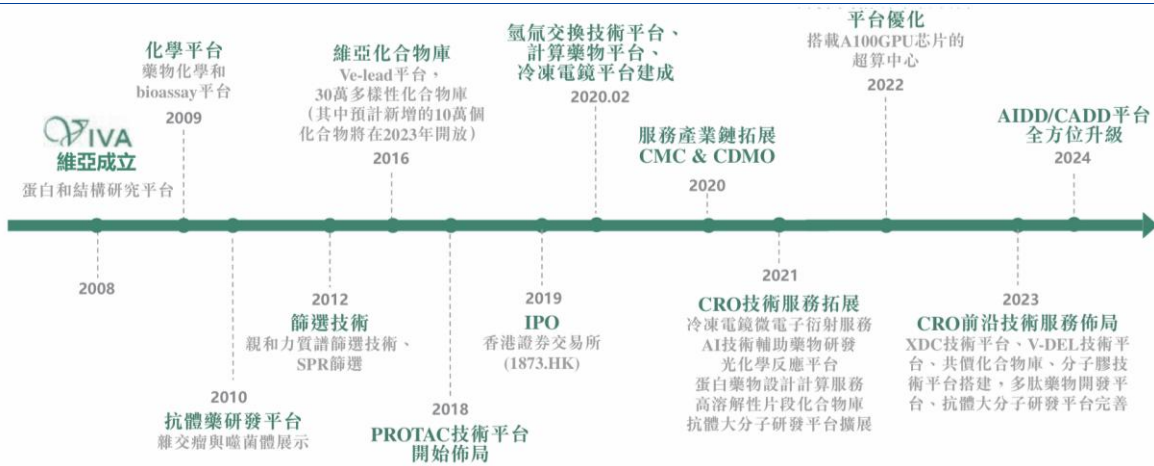
图表 1: 公司发展历程 .....	4
图表 2: 公司股权结构 (截止 2025 年 8 月 17 日) .....	5
图表 3: 公司管理层简介 .....	6
图表 4: 2020 至 2025H1 公司营收情况 .....	7
图表 5: 2020 至 2025H1 公司归母净利润情况 .....	7
图表 6: 2020 至 2025H1 公司毛利率、净利率 (%) .....	7
图表 7: 2020 至 2024 年公司各项费用率 (%) .....	7
图表 8: 维亚集团架构图 .....	8
图表 9: 一站式原创新药物研发及生产综合服务平台 .....	9
图表 10: 公司 CRO 业务 2025H1 改善显著 .....	10
图表 11: 2024-2025H1 公司 CRO 研发人员数量变化 (人) .....	10
图表 12: 2024-2025H1 公司 CRO 业务客户数量变化 (个) .....	10
图表 13: 2024-2025H1 公司靶标交付数量 (个) .....	11
图表 14: 2024-2025H1 公司蛋白结构交付数量 (个) .....	11
图表 15: 公司 AI 技术赋能新药研发 .....	11
图表 16: 人工智能驱动药物设计—全新的制药逻辑 .....	12
图表 17: AI 驱动药物设计—AIDD 平台三大核心功能模块 .....	12
图表 18: AI 驱动的 DEL 环肽筛选流程 .....	13
图表 19: 朗华制药认证、客户审计相关情况 .....	14
图表 20: 2023-2024 年朗华业务结构 (百万元) .....	14
图表 21: 朗华制药现有设施情况 .....	15
图表 22: 内外部双管齐下为 CMC 导流 .....	15
图表 23: 2024H1-2025H1 的 CMC 板块人员、项目数情况 .....	15
图表 24: 2024-2025H1 公司投资孵化业务回报不断提升 .....	16
图表 25: 公司投资孵化成功退出项目情况 .....	17
图表 26: 2024-2025H1 公司投资孵化管线情况 .....	17
图表 27: VBI 投资孵化重点项目展示 .....	18
图表 28: 公司 2025 年 Q1 投资孵化项目进展 .....	19
图表 29: 公司预期收入拆分 (百万元) .....	20
图表 30: 2025-2027 年公司费用率预测 .....	21
图表 31: 可比公司估值情况 .....	21

## 1. 平台加速新药落地，投资孵化+全链条服务双引擎发力

### 1.1 从早期发现到商业化，提供覆盖药物全生命周期的解决方案

公司成立于 2008 年，向全球创新药研发企业提供从早期基于结构的药物研发到商业化药物生产的一站式综合服务。凭借在基于结构的药物研发（SBDD）技术领域的领先优势，公司向全球合作伙伴提供新药研究阶段的 CRO 服务，搭建了 X 射线蛋白晶体技术、冷冻电镜技术、DNA 编码化合物库技术、亲和质谱筛选技术等多个先进技术平台，并有资深药物化学家与药物发现生物专家领军的团队提供药物设计、药物化学、化合物合成等服务。通过子公司朗华制药，公司提供从临床前开发到商业化生产的一站式 CMC/CDMO 解决方案。

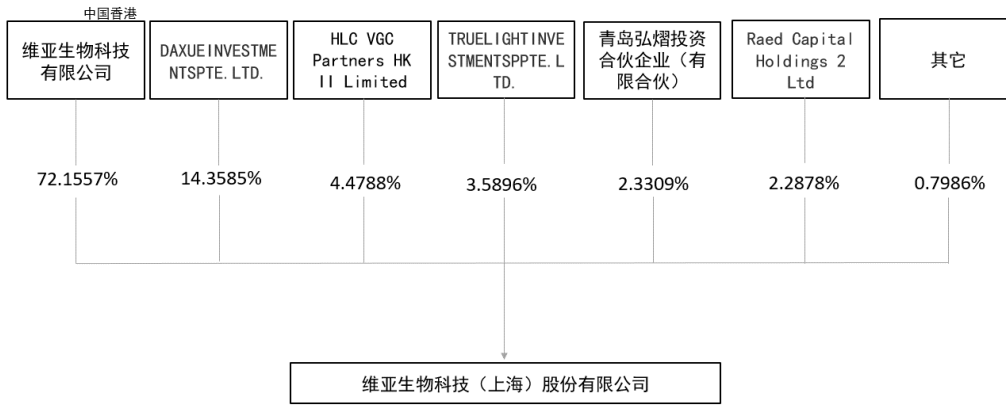
图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司股权结构相对集中。维亚生物科技有限公司（中国香港）直接持有公司 72.16% 股份，为控股股东；其余股东包括 DAXUE INVESTMENT SPTE. LTD.（持股 14.36%）、HLC VGC Partners HK II Limited（4.48%）、TRUE LIGHT INVESTMENTS PTE. LTD.（3.59%）、青岛弘翰投资合伙企业（有限合伙）（2.33%）、Raed Capital Holdings 2 Ltd（2.29%）及其他股东（0.80%）。公司实际控制权集中于维亚生物科技有限公司，股权结构整体较为清晰。

图表2: 公司股权结构 (截止 2025 年 8 月 17 日)



资料来源: 天眼查, 国盛证券研究所

## 1.2 专业多元的管理团队, 为公司持续增长注入强劲动力

公司董事会由 8 位董事组成, 包括三名执行董事, 两名非执行董事, 三名独立非执行董事。公司董事长毛晨先生于 CRO 行业有超过 20 年经验, 曾担任美国国家健康研究院抗艾基金评审小组的基金项目评审委员会委员, 参与项目评审。目前负责本集团的整体战略规划及业务发展。公司管理层大多在生物医药行业深耕多年, 具备多个不同细分领域的公司的工作经历。

