



# 医药配套行业行业研究

买入（维持评级）

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

## CXO 行业深度报告：内外需共振向上，新分子赋能行业持续扩容

### 投资逻辑：

景气度上行信号明确，内外需共振带动业绩提速。CXO 行业已完整经历一轮产业周期，当下行业景气度上行信号明确。复盘 2018 年至今行业变化，可以看到 CXO 行业在 2018-2024 年，依次经历了景气上行、快速扩张、震荡调整与底部出清的完整产业周期。目前，随着外部压力缓释、全球投融资回暖，国内 BD 持续升温，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。关税及生物安全相关法案等地缘政策因素虽引发阶段性市场关注，但整体来看短期扰动有限，国内 CXO 企业依托完善的产业布局，中长期供应链优势仍十分突出。

**外需：海外投融资回暖，MNC 创新热情持续。**2024 年 9 月，美联储正式落地降息 50 bps，标志着新一轮全球降息周期正式开启。流动性环境边际宽松之下，生物医药行业投融资回暖预期持续升温，市场风险偏好显著修复。从中长期视角看，全球跨国药企（MNC）正面临严峻的创新分子专利悬崖压力。在此背景下，持续加大研发投入及通过 BD 合作引进潜力品种、补充管线缺口，已成为 MNC 抵御专利悬崖冲击的核心战略选择，我们预计未来全球 MNC 的研发热情将持续高位延续。从海外 CXO 龙头企业的经营业绩与业绩指引调整趋势来看，2025 年多家海外 CXO 公司逐季度上调全年业绩预期，盈利修复节奏持续超市场预期。展望 2026 年，海外头部 CXO 企业收入指引仍维持稳健小幅增长格局，叠加全球生物医药投融资逐步回暖、创新药研发需求稳步复苏，行业景气度延续上行态势，成长确定性进一步增强。

**内需：国内 BD 交易火热，带动需求复苏显著。**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。随着全球药企研发意愿明显回暖，创新药研发投入稳步加码，下游需求持续向上传导至国内 CRO 全产业链。从行业供给端数据来看，参考鼎泰药物招股说明书披露信息，非人灵长类实验动物历史成交均价已迎来企稳回升，直观反映出行业订单需求显著改善、景气度持续修复。在研发需求复苏、实验动物价格回暖的双重支撑下，国内非临床安评赛道需求持续释放，预计行业整体市场规模将稳步扩容，后续增长动能充足。

**新分子新技术赋能，行业持续扩容。**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。多肽领域，代表性产品替尔泊肽已成为全球“药王”，2025 年全球销售额为 365 亿美元，在需求拉动下，多家 CXO 龙头企业均积极布局；全球 ADC 市场持续扩容，高外包率驱动 CRDMO 需求释放。根据药明合联招股说明书和弗若斯特沙利文数据，预计 2030 年全球 ADC 市场规模将增至 647 亿美元，2023-2030 年复合增速约 30%；同时 ADC 在生物制剂市场的份额，将由 2022 年的 2.2% 提升至 2030 年的 8.3%，成长空间广阔；小核酸研发热情持续攀升，研发管线布局加速落地。小核酸药物赛道热度持续攀升，研发管线布局加速落地，商业化进程稳步推进，有望持续拉动上游生产需求。

### 投资建议与估值

CXO 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。板块相关公司药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、康龙化成、博腾股份、泰格医药、昭衍新药、益诺思、阳光诺和等。

### 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

景气度上行信号明确，内外需共振带动业绩提速.....	4
景气度持续修复，CXO 步入上行周期.....	4
景气度上行驱动业绩盈利双维度修复.....	5
外需：海外投融资回暖，MNC 创新热情持续.....	7
降息周期开启，海外创新热情持续回暖.....	7
海外 MNC 研发热情持续，.....	8
内需：国内 BD 交易火热，带动需求复苏显著.....	9
BD 授权交易火热，创新药产业链持续受益.....	9
行业触底反弹，企业订单大幅回暖.....	11
新分子新技术赋能，行业持续扩容.....	12
多肽快速放量，龙头企业积极布局.....	13
全球 ADC 市场持续扩容，高外包率驱动 CRDMO 需求释放.....	14
小核酸研发热情持续攀升，研发管线布局加速落地.....	14
投资建议.....	15
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：CXO 行情复盘.....	4
图表 2：CXO 公司收入和扣非净利润情况.....	5
图表 3：CXO 公司毛利率及净利率情况.....	6
图表 4：美国联邦基金目标利率.....	7
图表 5：XBI 指数累计涨跌幅.....	7
图表 6：海外投融资月度数据.....	7
图表 7：MNC 专利悬崖打开中国创新分子窗口期.....	8
图表 8：全球 TOP 15 药企研发支出情况.....	8
图表 9：海外核心 CXO 公司业绩及指引变化情况.....	9
图表 10：国内 BD 情况.....	10
图表 11：全球医药交易总规模中国占比.....	10
图表 12：中国企业 license out 交易首付款及总金额.....	10
图表 13：国内投融资月度数据.....	11
图表 14：非人灵长类动物历史均价情况.....	11
图表 15：中国非临床安评市场空间.....	11



图表 16: 国内 CRO 公司订单及变化情况 .....	12
图表 17: 不同领域各国企业在研数量占比 .....	12
图表 18: GLP-1 产品销售额 (单位: 亿美元) .....	13
图表 19: 药明康德各板块业务增速 .....	13
图表 20: 药明康德多肽固相合成反应釜总体积 .....	13
图表 21: 凯莱英新兴业务和传统业务收入 .....	14
图表 22: 凯莱英固相合成产能情况 .....	14
图表 23: 全球 ADC 市场规模 .....	14
图表 24: 全球小核酸交易情况 .....	15

