



# 医药配套行业行业研究

**买入（首次评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

**医药组**

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003） 分析师：方程嫣（执业 S1130525110002）

gantanhuan@gjzq.com.cn

fangchengyan@gjzq.com.cn

## 制药供应链：景气度上行信号明确，内外需共振带动业绩提速

### 投资逻辑：

**CXO 产业链：景气度上行信号明确，全球生物医药投融资水平显著改善，行业复苏动能持续增强。**2025 年全年，境外生物医药投融资额达 1981 亿美元，较 2024 年的 1261 亿美元大幅提升 57%；国内市场在持续的 BD 催化下，药企合作意愿提升，需求端呈现爆发式增长。我们认为，2026 年 CXO 板块景气度上行趋势明确，行业已进入内外需共振、新分子赛道放量、订单与业绩逐季改善的新一轮复苏上行周期。

**综合型 CDMO 企业领跑行业复苏，新技术方向持续带动产业扩容。**2024 年由于地缘政治等因素扰动，CDMO 板块收入基本与 2023 年同期持平；2025 年 CDMO 行业率先迎来复苏拐点，板块增速大幅提升至 17%；2026 年一季度，在人民币升值、业绩大幅承压的不利背景下，CDMO 板块收入增速仍进一步提升至 20%，展现出强劲韧性。全球创新药研发热情持续回升，叠加 GLP-1、ADC、多肽、小核酸等新兴赛道研发需求集中释放，为国内 CDMO 企业带来充足的海外订单增量，行业基本面复苏动能坚实、向上趋势明确。

**国内 BD 交易火热，带动内需复苏显著，订单大幅改善。**2024 年 CRO 板块收入增速同比下滑 8%，2025 年收入增速下滑幅度收窄至 3%，行业筑底信号明确；2026 年一季度，板块收入增速成功恢复正增长，同比增长 14%，复苏势头显现。投融资规模大幅回暖，充分体现资本市场对创新药赛道的信心持续修复。叠加产业 BD 交易热度攀升、优质研发资产迎来价值重估，进一步推动药企扩大研发开支、加码管线布局与创新投入。随着药企研发意愿显著回升，需求持续向上传导至国内 CRO 产业链，从各家 CRO 企业披露的 2025 年订单数据来看，内需订单已出现明显改善，行业内需复苏逻辑持续兑现。

**原料药：盈利能力持续改善，行业有望迎来提价契机。**受国际石油价格持续上涨及海外能源成本较高的影响，各类化工产品普遍迎来明显涨价，其中溶剂类产品由于其较难囤货，市场报价持续走高，成为本轮化工品涨价中弹性最显著的品类之一，也直接带动医药中间体、原料药等下游行业成本抬升。受到上游原材料成本提升影响，下游原料药产品或将迎来提价契机。综合考虑到目前客户库存水平已长时间处于较低位置，一旦涨价预计持续性良好，建议关注后续价格提升带来的利润弹性。

**生命科学上游：景气度稳步回暖，板块业绩迎来持续修复。**国内基础科研与生物医药产业研发投入持续加码，下游创新药研发需求扩容旺盛，叠加政策扶持下国产替代进程持续提速，科研仪器、生物试剂、实验耗材等上游核心产品市场渗透率稳步提升，驱动板块内企业营收与盈利水平逐季改善，基本面修复态势明确。行业当前格局仍相对分散，中小厂商数量较多、同质化竞争凸显。在技术壁垒、规模化成本优势及渠道服务壁垒的共同驱动下，行业龙头整合趋势有望持续深化。

### 投资建议

制药供应链行业进入内外需共振、新分子赛道放量、订单与业绩逐季改善的新一轮复苏上行周期。建议关注 CXO 板块相关公司药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、益诺思、康龙化成、泰格医药、阳光诺和；建议关注原料药相关公司华海药业、普洛药业、天宇股份等；建议关注生命科学上游相关公司百奥赛图、皓元医药、药康生物等。

### 风险提示

汇兑风险；国内外政策风险；临床试验进展不及预期风险；产品上市审评进展不及预期风险。



## 内容目录

CXO 板块：景气度上行趋势明确，业绩逐季改善 .....	3
综合型 CDMO 企业领跑行业复苏，新技术方向持续带动产业扩容 .....	5
国内 BD 交易火热，带动内需复苏显著，订单大幅改善 .....	8
原料药板块：业绩阶段性承压，盈利能力有所改善 .....	10
生命科学上游：业绩持续改善，毛利率有所修复 .....	12
投资建议 .....	14
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：CXO 公司收入和扣非净利润情况 .....	3
图表 2：CXO 公司毛利率及净利率情况 .....	4
图表 3：CXO 公司销售费用率及管理费用率情况 .....	4
图表 4：部分 CXO 公司对 2026 年业绩指引 .....	5
图表 5：海外投融资月度数据 .....	6
图表 6：药明康德各板块业务增速 .....	6
图表 7：药明康德多肽固相合成反应釜总体积(万升) .....	6
图表 8：凯莱英新兴业务和传统业务 .....	7
图表 9：凯莱英固相合成产能情况 .....	7
图表 10：药明生物新分子 .....	7
图表 11：国内 CDMO 公司订单及变化情况 .....	8
图表 12：国内 BD 情况 .....	8
图表 13：全球医药交易总规模中国占比 .....	9
图表 14：中国企业 license out 交易首付款及总金额 .....	9
图表 15：国内投融资月度数据 .....	9
图表 16：国内 CRO 公司订单及变化情况 .....	9
图表 17：原料药公司收入和扣非净利润情况 .....	10
图表 18：原料药公司毛利率及净利率情况 .....	11
图表 19：原料药公司销售费用率及管理费用率情况 .....	11
图表 20：生命科学上游公司收入和扣非净利润情况 .....	12
图表 21：生命科学上游公司毛利率及净利率情况 .....	13
图表 22：生命科学上游公司销售费用率及管理费用率情况 .....	13



## CXO 板块：景气度上行趋势明确，业绩逐季改善

我们按照 CDMO、CRO（包含临床 CRO 及临床前 CRO）的分类对 CXO 样本企业 2025 年年报和 2026 年一季报业绩情况进行总结梳理，具体来看：

(1) CDMO：2024 年由于地缘政治等因素扰动，CDMO 板块收入基本与 2023 年同期持平；2025 年 CDMO 行业率先迎来复苏拐点，板块增速大幅提升至 17%；2026 年一季度，在人民币升值、业绩大幅承压的不利背景下，CDMO 板块收入增速仍进一步提升至 20%，展现出强劲韧性；

