

一体化 CRDMO 龙头，全球服务高效交付

——药明康德(603259)公司深度报告

分析师： 侯雅楠

SAC NO: S1150524120001

2025 年 12 月 29 日

医药生物-----医疗研发外包

投资要点:

证券分析师

侯雅楠

houyn@bhq.com

022-23839211

评级:

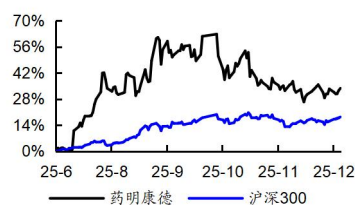
增持

上次评级:

最新收盘价:

92.70

最近半年股价相对走势



● 药明康德：一体化 CRDMO 龙头，全球服务高效交付

药明康德为全球医药及生命科学行业提供一体化、端到端的新药研发和生产服务，通过内生+外延不断发展。高管团队在医药行业经验丰富，具有全球视野，公司持续推出 H 股奖励信托计划，吸引激励骨干人才。CRDMO 一体化发力，2024 年营收小幅下滑，25H1 表现优异。

● CXO 行业：专业化分工，行业蓬勃发展

药物开发时间久、成本高、成功率低，在专业化分工趋势下，医药研发服务行业应运而生。在我国医药市场需求加速释放、行业精细化专业化分工趋势加剧和分级诊疗推进的背景下，CRO 行业繁荣发展。同时药企对成本控制及效率提升的诉求推动 CMO 企业向提供定制生产及工艺研发服务的 CDMO 企业升级，全球 CDMO 市场规模稳步提升，我国快速增长。

● 化学业务 (WuXi Chemistry)：CRDMO 一体化服务，漏斗效应持续引流

WuXi Chemistry 提供一体化服务，强资金需求+高客户粘性促进 CRDMO 一站式服务筑高壁垒。R 业务提供一体化研究，研发实力雄厚，不断引流高质量分子，25Q1-3 D&M 管线新增分子 621 个，其中 R 到 D 转化分子 250 个，协同效应显著；D&M 业务在原料药服务、制剂服务、分析服务、全球申报事务药学支持等方面提供服务与解决方案，小分子 D&M 管线稳步增长，截至 2025 年 9 月末小分子 D&M 管线总数达 3430 个。同时，产能建设+管线引流促进 TIDES 业务高速增长。

● 测试业务 (WuXi Testing)：一流测试解决方案，临床服务研究业务完成剥离

WuXi Testing 提供测试解决方案，近年营收有所波动。实验室分析与测试方面，WIND 平台提供一体化服务，助力客户缩短新药研发进程，持续推进产能建设，完善全球业务布局，新分子业务持续发力，自动化稳步推进。临床 CRO 及 SMO 主要通过子公司康德弘翼和药明津石实施，受市场价格因素影响，25Q1-3 营收下降。公司进一步聚焦核心业务，已剥离临床服务研究业务。

● 生物学业务 (WuXi Biology)：新分子种类持续建设，高效引流

公司提供全方位的生物学服务和解决方案，能力涵盖新药发现各个阶段及主要疾病领域，同时不断建设新分子种类相关生物学能力，带动相关收入强劲增长。公司持续强化药物发现热点能力建设与前瞻性布局，积极拓展海外业务，为 CRDMO 业务模式高效引流。

● 盈利预测与估值

中性情景下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 158.6/152.2/176.3 亿元，EPS 分别为 5.32/5.10/5.91 元/股，对应 2025 年 PE 为 17.44 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示:**

医药研发服务市场需求下降的风险，行业监管政策的变化，行业竞争加剧的风险，全球化经营及国际政策变动风险，汇率风险，关键预期不能成立的风险。

财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	43,997	49,341	56,052
(+/-)%	2.5%	-2.7%	12.1%	12.1%	13.6%
息税前利润 (EBIT)	11,491	11,210	18,992	17,546	19,956
(+/-)%	19.8%	-2.4%	69.4%	-7.6%	13.7%
归母净利润	9,607	9,450	15,864	15,224	17,627
(+/-)%	9.0%	-1.6%	67.9%	-4.0%	15.8%
每股收益 (元)	3.27	3.28	5.32	5.10	5.91

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,764	18,322	41,492	58,935	78,770	营业收入	40,341	39,241	43,997	49,341	56,052
应收票据及应收账款	7,922	8,044	7,740	8,844	9,739	营业成本	23,729	22,965	24,228	26,569	29,980
预付账款	244	226	257	272	307	营业税金及附加	297	301	352	395	448
其他应收款	168	124	171	184	201	销售费用	701	745	839	939	1,060
存货	4,736	5,400	5,066	5,212	5,849	管理费用	2,879	2,879	2,823	3,117	3,557
其他流动资产	1,144	1,426	1,682	1,682	1,682	研发费用	1,441	1,239	1,197	1,322	1,493
流动资产合计	30,422	38,690	62,438	81,320	102,872	财务费用	-338	-787	-379	-1,044	-1,568
长期股权投资	2,216	2,326	1,943	1,943	1,943	资产减值损失	-157	-1,236	-298	-300	-300
固定资产合计	17,190	18,784	17,117	14,196	11,276	信用减值损失	-238	-338	-400	-400	-400
无形资产	1,864	1,575	1,368	1,235	1,102	其他收益	472	500	523	587	667
商誉	1,821	972	866	866	866	投资收益	234	604	4,676	740	561
长期待摊费用	1,680	527	417	417	417	公允价值变动收益	-38	187	0	0	0
其他非流动资产	98	106	106	106	106	资产处置收益	-33	-36	-30	-40	-45
资产总计	73,669	80,326	100,814	116,439	134,735	营业利润	11,872	11,580	19,410	18,630	21,563
短期借款	3,667	1,243	5,282	5,282	5,282	营业外收支	-40	-40	-38	-40	-39
应付票据及应付账款	1,645	1,764	1,724	1,925	2,203	利润总额	11,832	11,540	19,372	18,590	21,524
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	2,132	1,972	3,310	3,177	3,678
应付职工薪酬	2,126	2,147	2,105	2,391	2,702	净利润	9,700	9,568	16,061	15,414	17,846
应交税费	1,374	1,211	1,281	1,546	1,706	归属于母公司所有者的净利润	9,607	9,450	15,864	15,224	17,627
其他流动负债	0	3,493	1,294	1,294	1,294	少数股东损益	94	117	197	189	219
长期借款	687	2,960	1,799	1,799	1,799	基本每股收益	3.27	3.28	5.32	5.10	5.91
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	18,152	21,240	21,327	22,529	24,128	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	55,517	59,086	79,487	93,910	110,608	营收增长率	2.5%	-2.7%	12.1%	12.1%	13.6%
						EBIT 增长率	19.8%	-2.4%	69.4%	-7.6%	13.7%
						净利润增长率	9.0%	-1.6%	67.9%	-4.0%	15.8%
						销售毛利率	41.2%	41.5%	44.9%	46.2%	46.5%
						销售净利率	24.0%	24.4%	36.5%	31.2%	31.8%
						ROE	17.4%	16.1%	20.1%	16.4%	16.1%
						ROIC	15.4%	14.5%	18.0%	14.3%	14.0%
						资产负债率	24.6%	26.4%	21.2%	19.3%	17.9%
						PE	22.25	16.78	17.44	18.17	15.69
						PB	3.92	2.71	3.51	2.97	2.52
						EV/EBITDA	14.85	10.24	10.88	10.84	8.86
现金流量表 (百万元)											
净利润	9,700	9,568	16,061	15,414	17,846						
折旧与摊销	2,512	3,014	3,326	3,256	3,256						
经营活动现金流净额	13,387	12,407	14,209	17,974	20,707						
投资活动现金流净额	-7,561	-5,518	2,247	661	476						
筹资活动现金流净额	-3,941	-3,832	6,923	-1,192	-1,348						
现金净变动	2,017	3,444	23,170	17,442	19,835						
期初现金余额	7,984	10,001	13,445	36,615	54,057						
期末现金余额	10,001	13,445	36,615	54,057	73,893						

目 录

1. 药明康德：一体化 CRDMO 龙头，全球服务高效交付.....	7
1.1 发展历程：内生外延不断扩展，全球布局全面辐射.....	7
1.2 管理层：股权结构稳定，激励持续推行.....	8
1.3 财务：净利率稳步增长，优异商业模式与规模效应凸显.....	10
2. CXO 行业：专业化分工，行业蓬勃发展.....	13
2.1 CRO 行业：需求加速释放，行业繁荣发展.....	16
2.2 CDMO 行业：全球规模稳步提升，我国快速增长.....	17
3. 化学业务（WuXi Chemistry）：CRDMO 一体化服务，漏斗效应持续引流.....	19
3.1 R 业务：持续引流，漏斗效应高效转化.....	21
3.2 D&M 业务：保持强劲，筑牢基本盘.....	21
3.3 TIDES 业务：聚焦新技术，产能加速爬坡.....	23
4. 测试业务（WuXi Testing）：一流测试解决方案，临床服务研究业务完成剥离.....	26
4.1 实验室分析与测试：一体化服务，新分子业务发力.....	26
4.2 临床 CRO 及 SMO：仍有承压，完成剥离.....	28
5. 生物学业务（WuXi Biology）：新分子种类持续建设，高效引流.....	29
6. 盈利预测.....	30
7. 估值与评级.....	32
8. 风险提示.....	32

图 目 录

图 1:	公司发展历程	7
图 2:	公司建立一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台	8
图 3:	公司股权架构图	9
图 4:	公司分行业营收构成及增速 (亿元)	10
图 5:	2025 年前三季度公司归母净利润创历史新高	11
图 6:	公司经调整 Non-IFRS 归母净利润	11
图 7:	公司 ROE 表现	11
图 8:	公司 2019 年以来净利率保持逐年增长	11
图 9:	公司资本开支及经营现金流	12
图 10:	药物开发流程图	13
图 11:	CXO 价值链	14
图 12:	全球按治疗方式划分的管线数量	14
图 13:	按企业规模划分的全球研发投入 (亿美元)	14
图 14:	全球制药企业数量	15
图 15:	全球医药研发外包比例	15
图 16:	全球制药研发外包规模及增速	15
图 17:	CRO 开发流程与各模块内容	16
图 18:	中国 CRO 市场规模及增速	16
图 19:	全球各类型 CRO 市场规模	16
图 20:	CDMO 服务范围	17
图 21:	全球 CDMO 市场规模	18
图 22:	中国 CDMO 市场规模及增速	18
图 23:	WuXi Chemistry 收入及增速	19
图 24:	WuXi Chemistry 服务平台	20
图 25:	公司小分子临床 III 期和商业化药物收入	20
图 26:	公司同时使用药物发现和临床前平台的客户情况	20
图 27:	公司小分子 CRDMO 管线高效转化 (个)	21
图 28:	公司小分子 D&M 管线数量 (个)	22
图 29:	公司原料药设备及反应器数量	23
图 30:	公司历年生产的原料药产品批次数量	23
图 31:	FDA 按疗法划分的新药批准情况 (2024-25H1)	23
图 32:	全球多肽治疗药物市场规模及增速	24
图 33:	全球寡核苷酸治疗药物市场规模及增速	24
图 34:	公司多肽固相合成反应釜总体积 (升)	25
图 35:	公司多肽产品产量	25
图 36:	公司 TIDES 业务营收及在手订单情况	25
图 37:	公司 TIDES 服务客户数量和分子数量	25
图 38:	WuXi Testing 营收及增速	26
图 39:	公司 WIND 一体化服务	27
图 40:	公司 WIND 平台签约服务项目	27
图 41:	WuXi Biology 平台	29
图 42:	公司生物学新分子种类相关业务收入增速及占比	30

表 目 录

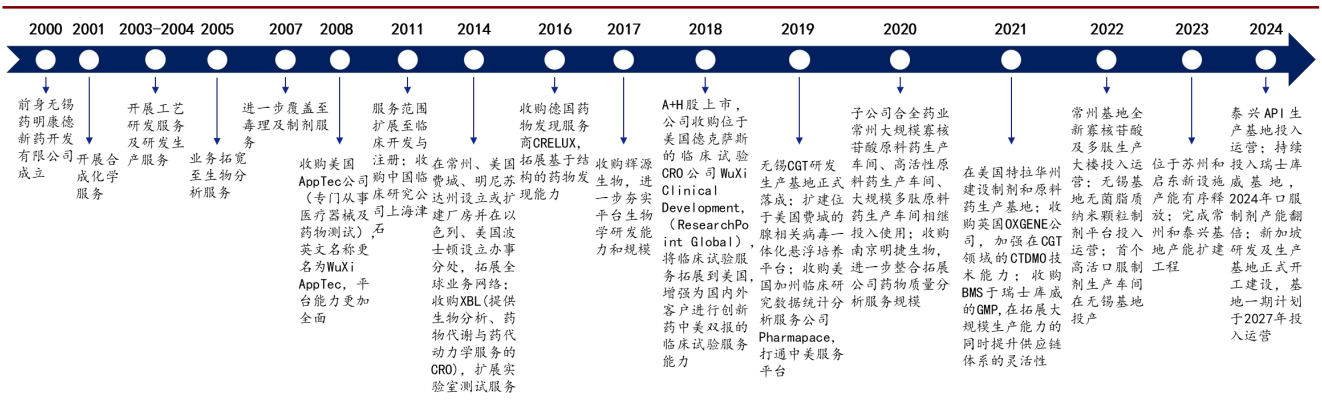
表 1: 药明康德分公司布局及主要业务	7
表 2: 公司主要管理层情况	9
表 3: 公司持续推出 H 股奖励信托计划	10
表 4: 公司测试平台服务和解决方案	27
表 5: 公司 DEL 平台服务客户数量	30
表 6: 公司盈利预测情况 (中性)	31
表 7: 可比公司估值表	32

