

# 海内外CXO行业2025年总结：投融资复苏，景气度向好

行业研究 · 行业专题

医药生物 · 医疗研发外包

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

S0980525070003

- **全球生物医药投融资复苏，CXO行业需求向好。**全球生物医药投融资已迈入明确复苏通道，为CXO行业需求增长注入强劲动力。2025年全球医疗健康领域一级市场共完成融资2353笔，同比增长3%，累计融资额604亿美元，同比增长4%。CDMO方面，全球药品市场的平稳增长为CDMO行业筑牢需求根基，新分子疗法的爆发式增长更开辟了核心增量空间；CRO方面，作为研发链条的核心环节，其受投融资复苏的驱动更为直接，业绩兑现的确定性与增长弹性显著增强，行业景气度持续上行。
- **CDMO：具有强劲需求韧性，新分子引领增长。**生物CDMO方面，以Lonza、Samsung Biologics、Fuji为代表的海外生物CDMO业绩表现十分亮眼，2025年业绩同比实现较高增长，稳步推进的资本开支与持续扩容的产能布局，为高效率的订单交付提供保障。化学CDMO领域，全球多肽、ADC、寡核苷酸等药物市场有望保持双位数复合增长，国内龙头CDMO企业布局领先；相比欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权等方面的短板，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，我们认为中国企业在化学CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动。推荐关注：药明康德、药明合联、凯莱英等。
- **CRO：呈现温和复苏态势，从收入端来看，临床CRO复苏快于临床前CRO。**全球生物医药投融资回暖持续释放积极信号，一方面有效缓解了biotech企业的资金压力、推动其重启或加速研发项目，另一方面推动跨国药企“扫货”热潮。双重因素共同加速医药研发管线的推进节奏。新药IND的恢复性增长已在临床CRO企业业绩中兑现，IQVIA、Fortrea、MedPace等海外龙头均实现稳健增长，国内市场同样呈现量价齐升格局，泰格医药营收同比已重回正增长通道。临床前CRO领域，实验动物相关订单已率先触底反弹，后续增长确定性增强。推荐关注：昭衍新药等。
- **风险提示：**需求下降风险、市场竞争加剧风险、药品审批风险、合规风险、汇率波动风险、产能不及预期风险等。

表：CXO板块相关公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	归母净利润				PE				ROE	PEG	投资评级
		2026/4/2	亿元	24A	25A/E	26E	27E	24A	25A/E	26E	27E	24A	25E	
603259	药明康德	103.19	3079	94.50	191.51	167.68	196.52	32.6	16.1	18.4	15.7	16.6	0.6	优于大市
603127	昭衍新药	36.45	273	0.74	2.98	3.82	4.12	368.7	91.7	71.5	66.3	0.9	1.2	优于大市
000739	普洛药业	18.43	214	10.31	8.91	12.40	13.90	20.7	24.0	17.2	15.4	15.9	2.3	优于大市
2268.HK	药明合联	61.15	769	10.70	14.80	19.20	26.00	67.0	48.4	37.3	27.6	17.7	1.4	优于大市
002821	凯莱英	126.65	457	9.49	11.33	12.92	14.65	48.2	40.4	35.4	31.2	5.5	2.6	优于大市
300347	泰格医药	56.30	485	4.05	8.88	12.68	15.79	119.7	54.6	38.2	30.7	1.9	1.0	无评级
300759	康龙化成	30.62	563	17.93	16.64	20.53	25.03	31.4	33.8	27.4	22.5	13.7	2.9	无评级
300363	博腾股份	22.35	121	(2.88)	1.29	2.88	5.01	(42.2)	94.0	42.2	24.2	-5.2	(0.4)	无评级
301257	普蕊斯	59.86	47	1.06	1.21	1.50	1.76	44.4	39.1	31.4	26.9	9.4	2.2	无评级
688202	美迪西	65.80	88	(3.31)	(1.55)	0.41	1.58	(26.7)	(57.0)	218.2	56.0	-14.2	0.3	无评级

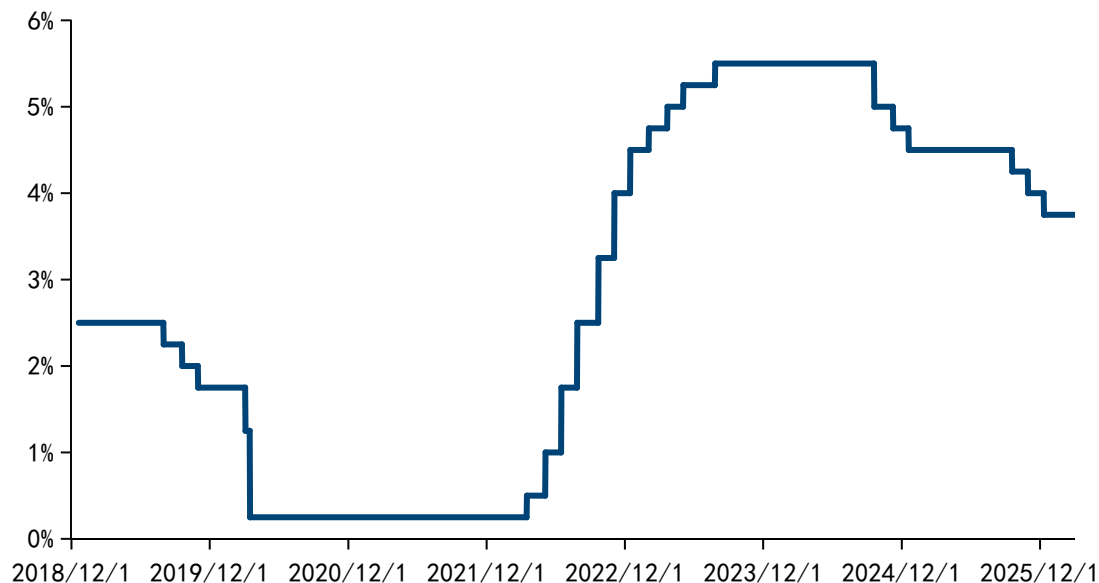
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；注：港股股价、市值单位为港元。

注：药明康德、泰格医药、康龙化成、博腾股份、普蕊斯、美迪西为wind一致预测

- [ 01 ] 全球生物医药投融资复苏，CXO行业需求向好
- [ 02 ] CDMO：需求具有强劲韧性，新分子引领增长
- [ 03 ] CRO：温和复苏，临床CRO快于临床前CRO
- [ 04 ] 投资建议及风险提示

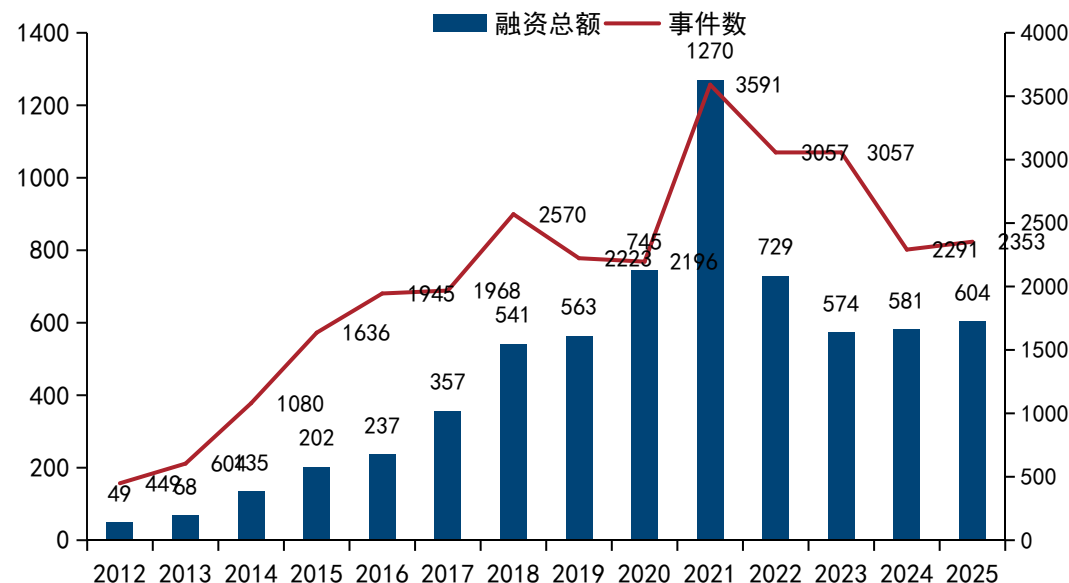
■ **全球生物医药投融资呈现复苏态势。**美联储于2024年9月启动降息周期，2025年累计实施三次降息操作，分别在9月、10月、12月落地，每次降息幅度均为25个基点，最终将联邦基金利率目标区间下调至3.50%-3.75%，全球流动性环境趋于宽松。2025年3月18日，美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%之间不变。相对宽松的货币环境对产业融资的正向拉动效应逐步显现，据动脉网统计，2025年全球医疗健康领域一级市场共完成融资2353笔，累计融资额604亿美元；融资总额较2024年增长约4%，融资事件数较2024年的2291笔增长约3%，呈现出复苏态势。