(2) CRO：2024 年 CRO 板块收入增速同比下滑 8%，2025 年收入增速下滑幅度收窄至 3%，行业筑底信号明确；2026 年一季度，板块收入增速成功恢复正增长，同比增长 14%，复苏势头显现。

图表1：CXO 公司收入和扣非净利润情况

板块	公司	营业收入 (亿元)			收入增速 YoY			扣非净利润 (亿元)			扣非净利润增速 YoY		
		2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1
CDMO	药明康德	392	455	124	-3%	16%	29%	99.9	132.4	42.8	2%	33%	84%
	药明生物	187	218	-	10%	17%	-	54.0	65.9	-	9%	22%	-
	药明合联	41	59	-	91%	47%	-	9.2	15.6	-	190%	70%	-
	康龙化成	123	141	36	6%	15%	15%	11.1	15.4	3.4	-27%	39%	17%
	凯莱英	58	67	18	-26%	15%	17%	8.5	10.4	2.7	-60%	22%	-11%
	博腾股份	30	34	9	-18%	14%	11%	-2.7	0.6	0.2	-210%	122%	345%
	九洲药业	52	55	12	-7%	7%	-19%	5.9	7.3	1.7	-42%	23%	-33%
	合计	882	1,029	199	0%	17%	20%	186	247	51	-7%	33%	61%
临床 CRO	泰格医药	66	68	18	-11%	3%	15%	8.5	3.6	1.2	-42%	-58%	18%
	普蕊斯	8	8	2	6%	5%	10%	0.8	0.9	0.1	-27%	6%	110%
	诺思格	7	9	2	3%	14%	26%	1.1	1.1	0.2	-11%	-1%	-5%
临床前 CRO	昭衍新药	20	17	3	-15%	-18%	10%	0.2	3.1	2.2	-93%	1221%	747%
	益诺思	11	8	2	10%	-29%	0%	1.3	-0.5	0.1	-28%	-143%	376%
合计	113	110	27	-8%	-3%	14%	12	8	4	-46%	-32%	143%	

来源：ifind，国金证券研究所（注：药明生物及药明合联利润口径为经调整纯利及同比增速）

从利润率水平来看：

(1) CDMO 板块毛利率在 2024 年阶段性触底承压后，于 2025 年稳步修复回升，已回归至 2023 年同期 39% 的水平，2026 年一季度，毛利率依旧维持在 39% 的水平；净利率层面，2025 年 CDMO 板块净利率水平提升至 20%，较 2024 年提升 5pct，2026 年一季度，由于汇兑压力影响，净利率水平下降至 16%；

(2) 临床 CRO 板块毛利率持续承压，2025 年毛利率水平为 29%，2026 年一季度为 24%；净利率层面，2025 年临床 CRO 板块净利率为 14%，2026 年一季度为 12%，整体来看净利率下滑幅度低于毛利率，表明在行业承压背景下各公司都采取有效措施进行控费；

(3) 临床前 CRO 板块毛利率小幅提升，2025 年毛利率为 23%，2026 年一季度为 26%；净利率层面，考虑到部分临床前 CRO 公司涉及生物资产公允价值变动，因此 2025 年和 2026 年一季度净利率水平波动明显。



图表2: CXO 公司毛利率及净利率情况

板块	公司	毛利率				净利率			
		2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
CDMO	药明康德	41%	41%	48%	50%	24%	24%	43%	38%
	药明生物	40%	41%	46%	-	29%	29%	30%	-
	药明合联	26%	31%	36%	-	15%	23%	26%	-
	康龙化成	36%	34%	35%	32%	14%	14%	11%	9%
	凯莱英	51%	42%	42%	43%	29%	16%	17%	17%
	博腾股份	41%	25%	30%	31%	5%	-12%	1%	1%
	九洲药业	38%	34%	37%	36%	19%	12%	13%	14%
	平均值	<b>39%</b>	<b>35%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>19%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>16%</b>
临床 CRO	泰格医药	39%	34%	27%	27%	29%	7%	12%	18%
	普蕊斯	30%	24%	26%	16%	18%	13%	13%	6%
	诺思格	40%	37%	35%	30%	23%	19%	16%	10%
	平均值	<b>36%</b>	<b>32%</b>	<b>29%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>
临床前 CRO	昭衍新药	43%	28%	21%	20%	16%	3%	18%	75%
	益诺思	44%	34%	26%	31%	17%	12%	-1%	6%
	平均值	<b>43%</b>		<b>23%</b>	<b>26%</b>	<b>17%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>41%</b>

来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 药明生物及药明合联净利率口径为经调整纯利/营业收入)

销售费用率和管理费用率方面:

(1) CDMO 板块销售费用率和管理费用率基本维持稳定, 2025 年销售费用率为 2.69%, 2026 年一季度为 3.20%; 管理费用率 2025 年为 9.43%, 2026 年一季度为 9.87%;

(2) 临床 CRO 板块销售费用率和管理费用率呈下降趋势, 2025 年销售费用率为 6.14%; 2026 年一季度为 6.08%; 管理费用率 2025 年为 26.34%, 2026 年一季度为 23.45%, 下降 2.89pct;

(3) 临床前 CRO 板块销售费用率和管理费用率基本维持稳定, 2025 年销售费用率为 6.15%, 2026 年一季度为 5.88%; 管理费用率 2025 年为 32.00%, 2026 年一季度为 33.21%;

图表3: CXO 公司销售费用率及管理费用率情况

板块	公司	销售费用率				管理费用率			
		2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
CDMO	药明康德	1.74%	1.90%	1.78%	1.46%	7.14%	7.34%	5.85%	5.71%
	药明生物	1.73%	2.54%	2.79%	-	13.39%	13.07%	11.74%	-
	药明合联	0.72%	1.38%	1.84%	-	11.98%	6.52%	6.27%	-
	康龙化成	2.19%	2.11%	2.17%	2.18%	13.92%	12.91%	12.32%	12.35%
	凯莱英	2.51%	4.19%	3.16%	2.83%	10.08%	14.22%	11.47%	11.55%