图表3: 公司管理层简介

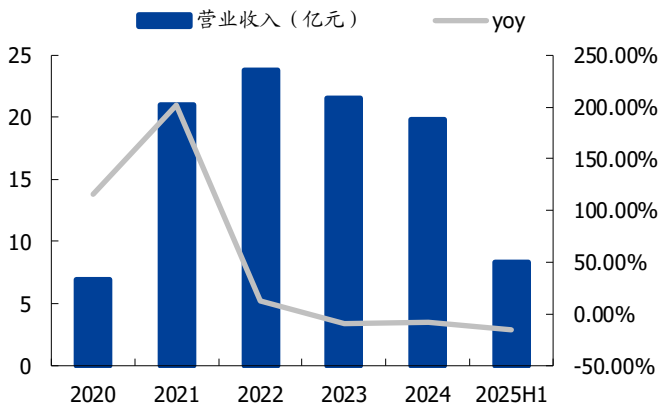
姓名	任职情况	从业经验
毛晨	主席兼首席执行官	主要负责本集团的整体战略规划及业务发展。毛先生于 CRO 行业有超过 20 年经验，曾担任美国国家健康研究院抗艾滋基金评审小组的基金项目评审委员会委员，参与项目评审。
吴鹰	执行董事兼常务副总裁	长期从事生物医药领域管理工作，对行政管理、企业整体运营管理具有扎实的理论基础和丰富的实战经验，具有中西方管理相结合的独特能力，在长期的积累中形成个人管理风格。
任德林	维亚生物上海首席执行官	主要负责 CRO 业务。曾在美国 Warner-Lambert 制药公司、辉瑞全球研究与发展中心先后担任高级研究员和新药研发项目主持人，研究方向涵盖糖尿病、肥胖症和炎症性疾病领域。
王哲人	维亚生物上海首席财务官兼董事会秘书	曾于普华永道及香港艾华迪集团从事企业融资与并购相关咨询工作，在财务管理及资本市场有逾十五年工作经验。
熊伟	首席财务官，朗华制药财务总监	主要负责财务管理。具有上海证券交易所及深圳证券交易所上市公司董事会秘书资格，并自 2023 年 11 月起获得高级经济师资格。
叶志雄	首席科学官	曾在一家美国制药公司默克公司担任研究人员逾 13 年。叶先生在默克公司工作期间，他曾参与并指导针对糖尿病、肥胖和内分泌相关疾病的药物研发项目。
程学恒	首席技术官	曾就职于美国西北国家实验室和雅培医药公司（现艾伯维），开创了富有创新价值的、基于混合物的药物高通量筛选方法——亲和力质谱筛选方法。2009 年回国发展，加入维亚生物并建立了多个新药开发技术平台。
戴晗	首席创新官，维亚生物创新中心负责人	德克萨斯大学达拉斯西南医学中心博士，Frank and Sara McKnight 研究员，海伦·惠特尼基金会研究员，哈佛医学院，葛兰素史克科学带头人、葛兰素史克学会会士，美国强生公司资深总监。
孙毅	集团联席常务副总裁，宁波诺柏总裁	拥有超过 15 年的国际运营和基础设施管理经验，2021 年入职维亚生物科技（上海）有限公司担任执行副总裁，兼任宁波诺柏医药总裁。
蔡建华	维亚生物上海高级副总裁	博士毕业后共同创建了中国第一个结构生物学服务平台。现任维亚生物上海高级副总裁，维亚事业合伙人，VBI 投委会成员，并作为维亚事业合伙人参与 VBI 投资项目的推荐与项目审评。
马建国	高级副总裁	曾任阿斯利康和 SEPRACOR/SUNOVION 的高级技术研发人，曾任职于凯莱英及博腾制药 CTO，开发多种原料药及 API 的商业化生产工艺。
部先永	维亚生物上海首席商务官、常务副总裁，信实医药首席执行官	在制药/生物技术/CRO 领域拥有超过 20 年的经验，曾在化学外包服务公司 SynCores 担任副总裁。在此之前在澳大利亚新药研发公司 Cytopia 任职资深药物研发科学家和项目管理人。
张卫东	高级副总裁，朗华制药常务副总裁兼工厂总经理	拥有近 30 年的医药原料药相关工作经验，10 多年国际 CDMO 合作经验，带领团队多次通过 FDA、EDQM、WHO 审计。
刘容强	维亚生物上海高级副总裁	化学部副总裁及嘉兴维亚的分区主管，主要负责化学部管理工作。在药物化学/CRO 领域拥有丰富的经验，加入维亚前曾工作于 Pharmacopeia，睿智化学，及美国制药公司 Merck 并担任对外药物化学总监，于 2015 年获默沙东总裁奖。

资料来源：公司官网，iFind，国盛证券研究所

### 1.3 业绩有望持续回暖，毛利率进入稳定状态

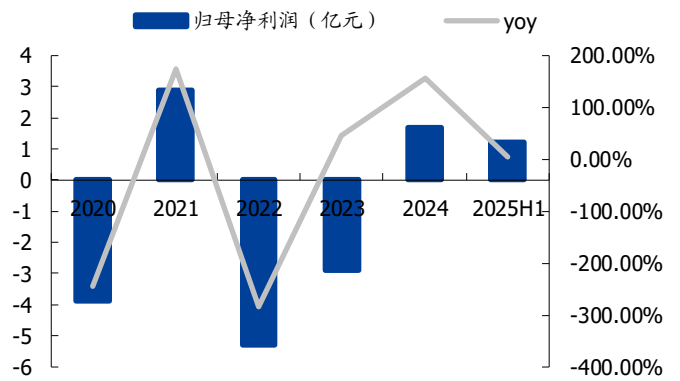
盈利能力显著改善，实现扭亏为盈。2025H1，公司实现收入 831.9 百万元，同比减少 15.27%；归母净利润 121.81 百万元，同比增加 4.28%；毛利润 339.4 百万元，毛利率 40.8%，同比增加 6.3%；净利润 148.6 百万元，同比增加 3.1%。2020-2024 年公司营业收入从 6.97 亿元快速增长到 19.87 亿元，CAGR 为 29.94%。归母净利润从 2020 年的 -3.87 亿元增长到 2024 年的 1.67 亿元。根据 2024 年报告，公司实现净利润 222.0 百万元，相较于 2023 年同期净亏损 99.8 百万元大幅扭亏为盈，主要得益于因可转债的全额偿还而带来相关财务调整项的消除；Non-IFRS 净利润由 2023 年同期 208.8 百万元提升至 314.6 百万元，同比增长近 50.6%。这主要归因于 CRO 业务于 24 年下半年恢复增长、营运效率提升令经营利润率提升以及本集团于 24 年度内收到里程碑付款确认投资收益。

图表4: 2020至2025H1公司营收情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

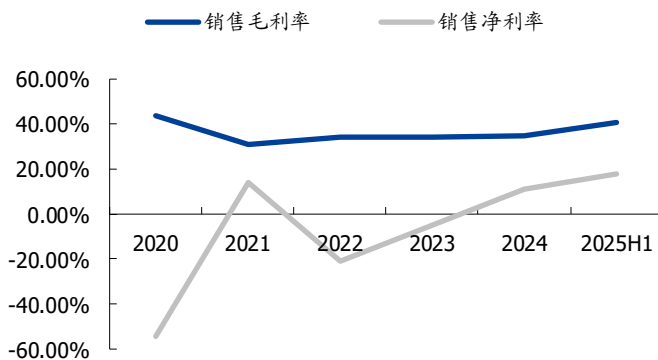
图表5: 2020至2025H1公司归母净利润情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

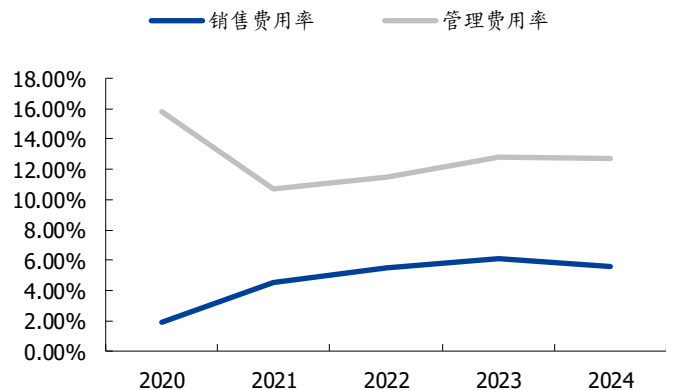
毛利率保持相对平稳。2020-2021 年公司毛利率从 43.74%降低至 30.94%，此后 2021-2024 年基本维持稳定，2025 上半年小幅增长，盈利能力逐步稳固。2020-2021 年管理费用率显著下降，此后管理费用率及财务费用率水平较为稳定，整体费用管控良好。

