

投融资与出海双轮驱动，CXO 迎来景气度修复与全球化新周期

强于大市 (维持)

——医药生物行业深度报告

2026 年 03 月 09 日

行业核心观点:

2025 年全球及中国医疗健康领域一级市场投融资回暖，叠加中国创新药 BD 出海授权交易额、首付款均创历史新高，不仅为药企的研发及运营补充了关键资金，更印证了创新药企全球化实力的提升；在此背景下，全球及中国 CXO 市场预计将在 2026 年迎来稳定增长，行业景气度随下游需求复苏而修复；同时，修订后美国《生物安全法案》对特定企业的明确排除及缓冲期设计，有望大幅缓释地缘政治风险，推动国内 CXO 行业在全球产业链中的地位进一步巩固与扩张。

投资要点:

全球和中国的 CXO 市场稳定增长。据弗若斯特沙利文预测，2026 年全球和中国临床前 CRO 市场规模将分别达到 332.5 亿美元和 528.6 亿人民币，2026 年全球和中国临床 CRO 市场规模将分别达到 732.0 亿美元和 598 亿人民币，市场逐渐恢复与稳定增长。全球医药 CDMO 行业的市场规模预计在 2026 年和 2033 年将分别达到 1189 亿美元和 3385 亿美元。中国 CDMO 市场规模增速远高于全球增速，中国医药 CDMO 行业的市场规模预计在 2026 年和 2033 年将分别达到 1370 亿人民币和 5369 亿人民币。

行业集中度加速提升，头部企业凭借全产业链与全球化布局构筑坚实护城河。2025 年，药明康德预计营收达 454.56 亿元（同比增长 15.84%），药明康德净利率自 2020 年的 18.06% 稳步攀升至 2025Q1-Q3 的 37.15%，显著高于行业整体水平（21.67%-22.99%）。中小企业出清退场，行业已形成以药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英为第一梯队，昭衍新药、九洲药业等细分龙头为第二梯队的清晰格局，“强者恒强、专者精耕”态势持续强化，推动中国 CXO 行业向专业化、国际化与高质量发展新阶段迈进。

医疗健康领域投融资金额持续增加。2025 年，全球共完成医疗健康领域一级市场投融资 1930 笔，累计融资 632 亿美元，融资金额同比回升 8.6%；中国医疗健康产业一级市场共达成 797 笔投融资交易，累计融资 97 亿美元，融资金额同比回升 32.9%。未来，随着美联储进一步降息落地，将继续改善医疗健康领域一级市场投融资的情况。

中国药企出海授权交易创新高，研发投入持续改善。2025 年中国创新药共完成了 157 起 BD 出海授权交易，交易总额为 5 亿美元，其中首付款总额为 70 亿美元，事件数、交易总额和首付款总额等三项指标均创下历史新高，为公司的研发及运营补充了资金。与此同时，2025 年前三季度，中国 A 股医药生物企业研发费

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

国家九部门联合发文，鼓励药品零售企业开展横向并购与重组

八部门印发《“人工智能+制造”专项行动实施意见》，加快脑机接口产业化商业化进程
2025FDA 新药全景：创新疗法与市场变革

分析师:

宣潇君

执业证书编号: S0270522020002

电话: 15121028961

邮箱: xuanxj@wlzq.com.cn

研究助理:

张源木

电话: 19311516624

邮箱: zhangym1@wlzq.com.cn

用同比增加，研发费用/营业总收入重回 5%，但依旧有提升空间。

《生物安全法案》的负面影响正在边际递减。修订后的美国生物安全法作为美国国防授权法案的一部分通过生效，新版法案未再明确提及特定中国公司，并设计了较长时间的缓冲期，预计对国内生物医药产业的即时冲击将趋于缓和。

CXO 行情与基本面实现同步修复。2025 年 CXO 整体上涨 55.26%，跑赢沪深 300 指数 (21.19%)；2025 年前三季度，CXO 板块实现营业收入 737.88 亿元 (同比增加 10.08%)，归母净利润 168.82 亿元 (同比增加 51.90%)，毛利率与净利率分别回升至 40.64% 和 22.99%，盈利质量呈现改善迹象，印证行业景气度实质性回升。与此同时，截至 2025 年末，CXO 的 PE (TTM, 剔除负值) 为 26.75，对沪深 300 溢价率 98.93%，低于 2016-2025 年历史均值。

投资建议：具备全球竞争力的“一体化”龙头企业，重点关注客户群多元化、且拥有全产业链布局的平台型企业；受益于“食蟹猴价格回升”与“减肥药”“小核酸药物”等风口的临床前 CRO，重点关注拥有自有食蟹猴、且在 GLP-1、小核酸等产业链上有成熟解决方案的中小型 CRO/CDMO 企业。

风险因素：宏观环境波动风险，地缘政治带来的全球订单转移风险，行业政策风险，研发不及预期风险等。

正文目录

1 CXO 全产业链景气共振，外包渗透率与市场空间双升	5
1.1 临床前 CRO：创新管线源头蓄水，资源独占性奠定增长底座	5
1.2 临床 CRO：研发降本增效需求迫切，专业化服务加速产品上市进程	7
1.3 CDMO：产能建设与技术迭代并举，新兴疗法商业化放量在即	9
2 供给侧改革深化，头部企业护城河进一步宽深	10
2.1 供给侧出清——中小玩家退场，行业“内卷”缓解	10
2.2 马太效应——头部企业护城河宽深，强者恒强	11
2.3 盈利质量修复——从“价格战”到“价值回归”	13
3 全球投融资回暖，研发支出稳健增长驱动外包需求	14
3.1 全球医疗健康领域投融资呈现回暖迹象	14
3.2 中国医疗健康领域投融资开启复苏进程	14
3.3 License-out 交易井喷，为创新研发注入强劲动能	15
3.4 内部研发支出稳健增长，构筑 CXO 订单增长的坚实基础	16
4 政策不确定性消散，CXO 行业压制因素边际改善	17
4.1 立法落地：从“针对性绞杀”到“框架性限制”	17
4.2 交易出清：从“恐慌折价”到“理性定价”	18
5 估值回归与业绩兑现：探寻板块的配置良机	19
5.1 估值分析：板块进入价值区间，关注结构性布局机会	19
5.2 业绩分析：板块修复态势明显，关注结构性改善机会	19
5.3 盈利分析：毛利率净利率修复，质量跃升可期	20
6 投资建议	21
7 风险提示	21
图表 1：2001-2025 年期间每年药物研发管线总规模 单位：个	5
图表 2：全球临床前 CRO 市场规模 单位：亿美元	5
图表 3：中国临床前 CRO 市场规模 单位：亿人民币	6
图表 4：2024 年以来食蟹猴采购情况	7
图表 5：全球临床 CRO 市场规模 单位：亿美元	7
图表 6：中国临床试验 CRO 规模 单位：十亿人民币	8
图表 7：中国临床试验 IND 批准数量	8
图表 8：中国启动的 I 期临床试验数量	9
图表 9：全球 CDMO 市场规模 单位：亿美元	9
图表 10：中国 CDMO 市场规模 单位：亿人民币	10
图表 11：2020 年以来成立但目前为注销状态的 CXO 公司名单	11
图表 12：药明康德“一体化、端到端”业务模式	11
图表 13：2020-2025Q1-Q3 药明康德净利率和 CXO 行业净利率	12
图表 14：药明康德全球化布局	12
图表 15：中国 CXO 市场竞争梯队	13
图表 16：第一梯队部分公司 2025 年预计营业收入	13
图表 17：全球 2012-2025 年医疗健康产业投融资变化趋势	14
图表 18：美联储利率变化	14
图表 19：中国 2012-2025 年医疗健康产业投融资变化趋势	15
图表 20：2020-2025 中国药企对外 BD 情况	15

图表 21: 对外授权交易总金额前十名的交易	16
图表 22: 中国 2017-2025Q1-Q3 医药生物企业研发费用	16
图表 23: 中国 2017-2025Q1-Q3 医药生物企业研发费用/营业总收入	17
图表 24: 生物安全法案对 CXO 行情的影响	18
图表 25: 2025 年 CXO (医疗研发外包) 行情	19
图表 26: 2016-2025 年 CXO (医疗研发外包) 估值水平及估值溢价率变化	19
图表 27: 2025 年 CXO (医疗研发外包) 营业收入及同比增速	20
图表 28: 2025 年 CXO (医疗研发外包) 归母净利润及同比增速	20
图表 29: 2025 年 CXO (医疗研发外包) 毛利率及净利率	21