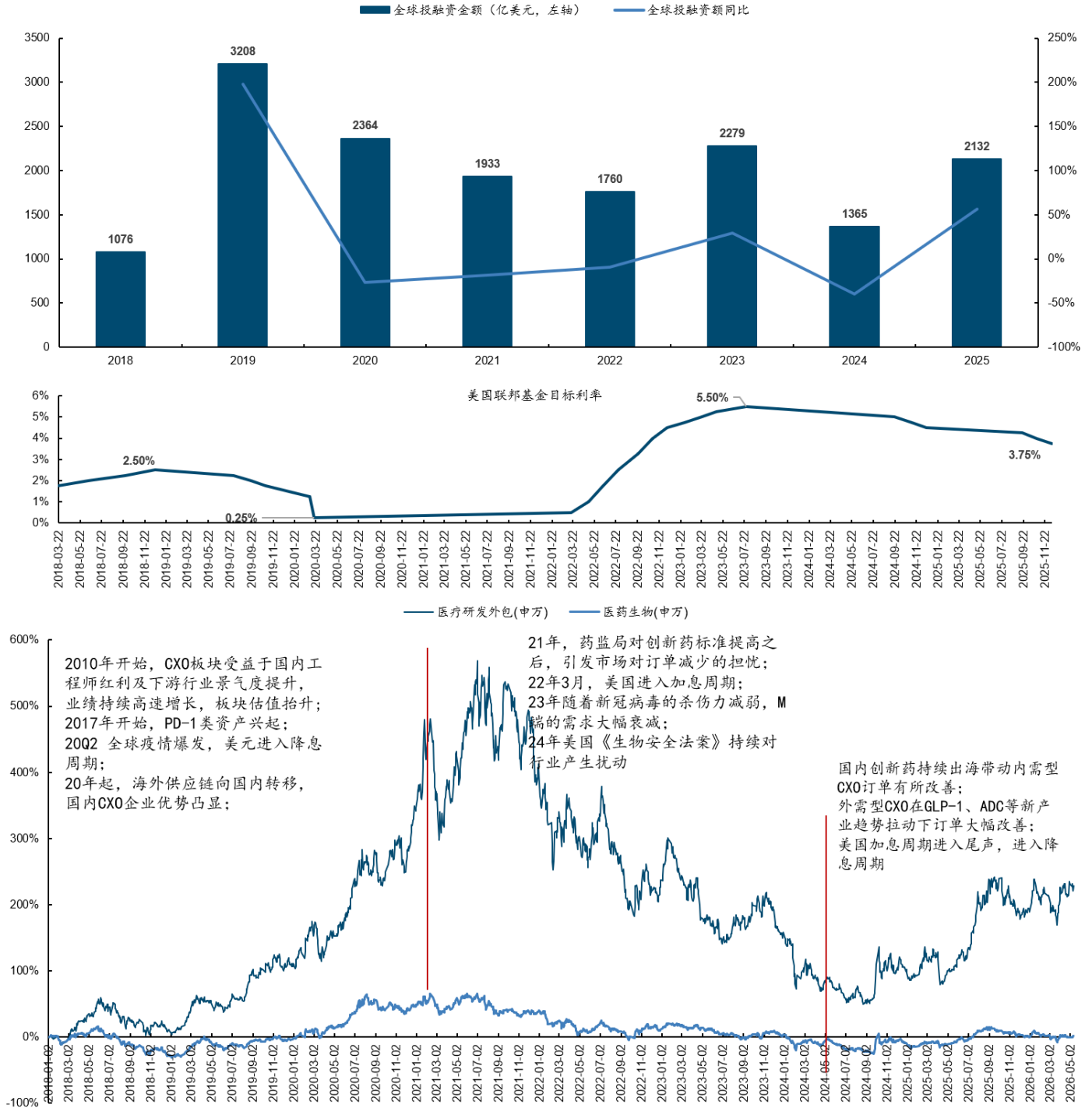


## 景气度上行信号明确，内外需共振带动业绩提速

### 景气度持续修复，CXO 步入上行周期

CXO 行业已完整经历一轮产业周期，当下行业景气度上行信号明确。我们以申万医疗研发外包指数累计涨跌幅复盘 2018 年至今行业变化，可以看到 CXO 行业在 2018-2024 年，依次经历了景气上行、快速扩张、震荡调整与底部出清的完整产业周期。

图表1: CXO 行情复盘



来源: Wind, insight 数据库, 美联储, 国金证券研究所

回顾上一轮行业周期，主要可以分为三个阶段：

(1) 2018-2021H1 行业景气上行：国内 CXO 板块受益于工程师红利持续释放，叠加下游创新药产业高景气度的双重加持，行业整体步入业绩高速增长周期。2020 年二季度全球



疫情集中暴发，海外货币政策迅速转向宽松，美元进入降息周期，全球生物医药投融资环境显著回暖，推动 Biotech 企业融资规模扩容、研发投入持续加码。与此同时，全球医药供应链加速向国内转移，国内 CXO 企业在成本控制、交付效率、产能储备及工程师人才供给等方面的比较优势进一步凸显，行业迎来海内外需求共振向上的景气高光时刻。

(2) 2021H2-2024H1 行业震荡下行：2021 年国家药监局提升创新药审评审批标准，明确鼓励 First-in-class 等真正意义上的源头创新，me-too /me-worse 类同质化研发需求显著收缩，直接引发市场对 CXO 前端订单增速放缓、行业景气度下行的担忧；2024 年初，美国《生物安全法案》引发市场对外需订单持续性担忧；随着新冠病毒致病性显著减弱，公共卫生事件催生的相关订单阶段性红利快速退潮，M 端相关业务景气度亦出现大幅回落。

(3) 2024H1-2025H1 行业震荡磨底：地缘政治扰动因素持续存在，例如美国多次提出征收药品关税，但海外融资环境持续改善，2024 年 9 月，美联储宣布降息 50bps，生物医药领域投融资复苏预期持续升温。

目前，随着外部压力缓释、全球投融资回暖，国内 BD 持续升温，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。

关税及生物安全相关法案等地缘政策因素虽引发阶段性市场关注，但整体来看短期扰动有限，国内 CXO 企业依托完善的产业布局，中长期供应链优势仍十分突出。中国 CXO 企业在全竞争全球中展现出四大核心优势：

(1) 首先是显著的成本优势，研发人员成本低于欧美，完整的本土化学工业供应链提供了原材料支持，整体能为客户大幅节约研发成本；

(2) 其次是工艺灵活与交付速度优势，中国 CXO 企业能够快速响应需求变更，全天候推进项目，灵活调整生产计划，大幅缩短项目交付周期；

(3) 第三是政策支持，MAH 制度推动研发与生产分离，创新药享受集采豁免，产业园区税收优惠等政策为行业发展提供了有力支撑；

(4) 第四是人才优势，中国本土每年培养大量化学/生物相关人才，同时有大量海外高端人才回流。龙头企业建立了系统化的人才培养体系，可有效利用国内人才优势；

### 景气度上行驱动业绩盈利双维度修复

我们按照 CDMO、CRO（包含临床 CRO 及临床前 CRO）的分类对 CXO 样本企业近期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2: 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
	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%	-
CDMO	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3: 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	39%	35%	39%	39%	19%	15%	20%	16%
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	36%	32%	29%	24%	23%	13%	14%	12%
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	43%	31%	23%	26%	17%	8%	8%	41%

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)