1.药明康德：一体化 CRDMO 龙头，全球服务高效交付

1.1发展历程：内生外延不断扩展，全球布局全面辐射

内生+外延不断发展，合同研究、开发与生产（CRDMO）模式全面服务客户。药明康德成立于2000年12月，为全球医药及生命科学行业提供一体化、端到端的新药研发和生产服务，通过内生+外延不断发展，在亚洲、欧洲、北美等地均设有运营基地，具备向不同规模、不同类型、不同发展阶段的药企提供新药研发产业链各个环节的不同服务的能力，并面向全球持续吸收新技术、新人才，紧跟行业发展趋势，提升自身服务能力。通过独特的CRDMO业务模式，不断降低研发门槛，助力客户提升研发效率，为患者带来更多突破性的治疗方案，服务范围涵盖化学药研发和生产、生物学研究、临床前测试和临床试验研究等领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、渤海证券研究所

全球布局，辐射海内外客户。公司目前在亚洲、美洲、欧洲等地区进行布局，业务涵盖CRDMO等多方面，全面辐射海内外客户，满足多样需求。

表 1：药明康德分公司布局及主要业务

亚洲			美洲			欧洲与中东地区		
地区	名称	主要业务	地区	名称	主要业务	地区	名称	主要业务
南京	南京药明康德新药开发有限公司	药代动力学（DMPK）全方位服务（从早期ADME筛选到放射性标记的DMPK研究）	美国			德国		
北京	北京药明康德新药技术开发有限公司	项目管理	内蒂克	波士顿/内蒂克	小分子筛选与实验分析	格雷费	CRELUX有限公司	药物研发服务
常州	常州合全药业有限公司	CDMO 服务	克兰伯里	克兰伯里（药明康德-实验室检测与研发服务部）	药代动力学与临床前服务	瑞士		
成都	成都药明康德新药开发有限公司	小分子药物和多肽偶联药物发现及研究服务	普莱恩斯伯勒	普莱恩斯伯勒（药明康德）	非GLP药代动力学运营	库威	库威基地	口服固体制剂CMO服务

请务必阅读正文之后的声明

南通	南通药明康德医药科技有限公司	小分子药物发现及研究服务	米德尔顿	特拉华州基地-WuXi STA	药品制剂与原料药生产
上海	上海合全药业股份有限公司	CDMO 服务	圣地亚哥	健康科学与生物技术中心 (HDB)	药物发现、研究与开发相关服务
上海	上海药明康德新药开发有限公司	小分子药物发现及研究服务		WuXi STA	小分子研发与生产
苏州	苏州药明康德新药开发有限公司	药物安全性评价 (毒理、药理、药物代谢)、肿瘤新药研发、医疗器械检测			
天津	天津药明康德新药开发有限公司	小分子药物发现及研究服务			
武汉	武汉药明康德新药开发有限公司	小分子药物发现及研究服务			
无锡	无锡合全药业有限公司	CDMO 服务			
韩国京畿道	韩国药明康德新药开发有限公司	项目管理			
日本京都	日本药明康德新药开发有限公司	项目管理			
新加坡	新加坡药明康德新药开发有限公司	化学药研发和生产			

资料来源：公司官网、渤海证券研究所

公司业务可分为化学业务 (WuXi Chemistry)、测试业务 (WuXi Testing)、生物学业务 (WuXi Biology) 和其他业务 (Others)，服务范围覆盖从概念产生到商业化生产的整个流程。

图 2：公司建立一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台

一体化、端到端的CRDMO赋能平台

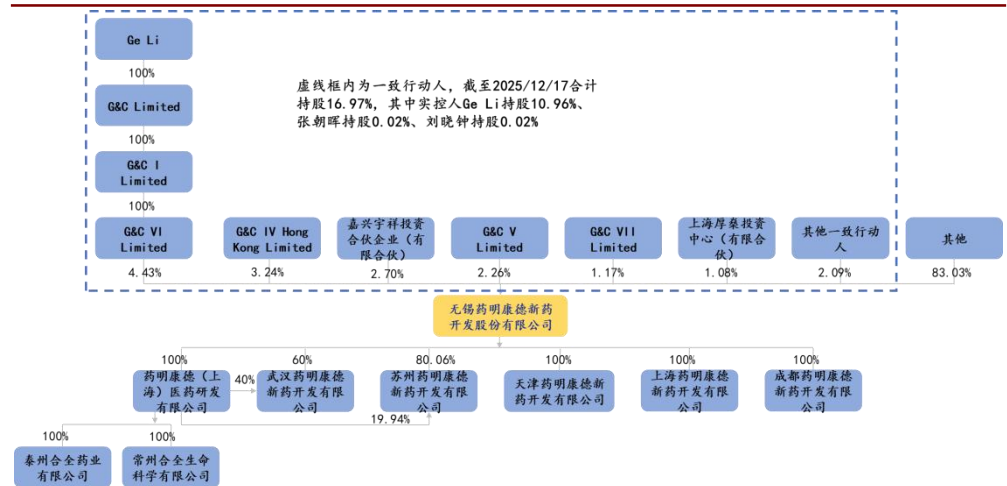


资料来源：公司官网、渤海证券研究所

1.2 管理层：股权结构稳定，激励持续推行

股权结构稳定，截至 2025 年 12 月 17 日，公司一致行动人持股 16.97%，其中实控人李革 (Ge Li) 持股 10.96%、张朝晖持股 0.02%、刘晓钟持股 0.02%。

图 3: 公司股权架构图



资料来源: 公司公告、同花顺 ifind、渤海证券研究所; 注: 截至 2025 年 12 月 17 日; 仅展示部分子公司

高管团队在医药行业经验丰富, 具有全球视野。李革博士于 2000 年创立药明康德, 拥有丰富的医药行业经验。其余高管亦具备全球视野及产业战略眼光, 拥有多年医药行业投资、管理经验, 履历涵盖辉瑞、阿斯利康等全球跨国公司 (MNC), 管理层有望带领公司深入理解市场及行业发展趋势、政策变化动向, 进一步满足客户多样化需求。

表 2: 公司主要管理层情况

姓名	职务	背景
李革	董事长、首席执行官	1993-2000 年于 Pharmacoepia Inc. 作为创始科学家并担任科研总监; 2000 年至今在公司 (包括前身) 任职, 担任董事长、总裁兼首席执行官等职务, 同时在药明生物 (2269.HK) 担任董事长兼非执行董事职务。拥有 20 多年新药研发和生产管理经验。曾在先灵葆雅研究所化学部担任首席研究员、在美国福泰制药公司技术运营总监, 2008 年至今在公司 (包括前身) 任职, 担任控股子公司合全药业董事、首席执行官、副总裁、联席首席执行官和执行董事等职务
陈民章	联席首席执行官	1997-1999 年于美国战略决策集团 Strategic Decisions Group 任资深战略咨询顾问; 1999-2001 年于美国生物科技公司 IntraBiotics 任企业战略和发展高级总监; 2001-2006 年于美国辉瑞制药公司任全球研发战略管理部负责人、执行总监; 2007-2010 年于美国辉瑞制药公司任亚洲研发总裁、全球研发副总裁; 2011-2014 年于英国阿斯利康制药公司任亚洲及新兴市场创新医药研发副总裁; 2014 年至今在公司 (包括前身) 任职, 历任副总裁兼首席运营官、首席商务官及首席战略官、联席首席执行官和执行董事等职务。
杨青	联席首席执行官	现任公司执行董事、副总裁、中国区首席运营官。2000 年至今在公司 (包括前身) 任职, 历任运营及国内市场高级副总裁、中国区首席运营官和执行董事等职务。
张朝晖	中国区首席运营官、执行副总裁	拥有超过三十五年生物科技和医药研发行业经验。曾任辉瑞外部研发解决方案副总裁, 管理过包含 CRO、CMO、生物科技和学术合作组织的全球性网络。加入药明康德前, 曾先后任职于辉瑞和拜耳, 历任美国、英国、德国及中国区管理职位。
Richard Connell	美欧区总裁	在有机合成化学、原料药的工艺研发与生产、工业化技术转移以及新药的化学生产和控制等领域拥有三十多年的研究和管理经验。加入药明康德前, 在美国先灵葆雅/默沙东公司担任资深科学家。
傅小勇	执行副总裁, 合全药业负责人	

资料来源: 公司公告、公司官网、同花顺 ifind、渤海证券研究所

持续推出 H 股奖励信托计划, 吸引激励骨干人才。公司多次通过市场内交易方式使用公司转汇给信托不超过 20、25 亿港元的资金购买 H 股股票, 奖励给董事、监事、高层 (高级) 管理人员、中层管理人员、基层管理人员、科学骨干人员及其他技术人员, 吸引、激励及保留技术精湛与经验丰富的人员, 为公司长期发展及扩张共同努力。

表 3: 公司持续推出 H 股奖励信托计划

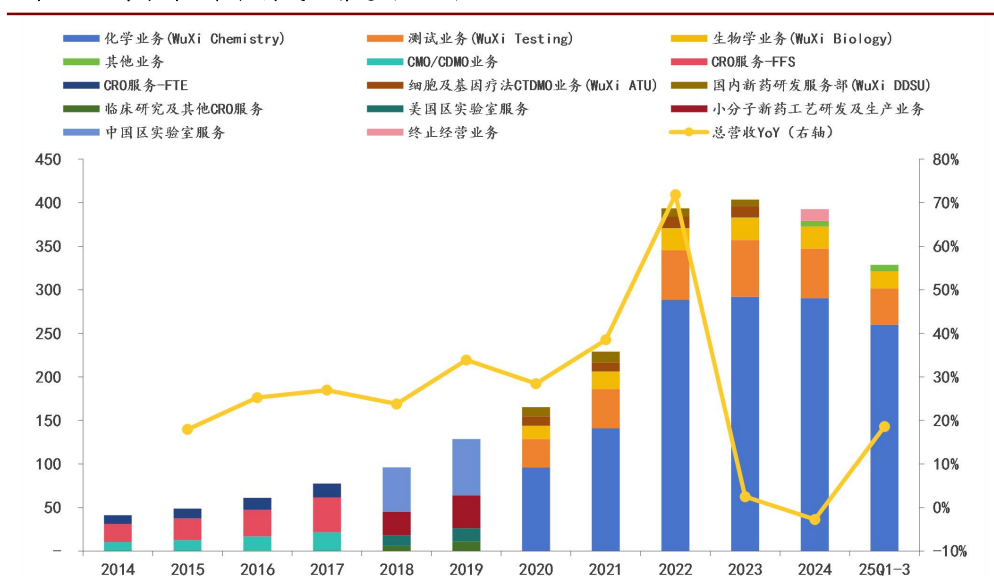
时间	金额 (港元)	基本授予条件	附加授予条件	备注
2025 年	25 亿	2025 年营收达到 420 亿元或以上	2025 年营收达到 430 亿元或以上	若只达成基本授予条件, 则最多只能利用计划上限的 60% 向选定参与者授予奖励。
2024 年	20 亿	2024 年营收达到 383 亿元或以上	2024 年营收达到 405 亿元或以上	若只达成基本授予条件, 则最多只能利用计划上限的 50% 向选定参与者授予奖励
2023 年	20 亿	2023 年营收同比增长不少于 5%, 2023 年实现的经调整非 IFRS 毛利同比增长不少于 12%		
2022 年	20 亿			
2021 年	20 亿	2021 年营收同比增长 34% 以上		

资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

1.3 财务: 净利率稳步增长, 优异商业模式与规模效应凸显

CRDMO 一体化发力, 2024 年营收小幅下滑, 25H1 表现优异。从营收结构来看, 公司以化学业务 (WuXi Chemistry)、测试业务 (WuXi Testing) 和生物学业务 (WuXi Biology) 为主, 2024 年营收占比分别为 74%、14%、6%。2015-2023 年营业收入持续增长, 2023 年达到 403.4 亿元, 2024 年公司签订协议出售细胞及基因疗法合同测试、研发与生产 (CTDMO) 业务 (WuXi ATU) 的美国和英国运营主体及美国医疗器械测试业务, 营收达到 392.4 亿元, 同比-2.7%, 剔除新冠商业化生产项目同比+5.2% (自 23Q4 起收入不含新冠商业化项目)。25H1 公司实现营收 208.0 亿元, 同比+20.6%, 持续经营业务收入同比+24.2%。

图 4: 公司分行业营收构成及增速 (亿元)

