

医药生物

2026年03月29日

从“药明系”看创新药产业链的经营趋势

——行业周报

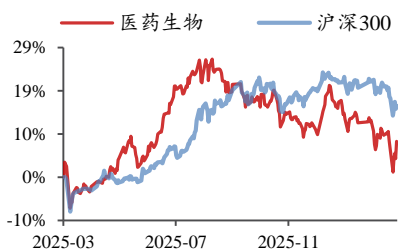
投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《中国领航 ADC 时代，多款 ADC 重磅登场 ELCC 2026—行业周报》-2026.3.22

《原油价格上涨及反内卷政策实施，有望驱动原料药行业价格上涨—行业深度报告》-2026.3.18

《地缘政治催化，一次性手套行业迎来战略机遇期—行业周报》-2026.3.15

● “药明系”业绩高增验证 CXO 景气周期回归，订单与在手项目持续高增

2025 年在全球生物医药投融资回暖与创新药研发活跃度提升背景下，“药明系”三家公司整体实现高质量增长：2025 年，药明康德收入 454.6 亿元，同比+15.8%，持续经营业务收入同比+21.4%，超越原先指引，经调整 Non-IFRS 净利率提升至 32.9%；药明生物收入 217.9 亿元，同比+16.7%，净利润同比+45.3%；药明合联收入同比增长 46.7%、净利润同比+69.9%。共同特征在于订单端显著扩张：药明生物未完成订单 237 亿美元，同比+28%，药明合联未完成订单同比+50%，反映行业需求已由修复进入实质性扩张阶段。

● 2026 年增长确定性强化，板块具备估值切换基础

“药明系”三家公司均对 2026 年增长给出积极展望：2026 年，药明康德持续经营业务收入指引同比增长 18–22%，CAPEX 进一步提升至 65–75 亿元；药明生物预计收入实现同比增长 13–17%（已包含汇率影响）；药明合联设立 2025–2030 年 30–35% CAGR 目标。整体来看，三家龙头在不同细分赛道均给出较强增长指引，反映 CXO 在订单、产能与需求端共振下的景气延续性进一步强化。

● 结构性增长主线清晰，临床前业务量价齐升，CDMO 维持高景气

（1）国内临床前 CRO 已到向上拐点：药明康德测试业务恢复正增长，临床前业务展现量价齐升趋势；药明生物未完成潜在里程碑付款订单大幅增长；药明合联新签 70 个 iCMC 项目创下新高；国内多家临床前 CRO 企业新签及在手订单均实现较快增长，临床前 CRO 订单端已率先修复，后续有望逐步反应至报表端。

（2）小分子 CDMO 将在 2026 年加速增长：2025 年，药明康德小分子 D&M 业绩逐季加速，商业化和临床 III 期项目快速增长，反映行业需求明显回暖，2026 年如 Orforglipron 等 GLP-1 类小分子药物有望持续给相关产业链内公司带来业绩增量。（3）ADC/XDC/TIDES CDMO 保持高景气度：药明合联给出 ADC/XDC CDMO 行业 5 年 CAGR 为 25%；药明生物新签项目中 2/3 是双抗和抗体偶联药物；药明康德 2025 年 TIDES 订单在大基数基础上仍然同比增长 20.2%。同时供给端产能仍存在阶段性瓶颈，未来 ADC/XDC/TIDES CDMO 仍将保持高景气度。2026 年板块基本面与估值修复将具有延续性，优先聚焦“海外订单占比高+复杂分子能力强”的平台型 CXO 与 CDMO 龙头，及订单改善传导至报表的内需型 CRO。

● 医药布局思路及标的推荐

整体上，我们持续看好创新药及其产业链（CXO+科研服务）及 AI、脑机接口、生物制造等国家战略新兴产业。

月度组合推荐：药明康德、石药集团、信达生物、百利天恒、英科医疗、联邦制药、国邦医药、方盛制药、百普赛斯。

周度组合推荐：恒瑞医药、科伦博泰生物-B、益诺思、美迪西、京新药业、前沿生物、奥浦迈、昊帆生物。

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险、地缘政治风险等。

目 录

1、 从“药明系”看创新药产业链趋势.....	3
1.1、 药明康德超额达成全年指引，2026 年小分子 CDMO 将加速.....	3
1.2、 药明生物：业绩表现亮眼，新签项目创历史新高.....	4
1.3、 药明合联：盈利质量进一步提升，战略并购赋能加速增长.....	7
1.4、 指引验证行业复苏，景气周期回归驱动新一轮增长.....	9
2、 3 月第 4 周医药生物上涨 1.56%，医疗研发外包涨幅最大.....	10
2.1、 板块行情：医药生物上涨 1.56%，跑赢沪深 300 指数 2.97pct.....	10
2.2、 子板块行情：医疗研发外包板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大.....	10
3、 风险提示.....	12

图表目录

图 1： 药明康德 2025 年的收入和利润再创历史新高.....	3
图 2： 药明康德 2025 年小分子 D&M 业务保持强劲增长，TIDES 业务高速增长.....	4
图 3： 药明生物 2025 年业绩表现亮眼.....	5
图 4： 药明生物 2025 年在手订单充沛，R 端增长势头强劲.....	5
图 5： 药明生物 2025 年新签项目 209 个创下历史新高，公司综合项目数达 946 个.....	6
图 6： 药明合联 2025 年全年业绩表现卓越，盈利质量进一步提升，未完成订单大幅增长.....	7
图 7： 药明合联 2025 年客户与订单总量快速增长，公司管线数量快速增长.....	8
图 8： 药明合联持续布局全球，持续扩张产能.....	8
图 9： “药明系”三家公司给出指引，进一步验证行业复苏.....	9
图 10： 3 月第 4 周医药生物上涨 1.56%（单位：%）.....	10
图 11： 医疗研发外包板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大.....	10
表 1： 3 月以来体外诊断板块涨幅最大.....	11
表 2： 子板块中个股涨跌幅（%）前 5.....	12