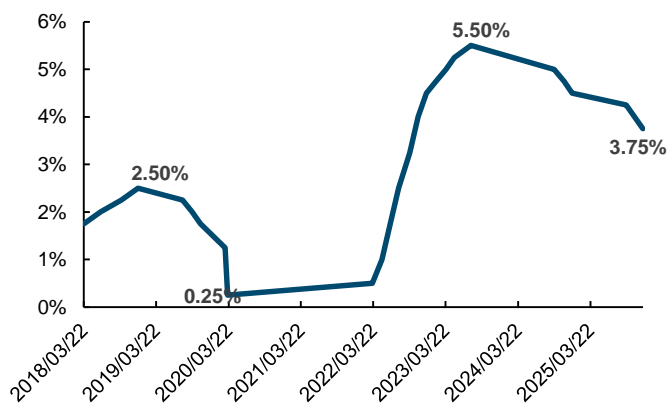


## 外需：海外投融资回暖，MNC 创新热情持续

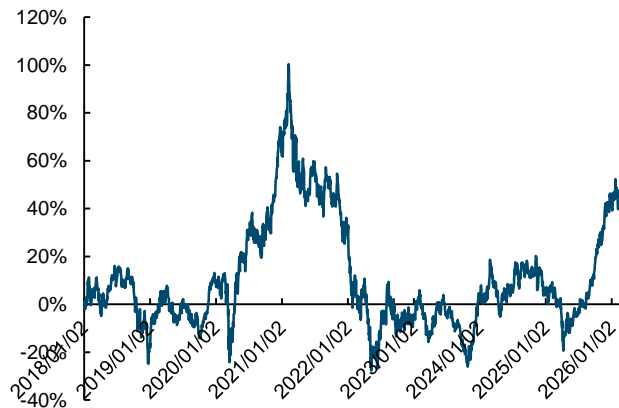
### 降息周期开启，海外创新热情持续回暖

2024 年 9 月，美联储正式落地降息 50 bps，标志着新一轮全球降息周期正式开启。流动性环境边际宽松之下，生物医药行业投融资回暖预期持续升温，市场风险偏好显著修复。与此同时，受益于降息周期带来的流动性提振，XBI（标普生物科技 ETF）指数震荡走强，整体呈现稳步上行态势，充分反映出资本市场对生物医药板块景气修复的乐观预期。

图表4：美国联邦基金目标利率



图表5：XBI 指数累计涨跌幅

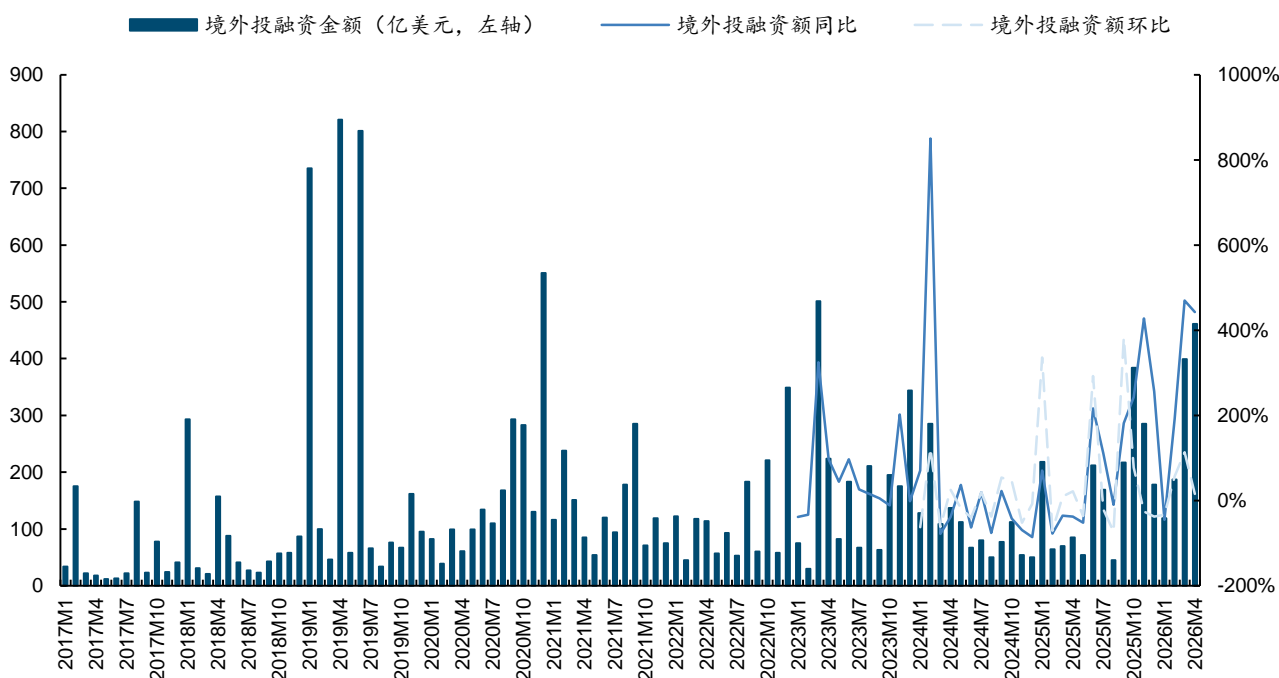


来源：美联储，Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

流动性宽松的背景下，海外投融资持续回暖。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。2026 年 4 月海外融资金额 461 亿美元，同比+442%，环比+16%，持续两个月同比增速超过 400%。