图：美国联邦基金利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

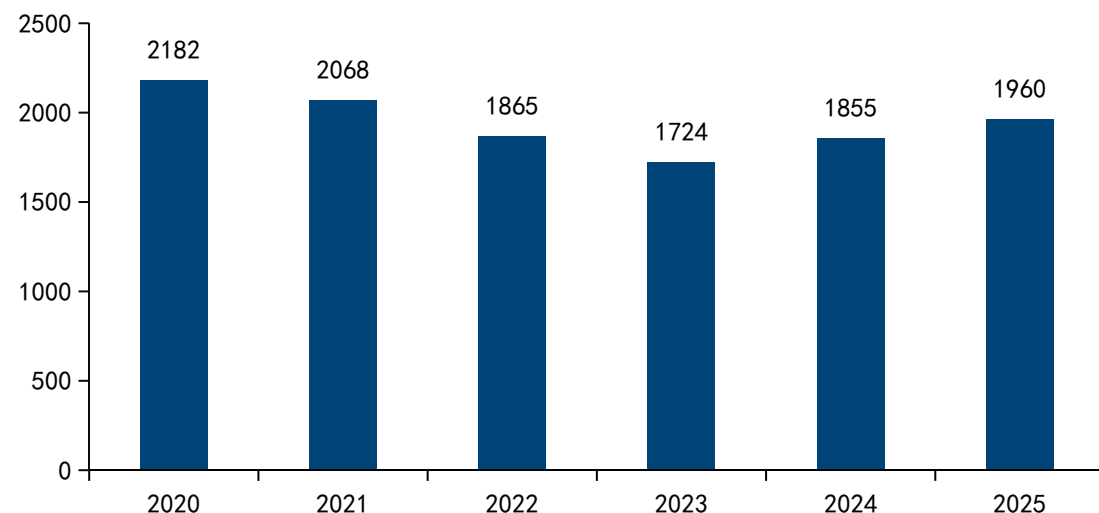
图：全球医疗健康产业融资情况（单位：亿美元）



资料来源：动脉网，国信证券经济研究所整理

- 投融资复苏驱动医药研发管线推进，CRO订单和业绩逐步改善。国际方面：2024年美国FDA药物评价与研究中心受理IND申请1855项，同比增长7.6%，2025年持续增长。国内方面：在经历了2024年的增速放缓后，2025中国NMPA药品审评中心受理IND申请1878项，增长13.34%。需求的复苏催化CRO行业的订单价格端逐步修复，新签订单规模稳步增长，业绩确定性增强。

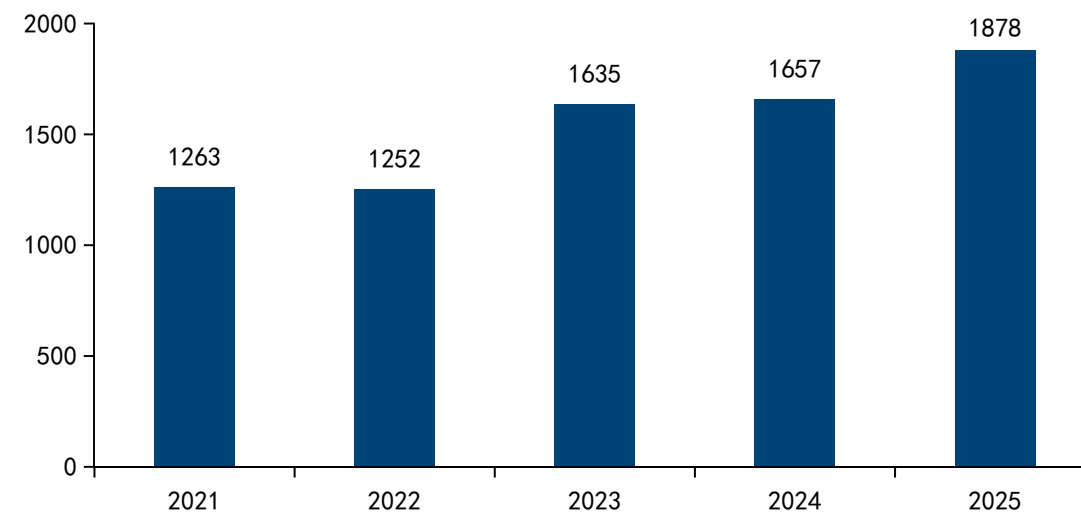
图：美国FDA药物评价与研究中心受理的IND申请



资料来源：美国FDA官网，国信证券经济研究所整理

注：不包含生物类似药IND、扩大可及性IND、类别未明确IND。类别未明确IND指尚划分为商业化用途或研究用途的IND。

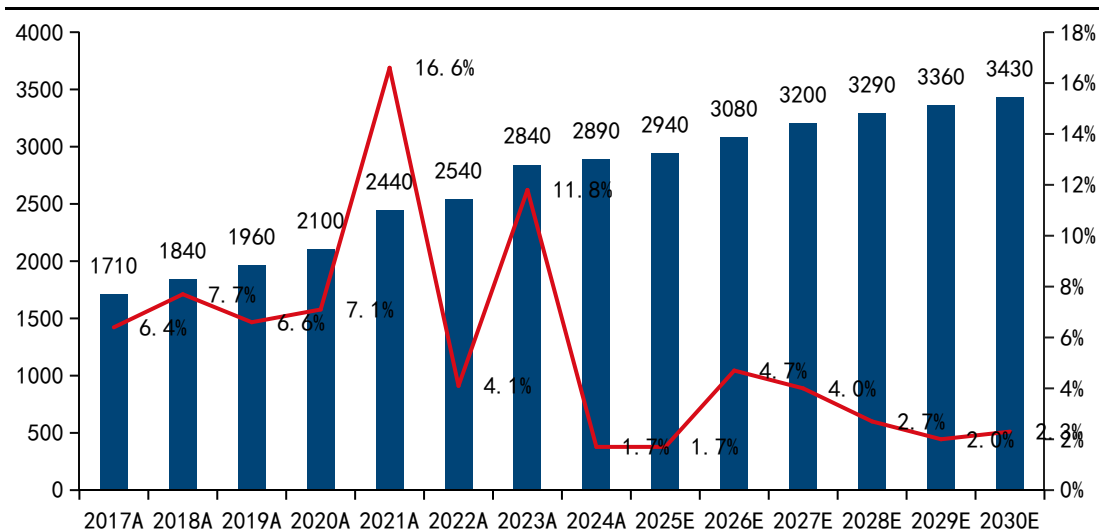
图：中国NMPA药品审评中心受理的IND申请



资料来源：药智数据，国信证券经济研究所整理

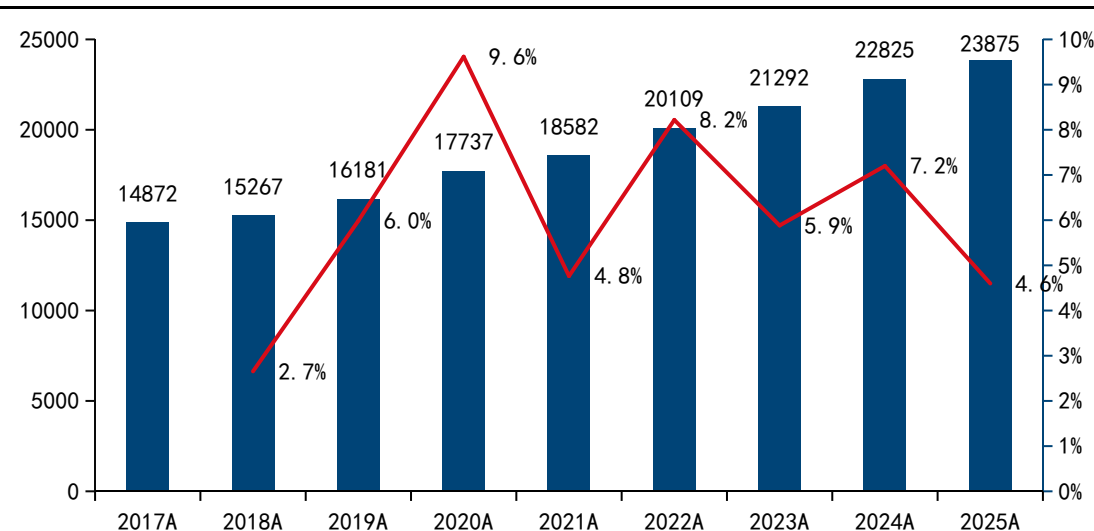
- 全球生物医药行业研发投入增速放缓、管线整体规模持续扩张，行业成本管控需求持续提升。2025年全球生物医药行业研发支出预计达2940亿美元，同比增长1.7%，增幅低于通胀水平，延续了2024年以来增速持续放缓的态势。与此同时，全球药物研发管线总规模仍在稳步扩张，2025年已增至23875款。在投入放缓与管线扩张的“夹击”下，成本管控需求持续提升。CXO作为医药研发产业链的专业化外包环节，具备突出的成本与效率优势。据Frost&Sullivan数据，2021—2025年全球CXO渗透率由43.7%提升至54.0%，显著高于2016—2020年由36.3%至40.7%的增长水平，CXO渗透率的提升成为驱动全球CXO行业扩张的核心动力。