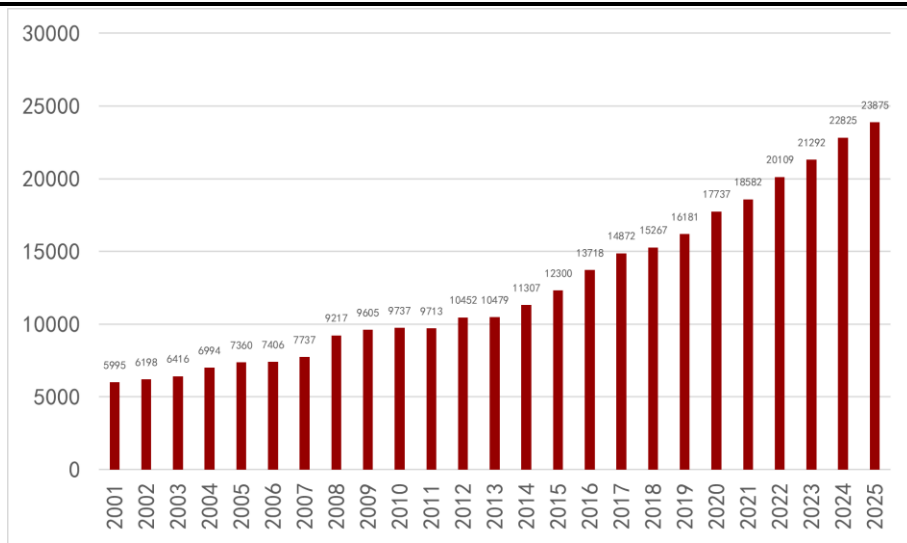
1 CXO 全产业链景气共振，外包渗透率与市场空间双升

1.1 临床前 CRO：创新管线源头蓄水，资源独占性奠定增长底座

据Citeline的数据，2025年全球在研药物数量再创新高，达23,875个，标志着全球医药创新仍处于活跃周期。这一“源头蓄水”不仅保障了CXO的需求刚性，更推动其向高技术含量、高附加值、全球化服务方向升级。

随着医药市场竞争的日益激烈和创新成本的不断提高，更多医药企业倾向于将研发工作外包给CRO。近年来全球CRO外包渗透率逐年上升，市场规模不断扩大。据观研天下的数据，2015年全球CRO外包率为34.8%，预计2025年全球CRO外包渗透率将达到54.1%，2030年全球CRO外包渗透率超过60%。

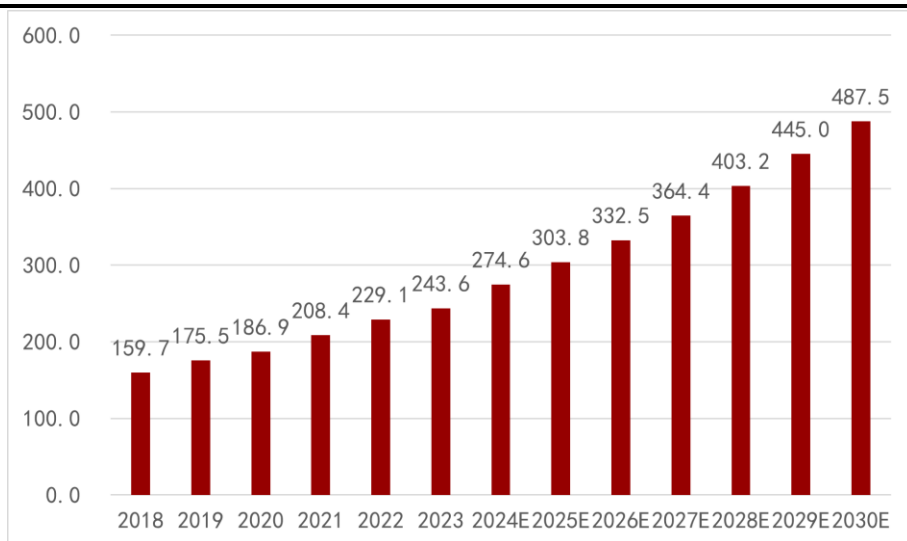
图表1: 2001-2025年期间每年药物研发管线总规模 单位: 个



资料来源: Citeline、Pharmaprojects、万联证券研究所

据弗若斯特沙利文预测，2026年全球临床前CRO市场规模将达到332.5亿美元，后续将保持10.0%的复合年增长率，2030年全球临床前CRO市场规模将达到487.5亿美元，临床前CRO已从配套服务升级为驱动全球创新药研发效率的核心引擎。

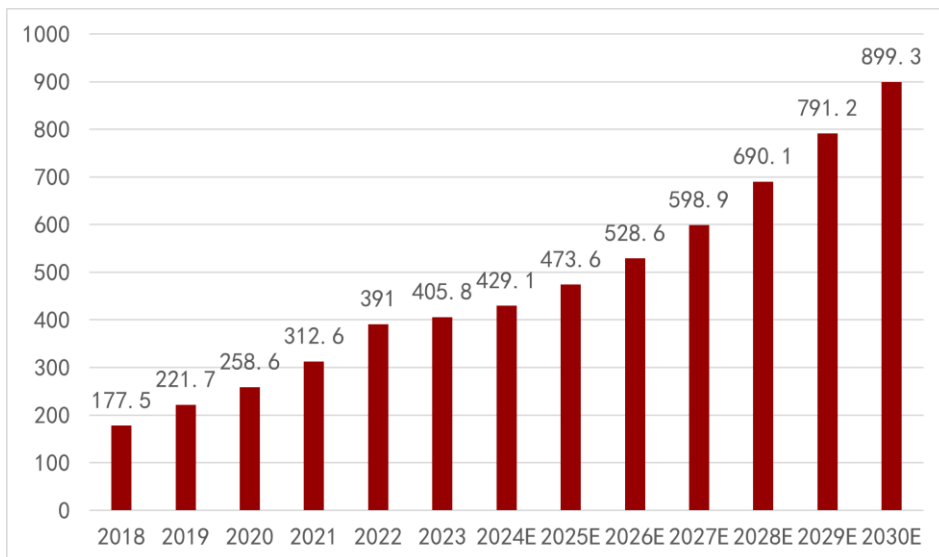
图表2: 全球临床前CRO市场规模 单位: 亿美元



资料来源: 百奥赛图招股书、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

据弗若斯特沙利文预测，2026年中国临床前CRO市场规模将达到528.6亿人民币，后续将保持14.2%的复合年增长率，2030年中国临床前CRO市场规模将达到899.3亿人民币。中国临床前CRO市场的复合年增长率高于全球，由本土创新崛起与全球化竞争力双重驱动，为CXO全产业链景气上行提供坚实前端支撑。

图表3: 中国临床前CRO市场规模 单位: 亿人民币



资料来源: 百奥赛图招股书、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

食蟹猴作为药物临床前安全性评价不可或缺的实验动物，其价格波动与临床前CRO市场的景气度之间存在着高度正相关且相互强化的紧密联系。

2019-2021年，全球药企融资热潮驱动研发管线爆发，食蟹猴单价于2021年冲高至16万元/只，行业产能快速扩张；2022-2023年，美联储加息引发融资寒冬，药企订单收缩叠加部分猴场盲目扩产，食蟹猴价格自2022Q3持续下行，2023年底跌至8-10万元/只；2024年以来，随着全球投融资环境边际改善、GLP-1等热门靶点和ADC等新技术研发需求爆发，临床前CRO订单显著回暖。食蟹猴作为刚性需求资源与行业景气度“温度计”，其价格自2024年初开启回升通道，2025年底至2026年初，食蟹猴价格重回12万-15万元/只的高位。我们认为，这一现象背后是创新药融资环境改善、管线修复及全球研发外包需求共振的结果，预示着临床前CRO行业已走出低谷，正式进入“复苏+集中”的新阶段。

图表4: 2024年以来食蟹猴采购情况

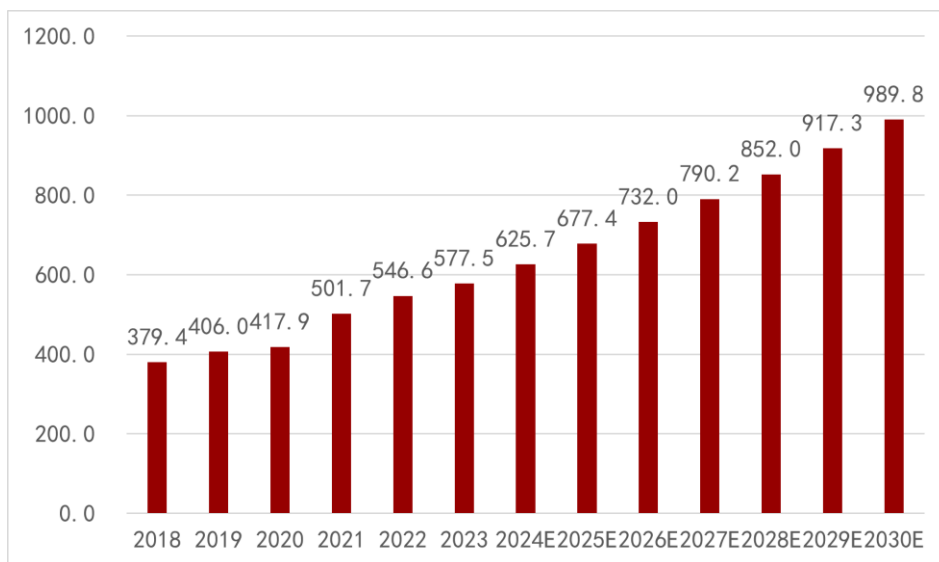
时间	采购方	货物名称	货物数量	货物总价/万元	货物单价/万元
2026年1月29日	杭州市滨江区浙医二院 经血管植入器械研究院	食蟹猴	10	130.00	13.00
2025年11月18日	暨南大学	食蟹猴	8	81.28	10.16
2025年10月31日	中国科学院上海药物研 究所	食蟹猴	82	721.6	8.8
2024年5月7日	中国医学科学院医学生 物学研究所	食蟹猴	24	203.76	8.49