图表6：海外投融资月度数据



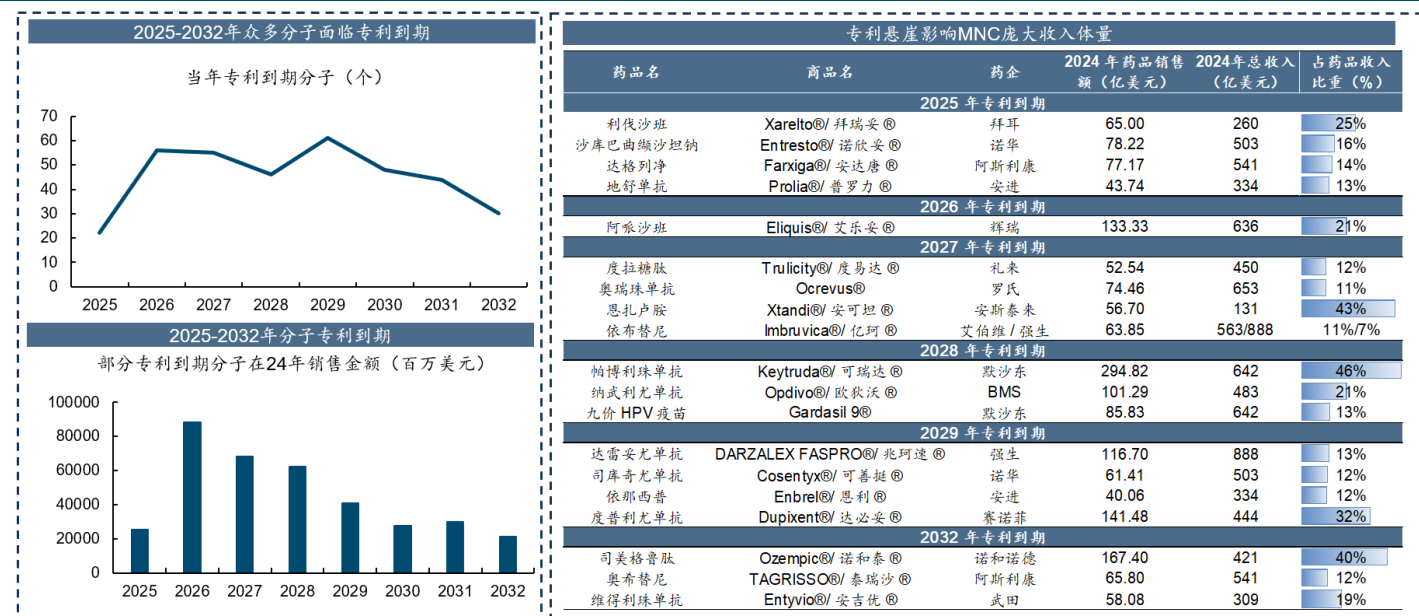
来源：insight 数据库，国金证券研究所



海外 MNC 研发热情持续，

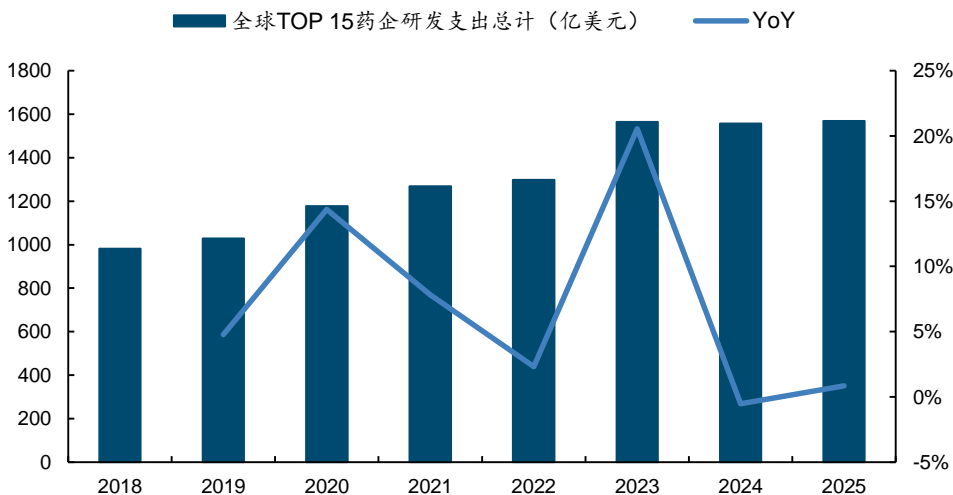
从中长期视角看，全球跨国药企（MNC）正面临严峻的创新分子专利悬崖压力。如数据所示，2026年起，MNC 旗下核心创新分子的专利到期数量将进入加速攀升通道，对应的累计销售规模也将快速放大，专利到期带来的市场份额流失与营收下滑风险持续凸显。在此背景下，持续加大研发投入及通过 BD 合作引进潜力品种、补充管线缺口，已成为 MNC 抵御专利悬崖冲击的核心战略选择，我们预计未来全球 MNC 的研发热情将持续高位延续。

图表7: MNC 专利悬崖打开中国创新分子窗口期



来源：药时代，insight，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 6 月 30 日，上述分子以美国专利是否到期为判断依据

图表8: 全球 TOP 15 药企研发支出情况



来源：各公司财报，Bloomberg，国金证券研究所

从海外 CXO 龙头企业的经营业绩与业绩指引调整趋势来看，2025 年多家海外 CXO 公司逐季度上调全年业绩预期，盈利修复节奏持续超市场预期。展望 2026 年，海外头部 CXO 企业收入指引仍维持稳健小幅增长格局，叠加全球生物医药投融资逐步回暖、创新药研发需求稳步复苏，行业景气度延续上行态势，成长确定性进一步增强。



图表9：海外核心CXO公司业绩及指引变化情况

公司	25Q1 收入及 增速	25Q2 收入及 增速	25Q3 收入及 增速	25Q4 收入及 增速	25 年全年 收入增速	25 年全年指引变化情况 (收入增速)	26 年全年指引 (收入增速)
CRL	9.8 亿美金 yoy -2.7%	10.3 亿美金 yoy +0.6%	10.0 亿美金 yoy -0.5%	9.9 亿美金 yoy -0.8%	-0.9%	Q1 指引为(-5.5%)-(-3.5%)，Q2 大幅上调至(-2.5%)-(-0.5%)，Q3 上调下限至(-1.5%)-(-0.5%)	(-1%)-0%
IQVIA	38.3 亿美金 yoy +2.5%	40.2 亿美金 yoy +5.3%	41.0 亿美金 yoy +5.2%	43.6 亿美金 yoy +10.3%	5.9%	Q1 指引为 3.9%-6.5%，Q2 区间收窄为 4.5%-5.8%，Q3 微调优化至 4.8%-5.5%	5.2%-6.4%
Labcorp	33.5 亿美金 yoy +5.3%	35.3 亿美金 yoy +9.5%	35.6 亿美金 yoy +8.6%	35.2 亿美金 yoy +5.6%	7.20%	Q1 指引为 6.7%-8.0%，Q2 上调至 7.5%-8.6%，Q3 区间收窄至 7.4%-8.0%	4.7%-6.0%
Icon	20.0 亿美金 yoy -4.3%	20.2 亿美金 yoy -4.8%	20.4 亿美金 yoy +0.6%	尚未披露	尚未披露	Q1 指引为(-6.4%)-(-1.6%)，Q2 上调至(-5.2%)-(-1.6%)，Q3 区间收窄至(-2.8%)-(-2.2%)	尚未披露
Medpace	5.6 亿美金 yoy +9.3%	6.0 亿美金 yoy +14.2%	6.6 亿美金 yoy +23.7%	7.1 亿美金 yoy +32.0%	20.0%	Q1 指引为 1.5%-6.2%，Q2 大幅上调至 14.7%-19.5%，Q3 小幅上调至 17.6%-20.0%	8.9%-12.8%
Lonza	H1 45.3 亿美金 yoy +17.0%		25A 84.2 亿美金 yoy +21.7% (CER*)		21.7% (CER)	Q1 对全年 CDMO 增速指引为约 20%，Q2 上调至 20-21%，Q3 维持 20-21%	11-12% (CER)
三星生物	9.1 亿美金 yoy +37.1%	9.0 亿美金 yoy +11.5%	11.6 亿美金 yoy +39.9%	9.0 亿美金 yoy +35.3%	30.3%	Q1 指引为 20%-25%，Q2 上调至 25%-30%，Q3 维持 25%-30%	15-20%

来源：各公司官网，各公司财报，Wind，国金证券研究所（\*注：CER 为固定汇率增速，CRL 收入增速为有机收入增速）

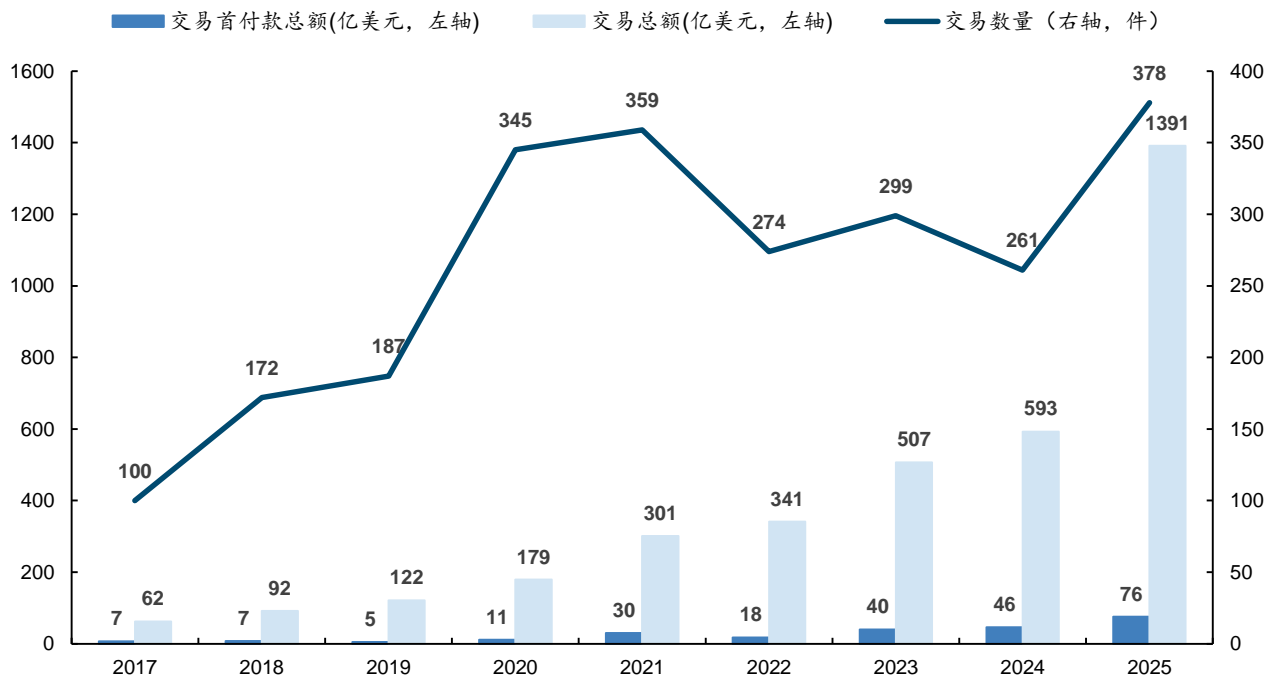
## 内需：国内 BD 交易火热，带动需求复苏显著

### BD 授权交易火热，创新药产业链持续受益

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。



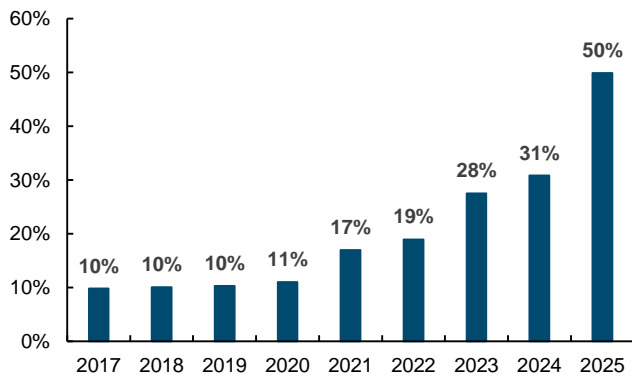
图表10: 国内BD情况



来源: 医药魔方数据库, 国金证券研究所

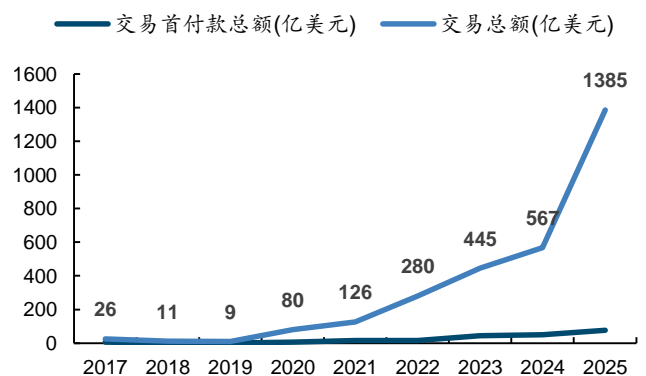
在全球医药交易中, 中国企业的重要性持续凸显。2025年, 全球医药交易总规模中, 中国占比已达到50%, 较2020年的11%提升显著。同时, 中国企业 license out 交易首付款及总金额也屡创新高, 2025年中国企业 license out 交易首付款总额达到77亿美元, 总交易金额更是高达1385亿美元。

图表11: 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12: 中国企业 license out 交易首付款及总金额