图：全球生物医药研发支出（亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，国信证券经济研究所整理

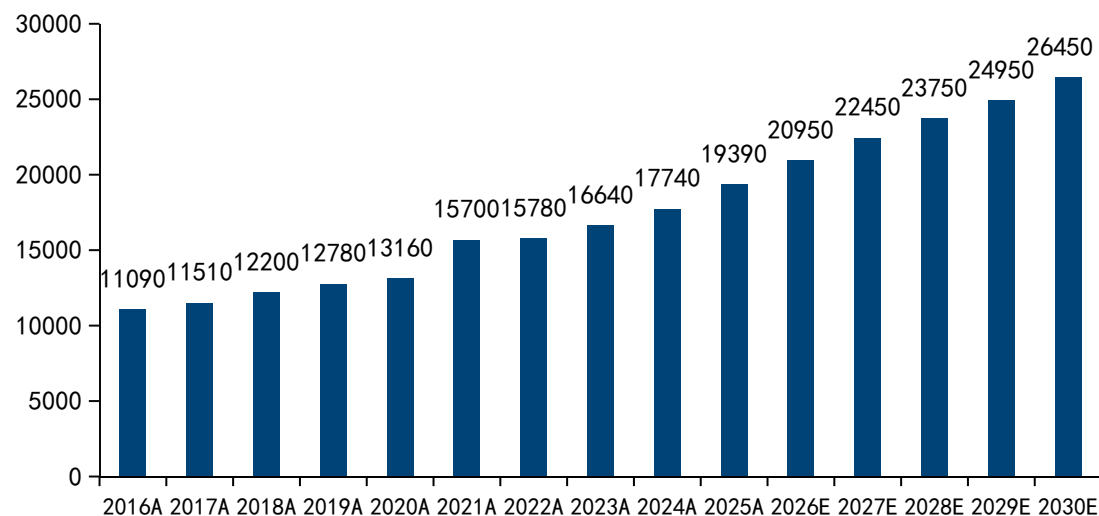
图：全球药物研发管线总规模



资料来源：Pharmaprojects，国信证券经济研究所整理

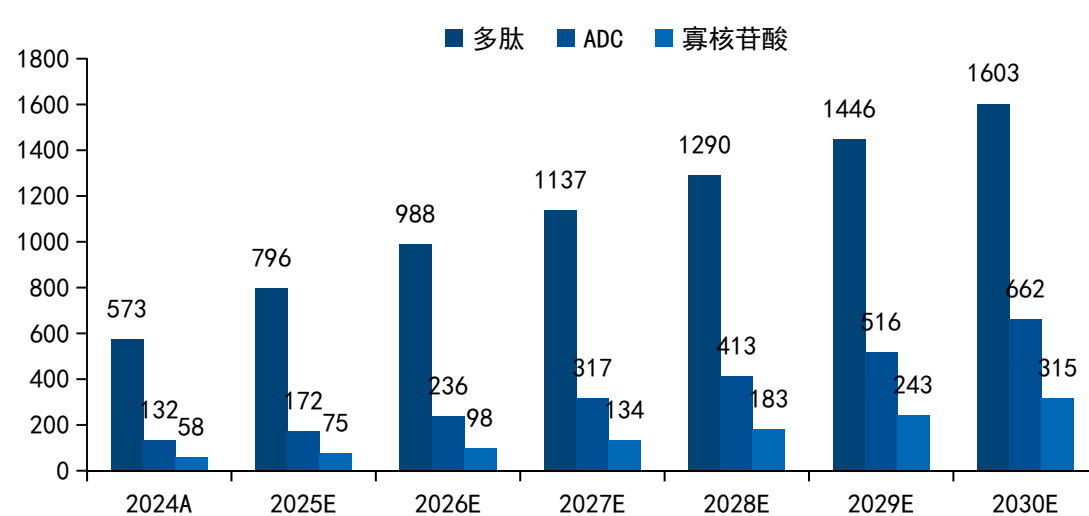
- 在全球经济发展、人口增长、老龄化程度加深以及用药水平提升的共同推动下，全球医药市场有望保持良好的增长态势。据IQVIA统计，全球药品市场于2025年达到19390亿美元规模，预计2025—2030年将以5%—8%的复合增速持续扩张，为CDMO行业提供坚实支撑。其中，多肽、ADC、寡核苷酸等新分子疗法优势凸显，临床管线持续扩容，有力推动产业创新升级。预计2024—2030年，全球多肽、ADC、寡核苷酸市场均将实现双位数复合增长，高外包率的新分子药物的强劲增长，将进一步助推CXO行业的旺盛需求。

图：全球药品市场（以发票价格计算）（亿美元）



资料来源：IQVIA，国信证券经济研究所整理

图：全球多肽、ADC、寡核苷酸市场规模（亿美元）



资料来源：药明康德推介材料，EvaluatePharma，映恩生物招股说明书，Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 全球生物医药投融资复苏，CXO行业需求向好
- [ 02 ] **CDMO：需求具有强劲韧性，新分子引领增长**
- [ 03 ] CRO：温和复苏，临床CRO快于临床前CRO
- [ 04 ] 投资建议及风险提示

## 2.1 生物CDMO：行业强劲增长

表：国内外生物CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

公司名称	主要业务	营业收入（亿美元/亿人民币）				净利润（亿美元/亿人民币）				业绩指引			
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2025业绩指引 (2025Q1后)	2025业绩指引 (2025H1后)	2025业绩指引 (2025Q3后)	2026业绩指引
Samsung Biologics	生物CDMO	28.76 (+23.1%)	31.24 (+23.1%)	19.03 (+23.0%)	31.45 (+30.3%)	6.68 (+7.5%)	7.44 (+26.3%)	5.15 (+40.7%)	14.28 (+56.6%)	收入39-41亿美元 (+20-25%)	收入41-43亿美元 (+25-30%)	收入41-43亿美元 (+25-30%)	收入36-38亿美元 (+15-20%) 不考虑新收购的GSK工厂并表
Lonza	生物CDMO	79.84 (+7.9%)	73.14 (-2.1%)	44.82 (+17.0%)	82.24 (+19.2%)	7.77 (-46.17%)	7.08 (-2.75%)	5.34 (+29.5%)	11.95 (+49.2%)	CDMO业务以固定汇率计算营收增长20-21%	CDMO业务以固定汇率计算营收增长20-21%	CDMO业务以固定汇率计算营收增长11-12%	CDMO业务以固定汇率计算营收增长11-12%
Fuji film	生物CDMO	196.80 (+3.6%) CDMO 13.52	215.28 (+7.9%) CDMO 14.79	105.90 (+3.8%) CDMO 8.05		16.19 (+11.0%)	17.58 (+7.2)	9.10 (+9.0%)					预计全年营收33000亿日元(+3.3%)，CDMO收入2500亿日元(+13.9%)
药明生物	生物CRO/CDMO	170.34 (+11.6%)	186.75 (+9.6%)	99.53 (+16.1%)	217.90 (+16.7%)	34.00 (-23.1%)	33.56 (-1.3%)	23.39 (+56.1%)	49.08 (+46.3%)	收入209-215亿元 (+12-15%)	收入213-217亿元 (+14-16%)		246-255亿元 (+13-17%)
药明合联	XDC CRO/CDMO	21.69 (+114.3%)	40.52 (+90.8%)	27.01 (+58.9%)	59.44 (+46.7%)	2.84 (+82.1%)	10.70 (+277.2%)	7.46 (+52.7%)	14.80 (+38.4%)	收入54.7亿元以上 (+35%+)	收入58.8亿元以上 (+45%+)		收入+40%以上 (包含东曜药业并表影响)

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

注：Samsung Biologics、Lonza、Fuji营业收入/净利润单位为亿美元（历史汇率），增速按照原币种计算。其中Samsung Biologics 2025年营业收入及净利润已结合2025年公司拆分情况调整核算。Fuji统计周期为日本财年。药明生物和药明合联营业收入/净利润单位为亿人民币。更新截至26年3月31日。

## 2.1 生物CDMO：订单持续充沛

- 生物CDMO赛道订单增长较快。Samsung Biologics与Pfizer、Novartis、GSK、礼来等全球大型制药公司达成了多项大型交易，全球前20的MNC客户已从2022年的12家增长至2024年的17家，优质的客户群体为Samsung Biologics提供了充足的订单保障。药明合联聚焦高景气度的XDC赛道，在手订单和新签订单持续增加。

表：国内外生物CDMO公司订单情况

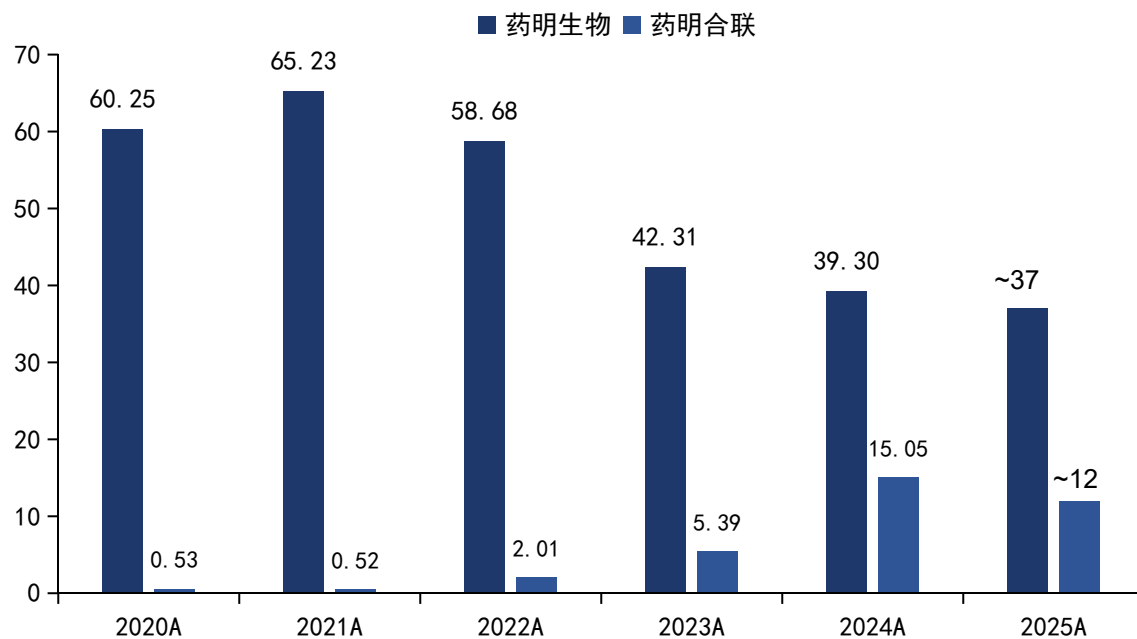
公司	主要业务	2023	2024	2025H1	2025
Samsung Biologics	生物CDMO	CDMO在手订单120亿美元，同比增长26.3%	CDMO在手订单163亿美元，同比增长35.8%	CDMO在手订单187亿美元，同比增长43.8%	CDMO在手订单212亿美元，同比增长30.0%
Lonza	生物CDMO	签署约100亿瑞士法郎的订单合同	签署约100亿瑞士法郎的订单合同		签署超过100亿瑞士法郎的合同订单
Fujifilm	生物CDMO	CDMO未履行的合同义务金额3142.57亿日元	CDMO未履行的合同义务金额5309.36亿日元		
药明生物	生物GRDMO	未完成订单总量205.9亿美元（未完成服务订单134.0亿美元，未完成潜在里程碑付款订单71.9亿美元） 3年内未完成订单38.5亿美元，同比增长6.4%	未完成订单总量184.9亿美元（未完成服务订单104.9亿美元，未完成潜在里程碑付款订单80.0亿美元） 3年内未完成订单36.5亿美元，同比下降5.2%	未完成订单总量203.4亿美元（未完成服务订单113.5亿美元，未完成潜在里程碑付款订单90.0亿美元） 3年内未完成订单42.1亿美元，同比增长15.7%	未完成订单总量237.2亿美元（未完成服务订单约114.8亿美元，未完成潜在里程碑付款订单达122.4亿美元） 3年内未完成订单45.3亿美元，同比增长24.1%
药明合联	XDC CRDMO	未完成订单总额5.97亿美元，同比增长82.8%	未完成订单总额9.91亿美元，同比增长71.2%，新签合同金额与未完成订单总额增速保持同步	未完成订单总额13.29亿美元，同比增长57.9%，新签合同金额同比增长48.4%	未完成订单总额14.89亿美元，同比增长50.3%。新签合同价值13.30亿美元，同比增长41.0%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