1、从“药明系”看创新药产业链趋势

1.1、药明康德超额达成全年指引，2026 年小分子 CDMO 将加速

2025 年，药明康德收入和利润再创历史新高。公司 2025 年实现营收 454.56 亿元（原指引 435-440 亿元），同比增长 15.8%，持续经营业务收入同比增长 21.4%（原指引 17-18%）；归母净利润 191.51 亿元，同比增长 102.7%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 149.6 亿元，同比增长 41.3%，经调整 Non-IFRS 净利率达 32.9%，同比提升 5.9pct。

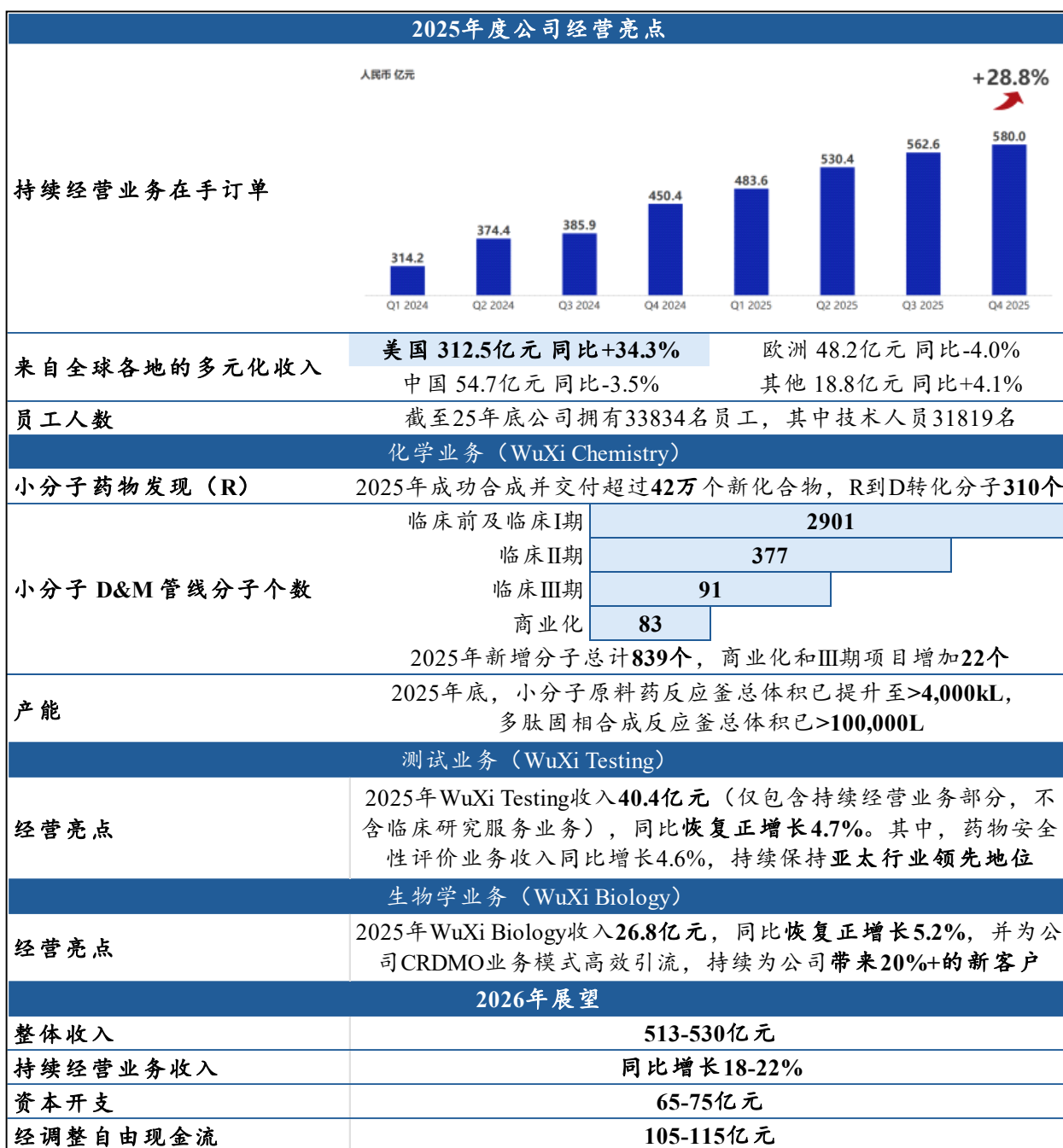
图1：药明康德 2025 年的收入和利润再创历史新高

(RMB mn)	24A	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25A	
营业总收入	39241	9655	11142	1057	12599	45456	
YOY	-3%	21%	20%	15%	9%	16%	
化学业务	29052	7391	8910	9677	10488	36466	
YOY	0%	33%	34%	23%	17%	26%	
小分子D&M业务	17870	3850	4830	5560	5680	19920	
YOY	-17%	14%	42%	18%	5%	11%	
QOQ		-29%	25%	15%	2%		
TIDES业务	5800	2240	2790	2810	3530	11370	
YOY	70%	188%	115%	142%	57%	96%	
测试业务	5670	1292	1396	1481	-	4042	
YOY		部分已出售的相关业务，划分为终止经营业务					5%
生物学业务	2544	607	645	696	730	2677	
YOY	0%	8%	6%	6%	2%	5%	
毛利	16277	4080	5165	6073	6336	21655	
YOY	-2%	36%	38%	36%	26%	33%	
净利润	9568	3715	4945	3546	7127	19333	
YOY	-1%	90%	113%	53%	140%	102%	