资料来源: 中国政府采购网、万联证券研究所

1.2 临床CRO: 研发降本增效需求迫切, 专业化服务加速产品上市进程

据弗若斯特沙利文预测, 2026年全球临床CRO市场规模将达到732.0亿美元, 后续将保持7.8%的复合年增长率, 2030年全球临床CRO市场规模将达到989.8亿美元, 在保持规模稳健扩张的同时, 服务深度与技术壁垒同步提升。

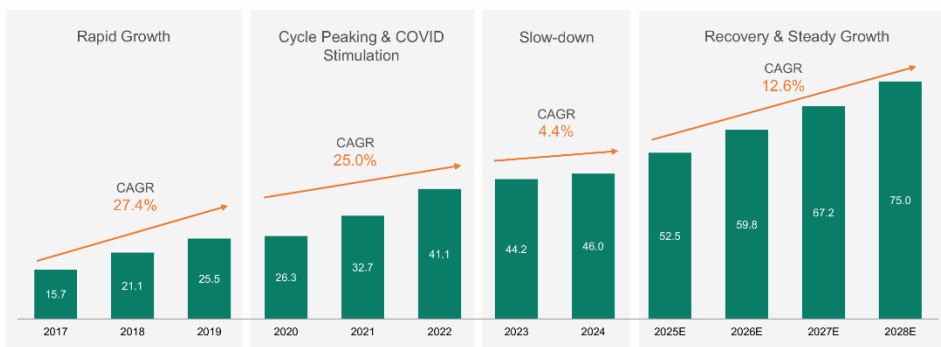
图表5: 全球临床CRO市场规模 单位: 亿美元



资料来源: 百奥赛图招股书、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

2019年至2025年期间, 约50%的中国临床试验外包给临床CRO (不包括外围服务)。中国临床CRO市场规模, 在经历2017-2019年快速增长期, 受周期峰值和新冠疫情刺激, 2020-2022年依旧保持较快增长后, 2023-2024年期间放缓, 预计2026年中国临床CRO市场规模达到598亿人民币, 市场逐渐恢复与稳定增长。

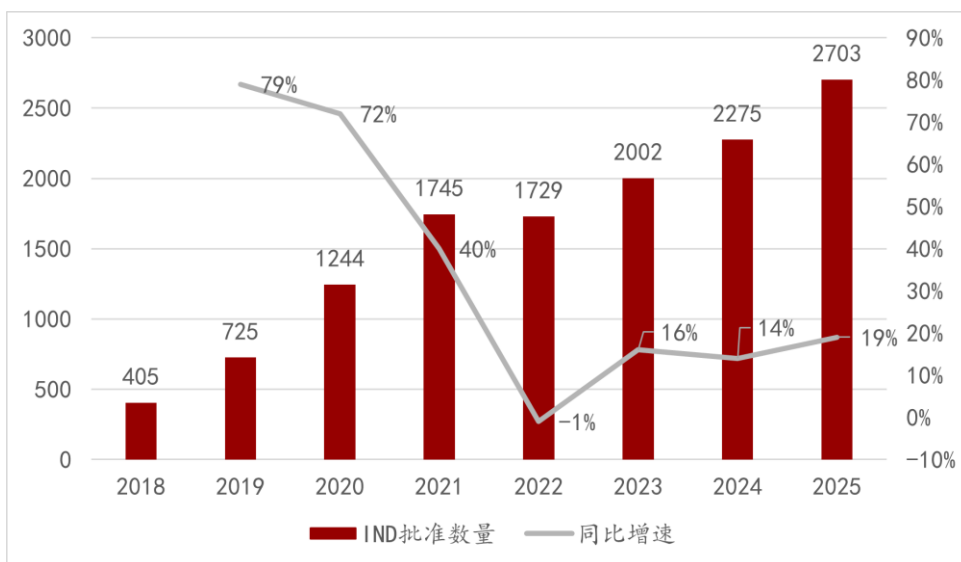
图表6: 中国临床试验CRO规模 单位: 十亿人民币



资料来源: 泰格医药2026JPM演示材料, 万联证券研究所

自2015年药审改革后, 临床试验审批流程优化, 中国临床试验IND迎来了爆发式的增长, 从2018年的405件增长至2021年的1745件, 年均增速超60%; 在监管部门趋严、对“伪创新”审批标准提高后, 2022年的临床试验IND数量略有下降; 随着药企的资金实力和研发实力逐步提升, 从“跟随式创新”转向“源头创新”, 2023年以来中国临床试验IND批准数量逐步增加至2025年的2703件。

图表7: 中国临床试验IND批准数量

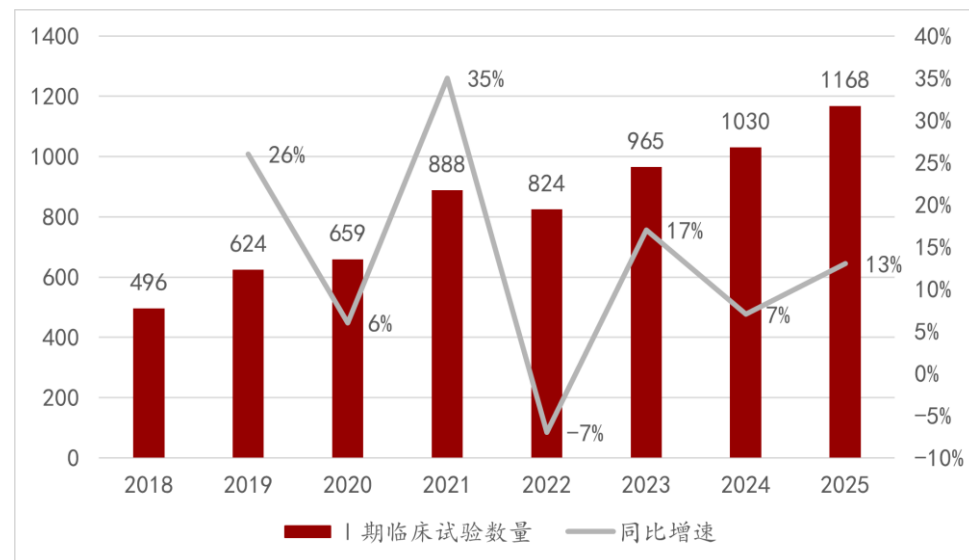


资料来源: 泰格医药2026JPM演示材料, 万联证券研究所

出于商业决策, 药企通常会积极申请IND, 但真正启动I期临床试验, 还需要做大量的准备工作, 例如确定牵头研究者、选定临床试验机构、完成伦理委员会审批、准备试验用药品、以及制定招募计划等。因而, 启动的I期临床试验数量才能真正体现药企的执行力和资金投入。

2025年, 中国启动的I期临床试验数量为1168件, 同比增加13%。中国启动的I期临床试验数量在经历2018-2021年的增长后, 2022年回调, 同比减少7%, 但后续得到修复, 并从前期的“粗放式高速扩张”, 转为“高质量理性增长”。

图表8: 中国启动的I期临床试验数量

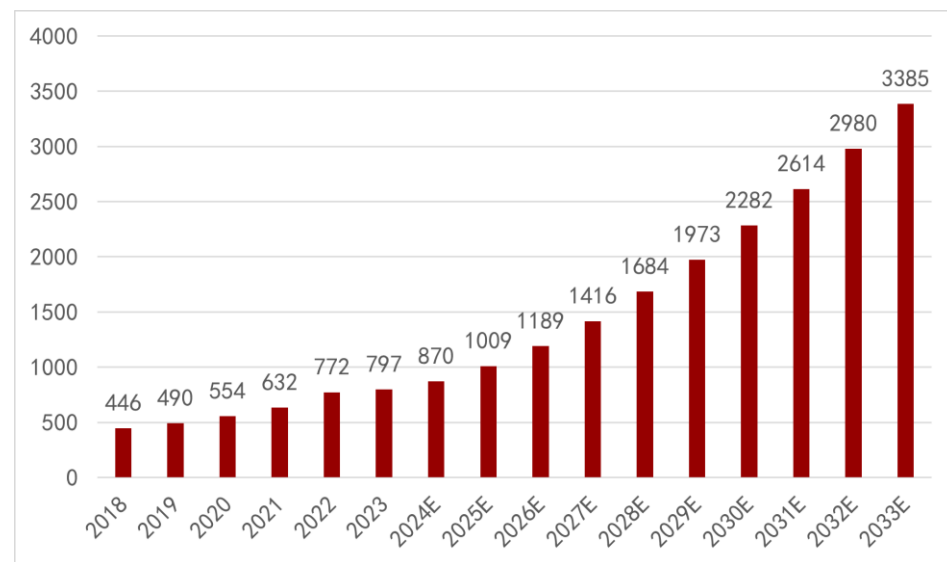


资料来源: 泰格医药2026JPM演示材料, 万联证券研究所

1.3 CDMO: 产能建设与技术迭代并举, 新兴疗法商业化放量在即

全球医药CDMO行业保持着较高的市场景气度。2018-2023年, 全球CDMO市场规模从446亿美元增长至797亿美元, 复合年增长率为12.3%。随着全球对创新药的需求不断上升, 尤其是生物制品中新兴疗法的快速发展, 制药企业对CDMO服务的需求也随之增加。据弗若斯特沙利文预测, 全球医药CDMO行业的市场规模在2026年和2033年将分别达到1189亿美元和3385亿美元。