## 2.1 生物CDMO：产能持续扩张

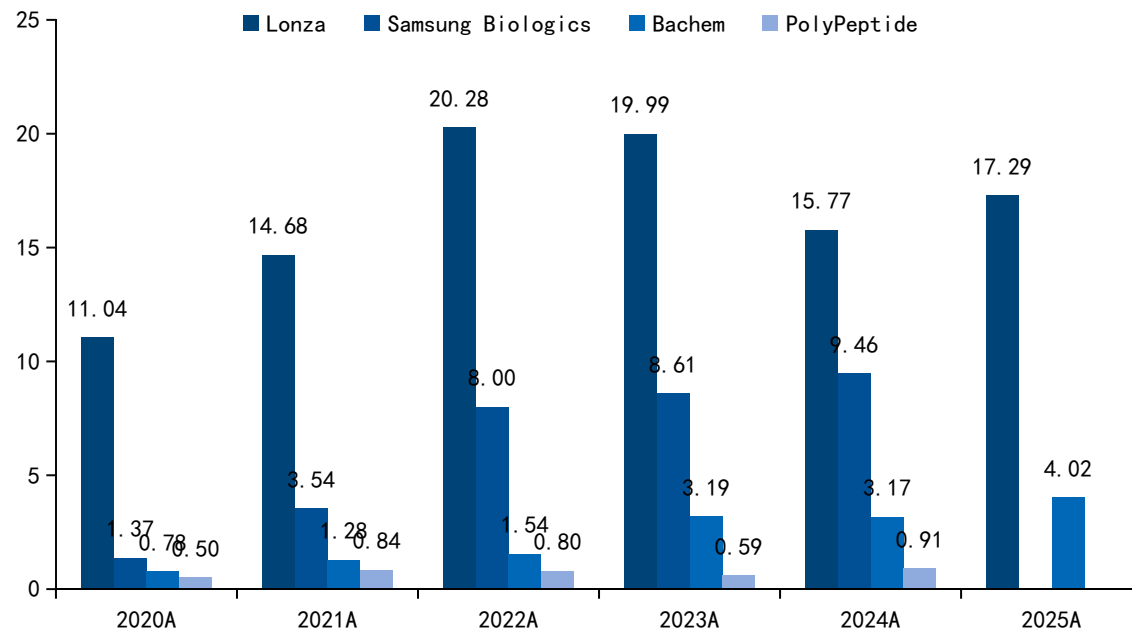
- **全球生物CDMO资本开支增长明显。**受益于多肽药物市场快速增长，Polypeptide与Bachem均在多肽领域持续加大产能布局，资本支出保持高速增长；Lonza的资本开支在前期高增后有所回落，但2025年仍高达17.29亿美元；Samsung Biologics资本性支出在2022—2024连续三年突破8亿美元。对比之下，国内企业药明生物的资本开支2023—2025有所回落，2026年预计重回增长（2026年预计71亿元），药明合联依托ADC CRDMO的全球龙头地位和高景气度，资本开支实现显著增长。同时，药明康德、凯莱英等国内头部CDMO企业在积极加码以多肽和寡核苷酸为代表的生物CDMO产能布局。

图：国内代表性生物CDMO公司资本性支出情况（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

图：海外代表性生物CDMO资本性支出情况（亿美元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

## 2.1 生物CDMO：产能持续扩张

表：主要生物CDMO公司产能布局

公司名称	产能布局
Lonza	新加坡：90,000L 美国：Portsmouth 140000L, Vacaville 332,000L（扩建中） 西班牙：40,000L 英国：6,000L 瑞士：169,000L 美国：60,000L
Samsung Biologics	韩国：Plant 1—Plant5 784,000L, Plant6—Plant8 540,000L（规划中）
Fujifilm	美国：160,000L, 160,000L（规划中） 丹麦：120,000L, 120,000L（规划中） 英国：17,000L（规划中） 日本：14,000L（规划中）
药明生物	美国：Robbinsville 6,000L, Worcester 36,000L（建设中） 爱尔兰：54,000L 德国：24,000L 新加坡：120,000L（建设中） 中国：251,000L

资料来源：公司官网，公司年报，国信证券经济研究所整理（截至2026年3月31日）

## 2.1 生物CDMO总结：大企业都在干什么

- **Lonza：聚焦主业，剥离非核心业务。**2025年营收达82.24亿美元，同比增长19.18%。2026年3月6日，公司宣布将旗下胶囊与健康原料业务出售给全球知名私募股权投资机构Lone Star Funds。该交易是Lonza执行近两年的“One Lonza”战略的关键步骤，标志着公司已完成对非核心业务的彻底剥离，未来将全面聚焦于纯粹的CDMO主业。
- **Samsung Biologics：持续扩张，布局全球产能。**2025年营收超31亿美元，同比增长30.31%，营业利润增长56.62%；韩国政府《K-生物医药产业大飞跃战略》的出台，从国家层面为Samsung Biologics等本土企业提供强力政策背书，助力韩国企业加速抢占全球生物制药市场份额。2025年12月，Samsung Biologics以2.8亿美元收购了GSK位于Rockville（美国）的生物制药生产基地100%的股权，此次收购有望进一步巩固公司与跨国药企的合作关系，增强其在全球CDMO市场中的竞争力。
- **Fujifilm：大单频现，客户粘性加深。**CDMO板块在2025财年实现约18.5%的增长。2025年，公司在北美、欧洲和日本三大战略区域完成了产能体系的升级，初步构建起覆盖全球的商业化生产网络。2025年4月，公司与Regeneron签订为期十年、价值超过30亿美元的制造协议；2025年8月，公司又获得了Janssen为期十年、总额20亿美元的生物原料药订单；2025年9月，与长期合作伙伴argenx进一步扩大合作，将其抗体药物Vyvgart的生产从丹麦扩展至美国基地。
- **药明生物：布局新加坡产能，开辟全新分成模式。**公司新加坡工厂的模块化生物制剂生产厂建设持续推进，将成为其新CRDMO中心的基石，并预期显著提升端到端制剂服务能力，同时模块化原液生产厂已进入设计阶段。公司依托原液生产收入+销售提成+细胞株提成的组合收益模式，推动商业模式从传统的“生产制造盈利”向“药品全生命周期价值分成”升级，利润结构逐步从“重资产、低弹性”的加工收益，向“轻资产、高毛利、长周期”的商业化分成收益转变。

## 2.2 化学CDMO：印度企业崭露头角

表：国内外化学CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

公司名称	主要业务	营业收入（亿美元/亿人民币）				净利润（亿美元/亿人民币）				业绩指引		
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2025业绩指引 (2025H1后)	2025业绩指引 (2025Q3后)	2026业绩指引
Siegfried (瑞士)	化学 CDMO	15.11 (+3.4%)	14.40 (+1.8%)		16.72 (+2.6%)	1.34 (-27.9%)	1.78 (+41.6%)		2.12 (+5.7%)		收入中位数增长（剔除汇率），EBITDA Margin 大于 22%	整体预计低个位数增长，Drug Products高个位数增长；Drug Substance低个位数增长。核心EBITDA利润率维持在23%以上，不包含Noramco与Extractas并购影响。
Divi's Laboratories (印度)	化学 CDMO	9.41 (+1.0%)	11.35 (+18.7%)	6.07 (+16.1%)		1.92 (-12.3%)	2.56 (+36.9%)	1.39 (+31.3%)				
Piramal Pharma (印度)	化学 CDMO	10.01 (+14.2%)	10.86 (+11.3%)	4.62 (-4.0%)		0.02 (+109.6%)	0.11 (+411.4%)	-0.20 (-173.9%)				
Pi Industries (印度)	化学 CDMO	9.45 (+18.4%)	9.73 (+5.7%)	4.44 (-12.1%)		2.02 (+36.8%)	1.94 (-1.3%)	0.93 (-14.1%)		全年收入预计低于2025财年		
Syngene (印度)	化学 CDMO	4.29 (+9.7%)	4.34 (+3.8%)	2.05 (+6.0%)		0.61 (+9.8%)	0.58 (-2.7%)	0.17 (-15.4%)		全年收入预计低于2025财年		
Laurus Labs (印度)	化学 CDMO	6.07 (-16.2%)	6.56 (+10.9%)	3.67 (+34.4%)		0.19 (-79.7%)	0.42 (+123.2%)	0.40 (+1006.6%)				