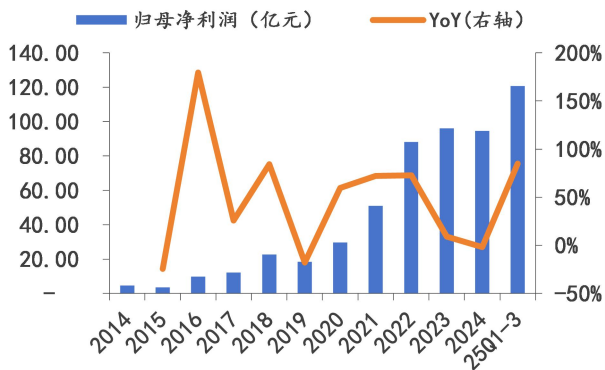


资料来源: 公司公告、同花顺 ifind、渤海证券研究所; 注: 其他业务包括非核心业务及其他行政服务、销售原材料和废料收入。

经营效率提升促进 2025 年以来归母净利润稳步提升, 25Q1-3 归母净利润超过 2024 年全年。2018 年公司归母净利润达到 22.61 亿元, 2019 年同比-18.0% 至 18.55 亿元, 主要系公司加大对关键人才激励导致成本增加, 同时临床业务代垫费用收入占比提升拉低产品结构; 2020-2022 年公司受益于产能利用率提升带来的

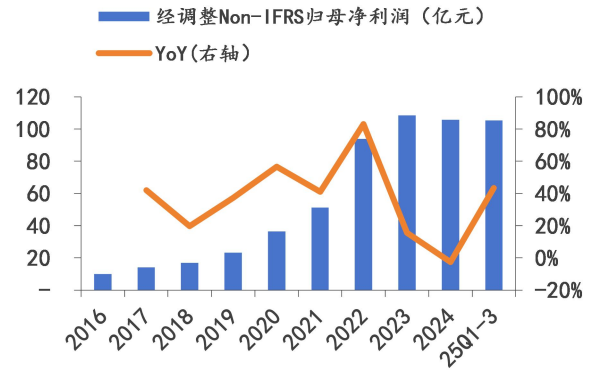
规模效应，归母净利润保持高速增长，均保持在同比+50%以上的增速，另外 21Q4 处置常州合全小分子毒素分子及连接子业务的净收益亦有贡献，2022 年归母净利润达到 88.14 亿元，2023 年进一步增长到 96.07 亿元；2024 年由于新冠商业化项目的高基数，归母净利润同比-1.6%至 94.5 亿元，2025 年以来公司持续聚焦 CRDMO 业务模式，优化生产工艺和经营效率，临床后期和商业化大项目增长促进产能效率提升，出售联营企业药明合联股票亦贡献收益，业绩快速修复，2025 年前三季度归母净利润达到 120.76 亿元，同比+84.8%，超过 2024 年全年。

图 5：2025 年前三季度公司归母净利润创历史新高



资料来源：同花顺 ifind、渤海证券研究所

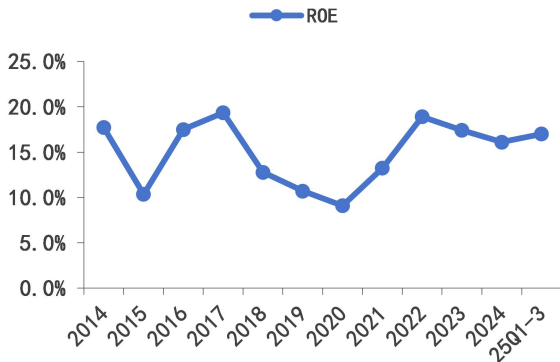
图 6：公司经调整 Non-IFRS 归母净利润



资料来源：公司官网、渤海证券研究所；注：非《国际财务报告准则》（Non-IFRS）归母净利润不包括股权激励费用、可转换债券发行成本、汇率波动相关损益、并购所得无形资产摊销、出售、重组和资源整合相关损益等，经调整 Non-IFRS 归母净利润进一步剔除已实现及未实现权益类资本性投资损益、已实现及未实现应占合营公司损益。

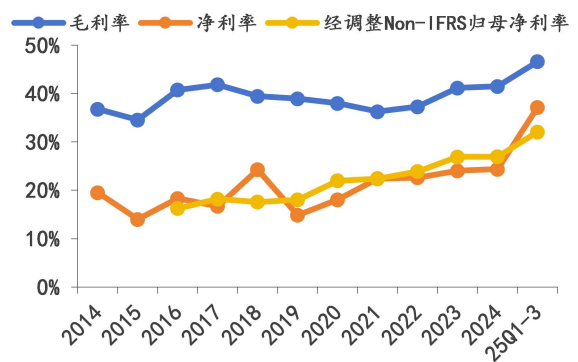
2019 年起净利率逐年增长，优异商业模式与规模效应凸显。从盈利能力来看，公司净资产收益率（ROE）保持震荡，2020 年下滑至 9.1%，2022 年回升至 18.9%，2023-25Q3 表现震荡。我们认为随着公司不断专注主业，持续开发 CRDMO 业务模式，规模效应及大客户订单增长有望促进 ROE 回升。公司 2014 年以来毛利率始终稳定在 30%以上，25Q1-3 达到 46.6%，产能效率提升促进毛利率提升。净利率 2019 年开始维持每年增长，25Q1-3 达到 37.1%。经调整 Non-IFRS 归母净利润率自 2018 年保持逐年增长，自 2018 年的 17.6%增长至 25Q1-3 的 32.1%。

图 7：公司 ROE 表现



资料来源：同花顺 ifind、渤海证券研究所

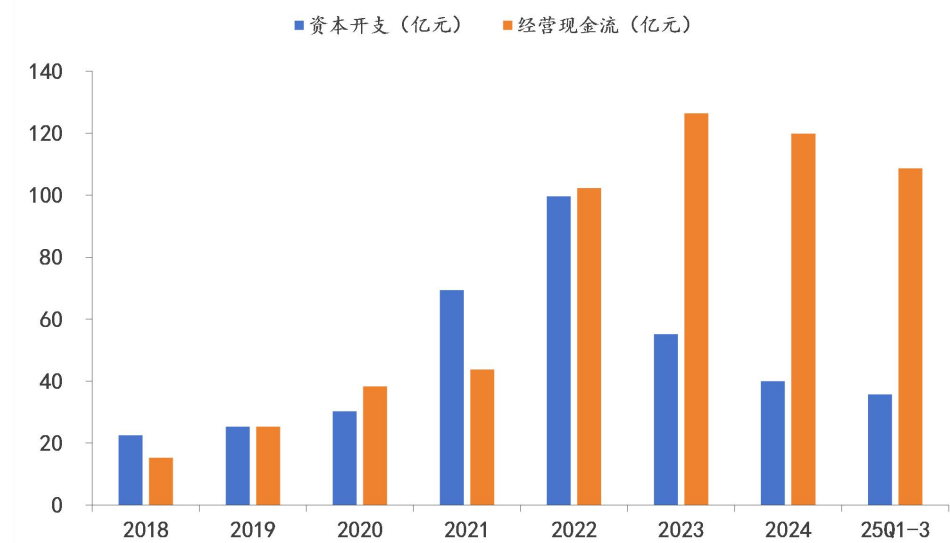
图 8：公司 2019 年以来净利率保持逐年增长



资料来源：同花顺 ifind、公司官网、渤海证券研究所

充足经营现金流支撑长远发展，积极推进全球产能建设。公司持续的业务发展、高效运营以及财务管理能力不断提升推动经营现金流自 2018 年至 2023 年稳步上行，2024 年小幅下降，25Q1-3 达到 108.7 亿元，同比+35%，充足的现金流助力公司经营稳步发展。在产能建设方面，公司资本开支提前布局，积极推进全球产能建设，产能先行满足客户多元需求，2018 年资本开支为 22 亿元，2022 年达到阶段性高点 100 亿元，25Q1-3 回落至 35.7 亿元。而由于部分工程结算周期比预期长，公司预计 2025 年资本开支为 55-60 亿元，随着业务增长、效率提升以及考虑到工程付款时间性差异，预计 2025 年自由现金流为 80-85 亿元。

图 9：公司资本开支及经营现金流

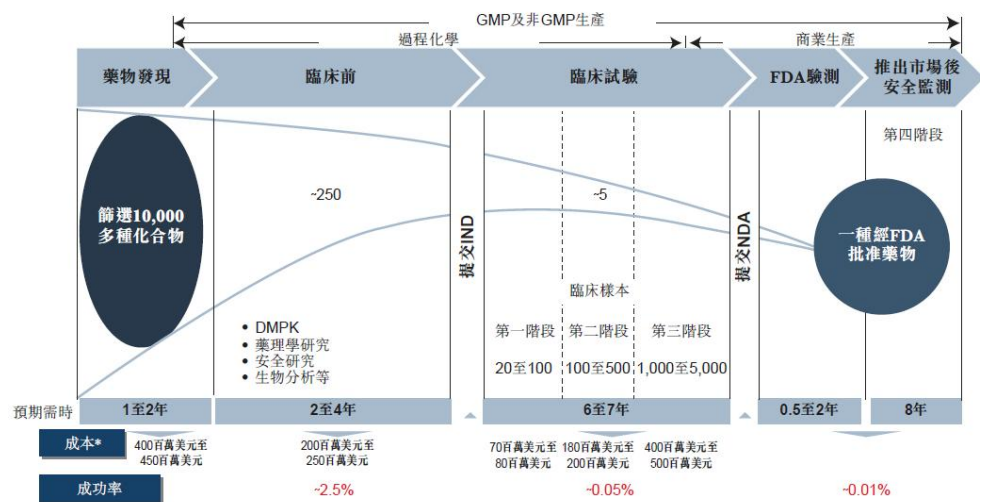


资料来源：公司官网、渤海证券研究所；注：资本开支包括购建固定资产、无形资产和其他长期费用等。

2.CXO 行业：专业化分工，行业蓬勃发展

药物开发时间久、成本高、成功率低。作为一项时间周期长、复杂且高成本的过程，新药研发主要分为药物发现及前期研发、临床前药理学实验、工艺合成、临床试验及商业化生产等五个主要阶段。根据公司公告，由早期药物发现直到商业化推出一般平均需要 10 年以上，研发成本超过 10 亿美元。开发一种新药从早期发现至最终通过审批的成功率较低，甚至低至 0.01%。

图 10：药物开发流程图

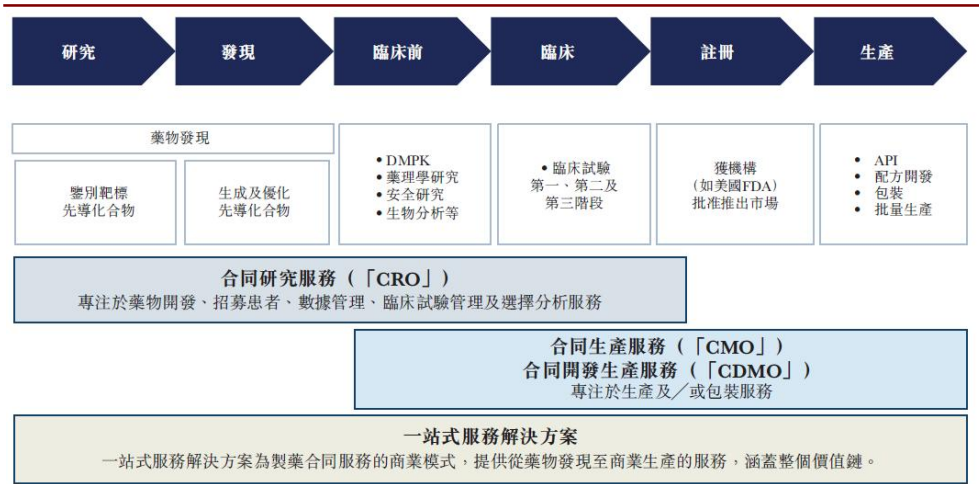


资料来源：公司公告、渤海证券研究所；注：成本按照实际支付成本而非资本化成本计算。

专业化分工趋势下，医药研发服务行业应运而生。随着全球新药研发及销售市场竞争日益激烈、新药研发时间成本和支出不断提高、专利到期后仿制药对原研药利润的实质性冲击，国内外大型制药企业为了缩短研发周期、控制成本、降低研发风险，逐步将资源集中于发展自身核心研发业务，集中于疾病机理研究及新药靶点的发现及研发早期阶段，而将后续研发中晚期及开发阶段涉及的药物化合物筛选及研发、数据采集分析、临床、委托生产或加工等产业链环节委托给医药研发服务企业。借助医药研发服务企业资源在短时间内迅速组织起具有高度专业化和丰富经验的临床试验团队，更加有效地控制研发管理费用及协调内外部资源配置。作为新药研发领域中社会化专业化分工的必然产物，医药研发服务企业凭借其成本优势、效率优势等特点实现快速发展壮大，成为医药研发产业链中不可缺少的环节。

根据新药研发领域中客户服务阶段的不同，医药研发外包服务（CXO）一般分为合同研究服务（CRO）、合同生产业务/合同开发生产业务（CMO/CDMO），分别对应新药研发领域中的临床前研究及临床研究、定制化生产及研发服务等产业链中的不同环节。