	博腾股份	3.95%	5.31%	5.12%	7.11%	14.95%	13.21%	11.24%	11.16%
	九洲药业	1.48%	1.94%	1.95%	2.39%	8.07%	8.09%	7.15%	8.59%
	<b>平均值</b>	<b>2.04%</b>	<b>2.77%</b>	<b>2.69%</b>	<b>3.20%</b>	<b>11.36%</b>	<b>10.76%</b>	<b>9.43%</b>	<b>9.87%</b>
临床 CRO	泰格医药	2.54%	3.14%	3.43%	3.12%	8.81%	11.16%	10.62%	9.63%
	普蕊斯	1.12%	1.07%	1.08%	1.20%	5.50%	5.45%	5.36%	5.02%
	诺思格	2.07%	1.86%	1.63%	1.76%	11.03%	10.41%	10.36%	8.81%
	<b>平均值</b>	<b>5.72%</b>	<b>6.07%</b>	<b>6.14%</b>	<b>6.08%</b>	<b>25.33%</b>	<b>27.02%</b>	<b>26.34%</b>	<b>23.45%</b>
临床前 CRO	昭衍新药	1.04%	1.38%	2.23%	1.95%	11.79%	14.33%	17.03%	21.16%
	益诺思	2.79%	2.43%	3.93%	3.93%	14.31%	10.87%	14.97%	12.05%
	<b>平均值</b>	<b>3.83%</b>	<b>3.81%</b>	<b>6.15%</b>	<b>5.88%</b>	<b>26.11%</b>	<b>25.20%</b>	<b>32.00%</b>	<b>33.21%</b>

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 年年报披露后, 多家头部 CXO 企业陆续给出 2026 年全年业绩经营指引; 进入 2026 年一季报窗口期, 行业整体经营节奏、订单兑现及海外需求景气度基本符合前期预期, 各家公司均未对原有 2026 年收入指引进行调整, 全年业绩确定性仍保持稳健。

**图表4: 部分 CXO 公司对 2026 年业绩指引**

公司	业绩指引
药明康德	2026 年公司整体收入预计达到 513-530 亿元, 持续经营业务收入同比增长 18-22%
药明生物	2026 年公司收入预计实现 13-17% 同比增长
凯莱英	2026 年公司收入增长预计为 19-22%, 经营业绩将呈现加速增长态势
康龙化成	公司目标 2026 年收入同比增长 12-18%

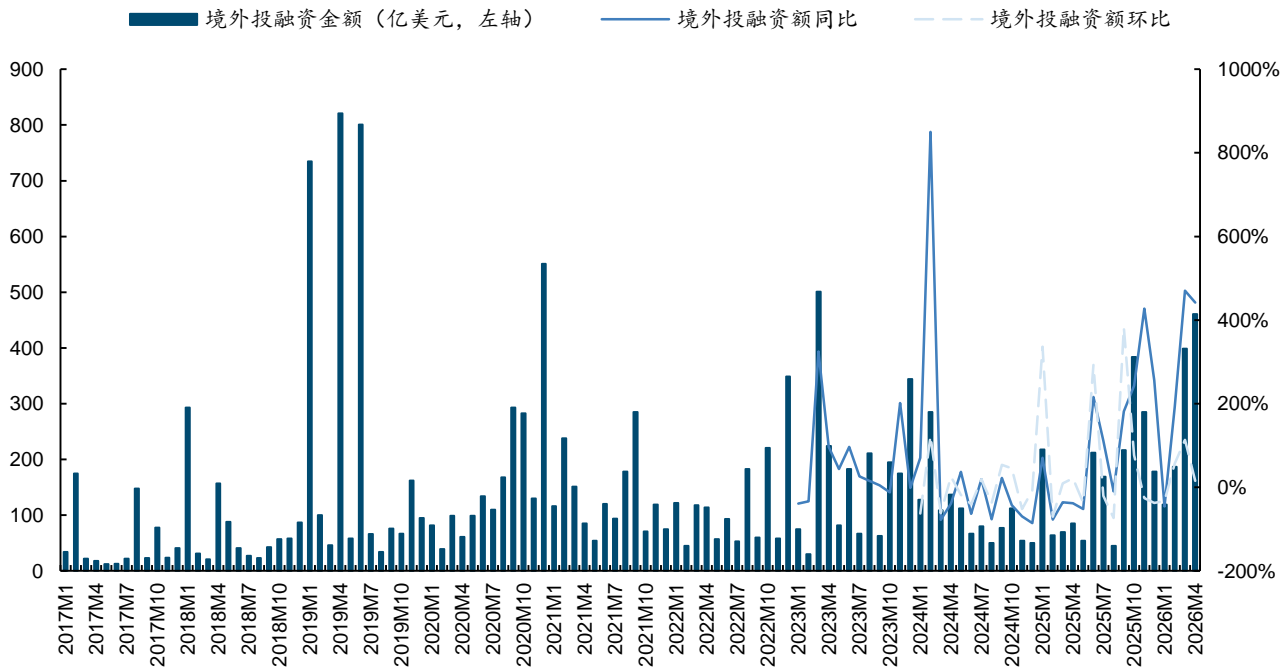
来源: 各公司年报, 各公司官网, 国金证券研究所

### 综合型 CDMO 企业领跑行业复苏, 新技术方向持续带动产业扩容

CDMO 板块企业普遍具备较高的海外业务敞口, 经营基本面与全球生物医药投融资景气度挂钩, 对海外研发资本环境变化较为敏感。根据 insight 数据库统计, 2025 年全球生物医药投融资总额达 1981 亿美元, 相较 2024 年的 1261 亿美元同比大幅提升 57%, 投融资回暖幅度显著。



图表5: 海外投融资月度数据

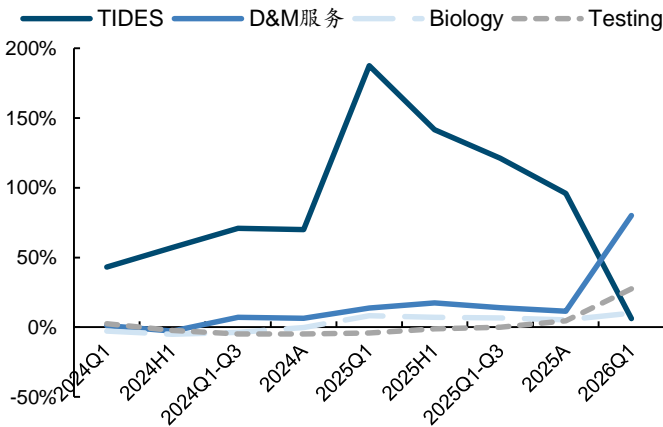


来源: insight 数据库, 国金证券研究所

全球创新药研发热情持续回升, 叠加 GLP-1、ADC、多肽、小核酸等新兴赛道研发需求集中释放, 为国内 CDMO 企业带来充足的海外订单增量, 行业基本面复苏动能坚实、向上趋势明确。