图表9: 全球CDMO市场规模 单位: 亿美元



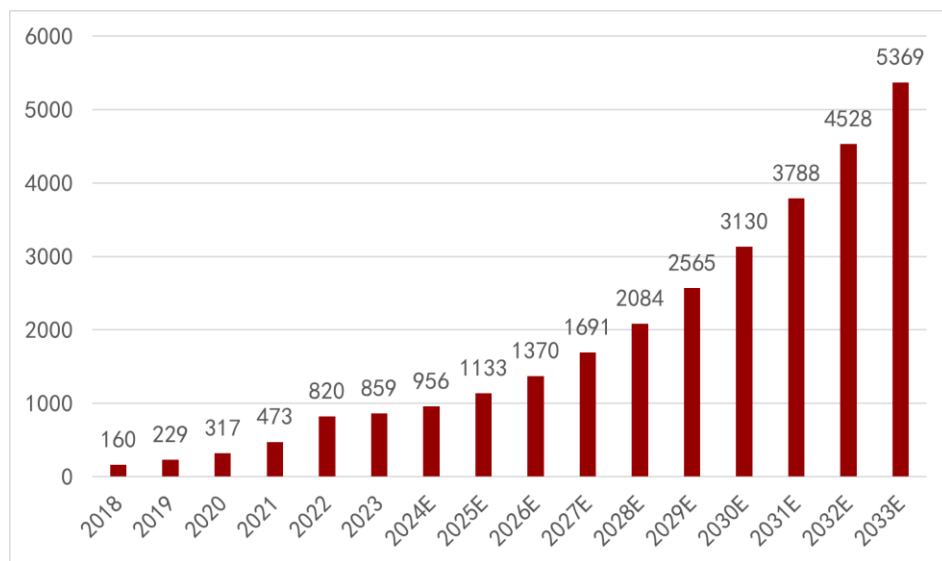
资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

中国医药市场的持续扩张为CDMO行业奠定了坚实的成长基础, 与此同时, ADC药物、小核酸药物、细胞和基因治疗等前沿疗法兴起, 对CDMO行业的技术平台提出了更高的要求, 服务需求也随之增长。此外, 中国企业在技术人才供给、人力成本和产业链完整等优势, 使得中国CDMO企业加速承接全球订单。

2018-2023年, 中国CDMO市场规模从160亿人民币增长至859亿人民币, 复合年增长率为39.9%, 远远高于全球增速。据弗若斯特沙利文预测, 中国医药CDMO行业的市场规

模在2026年和2033年将分别达到1370亿人民币和5369亿人民币。

图表10: 中国CDMO市场规模 单位: 亿人民币



资料来源: 弗若斯特沙利文、万联证券研究所

2 供给侧改革深化，头部企业护城河进一步宽深

2.1 供给侧出清——中小玩家退场，行业“内卷”缓解

CXO是典型的“资本密集型”行业。在当前高利率环境下，中小企业的融资成本高企，难以支撑重资产的产能建设。而上一轮扩产周期中盲目扩张的中小企业，目前面临产能闲置和资金链断裂的风险，被迫低价抢单甚至退出市场。

随着全球监管趋严及地缘政治因素，跨国药企在选择CXO时更加谨慎，倾向于选择合规记录良好、全球化布局完善的头部企业。这无形中抬高了准入门槛，将缺乏全球合规能力的中小CXO拒之门外。

下游Biotech在融资困难时，更看重研发成功率和上市速度。他们倾向于选择经验丰富、能提供“一站式”解决方案的头部CXO，以降低沟通成本和失败风险，进而导致中小CXO因缺乏差异化竞争力而失去订单。

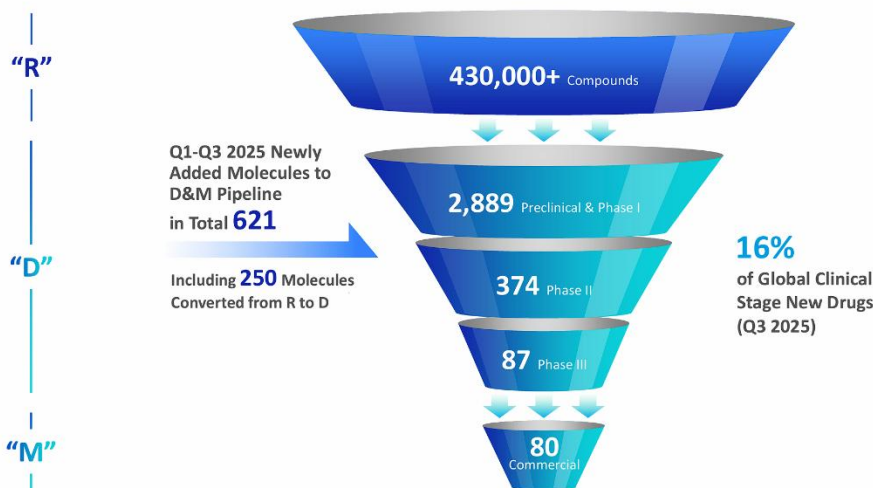
图表11: 2020年以来成立但目前为注销状态的CXO公司名单

公司名称	成立时间	注册资本	企业规模
南召县宝来生物科技有限公司	2023-11-13	100.0000 万人民币	微型
镇巴县壹方药业科技有限公司	2023-10-25	500.0000 万人民币	小型
南召县林祥生物科技有限公司	2023-09-11	200.0000 万人民币	小型
牛黄实验室工程科技(济南)有限公司	2023-08-29	10.0000 万人民币	微型
山东宇航医药科技有限公司	2023-07-14	500.0000 万人民币	小型
兰考县宇盛生物科技有限公司	2023-03-22	30.0000 万人民币	微型
淄博思睿曼医药科技有限公司	2022-12-30	20.0000 万人民币	微型
广东岭杭医药有限公司	2022-12-15	2000.0000 万人民币	中型
山东康通生物科技有限公司	2022-06-16	1000.0000 万人民币	中型
济南市济阳区福苑医药科技有限公司	2022-04-14	50.0000 万人民币	微型
单县恒隆生物科技有限公司	2021-09-29	30.0000 万人民币	微型
临沂康瑞生物科技有限公司	2021-09-28	1000.0000 万人民币	微型
河南心乡势成健康生物研究院有限公司	2021-09-22	2000.0000 万人民币	微型
山东佑俊医疗科技服务有限公司	2021-09-09	500.0000 万人民币	微型
北京赛拉达生物科技有限公司	2021-08-03	5000.0000 万人民币	小型
大连润辉医药研发有限公司	2021-04-25	5000.0000 万人民币	微型
河南卞清柱医药科技有限公司	2021-03-17	100.0000 万人民币	微型
山东百洁特生物医药科技有限公司	2020-12-30	300.0000 万人民币	微型
珠海青竹生物医疗科技有限公司	2020-11-24	200.0000 万人民币	微型
宜春市圣一生物医药科技有限公司	2020-05-29	100.0000 万人民币	微型

资料来源: iFinD、万联证券研究所

2.2 马太效应——头部企业护城河宽深，强者恒强

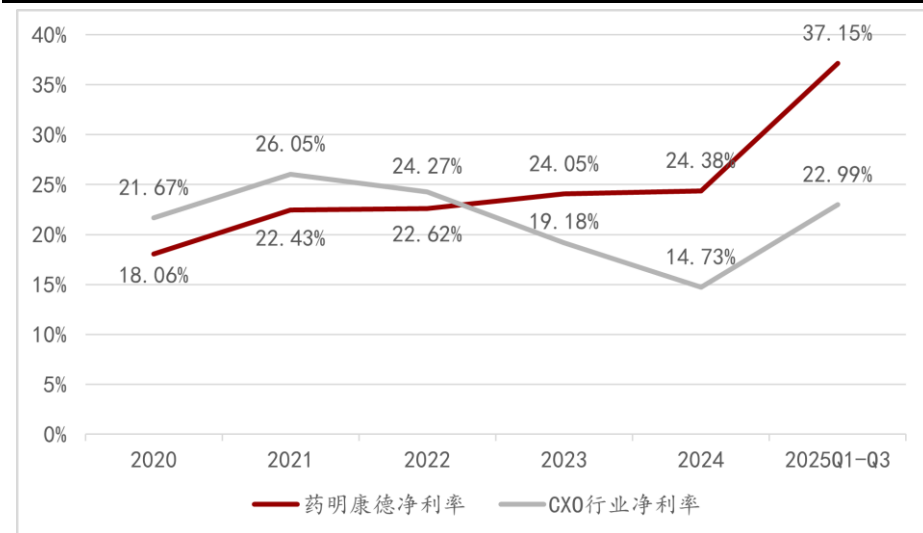
图表12: 药明康德“一体化、端到端”业务模式



资料来源: 药明康德官网、万联证券研究所

头部企业通过“一体化”平台(从“R”到“D”再到“M”),将客户锁定在自己的生态系统内。一旦客户在头部企业的平台开启研发,后续的临床、生产乃至商业化订单极大概率会顺延给同一家服务商,导致头部企业的客户粘性极强,市占率持续提升。