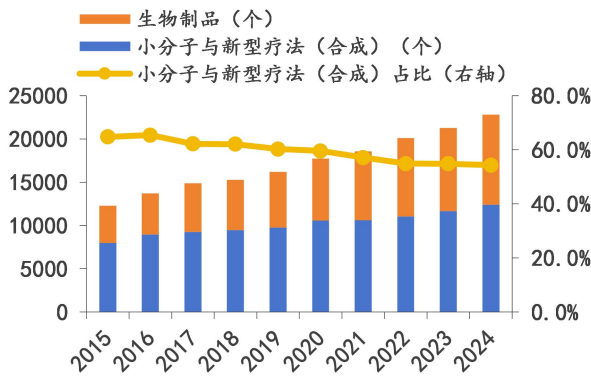
图 11: CXO 价值链



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

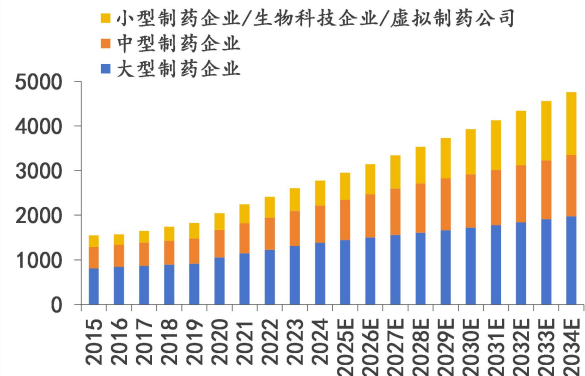
全球研发管线数量持续攀升, 研发投入不断增长。根据公司官网, 2015-2024 年全球研发管线数量持续增长, 其中小分子与新型疗法 (合成) 仍为主导模式, 生物制品逐步发力, 到 2024 年小分子与新型疗法 (合成) 的管线共 12399 个, 生物制品管线达到 10426 个, 为全球医药的研发注入源源不断的活力。同时, 从研发投入的规模来看, 2015-2034 年预计大型制药企业的研发投入复合年增长率 (CAGR) 为 4.8%, 中型为 5.7%, 而小型制药企业/生物科技企业 (biotech) /虚拟制药公司有望达到 9.3%, 到 2034 年合计研发投入达到 4761 亿美元。小型制药企业/biotech/虚拟制药公司规模较小, 对外包研发的需求更加旺盛, 加速推动 CXO 企业的发展。

图 12: 全球按治疗方式划分的管线数量



资料来源: 公司官网, 弗若斯特沙利文, 渤海证券研究所

图 13: 按企业规模划分的全球研发投入 (亿美元)

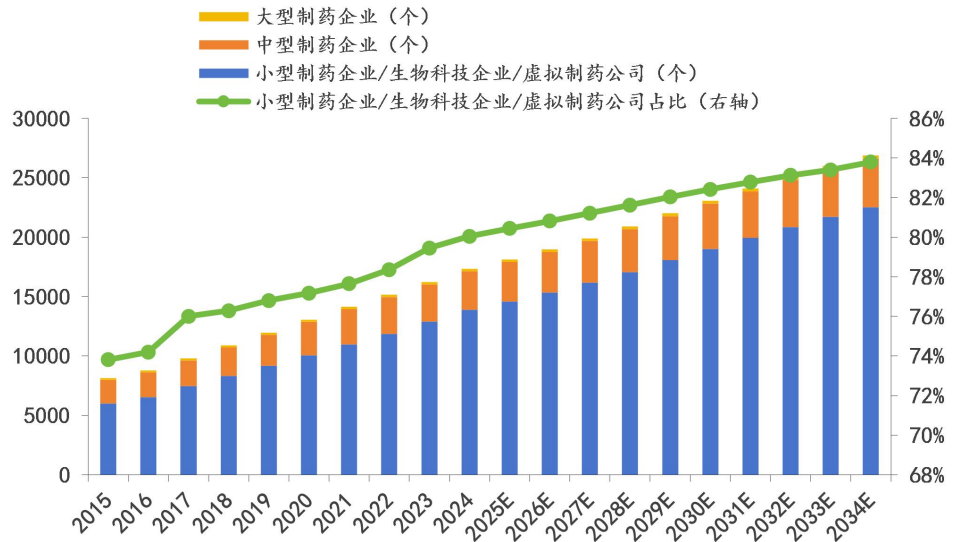


资料来源: 公司官网, 弗若斯特沙利文, 渤海证券研究所; 注: 大型制药企业销售额大于 10 亿美元, 中型制药企业销售额在 1-10 亿美元, 小型制药企业/生物科技企业/虚拟制药公司销售额小于 1 亿美元, 下同。

制药企业数目提升, 小型企业需求多元化, 带动外包占比和规模不断上涨。根据公司官网, 2015 年全球制药企业共 8146 家, 每年孵化约 1000 家新公司, 到 2024 年为 17342 家, 预计到 2034 年有望达到 26867 家, 其中大型制药企业有望达到 285 家, 中型有望达到 4081 家, 2024 年以来合计占比约 20% 左右, 而小型制药企业/biotech/虚拟制药公司有望达到 22501 家, 占比达到 84%, 成为全球药物研发市场的新兴力量。小型企业缺乏充足的时间或资本自行建设其研发项目所需的实

实验室和生产设施，但需要在短时间内获得满足研发项目的多项不同服务，因此选择外包企业是较好的选择。

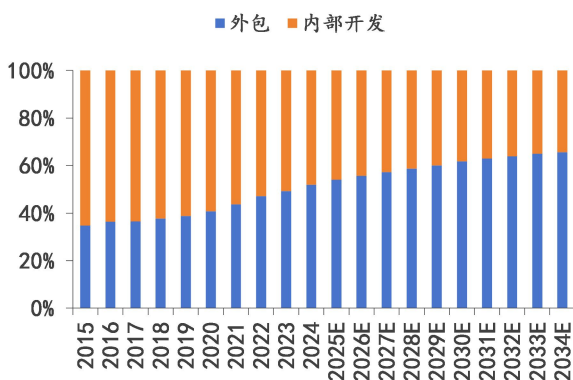
图 14: 全球制药企业数量



资料来源: 公司官网、弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

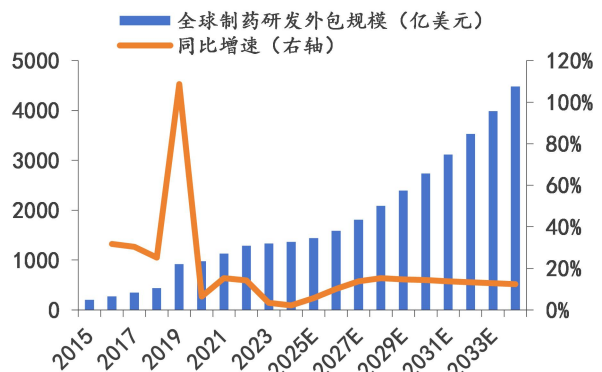
得益于小型企业不断创新贡献和需求的多元化，全球研发外包市场持续扩张。根据公司官网，全球医药研发外包比例从 2015 年的 34.8% 增长至 2024 年的 51.9%，2034 年有望达到 65.6%。全球制药研发外包规模逐年提升，预计 2024-2029 年 CAGR 为 11.9%，至 2029 年达到 2395 亿美元，其中小分子 CDMO 和临床前 CRO 的 CAGR 分别为 16.6% 和 10.6%，贡献主要增量。2029-2034 年总体规模 CAGR 有望达到 13.4%，小分子 CDMO 是主要增量，其中多肽和寡核苷酸 CDMO 增速较快。

图 15: 全球医药研发外包比例



资料来源: 公司官网、弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

图 16: 全球制药研发外包规模及增速

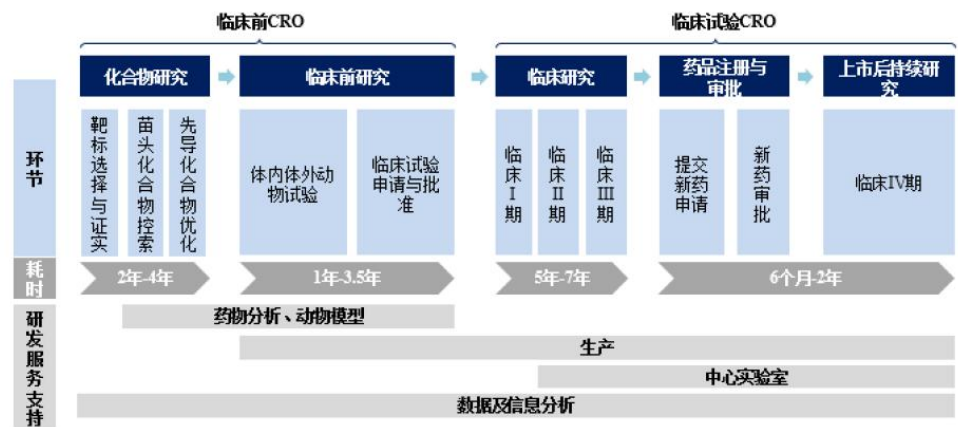


资料来源: 公司官网、弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

2.1CRO 行业：需求加速释放，行业繁荣发展

CRO 涵盖临床前 CRO 和临床试验 CRO 两个环节。从提供服务的阶段来划分，CRO 主要分为临床前 CRO 和临床试验 CRO，其中临床前 CRO 主要提供化合物研究和临床前研究服务，包括靶标选择与证实、苗头化合物控索、先导化合物优化等，临床 CRO 主要提供临床研究、药品注册与审批和上市后持续研究服务，涵盖临床 I-IV 期、提交新药申请和新药审批等。CRO 有助于制药公司加快项目进度、控制风险、优化资源且降低成本。

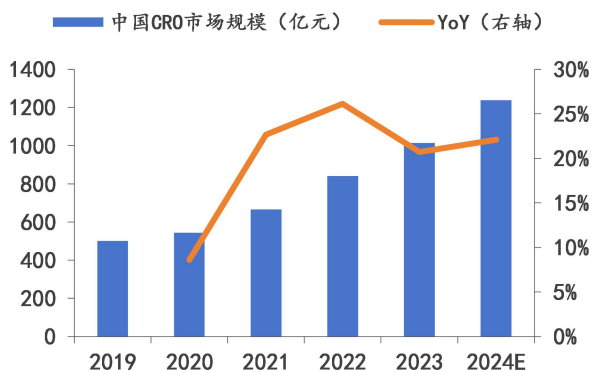
图 17: CRO 开发流程与各模块内容



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

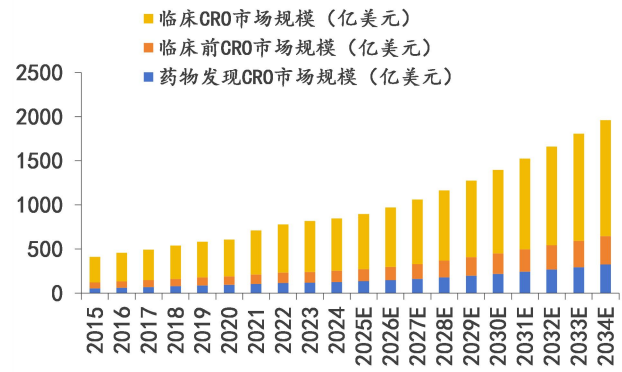
在我国医药市场需求加速释放、行业精细化专业化分工趋势加剧和分级诊疗推进的背景下，我国 CRO 行业繁荣发展。企业通过投入研发资金、吸引海内外高端研发人才等方式增强自身服务竞争力，构建新药研发产业链的重要一环。根据中商情报网，预计 2024 年我国 CRO 市场规模为 1238 亿元，2019-2024 年 CAGR 达到 19.9%，实现快速增长。全球来看，根据公司官网，2025 年药物发现 CRO/临床前 CRO/临床 CRO 市场规模预计分别为 135/136/623 亿美元，预计 2025-2034 年 CAGR 分别为 10.1%/10.1%/8.6%，全球市场平稳增长。

图 18: 中国 CRO 市场规模及增速



资料来源：中商情报网、渤海证券研究所

图 19: 全球各类型 CRO 市场规模



资料来源：公司官网、渤海证券研究所

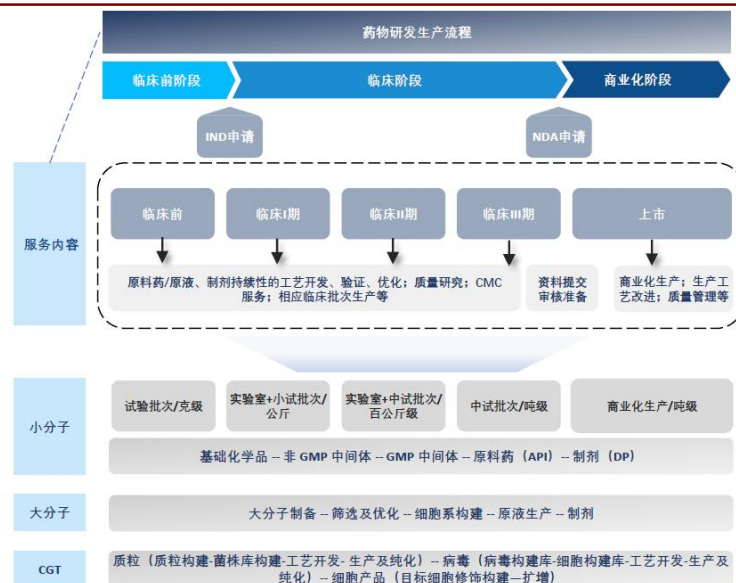
研发成本及周期压力增加，企业通过 CRO 转移固定成本意愿增强，促进一体化纵

向发展。在研发成本提升与专利悬崖的双重挤压下，新药研发的复杂性和监管负担导致研发成本快速提升。凭借高度专业化的研究网络和新药注册团队，CRO企业能够使新药研发的资金投入和潜在风险在整条产业链上得到分散，有助于降低制药企业的研发成本，并缩短平均30%的研发时间，从而加快新药审批及上市速度。同时，新药研发作为复杂的系统工程，CRO业务也覆盖多个环节，由于不同研究阶段之间最重要的是研究数据的衔接及实验结果的可信任度，仅提供单一阶段CRO的企业无法满足大型药企在全产业链上的研发需求，推动企业围绕客户需求不断拓展产业链上下游领域，提供全方位、一体化的新药研究、开发、生产类服务。