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

注：Siegfried、Divi's Laboratories、Piramal Pharma、Pi Industries、Syngene和Laurus Labs营业收入/净利润单位为亿美元（历史汇率），增速按照原币种计算。Divi's Laboratories、Piramal Pharma、Pi Industries、Syngene和Laurus Labs统计周期为印度财年。更新截至26年3月31日。

## 2.2 化学CDMO：多肽成增长引擎

表：多肽CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

公司名称	主要业务	营业收入（亿美元/亿人民币）				净利润（亿美元/亿人民币）				业绩指引			
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2025业绩指引 (2025Q1后)	2025业绩指引 (2025H1后)	2025业绩指引 (2025Q3后)	2026业绩指引
Bachem	多肽 CDMO	6.86 (+8.6%)	6.73 (+4.8%)		8.75 (+14.8%)	1.33 (+11.1%)	1.34 (+7.5%)		1.87 (+23.7%)				收入7.6-7.9亿美元 (+13-18%) 收入11.8-12.7亿美元 (+35-45%)
PolyPeptide	多肽 CDMO	3.55 (+14.0%)	3.55 (+5.7%)	1.97 (+23.4%)	4.57 (+15.6%)	-0.57 (-762.3%)	-0.20 (+62.0%)	-0.31 (-133.1%)	-0.25 (-8.2%)				收入4.0-4.3亿美元 (+13-20%) 收入5.5-5.7亿美元 (+20-25%)

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

注：Bachem和PolyPeptide营业收入/净利润单位为亿美元（历史汇率），增速按照原币种计算。更新截至26年3月31日。

## 2.2 化学CDMO：中国企业综合优势依旧明显

表：国内外化学CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

公司名称	主要业务	营业收入（亿美元/亿人民币）				净利润（亿美元/亿人民币）				业绩指引			
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2025业绩指引 (2025Q1后)	2025业绩指引 (2025H1后)	2025业绩指引 (2025Q3后)	2026业绩指引
药明康德	化学 CRO/CDMO	403.41 (+2.5%)	392.41 (-2.7%)	207.99 (+20.6%)	454.56 (+15.8%)	97.00 (+9.0%)	95.68 (-1.4%)	86.60 (+102.3%)	193.33 (+191.5%)	收入415-430亿元(持续经营业务收入将实现双位数增长,同比提升10%-15%)	收入425-435亿元(持续经营业务收入将实现双位数增长,同比提升13%-17%)	收入435-440亿元(持续经营业务收入将实现双位数增长,同比提升17%-18%)	收入513-530亿元(持续经营业务收入同比增长18-22%)
康龙化成	化学 CRO/CDMO	115.38 (+12.4%)	122.76 (+6.4%)	64.41 (+14.9%)	140.95 (+14.8%)	15.82 (+17.0%)	17.14 (+8.4%)	6.53 (-39.7%)	15.55 (-9.3%)	收入135-141亿元(+10-15%)	收入135-141亿元(+10-15%)	收入137-142亿元(+12%-16%)	收入158-166亿元(+12%-18%)
凯莱英	化学 CDMO	78.25 (-23.7%)	58.05 (-25.8%)	31.88 (+18.2%)	66.70 (+14.9%)	22.51 (-31.7%)	9.36 (-58.4%)	6.13 (+24.5%)	11.27 (+20.4%)	收入双位数增长	收入66-67亿元(+13%-15%)	收入66-67亿元(+13%-15%)	收入79-81亿元(+19%-22%)
普洛药业	化学 CDMO	114.74 (+8.8%)	120.22 (+4.8%)	54.44 (-15.3%)	97.84 (-18.6%)	10.55 (+6.7%)	10.31 (-2.3%)	5.63 (-9.9%)	8.91 (-13.6%)				
博腾股份	化学 CDMO	36.67 (-47.8%)	30.12 (-17.9%)	16.21 (+19.9%)	33.5-35 (+11%-16%)	1.76 (-90.9%)	-3.66 (-308.5%)	-0.05 (+97.5%)		收入恢复增长	收入恢复增长,利润扭亏转盈		

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

注：博腾股份2025年营业收入来源于业绩预告。更新截至26年3月31日。

## 2.2 化学CDMO：印度部分化学CDMO企业订单缩减

- 需求稳定，订单稳健增长。全球化学CDMO市场需求稳定，药明康德、康龙化成、凯莱英等企业的订单保持在双位数的增长。对比之下，印度部分化学CDMO企业订单缩减。

表：国内外化学CDMO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Siegfried	化学 CDMO				
Divi's Laboratories	化学 CDMO				
Piramal Pharma	化学 CDMO				订单流入显著回升， 得益于美国生物制药 融资改善及并购活动 增加
Pi Industries	化学 CDMO	在手订单规模约为 13亿美元以上	(截至2025年6月31日) Q1) FY26在手订单约为 12亿美元	(截至2025年9月31 日) Q2 FY26订单出 货比为1.13, 在手 订单约12.5亿美元	(截至2025年12月31 日) Q3 FY26, 公司 在手订单规模为12亿 美元
Syngene	化学 CDMO				
Laurus Labs	化学 CDMO			Q2CDMO收入中，商 业化产品贡献比例 上升，订单组合正 从早期临床向商业 化阶段过渡	

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

注：印度企业Piramal Pharma和Pi Industrie订单按照印度财年季度标注

## 2.2 化学CDMO：中国企业订单充沛

表：国内外化学CDMO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2023	2024	2025Q2	2025
药明康德	化学CRO/CDMO	剔除新冠商业化项目，在手订单同比增长18.0%	持续经营业务在手订单493.1亿元，同比增长47.0%	持续经营业务在手订单566.9亿元，同比增长37.2%	持续经营业务在手订单580.0亿元，同比增长28.8%
康龙化成	化学CRO/CDMO		新签订单金额同比增长超过20%，其中实验室服务板块新签订单同比增长超过15%，小分子CDMO服务新签订单同比增长超过35%	新签订单金额同比增长超过10%，其中实验室服务新签订单同比增长超过10%，小分子CDMO服务新签订单同比增长约20%	新签订单金额同比增长14%，其中实验室服务新签订单同比增长约12%，小分子CDMO服务新签订单同比增长约13%。
凯莱英	化学CDMO	在手订单8.74亿美元，同比下降24%	在手订单10.52亿美元，同比增长20%，新签订单同比增长20%	在手订单10.88亿美元，新签订单保持良好态势，特别是新业务的各个板块	在手订单13.85亿美元，同比增长31.7%
普洛药业	化学CDMO				CDMO业务三年内将交付的商业化在手订单金额超60亿元。
博腾股份	化学CDMO	小分子原料药业务已签订单项目数（不含J-STAR）655个，同比增长约14%，其中新项目245个，同比增长约8%；小分子制剂业务新签订单约2.25亿元，同比增长约89%；基因细胞治疗业务新签订单1.35亿元，同比下降约15%	小分子原料药业务已签订单项目数（不含J-STAR）700个，同比增长约7%，其中新项目244个；小分子制剂业务新签订单约2.68亿元，同比增长约19%；基因细胞治疗业务新签订单1.75亿元，同比增长约30%；新分子业务新签订单突破9000万元	小分子原料药业务司已签订单项目数（不含JSTAR）532个，其中新项目82个；小分子制剂业务新签订单约6398万元；基因细胞治疗业务新签订单5255万元；新分子业务新签订单4186万元	

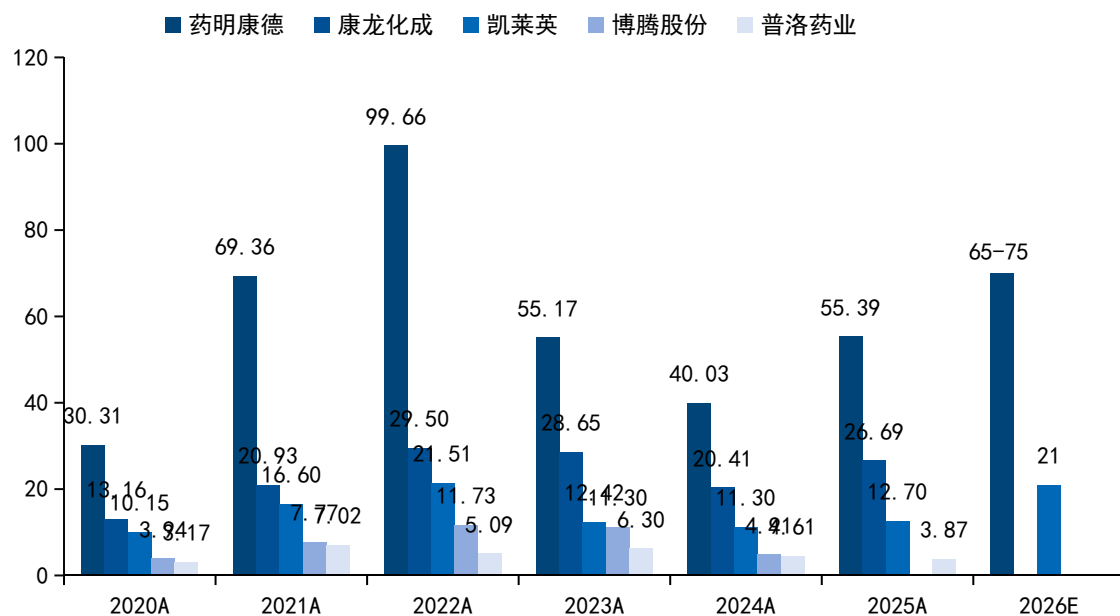
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