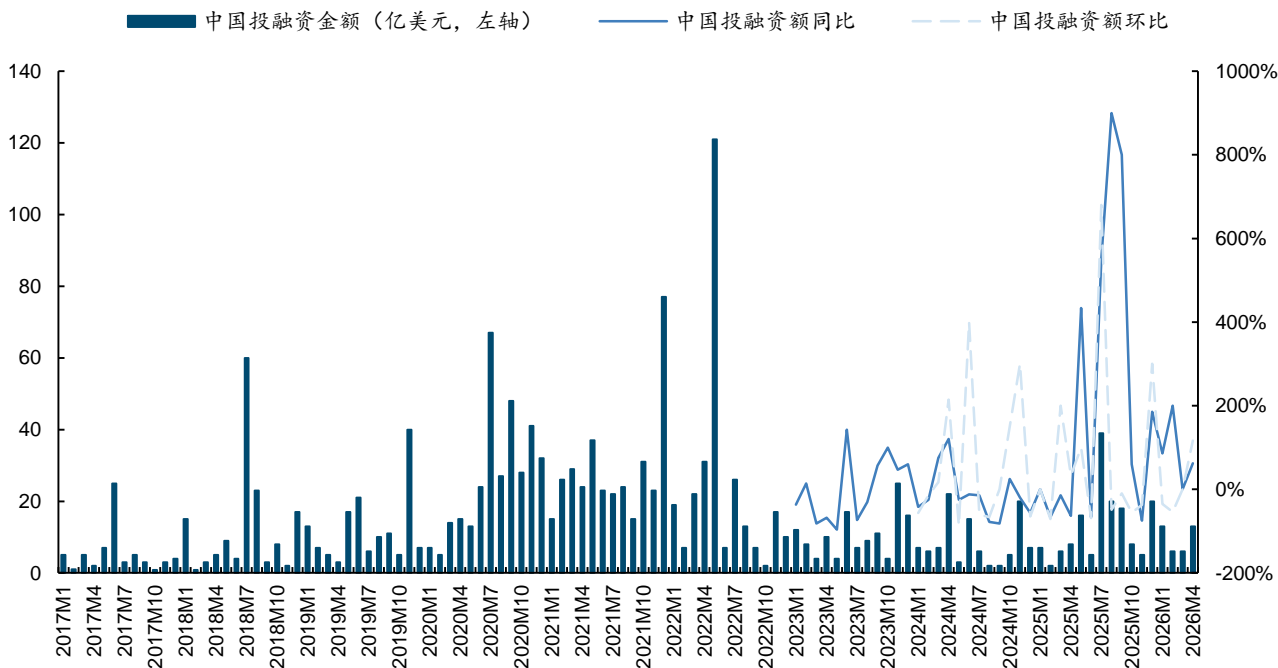


来源: insight 数据库, 国金证券研究所

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13: 国内投融资月度数据

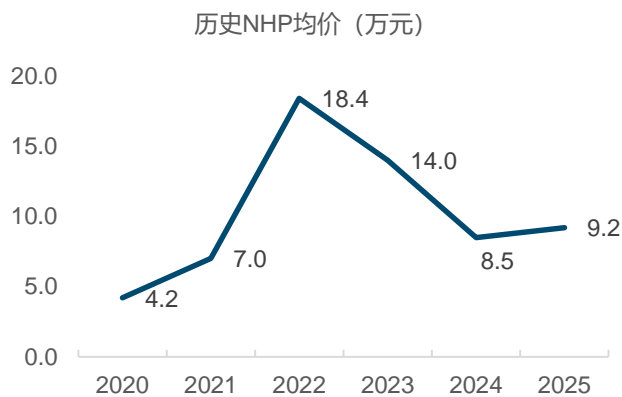


来源: insight 数据库, 国金证券研究所

行业触底反弹, 企业订单大幅回暖

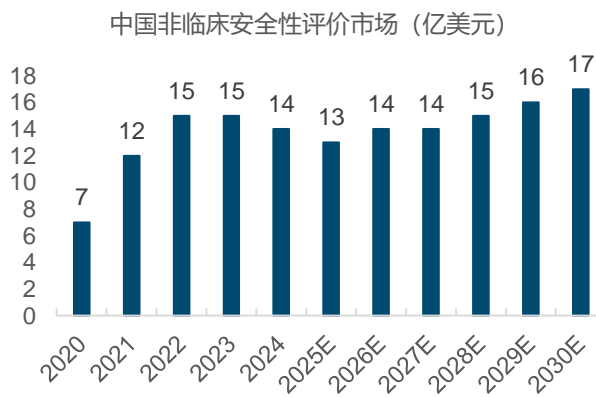
随着全球药企研发意愿明显回暖, 创新药研发投入稳步加码, 下游需求持续向上传导至国内 CRO 全产业链。从行业供给端数据来看, 参考鼎泰药物招股说明书披露信息, 非人灵长类实验动物历史成交均价已迎来企稳回升, 直观反映出行业订单需求显著改善、景气度持续修复。在研发需求复苏、实验动物价格回暖的双重支撑下, 国内非临床安评赛道需求持续释放, 预计行业整体市场规模将稳步扩容, 后续增长动能充足。

图表14: 非人灵长类动物历史均价情况



来源: 鼎泰药物招股说明书 (第一次呈交稿), 国金证券研究所 (注: NHP 为非人灵长类动物)

图表15: 中国非临床安评市场空间



来源: 鼎泰药物招股说明书 (第一次呈交稿), 国金证券研究所 (注: NHP 为非人灵长类动物)

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。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 CRO	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%
	普蕊斯	-	新签不含税合同金额 6 亿元, 同比增长 40%; 存量不含税合同金额 19.98 亿元, 同比增长 9.45%	-	公司新签不含税合同金额 11.32 亿元, 同比增加 13.20%; 存量不含税合同金额为 19.82 亿元, 同比增长 4.96%
临床前 CRO	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
	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%

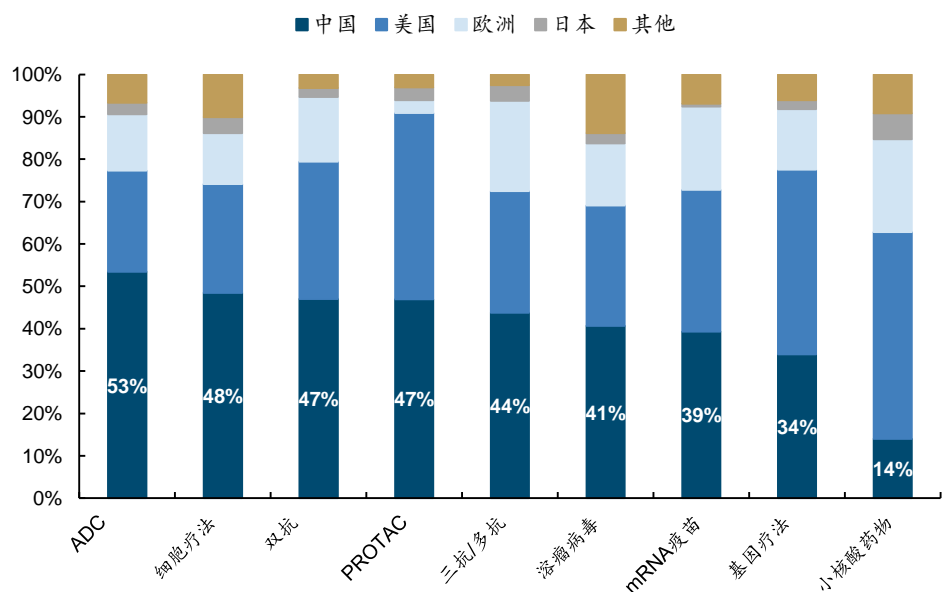
来源: 各公司财报, ifind, 国金证券研究所

## 新分子新技术赋能, 行业持续扩容

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。

中国创新药在新分子新技术领域具备技术。历经多年发展, 中国创新药已在多个领域具备局部技术优势。新兴领域中, 中国企业新药在研数量已占据全球第一的赛道包括: ADC 占比 53%、细胞疗法占比 48%、双抗占比 47%、PROTAC 占比 47%、多抗占比 44%、溶瘤病毒占比 41%等; 中国企业在研数量仍具有上升空间的赛道包括: mRNA 疫苗 (占比 39%)、基因疗法 (占比 34%)、小核酸药物 (占比 14%) 等。

图表17: 不同领域各国企业在研数量占比



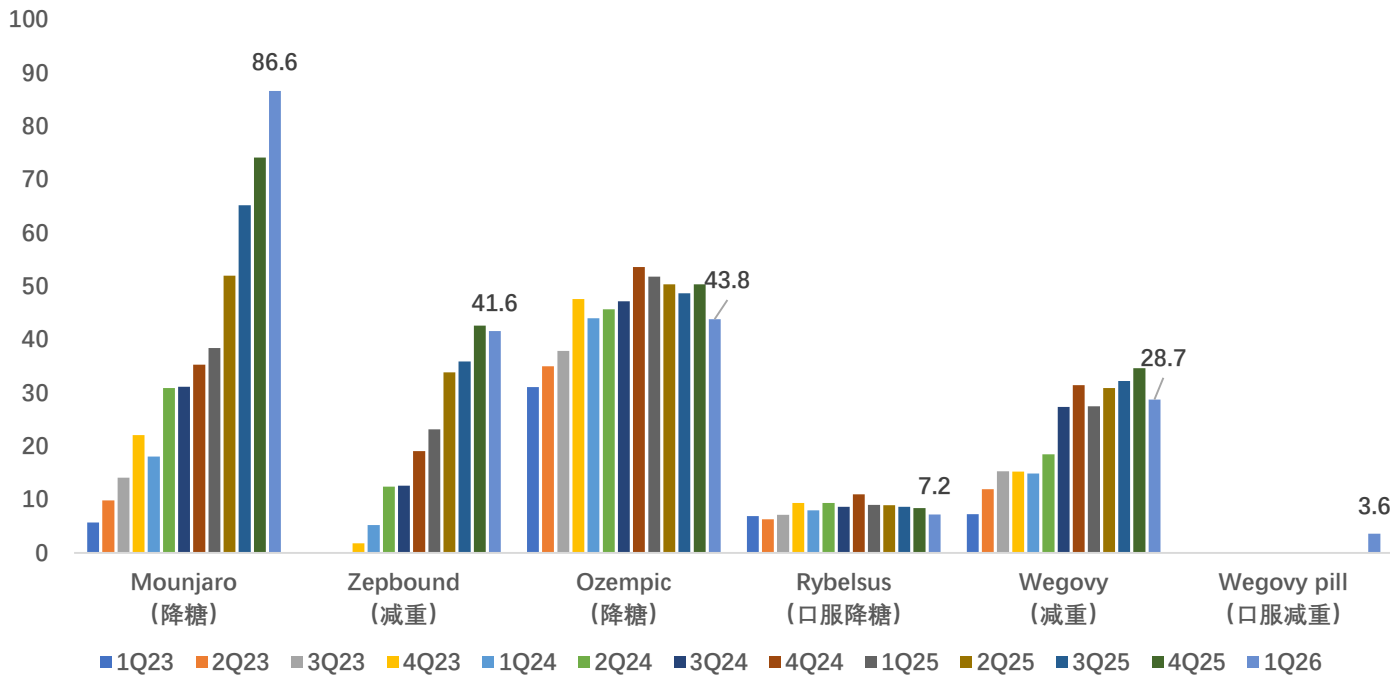
来源: 医药魔方数据库, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 2 月 27 日)