图表6: 2020至2025H1公司毛利率、净利率 (%)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表7: 2020至2024年公司各项费用率 (%)

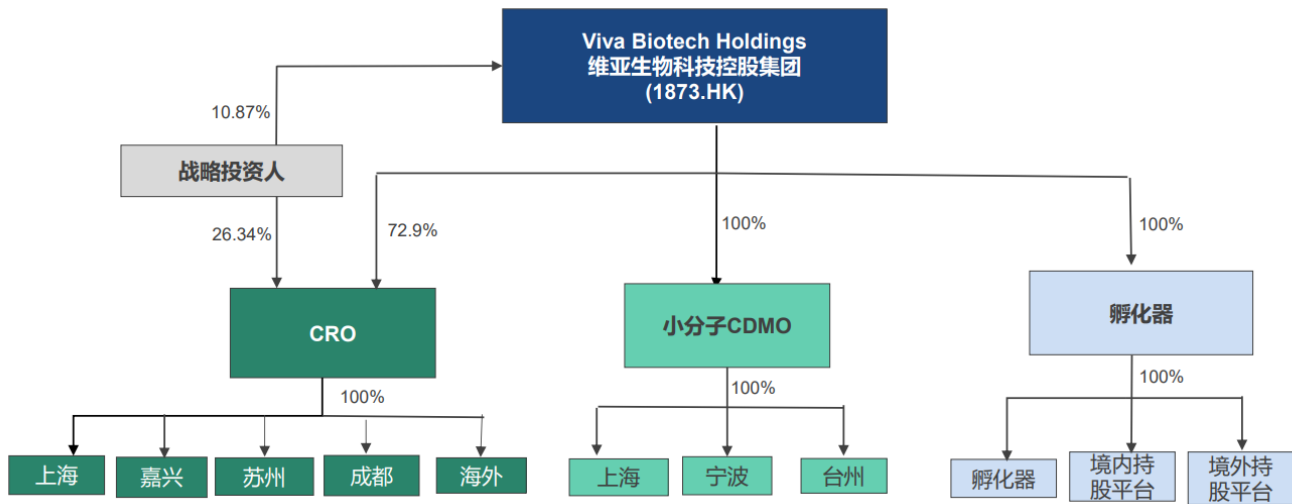


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司的一站式原创新药物研发服务平台从“AI 辅助”向“AI 驱动”发展。在新靶点方面，公司已交付了一系列在 PDB 蛋白结构数据库未有报道的靶标蛋白结构。在新机理方面，公司拥有综合性药物发现技术如 DEL, ASMS, Intact-MS, SPR, NMR, 晶体浸泡, 虚拟筛选, 膜蛋白技术, 噬菌体展示、HTS 等。此外，公司亦能提供药物化学、计算化学及药理学和药物代谢服务。公司 CADD 及 AIDD 平台具备自研算法及平台建设的能力、拥有研发多种药物形态的经验、并且充分发挥了维亚基于结构的药物研发优势，在上海超算集群的算力支持下，能够对早期药物研发的各个环节进行全面赋能。在此基础上，维亚正在从以计算方法为各个药物研发阶段赋能为主的阶段迈向以 AI 驱动药物设计，改变药物设计范式的新阶段。

集团架构完善，为业务持续发展提供坚实保障。2024 年集团的员工总数达到 2063 人，上海周浦集团总部占地约 40000 平方米，上海法拉第路投资孵化中心占地 7576 平方米，实验室占地面积 5552 平方米。成都、苏州、嘉兴等基地的实验室与研发中心的建设面积同样十分可观，支持并保障了业务的持续发展。

图表8: 维亚集团架构图



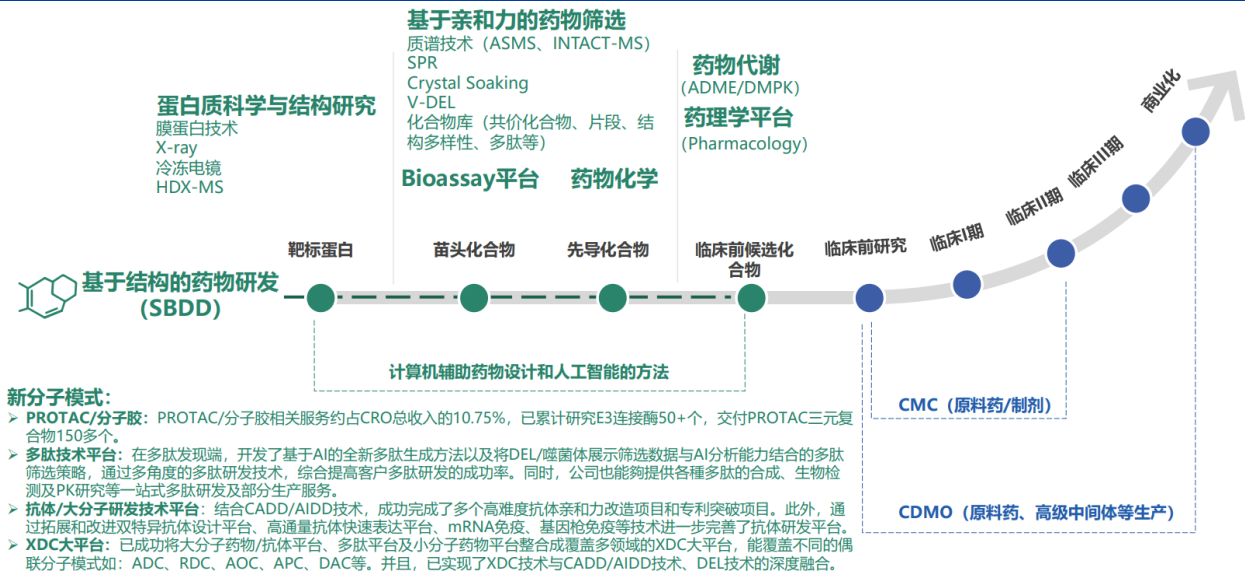
资料来源: 公司 24 年业绩演示材料, 国盛证券研究所

## 2. AI 技术重塑医药研发范式，CRO+CDMO 流程贯通

### 2.1 CRO 业务起家，AI 赋能板块未来提速

在 CRO 板块，公司聚焦 FIC 的 Discover 业务，以 SBDD 为核心，驱动 FBDD、药物筛选、药物设计，提供从 Target 到 PCC 的全部生物、化学服务，并打通产业链流程，持续拓展到 CDMO 业务。