图表13: 2020-2025Q1-Q3药明康德净利率和CXO行业净利率



资料来源: iFinD、万联证券研究所

头部企业在大宗原材料采购、产能利用率以及管理费用分摊上具有显著优势。在行业价格战趋缓的背景下,这种成本优势并未直接体现为更高的毛利率(受重资产折旧拖累),但却通过强大的经营杠杆,转化为了远超行业平均水平的净利率。这使得其拥有更雄厚的现金流进行技术迭代和产能升级,从而进一步拉开与追赶者的差距。

以药明康德为例,其净利率自2020年的18.06%稳步提升至2025年第三季度的37.15%,而同期CXO整体净利率则从21.67%波动下滑至14.73%后又回升至22.99%。这种盈利能力的持续分化,彰显了头部企业构建的结构性壁垒已从单纯的“规模效应”演进为基于全产业链整合与高效运营的“不可复制的护城河”。

图表14: 药明康德全球化布局



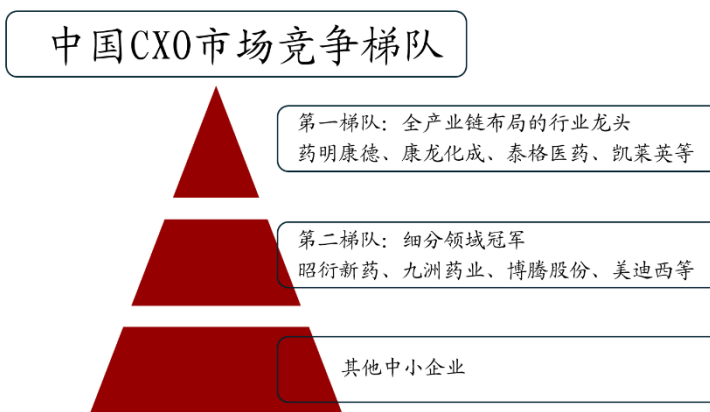
资料来源: 药明康德官网、万联证券研究所

头部企业拥有的全球多基地布局,使其能够有效规避单一地区的地缘政治风险和供应链瓶颈,满足跨国药企的全球供应需求,构建“一站式”全球交付能力,这是区域性中小企业无法比拟的战略壁垒。未来3-5年,是否具备全球化布局将成为区分CXO头部与尾部企业的核心分水岭。对于缺乏海外产能的区域性企业,其业务将逐渐被限制在“非核心”或“高风险”项目中,而头部企业则凭借“全球交付能力”持续收割高利润订单,进一步巩固其市场主导地位。

2.3 盈利质量修复——从“价格战”到“价值回归”

随着尾部产能出清和订单向头部集中，行业此前恶性“价格战”的局面得到缓解。头部企业凭借技术壁垒和服务质量，能够维持甚至提高服务价格，推动利润率修复，实现“价值回归”。

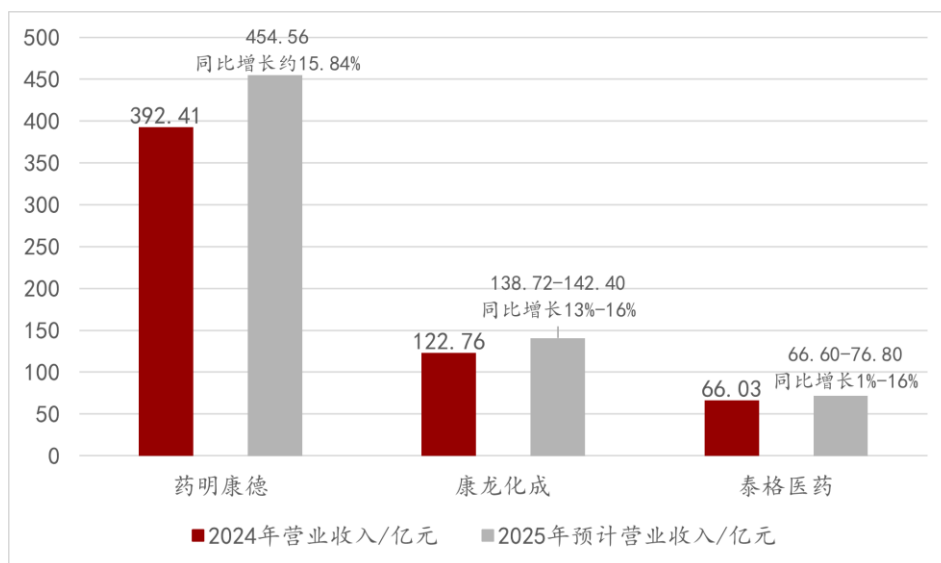
图表15: 中国CXO市场竞争梯队



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

据智研咨询的数据，中国CXO已形成梯队分明的竞争格局，头部企业凭借全产业链布局与持续的技术创新持续扩大市场份额。第一梯队以药明康德、泰格医药、康龙化成和凯莱英为代表，它们通过构建覆盖药物发现至商业化生产的全链条服务能力和全球化交付体系，确立了行业领先地位。其中，药明康德作为行业龙头，预计2025年营收达454.56亿元，同比增长约15.84%；康龙化成预计2025年营收138.72-142.40亿元，同比增长13%-16%；泰格医药预计2025年营收达66.60-76.80亿元，同比增长1%-16%。第二梯队企业则在细分领域深耕，如昭衍新药专注于临床前安全性评价，九洲药业和博腾股份在小分子CDMO领域建立特色优势，美迪西通过加强海外实验室和团队建设拓展全球市场。这种“强者恒强、专者精耕”的竞争态势，正推动中国CXO向更加专业化、国际化的方向发展。

图表16: 第一梯队部分公司2025年预计营业收入



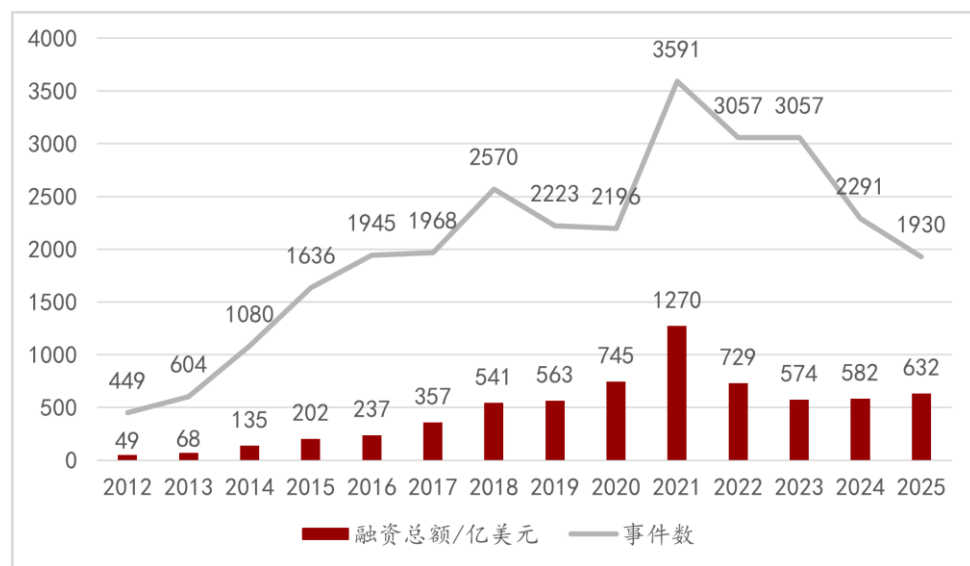
资料来源：iFinD，万联证券研究所

3 全球投融资回暖，研发支出稳健增长驱动外包需求

3.1 全球医疗健康领域投融资呈现回暖迹象

2025年，全球共完成医疗健康领域一级市场投融资1930笔，累计融资632亿美元，融资金额同比回升8.6%，但融资事件数量依然延续下跌趋势，由2024年的2291笔下降15.8%至2025年的1930笔。

图表17: 全球2012-2025年医疗健康产业投融资变化趋势



资料来源: 动脉网、万联证券研究所

鉴于海外医疗健康领域一级市场对资金成本的高度敏感性，其投融资活跃度与美联储利率水平显现较为显著的负向因果关系。自2022年美联储进入加息周期后，海外医疗健康领域投融资总额开始下降，自2024年Q2美联储开启降息后，海外医疗健康领域投融资总额有所提升。未来，随着美联储进一步降息落地，将继续改善海外医疗健康领域一级市场投融资的情况，带动CXO的海外订单需求持续回暖。