注：自2025年度报告起，药明康德披露的订单数据已不再包含临床研究服务业务

## 2.2 化学CDMO：中国头部企业资本开支恢复增长

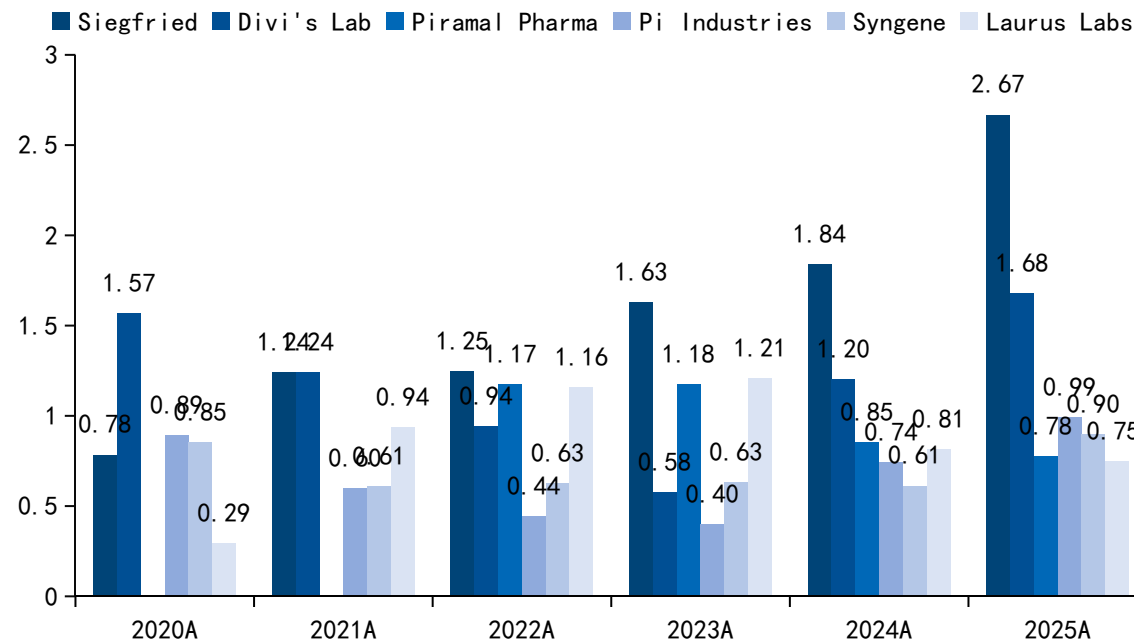
- **产能建设高峰期已过，国内化学CDMO企业构筑产能壁垒。**行业整体产能扩张已逐步进入平稳期，符合国际规范、质量稳定可靠的规模化产能，依然是CDMO企业获取海外客户订单、承接高端项目的关键前提。2020—2025年，国内化学CDMO领域持续保持高强度资本开支，凭借产能布局、综合成本与运营效率等多重优势，我国已成为全球医药产能转移的核心承接地。印度的化学CDMO行业，其整体资本开支水平与中国存在明显差距，且多年来未形成持续加码、快速扩张的趋势，在产能体量、合规体系与供应稳定性上难以形成有力追赶，尚不具备从产能层面替代我国在全球CDMO供应链中核心地位的基础。
- **Siegfried的资本开支处于高位且逐年增长。**这一方面源于其对现有工厂的升级，另一方面也与美国制造业回流趋势相契合，通过并购美国本土产能进一步强化全球布局，形成协同优势。

图：国内代表性化学CDMO公司资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理  
注：资本开支使用的指标为购建固定无形长期资产支付的现金

图：海外代表性化学CDMO公司资本性支出情况（亿美元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

## 2.2 化学CDMO总结：新兴业务成增长引擎

- 药明康德：新分子(TIDES)业务保持高速增长。
  - ✓ 随着2024年新增产能逐季度爬坡，2025年TIDES业务收入113.7亿元，同比增长96.0%。截至12月底，TIDES在手订单同比增长20.2%。
  - ✓ TIDES D&M服务客户数同比提升25%，服务分子数量同比提升45%。
  - ✓ 2025年9月，提前完成泰兴多肽产能建设。公司多肽固相合成反应釜总体积已提升至>100,000L。
- 凯莱英：化学大分子及生物大分子发力。
  - ✓ 化学大分子：2025年收入10.28e（+124%），25年首个多肽项目获批上市并提供商业化供货，预计26年多肽PPQ有4个，截至2025年财报披露日在手订单+128%；
  - ✓ 生物大分子：2025年收入收入2.94e（+96%），截至2025年财报披露日在手订单+57%。

表：主要化学CDMO公司的多肽产能布局

公司名称	产能布局
药明康德（多肽）	中国：100,000L+（预计2026年底到130,000L）
凯莱英（多肽）	中国：45,000L（预计2026年底到69,000L）

资料来源：公司官网，公司年报，国信证券经济研究所整理（截至2026年3月31日）

- [ 01 ] 全球生物医药投融资复苏，CXO行业需求向好
- [ 02 ] CDMO：需求具有强劲韧性，新分子引领增长
- [ 03 ] **CRO：温和复苏，临床CRO快于临床前CRO**
- [ 04 ] 投资建议及风险提示

### 3.1 临床CRO：IND申请稳步恢复，临床CRO景气度逐步回暖

- IND申请稳步恢复，临床CRO景气度回暖。国际市场上，伴随着美国FDA的IND申请复苏，各临床CRO公司的营收同比较2024年均有改善。2025年IQVIA营收163.10亿美元，同比增长5.87%；MedPace营收25.30亿美元，同比增长19.97%；Fortrea营收27.23亿美元，同比增长1.00%。国内受益于投融资回暖带动的临床CRO需求的增加，行业呈现出“量价齐升”的趋势。

表：国内外临床CRO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

公司名称	主要业务	营业收入（亿美元/亿人民币）				净利润（亿美元/亿人民币）				业绩指引	
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2025业绩指引 (2025H1后)	2026业绩指引
Fortrea	临床CRO	31.09 (+0.4%)	26.96 (-13.3%)	13.62 (+2.8%)	27.23 (+1.0%)	-0.03 (-101.8%)	-3.29 (-1203.6%)	-9.38 (-291.7%)	-9.86 (-200.2%)	收入26-27亿美元 (-4-0%)	收入25.5亿美元至26.5亿美元 (-2.4%--6.4%)
ICON	临床CRO	81.20 (+4.9%)	82.82 (+2.0%)	40.19 (-4.6%)		6.12 (+21.2%)	7.91 (+29.3)	3.37 (+0.8%)		收入78.5-81.5 亿美元(-2--5%)	
IQVIA	临床CRO	149.84 (+4.0%)	154.05 (+2.8%)	78.46 (+3.9%)	163.10 (+5.9%)	13.58 (+24.5%)	13.73 (+1.1%)	5.15 (-20.9%)	13.60 (-1.0%)	收入161-163亿 美元(+5-6%)	26年总收入为171.5-173.5亿美元 (+5.2%-6.4%)，约150个基点来自 并购(M&A)，100个基点来自外 汇；其中商业解决方案72亿-73亿 美元(+7%-9%)，RDS为99亿 -100亿美元(+约4%)
Medpace	临床CRO	18.86 (+29.2%)	21.09 (+11.8%)	11.62 (+11.8%)	25.30 (+20.0%)	2.83 (+15.3%)	4.04 (+43.0%)	2.05 (+7.3%)	4.51 (+11.6%)		收入27.55-28.55亿美元(+8.9%- 12.8%)，净利润4.87-5.11亿美元 (+8%-13.3%)
泰格医药	临床CRO	73.84 (+4.2%)	66.03 (-10.6%)	32.5 (-3.2%)	68.33 (+3.5%)	21.50 (-5.4%)	4.48 (-79.2%)	3.63 (-34.9%)	8.05 (+79.8%)		
普蕊斯	临床SMO	7.60 (+29.6%)	8.04 (+5.7%)	3.9 (-1.1%)		1.35 (+86.1%)	1.06 (-21.0%)	0.54 (-1.4%)		收入8.4-8.5亿 元(+4-6%)	

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理。

注：Fortrea、ICON、IQVIA和Medpace营业收入/净利润单位为亿美元。泰格医药和普蕊斯营业收入/净利润单位为亿人民币。更新截至26年3月31日。

### 3.1 全球临床CRO：订单情况

- 订单增长，未来将逐步兑现到报表端。国际方面，2023年以来Fortrea、ICON、IQVIA等企业在手订单整体呈增长态势；国内方面，泰格医药、普蕊斯已重回订单正增长区间。临床CRO行业景气度持续回暖，新增订单有望逐步转化为业绩，驱动报表端改善。

表：国内外CRO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025
IQVIA	临床CRO	在手订单297亿美元, 同比增长9%。	在手订单331亿美元, 同比增长5.5%。	在手订单315亿美元, 同比增长4.8%。	在手订单320亿美元, 同比增长5%。	在手订单324亿美元, 同比增长4.1%。	
ICON	临床CRO	在手订单228亿美元, 同比增长10%。	1.2订单出货比, 在手订单247亿美元, 同比增长8.4%。	Q1 1.01订单出货比, 在手订单247亿美元, 同比增长5.6%。	Q2 1.02订单出货比, 在手订单250亿美元, 同比增长5%。	Q3 1.02订单出货比, 在手订单250亿美元, 同比增长2.8%。	
Medpace	临床CRO	订单出货比为1.23。净新业务签约额为23.6亿美元, 同比增长28.8%。在手订单约为28亿美元, 同比增长20.2%。预计未来12个月将从在手订单中实现收入约15.3亿美元。	订单出货比为0.99。净新业务签约额为22.3亿美元, 同比下降5.4%。在手订单约为29亿美元, 同比增长3.2%。预计未来12个月将从在手订单收入约16.3亿美元。	Q1订单出货比为0.90, 净新业务签约额5.00亿美元, 同比下降18.8%。在手订单约为28亿美元, 预计在未来12个月从在手订单取得收入16.1亿美元。	Q2订单出货比为1.03x, 净新业务签约额6.205亿美元, 同比增长12.6%。在手订单约为29亿美元。预计在未来12个月从在手订单中取得收入17.5亿美元。	Q3订单出货比为1.20, 净新业务签约额7.896亿美元, 同比增长47.9%。30亿美元在手订单。预计在未来12个月从在手订单取得收入18.4亿美元。	Q4订单出货比为1.04, 净新业务签约额7.366亿美元, 同比增长39.1%。30亿美元在手订单。预计在未来12个月从在手订单取得收入19亿美元。2025净新业务签约额为26.5亿美元, 同比增长18.7%。30亿美元在手订单, 同比增长4.3%。
Fortrea	临床CRO	1.27订单出货比, 在手订单74亿美元。	1.16订单出货比, 在手订单77亿美元, 同比增长4.1%。	Q1 1.02订单出货比, 在手订单超过77亿美元, 同比增长4.1%。	Q2 0.79订单出货比, 在手订单75亿美元, 同比增长1.4%。	Q3 1.13订单出货比, 在手订单超76亿美元, 同比持平。	Q4 1.14订单出货比, 在手订单为77亿美元, 同比持平。全年订单出货比为1.02x。