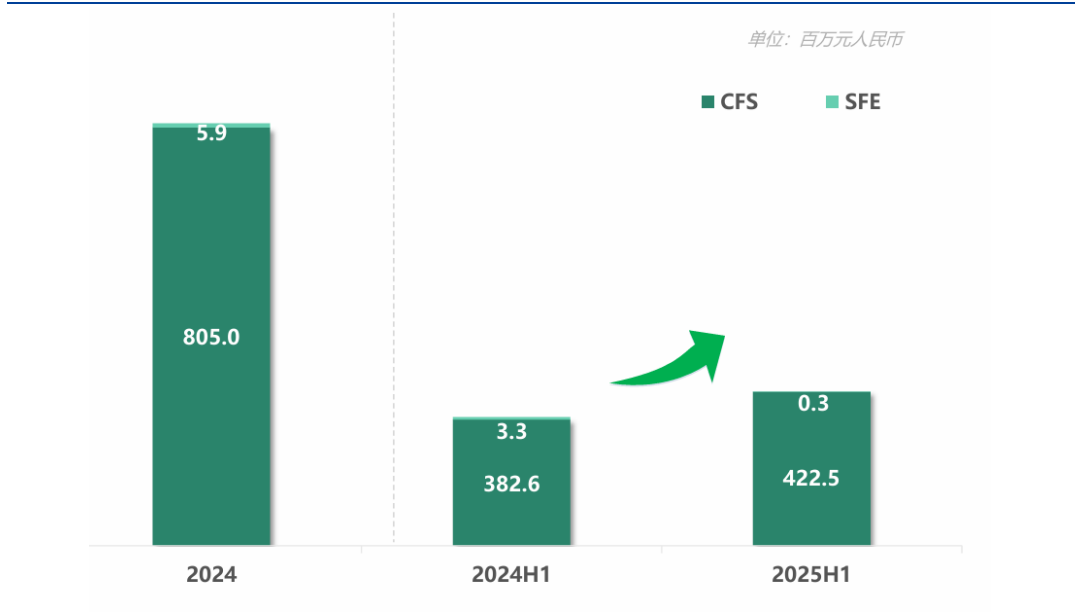
图表9：一站式原创新药物研发及生产综合服务平台



资料来源：公司 25 年中期业绩演示材料，国盛证券研究所

2025 年 H1 公司实现 CRO 收入 422.8 百万元人民币，同比+9.6%；2024H2 的 CRO 收入相较于 23 年同期及 2024H1 均已实现同比、环比正增长，已实现一定程度的复苏，达到拐点。2025 年 H1 CRO 板块经调整毛利 194.6 百万元人民币，同比+16.4%；经调整毛利率 46.0%，同比提升 2.7pct；海外地区客户收入占比 85.0%，同比增幅约 4.9%；中国地区客户收入占比 15.0%，同比增幅约 46.6%；独立靶标数 2025H1+89 个，蛋白结构数 2025H1+8023 例。新分子模式（多肽、抗体、XDC、PROTAC/分子胶等）累计占 CRO 收入的 15.0%左右，同比增长约 19.0%。

图表10: 公司 CRO 业务 2025H1 改善显著



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

由于外界投融资环境变化, CRO 企业面临了愈发激烈的竞争环境, 需要更好地提高效率、拓展客户。公司 2025 年 CRO 研发人员保持平稳, 运营效率不断提升, CRO 业务客户数同比+13.9%。从 CRO 实验室面积看, 上海约 35000 平方米, 成都约 10800 平方米, 苏州约 5305 平方米, 嘉兴约 5335 平方米。

图表11: 2024-2025H1 公司 CRO 研发人员数量变化 (人)

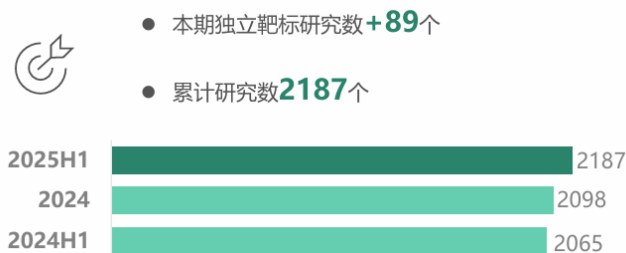
图表12: 2024-2025H1 公司 CRO 业务客户数量变化 (个)



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表13: 2024-2025H1 公司靶标交付数量 (个)



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表14: 2024-2025H1 公司蛋白结构交付数量 (个)



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

AI 技术驱动研发降本提效, 全链条平台助力全球药企加速新药落地。公司已建立了复合型人才团队, 计算化学及人工智能算法科学家专业背景涵盖物理、化学、生物、药学、制药工程等领域, 团队成员均持有硕士以上学位, 毕业于国内 985、211 等重点高校, 并包括多位海外归国学者。团队具有自研算法、方法开发能力, 并在各主流期刊发表同行评审文章, 从应用端切入解决实际药物设计问题。打造纵向一体化平台, 自有的算法用于推进项目, 并逐步对外开放。团队具备开发各类药物形态的能力, 覆盖各种类型靶点, 已完成包括小分子、多肽、抗体等多种药物类型的商业开发案例。截止 2024 年年末, AIDD 已累计参与项目数达 157 个, CADD/AIDD 的累计客户数为 51 家, AI 参与赋能的项目实现收入逾千万美元, 并已在某些细分领域达成整套 AI 发现解决方案的知名合作。

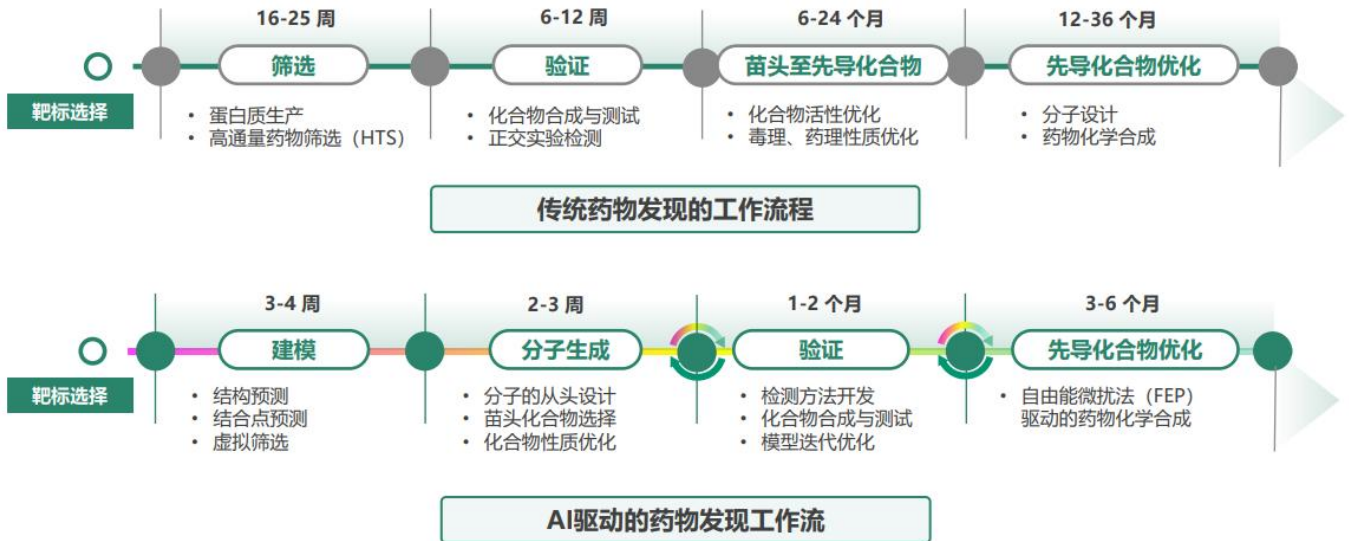
图表15: 公司 AI 技术赋能新药研发



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

对比传统药物发现流程与 AI 驱动流程, 传统流程从靶标选择后, 经筛选、验证、苗头至先导化合物、先导优化, 总时长以年计量; AI 驱动流程则以建模、分子生成、验证、先导优化重塑环节, 借 AI 技术压缩显著周期、优化流程, 展现全新制药逻辑。

图表16: 人工智能驱动药物设计—全新的制药逻辑



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

在 AI 技术驱动的药物设计基础上, 公司在环肽合成与优化方面也形成了独特优势。环肽因其更高的稳定性、亲和力和透膜性, 正在成为多肽药物研发的重要方向。截至目前, 维亚生物已成功合成超过 3,000 条多肽, 其中逾 80% 为环肽。公司掌握了多种成环化学策略, 包括二硫键形成、酰胺键连接、Click 化学以及烯烃复分解等手段。在计算与实验联动下, 团队通过构象采样、分子动力学和应变能评估, 能够为不同氨基酸突变匹配最优成环方式, 有效解决消旋和结构不稳定等技术难题, 推动环肽从设计走向药效验证。