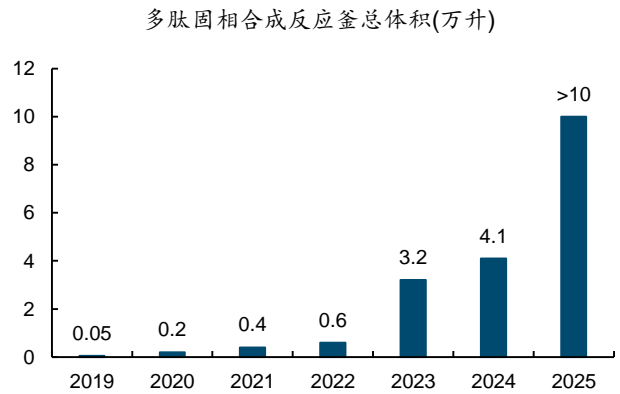
以代表公司为例, 药明康德 TIDES 业务在 2024 年后驶入高速增长通道, 2026 年一季度受到订单交付节奏影响, Tides 业务增速有所回落, 管理层依旧对 2026 年全年 TIDES 业务维持高增长具备充足信心, 全年增长确定性仍较强。

图表6: 药明康德各板块业务增速



来源: 药明康德财报, 药明康德官网, 国金证券研究所

图表7: 药明康德多肽固相合成反应釜总体积(万升)

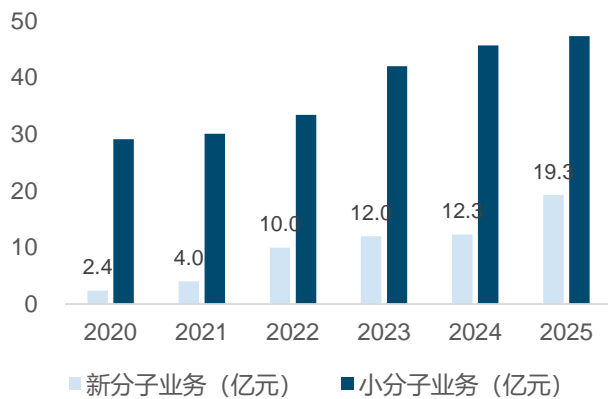


来源: 药明康德 2025 年年报, 药明康德官网, 国金证券研究所

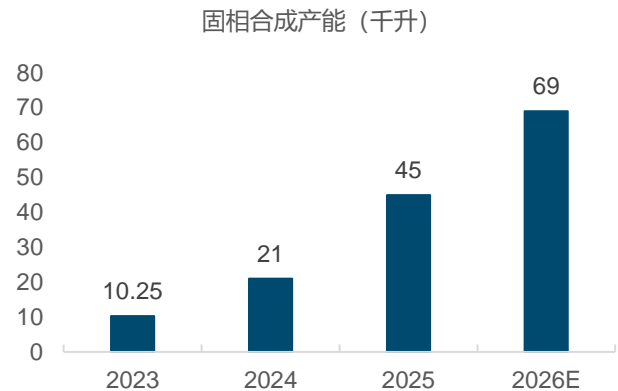
凯莱英亦持续在新兴高景气业务板块加速布局、重点发力。2025 年公司新兴业务实现营业收入 19.3 亿元, 同比大幅增长 57%, 增长势头十分强劲。受益于 GLP-1 减肥药、多肽、ADC 等新兴药物研发与产业化需求持续放量, 公司新兴业务订单充足、产能有序释放, 高速增长逻辑持续兑现, 已成为拉动公司整体收入增长的核心驱动力之一。



图表8: 凯莱英新兴业务和传统业务



图表9: 凯莱英固相合成产能情况

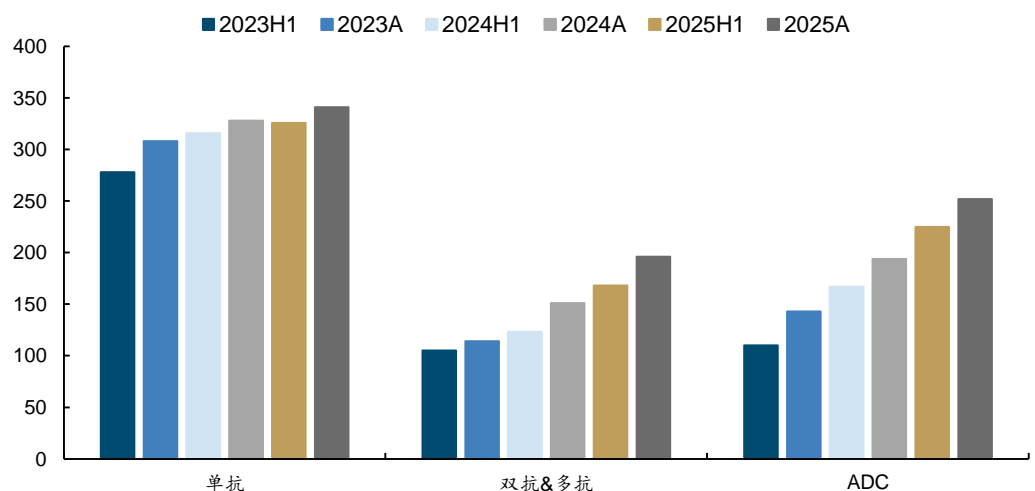


来源: 凯莱英年报, 凯莱英官网, 国金证券研究所

英年报, 凯莱英官网, 国金证券研究所

在大分子创新药领域, 双抗、多特异性抗体及 ADC 已成为当前医药研发赛道中热度最高、成长确定性最强的细分方向之一。下游药企研发管线持续向双抗、多抗、ADC 等前沿领域倾斜, 产业商业化与临床研发进程持续提速。从龙头企业经营数据亦可印证行业高景气度, 药明生物 2025 年年报显示, 公司承接的双抗 & 多抗、ADC 类项目分子数量实现快速扩容, 订单储备持续丰厚, 进一步佐证大分子创新药赛道研发需求旺盛、产业高景气趋势明确。

图表10: 药明生物新分子



来源: 药明生物年报, 药明生物官网, 国金证券研究所

各公司在手订单充沛, 为后续业绩高增长提供坚实基础。2025 年年报披露完毕后, 各家公司均详细披露全年在手订单情况。从订单结构来看, CDMO 板块整体订单充裕、中长期能见度清晰, 且 GLP-1、ADC、多肽、双抗等高景气新兴赛道订单充沛。充足且结构优质的在手订单, 能够有效支撑后续各季度业绩稳步释放, 也为全年收入及利润维持高增长态势, 提供了强有力的基本面保障与确定性支撑。