2.2 CDMO 行业：全球规模稳步提升，我国快速增长

药企对成本控制及效率提升的诉求推动单一代工生产服务的CMO企业向提供定制生产及工艺研发服务的CDMO企业升级。CMO的基本业务模式是企业接受药企委托，为药品生产涉及的工艺开发、配方开发提供支持，主要涉及临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等定制生产制造业务。随着药企不断提高对成本控制和效率提升的要求，传统CMO企业仅依靠药企提供的生产工艺及技术支持进行单一代工生产服务已经无法完全满足客户需求，药企希望CMO企业能够利用自身生产设施及技术积累承担更多工艺研发和改进的创新性服务职能，进一步帮助药企改进生产工艺、提高合成效率并降低制造成本，因此CDMO企业应运而生。CDMO企业为药企提供创新药生产时所需要的工艺流程研发及优化、配方开发及试生产服务，并在研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务，将自有高技术附加值工艺研发能力及规模生产能力深度结合，通过临床试生产+商业化生产的供应模式深度对接药企的研发、采购、生产等整个供应链体系，以附加值较高的技术输出取代单纯的产能输出，推动资本密集型的CMO行业向技术与资本复合密集型的CDMO行业全面升级。

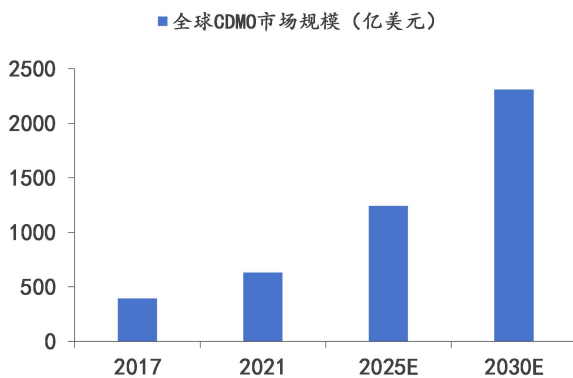
图 20：CDMO 服务范围



资料来源：弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

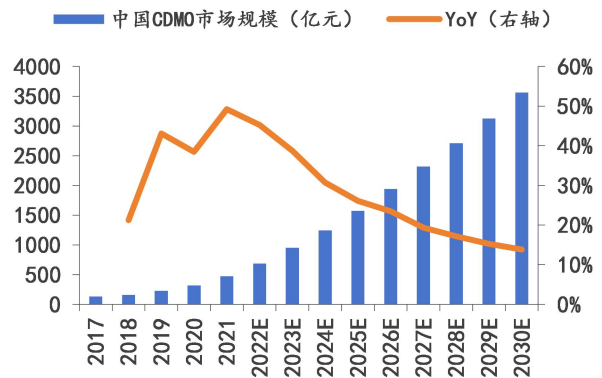
全球 CDMO 市场规模稳步提升，我国快速增长。全球 CDMO 行业持续放量，市场规模稳步提升，根据弗若斯特沙利文，预计 2025 年全球 CDMO 市场规模为 1243 亿美元，2025-2030 年 CAGR 为 13.2%，平稳向上，到 2030 年有望达到 2310 亿美元。随着我国医药行业快速发展，我国 CDMO 市场规模快速增长，2017-2021 年我国 CDMO 市场规模 CAGR 为 37.6%，预计 2025 年将达到 1571 亿元，2025-2030 年 CAGR 约为 17.8%，2030 年有望达到 3559 亿元。在国际上的占比也逐步提升，2017 年占比约 5%，到 2030 年占比有望达到 24% 左右。

图 21: 全球 CDMO 市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

图 22: 中国 CDMO 市场规模及增速



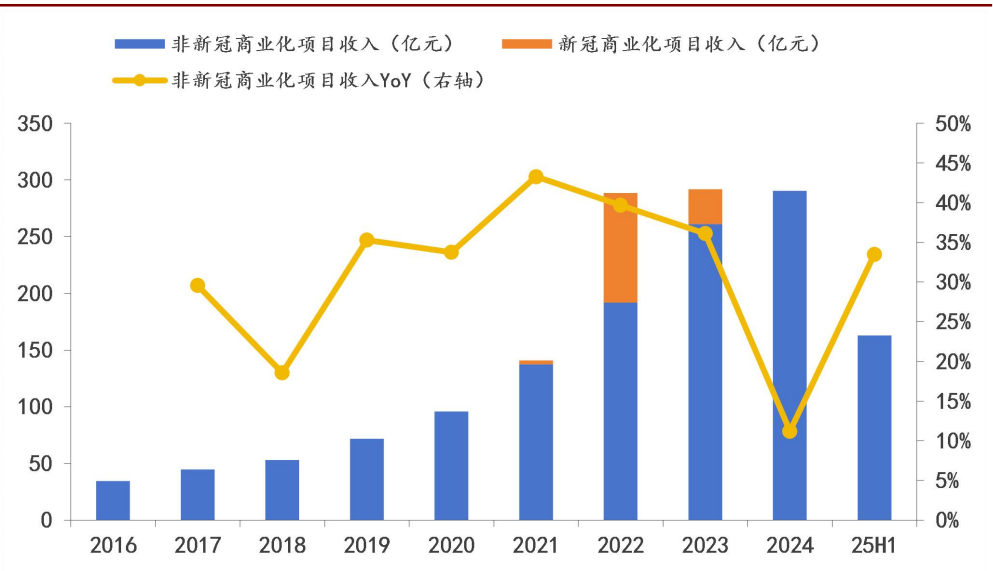
资料来源: 弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

我国 CDMO 行业兼具人力资源和成本优势，可满足药企选择生产外包服务时对于成本控制的需求，推动 CDMO 行业快速增长。药物开发和生产工艺优化等需要大量专业技术人才，因此 CDMO 为技术密集型行业，我国每年生物医药相关专业毕业生为 CDMO 行业提供充裕的人才来源。此外我国在物流、原材料和能源等方面也具有明显的成本优势，有望推动海外产能向我国转移。

3.化学业务（WuXi Chemistry）：CRDMO 一体化服务，漏斗效应持续引流

WuXi Chemistry 提供一体化服务，近年来收入实现高速增长。WuXi Chemistry 通过整合合全药业、研发化学服务部等化学业务相关的资源和能力，为创新药从发现阶段到商业化生产提供一体化服务，以 CRDMO 模式提供一体化解决方案，在同一平台下结合传统的 CRO、CDMO 和 CMO 服务，包含所有化学药物的分子形式及所有类别，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。2016 年 WuXi Chemistry 营收为 34.5 亿元，2023 年增长至 291.7 亿元（含新冠商业化项目收入 30.5 亿元），2024 年收入达到 290.5 亿元（不含新冠商业化项目收入）。不考虑新冠商业化项目收入，2016-2024 年收入 CAGR 达到 30.5%，实现高速增长，25H1 收入为 163 亿元，同比+33.5%。

图 23: WuXi Chemistry 收入及增速



资料来源：公司官网、公司公告、渤海证券研究所

CRDMO “一体化、端到端”运营，进一步提升研发成功率。按产业链来看，公司首先为客户提供小分子化学药发现、研发等临床前各阶段 CRO 服务及相关配套支持，进而提供原料药、临床候选药物的生产工艺改进、实验室小试/中试、商业化生产等 CMO/CDMO 服务。相对单一环节的 CXO 企业，公司深入布局 CRDMO 一站式服务，降低不同外包服务之间转移技术的成本和风险，深入了解项目以提升最终药物研发成功率且有望缩短从药物发现到商业化所需时间。

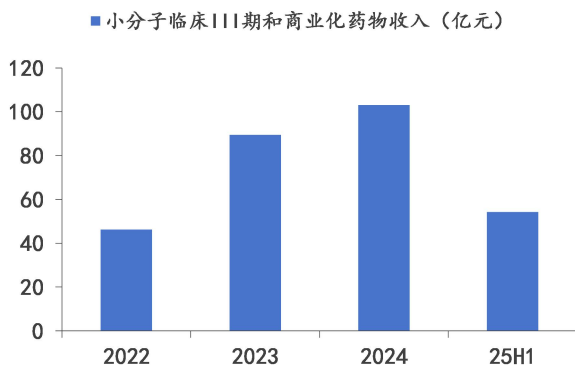
图 24: WuXi Chemistry 服务平台



资料来源: 公司官网、渤海证券研究所

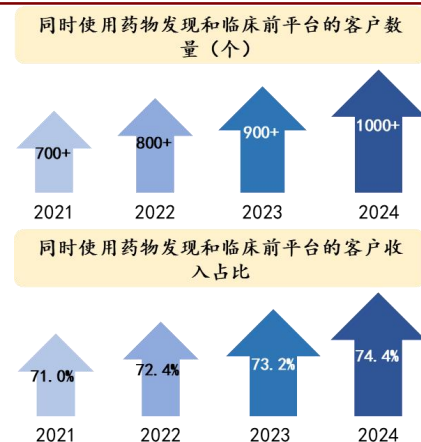
强资金需求+高客户粘性, 公司 CRDMO 一站式服务筑高壁垒。大型一站式服务涵盖 CRO/CDMO 各个环节, 可提供从药物发现至生产价值链中不同服务所需的设备及专门研究不同领域的研发人员, 拥有先进的研发场地设施、具备中试和大规模生产能力的高标准工厂, 因此对资金需求要求更高, 才得以承担固定资产投入及相关流动资金的需求。同时, 医药研发服务对新供应商考察周期较长, 获得信任成为核心供应商后, 为了保证研发服务和原材料供应的稳定性, 一般不会轻易更换供应商。公司能为不同客户灵活提供定制服务, 建立长期合作关系, 客户粘性高。2024 年同时使用公司药物发现和临床前平台的客户超过 1000 个, 收入占公司总体业务的比重达到 74.4%, 稳步增长。2022 年小分子临床 III 期和商业化学药物收入为 46.3 亿元, 到 2024 年达到 103 亿元, 同比+15%, 公司 CRDMO 模式为持续性发展打下坚实基础。

图 25: 公司小分子临床 III 期和商业化学药物收入



资料来源: 公司官网、渤海证券研究所; 注: 不含新冠商业化项目收入

图 26: 公司同时使用药物发现和临床前平台的客户情况

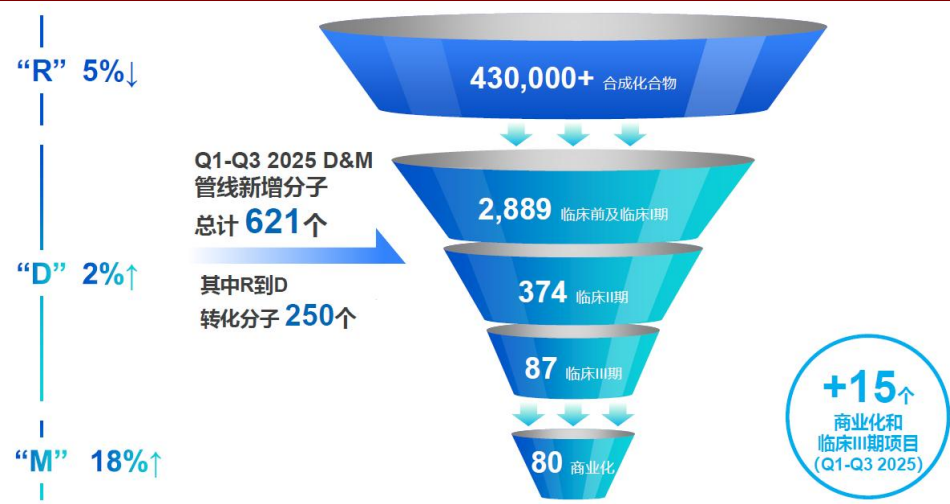


资料来源: 公司官网、渤海证券研究所

3.1R 业务：持续引流，漏斗效应高效转化

小分子药物发现（R）业务提供一体化研究，研发实力雄厚。根据公司官网，公司 R 业务拥有 20 多年研究经验、5 个研发中心、约 9000 名在线化学研发人员，与 900 多家客户合作超过 5 年，其中包含与 240 多家客户合作超过 10 年，紧跟化学前沿，大力投资新技术和方法，拓展化学合成工具箱，加快项目研发进展，拥有多项特殊化学平台和技术平台。

图 27：公司小分子 CRDMO 管线高效转化（个）



资料来源：公司官网、渤海证券研究所

“跟随客户+跟随分子”双重驱动，小分子 CRDMO 管线高效转化，不断引流高质量分子，协同效应显著。公司具备研发领域丰富经验，从创新药研发的早期阶段即介入其中，与客户在整个生命周期持续合作，对于客户的新药研发和治疗机理的理解更透彻，因此相较于其他 CDMO 企业，公司可以更好地指导药物后期的工艺研发和生产线工作，为客户提供连续稳定的 CMO/CDMO 业务。同时可以从更早期阶段锁定客户订单需求，满足客户全方位业务需要。公司拥有全球领先的小分子研究团队，赋能早期小分子新药研发客户，并成为公司下游部门的“流量入口”。截至 2025 年三季度，过去 12 个月，小分子 R 业务成功合成并交付超过 43 万个新化合物，25Q1-3 小分子工艺研发和生产（D&M）管线新增分子 621 个，其中 R 到 D 转化分子 250 个，新增 15 个商业化和临床 III 期项目。