经调整Non-IFRS归母净利润	10580	2680	3635	4222	4419	14957	
YOY	-3%	40%	48%	42%	36%	41%	
毛利率	41%	42%	46%	50%	50%	48%	
净利率	24%	38%	44%	29%	57%	43%	
经调整Non-IFRS归母净利率	27%	28%	33%	35%	35%	33%	

数据来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

小分子 D&M 业务保持强劲增长，TIDES 业务高速增长。2025 年，公司化学业务实现营收 364.7 亿元，同比+25.5%。小分子 D&M 业务收入 199.2 亿元，同比+11.4%，其中 2025 年第四季度收入 56.8 亿元，同比+5.19%，环比+2.16%，**2025 年小分子 D&M 收入逐季递增**。小分子 D&M 管线持续扩张，2025 年新增分子 839 个，管线分子总计 3452 个。2025 年 TIDES 业务实现营收 113.7 亿元，同比增长 96.0%；截至 2025 年底，TIDES D&M 服务客户数同比提升 25%，服务分子数量同比提升 45%，TIDES 在手订单同比增长 20.2%。

安评保持亚太领先，生物学业务持续引流。2025 年，公司测试业务实现营收 40.4 亿元，同比恢复正增长+4.7%，**药物安全性评价业务订单量价齐升趋势有望延续**，公司持续保持安评领域的亚太领先地位；2025 年生物学业务实现营收 26.8 亿元，同比恢复正增长+5.2%，持续为公司带来 20%+的新客户。

图2：药明康德 2025 年小分子 D&M 业务保持强劲增长，TIDES 业务高速增长


资料来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

1.2、药明生物：业绩表现亮眼，新签项目创历史新高

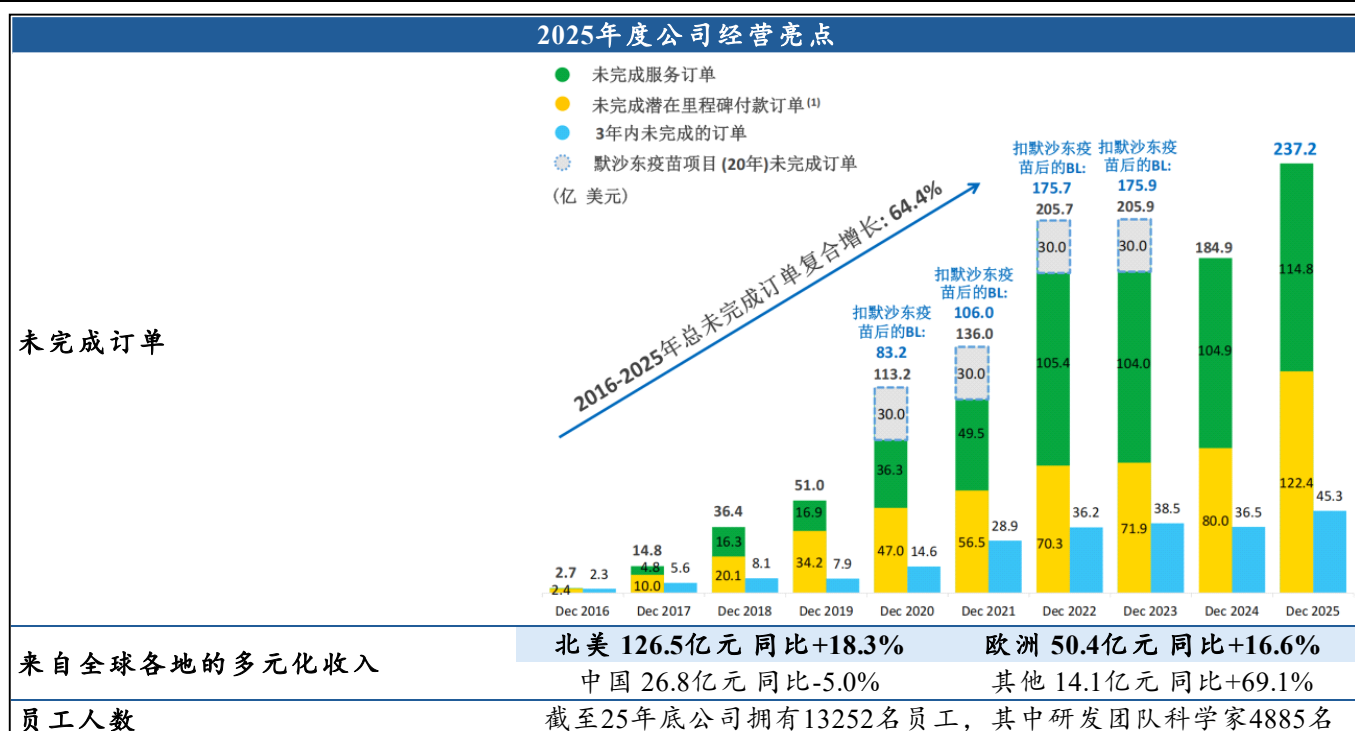
业绩表现亮眼：2025年，药明生物实现营收217.90亿元，同比增长16.7%，持续经营业务收入同比增长逾20%；实现净利润57.33亿元，同比增长45.3%；实现经调整净利65.86亿元，同比增长22.0%；实现毛利率46.0%，同比提升5.0pct。