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

### 3.1 国内临床CRO：订单情况

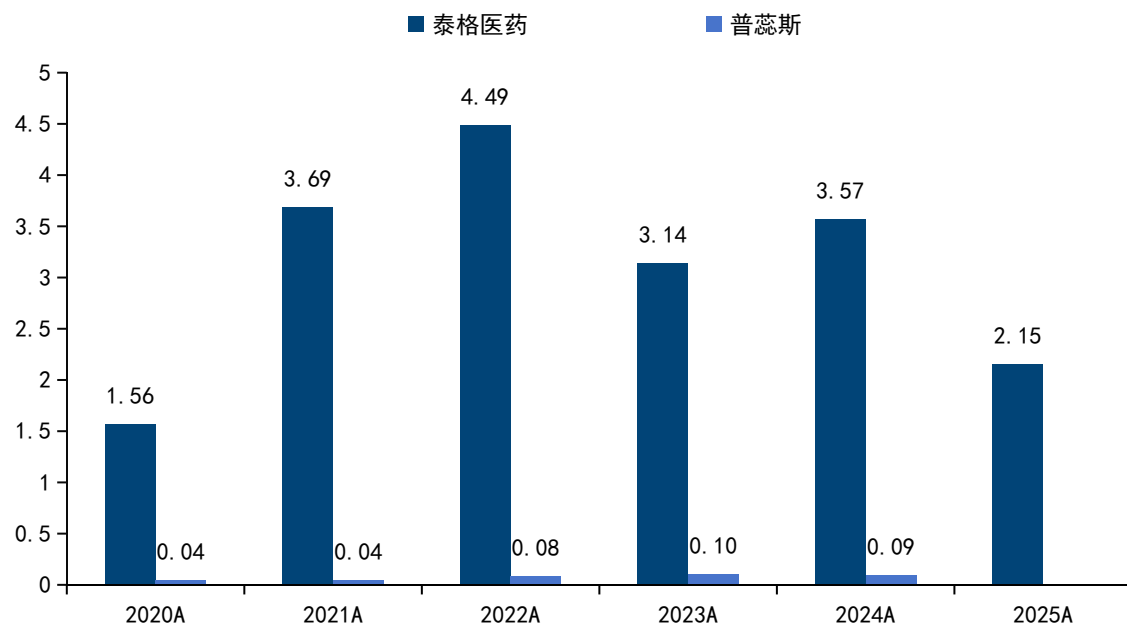
表：国内外CRO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025
泰格医药	临床CRO	净新增合同金额78.5亿元，同比下降18.8%； 累计待执行合同金额140.8亿元，同比增长2.1%	新增合同金额101.2亿元，净新增合同金额84.2亿元，同比增长7.3%； 累计待执行合同金额157.8亿元，同比增长12.1%	净新增合同金额超过20亿元，同比增长20%。	截至2025年8月底，新签订单保持双位数增长	净新增合同金额近70亿元。	净新增合同金额101.6亿元，同比增长20.6%； 累计待执行合同金额182.0亿元，同比增长15.4%
普蕊斯	临床CRO	新签不含税合同金额12.92亿元，同比增长23.89%。存量不含税合同金额为18.81亿元，同比增长24.97%。	新签不含税合同金额10.00亿元，同比下降22.59%。存量不含税合同金额为18.89亿元，同比增长0.38%	询单量、新签订单同比实现较快增长	新签不含税合同金额6.00亿元，同比增长40.12%。存量不含税合同金额为19.98亿元，同比增长9.45%	累计承接超4200个SMO项目，在执行2538个SMO项目。	

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

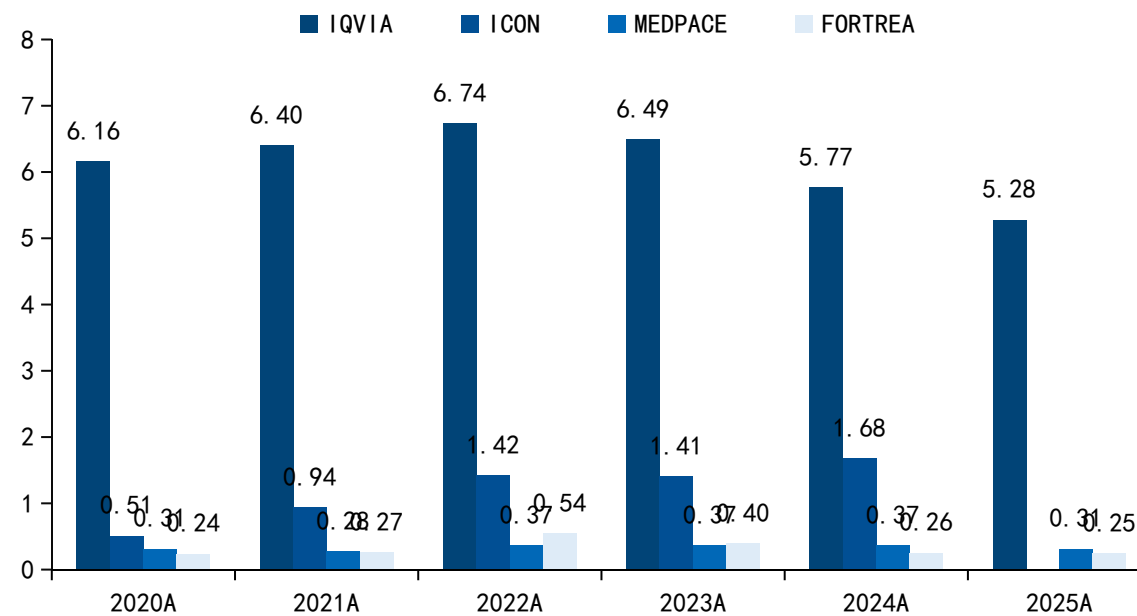
### 3.1 临床CRO：资本开支情况

图：国内代表性临床CRO公司资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理  
注：资本开支使用的指标为购建固定无形长期资产支付的现金

图：海外代表性临床CRO公司资本性支出情况（亿美元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

## 3.2 临床前CRO：医药投融资复苏，业绩静待恢复

- **受医药投融资复苏，业绩静待恢复。**临床前CRO受医药投融资的影响更为直接和迅速，新签订单受到一定程度影响并传导到报表端，行业阶段性承压；而随着全球医药投融资持续回暖，需求复苏带动实验动物价格回升，订单价格触底反弹，行业未来业绩有望逐步恢复。展望2026年，Charles River预计全年收入增速0-1.5%，同比回正。国内方面，在BD持续活跃、药企研发投入逐步回暖的背景下，临床前CRO业务需求稳步回升，国内安评业务已触底改善，行业景气度逐步修复，相关企业业绩有望迎来持续恢复。

表：国内外临床前CRO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

公司名称	主要业务	营业收入（亿美元/亿人民币）				净利润（亿美元/亿人民币）				业绩指引			
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2025业绩指引 (2025Q1后)	2025业绩指引 (2025H1后)	2025业绩指引 (2025Q3后)	2026业绩指引
Thermo Fisher	临床前 CRO	428.57 (-4.6%)	428.79 (+0.1%)	212.19 (+1.6%)	445.56 (+3.9%)	59.55 (-14.4%)	63.38 (+6.4%)	31.24 (+8.7%)	67.04 (+5.8%)	收入433-442亿 美元(+1-3%)	收入436-442亿 美元(+2-3%)	收入441-445亿 美元(+3-4%)	收入474-483亿 美元(+4-6%)
		CDMO 68.06 CRO 76.91	CDMO 66.85 CRO 78.36		CDMO 71.42 CRO 79.15								
Charles River	临床前 CRO	41.29 (+3.9%)	40.50 (-1.9%)	20.16 (-1.1%)	40.15 (-0.9%)	4.75 (-2.4%)	0.22 (-95.3%)	0.78 (-53.4%)	-1.44 (-750.1%)	收入39.5-38.7 亿美元(下滑2-4%)	收入39.3-40.1 亿美元(下降1-3%)		收入40-41亿美 元(+0-1.5%)
昭衍新药	临床前 CRO	23.76 (+4.8%)	20.18 (-15.1%)	6.69 (-21.3%)	16.58 (-17.87%)	3.92 (-63.5%)	0.70 (-82.2%)	0.61 (+135.4%)	2.98 (+326.98%)	收入双位数下降			
美迪西	临床前 CRO	13.66 (-17.7%)	10.38 (-24.0%)	5.40 (+3.6%)	11.61 (+11.9%)	-0.33 (-109.8%)	-3.31 (-896.2%)	-0.13 (+81.6%)	-1.55 (+51.1%)				