图表11: 国内 CDMO 公司订单及变化情况

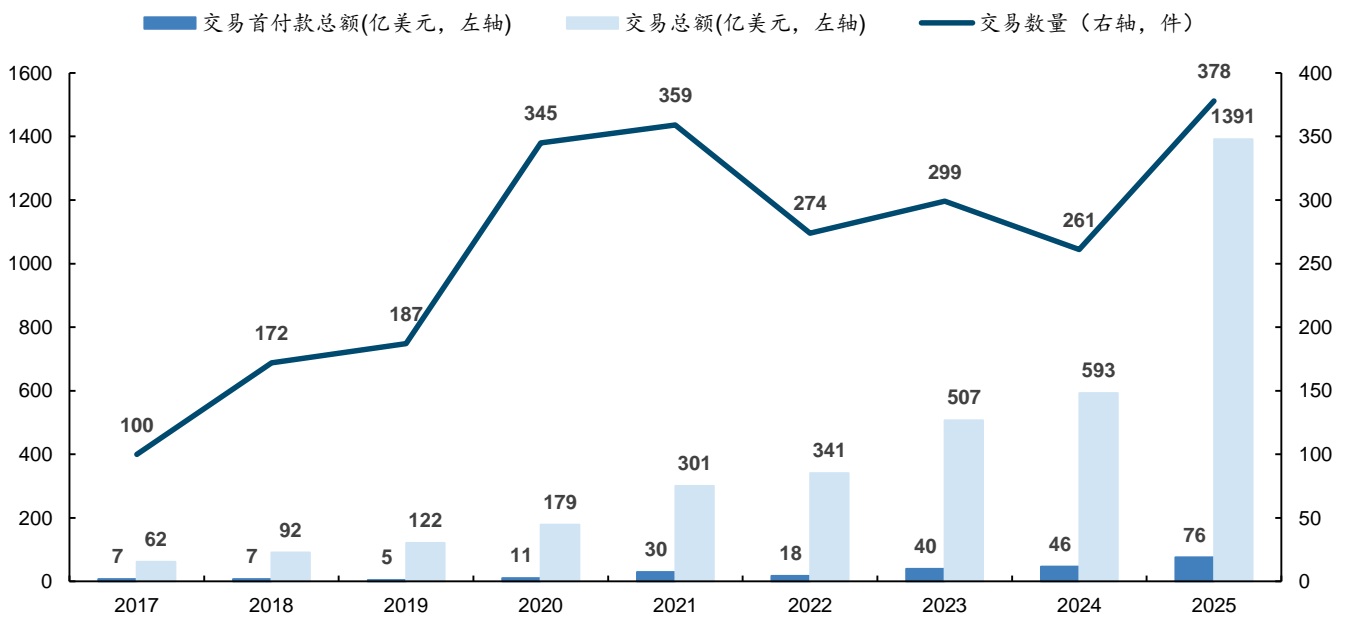
分类	公司	25Q1 订单情况	25H1 订单情况	25Q1-Q3 订单情况	2025 年全年订单情况
CDMO	药明康德	在手订单 523.3 亿元, 同比增长 47.1%; TIDES 在手订单同比增长 105.5%	在手订单 566.9 亿元, 同比增长 37.2%; TIDES 在手订单同比增长 48.8%	在手订单 598.8 亿元, 同比增长 41.2%; TIDES 在手订单同比增长 17.1%	持续经营业务在手订单 580 亿元, 同比增长 28.8%; TIDES 在手订单同比增长 20.2%
	药明生物	-	未完成总订单金额 203 亿美元, 未完成服务订单总额达 114 亿美元	-	未完成总订单金额 237 亿美元, 未完成服务订单总额达 115 亿美元
	药明合联	-	在手订单 13.3 亿美元, 同比增长 57.9%; 新签订单同比增长 48.4%	-	在手订单 14.9 亿美元, 同比增长 50.3%; 新签订单同比增长 41%至 13.3 亿美元
	康龙化成	新签订单同比增长 10%+; 实验室服务新签订单同比增长 10%+; CMC 板块新签订单同比增长 10%+	新签订单同比增长 10%+; 实验室服务新签订单同比增长 10%+; CMC 板块新签订单同比增长 20%	新签订单同比增长 13%+; 实验室服务新签订单同比增长 12%+; CMC 板块新签订单同比增长 20%	新签订单金额同比增长超过 14%; 实验室服务新签订单同比增长约 12%; CMC 板块新签订单同比增长约 13%
	凯莱英	-	在手订单 10.88 亿美元; 新兴业务在手订单金额同比增长超 40%	新签订单保持双位数增长	在手订单总额 13.85 亿美元, 同比增长 31.65%; 其中化学大分子在手订单金额同比增长 127.59%; 生物大分子在手订单金额同比增长 55.56%

来源: 各公司财报, ifind, 国金证券研究所

国内 BD 交易火热, 带动内需复苏显著, 订单大幅改善

国内医药 BD 授权交易持续火热, 进一步带动创新药产业链维持高景气度。根据医药魔方数据库统计, 2025 年国内医药 BD 交易活跃度显著提升, 全年首付款总额达 76 亿美元, 整体交易规模攀升至 1391 亿美元, 交易数量高达 378 件。BD 交易的持续升温, 不仅提振了行业研发投入信心, 也为内需 CRO 产业链带来持续订单增量。