图3: 药明生物 2025 年业绩表现亮眼

(RMB mn)	24H1	24H2	24A	25H1	25H2	25A
营业总收入	8574	10101	18675	9953	11837	21790
YOY	1%	18%	10%	16%	17%	17%
IND前服务	3068	3994	7062	4147	5167	9314
YOY	9%	54%	31%	35%	29%	32%
早期 (第I及II期) 临床服务	1893	1923	3816	1330	1309	2639
YOY	-3%	15%	6%	-30%	-32%	-31%
后期 (第III期) 临床服务及商业化生产	3434	4051	7485	4289	5172	9461
YOY	12%	-2%	-3%	25%	28%	26%
毛利	3350	4301	7651	4253	5766	10019
YOY	6%	32%	12%	27%	34%	31%
净利润	1780	2165	3945	2757	2977	5733
YOY	-24%	76%	10%	55%	37%	45%
经调整 Non-IFRS 归母净利润	2250	2534	4784	2389	3252	5640
YOY	-21%	36%	2%	6%	28%	18%
毛利率	39%	43%	41%	43%	49%	46%
净利率	21%	21%	21%	28%	25%	26%
经调整 Non-IFRS 归母净利率	26%	25%	26%	24%	27%	26%

数据来源: 公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

在手订单充沛, R 端势头强劲: 截至 2025 年底, 公司未完成订单总额达 237 亿美元, 同比增长 28.3%, 未完成服务订单约 115 亿美元。未完成潜在里程碑付款订单达 122 亿美元, 同比增加 42 亿美元, 环比上半年增加 32 亿美元。R 端强劲势头和持续拓展的 CD3 TCE 合作。2025 年公司业绩增长呈现出地域多元化: 北美和欧洲地区加速增长; 剔除中国对外授权交易影响后, 中国收入同比持平; 日韩持续保持强劲增长势头。

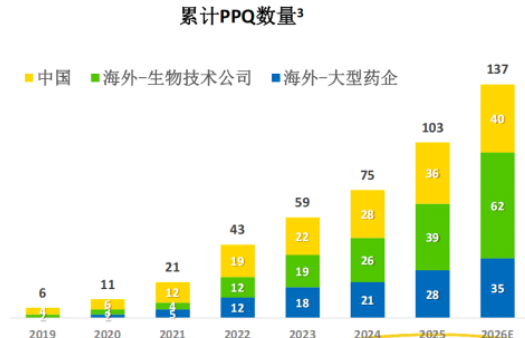
图4: 药明生物 2025 年在手订单充沛, R 端增长势头强劲


资料来源: 公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

新签项目历史新高：2025年，公司新签209个项目创下新高，其中2/3是双抗和抗体偶联药物；获得23个“赢得分子”项目，其中包括6个临床三期项目。

2025年，公司临床前业务实现营收93.14亿元，同比增长31.9%，研究服务和临床前开发服务保持强劲增长势头；临床III期+商业化收入94.61亿元，同比增长26.4%，系早期项目进入成熟阶段以及现有商业化项目的爬坡。截至2025年底，公司综合项目数达946个，其中临床前/I期/II期/III期/商业化阶段各463/289/94/74/25个。