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

注：Thermo Fisher和Charles River营业收入/净利润单位为亿美元（历史汇率），增速按照原币种计算。昭衍新药和美迪西营业收入/净利润单位为亿人民币，美迪西2025年营业收入和净利润来源于业绩快报公告。更新截至26年3月31日。

## 3.2 临床前CRO：订单情况

- **临床前CRO行业复苏节奏慢于临床CRO。**在生物医药投融资回暖初期，企业更倾向于将有限资金优先投向临床阶段——该阶段项目基础更扎实、推进节奏更快，因此从订单维度看，临床前CRO复苏滞后于临床CRO。国内企业方面，昭衍新药新签订单自2025Q1同比回正后，已呈现逐季度加速增长态势；而海外龙头Charles River仍阶段性承压。

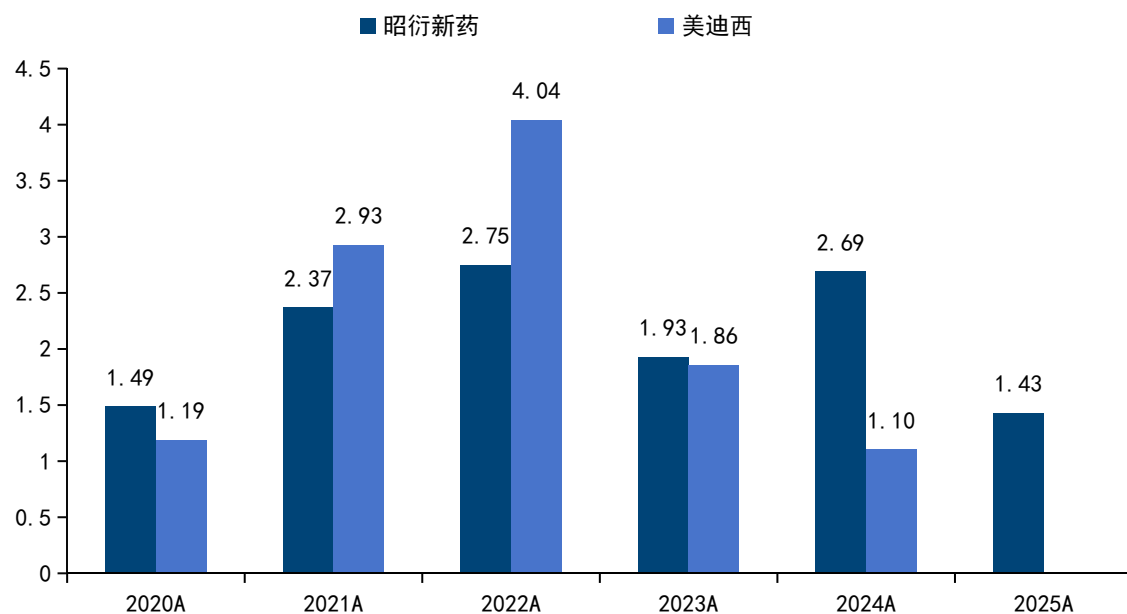
表：国外CRO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025
Charles River Laboratories	临床前CRO	低于1的订单出货比，在手订单24.5亿美元，环比下降5.8%，同比下降22.2%。	0.85订单出货比，在手订单19.7亿美元，环比下降7%，同比下降19.5%。	Q1 1.04订单出货比，在手订单19.9亿美元，环比增长1%，同比下降15.3%。	Q2 0.82订单出货比，在手订单19.3亿美元，同比下降10.6%。	Q3 0.82订单出货比，在手订单18.0亿美元，同比下降15.1%。	Q4 1.12订单出货比，在手订单18.6亿美元。
LabCorp	临床前CRO	82.5亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入24.7亿美元。	79.9亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入25.3亿美元。	81.8亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入25.6亿美元。	87.1亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入27.1亿美元。	86.0亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入27.0亿美元。	在手订单为87亿美元，预计在未来12个月从在手订单取得收入27亿美元。
Thermo Fisher	临床前CRO						在手订单279.2亿美元，其中52%预计12个月内到账
昭衍新药	临床前CRO	整体在手订单金额约33亿元，同比下降约25.0%，签署订单金额约23亿元，同比下降约39.4%	整体在手订单金额约22亿元，同比下降约33.3%，签署订单金额约18.4亿元，同比下降约20%	整体在手订单金额约22亿元，同比下降约34.9%，签署订单金额约4.3亿元，同比增长约7.5%	整体在手订单金额约23亿元，同比下降约20.7%，签署订单金额约10.2亿元，同比增长约13.3%	整体在手订单金额约为人民币25亿元，同比下降约5.6%。签署订单金额约16.4亿元，同比增长约17.1%。	整体在手订单金额约为人民币26亿元，同比增长约18%。新签订单金额约为人民币26亿元，同比增长约41%。
美迪西	临床前CRO	药物发现与药学研究服务新签订单9.68亿元。临床研究新签订单12.32亿元。	境外新签订单金额同比增长超过20%。		境外新签订单金额同比增长约40%。		

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

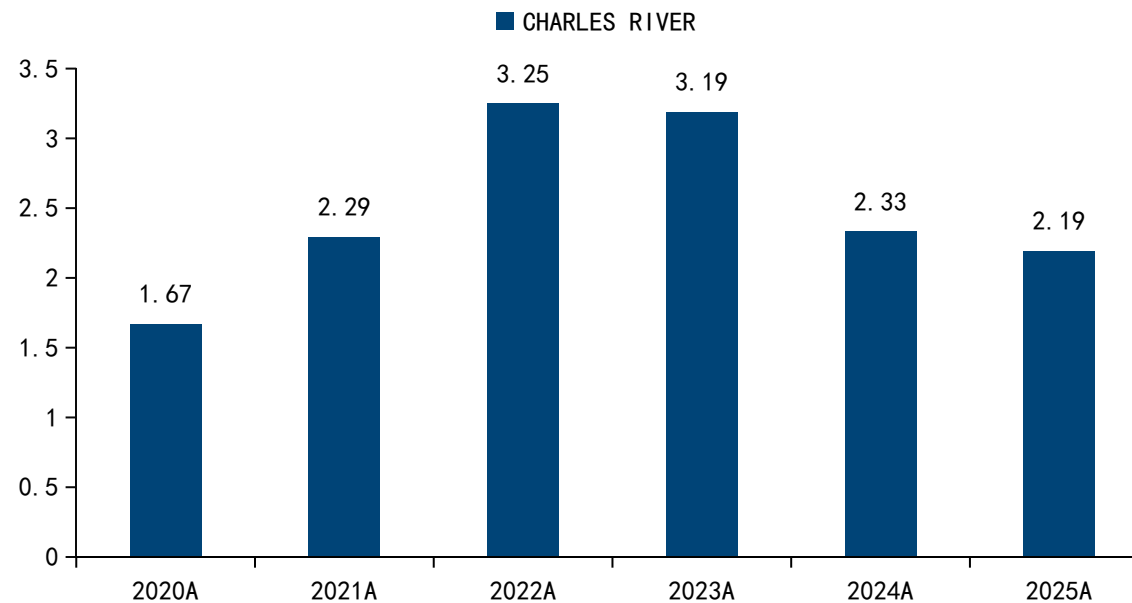
## 3.2 临床前CRO：资本开支情况

图：国内代表性临床CRO公司资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理  
注：资本开支使用的指标为购建固定无形长期资产支付的现金

图：海外代表性临床CRO公司资本性支出情况（亿美元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 全球生物医药投融资复苏，CXO行业需求向好
- [ 02 ] CDMO：需求具有强劲韧性，新分子引领增长
- [ 03 ] CRO：温和复苏
- [ 04 ] **投资建议及风险提示**

- **全球生物医药投融资复苏，CXO行业需求向好。**全球生物医药投融资已迈入明确复苏通道，为CXO行业需求增长注入强劲动力。2025年全球医疗健康领域一级市场共完成融资2353笔，同比增长3%，累计融资额604亿美元，同比增长4%。CDMO方面，全球药品市场的平稳增长为CDMO行业筑牢需求根基，新分子疗法的爆发式增长更开辟了核心增量空间；CRO方面，作为研发链条的核心环节，其受投融资复苏的驱动更为直接，业绩兑现的确定性与增长弹性显著增强，行业景气度持续上行。
- **CDMO：具有强劲需求韧性，新分子引领增长。**生物CDMO方面，以Lonza、Samsung Biologics、Fuji为代表的海外生物CDMO业绩表现十分亮眼，2025年业绩同比实现较高增长，稳步推进的资本开支与持续扩容的产能布局，为高效率的订单交付提供保障。化学CDMO领域，全球多肽、ADC、寡核苷酸等药物市场有望保持双位数复合增长，国内龙头CDMO企业布局领先；相比欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权等方面的短板，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，我们认为中国企业在化学CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动。推荐关注：药明康德、药明合联、凯莱英等。
- **CRO：呈现温和复苏态势，从收入端来看，临床CRO复苏快于临床前CRO。**全球生物医药投融资回暖持续释放积极信号，一方面有效缓解了biotech企业的资金压力、推动其重启或加速研发项目，另一方面推动跨国药企“扫货”热潮。双重因素共同加速医药研发管线的推进节奏。新药IND的恢复性增长已在临床CRO企业业绩中兑现，IQVIA、Fortrea、MedPace等海外龙头均实现稳健增长，国内市场同样呈现量价齐升格局，泰格医药营收同比已重回正增长通道。临床前CRO领域，实验动物相关订单已率先触底反弹，后续增长确定性增强。推荐关注：昭衍新药等。
- **风险提示：**需求下降风险、市场竞争加剧风险、药品审批风险、合规风险、汇率波动风险、产能不及预期风险等。

- 市场竞争加剧风险；
- 汇率波动风险；
- 需求下降风险；
- 合规风险；
- 药品审批风险；
- 产能不及预期风险。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032