多肽快速放量，龙头企业积极布局

多肽领域代表性产品替尔泊肽已成为全球“药王”，2025年全球销售额为365亿美元，其中降糖版（Mounjaro）收入230亿美元，同比增长99%；减重版（Zepbound）收入135亿美元，同比增长175%。2026年一季度，降糖版产品销售额达86.6亿美元，创历史新高。

图表18: GLP-1 产品销售额（单位：亿美元）

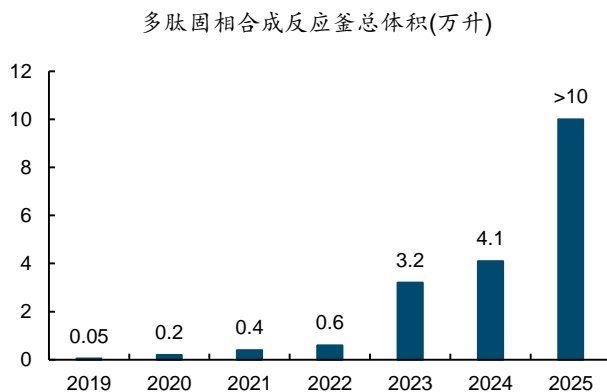
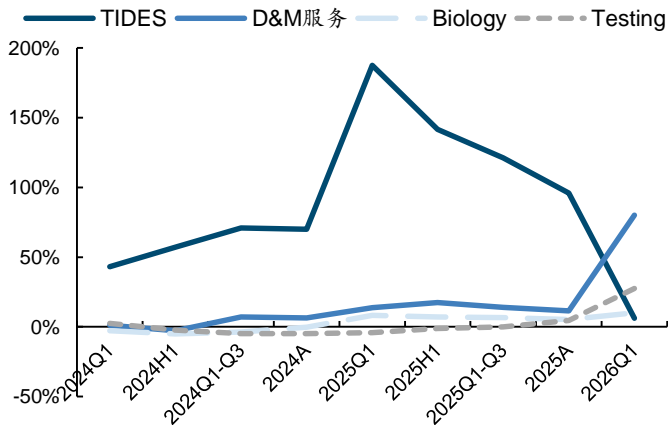


来源：礼来，诺和诺德，国金证券研究所（注：全球销售额数据）

龙头企业均积极布局多肽领域。以药明康德为例，药明康德 Tides 业务涉及各类多肽品种的 CDMO 生产，该板块业务在 2024 年驶入高速增长通道，2026 年一季度受到订单交付节奏影响，Tides 业务增速有所回落，公司管理层依旧对 2026 年全年 TIDES 业务维持高速增长具备充足信心，全年增长确定性仍较强。

图表19: 药明康德各板块业务增速

图表20: 药明康德多肽固相合成反应釜总体积



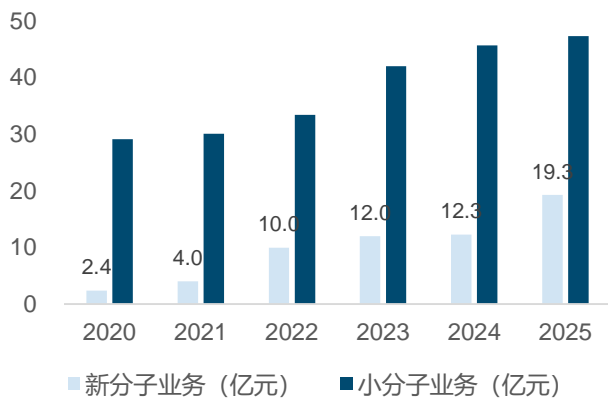
来源：药明康德财报，药明康德官网，国金证券研究所

来源：药明康德 2025 年年报，药明康德官网，国金证券研究所

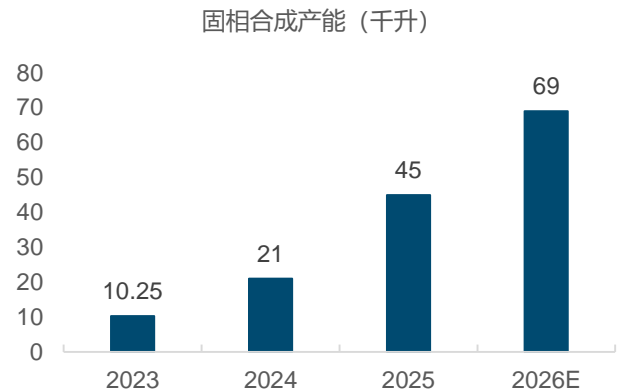
凯莱英亦持续在新兴高景气业务板块加速布局、重点发力。2025 年公司新兴业务实现营业收入 19.3 亿元，同比大幅增长 57%，增长势头十分强劲。受益于 GLP-1 减肥药、多肽、ADC 等新兴药物研发与产业化需求持续放量，公司新兴业务订单充足、产能有序释放，高速增长逻辑持续兑现，已成为拉动公司整体收入增长的核心驱动力之一。