图5：药明生物2025年新签项目209个创下历史新高，公司综合项目数达946个

项目情况																																														
新签项目情况	2025年新签 209个项目创下新高 ，其中 2/3 是双抗和抗体偶联药物，209个项目新签项目中约半数来自美国；2025年获得 23个“赢得分子”项目 ，其中包括 6个临床三期项目 ，约一半来自美国客户；2024-2025年期间，新增43个“赢得分子”项目，仅4个项目转出，凸显强劲客户粘性																																													
综合项目情况	<table border="1"> <tr> <td>临床前</td> <td>463</td> </tr> <tr> <td>临床I期</td> <td>289</td> </tr> <tr> <td>临床II期</td> <td>94</td> </tr> <tr> <td>临床III期</td> <td>74</td> </tr> <tr> <td>商业化</td> <td>25</td> </tr> </table> 综合项目数达 945个	临床前	463	临床I期	289	临床II期	94	临床III期	74	商业化	25																																			
临床前	463																																													
临床I期	289																																													
临床II期	94																																													
临床III期	74																																													
商业化	25																																													
项目分领域情况	涵盖各类生物药，945个项目中双多抗项目达到 196个 （同比+30%），抗体偶联药物达 252个 （同比+30%），单抗药物 341个 （同比+4%）																																													
CRDMO平台 — 研究（R）																																														
经营亮点	首付款和总付款金额再创历史新高：2025年研究项目的潜在里程碑付款总额 40+亿美元 ，活跃研究服务项目 50+ ；前瞻性布局CD3 TCE平台：25年该平台实现 2.05亿美元 收入，未来收入潜力或达数十亿美元；临床试验进行中，预计一个产品最速有望于 2027年 获批																																													
CRDMO平台 — 开发（D）																																														
经营亮点	截至2025年12月31日共完成 786个IND 申报 2025年完成 156个IND 申报,并获得 125个IND 批准 38个 项目在业内领先的 6个月 周期内完成交付 每年可赋能 200个IND 和 20个BLA/MAA																																													
CRDMO平台 — 生产（M）																																														
PPQ数量	累计PPQ数量 ³  <table border="1"> <caption>累计PPQ数量 (2019-2026E)</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>中国</th> <th>海外-生物技术公司</th> <th>海外-大型药企</th> <th>总计</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>6</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>6</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>11</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>11</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>21</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>21</td> </tr> <tr> <td>2022</td> <td>43</td> <td>12</td> <td>12</td> <td>67</td> </tr> <tr> <td>2023</td> <td>59</td> <td>19</td> <td>18</td> <td>96</td> </tr> <tr> <td>2024</td> <td>75</td> <td>26</td> <td>21</td> <td>122</td> </tr> <tr> <td>2025</td> <td>103</td> <td>39</td> <td>28</td> <td>170</td> </tr> <tr> <td>2026E</td> <td>137</td> <td>62</td> <td>35</td> <td>234</td> </tr> </tbody> </table> <p>PPQ数量稳步增长，支撑未来CMO增长；截至2025年公司已完成103个PPQ项目，项目生产成功率达100%；截至2026年底预计将完成137个以上项目</p>	年份	中国	海外-生物技术公司	海外-大型药企	总计	2019	6	0	0	6	2020	11	0	0	11	2021	21	0	0	21	2022	43	12	12	67	2023	59	19	18	96	2024	75	26	21	122	2025	103	39	28	170	2026E	137	62	35	234
年份	中国	海外-生物技术公司	海外-大型药企	总计																																										
2019	6	0	0	6																																										
2020	11	0	0	11																																										
2021	21	0	0	21																																										
2022	43	12	12	67																																										
2023	59	19	18	96																																										
2024	75	26	21	122																																										
2025	103	39	28	170																																										
2026E	137	62	35	234																																										
产能	美国 MFG11 建设积极推进中、 MFG18 推进产能升级，新增商业化生产能力；新加坡 DP 生产厂启动建设、 DS 生产厂已处于设计阶段、 XDC 基地于2025年6月实现机械完工。 杭州基地的 MFG20 的三组5,000升一次性生物反应器顺利完成首个商业化项目PPQ生产，为 亚洲首条5,000升 一次性生产技术原液生产线的一次重大突破。																																													

资料来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

公司深化全球产能布局：美国 MFG11 建设推进中、MFG18 新增商业化生产能力；新加坡 DP 生产厂启动建设、DS 生产厂处于设计阶段、XDC 基地于 2025 年 6 月实现机械完工；中国成都的微生物商业化生产基地建设启动；欧洲爱尔兰基地成功完成首次工程批生产及 PPQ 生产批次。

1.3、药明合联：盈利质量进一步提升，战略并购赋能加速增长

全年业绩表现卓越，盈利质量进一步提升，未完成订单大幅增长。2025 年，公司实现营收 59.44 亿元，同比增长 46.7%；实现毛利 21.39 亿元，同比增长 72.5%，毛利率同比提升 5.4pct 至 36.0%；实现经调整净利润 15.59 亿元，同比增长 69.9%，经调整净利润率同比提升 3.6pct 至 26.2%。

图6：药明合联 2025 年全年业绩表现卓越，盈利质量进一步提升，未完成订单大幅增长

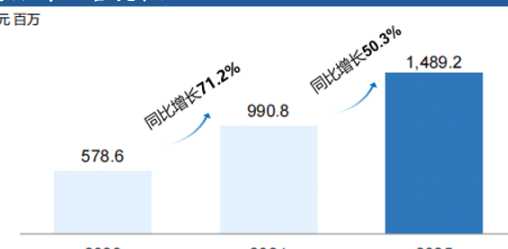
(RMB mn)	24H1	24H2	24A	25H1	25H2	25A
营业总收入	1665	2387	4052	2701	3243	5944
YOY	67%	112%	91%	62%	36%	47%
IND前服务	654	1021	1676	1116	1395	2512
YOY	76%	84%	81%	71%	37%	50%
IND后服务	1011	1366	2377	1585	1848	3433
YOY	62%	138%	99%	57%	35%	44%
毛利	535	705	1240	975	1164	2139
YOY	133%	113%	122%	82%	65%	73%
净利润	488	581	1070	746	735	1480
YOY	176%	447%	277%	53%	26%	38%
经调整 Non-IFRS 归母净利润	432	485	917	733	826	1559
YOY	100%	148%	122%	70%	70%	70%
毛利率	32%	30%	31%	36%	36%	36%
净利率	29%	24%	26%	28%	23%	25%
经调整 Non-IFRS 归母净利率	26%	20%	23%	27%	25%	26%

数据来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

客户与订单总量快速增长。截至 2025 年底，累计赋能全球 643 家客户，递交 120+ 个 IND 申请；未完成订单总量约 15 亿美元，同比+50.3%，为公司未来业绩的快速增长提供保障。

在“赋能、跟随并赢得分子”的战略下，公司管线数量快速增长。截至 2025 年底，公司 iCMC 项目数达 252 个，同比增长 29.9%；其中新签 iCMC 项目 70 个，赢得项目 22 个。整体来看，公司药物发现阶段项目 1039 个，临床前与 I 期项目合计 210 个，II 期及后期项目合计 42 个，其中 18 个为 PPQ 项目，1 个为商业化阶段项目。临床阶段新型偶联药 XDC 综合项目达 26 个，呈现多元化发展趋势。