图表18: 美联储利率变化



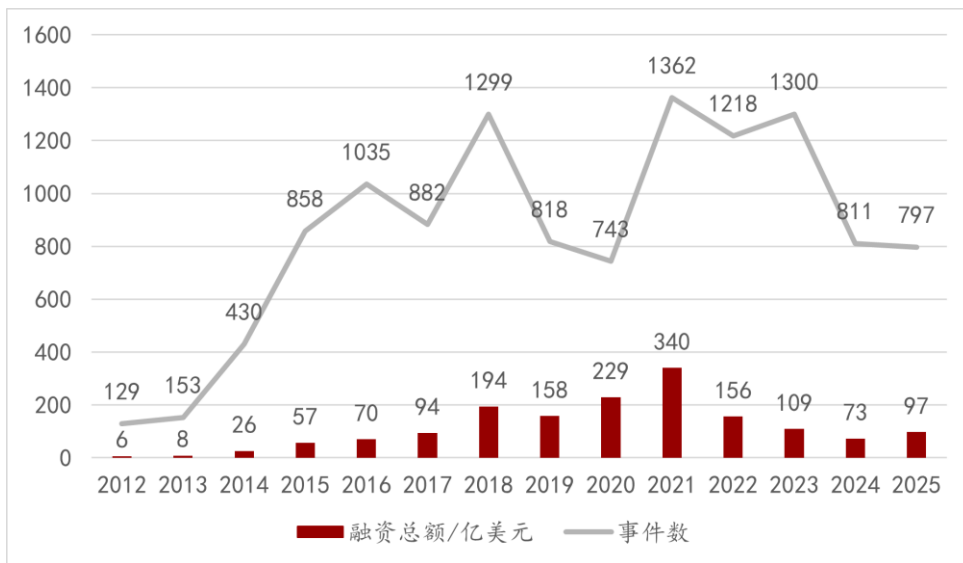
资料来源: iFinD、万联证券研究所

3.2 中国医疗健康领域投融资开启复苏进程

2025年，中国医疗健康产业一级市场共达成797笔投融资交易，累计融资97亿美元，

融资金额同比回升32.9%，融资事件数量略有下降，由2024年的811笔下降1.7%至2025年的797笔，下降趋势减缓。

图表19: 中国2012-2025年医疗健康产业投融资变化趋势



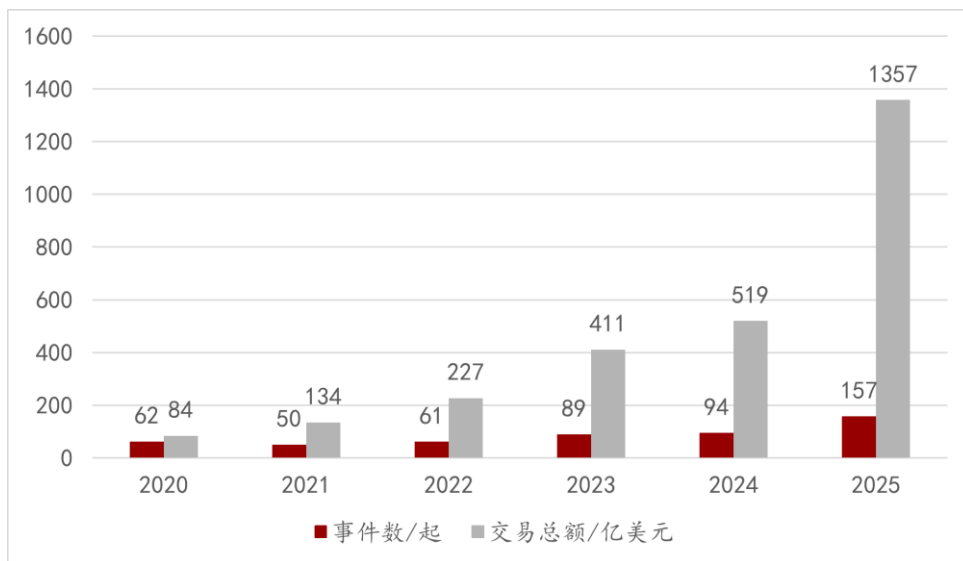
资料来源: 动脉网、万联证券研究所

3.3 License-out 交易井喷，为创新研发注入强劲动能

随着中国创新药企的研发能力不断提升，中国的创新药品愈发受到全球认可，除了从一级市场投融资获得资金补充，中国药企同样通过license-out、NewCo等BD形式实现了在研创新药品的变现，为公司的创新研发及运营补充了资金。

据医药魔方NextPharma显示，2025年中国创新药共完成了157起BD出海授权交易，交易总额为1356.55亿美元，其中首付款总额为70亿美元，事件数、交易总额和首付款总额等三项指标均创下历史新高。

图表20: 2020-2025中国药企对外BD情况



资料来源: 动脉网、医药魔方、万联证券研究所

图表21: 对外授权交易总金额前十名的交易

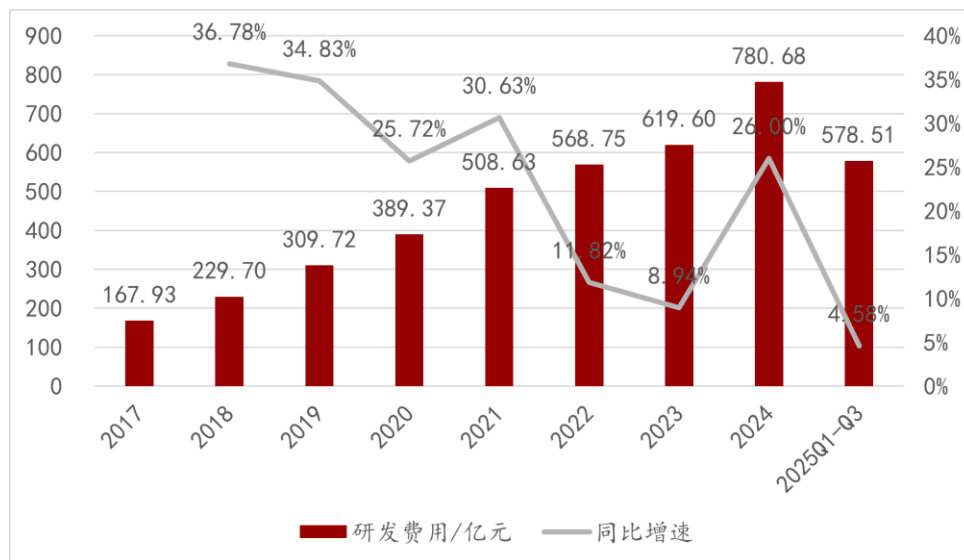
交易时间	转让方	受让方	首付款/百万美元	总金额/百万美元
2025/1/13	启德医药	Biohaven; AimedBio	-	13000
2025/7/28	恒瑞医药	GSK	500	12500
2025/10/21	信达生物	武田	1200	11400
2025/5/20	三生国健	辉瑞	1250	6200
2025/6/23	晶泰科技	DoveTree	51	5990
2025/9/3	船望制药	诺华	160	5360
2025/6/13	石药集团	阿斯利康	110	5330
2025/3/21	和铂医药	阿斯利康	-	4680
2025/6/26	荣昌生物	Vor Biopharma	45	4230
2025/3/21	元思生肽	阿斯利康	75	3475

资料来源: 医药魔方、万联证券研究所

3.4 内部研发支出稳健增长, 构筑 CXO 订单增长的坚实基础

A股医药生物企业研发费用自2017年的167.93亿元, 逐年增加到2024年的780.68亿元。在经历了2017-2021年的野蛮生长期间的增长期后, 2022-2023年挤泡沫期间, 药企更加重视研发效率的提升, 研发费用增速下降, 2024年药企研发费用增速又重回26.00%。

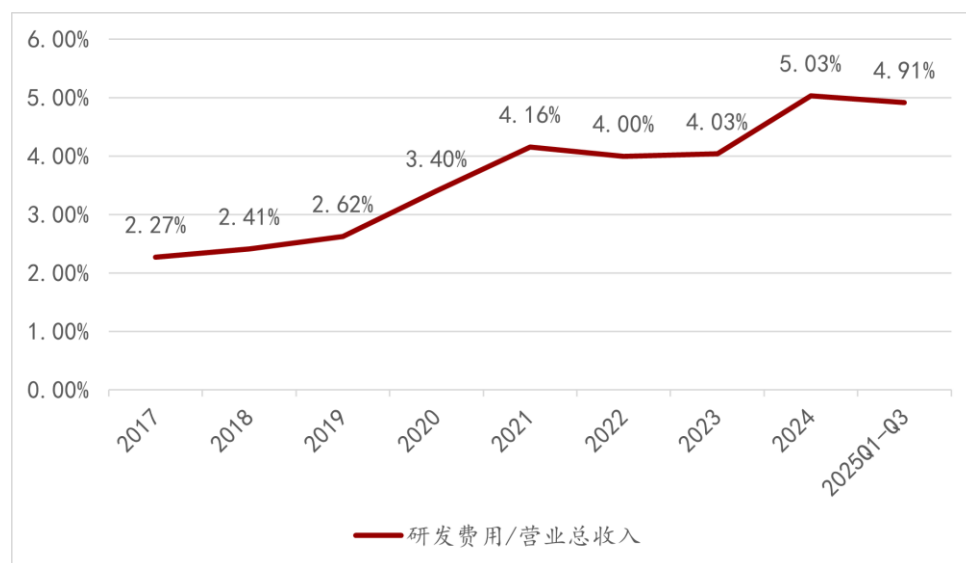
图表22: 中国2017-2025Q1-Q3医药生物企业研发费用



资料来源: iFinD、万联证券研究所

A股医药生物企业研发费用/营业总收入从2017年的2.27%稳步提升到2024年的5.03%, 在2025Q1-Q3维持在4.91%。中国药企正从“销售驱动”向“研发驱动”转型, 但与全球医药巨头的研发费用/营业总收入(通常在15%-25%)相比仍有差距。未来, 随着药企研发投入占比的持续提升, 将扩大CXO行业的市场需求。