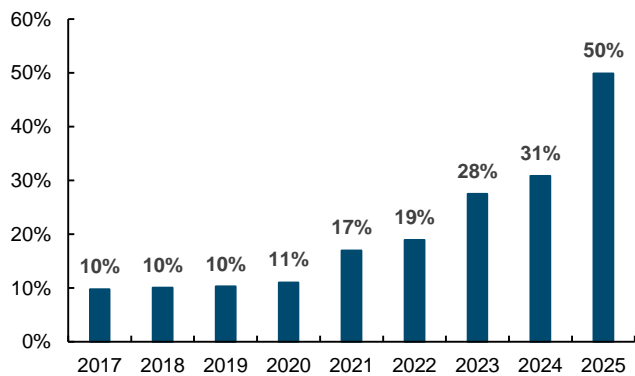
图表12: 国内 BD 情况



来源: 医药魔方数据库, 国金证券研究所

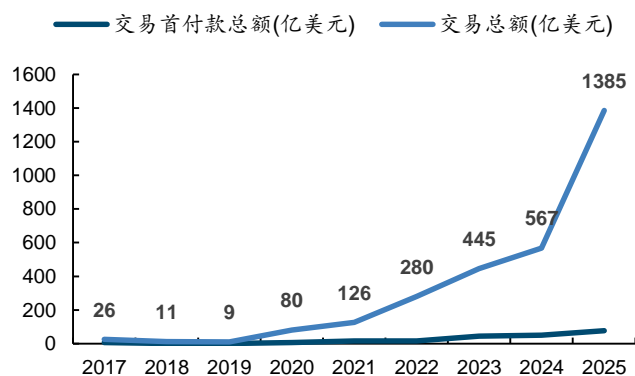


图表13: 全球医药交易总规模中国占比



来源: 医药魔方数据库, 国金证券研究所

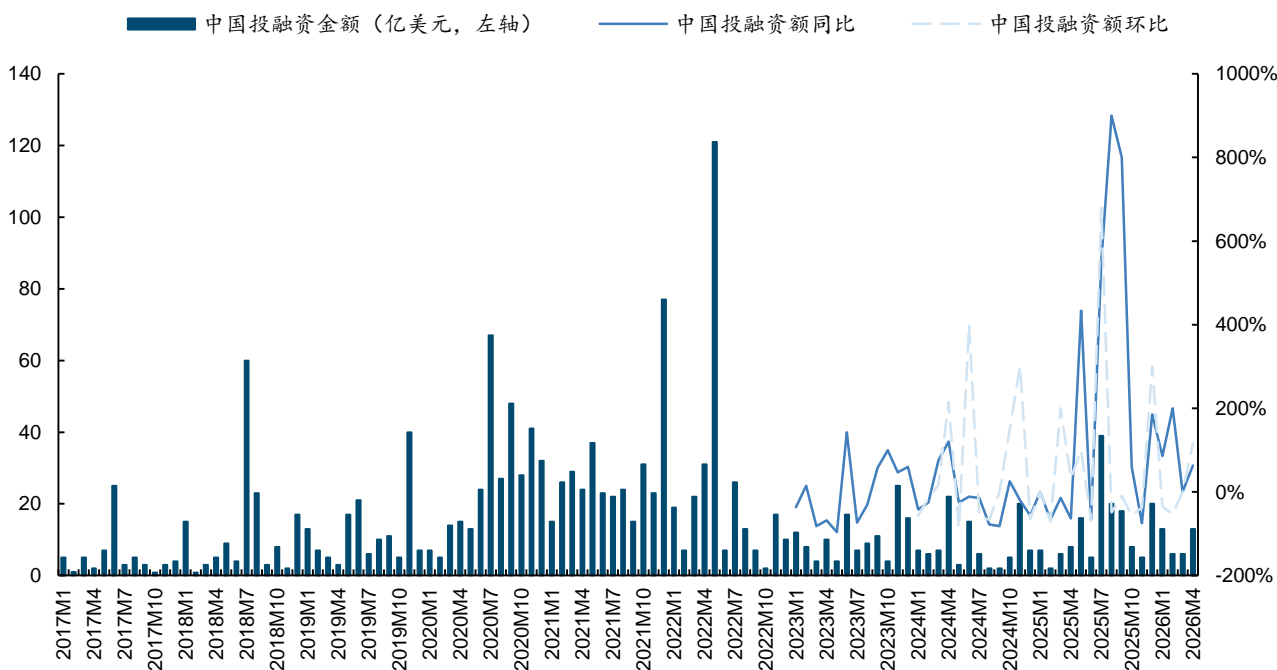
图表14: 中国企业 license out 交易首付款及总金额



来源: insight 数据库, 国金证券研究所

在医药 BD 授权交易持续火爆的强力拉动下, 国内创新药一级市场投融资景气度同步迎来显著修复, 行业资本环境明显改善。据 insight 数据库统计, 2025 年国内医药行业投融资总额达到 154 亿美元, 相较 2024 年的 102 亿美元同比大幅提升 51%。

图表15: 国内投融资月度数据



来源: insight 数据库, 国金证券研究所

投融资规模大幅回暖, 充分体现资本市场对创新药赛道的信心持续修复。叠加产业 BD 交易热度攀升、优质研发资产迎来价值重估, 进一步推动药企扩大研发开支、加码管线布局与创新投入。随着药企研发意愿显著回升, 需求持续向上传导至国内 CRO 产业链, 从各家 CRO 企业披露的 2025 年订单数据来看, 内需订单已出现明显改善, 行业内需复苏逻辑持续兑现。

图表16: 国内 CRO 公司订单及变化情况

分类	公司	25Q1 订单情况	25H1 订单情况	25Q1-Q3 订单情况	2025 年全年订单情况
临床	泰格医药	净新增合同金额超过 20 亿元, 同比增长 20%	-	-	净新增订单 101.6 亿元, 同比增长 20.7%
	CRO	-	新签不含税合同金额 6 亿元, 同比增长 40%; 存量不含税合同	-	公司新签不含税合同金额 11.32 亿元, 同比增加 13.20%; 存量



分类	公司	25Q1 订单情况	25H1 订单情况	25Q1-Q3 订单情况	2025 年全年订单情况
			金额 19.98 亿元，同比增长 9.45%		不含税合同金额为 19.82 亿元，同比增长 4.96%
临床前	昭衍新药	新签订单金额约为 4.3 亿元，在手订单金额约为 22 亿元	新签订单金额约为 10.2 亿元，在手订单金额约为 23 亿元	新签订单金额 16.4 亿元，在手订单金额约为 25 亿元	新签订单金额 26 亿元，在手订单金额约为 26 亿元
	CRO	益诺思 -	新签订单金额为 5.32 亿元，同比上涨 7.39%；在手订单金额为 11.12 亿元，同比增长 14.29%	新签订单金额同比增长 29.37%；在手订单金额同比增长 19.43%	新签订单总额 11.35 亿元，同比增长 38.62%；在手订单金额 12.48 亿元，同比增长 28.23%

来源：各公司财报，ifind，国金证券研究所

### 原料药板块：业绩阶段性承压，盈利能力有所改善

从经营业绩来看，原料药板块营收与扣非净利润仍阶段性承压，2025 年板块整体营收同比下滑 5%，2026 年一季度营收同比仍有 3% 的下滑。叠加汇率波动带来的汇兑损失压力，进一步拖累板块盈利表现，使得原料药板块扣非净利润增速持续走弱，整体经营仍处在底部调整阶段。