图7：药明合联 2025 年客户与订单总量快速增长，公司管线数量快速增长

2025年度公司经营亮点		
美元百万		
未完成订单总额		
来自全球各地的多元化收入	北美 30.3亿元 同比+49.3% 欧洲 14.6亿元 同比+141.6% 中国 9.2亿元 同比-12.3% 其他 5.3亿元 同比+62.9%	
客户数量	截至2025年底，累计赋能全球640+家客户，并递交120+个IND申请	
员工人数	截至2025年底员工总数超2600人，2025年新增超600人	
项目情况		
新签项目情况	2025年新签70个iCMC项目（历史新高），10个新增PPQ项目	
综合项目情况	药物发现	1039
	临床前	124
	临床I期	86
	临床II期	18
	临床III期	23
	商业化	1
项目分阶段情况	早期发现	69个项目从发现阶段推进至iCMC阶段
	临床开发	2025年新签70个iCMC项目、赢得22个iCMC项目 2025年赋能客户提交38个IND申请
	生产	1个商业化阶段项目 18个PPQ（工艺验证）项目，新增10个PPQ项目

资料来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

全球布局，持续扩张。无锡基地 DP3 制剂产线于 2025 年 7 月成功完成 GMP 放行，正在计划中的制剂新产线 DP5、DP6 计划于 2027 年末/2028 年初实现 GMP 放行；新加坡基地预计 2026 年上半年实现 GMP 放行；江阴基地聚焦载荷连接子研发和生产，规划总产能达 3-5 吨/年；上海基地为发现实验室/生物偶联药物工艺开发实验室。

图8：药明合联持续布局全球，持续扩张产能

	生产	
	基地	占地面积
产能	无锡	58749m ²
	上海	8927m ²
	合肥	6000m ²
	江阴	47000m ²
	新加坡	25000m ²
概况		
<ul style="list-style-type: none"> • DP3 制剂产线于 2025 年 7 月完成 GMP 放行 • 六条生产线利用率维持高位 • DP5、DP6 计划 27 年末/28 年初 GMP 放行 		
发现实验室/生物偶联药物工艺开发实验室		
多肽及寡核苷酸合成及研发中心		
连接子及有效载荷，预计 2028 年年初投入运营		
偶联原料药，预计 2026 年开始 GMP 生产；偶联药品生产，预计 2026 年投入运营		
战略并购		
东曜药业/苏州工厂	最新进展	<ul style="list-style-type: none"> • 截至 2026 年 3 月 17 日，已取得东曜药业 60% 股权 • 收购预计于 2026 年 3 月底完成 • 新客户及项目整合预计于 2026 年底前完成
	新增产能	<ul style="list-style-type: none"> • 抗体和蛋白质中间体，最高达 2,000L/批 • 偶联原液生产，最高达 500L/批 • 偶联制剂生产，800 万瓶/年 • 苏州/东曜药业，建筑面积 >50,000 m²

资料来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

战略并购赋能未来加速增长。2025年8月，公司收购合肥基地，作为公司的多肽及寡核苷酸合成研发基地，园区总面积达6000m²。

2026年3月，公司宣布已取得东曜药业60%股权之有效接纳，收购预计于2026年3月底完成，新客户及项目整合已正在进行中，预计于2026年底前完成。通过此次并购，公司获得的新增产能包括最高达2,000 L/批的抗体和蛋白质中间体产能、最高达500 L/批的偶联原液产能以及800万瓶/年的偶联制剂产能，苏州基地（东曜药业）拥有大于50000 m²的建筑面积，后续将作为公司的多元化生物偶联药生产基地。通过本次收购，进一步巩固了公司的行业领导地位，并服务于更广泛的客户群体。

1.4、指引验证行业复苏，景气周期回归驱动新一轮增长

药明康德预计2026年公司整体收入513-530亿元，持续经营业务收入同比+18-22%，预计资本开支继续增长至65-75亿元，加速全球化能力建设和产能投放；**药明生物**预计2026年实现收入13-17%同比增长（其中包含美元对人民币约3%的贬值预期）；**药明合联**预计2025-2030年公司收入CAGR为30-35%（行业平均水平约25.6%），且2030年时XDC分子营收占比&商业化生产（M端）项目营收占总收比例均达20%。

图9：“药明系”三家公司给出指引，进一步验证行业复苏

药明康德2026年指引	
整体收入	513-530亿元
持续经营业务收入	同比增长18-22%
资本开支	65-75亿元
经调整自由现金流	105-115亿元
药明生物2026年指引	
整体收入	预计实现13-17%同比增长
药明合联未来展望	
整体收入	2025-2030年CAGR 30-35%（行业平均水平约25.6%）
截至2030年的增长计划	XDC分子营收占比&商业化生产（M端）项目营收占比，均达20%

数据来源：公司公告、公司业绩演示材料、开源证券研究所

从药明康德、药明生物及药明合联三家公司2025年的运营情况以及其给出的2026年指引来看，CXO行业已由此前的周期修复阶段，明确迈入**景气周期回归以及结构性分化发展的新阶段**。具体来看：

(1) 国内临床前CRO已到向上拐点：药明康德测试业务恢复正增长，临床前业务展现量价齐升趋势；药明生物未完成潜在里程碑付款订单同比、环比大幅增长，反映出R端的强劲势头，有望传导至临床前环节；药明合联2025年新签70个iCMC项目创下新高，同样反应早研需求的大幅回暖；与此同时，国内如昭衍新药、美迪西、益诺思、奥浦迈子公司澎立生物等多家临床前CRO企业新签及在手订单均实现较快增长，显示在经历前期行业需求调整后，创新药早期研发需求恢复增长，临床前CRO订单端已率先修复，后续有望逐步反应至报表端。