图表23: 中国2017-2025Q1-Q3医药生物企业研发费用/营业总收入



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

4 政策不确定性消散, CXO 行业压制因素边际改善

4.1 立法落地: 从“针对性绞杀”到“框架性限制”

近年来,随着地缘政治竞争的加剧,世界各主要经济体逐渐开始重新审视全球化合作背后潜藏的多重风险,特别是在医药生物领域,生物遗传数据的跨境流动与关键生物技术供应链在特定国家或地区的集中化,不仅可能触及个人隐私,还可能在科研、公共卫生甚至国家战略安全等多个层面造成系统性风险。基于此,美国近年来不断在生物数据和生物安全领域开展立法探索,美国生物安全法案正是这一背景下的产物之一。

美国生物安全法案(“1.0版法案”)最早于2023年年底至2024年年初在国会两院提出,并于2024年9月9日获得众议院通过,但却未能获得参议院进一步通过。“1.0版法案”开头即表明了美国国会对于中国有意将生物技术产业打造成战略支柱以及在该领域推进军民融合的担忧,更直接认定部分中国企业(例如直接点名药明康德、药明生物等)因涉及采集基因数据以及中国军民融合活动而对美国国家安全构成威胁。

2025年10月,美国参议院表决通过了修订后的美国生物安全法(“2.0版法案”),与“1.0版法案”不同的是,从立法路径上看2.0版法案并非独立的法案,而是作为美国国防授权法案(NDAA, National Defense Authorization Act)的一部分。

2025年12月18日,美国总统特朗普签署了《2026财年国防授权法》(National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2026),生物安全法(“2.0版法案”)作为其中的一部分,相应生效。

“2.0版法案”与“1.0版法案”在内容上大体相似,但经协调后新通过的“2.0版法案”包含了一些有利于行业的修改,略微减轻了“1.0版法案”的潜在影响:

1) 移除被点名的“受关注生物科技公司”

与“1.0版法案”不同,生效的“2.0版法案”不再直接列举任何一家公司为“受关注生物科技公司”。但由于“受关注生物科技公司”与1260H清单相连接,需要密切关注1260H清单中列出了哪些企业。

2) 确定“受关注生物科技公司”名单的新程序

生效版的“2.0版法案”明确采用了美国管理和预算办公室牵头的跨部门评估过程来确定“受关注生物科技公司”名单，包括参考国防部每年公布的1260H清单及其他标准（如对手国家、国家安全风险指标等）。此外，美国管理和预算办公室需要发布初始名单，并至少每年更新一次，确保名单动态反应现实风险环境。

3) 新增从名单移除机制

生效版的“2.0版法案”设立了程序性保护机制，规定了明确的名单移除流程以及审查和答复的时间限制。这使得被列名公司能够得到一定的申辩和纠错路径，提高程序正当性。

4) 从“生物技术设备或服务”定义中排除某些技术

生效版的“2.0版法案”在“生物技术设备或服务”定义中删除了“1.0版法案”中提及的“组合质谱技术”和“聚合酶链式反应设备”，在设备定义层面缩小了“生物技术设备”的明文列举的覆盖范围。

总之，生效版的“2.0版法案”未再明确提及特定中国公司，而是统一采用原则性的描述或是引述其他实体清单，并设计了较长时间的缓冲期，预计对国内生物医药产业的即时冲击将趋于缓和。

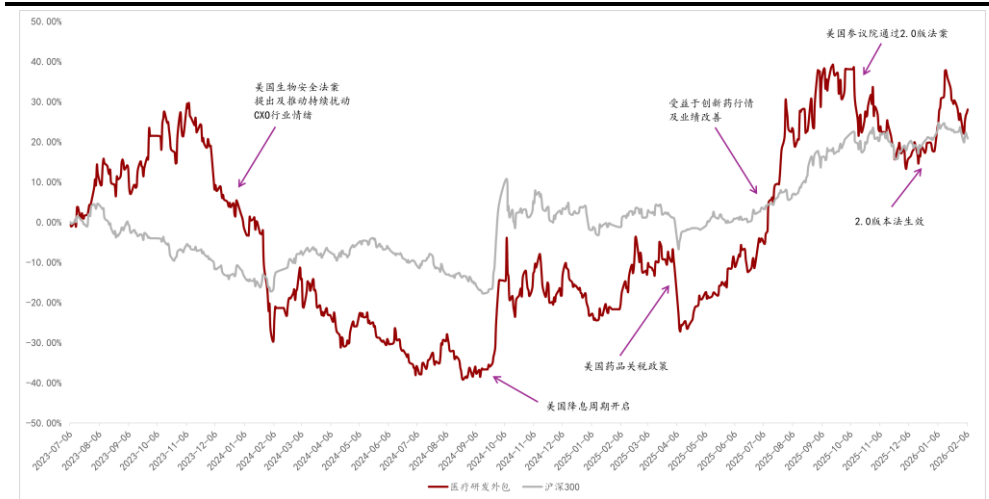
4.2 交易出清：从“恐慌折价”到“理性定价”

在2024年初，随着美国生物安全法案的提出和推动，市场情绪被极度扰动。这一时期，CXO板块的下跌幅度显著超过了大盘（沪深300），呈现出“超跌”特征。这反映了当时市场对“脱钩”风险的悲观预期。

在2025年10月，当“2.0版法案”在参议院通过时，CXO板块的反应明显钝化。这表明市场已经较为充分地消化了该法案的利空，以及投资者开始理性评估法案的实际落地细节。

在2025年12月，“2.0版法案”落地生效，短期内对CXO行业的影响出清；再加之美联储降息、全球创新药融资回暖，CXO企业的订单和业绩得到实质性验证，从而推动行情回暖。

图表24: 生物安全法案对CXO行情的影响



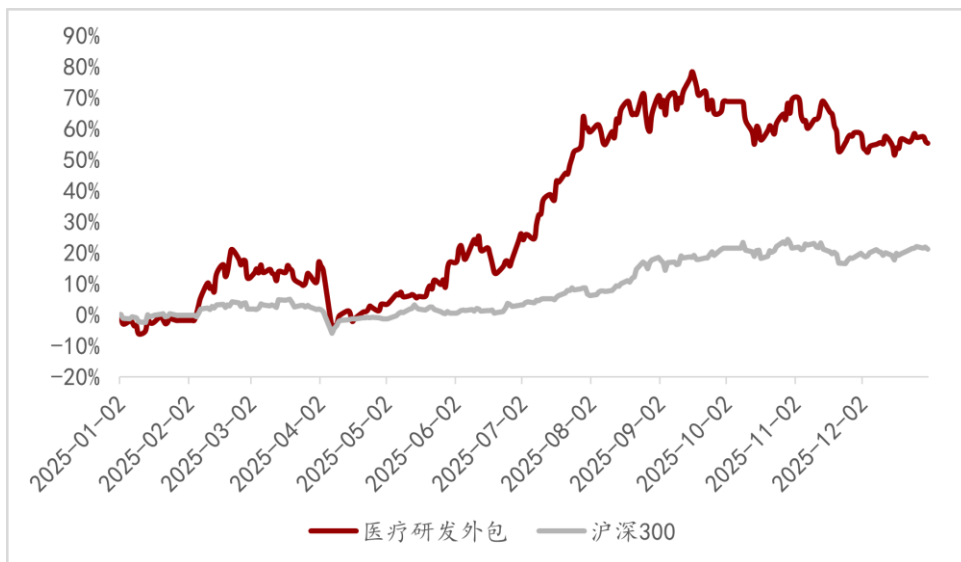
资料来源: iFinD、万联证券研究所

5 估值回归与业绩兑现：探寻板块的配置良机

5.1 估值分析：板块进入价值区间，关注结构性布局机会

2025年，受益于创新药行情带动，以及CXO业绩改善，CXO行情表现强劲。2025年全年CXO板块整体上涨55.26%，跑赢沪深300（同期上涨21.19%），CXO板块2025年期间最高涨幅上涨78.34%。