图表17：原料药公司收入和扣非净利润情况

公司	营业收入 (亿元)			收入增速 YoY			扣非净利润 (亿元)			扣非净利润增速 YoY		
	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1
普洛药业	120	98	24	5%	-19%	-10%	9.8	7.7	2.4	-4%	-22%	18%
华海药业	95	86	23	15%	-10%	-1%	11.3	1.6	1.4	27%	-86%	-52%
九洲药业	52	55	12	-7%	7%	-19%	5.9	7.3	1.7	-42%	23%	-33%
国邦医药	59	60	15	10%	2%	6%	7.6	7.7	1.5	29%	1%	-26%
仙琚制药	40	38	9	-3%	-6%	-9%	5.5	3.5	0.9	2%	-36%	-37%
健友股份	39	40	9	0%	2%	5%	7.8	5.0	0.6	566%	-36%	-25%
天宇股份	26	31	8	4%	16%	7%	0.7	1.3	0.4	7%	99%	-49%
司太立	24	24	7	7%	4%	4%	-0.5	0.0	0.2	-252%	105%	51%
富祥药业	12	12	4	-27%	1%	53%	-3.0	-0.8	0.6	-54%	73%	367%
美诺华	14	15	3	13%	9%	22%	0.5	0.8	0.2	483%	69%	48%
博瑞医药	13	12	3	9%	-5%	31%	1.8	0.3	0.0	-3%	-86%	-48%
奥锐特	15	17	4	17%	15%	-3%	3.5	4.4	0.6	34%	24%	-48%
奥翔药业	8	8	3	-3%	0%	1%	1.8	1.1	0.9	-26%	-41%	-17%
同和药业	8	8	2	5%	9%	-1%	1.0	0.6	0.2	2%	-37%	-9%
共同药业	5	6	2	-5%	13%	16%	-0.3	-0.7	0.0	-235%	-153%	146%
海翔药业	19	19	5	-11%	-4%	0%	-3.4	-1.4	-0.4	0%	60%	-764%
川宁生物	58	46	11	19%	-20%	-16%	14.0	7.6	1.1	49%	-46%	-61%
合计	606	575	145	5%	-5%	-3%	64	46	12	23%	-28%	-31%

来源：ifind，国金证券研究所



盈利能力层面，原料药板块毛利率整体稳健，常年维持在 37% 左右中枢，波动幅度相对有限。净利率端，行业内公司持续优化内部管控、压降管理费用率，同时销售费用率保持平稳可控，共同推动净利率稳步抬升。板块整体净利率由 2025 年的 7%，进一步上行至 2026 年一季度的 11%，盈利结构持续优化，盈利质量稳步改善。

**图表18：原料药公司毛利率及净利率情况**

公司	毛利率				净利率			
	2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
普洛药业	26%	24%	26%	29%	9%	9%	9%	10%
华海药业	60%	62%	60%		10%	12%	3%	17%
九洲药业	38%	34%	37%	36%	19%	12%	13%	14%
国邦医药	23%	25%	26%	23%	11%	13%	14%	11%
仙琚制药	53%	57%	61%	59%	14%	10%	12%	10%
健友股份	48%	43%	39%	32%	-5%	21%	15%	10%
天宇股份	39%	35%	37%	32%	1%	2%	5%	5%
司太立	24%	19%	21%	22%	2%	-2%	0%	3%
富祥药业	11%	10%	17%	38%	-14%	-24%	-5%	17%
美诺华	31%	33%	35%	27%	1%	6%	7%	10%
博瑞医药	56%	58%	51%	57%	15%	11%	3%	3%
奥锐特	56%	59%	60%	53%	23%	24%	26%	16%
奥翔药业	55%	54%	54%	62%	31%	26%	16%	31%
同和药业	33%	33%	30%	29%	15%	14%	9%	10%
共同药业	22%	20%	14%	23%	4%	-6%	-13%	1%
海翔药业	14%	27%	24%	27%	-19%	-17%	-5%	5%
川宁生物	32%	36%	29%	24%	20%	24%	17%	10%
<b>平均值</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>

来源：ifind, 国金证券研究所

**图表19：原料药公司销售费用率及管理费用率情况**

公司	销售费用率				管理费用率			
	2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
普洛药业	5.74%	5.33%	5.61%	4.97%	4.07%	4.00%	4.32%	3.98%
华海药业	15.58%	17.58%	18.37%	20.34%	15.61%	15.34%	18.15%	14.35%
九洲药业	1.48%	1.94%	1.95%	2.39%	8.07%	8.09%	7.15%	8.59%
国邦医药	1.39%	1.35%	1.63%	1.42%	5.67%	4.71%	4.62%	5.01%
仙琚制药	24.01%	25.84%	31.40%	30.98%	6.82%	7.74%	8.44%	8.10%



健友股份	10.70%	7.14%	10.23%	10.56%	3.71%	5.37%	6.09%	7.58%
天宇股份	3.87%	5.66%	6.14%	4.28%	13.06%	13.44%	12.95%	10.99%
司太立	4.51%	5.41%	5.46%	4.60%	5.82%	5.00%	4.81%	4.64%
富祥药业	2.20%	1.43%	1.66%	0.91%	9.96%	11.78%	11.25%	9.18%
美诺华	4.23%	4.52%	5.09%	2.87%	13.48%	11.53%	9.63%	10.10%
博瑞医药	5.43%	5.59%	6.38%	3.70%	9.87%	10.85%	12.63%	9.86%
奥锐特	7.98%	8.84%	7.74%	9.77%	13.44%	11.53%	9.77%	10.68%
奥翔药业	2.22%	2.11%	2.55%	1.13%	12.28%	13.39%	12.33%	7.02%
同和药业	3.64%	3.95%	3.49%	3.36%	4.79%	5.04%	4.56%	5.35%
共同药业	1.25%	1.28%	1.44%	0.49%	7.84%	11.36%	9.38%	6.90%
海翔药业	1.35%	1.72%	1.54%	1.24%	14.96%	15.86%	16.57%	15.73%
川宁生物	0.47%	0.44%	0.63%	0.90%	2.97%	2.87%	3.29%	4.97%
平均值	5.65%	5.89%	6.55%	6.11%	8.97%	9.29%	9.17%	8.41%

来源: ifind, 国金证券研究所

### 生命科学上游: 业绩持续改善, 毛利率有所修复

生命科学上游板块亦呈现改善趋势。2025 年板块收入同比增长 13%，2026 年一季度板块收入增速进一步提升至 17。扣非净利润方面，2025 年板块扣非净利润同比增长 13%，2026 年一季度提升至 37%。

图表20: 生命科学上游公司收入和扣非净利润情况

公司	营业收入 (亿元)			收入增速 YoY			扣非净利润 (亿元)			扣非净利润增速 YoY		
	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1
百奥赛图	10	14	4	37%	41%	74%	0.2	1.2	0.9	106%	405%	789%
药康生物	7	8	2	10%	16%	22%	0.8	1.2	0.4	-29%	55%	55%
南模生物	4	4	1	4%	10%	13%	-0.2	0.1	-0.1	61%	156%	32%
奥浦迈	3	4	2	22%	19%	118%	0.1	0.2	0.0	-81%	217%	-57%
纳微科技	8	9	3	33%	18%	34%	0.7	1.2	0.6	109%	79%	146%
赛分科技	3	4	1	29%	28%	36%	0.8	1.2	0.3	69%	50%	46%
百普赛斯	6	8	2	19%	30%	26%	1.2	1.6	0.5	-15%	31%	21%
毕得医药	11	13	3	1%	20%	9%	1.0	1.3	0.4	-15%	27%	42%
皓元医药	23	29	7	21%	27%	20%	1.8	2.5	0.7	62%	38%	13%
药石科技	17	20	5	-2%	17%	12%	1.7	1.5	0.4	-2%	-16%	27%
阿拉丁	5	7	2	32%	30%	31%	1.0	1.0	0.3	17%	-1%	14%
泰坦科技	29	25	6	4%	-13%	-3%	0.1	-1.0	-0.4	-89%	-1868%	-1974%
海尔生物	23	23	7	0%	2%	-5%	3.2	2.2	0.7	-3%	-32%	-29%
合计	149	168	45	10%	13%	17%	12	14	5	56%	13%	37%