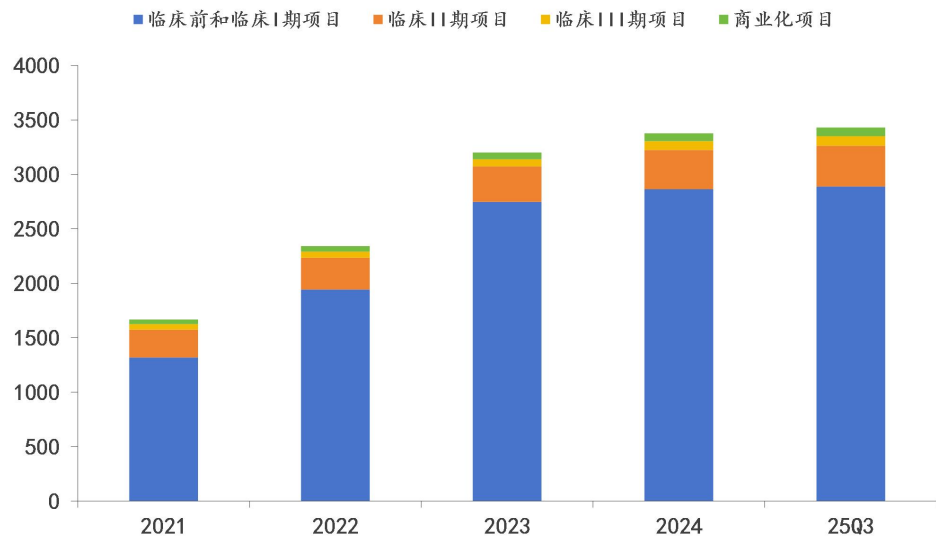
3.2D&M 业务：保持强劲，筑牢基本盘

公司 D&M 业务主要依托于合全药业，在原料药服务、制剂服务、分析服务、全球申报事务药学支持等方面提供服务与解决方案。原料药方面，公司在亚洲和北美的 6 个原料药基地每年为全球数千名客户提供原料药和高级中间体的工艺开发和生产服务，原料药研发团队拥有超过 3600 名工艺化学和分析科学家，全球基地整合了起始物料、中间体和原料药的生产，提供稳健可靠的供应链，预计 2025 年底小分子原料药反应釜总体积将超过 4000kL。制剂方面，公司提供从临床前到商业

阶段的制剂开发和生产，在全球拥有一体化制剂研发和生产基地，开发各种包装形式的固体口服制剂和非口服剂型，提供从实验室到大规模生产的生物利用度增强技术，如脂质纳米颗粒和喷雾干燥分散体。根据公司官网，2024 年制剂业务支持 1000 多个临床前到 III 期的分子，迄今为止共验证 50 多个后期化合物，助力 10 多个制剂产品成功商业化。

小分子 D&M 管线稳步增长。25Q1-3 公司小分子 D&M 管线累计新增 621 个分子。截至 2025 年 9 月末，小分子 D&M 管线总数达到 3430 个，包括 80 个商业化项目，87 个临床 III 期项目，374 个临床 II 期项目，2889 个临床前和临床 I 期项目。

图 28: 公司小分子 D&M 管线数量 (个)



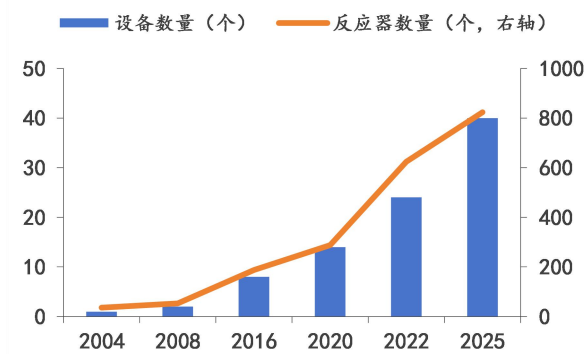
资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

市占率全球领先，畅销药物占比更高。根据公司官网，2024-25H1 在美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准的小分子药物中，公司生产的药物占比达到 20% (2024 年占比 6/31，25H1 占比 2/9，合计占比 8/40)，市占率全球领先。在 2024 年最畅销的 10 款化学合成药物中公司生产了 4 款，2024 年该 4 款药物的全球销售额合计超过 450 亿美元，预计到 2030 年有望在最畅销的 10 款化学合成药物中生产 5 款，2030 年该 5 款药物的全球预计销售额合计超过 1060 亿美元，助力全球顶尖药物快速发展。

紧握胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 发展趋势，积极布局。随着全球减重药物的持续兴起，GLP-1 药物热度快速提升，市场空间加速拓展，根据公司官网，预计 2030 年全球 GLP-1 药物销售额将达到 1260 亿美元，是 2024 年的 2.3 倍。2024 年全球临床阶段 GLP-1 小分子、多肽管线从 62 个增长至 85 个，同比+37%；同期，WuXi Chemistry 临床阶段 GLP-1 药物管线从 13 个增长至 20 个，同比+54%，积极把握 GLP-1 药物趋势。目前公司已经推进 23 款 GLP-1 药物，其中 57 款临床阶段多肽药物中推进 11 款、34 款临床阶段小分子药物中推进 11 款、7 款已上市的新化学实体 (NCE) 药物中推进 1 款。WuXi Chemistry 目前正在推进 16 种处于临床 II 或 III 期的 GLP-1 小分子和多肽药物，占据 26% 的市场份额。

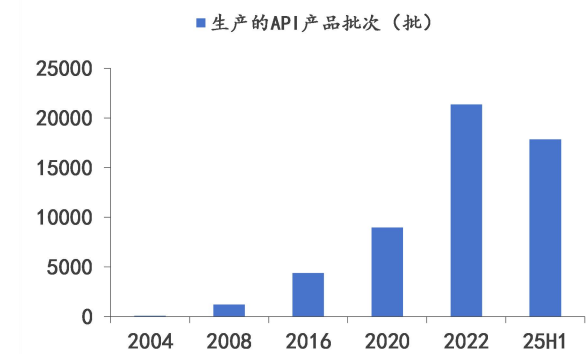
工厂建设经验丰富，投产进一步加速。随着公司不断建设新工厂，产能投产的经验更加丰富，速度也在进一步加快，公司第一个反应器开始生产至全部反应器全面投产的时间周期不断缩短，2017年约22.6个月，2020年约7.4个月，到2024年仅需2.4个月，快速投产确保公司得以把握市场趋势，更快满足客户需求。产能建设持续推进，2024年泰兴原料药生产基地投入运营，常州及泰兴产能逐步提升。根据公司官网，公司拥有40个原料药设备、823个反应器，25H1已生产原料药（API）产品17846批次。

图 29：公司原料药设备及反应器数量



资料来源：公司官网、渤海证券研究所

图 30：公司历年生产的原料药产品批次数量



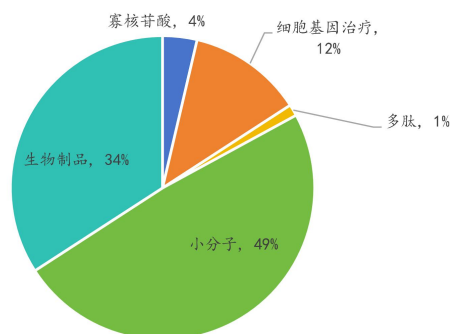
资料来源：公司官网、渤海证券研究所

平台能力持续增强，新技术稳步应用。随着新技术、新机理、新分子类型的不断突破，公司原料药平台在流动化学、酶催化、结晶和颗粒工程工艺研究方面的研发实力不断增强，制剂平台能力从口服制剂拓展到无菌注射制剂，并持续进行难溶性药物的制剂工艺研究，以及喷雾干燥、热熔挤出、脂质纳米粒等新型技术的开发应用。

3.3 TIDES 业务：聚焦新技术，产能加速爬坡

多肽、寡核苷酸等新技术路径兴起。2024-25H1 美国 FDA 的新药批准情况中，小分子、生物制品和细胞基因治疗分别有 40、28 和 10 个，值得关注的是，寡核苷酸和多肽分别有 3 和 1 个，新技术路径逐步兴起。

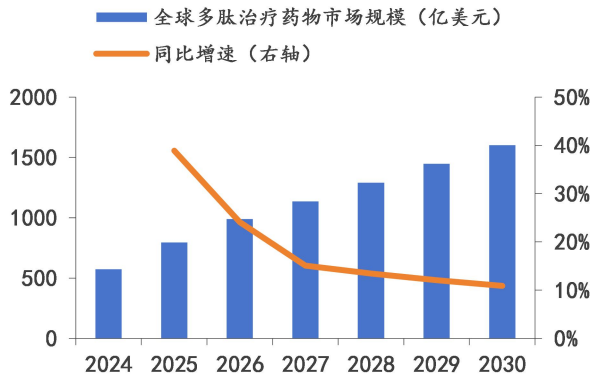
图 31：FDA 按疗法划分的新药批准情况（2024-25H1）



资料来源：公司官网、FDA、渤海证券研究所

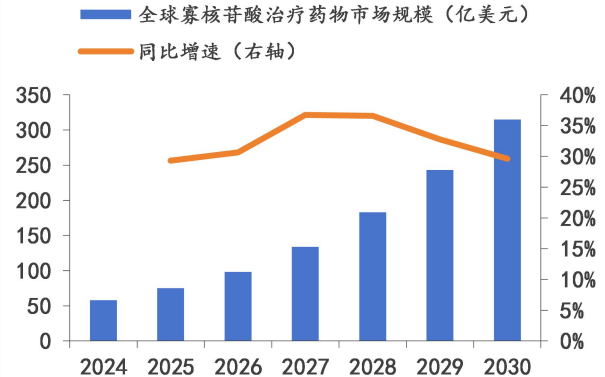
多肽治疗药物及递送载体发展，促进全球多肽市场规模强势增长。受益于 GLP-1 多肽疗法及心脏治疗、免疫抑制剂或胃肠道治疗等其他主要适应症的增长，多肽药物市场规模实现快速增长。同时多肽也可作为其他治疗模式的递送载体，肽类偶联药物亦快速兴起。根据公司官网，2024 年全球多肽治疗药物市场规模为 573 亿美元，预计到 2030 年有望达到 1603 亿美元，2024-2030 年 CAGR 达到 18.7%，保持强劲增长势头。

图 32: 全球多肽治疗药物市场规模及增速



资料来源: 公司官网、Evaluate Pharma、渤海证券研究所

图 33: 全球寡核苷酸治疗药物市场规模及增速

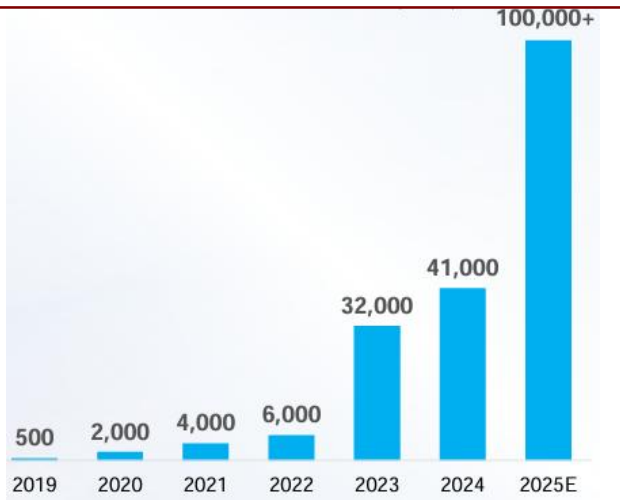


资料来源: 公司官网、Evaluate Pharma、渤海证券研究所

应用拓展与技术创新带动寡核苷酸市场蓄势待发。寡核苷酸药物目前逐步扩展应用到中枢神经系统、心血管、肿瘤学、感觉器官疗法，尤其针对遗传性疾病，涵盖罕见病和孤儿病等，同时合成与递送技术不断创新，带动寡核苷酸药物市场规模不断增长。2024 年全球寡核苷酸治疗药物市场规模为 58 亿美元，预计到 2030 年有望达到 315 亿美元，2024-2030 年 CAGR 达到 32.6%，呈现快速增长。

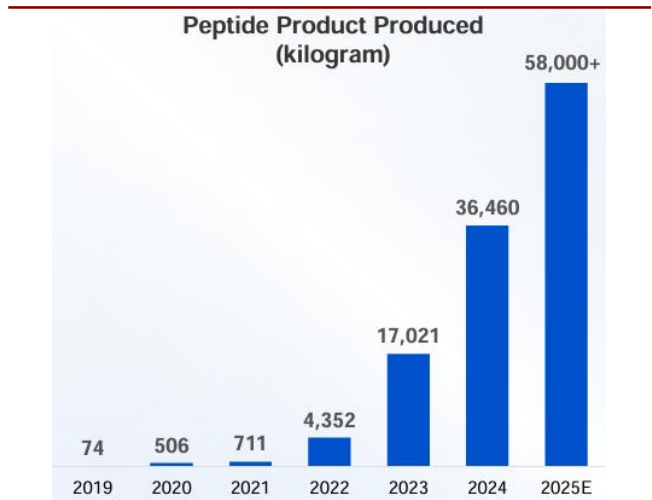
公司近年来产能建设加速，多肽固相合成反应釜总体积快速增长。公司寡核苷酸和多肽 (TIDES) 业务拥有业界独特的新分子种类 CRDMO 平台，端到端支持多种复杂化学偶联物的研发与生产。近年来产能建设加速，多肽固相合成反应釜总体积从 2019 年 500 升增长至 2024 年 4.1 万升，2025 年 9 月公司已提前完成泰兴多肽产能建设，2025 年公司多肽固相合成反应釜总体积超过 10 万升。多肽产品产量从 2019 年的 74kg 增长至 2024 年 3.6 万 kg，预计 2025 年有望突破 5.8 万 kg，不断提升的多肽产能得以更好地满足客户相关需求，在新技术领域保持领先地位。