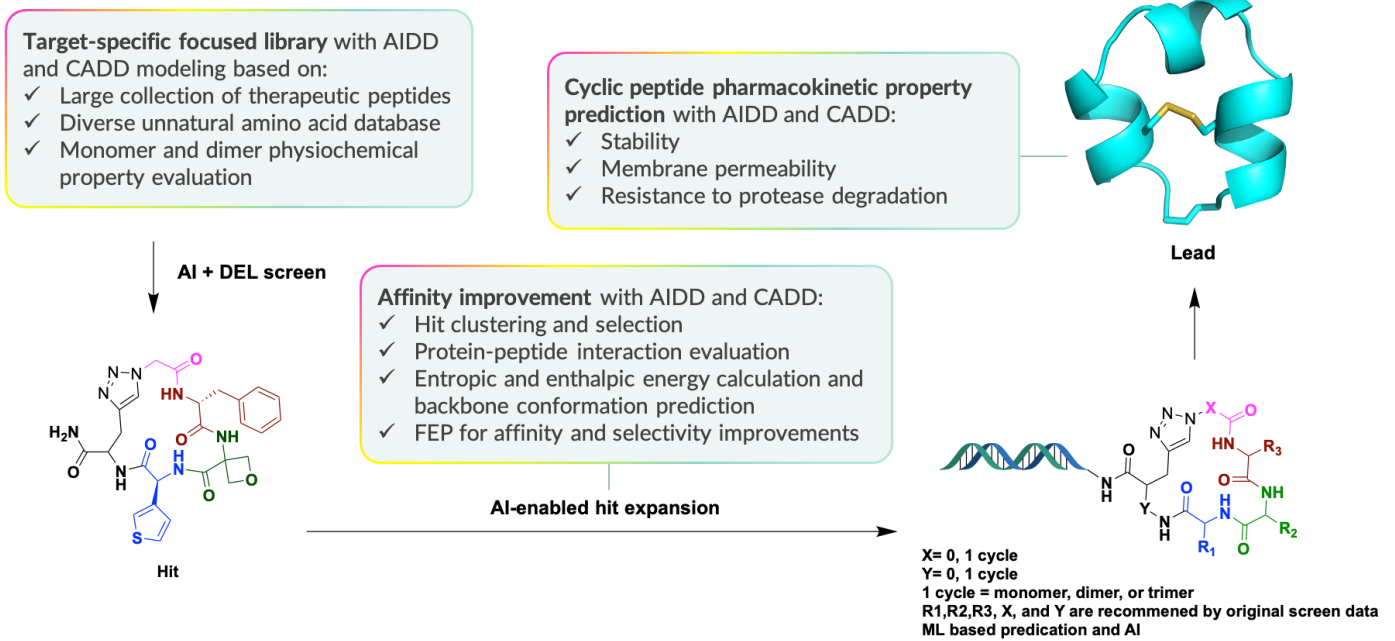
图表17: AI 驱动药物设计—AIDD 平台三大核心功能模块



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

在结构驱动的药化设计中, 公司深度参与了口服 PCSK9 多肽药物 MK-0616 的研发。该分子最初由 mRNA 展示筛选得到单环肽, 随后优化为三环肽, 亲和力显著提升, 其全合成成果于 2025 年发表于《JACS》, 充分展现了结构生物学与药物化学的结合。依托长期积累, 公司已交付超过 82,000 个蛋白结构, 覆盖逾 2,000 个靶点, 并建立了多代 DNA 编码环肽库 (DEL), 规模达数百亿至数千亿化合物, 结合高精度计算提升筛选效率和改造能力。同时, 公司探索多种路径推动多肽创新, 包括 PPI 抑制剂设计、抗体片段改造以及 AI 驱动的从头生成, 不断拓展多肽药物研发的边界。

图表18: AI驱动的DEL环肽筛选流程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 2.2 CDMO 产能持续扩张, 核心单品进入 PPQ 阶段

公司通过收购朗华制药和 Synthesis HK 进军 CDMO 领域, 为创新药合作伙伴提供药物研发生产的全流程小分子 CDMO、API、中间体及制剂业务, 持续致力于加强药物开发不同生命阶段 CRO 业务与 CDMO 业务的协同效应。

朗华制药是集研发、生产、贸易一体化运作的综合性制药企业, 是公司的子公司, 朗华致力于为全球合作伙伴提供小分子药物从原料药 (APIs) 到制剂, 从临床前到商业化供应, 覆盖药物全生命周期的高效、灵活、高质量的 CDMO 一站式解决方案, 同时为全球市场提供高质量的小分子仿制原料药, 是全球喹诺酮类、螺内酯、奥氮平、抗病毒类等原料药的主要生产商。宁波诺柏医药有限公司, 前身为中宁化集团医药事业部, 拥有 30 多年的国际化市场开拓经验。2018 年成为朗华制药的全资子公司, 专注于医药中间体、原料药、制剂、医疗器械等产品的经营, 为全球客户提供高质量的医药类产品与服务。

2025 年 H1 朗华整体收入 409.0 百万元人民币, 同比-31.4%; 经调整毛利 155.1 百万元人民币, 同比-13.4%。其中 CDMO 收入 248.0 百万元人民币, 经调整毛利率 49.4%, 同比+8.7pp; API 收入 102.0 百万元人民币, 经调整毛利率 21.2%, 同比+2.2pp; 中间体及制剂收入 59.0 百万元人民币, 经调整毛利率 18.6%, 同比+5.6pp。

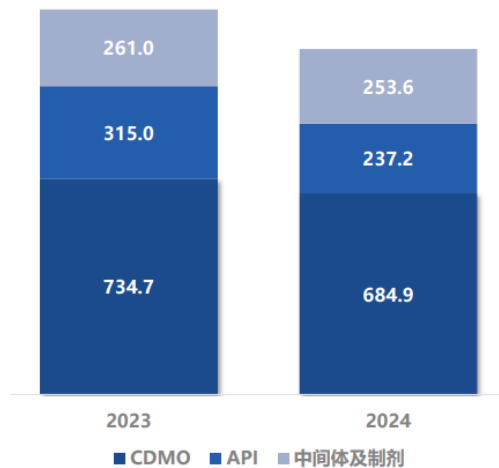
图表19: 朗华制药认证、客户审计相关情况



资料来源: 朗华制药官网, 国盛证券研究所

朗华制药 2025 上半年收入较去年同期下降的部分原因为, CDMO 新商业化项目根据客户的计划, 将于 2025 年下半年开始交付并实现收入。截止 2024 年底, 朗华制药另有两个重要的 CDMO 项目已处于 PPQ 阶段, 预计分别在 2026、2027 年将实现商业化上市, 这将为成为未来 CDMO 业务新的增长驱动力。

图表20: 2023-2024 年朗华业务结构 (百万元)



资料来源: 公司 24 年业绩演示材料, 国盛证券研究所

朗华在上海、宁波、台州设有三个研发中心, 拥有 13000 平方米的实验室和 200 多人的研发团队, 其中一半以上是有多年 CMC 研发经验的博士、硕士; CMC 各领域的研发领军人物均是曾在跨国制药企业工作多年的海归博士, 具有丰富的创新药物原料药和制剂的工艺研发、放大生产和申报经验。

此外, 朗华正在新建 400 立方米的产能以服务于新分子的商业化生产, 截至 25H1 土建工程已经结束, 且内部消防工程已经完成, 设备采购正在选型的过程中, 部分设备已经开始采购。未来, 随着新产品的落地和储备产能的释放, 这将为公司收入的增长提供充足保障。

图表21: 朗华制药现有设施情况

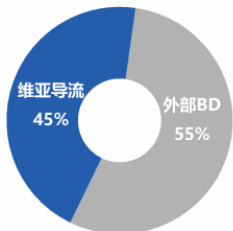
上海, 周浦	台州, 浙江	宁波, 浙江
<ul style="list-style-type: none"> <li>★ 4,500 M<sup>2</sup> 工艺化学研发、生产场地</li> <li>★ 2,500 M<sup>2</sup> 制剂研发、生产场地</li> <li>★ 3,000 M<sup>2</sup> 分析研发场地</li> <li>★ PCC到IND申报支持全套CMC服务</li> <li>★ 原料药non-GMP 公斤实验室</li> <li>★ 原料药GMP中试车间 (D级洁净区)</li> <li>★ 制剂小试、中试研发实验室</li> <li>★ 制剂GMP中试车间 (D级洁净区)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>★ 2,500 M<sup>2</sup> 合成实验室</li> <li>★ cGMP 公斤实验室</li> <li>★ 配备D级洁净区的中试车间</li> <li>★ 关注于工艺优化、放大</li> <li>★ 满足临床期间API需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>★ 1,000 M<sup>2</sup> 合成实验室</li> <li>★ C-NAS认证的安全实验室</li> </ul>