图表21: 凯莱英新兴业务和传统业务收入



图表22: 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

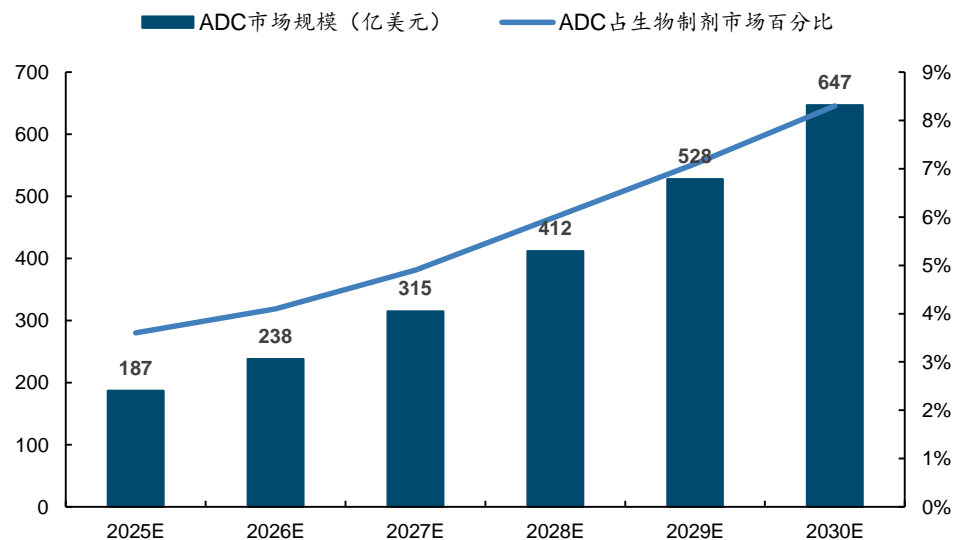
来源: 凯莱英年报, 凯莱英官网, 国金证券研究所

### 全球 ADC 市场持续扩容, 高外包率驱动 CRDMO 需求释放

ADC 药物凭借独特治疗优势迎来高速发展期。近年来, 随着新型偶联技术迭代、药物抗体比率优化、连接子设计升级, 行业技术壁垒持续突破, 赛道范畴也从传统 ADC 逐步向 XDC、AXC 等拓展。根据药明合联招股说明书和弗若斯特沙利文数据, 预计 2030 年全球 ADC 市场规模将增至 647 亿美元, 2023-2030 年复合增速约 30%; 同时 ADC 在生物制剂市场的份额, 将由 2022 年的 2.2% 提升至 2030 年的 8.3%, 成长空间广阔。

ADC 技术壁垒高、行业外包率突出, 带动 CRDMO 赛道持续扩容。ADC 研发生产横跨生物制剂与小分子两大领域, 在分子设计、偶联工艺、高活原料药管控、多品类中间体及成品 CMC、制剂工艺开发与供应链管理等环节难度显著较高。高专业门槛推升行业外包意愿, 根据 2025 年药明合联演示稿, ADC 领域外包率约为 60%。

图表23: 全球 ADC 市场规模



来源: 弗若斯特沙利文, 药明合联招股书, 国金证券研究所

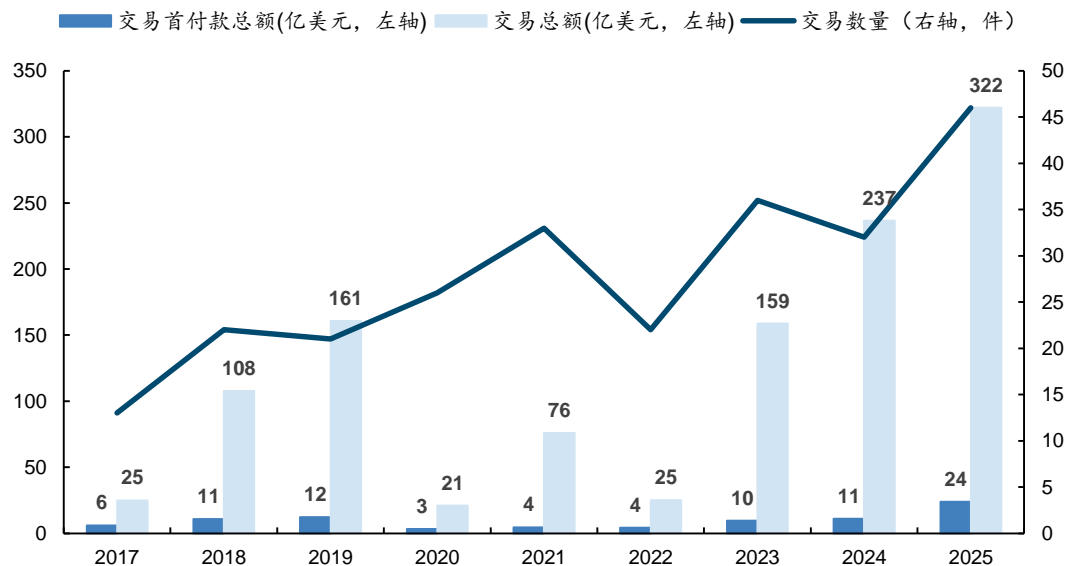
### 小核酸研发热情持续攀升, 研发管线布局加速落地

由大型跨国药企背书, 小核酸赛道开发价值日益凸显。除了 Sanofi、Novartis 这两家大型跨国药企的前瞻布局, 目前辉瑞 (Pfizer)、礼来 (Lilly)、默沙东 (MSD)、诺和诺德 (Novo)、武田 (Takeda) 等 MNC 近些年也都通过外部合作的方式加码小核酸赛道。根据 insight 数据库统计, 2025 年全球小核酸交易首付款总额达 24 亿美元, 交易总额达 322 亿美元。



小核酸药物赛道热度持续攀升，研发管线布局加速落地，商业化进程稳步推进，有望持续拉动上游生产代工需求。随着小核酸在慢病、罕见病等领域的临床价值不断凸显，管线数量与临床推进节奏持续加快，将直接带动配套 CDMO 产能建设与业务规模快速扩容，成为驱动细分产业链增长的重要增量引擎。

图表24：全球小核酸交易情况



来源：insight 数据库，国金证券研究所

## 投资建议

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。

从外需维度来看，海外投融资回暖，MNC 创新热情持续。2024 年 9 月，美联储正式落地降息 50 bps，标志着新一轮全球降息周期正式开启。流动性环境边际宽松之下，生物医药行业投融资回暖预期持续升温，市场风险偏好显著修复。从中长期视角看，全球跨国药企（MNC）正面临严峻的创新分子专利悬崖压力。在此背景下，持续加大研发投入及通过 BD 合作引进潜力品种、补充管线缺口，已成为 MNC 抵御专利悬崖冲击的核心战略选择，我们预计未来全球 MNC 的研发热情将持续高位延续。从海外 CXO 龙头企业的经营业绩与业绩指引调整趋势来看，2025 年多家海外 CXO 公司逐季度上调全年业绩预期，盈利修复节奏持续超市场预期。展望 2026 年，海外头部 CXO 企业收入指引仍维持稳健小幅增长格局，叠加全球生物医药投融资逐步回暖、创新药研发需求稳步复苏，行业景气度延续上行态势，成长确定性进一步增强。

内需层面呈现强劲复苏态势，国内 BD 交易火热，带动需求复苏显著。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。随着全球药企研发意愿明显回暖，创新药研发投入稳步加码，下游需求持续向上传导至国内 CRO 全产业链。从行业供给端数据来看，参考鼎泰药物招股说明书披露信息，非人灵长类实验动物历史成交均价已迎来企稳回升，直观反映出行业订单需求显著改善、景气度持续修复。在研发需求复苏、实验动物价格回暖的双重支撑下，国内非临床安评赛道需求持续释放，预计行业整体市场规模将稳步扩容，后续增长动能充足。

板块相关公司药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、康龙化成、博腾股份、泰格医药、昭衍新药、益诺思、阳光诺和等。



## 风险提示

**汇兑风险：**部分公司存在海外业务，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，将可能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。

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