图 34: 公司多肽固相合成反应釜总体积 (升)



资料来源: 公司官网、渤海证券研究所

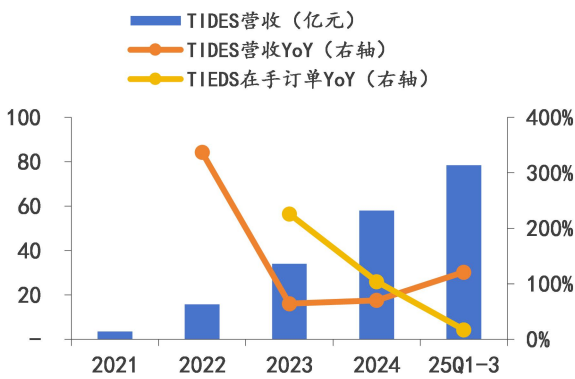
图 35: 公司多肽产品产量



资料来源: 公司官网、渤海证券研究所

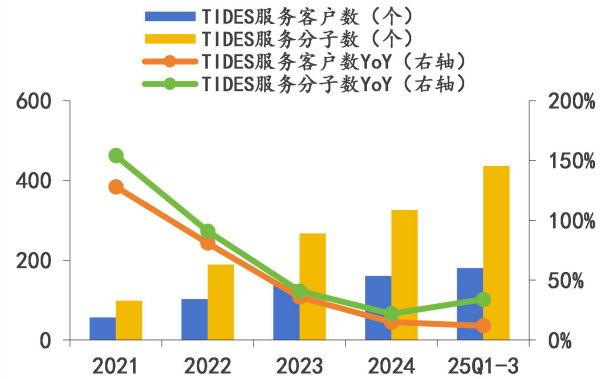
产能建设+管线引流, TIDES 业务保持高速增长。公司 25Q1-3 TIDES 业务营收同比+121.1%, 截至 2025 年 9 月末 TIDES 在手订单同比+17.1%, TIDES D&M 服务客户数同比+12%, 服务分子数量同比+34%, 25H1 D 管线中新增分子有 50% 是从 R 到 D 进行转化的, 管线引流效应延续。同时, 公司积极研发偶联药物, 在寡核苷酸和多肽偶联药物加速布局。

图 36: 公司 TIDES 业务营收及在手订单情况



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

图 37: 公司 TIDES 服务客户数量和分子数量



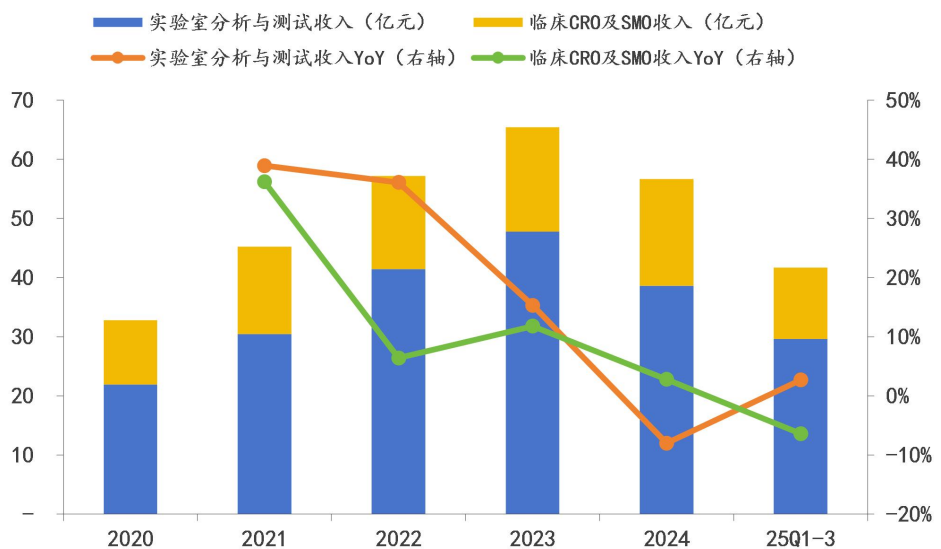
资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

长远来看, 公司 WuXi TIDES 平台能力有望进一步提升, 充分利用薄膜蒸发、切向过滤/沉淀, 连续流纯化等创新技术, 持续为寡核苷酸、多肽及相关化学偶联药物提供覆盖药物发现、化学成分生产和控制 (CMC) 研究及生产的一站式服务。

4.测试业务 (WuXi Testing)：一流测试解决方案，临床服务研究业务完成剥离

WuXi Testing 提供测试解决方案，近年营收有所波动。 WuXi Testing 集合测试事业部、康德弘翼、药明津石等临床前和临床的资源 and 能力，提供药物从临床前测试到临床试验的一体化测试解决方案，涵盖测试服务、临床研究服务和临床研究现场执行服务，加速研究开发进程。药明康德测试事业部为全球药物研发和测试平台，提供一流的测试解决方案，赋能科学家把理念转化成高效的医疗健康产品，加速从科研到临床及应用的转化，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。2020 年 WuXi Testing 营收为 32.8 亿元，2023 年增长至 65.4 亿元，其中实验室分析与测试、临床 CRO 及临床试验现场管理服务 (SMO) 分别为 47.8、17.6 亿元；2024 年为 56.7 亿元，同比-4.8%，主要系实验室分析及测试服务收入受市场影响，价格因素随着订单转化逐渐反映到收入上，同比-8.0%；25Q1-3 WuXi Testing 收入为 41.7 亿元，同比持平。

图 38: WuXi Testing 营收及增速



资料来源：公司公告、渤海证券研究所；注：按照 2024 年年报披露，WuXi Testing 仅包含持续经营的核心业务部分

4.1 实验室分析与测试：一体化服务，新分子业务发力

WIND 平台提供一体化服务，助力客户缩短新药研发进程。 在药物分析与测试服务方面，公司为客户提供药代动力学及毒理学、生物分析服务等一系列相关业务，发挥一体化平台优势，通过 WuXi IND (WIND) 平台将临床前药效、药代、安全评价及申报材料撰写和递交进行整合，为客户提供新药研发及全球申报一体化服务，加快客户新药研发进程。WIND 平台申报能力包括向国家药品监督管理局 (NMPA)

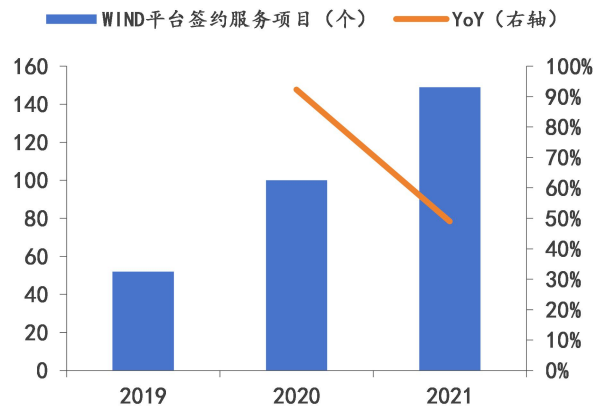
提交新药临床试验申请(IND)、新药上市申请(NDA)、仿制药上市申请(ANDA);向美国FDA提交IND、NDA、ANDA和药品主文件(DMF)申请;向欧盟国家提交临床试验申请(CTA)、上市申请(MAA)、DMF和仿制药申请等。WIND平台每年通过审评审批项目数量不断增长,横跨多种药物研发类型、作用靶点及治疗领域,2021年签约服务项目149个,同比+49%。

图 39: 公司 WIND 一体化服务



资料来源: 公司官网、渤海证券研究所

图 40: 公司 WIND 平台签约服务项目



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

持续推进产能建设,完善全球业务布局。2023年公司苏州启东的55000平米新设设施产能有序释放,中国区设施占地超15万平方米,美国区设施占地超2.5万平方米,在上海、苏州、南京、南通、Cranbury和Plainsboro均有布局。2024年,启东和成都设施通过NMPA和国际经济合作与发展组织(OECD)药品非临床研究质量管理规范(GLP)资质认证,苏州设施首次接受并顺利通过日本医药品医疗器械综合机构(PMDA)项目现场审计。

表 4: 公司测试平台服务和解决方案

服务和解决方案	基本情况	提供服务	产能地区
安全性评价服务	近10万平方米的现代化实验设施,是全球大型临床前和临床阶段安全性评价中心之一。开展的试验完全符合FDA、OECD和NMPA GLP要求,并且在国际实验动物评估和认可委员会(AAALAC)认证的一流设施中进行,拥有平均管理经验超过20年的管理团队。迄今为止已支持全球近700个IND/NDA项目。	为生物制品、小分子、天然产品和疫苗药物提供全方位的安全性评价服务。提供一般毒理、安全药理、遗传和体外毒理、发育与生殖毒理(DART)、致癌试验、眼科学服务、非临床数据交换标准、临床前生物分析等服务	苏州、成都、南通
药代动力学服务	主要负责体内、体外药物代谢动力学研究,拥有多元化的客户群体,涵盖超过全球90%的大型制药公司,千余家中小型生物制药公司,以及其他虚拟药企、非营利组织和学术机构。	提供从早期筛选、临床前开发、到临床研究阶段的综合型药代动力学服务。研究内容包括体外吸收、分布、代谢和排泄(ADME)研究,体内药代动力学研究,药物相互作用,代谢产物鉴定(体内外生物转化),定量放射性自显影研究,人体放射性物质平衡,以及代谢产物安全性评价等。	上海、苏州、南京、南通、美国新泽西
生物分析服务	拥有亚太地区领先的生物分析实验室,旨在为全球客户提供全面的、专业的一站式解决方案,拥有符合GLP标准的分析技术平台,资深专家及高素质员工,并恪守全球最高质量监管标准,为	服务涵盖药物研发的全生命周期,可分析的药物形态包含包括小分子、大分子、寡核苷酸、细胞基因治疗、双特异性抗体等新型药物形态。	

客户提供质谱、免疫、分子/细胞及中心实验室服务。

资料来源：公司官网、渤海证券研究所

行业性承压，营收稳定但盈利能力有所下降。公司拥有差异化能力建设和精细化的运营管理，促进实验室分析与测试业务在行业阶段性承压的背景下营收保持稳定，25Q1-3 营收同比+2.7%，其中药物安全性评价业务收入同比恢复正增长，保持亚太行业领先地位。但受市场影响，价格因素随着订单转化逐渐反映到盈利端，25Q1-3 经调整 Non-IFRS 毛利率同比下降。

新分子业务持续发力，自动化稳步推进。在行业承压的背景下，公司积极助力客户开展全球授权许可合作，新分子业务持续发力，在核酸类、偶联类、信使核糖核酸（mRNA）类、多特异性抗体类、多肽类等领域保持领先地位。同时公司持续推进自动化，药性评价业务自主开发一站式化合物鉴定软件，助力客户核酸类和多肽类代谢产物鉴定，解谱效率提升 83%。另外，公司积极助力客户开展全球合作，截止到 2024 年，近 3 年累计为约 40%成功出海的中国客户提供服务。

4.2 临床 CRO 及 SMO：仍有承压，完成剥离

公司临床 CRO 及 SMO 主要通过子公司康德弘翼和药明津石实施。康德弘翼专注为全球客户提供覆盖药物全生命周期的临床解决方案，聚焦肿瘤与自免等核心领域，服务覆盖 I 至 IV 期临床，在全球 12 个城市设立办公室，结合专家团队与智能管理平台，助力创新疗法高效上市。药明津石是新型综合性一体化医学研究平台，成立于 2009 年，总部位于上海。截至 2025 年 11 月，药明津石在中国 150 多座城市拥有一支 5300 余人的稳定专业临床研究团队，在肿瘤、心血管、神经、消化、眼科、呼吸、皮肤、感染、风湿免疫、肾科、妇产科、骨科、泌尿等领域有 4900 多个临床研究项目操作经验，为全球 800 多家合作伙伴提供高质量、高核查通过率的临床试验服务，与中国上千家医院达成了深度合作并对数百家研究机构进行药物临床试验质量管理规范（GCP）培训和临床研究实操培训，并帮助 30000 多位医生护士取得行业认可的药明津石 GCP 培训证书。

公司 SMO 业务保持行业领先。截至 2022 年末，SMO 团队拥有约 4700 人，分布在全国约 150 个城市的 1000 多家医院。25Q1-3，SMO 赋能 75 个产品获批上市，近 10 年累计赋能 331 个新产品获批上市，在内分泌、皮肤、肺癌、心血管内科等多个领域持续保持显著优势。