资料来源: 朗华制药官网, 国盛证券研究所

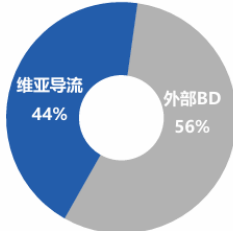
2024年全年 CMC 实现收入近 4300 万元人民币, 集团对 CMC 进行了业务结构的调整, 更为聚焦合成与分析业务, 不断加强对海外客户的 BD, 通过降本增效及客户结构优化的方式以推动盈利水平的不断提升。截至 2025H1, CMC 经过调整盈利状况已实现显著改善。CMC 从成立至 2025H1, 已完成及正在推进的新药项目数近 279 个, CMC 业务研发人员数量为 100 人, CMC 实验室面积约 4600 平方米。

图表22: 内外部双管齐下为 CMC 导流

客户订单数口径统计



客户金额口径统计

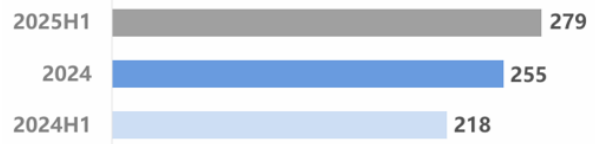


资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表23: 2024H1-2025H1 的 CMC 板块人员、项目数情况

CMC项目累计数不断增加

单位: 个数



CMC研发人员总体保持稳定

单位: 人数



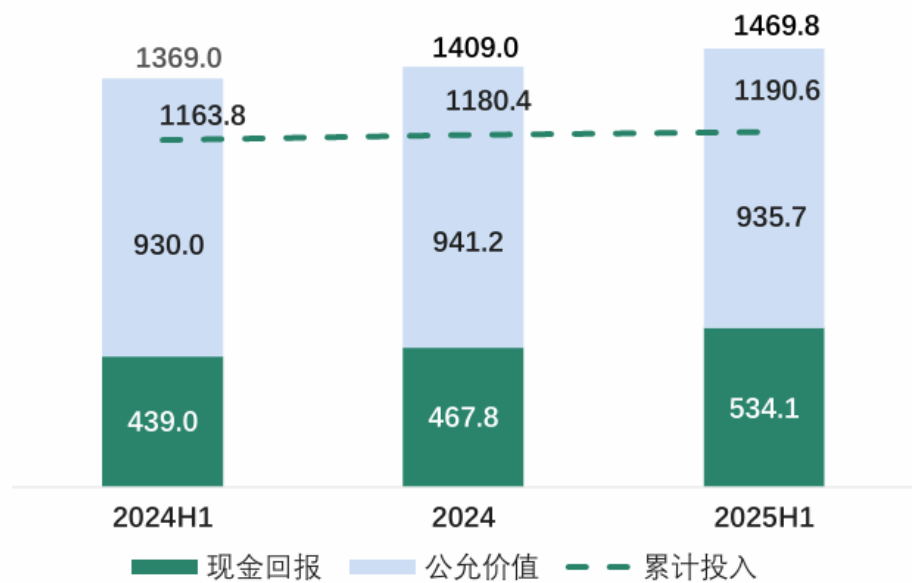
资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

### 3. 投资孵化赋能医药创新，从服务者成长为生态构建者

公司专注于发现、投资高潜力生物医药初创公司，以解决未满足的临床医学需求。截止2025H1，公司共计投资孵化 93 家企业。2025H1，多家投资孵化公司通过部分退出，成功兑现了相应的投资收益，累计获得近 76.5 百万元人民币回款。孵化公司产品管线达 228 条，其中 186 条管线处于临床前阶段，42 条管线已进入临床阶段。8 家投资孵化企业完成新一轮融资，融资总额超过 293.6 百万元美金。2025 年 H1 按公允价值变动带来的投资收益约 52.6 百万元人民币。此外，还存在数个有潜在退出可能性的项目，预计在未来几年将逐步收到现金回款并兑现相应的投资收益。

图表24: 2024-2025H1 公司投资孵化业务回报不断提升

单位：人民币百万元



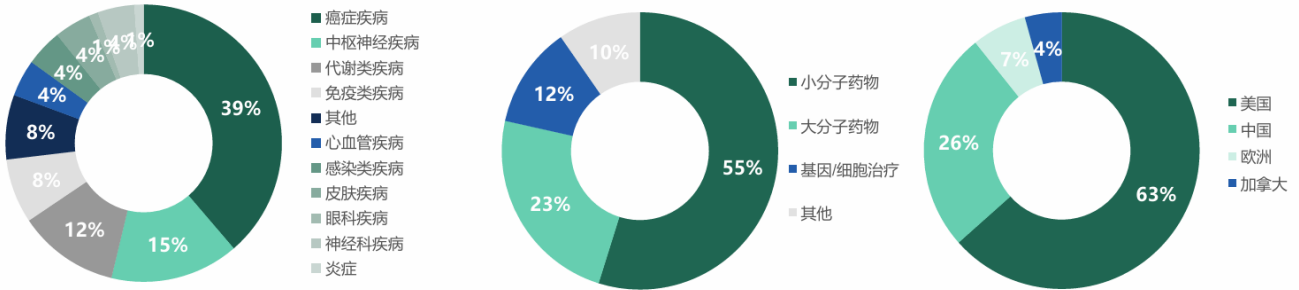
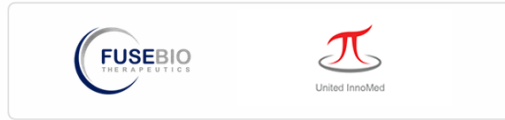
单位：人民币百万元	2024H1	2024	2025H1
<b>总投资价值</b>	<b>1369.0</b>	<b>1409.0</b>	<b>1469.8</b>
公允价值	930.0	941.2	935.7
现金回报	439.0	467.8	534.1
<b>累计投入</b>	<b>1163.8</b>	<b>1180.4</b>	<b>1190.6</b>

资料来源：公司 25 年中期业绩演示材料，国盛证券研究所

截至 2025H1，VBI 累计孵化 93 个项目，已有 18 家公司实现全部或部分退出。投资孵化企业覆盖多适应症领域、多种分子模式以及全球多地区。公司成功兑现投资收益，累计获得近 76.5 百万元人民币回款，投资孵化企业覆盖多适应症领域、多种分子模式以及全球多地区。截止 2025H1，杭州维亚宗晨（本公司全资附属公司）作为有限合伙人参与设立并投资了一只人民币基金，杭州维亚宗晨预计将投资人民币 25.0 百万元。