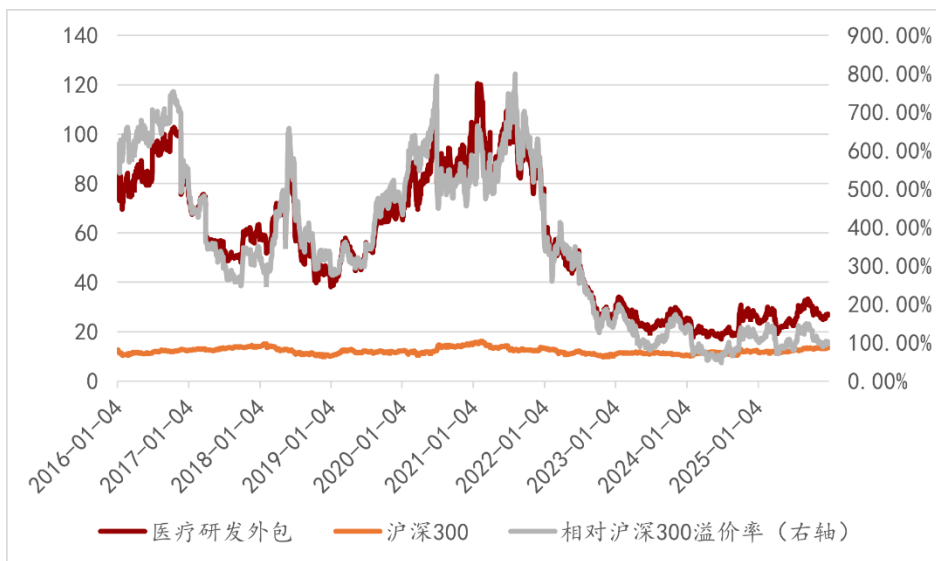
图表25：2025年CXO（医疗研发外包）行情



资料来源：iFinD、万联证券研究所

截至2025年12月31日，CXO的PE（TTM，剔除负值）为26.75，溢价率方面，CXO相对于沪深300的估值溢价率为98.93%。回顾2016-2025年10年期间CXO板块与沪深300的估值水平及其估值溢价率，当前CXO板块估值已显著低于历史均值。

图表26：2016-2025年CXO（医疗研发外包）估值水平及估值溢价率变化



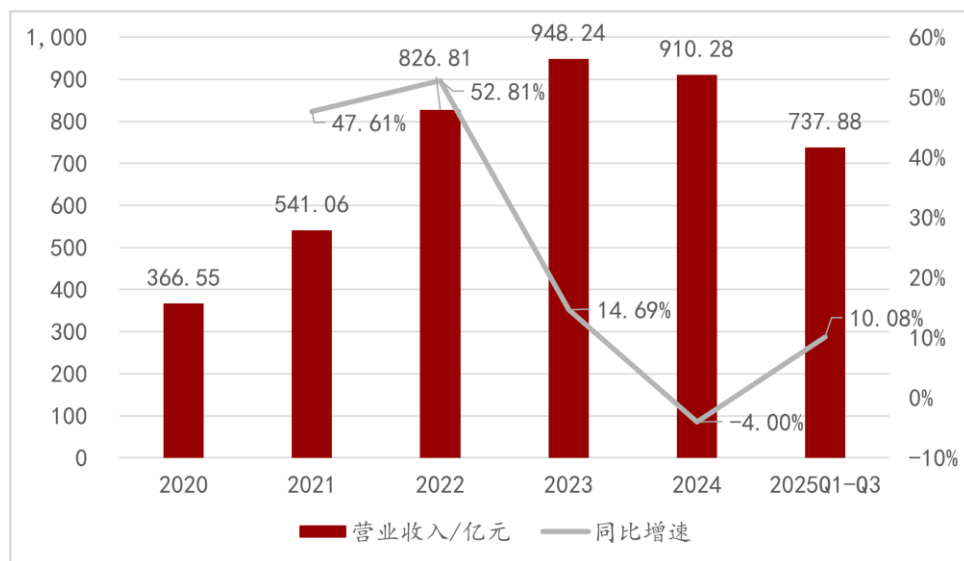
资料来源：iFinD、万联证券研究所

5.2 业绩分析：板块修复态势明显，关注结构性改善机会

2025年前三季度，CXO板块营业收入737.88亿元，同比增加10.08%。CXO板块营业收入在经历了2020-2022年较高增长、2023-2024年回调后，2025年前三季度增速回升至

10.08%。

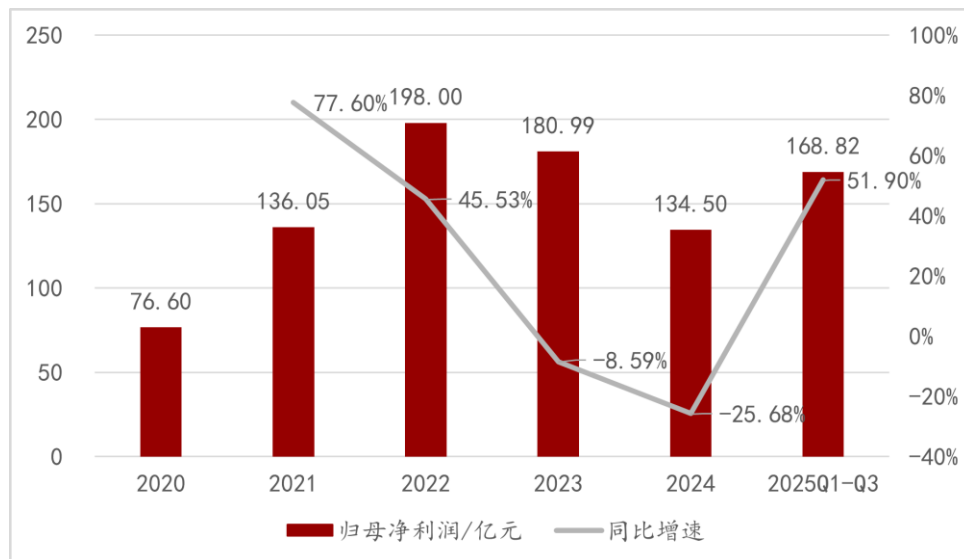
图表27: 2025年CXO（医疗研发外包）营业收入及同比增速



资料来源: iFinD、万联证券研究所

2025年前三季度，CXO板块归母净利润168.82亿元，同比增加51.90%。CXO板块归母净利润在经历了2020-2022年较高增长、2023-2024年回调后，2025年前三季度增速回升至51.90%。

图表28: 2025年CXO（医疗研发外包）归母净利润及同比增速



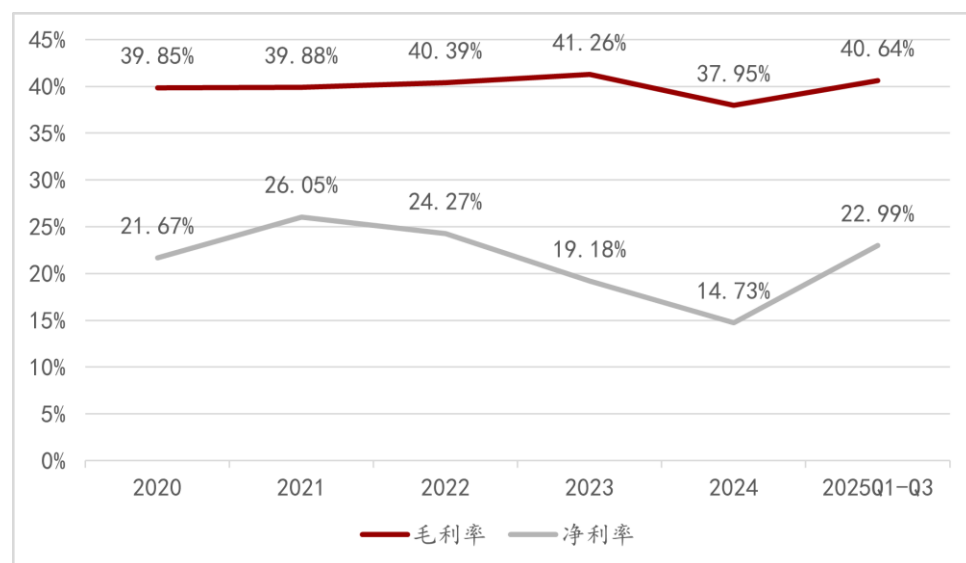
资料来源: iFinD、万联证券研究所

5.3 盈利分析：毛利率净利率修复，质量跃升可期

2025年前三季度，CXO板块毛利率为40.64%。2020年以来，CXO板块的毛利率始终保持在40%左右，2024年略下降至37.95%后，2025年前三季度又回升至40%以上。

2025年前三季度，CXO板块净利率为22.99%。在经历从2021年的26.05%下降至2024年的14.73%后，2025年前三季度显著改善，2提99%

图表29: 2025年CXO（医疗研发外包）毛利率及净利率



资料来源: iFinD、万联证券研究所

综上，我们认为，当前CXO正处于基本面与估值情绪的双重底部区域，行业景气度有望迈向新一轮景气上升周期。具体来看，行业已呈现估值的历史性底部特征，当前估值水平显著低于历史均值；业绩层面已确认拐点，随着全球医疗健康领域投融资回暖，板块修复态势明显；盈利水平亦触底回升，行业毛利率和净利率均得到明显改善。三重积极信号共振，行业有望从“复苏”走向“繁荣”。

6 投资建议

具备全球竞争力的“一体化”龙头企业，重点关注客户群多元化、且拥有全产业链布局的平台型企业；受益于“食蟹猴价格回升”与“减肥药”“小核酸药物”等风口的临床前CRO，重点关注拥有自有食蟹猴、且在GLP-1、小核酸等产业链上有成熟解决方案的中小型CRO/CDMO企业。

7 风险提示

宏观环境波动风险，地缘政治带来的全球订单转移风险，行业政策风险，研发不及预期风险等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场