临床 CRO&SMO 业务受市场价格因素影响，25Q1-3 营收下降。25Q1-3 临床 CRO 助力客户获得 19 项临床试验批件和 2 项上市申请，但受市场价格因素影响，25Q1-3 临床 CRO&SMO 业务收入同比-6.4%，降至 12.1 亿元，其中 SMO 收入同比-0.7%，但仍保持国内行业领先地位。

剥离临床服务研究业务，进一步聚焦核心业务。为进一步聚焦 CRDMO 核心业务发展，专注药物发现、实验室测试及工艺开发和生产服务，并投资加速全球化能力

建设和产能投放，2025年10月24日公司与高瓴投资达成协议，将出售中国临床服务研究业务100%股权，包括临床CRO和SMO业务。2025年12月16日，公司公告已收到受让方足额支付的第一期股权转让价款人民币15.4亿元，本次交易已完成交割，康德弘翼与药明津石不再纳入公司合并报表范围，经公司财务部门按中国企业会计准则初步核算，截至公告日本次交易预计产生税后净利润约9.6亿元。

5.生物学业务（WuXi Biology）：新分子种类持续建设，高效引流

世界最大的生物学赋能平台之一，提供一站式服务。WuXi Biology整合脱氧核糖核酸（DNA）编码化合物库技术、生物学、肿瘤学及免疫学能力，为全球客户提供一体化药物发现及研究服务。WuXi Biology业务涵盖苗头化合物发现、药物发现、肿瘤学研究、发现生物学等；公司拥有世界最大的发现生物学赋能平台之一，拥有分布于三地的千余名经验丰富的科学家，提供全方位的生物学服务和解决方案，能力涵盖新药发现各个阶段及主要疾病领域，建立3个卓越中心，包括非酒精性脂肪性肝炎、抗病毒、神经科学和老年病。公司肿瘤新药发现服务及罕见病、免疫学疾病服务同步强劲增长，提供从靶点发现到临床生物标志物检测一站式服务。2021年公司上线OncoWuXi数据库2.0，实现肿瘤免疫模型全覆盖，同时推出WuXi IO Foundation产品，通过多重免疫荧光、数字影像等先进技术平台精准展现肿瘤组织中免疫细胞、肿瘤细胞及其微环境和空间结构。

图 41: WuXi Biology 平台



资料来源：公司官网、渤海证券研究所

多技术、多维度数据库分析能力，高效助力客户服务。公司拥有领先的DNA编码化合物库（DEL）和苗头化合物发现平台，服务客户数量逐年提升。根据公司官网，DEL化合物分子数量超过1.1万亿个，超过100种DNA兼容反应助力支架形成，拥有超10.42万个分子砌块。生物学早期发现综合筛选平台集成了高通量筛选（HTS）/DEL/亲和质谱法（ASMS）/基于片段药物发现（FBDD）/计算机辅助药物设计（CADD）等多技术和多维度数据库分析能力，为客户提供广泛且具有深度的服务。同时打造高通量自动化蛋白生产线，推出全新服务DEL vision（蛋白质

-DEL 信息库)，赋能客户更高效解析蛋白质-小分子相互作用。

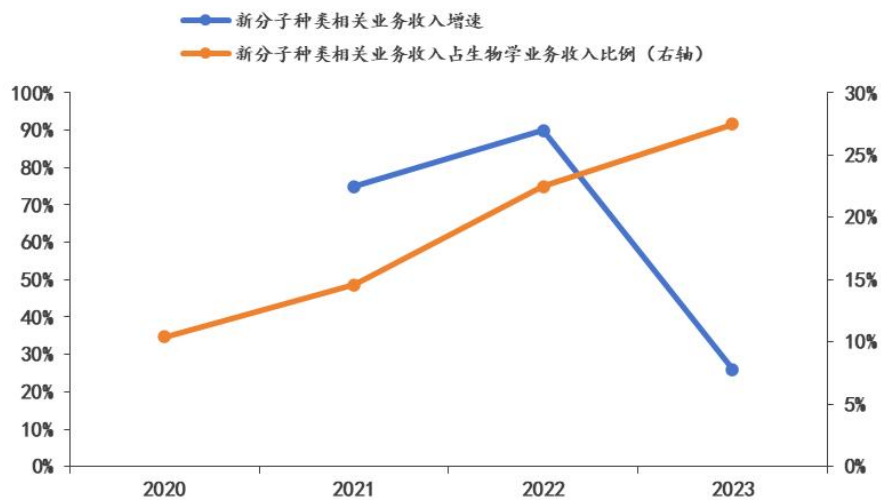
表 5: 公司 DEL 平台服务客户数量

DEL 平台服务客户数量	
2019 年	110 家
2020 年	超过 500 家
2021 年	超过 1000 家
2022 年	超过 1500 家
23H1	超过 1600 家

资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

新分子种类持续建设，收入占比稳步提升。 WuXi Biology 不断建设新分子种类相关的生物学能力，包括靶向蛋白降解、核酸类新分子、偶联类新分子、溶瘤病毒、载体平台、创新药递送系统等，带动新分子种类相关收入强劲增长。核酸类新分子平台服务客户数量及项目数量稳步增长，截至 2024 年已累计为超过 290 家客户提供服务，2021 年以来成功交付超过 1400 个项目。2024 年新分子种类相关业务收入占比超 WuXi Biology 收入的 28%，25H1 收入占比超 30%。

图 42: 公司生物学新分子种类相关业务收入增速及占比



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

强化前瞻布局，高效引流。 WuXi Biology 持续强化药物发现热点能力建设与前瞻性布局，积极拓展海外业务，为公司 CRDMO 业务模式高效引流，持续为公司带来超过 20% 的新客户。通过跨区域联动、综合平台整合、一体化项目转化，高效赋能全球客户，WuXi Biology 25Q1-3 收入 19.5 亿元，同比+6.6%。其中体外综合筛选平台技术加速突破，体内药理学能力不断提升，收入同比、环比均保持快速增长。非肿瘤业务竞争优势持续增强，收入高速增长，成为业务增长的重要贡献力量。

6. 盈利预测

2025 年全年业绩指引进一步上调，增长动能充足。 公司预计 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长，增速从 13-17% 上调至 17-18%，公司整体收入从 425-435

亿上调至 435-440 亿，有信心在 2025 年进一步提升经调整 Non-IFRS 归母净利润率水平。

公司收入可分为化学业务（WuXi Chemistry）、测试业务（WuXi Testing）、生物学业务（WuXi Biology）、其他业务和终止经营业务等，我们结合公司披露的经营情况以及行业发展预期，对公司未来业绩进行悲观、中性、乐观三类情景假设分析，本版盈利预测我们选取中性情景。

1) 化学业务（WuXi Chemistry）：公司提供 CRDMO 一体化服务，全面覆盖客户多方面需求，R 业务持续引流，漏斗效应高效转化为 D&M 需求进而带来更多业务收入，同时 TIDES 业务快速发展，有望继续放量。综上，我们预计 2025-2027 年公司化学业务（WuXi Chemistry）营收分别为 354.4、418.2、481.0 亿元，对应毛利率分别为 49.0%、49.1%、49.3%。

2) 测试业务（WuXi Testing）：公司计划进一步聚焦 CRDMO 核心业务发展，专注药物发现、实验室测试及工艺开发和生产服务，并投资加速全球化能力建设和产能投放，出售临床 CRO 和 SMO 业务。实验室分析与测试业务稳步发展，保持行业领先地位。综上，我们预计 2025-2027 年公司测试业务（WuXi Testing）营收分别为 39.7、40.9、42.9 亿元，对应毛利率分别为 25.0%、25.2%、25.4%。

3) 生物学业务（WuXi Biology）：公司生物学平台持续强化药物发现热点能力建设，赋能全球客户，体外综合筛选平台与体内药理学能力不断提升。综上，我们预计 2025-2027 年公司生物学业务（WuXi Biology）营收分别为 26.2、27.5、29.7 亿元，对应毛利率分别为 35.0%、35.2%、35.4%。

4) 其他业务：公司其他业务主要包含非核心业务及其他行政服务、销售原材料和废料收入等，预计 2025-2027 年公司其他业务营收分别为 6.6、6.8、6.9 亿元，对应毛利率分别为 35.0%、35.0%、35.0%。

5) 终止经营业务：根据公司官网，公司于 2025 年 10 月 24 日与高瓴投资达成协议，将出售中国临床服务研究业务 100% 股权，包括临床 CRO 和 SMO 业务，上述相关业务将在公司 2025 年年报中被划分为终止经营业务。我们预计 2025 年终止经营业务营收为 13 亿元，毛利率为 20%。

表 6：公司盈利预测情况（中性）

		2024A	2025E	2026E	2027E
化学业务（WuXi Chemistry）	营业收入（百万元）	29,052.41	35,443.94	41,823.85	48,097.43
	YoY	19%	22%	18%	15%
	营业成本（百万元）	15,574.10	18,076.41	21,288.34	24,409.44
	毛利率（%）	46.39%	49.00%	49.10%	49.25%
测试业务（WuXi Testing）	收入（百万元）	5,670.74	3,969.52	4,088.60	4,293.03
	YoY	62%	-30%	3%	5%
	营业成本（百万元）	3,814.64	2,977.14	3,058.27	3,202.60
	毛利率（%）	32.73%	25.00%	25.20%	25.40%
生物学业务（WuXi Biology）	收入（百万元）	2,543.93	2,620.24	2,751.26	2,971.36
	YoY	11%	3%	5%	8%

	营业成本(百万元)	1,584.98	1,703.16	1,782.81	1,919.50
	毛利率(%)	37.70%	35.00%	35.20%	35.40%
其他业务	收入(百万元)	650.71	663.72	677.00	690.54
	YoY	2%	2%	2%	2%
	营业成本(百万元)	453.86	431.42	440.05	448.85
	毛利率(%)	30.25%	35.00%	35.00%	35.00%
终止经营业务	收入(百万元)	1,323.65	1,300.00		
	营业成本(百万元)	1,536.93	1,040.00		
	毛利率(%)	-16.11%	20.00%		
合计	收入(百万元)	39,241.43	43,997.42	49,340.70	56,052.35
	YoY	22.63%	12.12%	12.14%	13.60%
	营业成本(百万元)	22,964.52	24,228.12	26,569.48	29,980.39
	毛利率(%)	41.48%	44.93%	46.15%	46.51%

资料来源：公司公告、同花顺 ifind、渤海证券研究所

7. 估值与评级

中性情景下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 158.6、152.2、176.3 亿元，EPS 分别为 5.32、5.10、5.91 元/股，对应 2025 年 PE 为 17.44 倍。我们根据公司招股书及主营业务选取了泰格医药、博腾股份、博济医药、九洲药业、凯莱英、康龙化成 6 个可比公司，从可比公司同花顺 ifind 一致预期看，截至 12 月 26 日，6 家公司 2025 年平均市盈率 PE 预期为 51.39 倍，高于公司 2025 年 PE，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

公司	代码	收盘价(元)	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
泰格医药	300347.SZ	55.11	0.47	1.36	1.59	117.26	40.44	34.61
博腾股份	300363.SZ	23.54	-0.53	0.22	0.51	-44.42	108.00	45.97
博济医药	300404.SZ	9.52	0.08	0.12	0.17	126.43	81.60	55.64
九洲药业	603456.SH	18.14	0.68	1.05	1.18	26.68	17.18	15.32
凯莱英	002821.SZ	95.20	2.69	3.14	3.71	35.39	30.31	25.67
康龙化成	300759.SZ	29.46	1.01	0.96	1.17	29.07	30.79	25.21
平均值			0.73	1.14	1.39	48.40	51.39	33.74
药明康德	603259.SH	92.70	3.28	5.32	5.10	16.78	17.44	18.17

资料来源：同花顺 ifind、公司公告、渤海证券研究所；注：数据截至 2025 年 12 月 26 日

8. 风险提示

医药研发服务市场需求下降的风险

公司业务严重依赖客户（包括跨国制药企业、生命科学公司、初创公司以及学者和非营利研究机构等）在药品的发现、分析测试、开发、生产等外包服务方面的支出和需求，若未来行业发展趋势放缓、外包比例下降，可能对公司的业务造成不利影

响。此外医药行业的兼并整合及研发预算调整，也可能会影响客户的研发支出和外包需求，对公司业务造成不利影响。

行业监管政策的变化

医药研发服务行业受监管程度较高，监管部门一般通过制订相关政策法规对医药研发服务行业实施监管，监管范围涵盖技术指标和跨境外包服务及生产的标准和要求等多方面。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化，可能对公司的经营产生潜在的不利影响。

行业竞争加剧的风险

目前全球制药研发服务市场竞争日趋激烈，公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业 CRO/CMO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，还面临来自市场新入者的竞争，公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

全球化经营及国际政策变动风险

公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规，且在一定程度上需要依赖原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。若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。

汇率风险

公司营业收入以美元结算为主，若人民币未来大幅升值，可能导致部分以外币计价的成本提高，从而导致价格上涨，客户订单量或将因此相应减少，同时公司所持美元资产兑换成人民币资金产生汇兑损失，进而直接影响公司盈利水平。

关键预期不能成立的风险

本报告中公司盈利预测部分对公司收入及主要盈利能力指标等多项数据进行预测，若未来行业发展或公司经营情况出现与预测变动较大的情况，将使测算模型存在偏差的风险。

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并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取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分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。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本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经本公司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。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:**高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址: www.bhqz.com