图表25: 公司投资孵化成功退出项目情况

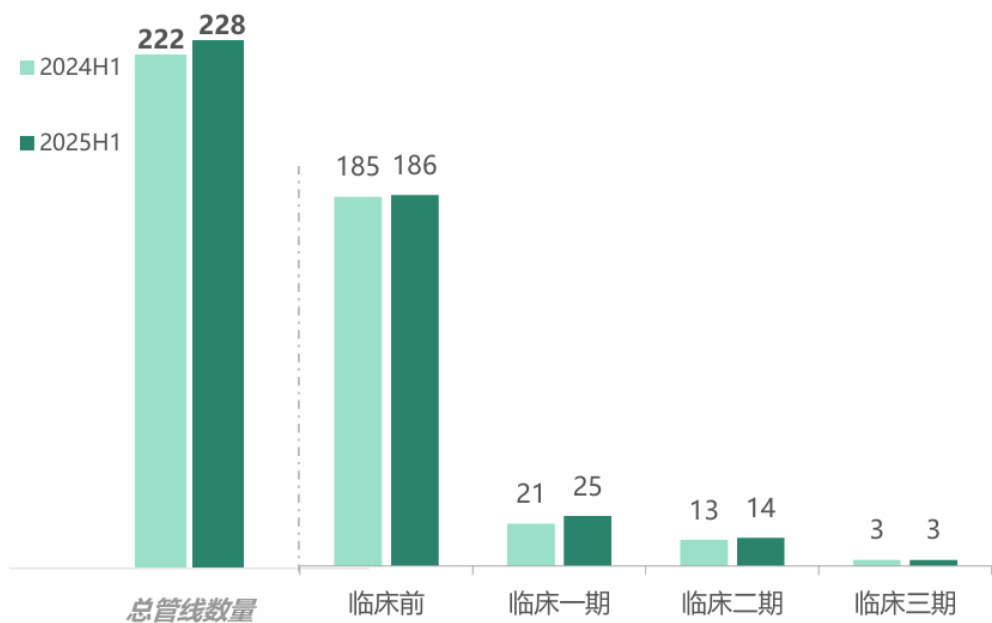
成功退出项目展示



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

2025 上半年, 共 8 家孵化公司完成新一轮融资, 融资总额约 293.6 百万元美金。其中 186 条管线处于临床前阶段, 42 条管线已进入临床阶段。

图表26: 2024-2025H1 公司投资孵化管线情况



资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表27: VBI 投资孵化重点项目展示





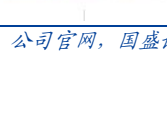
序号	名称	区域	机制	适应症	管线阶段	公司介绍
1	Haya	瑞士	LncRNA	心血管疾病、代谢性疾病	临床前	一家专注于发现和开发创新组织和细胞选择性基因组药物的精准药物公司，其独特关注点是调节基因组的RNA导向可编程治疗药物，用于解决包括心血管疾病和代谢性疾病在内的严重健康问题。2024年9月，礼来制药与Haya 签署了达成了潜在价值10亿美元的多年合作协议，将利用Haya 专有RNA引导基因组平台来识别药物靶点，以应对肥胖以及其他慢性病症。
2	Mediar	美国	大分子	免疫类疾病	临床前	一家临床前阶段的生物技术公司，致力于开发能够阻止甚至逆转纤维化的疗法。该平台及管线是基于一类新兴的新靶点——纤维化介导分子药物。这些分子药物主要是在调节肌成纤维细胞的生物学和慢性受损器官纤维化的发展中发挥关键作用。2025年1月，Mediar与礼来达成合作，推进用于治疗特发性肺纤维化 (IPF) 的首创抗体WISP1，潜在付款高达7.86亿美元。
3	Nerio	美国	小分子	肿瘤	临床前	一家专注于开发用于几种蛋白质酪氨酸磷酸酶 (PTP) 的变构/非竞争性磷酸酶抑制剂的生物医药创新公司。2024年7月，勃林格殷格翰公司宣布与维亚生物合作投资孵化的Nerio Therapeutics达成收购协议，交易金额最高可达13亿美元。
4	Full-Life	中国	RDC	肿瘤	临床期	一家专注于放射性药物 (核药) 全产业链的生物医药公司，集放射性同位素生产、药物研发、临床转化和商业化于一体，致力于开发创新的放射性配体疗法 (RLT) 用于精准肿瘤治疗。2024年7月17日，Full-Life Technologies与SK Biopharmaceuticals签署了一项总额达5.715亿美元的许可协议，授权SK Biopharmaceuticals在全球范围内开发、生产和商业化Full-Life的放射性药物FL-091，靶向神经降压素受体1 (NTR1) 阳性癌症。
5	AbSci	美国	大分子	肿瘤/自免	临床前	2023年12月4日，AbSci公司与阿斯利康达成合作协议，利用AbSci的人工智能平台开发针对特定肿瘤靶点的抗体疗法，协议总金额高达2.47亿美元，包括预付款、研发资助和里程碑付款。2025年1月8日，AbSci公司与AMD达成战略合作，部署AMD Instinct™ 加速器和ROCm™ 软件，以增强AbSci的人工智能药物发现能力。作为合作的一部分，AMD将通过私募股权投资 (PIPE) 向AbSci投资2000万美元。
6	Dogma	美国	小分子	代谢性疾病	临床期	公司已发现多个可供口服的、生物可利用性PCSK9小分子抑制剂，并在多个临床前试验中得到验证。通过高分辨率X光的结构解析，团队成功将化合物与PCSK9蛋白的亲合力优化到皮摩尔级别。2020年，公司与阿斯利康就收购其口服PCSK9项目全球权益达成协议。
7	Arthrosi	美国	小分子	痛风及痛风石	临床期	一家临床阶段的生物技术公司，致力于发展痛风和慢性肾脏疾病。其专有的候选药物AR882在痛风患者中表现出前所未有的持续尿酸降低的潜力，并有可能在临床开发中提供其他治疗益处。
8	Basking	美国	Aptamer	心血管疾病	临床期	一家处于临床阶段的公司，旨在解决缺血性卒中治疗的最大需求——一种快速起效的短效溶栓药物，能够提供比现有疗法大大延长的治疗窗口，并重新疏通阻塞的动脉，并且在出血时可以迅速被逆转活性。公司正在开发的药物BB-031，即是这种first-in-class RNA适配体，靶向血栓的重要结构成分和凝血过程的驱动因素血管性血友病因子。
9	Cybrexa	美国	PDC	肿瘤	临床期	一家专注于肿瘤学的PDC平台技术公司，能够针对小分子药物抗癌药物实现对肿瘤和转移灶的不依赖抗原的靶向以及深层组织渗透。他们热衷于带来新的治疗选择，以帮助更多的癌症患者活得更久、更充实。
10	FuseBio	美国	大分子	肿瘤	临床前	一家专注于开发下一代免疫调节疗法的生物技术公司，致力于为癌症患者开发以白介素-18 (IL-18) 为核心的免疫疗法。

资料来源: 公司 25 年中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

在投融资进展方面，2025年5月8日，由维亚生物参与投资孵化的HAYA Therapeutics (简称“HAYA”)，宣布完成6500万美元A轮融资。HAYA致力于开发精准RNA导向的调控基因组靶向疗法，通过重编程致病细胞状态治疗罕见病、常见慢性病及年龄相关疾病。本轮融资将加速公司领先管线HTX-001 (靶向长链非编码RNA的心衰治疗药物) 的临床开发，并拓展其RNA导向调控基因组药物研发平台。此次投资彰显了投资人对HAYA突破性科学研究的信心，将助力公司实现更快、更高效开发疾病修饰型精准药物的使命。

2025年6月，由维亚生物参与投资孵化的启愈生物宣布完成亿元C1轮融资，本轮融资由倚锋资本独家领投。启愈生物专注于双功能及多功能抗体和蛋白质药物研发，目标是针对难治的癌症、自身免疫和炎症相关的疾病领域，开发生物新药造福患者。公司有强大的自研能力，利用蛋白质工程和其它技术平台，开发了一系列具有自主知识产权的技术平台例如I2T、T cell engager、NK cell engager等平台。

图表28: 公司 2025 年 Q1 投资孵化项目进展

	<p><b>维眸生物非激素滴眼液VVN461治疗前葡萄膜炎中国临床2期研究达到临床终点</b></p>
	<p><b>特科罗完成用于治疗特应性皮炎的TDM-180935外用软膏在美国进行的IIa期概念验证临床试验</b></p>
	<p><b>Mediar与礼来达成合作, 推进用于治疗特发性肺纤维化(IPF)的首创抗体WISP1</b></p>
	<p><b>天境生物宣布CD38抗体菲泽妥单抗上市申请获NMPA受理</b></p>
	<p><b>勤浩医药新一代PRMT5抑制剂GH56临床试验申请获NMPA批准</b></p>

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

在研发动态方面, 2025年6月13日, 由维亚生物参与投资孵化的、专注于眼科治疗领域的临床阶段创新药公司——维眸生物宣布, 公司自主研发的1类创新药物 VVN461 滴眼液被国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)正式纳入了“突破性治疗品种名单”, 用于治疗非感染性前葡萄膜炎。这是我国首个获得突破性治疗认定的滴眼液品种。

2025年8月20日, 由维亚生物参与投资孵化的 Arthrosi Therapeutics 宣布, 其全球关键性 III 期临床试验 REDUCE 1 已提前完成 750 名患者的招募, 主要评估新一代高选择性 URAT1 抑制剂 pozdeutinurad (原 AR882) 在降低血清尿酸水平、减少痛风发作及溶解痛风石方面的疗效。继 REDUCE 2 试验于 2025 年初完成入组后, REDUCE 1 的顺利推进进一步印证了临床医生和患者对更安全、更有效治疗选择的迫切需求。REDUCE 1 是一项为期 12 个月的随机、双盲、安慰剂对照研究, 患者被分配接受 pozdeutinurad 50mg、75mg 或安慰剂治疗, 主要终点为第 6 个月的血清尿酸水平降低情况。公司预计将在 2026 年二季度和四季度分别公布两项 III 期试验的关键数据, 以支持其新药申请(NDA)。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测与关键假设

我们对公司各项业务的核心假设如下：

- (1) CRO 业务：CRO 业务一直是公司核心竞争力所在，随着 2024 年以来全球生物医药投融资的逐步回升，公司 2024 年下半年 CRO 收入相较于去年同期及 2024 年上半年均已实现了同比、环比正增长。此外，根据公司 2024 年报，CRO 在手订单金额已实现同比正增长，且每月新签订单金额仍维持在较高水平，这将推动公司 CRO 收入在未来几年进一步保持回暖的趋势。综上，预计 2025-2027 年 CRO 业务收入增速分别为 11%、12%、14%。
- (2) CDMO 业务：CDMO 新商业化项目上市在即，集团不断推进产能建设以为未来商业化阶段的新分子做准备，预计有两个重要的新商业化项目于 2026 年、2027 年实现商业化上市。此外，集团通过优化 CMC 业务结构、强化海外 BD 及降本增效提升盈利，并在项目导流方面取得突破，~~管线~~管线进入临床三期并进展迅速，将驱动未来 CDMO 业务新的增长。这充分说明朗华的质量体系进一步与国际体系标准的良好接轨，可以保障为国际一流的医药企业提供优质、安全和可靠的 CDMO 服务。预计 2025-2027 年 CDMO 业务收入增速分别为-21%、25%、34%。
- (3) 各地区业务：美国一直是公司重要的海外市场，预计 2025-2027 收入增速分别为 15%、26%、35%。欧盟市场则凭借其成熟的制药产业链和广阔的发展空间，成为公司重要的收入来源，预计 2025-2027 收入增速分别为-23%、14%、14%。依托于政策红利、本地化需求增长以及强大的生产能力支撑，中国内地市场的收入将持续保持稳健增长，预计 2025-2027 收入增速分别为 3%、10%、11%。中国内地以外及亚洲其他地区，借产业潜力与本地化机遇与中国内地市场协同拓展增长空间，预计 2025-2027 收入增速分别为-61%、5%、7%。对于基数较小的非洲和其他地区，预计短期贡献依然有限，2025-2027 年收入增速分别为-66%/6%/5%和 3%/9%/10%。

图表29：公司预期收入拆分（百万元）

收入（百万元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	697	2104	2380	2156	1987	1827	2166	2691
yoy		202%	13%	-9%	-8%	-8%	19%	24%
毛利润	305	651	816	738	687	680	812	1026
毛利率	44%	31%	34%	34%	35%	37.2%	37.5%	38.1%
按业务类型划分								
CRO	439	740	895	845	811	899	1005	1140
yoy		69%	21%	-6%	-4%	11%	12%	14%
CDMO	258	1364	1485	1311	1176	929	1161	1551
yoy		428%	9%	-12%	-10%	-21%	25%	34%
按地域划分								
美国	397	647	916	813	796	915	1149	1550
yoy		63%	42%	-11%	-2%	15%	26%	35%
欧盟	127	590	508	590	623	482	547	625
yoy		363%	-14%	16%	6%	-23%	14%	14%
中国内地	116	377	382	324	267	275	304	338
yoy		224%	1%	-15%	-17%	3%	10%	11%
中国内地以外其他亚洲国家及地区	35	330	393	291	194	76	80	86
yoy		846%	19%	-26%	-34%	-61%	5%	7%
非洲	14	74	65	45	45	16	17	17
yoy		423%	-13%	-30%	1%	-66%	6%	5%
其他	7	86	116	93	61	63	69	75
yoy		1096%	34%	-19%	-34%	3%	9%	10%

资料来源：Wind, iFind, 公司年报, 国盛证券研究所

- (4) 销售费用：随着公司费用端控制逐渐稳定，我们预计销售费用率将会保持稳定下降，预计 2025-2027 年销售费用保持在 5%~6%左右的区间。

(5) 管理费用：公司管理体系逐渐优化，预计管理费用将呈平稳下降趋势，预计2025-2027年管理费用率分别为12.70%、12.66%、12.15%。

图表30: 2025-2027年公司费用率预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用 (百万元)	94.0	130.8	132.6	112.2	102.3	120.0	142.6
占销售收入	4.47%	5.50%	6.15%	5.65%	5.60%	5.54%	5.30%
管理费用 (百万元)	226.3	273.7	277.1	251.9	232.0	274.1	327.0
占销售收入	10.76%	11.50%	12.85%	12.68%	12.70%	12.66%	12.15%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2 可比公司估值

根据盈利预测模型，我们预计2025-2027年公司营业总收入分别为18.27/21.66/26.91亿元，对应增速为-8%、19%、24%；2025-2027年归母净利润分别为2.21亿元、2.64亿元、3.44亿元，增速为32%、20%、30%。

公司是一站式CRO+CDMO平台，从早期发现到商业化，提供覆盖药物全生命周期的解决方案，加速全球创新药研发进程。药明生物、药明合联、康龙化成同样是港股上市的CXO企业，因此我们选择这三家公司作为可比公司进行估值。

2025-2027年可比公司平均PE为32X、26X、21X，我们模型计算得到公司对应PE分别为24X、20X、15X，低于可比公司平均水平，显示出相对估值优势。同时，公司作为全球领先的CRO和CDMO服务商，受益于创新药市场爆发和技术革新，展现出强劲增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表31: 可比公司估值情况

证券简称	公司名称	市值 (亿港元)	EPS (人民币元/股)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2269.HK	药明生物	1351	0.99	1.16	1.38	28.4	24.2	20.5
2268.HK	药明合联	682	1.16	1.55	2.03	48.7	36.5	28.0
3759.HK	康龙化成	372	1.07	1.25	1.45	18.9	16.2	14.0
均值						32.0	25.7	20.8
1873.HK	维亚生物	57	0.10	0.12	0.16	23.7	19.8	15.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 市值数据截止 2025.08.29

## 风险提示

**需求下降风险：**全球制药和生物科技行业的研发投入存在周期性波动。如果主要客户的研发预算因经济不景气或其他原因而减少，可能会导致公司新项目获取难度增加，现有项目的推进速度放缓。

**市场环境波动风险：**全球经济形势复杂多变，如经济增长放缓、通货膨胀、汇率波动等因素都可能对药明合联的国际业务造成负面影响。特别是对于依赖外部资本支持的研发项目来说，融资环境的变化将直接影响到项目的进展。特别是在美国市场，政治风险不容忽视。例如，2024年的美国总统大选带来了政策上的不确定性，新的政府可能会改变现有的经济政策，包括税收政策、贸易政策等，这对企业的运营成本和市場信心产生了一定的影响。

**行业竞争加剧风险：**行业的高利润率也吸引了更多竞争对手加入，包括一些新兴企业和传统 CRO/CMO 公司的转型。这些新进入者可能会通过价格战、技术创新等方式争夺市场份额。为了维持竞争优势，公司需要不断推出具有竞争力的服务产品，并确保服务质量高于同行。否则，客户可能会转向其他提供更优条件的服务提供商。

**政策监管风险：**各国药品监管部门对于新药审批的要求日益严格，尤其是在安全性、有效性和质量控制方面。任何不符合最新规定的情况都可能导致项目延误甚至失败，给公司带来经济损失。生物制药行业高度依赖知识产权保护，以确保创新成果不会被轻易复制。然而，在不同国家和地区之间，知识产权法律框架可能存在差异，增加了公司在海外市场的运营风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com