来源: ifind, 国金证券研究所



生命科学上游板块毛利率有所修复，2024 和 2025 年板块毛利率均为 56%，2026 年一季度提升至 58%；净利率方面，公司销售费用率、管理费用率等基本维持稳定，因此公司净利率波动浮动基本和毛利率一致，生命科学上游板块 2025 年净利率为 13%，2026 年一季度为 16%。

**图表21：生命科学上游公司毛利率及净利率情况**

公司	毛利率				净利率			
	2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
百奥赛图	71%	78%	76%	79%	-53%	3%	13%	24%
药康生物	68%	62%	64%	64%	26%	16%	18%	23%
南模生物	42%	46%	52%	54%	-6%	2%	7%	1%
奥浦迈	59%	53%	51%	44%	22%	7%	12%	21%
纳微科技	78%	70%	71%	74%	10%	11%	15%	27%
赛分科技	71%	71%	71%	76%	22%	27%	32%	31%
百普赛斯	91%	91%	91%	90%	27%	19%	20%	20%
毕得医药	40%	41%	45%	49%	10%	11%	11%	14%
皓元医药	45%	48%	47%	52%	7%	9%	8%	9%
药石科技	43%	38%	31%	32%	11%	13%	9%	10%
阿拉丁	60%	64%	64%	68%	21%	22%	19%	22%
泰坦科技	21%	20%	21%	19%	3%	0%	-2%	-6%
海尔生物	51%	48%	47%	48%	18%	17%	11%	12%
<b>平均值</b>	<b>57%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>	<b>58%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>

来源：ifind，国金证券研究所

**图表22：生命科学上游公司销售费用率及管理费用率情况**

公司	销售费用率				管理费用率			
	2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
百奥赛图	8.76%	9.48%	9.59%	7.65%	37.08%	19.04%	16.64%	11.96%
药康生物	13.22%	15.60%	14.06%	12.15%	18.87%	19.30%	16.95%	16.22%
南模生物	13.94%	15.22%	14.37%	16.69%	15.39%	14.06%	12.12%	16.37%
奥浦迈	6.65%	8.49%	8.99%	11.90%	23.94%	27.11%	18.05%	15.41%
纳微科技	19.18%	19.58%	17.35%	14.19%	20.14%	11.76%	12.24%	10.66%
赛分科技	12.89%	12.12%	10.82%	10.94%	19.92%	16.53%	13.44%	11.28%
百普赛斯	30.83%	32.11%	29.69%	28.10%	15.51%	17.16%	16.57%	15.41%
毕得医药	11.64%	11.51%	11.36%	10.90%	10.95%	10.40%	10.60%	10.40%
皓元医药	8.41%	9.25%	9.67%	11.31%	11.71%	10.35%	11.26%	12.70%
药石科技	3.08%	3.39%	3.38%	3.93%	11.61%	10.73%	8.90%	9.03%
阿拉丁	7.98%	9.51%	10.26%	12.73%	15.96%	15.36%	15.32%	15.99%
泰坦科技	7.63%	7.16%	7.55%	8.03%	4.51%	5.65%	7.14%	9.17%
海尔生物	14.89%	12.71%	15.43%	15.16%	8.04%	7.94%	8.28%	7.39%
<b>平均值</b>	<b>12.78%</b>	<b>12.50%</b>	<b>12.59%</b>	<b>12.89%</b>	<b>12.46%</b>	<b>12.78%</b>	<b>12.50%</b>	<b>12.59%</b>

来源：ifind，国金证券研究所



## 投资建议

**CXO 产业链：**景气度上行信号明确，全球生物医药投融资水平显著改善，行业复苏动能持续增强。我们认为，2026 年 CXO 板块景气度上行趋势明确，行业已进入内外需共振、新分子赛道放量、订单与业绩逐季改善的新一轮复苏上行周期。

**综合型 CDMO 企业领跑行业复苏，新技术方向持续带动产业扩容。**全球创新药研发热情持续回升，叠加 GLP-1、ADC、多肽、小核酸等新兴赛道研发需求集中释放，为国内 CDMO 企业带来充足的海外订单增量，行业基本面复苏动能坚实、向上趋势明确。

**国内 BD 交易火热，带动内需复苏显著，订单大幅改善。**投融资规模大幅回暖，充分体现资本市场对创新药赛道的信心持续修复。叠加产业 BD 交易热度攀升、优质研发资产迎来价值重估，进一步推动药企扩大研发开支、加码管线布局与创新投入。随着药企研发意愿显著回升，需求持续向上传导至国内 CRO 产业链，从各家 CRO 企业披露的 2025 年订单数据来看，内需订单已出现明显改善，行业内需复苏逻辑持续兑现。

**原料药：**盈利能力持续改善，行业有望迎来提价契机。受国际石油价格持续上涨及海外能源成本较高的影响，各类化工产品普遍迎来明显涨价，其中溶剂类产品由于其较难囤货，市场报价持续走高，成为本轮化工品涨价中弹性最显著的品类之一，也直接带动医药中间体、原料药等下游行业成本抬升。受到上游原材料成本提升影响，下游原料药产品或将迎来提价契机。综合考虑到目前客户库存水平已长时间处于较低位置，一旦涨价预计持续性良好，建议关注后续价格提升带来的利润弹性。

**生命科学上游：**景气度稳步回暖，板块业绩迎来持续修复。国内基础科研与生物医药产业研发投入持续加码，下游创新药研发需求扩容旺盛，叠加政策扶持下国产替代进程持续提速，科研仪器、生物试剂、实验耗材等上游核心产品市场渗透率稳步提升，驱动板块内企业营收与盈利水平逐季改善，基本面修复态势明确。行业当前格局仍相对分散，中小厂商数量较多、同质化竞争凸显。在技术壁垒、规模化成本优势及渠道服务壁垒的共同驱动下，行业龙头整合趋势有望持续深化。

## 风险提示

**汇率风险：**公司存在海外业务，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

**国内外政策风险：**若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将对部分公司业绩增长产生影响。

**临床试验进展不及预期风险：**药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。

**产品上市审评进展不及预期风险：**若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司业绩的增长受到影响。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究