(2) 小分子CDMO将在2026年加速增长：2025年，药明康德D&M业绩逐季加速，商业化和临床III期项目快速增长，侧面反映行业需求明显回暖，2026年如Orforglipron等GLP-1类小分子药物有望持续给相关产业链内公司带来业绩增量。

(3) ADC/XDC/TIDES CDMO保持高景气度：药明合联给出ADC/XDC CDMO

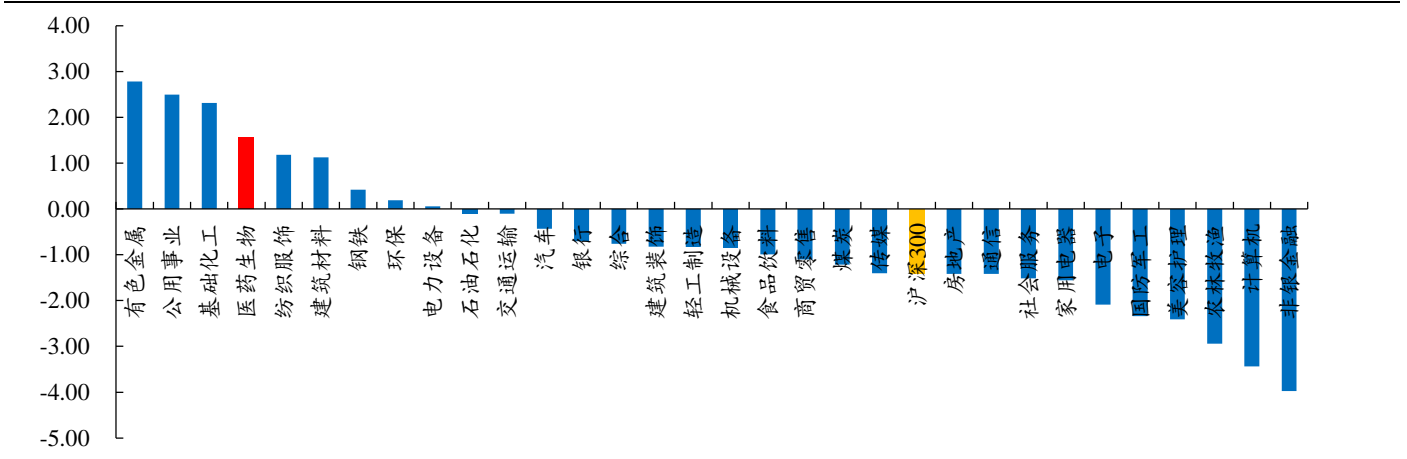
行业 5 年 25% 的 CAGR，公司的客户与未完成订单总量快速增长；药明生物 209 个新签项目的 2/3 是双抗和抗体偶联药物；药明康德 2025 年 TIDES 订单在大基数基础上仍然同比增长 20.2%。于此同时，供给端产能仍存在阶段性瓶颈，药明联合加速战略收购（东曜药业）与产能扩张，药明康德多肽产能预计于 2026 年底提升至超 130000L，未来 ADC/XDC/TIDES CDMO 仍将保持高景气度。

2、3 月第 4 周医药生物上涨 1.56%，医疗研发外包涨幅最大

2.1、板块行情：医药生物上涨 1.56%，跑赢沪深 300 指数 2.97pct

从月度数据来看，2026 年初至今沪深整体呈现下行趋势。2026 年 3 月第 4 周有色金属、公用事业等行业涨幅靠前，非银金融、计算机、农林牧渔等行业跌幅靠前。本周医药生物上涨 1.56%，跑赢沪深 300 指数 2.97pct，在 31 个子行业中排名第 4 位。

图10：3 月第 4 周医药生物上涨 1.56%（单位：%）

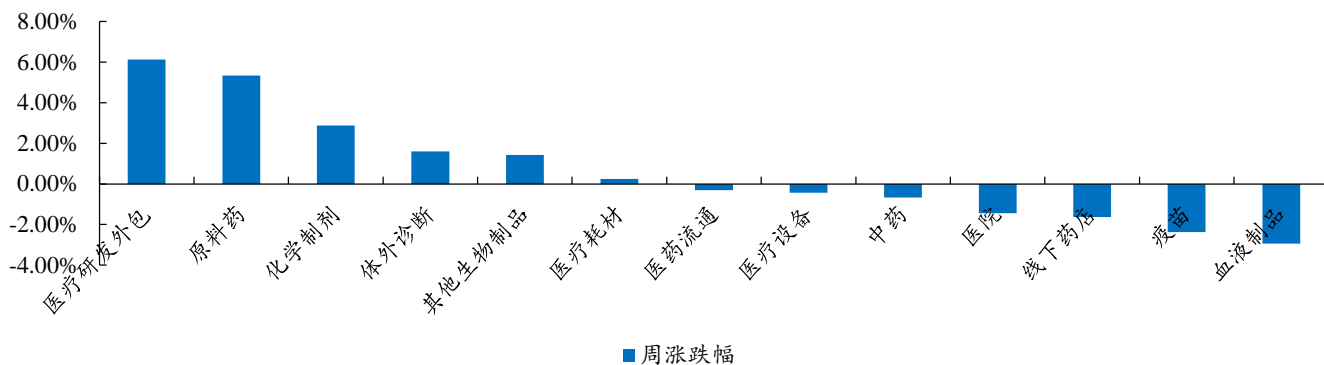


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2026.3.23-2026.3.27 为 3 月第 4 周）

2.2、子板块行情：医疗研发外包板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大

2026 年 3 月第 4 周医疗研发外包板块涨幅最大，上涨 6.12%；原料药板块上涨 5.34%，化学制剂板块上涨 2.88%，体外诊断板块上涨 1.60%。血液制品板块跌幅最大，下跌 2.95%，疫苗板块下跌 2.36%，线下药店板块下跌 1.63%，医院板块下跌 1.45%。

图11：医疗研发外包板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 3月以来体外诊断板块涨幅最大

子板块	M1	M2	M3	年初至今	预测 PE (2026)	预测 PEG (2026)
中药	0.78%	1.49%	-3.94%	-1.75%	20.8	2.96
化学制药	0.14%	-1.78%	-1.35%	-2.98%	22.9	2.07
原料药	5.57%	1.32%	-2.27%	4.54%	30.5	3.04
化学制剂	-0.81%	-2.36%	-1.18%	-4.30%	20.2	1.94
医药商业	2.93%	-1.03%	-6.67%	-4.93%	22.1	1.71
医药流通	0.64%	-1.05%	-6.69%	-7.09%	24.1	2.21
线下药店	9.28%	-0.97%	-6.61%	1.07%	20.8	0.97
医疗器械	5.28%	0.94%	-6.02%	-0.13%	30.1	3.09
医疗设备	5.57%	-0.05%	-11.57%	-6.69%	48.7	3.42
医疗耗材	5.82%	4.00%	-3.27%	6.45%	31.9	1.77
体外诊断	3.88%	-1.51%	1.85%	4.20%	19.1	10.00
生物制品	3.29%	-0.19%	-5.14%	-2.21%	24.4	3.97
血液制品	1.23%	-0.48%	-8.14%	-7.45%	19.3	22.30
疫苗	2.59%	-0.90%	-6.24%	-4.68%	31.9	9.08
其他生物制品	4.34%	0.29%	-3.64%	0.83%	28.9	1.07
医疗服务	8.82%	0.53%	-6.46%	2.33%	31.6	0.93
医院	12.00%	0.83%	-10.54%	1.02%	25.2	3.40
医疗研发外包	6.66%	0.72%	-3.94%	3.20%	41.3	0.73

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间范围为 2026.3.23-2026.3.27）

表2：子板块中个股涨跌幅（%）前5

	原料药		化学制剂		中药		生物制品		医药商业		
涨幅前5	1	美诺华	40.73	华纳药厂	23.24	万邦德	38.81	海特生物	18.61	国发股份	8.20
	2	富祥药业	27.61	ST 景峰	20.47	健民集团	6.60	双鹭药业	13.38	百洋医药	5.87
	3	海森药业	15.29	泽璟制药-U	16.45	天目药业	6.03	赛伦生物	11.89	*ST 荣控	5.42
	4	宏源药业	14.48	舒泰神	15.43	九芝堂	5.87	神州细胞	9.11	海王生物	3.28
	5	司太立	14.14	迪哲医药-U	15.13	众生药业	5.10	南京新百	6.23	瑞康医药	3.00
跌幅前5	1	科源制药	(19.92)	多瑞医药	(15.61)	长药退	(18.18)	万泽股份	(7.55)	润达医疗	(6.18)
	2	溢多利	(3.63)	德源药业	(4.55)	济川药业	(9.72)	优宁维	(5.64)	大参林	(3.04)
	3	森萱医药	(3.23)	*ST 赛隆	(4.24)	白云山	(8.60)	康希诺	(5.21)	健之佳	(2.43)
	4	新赣江	(2.64)	华特达因	(3.09)	华润三九	(5.60)	辽宁成大	(4.31)	塞力医疗	(1.99)
	5	富士莱	(1.49)	ST 复华	(2.93)	华润江中	(5.05)	康为世纪	(4.08)	国药股份	(1.63)
涨幅前5	医疗研发外包		医疗服务		医疗设备		医疗耗材		体外诊断		
	1	诚达药业	13.77	新里程	12.66	福瑞医科	12.77	康拓医疗	21.04	热景生物	16.48
	2	百花医药	10.01	国际医学	6.38	康众医疗	9.77	威高骨科	8.56	九安医疗	10.07
	3	美迪西	9.18	澳洋健康	4.62	山外山	5.78	惠泰医疗	6.64	中源协和	6.34
	4	普蕊斯	9.03	*ST 生物	4.46	宝莱特	4.61	五洲医疗	6.44	仁度生物	4.81
跌幅前5	5	诺思格	8.71	盈康生命	3.81	海泰新光	2.78	维力医疗	5.74	利德曼	2.62
	1	ST 诺泰	(3.70)	创新医疗	(6.34)	麦澜德	(7.72)	中红医疗	(10.14)	明德生物	(11.81)
	2	和元生物	(1.31)	华大基因	(5.03)	广咨国际	(7.07)	山东药玻	(4.08)	浩欧博	(6.58)
	3	数字人	(0.91)	金域医学	(3.99)	奕瑞科技	(6.26)	采纳股份	(3.54)	万孚生物	(5.88)
	4	南模生物	(0.37)	爱尔眼科	(3.81)	鹿得医疗	(5.59)	乐普医疗	(3.10)	英诺特	(5.32)
5	康龙化成	0.65	ST 中珠	(3.51)	锦好医疗	(5.08)	昊海生科	(3.04)	硕世生物	(5.26)	

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

政策波动风险、市场震荡风险、地缘政治风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn