

# 药明康德 (603259)

证券研究报告  
2026年06月02日

## 全球 CRDMO 龙头，一体化优势持续释放

### 全球 CRDMO 龙头，CRDMO 平台持续发力

药明康德是全球化 CRDMO 龙头，一体化的业务模式整合了公司化学业务、生物学业务和测试业务三大平台的专业能力，能以高效协同，减少项目延误，同时确保高质量，赋能客户加速研发进程，降低开发成本。

### CRDMO 市场持续扩容，中国龙头有望持续收益

从下游客户需求看：(1) Biotech、Pharma 的研发投入持续增长，给 CDMO 市场的增长持续提供动力；重磅 GLP-1 分子有望带动相关 CDMO 市场持续扩容；(2) 在新分子复杂度持续提升的背景下，对 CDMO 的技术能力、平台能力的要求持续提升，因此龙头型公司有望更明显获益；(3) 从在手订单及业绩指引看，中国 CDMO 龙头增速普遍高于海外龙头，反映出中国 CDMO 龙头在全球范围内竞争力持续增长、经营情况持续改善。

### 漏斗模型持续发力，TIDES 业务有望保持高增长

(1) 公司一体化、端到端的 CRDMO 模式覆盖从 R 到 D 到 M 的新药开发全流程，形成漏斗式的业务模型，创新药物分子从“漏斗”上方的 R 端流向 D 端、M 端，价值量持续提升；在“跟随分子+赢得分子”双重驱动下，公司的小分子 CRDMO 管线高效转化，2026Q1 公司 D&M 管线新增分子总计 328 个，其中 R 到 D 转化分子 83 个，商业化和临床 III 期项目新增 9 个。

(2) 截至 2025 年 9 月，药明康德占据 GLP1 CDMO 26% 的市场份额。多肽固相合成反应釜产能超 10wL，同时 WuXi TIDES 多肽产品产量持续增长，2025 年预计超过 58000 千克，产量与产能持续增长。公司 TIDES (新分子业务) 从 R 到 D 到 M 的综合性领先地位稳固，相关业务有望保持高增长。

### 盈利预测与估值

考虑到公司 26Q1 业绩表现优异+新分子 CDMO 行业增速快且公司地位领先+公司 CRDMO 一体化优势明显+在手订单增长良好，我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别是 534.31/626.38/731.90 亿元 (2026-2027 年前值为 495/562 亿元)，同比增长 17.54%/17.23%/16.84%，归母净利润 172.99/205.21/244.09 亿元，(2026-2027 年前值为 139.1/166.2 亿元)。

选取康龙化成、凯莱英、普洛药业、博腾股份作为可比公司，考虑到公司是全球型 CRDMO 龙头，成熟的漏斗模型保证了从 R 端到 D 端到 M 端的持续引流，新分子业务的综合性领先地位有望帮助公司业绩持续高增长。给予 2026 年 23 倍 PE，目标价 133.35 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**医药研发服务市场需求下降的风险，医药研发服务行业竞争加剧的风险，全球化经营及国际政策变动风险，汇率风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	39,241.43	45,456.17	53,431.41	62,638.49	73,189.85
增长率(%)	(2.73)	15.84	17.54	17.23	16.84
EBITDA(百万元)	16,915.23	30,115.10	26,575.37	30,710.69	35,412.91
归属母公司净利润(百万元)	9,450.31	19,150.58	17,299.31	20,521.03	24,409.01
增长率(%)	(1.63)	102.65	(9.67)	18.62	18.95
EPS(元/股)	3.27	6.42	5.80	6.88	8.18
市盈率(P/E)	30.56	15.58	17.25	14.54	12.22
市净率(P/B)	4.93	3.74	3.25	2.84	2.47
市销率(P/S)	7.36	6.56	5.58	4.76	4.08
EV/EBITDA	7.78	7.48	9.17	7.46	6.14

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	99.99 元
目标价格	133.35 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,473.28
流通 A 股股本(百万股)	2,473.28
A 股总市值(百万元)	247,303.29
流通 A 股市值(百万元)	247,303.29
每股净资产(元)	28.23
资产负债率(%)	21.08
一年内最高/最低(元)	115.79/63.50

### 作者

<b>杨松</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
<b>刘一伯</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080001	
liuyibo@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《药明康德-公司点评:全年指引再次上调，超预期业绩验证景气加速》 2025-11-29
- 《药明康德-季报点评:业绩阶段性承压，年度指引保持不变》 2024-05-31
- 《药明康德-公司点评:看好公司产业和竞争格局优势，美国法案预计实质影响有限》 2024-02-20

## 内容目录

<b>1. 全球 CRDMO 龙头，竞争优势无可替代</b>	<b>7</b>
1.1. 一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台持续发力	7
1.2. 行业需求回归下业绩强势增长，在手订单持续加速	9
<b>2. CRDMO 市场持续扩容，“中国”“龙头”有望持续受益</b>	<b>13</b>
2.1. 全球医药市场持续增长，不同类型市场增速有别	13
2.1.1. 多肽类 CDMO：增长迅速，产能稀缺，中国领先	16
2.1.2. 小分子 CDMO：占据重要市场地位，口服小分子 GLP-1 药物有望带动规模加速增长	20
2.1.3. 小核酸 CDMO：热度持续提升，CDMO 市场进入快速增长期	25
2.2. 药物研发复杂性持续提升，外包率有望持续获益	29
2.3. 全球新药研发逐步恢复，带动 CXO 市场持续扩容	30
2.3.1. 新药投融资逐步恢复，海外节奏快于国内	30
2.3.2. 全球 Pharma 研发需求稳定增长，大客户订单有望持续	31
2.4. 中国核心竞争优势明显，在手订单&增长指引表现优秀	33
2.5. CXO 集中度或逐步提升，中国平台型龙头有望持续受益	35
2.5.1. 新分子类型复杂度提升，技术能力要求持续提升	35
2.5.2. 平台型能力与价值量直接挂钩	35
<b>3. 化学业务：漏斗模型持续发力，TIDES 业务成为增长发动机</b>	<b>36</b>
3.1. 小分子 R：WUXI RCS 拥有全球领先的化学发现平台	36
3.2. 小分子 D&M：一体化优势明显，技术全面且领先	39
3.2.1. 原料药：提供从工艺研发、原料药生产、高活性化合物等一站式服务	40
3.2.2. 制剂：拥有特色一体化服务，实现从 IND 到 PPQ 的全方位加速	42
3.2.3. 协同强化 CRDMO 商业模式，漏斗模型已成	46
3.3. TIDES：减重带动多肽药物市场爆发，TIDES 业务成为增长发动机	48
3.3.1. 多肽药物的端到端 CRDMO 平台	48
3.3.2. 寡核苷酸药物的端对端 CRDMO 平台	49
3.3.3. TIDES 业务能力领先，拥有成熟的 CRDMO 全产业链	50
<b>4. 测试业务：赋能各类分子和疗法的一体化测试平台</b>	<b>52</b>
<b>5. 生物学业务：坚持科学引领，新分子业务持续贡献增长</b>	<b>55</b>
<b>6. 全球化网络建设持续，北美经营状况良好</b>	<b>57</b>
6.1. 全球化产能持续建设，快速满足客户需求	57
6.2. 北美经营状况良好，服务美国市场的小分子新药占比持续扩大	59
<b>7. 盈利预测</b>	<b>60</b>
7.1. 盈利预测	60
7.2. 投资评级	62
<b>8. 风险提示</b>	<b>63</b>

## 图表目录

图 1: 一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台 .....	7
图 2: 药明康德业务结构 .....	7
图 3: 化学业务、生物学业务、测试业务的协同 .....	8
图 4: 公司股价复盘 .....	9
图 5: 2020-2026Q1 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%) .....	9
图 6: 2020-2026Q1 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%) .....	9
图 7: 2021-2026Q1 公司经调毛利和经调归母净利润 (亿元) .....	10
图 8: 2021-2026Q1 公司经调整 Non-IFRS 毛利率&经调整 Non-IFRS 净利率 (%) .....	10
图 9: 2021-2026Q1 公司费用率 (%) .....	10
图 10: 公司在手订单 (亿美元) .....	11
图 11: 2021-2026Q1 Wuxi Chemistry 收入 (亿元) 及同比 (%) .....	11
图 12: 2021-2026Q1 Wuxi Chemsitry 经调整 non-IFRS 毛利率 (%) .....	11
图 13: 2023-2026Q1 实验室分析与测试业务收入 (亿元) 及同比 (%) .....	12
图 14: 2021-2026Q1 生物学业务收入 (亿元) 及同比 (%) .....	12
图 15: 2021-2026Q1 生物学业务经调整 Non-IFRS 毛利率 (%) .....	12
图 16: 全球医药市场按区域划分明细 (亿美元), 2018-2030E .....	13
图 17: 全球医药研发支出按中国、美国及其他拆分 (亿美元), 2018-2030E .....	13
图 18: 2015-2034E 全球新药研发支出 .....	14
图 19: CRO 及 CMO/CDMO 在药品研发阶段的主要业务 .....	15
图 20: 多肽药物合成技术迭代更新 .....	16
图 21: 不同类型合成技术的特点 .....	16
图 22: 液相合成法一般原理 .....	17
图 23: 固相合成法示意图 .....	17
图 24: 2024-2030E 全球多肽药物市场规模 (十亿美元) .....	18
图 25: 2022Q1-2026Q1 司美格鲁肽及替尔泊肽放量情况 (百万美金) .....	18
图 26: 全球多肽 CDMO 市场规模及增速 (十亿美元, 2017 -2030E) .....	19
图 27: 中国多肽 CDMO 市场规模及增速 (十亿元, 2017 -2030E) .....	19
图 28: 2021-2025 年全球头部多肽 CDMO 企业 (及相关部门) 收入 (亿元) .....	19
图 29: 2024 年 FDA 新药批准数量及分类 .....	20
图 30: 2022-2025H1 按治疗方式划分的风险投资金额 (亿美元) .....	21
图 31: 小分子药物生产制造链图示 .....	22
图 32: 未来各类型药物市场及潜力产品 .....	22
图 33: 口服司美&orforglipron 上市后处方量情况 .....	24
图 34: 全球小分子化药 CDMO 市场规模及增速 (2017 -2030E, 十亿美元) .....	24
图 35: 中国小分子化药 CDMO 市场规模及增速 (2017 -2030E, 十亿元) .....	25
图 36: 通过 RISC 降解靶 mRNA 抑制蛋白表达 .....	26
图 37: 2023-2033 年全球小核酸疗法市场规模 (亿美元) .....	27
图 38: 2017Q1-2026Q1 全球小核酸药物交易情况 .....	27
图 39: CDMO 的主要服务优势及服务案例 .....	29
图 40: 2015-2034E 全球医药研发外包率 .....	29
图 41: 2017Q1-2026Q2(截至 2026-4-7)全球新药投融资数量 (个) .....	30

图 42: 2017Q1-2026Q2(截至 2026-4-7)全球新药投融资金额 (亿美元)	30
图 43: 2015-2025 全球 TOP10 MNC 收入 (亿美元) 及增速 (%)	31
图 44: 2015-2025 全球 TOP10 MNC 研发费用 (亿美元) 及增速 (%)	31
图 45: 2015-2025 全球 TOP10 资本支出 (亿美元) 及增速 (%)	31
图 46: 创新药产业链及中国优势领域	33
图 47: 中国的工程师红利	34
图 48: 新的分子类型	35
图 49: 药明康德项目分子复杂度持续提升	35
图 50: 公司 RCS 5 大研发中心	36
图 51: 公司 RCS 的价值	37
图 52: 公司 R 端客户数量	38
图 53: 公司从 R 端到 D 端的持续转化	38
图 54: 合全药业提供的服务	39
图 55: 公司原料药工艺开发的优势	40
图 56: 公司原料药生产基地	41
图 57: 公司高活原料药实验室及车间	41
图 58: 公司原料药技术赋能平台	42
图 59: 支持原料药和制剂的完整新药开发生命周期	42
图 60: 公司处方前研究服务路线图	43
图 61: 公司制剂开发的优势	43
图 62: 制剂业务的赋能技术平台	44
图 63: 制剂生产基地	44
图 64: 全生命周期管理和服务	45
图 65: 制剂业务三大特色一体化服务平台	45
图 66: 快速的临床供应	46
图 67: F4CL 项目优势	46
图 68: 2026Q1 公司漏斗模型	47
图 69: 通过一体化 CMC 服务, 在 9 个月内交付项目	49
图 70: Wuxi TIDES 生产基地	49
图 71: 以 Wuxi TIDES 速度加速寡核苷酸的商业化生产	50
图 72: Wuxi TIDES RDM 一体化快速推进	50
图 73: 2021H1-2025H1 公司 TIDES 业务偶联药物管线数量 (个)	51
图 74: 同时使用公司 API 和制剂的 TIDES 项目分子数量 (个)	51
图 75: 2019-2025 年多肽固相合成反应釜总体积 (升)	52
图 76: 2019-2025E 多肽产品产量 (千克)	52
图 77: 2021-2026Q1 公司 TIDES 业务收入 (亿元) 及同比 (%)	52
图 78: 药明康德测试事业部一体化服务漏斗模型	52
图 79: WIND 一体化服务平台	54
图 80: WIND 高效的项目管理	55
图 81: 药物发现服务完整服务流程	56
图 82: 药明康德全球基地布局	57

图 83: 中国产能建设周期缩短至 1 年内	58
图 84: 新加坡原料药基地预计于 2027 年投产	58
图 85: 瑞士库韦基地	58
图 86: 美国特拉华州米德尔敦基地	59
图 87: 2024 药明康德为美国上市小分子新药提供服务的比例	60
图 88: 2025 药明康德为美国上市小分子新药提供服务的比例	60
表 1: 药明康德 A 股上市前发展历程	8
表 2: CRDMO 的分类	14
表 3: 全球不同 CDMO 赛道市场规模, 增速及主要企业	15
表 4: 多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较	16
表 5: 大分子和小分子药物的区别	20
表 6: CDMO 细分领域产品及技术要求	21
表 7: 口服小分子 GLP-1 药物研发情况 (仅筛选进入临床 II 期, 截至 2026 年 5 月 17 日)	23
表 8: 2021-2025 年全球头部小分子 CDMO 企业对应部门收入 (亿元) 及期间增速 (%)	25
表 9: siRNA、ASO 与适配体: 三类小核酸药物的特性对比	26
表 10: siRNA、小分子和抗体药物的区别	26
表 11: 国内 CDMO 公司小核酸领域布局	28
表 12: 2025 年 MNC 投资美国梳理	32
表 13: 国内&国外 CDMO 龙头企业 2025 年在手订单&2026 年业绩指引	34
表 14: CXO 平台型公司及其他类型公司情况	36
表 15: 小分子药物生产阶段价值量分布	36
表 16: 公司 RCS 优势	36
表 17: 公司 RCS 服务内容	37
表 18: 小分子 DM 特点	39
表 19: 合全提供的服务	40
表 20: 公司漏斗模型	47
表 21: 2022-2024 年同时使用公司发现与临床前平台客户的情况	47
表 22: 多肽 CRDMO 平台涵盖从药物发现到开发与商业化阶段所有服务	48
表 23: WuXi TIDES 寡核苷酸 CRDMO 平台	49
表 24: 药明康德测试事业部服务内容	53
表 25: 公司安全性评价提供的服务	53
表 26: 公司药代动力学提供的服务	54
表 27: 公司生物分析服务提供的服务	54
表 28: 药明康德生物学业务提供的服务	55
表 29: 公司药物发现服务提供的服务	56
表 30: 公司生物学服务提供的服务	56
表 31: 公司生物学服务的核心优势	56
表 32: 公司生物学业务提供的解决方案	57
表 33: 药明康德地缘政治相关事件时间线	59

表 34：2023-2028E 公司化学业务盈利预测（百万元） .....	61
表 35：2023-2028E 公司测试业务盈利预测（百万元） .....	61
表 36：2023-2028E 公司生物学业务盈利预测（百万元） .....	62
表 37：2023-2028E 公司整体业务盈利预测（百万元） .....	62
表 38：可比公司估值 .....	62

## 1. 全球 CRDMO 龙头，竞争优势无可替代

### 1.1. 一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台持续发力

药明康德是全球化 CRDMO（合同研究、开发和生产组织），在亚洲、欧洲、北美等地均设有运营基地，持续为全球创新创业者赋能，助力科学发现早日转化为造福患者的疗法。通过独特的业务模式，公司能够提供一体化、端到端的解决方案，服务范围涵盖化学药研发和生产、生物学研究、临床前测试和临床研发，赋能从早期发现到商业化生产的全流程，不断帮助客户降低新药研发门槛，提升研发效率。

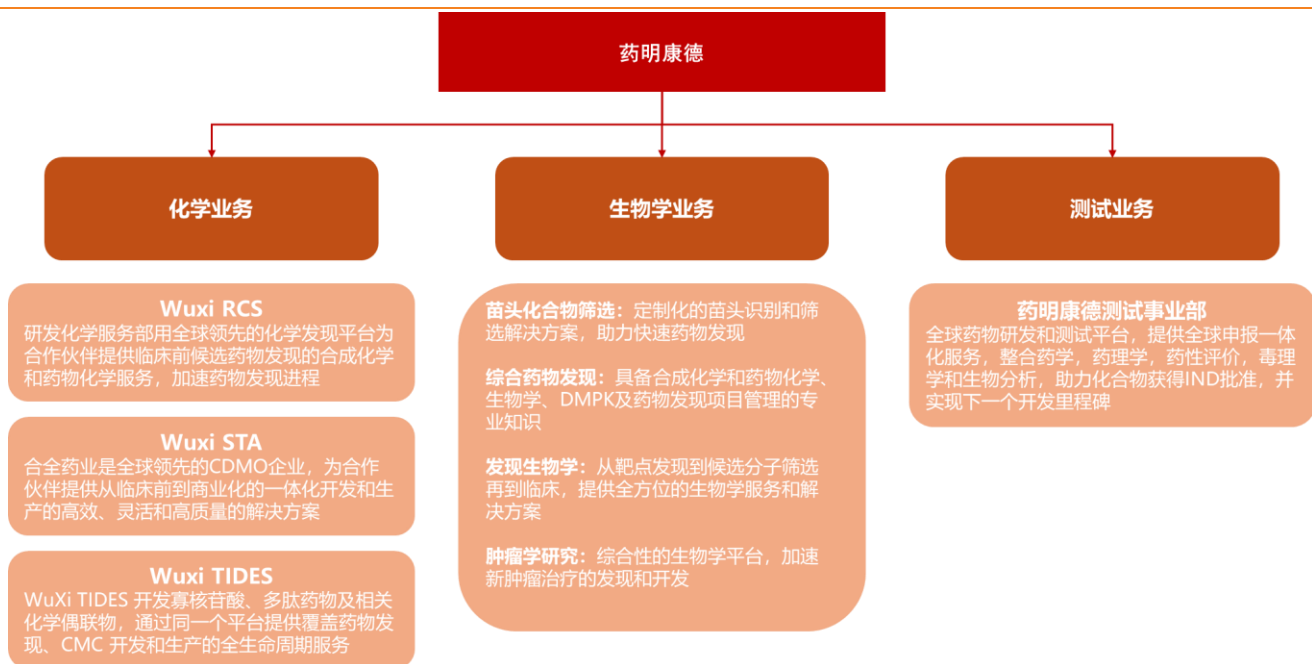
公司拥有一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台。通过一体化 CRDMO 业务模式，药明康德不仅集成了 CRO、CDMO 和 CMO 的服务和能力，更能够端到端地简化药物开发流程——助力从早期发现到后期商业化生产“无缝衔接”。该模式整合了药明康德化学业务、生物学业务和测试业务三大平台的专业能力，能以高效协同，减少项目延误，同时确保了始终如一的高质量，赋能客户加速研发进程，降低开发成本，不断提高新药问世的成功率。

图 1：一体化、端到端的 CRDMO 赋能平台



资料来源：药明康德官网，天风证券研究所

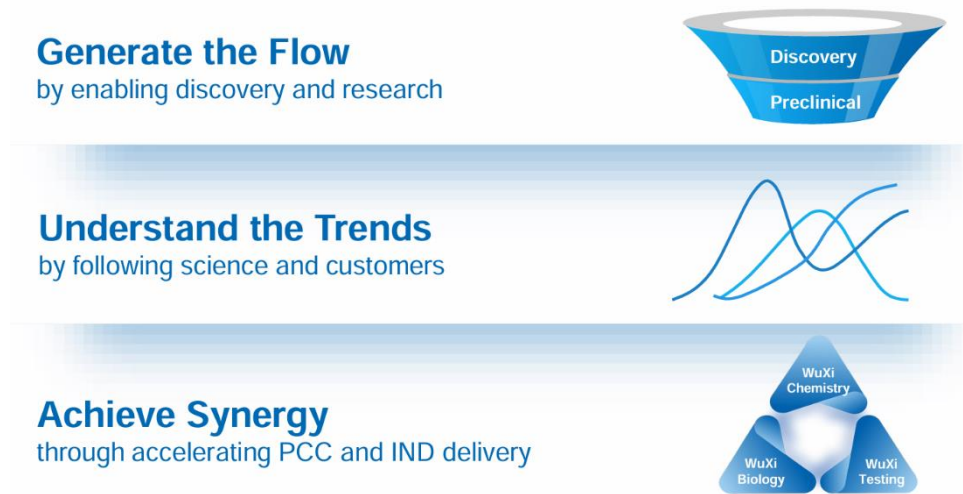
图 2：药明康德业务结构



资料来源：药明康德官网，wuxibiology，天风证券研究所

药明康德化学、生物学业务及测试业务在研发阶段协同发力，强化 CRDMO 商业模式。  
 (1) 赋能药物发现与早期研究，为下游持续输送项目；(2) 洞察行业趋势：紧跟科学前沿与客户需求，把握创新方向；(3) 实现协同增效：通过加速 PCC 与 IND 交付，发挥平台协同优势。

图 3：化学业务、生物学业务、测试业务的协同



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

2000 年，药明康德从四位创始人和一间约 650 平方米的实验室起步，从最初提供实验室化学合成服务，公司将能力拓展至生物学和测试领域，直至覆盖从新药早期发现，到商业化生产的全流程；2001 年，药明康德开展合成化学服务，2003 及 2004 年开展工艺研发服务及研发生产服务，2005 年拓宽至生物分析服务，2007 年则进一步覆盖至毒理及制剂服务。

为了更好地满足不同时区、不同领域的客户需求，2008 年，药明康德收购美国 AppTec Laboratory Services 公司，公司英文名称更名为 WuXi AppTec，平台能力更加全面。在新药早期研究领域，药明康德在 2016 年收购德国药物发现服务商 CRELUX，拓展基于结构的药物发现能力；2017 年，公司收购辉源生物，进一步夯实平台生物学研发能力和规模。在新药后期生产环节，2021 年，药明康德收购瑞士库威（Couvet）生产基地，在拓展大规模生产能力的同时，提升供应链体系的灵活性，更好地助力欧洲及全球客户。

表 1：药明康德 A 股上市前发展历程

年份	事件
2000 年	由四位创始人创立，起步于一间约 650 平方米的实验室
2001 年	开展合成化学服务
2003-2004 年	开展工艺研发及研发生产服务
2005 年	拓宽至生物分析服务
2007 年	进一步覆盖至毒理及制剂服务；各地基地逐步投入运营
2008 年	收购美国 AppTec Laboratory Services 公司，英文名称更名为 WuXi AppTec；于纽交所上市
2015 年	从纽交所退市
2016 年	收购德国药物发现服务商 CRELUX，拓展基于结构的药物发现能力
2017 年	收购辉源生物，进一步夯实平台生物学研发能力和规模

资料来源：公司官网，新浪财经，天风证券研究所

从公司上市以来，大致分为以下几个阶段：

**2019-2021 年业绩增长期：**2019 年，中美贸易摩擦及卢比奥相关提案对公司股价有一定情绪影响，但公司基本面并未受影响；2020 年，疫情期间国内 CXO 企业加速产业链转移，药明康德加速承接海外订单，公司业绩表现亮眼。

**2021-2024 年地缘政治影响+新药投融资环境遇冷：**2021 年起，美联储开启加息步伐，全球生物医药企业融资环境遇冷，市场担忧 CXO 企业订单收缩；2022 年，美国商务部将药明生物列入未经核实清单 (UVL)，地缘风险首次显性化；2024 年 1 月 25 日，美国参众两院以“保护基因数据和国家安全”为由，分别提出针对华大集团、药明康德等中国生物技术公司的《生物安全法案》。

**2025 年起，地缘政治影响趋缓，业绩重回快速增长通道：**25Q3 公司在手订单快速增长，且 2025 年 1 月的 Section 1260H 未点名公司；2025 年 10 月，生物安全法案修正案亦未点名公司；2025 年及 2026Q1 公司业绩优秀，在手订单持续增长。

图 4：公司股价复盘



资料来源：MedWorld 器械世界，医药魔方，药促工委公众号，Wind 等，天风证券研究所

## 1.2. 行业需求回归下业绩强势增长，在手订单持续加速

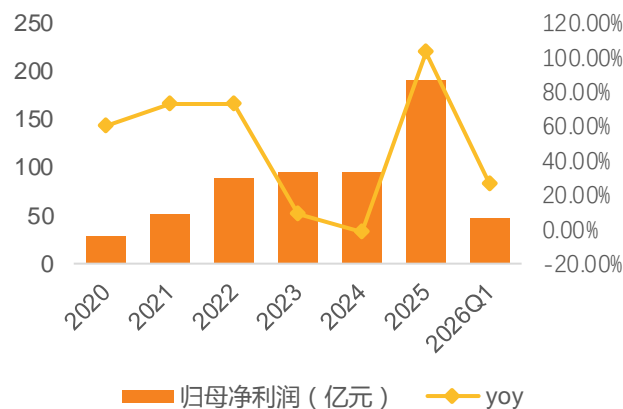
公司 2023 年至 2024 年营收有所波动，2025 年起重回快速增长通道。2023 年受美联储加息影响，全球生物医药企业融资收紧，公司承接的订单减少，营业收入出现小幅波动。2026Q1 公司实现收入 124.36 亿元，同比增长 28.81%，归母净利润 46.52 亿元，同比增长 26.68%，主要系公司持续聚焦及加强 CRDMO 业务模式，营业收入持续增长，同时持续优化生产工艺和经营效率，以及临床后期和商业化项目增长带来的产能效率不断提升，提高了整体的盈利能力。

图 5：2020-2026Q1 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)

图 6：2020-2026Q1 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

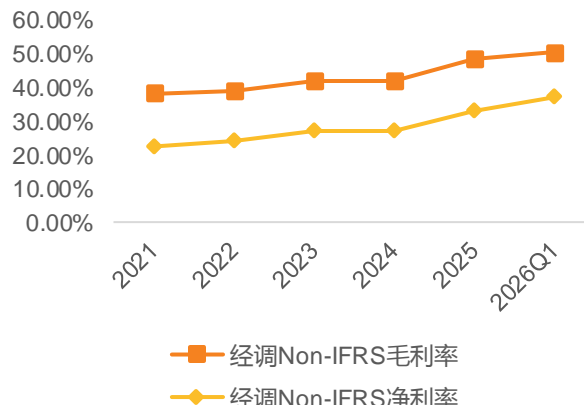
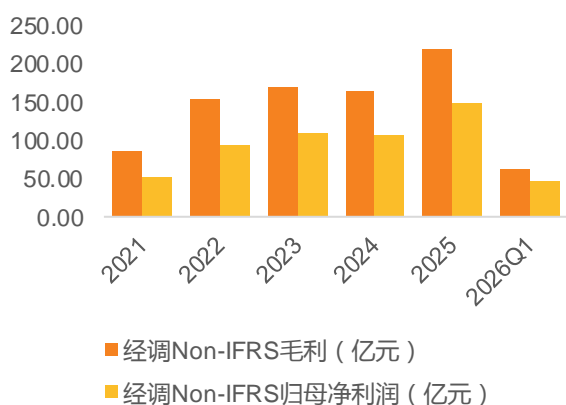


资料来源: Wind, 天风证券研究所

**公司近五年经调毛利和经调归母净利润整体上稳步增长。**2025 年公司经调 Non-IFRS 毛利率同比增长 6.6pct，经调 Non-IFRS 净利率同比增长 5.9pct。主要受益于公司的 CRDMO 一体化业务模式带来的临床后期和商业化项目占比增加，进一步提升了产能利用率、人员及运营效率。2026Q1 公司经调毛利率和经调归母净利润率稳定增长，盈利能力有望持续提升。

图 7: 2021-2026Q1 公司经调毛利和经调归母净利润 (亿元)

图 8: 2021-2026Q1 公司经调整 Non-IFRS 毛利率&经调整 Non-IFRS 净利率 (%)

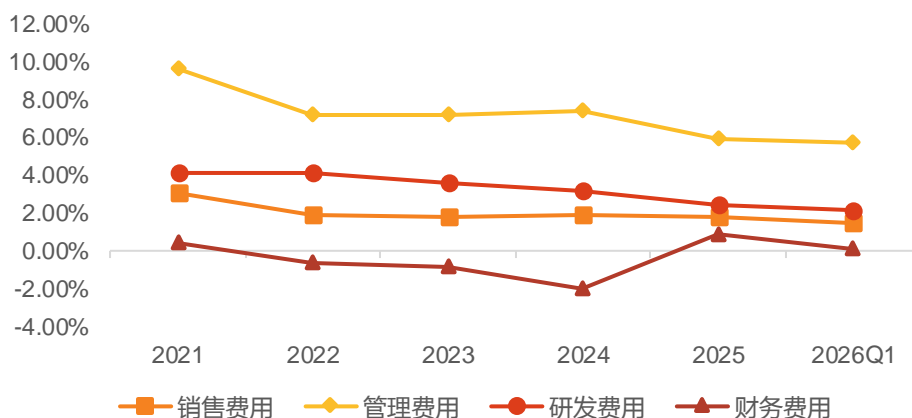


资料来源: 药明康德 2026Q1 业绩演示材料, 天风证券研究所

资料来源: 药明康德 2026Q1 业绩演示材料, 天风证券研究所

**2021-2026Q1 公司费用率整体呈下降趋势，控费效果显著。**管理费用率下降最为明显，从 2021 年的 9.62% 下降至 2026Q1 的 5.71%。销售费用率、研发费用率从 2021 年到 2026Q1 分别下降 1.59% 和 1.97%，得益于公司不断优化经营效率。财务费用率在 2024 到 2025 年出现一定波动，从 2024 年的 -2.01% 增长至 0.88%，主要系 2025 年美元兑人民币汇率持续下行，产生的汇兑损失增加。

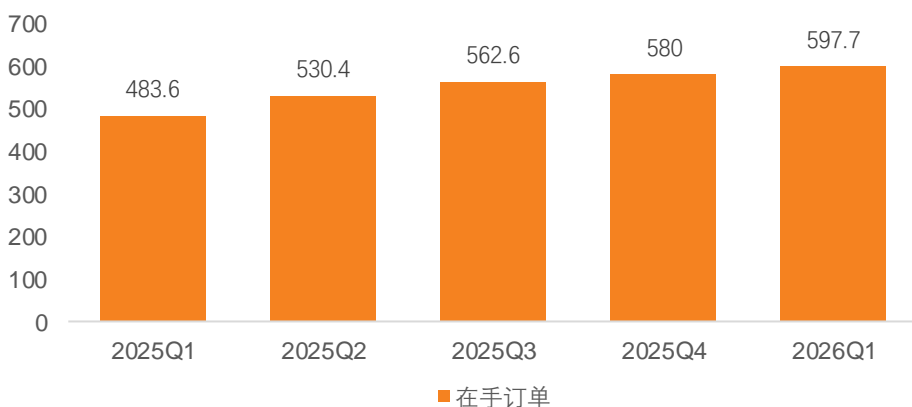
图 9: 2021-2026Q1 公司费用率 (%)



资料来源: Wind,天风证券研究所

**2025Q1 至 2026Q1 公司在手订单金额稳定增长。**截至 2026Q1,公司在手订单金额为 597.7 亿美元,同比增长 23.59%。其中化学业务加速前瞻产能布局,以更好满足日益增长的客户需求。2026Q1 小分子 D&M 管线累计新增 328 个分子,TIDES D&M 服务客户数同比提升 28%。测试业务持续精进科研与服务能力,药物代谢与动力学业务稳步推进启东、上海新增产能,响应客户多元化需求。生物学业务积极拓展全球业务,核酸类、偶联抗体类、多肽类等新分子领域实现新客户的快速增长。随着公司产能不断扩大,我们预计未来在手订单金额将持续增长。

图 10: 公司在手订单 (亿美元)

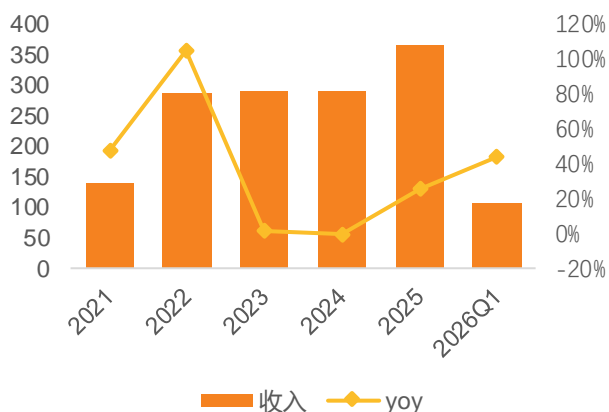


资料来源: 药明康德演示材料, 天风证券研究所

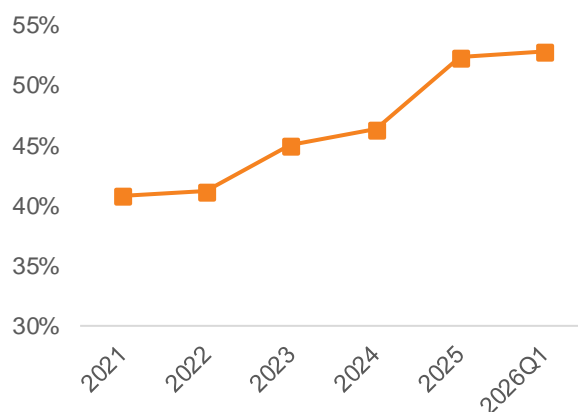
**CRDMO 商业模式驱动业务持续增长。**随着管线分子向后期稳步推进,叠加 2025 年新增产能逐季度释放,2026Q1 WuXi Chemistry 收入 106.2 亿元,同比增长 43.7%;得益于生产工艺持续优化以及临床后期和商业化项目增长带来的产能效率不断提升,2026Q1 WuXi Chemistry 经调整 non-IFRS 毛利率持续提升至 52.8%,同比提升 5.4pts;此外,公司加速前瞻产能布局;计划提前启动常州新基地建设,以更好满足日益增长的客户需求。

图 11: 2021-2026Q1 Wuxi Chemistry 收入 (亿元) 及同比 (%)

图 12: 2021-2026Q1 Wuxi Chemistry 经调整 non-IFRS 毛利率 (%)



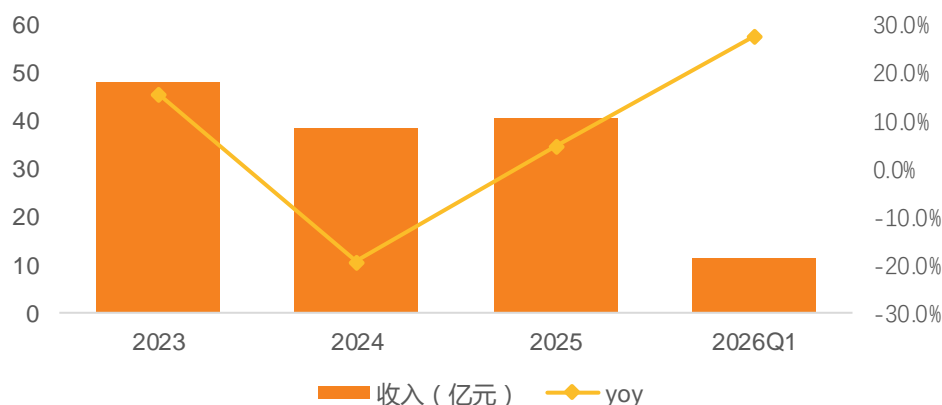
资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

2026Q1 公司 WuXi Testing 收入 11.3 亿元，同比增长 27.4%。其中药物安全性评价业务收入同比增长 34.8%，持续保持亚太行业领先地位。测试业务中新分子业务持续发力，2026Q1 收入占比 30%+，公司在核酸类、偶联类、多特异性抗体类、多肽类等领域保持领先地位。

图 13：2023-2026Q1 实验室分析与测试业务收入（亿元）及同比（%）



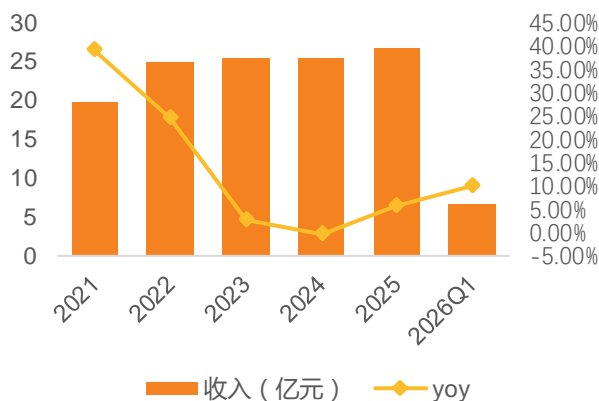
资料来源：药明康德业绩演示材料，天风证券研究所

WuXi Biology 秉持科学驱动理念，前瞻布局药物发现热点及差异化能力；积极拓展全球业务，为公司 CRDMO 业务模式高效引流。公司体外综合筛选平台技术加速突破，体内药理学能力持续提升，驱动收入快速增长。非肿瘤业务继续保持竞争优势，为业务增长贡献重要力量；新分子业务持续贡献增长，2026Q1 收入占比 30%+，核酸类、偶联抗体类、多肽类等领域新客户快速增长。通过药物发现体内、外业务联动、跨区域合作和热点领域的一体化服务，高效赋能全球客户，2026Q1 公司 WuXi Biology 收入 6.7 亿元，同比增长 10.1%。

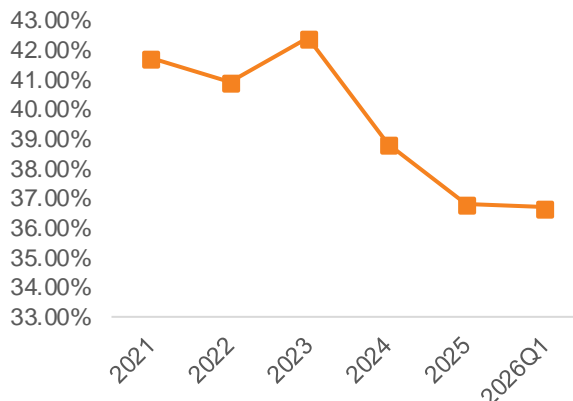
公司持续深化业务整合与运营提效，业务紧跟市场环境，保持灵活定价策略，最大化释放引流价值。2026Q1 WuXi Biology 经调整 non-IFRS 毛利率同比提升 0.4pts 至 36.7%

图 14：2021-2026Q1 生物学业务收入（亿元）及同比（%）

图 15：2021-2026Q1 生物学业务经调整 Non-IFRS 毛利率（%）



资料来源：药明康德业绩演示材料，天风证券研究所



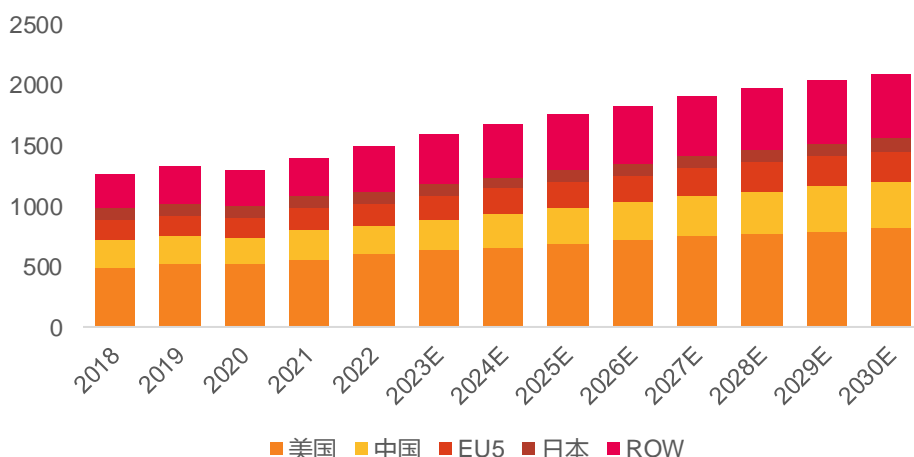
资料来源：药明康德业绩演示材料，天风证券研究所

## 2. CRDMO 市场持续扩容，“中国”“龙头”有望持续受益

### 2.1. 全球医药市场持续增长，不同类型市场增速有别

根据弗若斯特沙利文发布的数据，全球医药市场规模 2022 年达到 14,950 亿美元，并且预计 2030 年将增至 20,908 亿美元。除了领先的市场规模，美国和中国的医药市场相较于世界其它地区均显示出较高的增速。

图 16：全球医药市场按区域划分明细（亿美元），2018-2030E



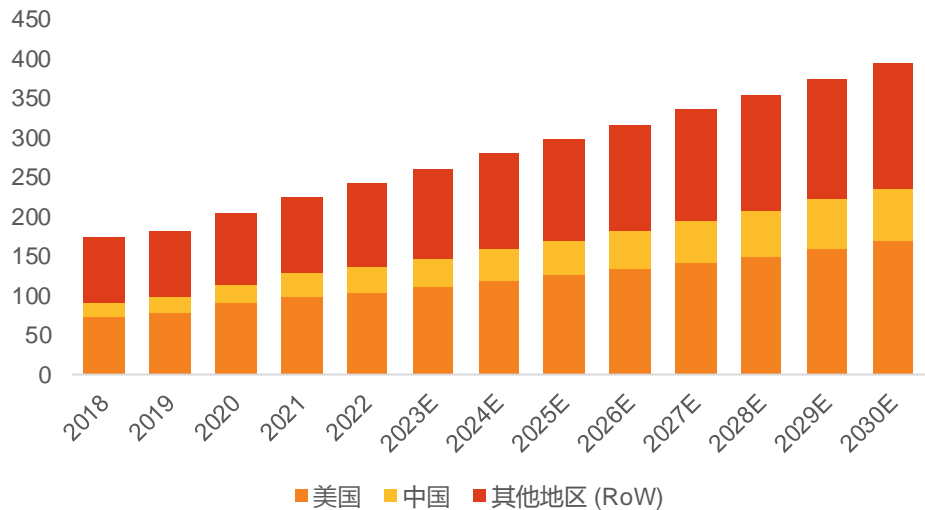
资料来源：弗若斯特沙利文，医药企业项目管理大会公众号，天风证券研究所

全球医药行业的研发投入主要来自于众多大型跨国药企，近些年增速保持平稳，2022 年的研发投入达到了 2,415 亿美元，随着中小型生物医药公司的快速发展，研发投入持续增长，预计到 2030 年将增长至 3,943 亿美元，复合年增长率为 6.3%。

由于美国制药公司资助的临床试验增多，新兴治疗技术不断涌现，以及临床研究费用增加，美国制药研发规模占全球最大的市场规模，2022 年占比约为 42.6%。

与全球制药研发规模相比，中国制药市场在研发开支方面仍有较大的增长潜力。2022 年，中国制药研发投入总额为 326 亿美元，占全球药品研发开支的 13.5%。随着药物创新的需求增加、政策的鼓励加持、资金和专家的充足流入，预计 2030 年中国制药研发开支将达到 675 亿美元，2022 年至 2030 年期间复合年增长率约为 9.5%。中国的增长率接近为全球增长率的 2 倍。

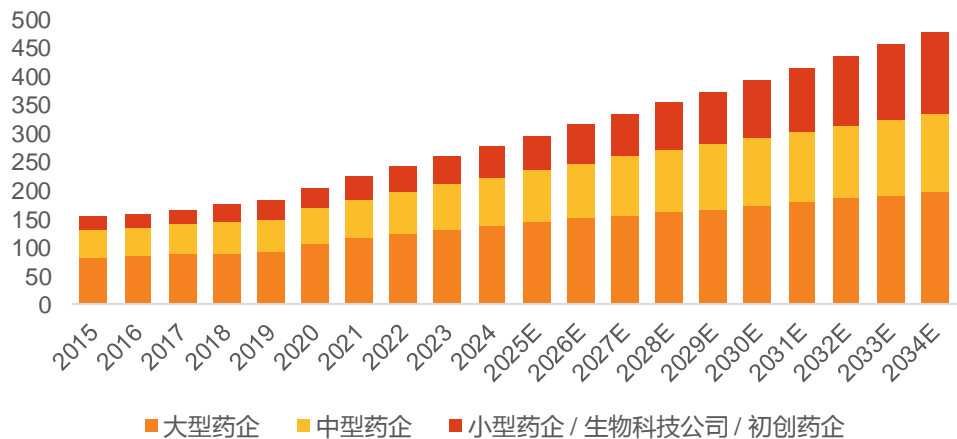
图 17：全球医药研发支出按中国、美国及其他拆分（亿美元），2018-2030E



资料来源：弗若斯特沙利文，医药企业项目管理大会公众号，天风证券研究所

Frost & Sullivan 数据显示：2024-2029E 全球研发支出将以 6.1% 的年复合增长率持续增长，2029E-2034E 增速约 5.0%；分企业类型看，2024 年约 80% 的支出由大型和中型药企贡献；小型药企/生物科技公司的支出占比预计将从约 20% 提升至 2034E 的约 30%，年复合增长率约 9%。

图 18：2015-2034E 全球新药研发支出



资料来源：药明康德 2025 年投资者日演示材料，天风证券研究所

**CXO 指医药合同外包服务，主要包括医药合同研发服务（即 CRO）和医药合同生产服务（即 CDMO、CMO）。** CXO 行业自 CRO 而起，CRO 行业起始于 20 世纪 70 年代，当时赫斯特集团（现在的赛诺菲-安万特集团 Sanofi-Aventis）聘请北卡罗莱纳大学生物统计学教授 Dennis Gillings 分析一种新型糖尿病药物的试验数据，最终分析指出需要将患有某些医疗疾病的患者排除在该药物的适用人群之外，从而得以针对适当的人群进行商业化推广；同一时期，还有一些研究机构为制药企业提供部分临床前及临床研究服务。全球 CXO 行业经历了 40 多年的发展，已经与药企形成战略合作或定制化合作关系，深度参与新药研发过程。CRO 公司和 CDMO/CMO 公司分别在研发条线、生产条线上贯穿药品生命周期。

表 2：CRDMO 的分类

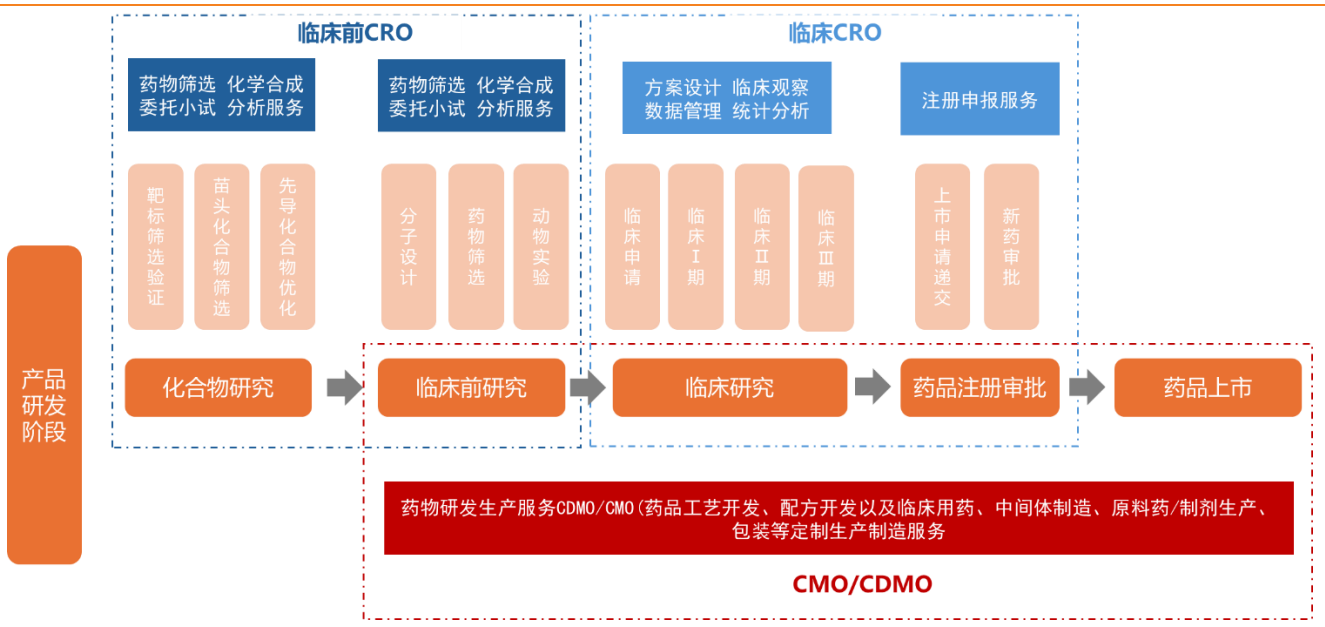
维度	CRO	CMO/CDMO
服务客户	制药企业、医疗机构、中小医药医疗器械研发企业、各类政府基金等机构	制药企业、生物技术公司

核心业务	在基础医学和临床医学研发全流程中，提供专业化研发服务	提供药物生产相关服务，覆盖工艺开发到成品交付全链条
细分分类	1.临床前研究（Pre-Clinical）CRO 2.临床研究 CRO	1.CMO：提供产品生产所需的工艺/配方开发、原料药/中间体/制剂生产、包装等服务 2.CDMO：提供药物（尤其是创新药）定制化的研发+生产一体化服务

资料来源：众诚智库公众号，天风证券研究所

按新药研发生产的生命周期所处的不同阶段，医药外包一般包括医药 CRO、医药 CMO/CDMO 和医药 CSO 服务等。其中，CRO 侧重于实验室阶段小批量新药化合物的合成，临床前研究以及各类临床试验服务；CMO 和 CDMO 侧重于临床及商业化阶段制药工艺的开发和药物的制备。

图 19：CRO 及 CMO/CDMO 在药品研发阶段的主要业务



资料来源：众诚智库公众号，天风证券研究所

根据 Frost&Sullivan、QYResearch、Business research insights 等数据，不同分子类型的 CDMO 赛道增速及规模有一定差异：小分子 CDMO 板块市场规模约 519 亿美元（2024 年数据），复合年增长率超 10%，其中主要企业包括药明康德、凯莱英、康龙化成、普洛药业；大分子 CDMO 板块市场规模约 360 亿美元（2025 年数据），复合年增长率约 10%，主要企业包括药明生物、Lonza、三星生物、FUJI FILM；

增速较快的细分赛道包括 ADC CDMO 及多肽类 CDMO，市场规模分别在 30 亿美元（2024 年数据）、45 亿美元（2025 年数据）左右，同时增速约 20%。

表 3：全球不同 CDMO 赛道市场规模，增速及主要企业

市场	市场规模	复合年增长率	主要企业
小分子 CDMO	约 519 亿美元（2024）	超 10%	药明康德、凯莱英、康龙化成、普洛药业
大分子 CDMO	约 360 亿美金（2025）	约 10%	药明生物、Lonza、三星生物、FUJI FILM
ADC CDMO	约 30 亿美元（2024）	约 20%	药明合联、Lonza、FUJI FILM、三星生物

多肽 CDMO      约 45 亿美元（2025）      约 20%      药明康德、Bachem、Polypeptide、凯莱英

资料来源：Business Research Insights，QY Research，盖德视界公众号，药明康德演示材料，Frost&Sullivan 等，天风证券研究所

### 2.1.1. 多肽类 CDMO：增长迅速，产能稀缺，中国领先

多肽药物是指通过化学合成、基因重组或从动植物中提取的具有特定治疗作用的多肽，通常由 10-50 个氨基酸组成。多肽根据分泌部位可分为：内源性生物活性肽与外源性生物活性肽，即人体内存在的天然生物活性肽与人体外的肽类物质。

相较于小分子化药和蛋白类药物均具有优势：相较于小分子化药，多肽具有更高的活性和更强的选择性，在治疗复杂疾病方面优势明显，且由于多肽本身是氨基酸组成的化合物，其代谢产物为氨基酸，对人体一般没有副作用或副作用很小；相对于蛋白质药物，多肽药物具有稳定性较好、纯度高、生产成本低、免疫原性较低或无免疫原性等优势。在药物研发阶段，还能通过化学修饰改进药物候选物的亲和力、溶解性、药代动力学性质（稳定性）、毒性等，支持多肽类药物候选物的快速筛选。

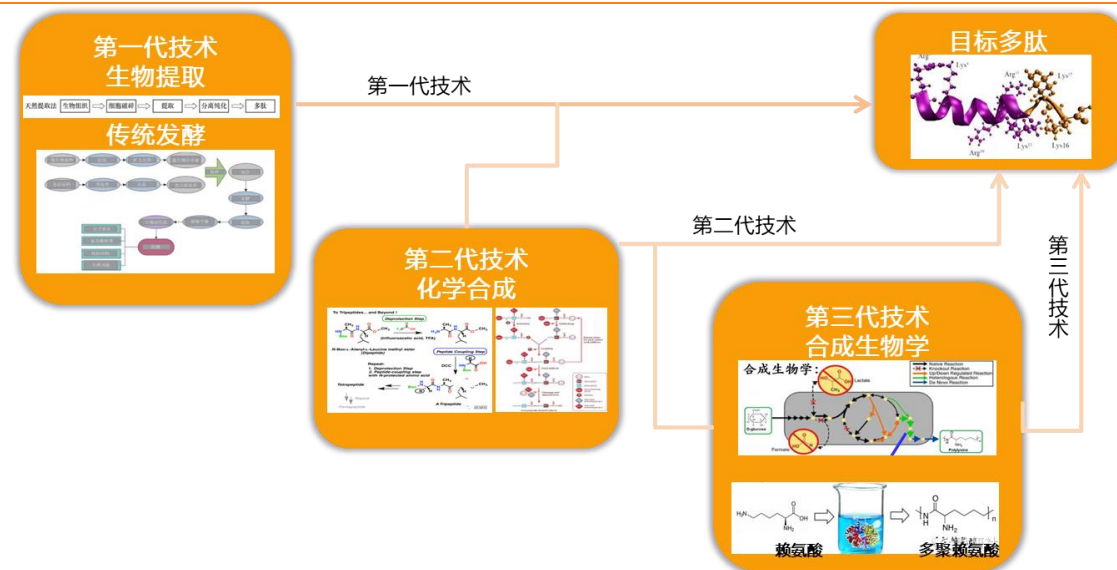
表 4：多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较

指标	传统小分子化药	多肽药物	蛋白质药物
相对分子量	一般不高于 500	500-10,000	一般高于 10,000
稳定性	好	较好	差
生物活性	较低	高	高
特异性	弱	强	强
免疫原性	无	无或低	有
纯度	高	高	较低
成本	低	高	更高
举例	阿司匹林 原子个数：21 相对分子量：180	利拉鲁肽 原子个数：531 相对分子量：3,751	单克隆抗体 原子个数：>25,000 相对分子量：~150,000

资料来源：《药学进展》，诺泰生物公司公告，天风证券研究所

目前多肽合成方法可分为生物合成法及化学合成法。随着基因重组技术的发展，多肽生物合成法除传统的天然提取法，酶解法、基因重组法也在多肽合成中加速研发；多肽化学合成法通过氨基酸之间的缩合反应来实现氨基酸连接延长，以获得特定序列的多肽。

图 20：多肽药物合成技术迭代更新



资料来源：肽研社公众号，天风证券研究所

图 21：不同类型合成技术的特点

	传统发酵	液相合成	固相合成	基因重组	酶催化
技术适用	2-10AA, 天然AA	2-10AA	11-40AA	>40AA 天然AA	2-100AA
研发难度	中等	低	低	高	高
商业规模	百吨级/年	十吨级/年	百千克/年	吨级/年	百吨级/年
工业操作	操作简便	风险高	操作简便	难度大	操作简便
关键原料	淀粉 便宜	保护氨基酸贵	保护氨基酸贵	培养基 中等	氨基酸 便宜
直接成本	数百元/Kg	近万元/Kg	近十万元/Kg	近百万元/Kg	数百元/Kg
环保风险	高	高	中等	低	低

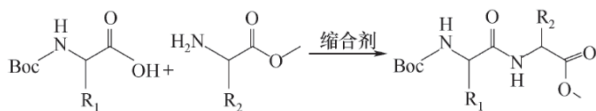
资料来源：肽研社公众号，天风证券研究所

**化学合成：**多肽化学合成法利用保护基团保护原料氨基酸中暂不反应的基团，保证反应按照设计方向进行，通过氨基酸之间的缩合反应来实现氨基酸连接延长，以获得特定序列的多肽。化学合成法可分为固相合成和液相合成，两种方法的主要区别在于是否使用固相载体树脂。

**液相合成：**液相合成法发展较早，分为逐步合成及片段缩合。①逐步合成通常是从多肽链的 C 端逐步添加连接氨基酸直至整个多肽链完成。②片段缩合一般先合成各个所需片段，再将各片段缩合合成目标多肽。液相方法由于污染大、纯化复杂等原因已逐步被固相合成方法所替代。基于单位成本较低等原因，通常在 10 个氨基酸以下的多肽合成中有较广泛的使用。

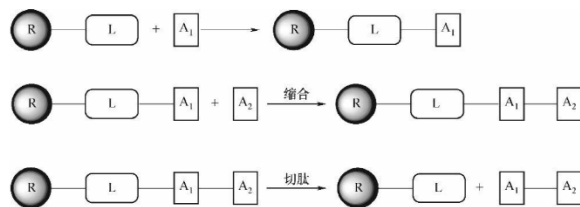
**固相合成：**多肽固相合成法已成为目前最主流的多肽药物合成方法，美国生物化学家 Merrifield 于 1963 年提出了固相合成法，并于 1984 年获得诺贝尔化学奖。目前主要可分为 Boc 固相合成法与 Fmoc 固相合成法。固相合成法中第一个氨基酸的 C 端预先固定在不溶性载体树脂上，通过缩合反应将该氨基酸脱保护的 N 端与羧基已活化的第二个氨基酸进行连接，重复操作（缩合→洗涤→脱保护→洗涤→下一轮缩合），达到所要合成的肽链长度，逐步连接氨基酸。接着进行切肽、修饰、分离纯化，最终获得目标多肽。相比液相合成法，固相合成法操作方便，产品收率和纯度较高，极大地促进了多肽药物的研究发展。

图 22：液相合成法一般原理



资料来源：《多肽药物制备工艺研究进展》郑龙，田佳鑫，张泽鹏，郭建，朱晖，谢慧翔，何润泽，洪文晶，天风证券研究所

图 23：固相合成法示意图



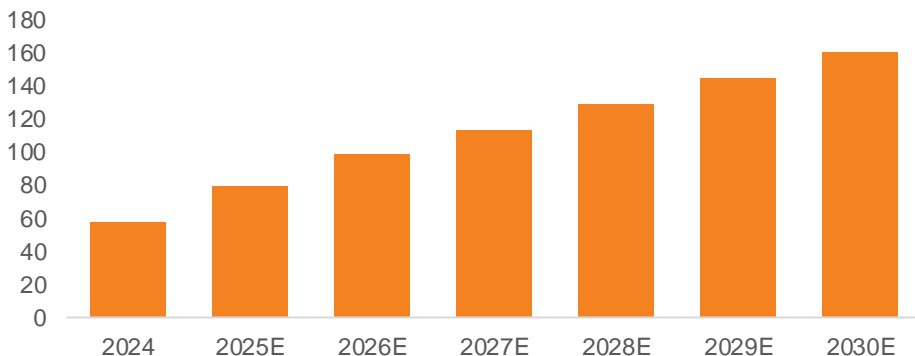
资料来源：《多肽药物制备工艺研究进展》郑龙，田佳鑫，张泽鹏，郭建，朱晖，谢慧翔，何润泽，洪文晶，天风证券研究所

随着多肽结构修饰与化学改造方法迭代，叠加新靶点开发、新适应症拓展以及剂型优化，为多肽药物的市场空间带来新增量。与此同时，多肽药物氨基酸序列延长、非天然氨基酸改造以及侧链修饰带来多肽药物分子复杂程度大幅提升，多肽大规模制备面临工艺研发能力不足、商业化产能限制等难题，药企对多肽 CDMO 服务以及多肽原料药供应的需求有望逐步提升，我们认为具备多肽商业化生产经验以及领先技术能力的外包公司与原料药公司

将明显受益。

**全球多肽治疗药物市场保持快速增长态势。**根据 Evaluate Pharma 数据，GLP-1 多肽治疗药物，以及心脏治疗、免疫抑制剂、胃肠道治疗等其他主要适应症市场规模不断扩大；此外，多肽偶联治疗药物快速发展，多肽正日益成为其他治疗方式热门的递送载体。

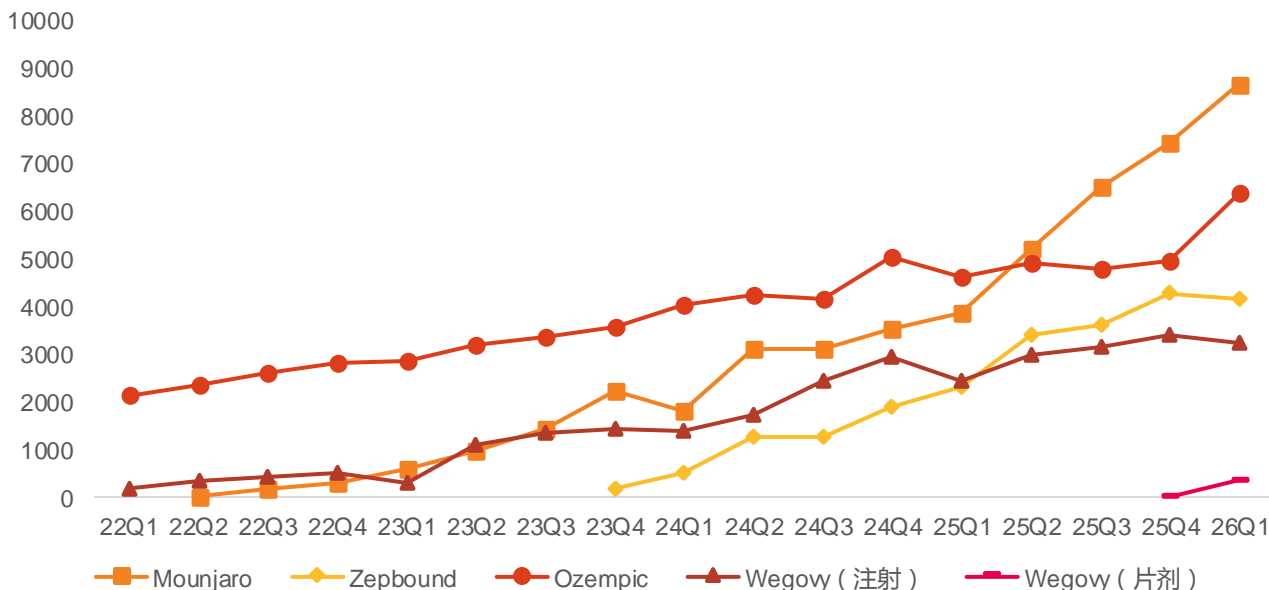
图 24：2024-2030E 全球多肽药物市场规模（十亿美元）



资料来源：药明康德业绩介绍材料，天风证券研究所

**GLP-1(R)类药物市场空间广阔，随减肥适应症获批有望带动市场快速放量。**2025 年全球 GLP-1 药物市场规模达 780 亿美元，同比增长超 50%，其中减重 GLP-1 市场规模达 260 亿美元，同比翻倍增长。分产品看，2025 年，替尔泊肽、司美格鲁肽销售额分别高达 365.07 亿美元、346.08 亿美元。其中，减重版替尔泊肽 Zepbound 销售额为 135.42 亿美元，同比增长 175%；减重版司美格鲁肽 Wegovy 销售额为 119.92 亿美元，同比增长 41%。2026Q1 Mounjaro 营收 86.6 亿美元，增长 125%；Zepbound 营收 41.6 亿美元，增长 80%；2026Q1 Ozempic 销售额为 404.8 亿丹麦克朗（63.59 亿美元，+32%），Wegovy（注射+口服）销售额为 227.69 亿丹麦克朗（35.77 亿美元），其中 Wegovy 片剂于 2026 年 1 月 5 日在美国上市，目前处方量已经超过 200 万张，Q1 销售额为 22.56 亿丹麦克朗（约合 3.54 亿美元）。

图 25：2022Q1-2026Q1 司美格鲁肽及替尔泊肽放量情况（百万美金）

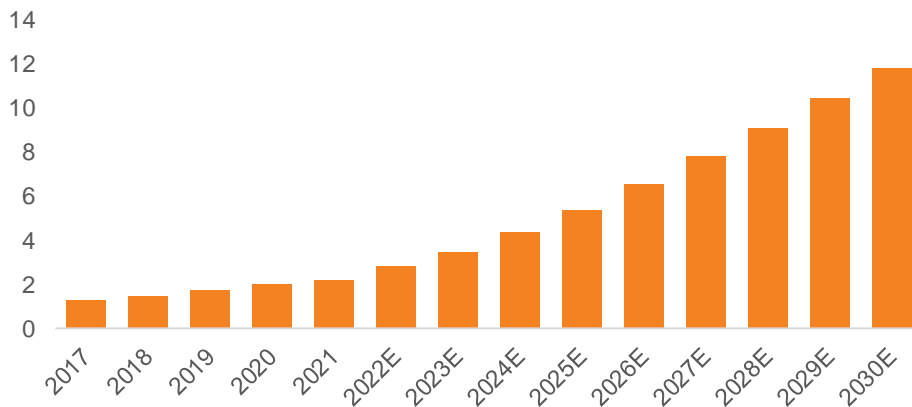


资料来源：礼来财报，丁香园 Insight 数据库公众号，药事纵横公众号，MedAccess 医策资讯公众号，天风证券研究所

根据弗若斯特沙利文发布的数据，2017 年至 2021 年，全球多肽 CDMO 市场规模从 13 亿美元增长至 22 亿美元，复合年增长率为 13.2%，预计 2025 年将达到 54 亿美元，2030 年

将达到 118 亿美元。因产品和行业特性，多肽行业 CDMO 模式推动其研发和商业化。随着多肽药物研发热度上升，更多参与者进入 CDMO 赛道，以多肽仿制药起步的原料药生产商通过布局新技术平台而进入高附加值的 CDMO 行业，CDMO 行业头部企业也逐步拓展业务至多肽领域。

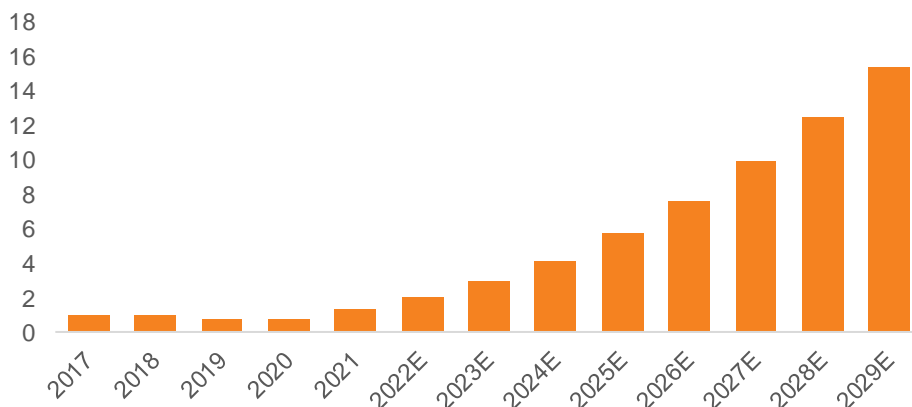
图 26：全球多肽 CDMO 市场规模及增速（十亿美元，2017-2030E）



资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

中国多肽 CDMO 市场规模从 2017 年至 2021 年由 10 亿人民币增长至 13 亿人民币，复合年增长率为 6.4%，预计 2025 年将达到 57 亿人民币，2030 年将达到 185 亿人民币。

图 27：中国多肽 CDMO 市场规模及增速（十亿元，2017-2030E）

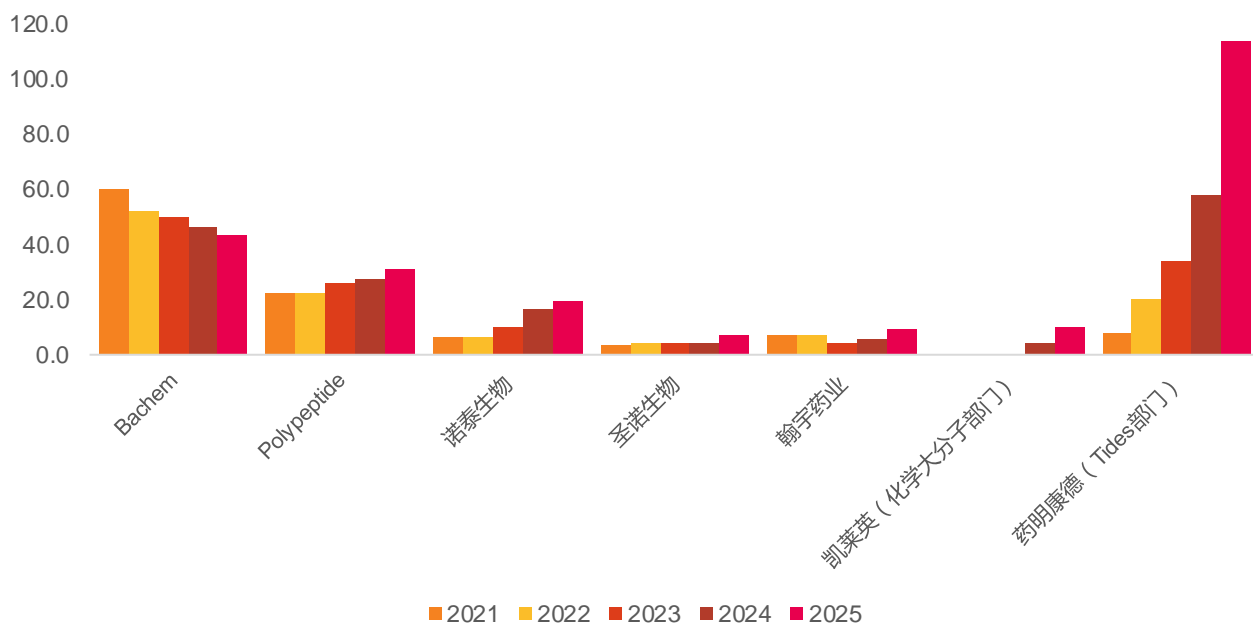


资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

国内的头部多肽 CDMO 企业包括药明康德、凯莱英、诺泰生物、圣诺生物、翰宇药业等，海外传统企业包括 Bachem、Polypeptide、Corden 等。

从竞争格局看，国内多肽 CDMO 企业收入快速增长，优于海外，体现国内企业的产业优势。从收入体量及增速看，药明康德优势明显。

图 28：2021-2025 年全球头部多肽 CDMO 企业（及相关部门）收入（亿元）



资料来源: Wind, 盖德视界公众号, 药明康德演示材料, 天风证券研究所

### 2.1.2. 小分子 CDMO: 占据重要市场地位, 口服小分子 GLP-1 药物有望带动规模加速增长

**小分子化学药占据医药市场重要地位, 拥有口服给药便利等多种优势。**小分子药物是指化学合成的活性物质小分子, 小分子药物与生物大分子药物相比有着众多优点, 如体积较小, 凭借其小巧的结构, 小分子药物一般可轻易穿透细胞膜, 几乎可到达机体内的任一目标, 而且可制成易于被机体吸收的各种剂型, 尤其是口服制剂。口服给药是最简单的自我服用药物方法, 患者的接受率依从性最高, 并且能提供给患者更大的剂量灵活性。但是生物大分子药物 (多肽、蛋白质等) 却很难做成口服制剂, 多数只能通过注射或其他非口服途径给药, 皆因这些药物若通过口服给药途径会导致药物的吸收差, 进入血液循环的药物浓度很低。

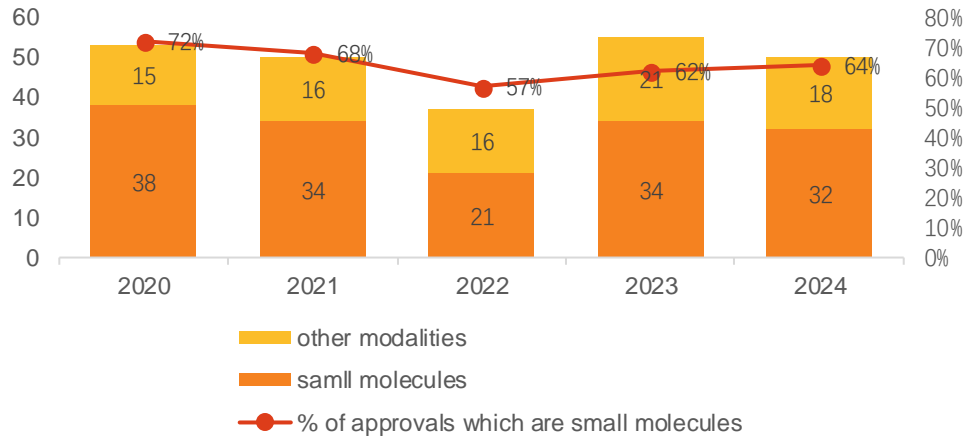
表 5: 大分子和小分子药物的区别

特征	小分子	大分子
分子量	少于 900Da	数千到数百万 Da
结构	简单、定义明确	复杂、异质
生产	化学合成	生物生产
管理	口服 (药丸、胶囊)	注射、输液
细胞通透性	可以穿过细胞膜	有限的细胞通透性
靶标特异性	广泛的目标范围	高特异性
稳定性	总体稳定	对温度、pH 值敏感
免疫应答	免疫原性风险低	免疫原性的潜力

资料来源: 殷赋科技公众号, 天风证券研究所

**新化学小分子实体获批数量呈上升趋势。**随着药物研究的深入开展, 新化学分子实体的发现难度越来越大, 导致新化学分子实体上市的步伐在一段时间内放缓, 但随着高通量筛选技术的进步以及新一代的药物发现技术 (如 FBDD/SBDD、DEL 等技术) 的应用, 促进了新化学分子实体研发效率的提高, 新化学分子实体获批的数量又开始回升。根据 FDA 《New Drug Therapy Approvals 2024》公布的数据, 2024 年 FDA 共获批 50 款新药, 其中新化学分子实体共 32 个, 占比约 64%, 生物制品 18 个, 占比约 36%, 预计未来 5 年, 每年仍将有 30 到 40 个新化学分子实体推出市场。

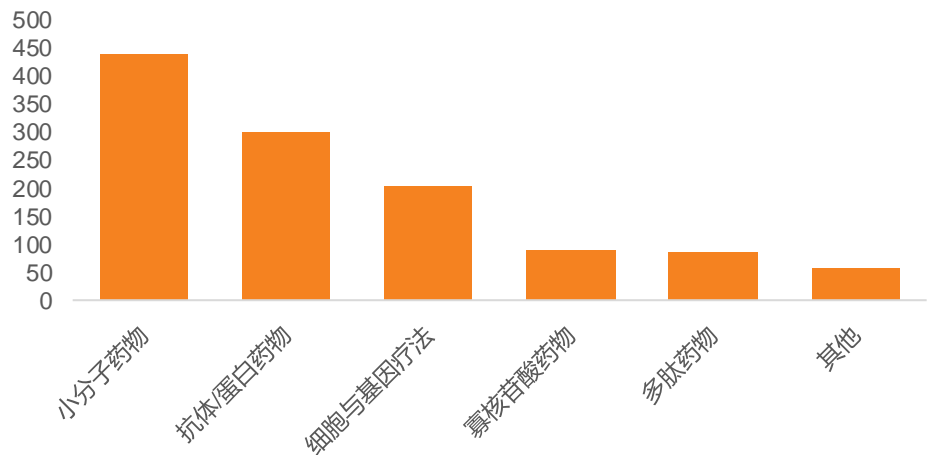
图 29: 2024 年 FDA 新药批准数量及分类



资料来源：成都先导年报，天风证券研究所

从 VC 投资角度看，小分子药物仍是最重要的分子形式。根据药明康德数据，从 2022-2025H1，全球 VC 投资数据看，小分子药物的投资金额在 437 亿美元，高于其他分子类型；抗体/蛋白药物投资额为 300 亿美元，居第二；寡核苷酸、多肽等新药物类型的投资额快速增长。

图 30：2022-2025H1 按治疗方式划分的风险投资金额（亿美元）



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

小分子药物结构简单、化学合成步骤的可拆解性强，多数化合物具有稳定性高、转运方便的特点，因而小分子 CDMO 产品具备标准化流程，遵循“基础化学品—Non-GMP 中间体—GMP 中间体—原料药—制剂”的产品制备路径，生产路径易于产业化。

表 6：CDMO 细分领域产品及技术要求

CDMO 细分领域	主要服务内容	反应仪器	所需工艺技术
小分子 CDMO	化学药、中间体、原料药等研发生产服务	反应釜	连续反应技术、生物合成技术、酶催化技术、光化学和电化学、不对称合成化学技术等
大分子 CDMO	原材料、蛋白及抗体制备、稳定细胞系与工艺开发、生物制剂等生产和研发服务	一次性反应器和不锈钢罐	酶催化技术、无细胞合成技术、基因合成技术、密码子优化技术等
CGTCDMO	质粒、病毒及细胞产品从工艺开发到临床生产和研发服务	细胞培养仪器、分离仪器等	病毒载体相关技术、基因编辑技术、干细胞制备技术、细胞培养技术等

资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

小分子化药的生产过程大致可以分成以下几个阶段：偏精细化工阶段（nonGMP）→起始

物料 RSM (nonGMP) →GMP 中间体、高级中间体→API (GMP) →制剂 (GMP)。化学制药的生产过程主要由原料药生产和药物制剂生产两部分组成，原料药是药品生产的物质基础，但必须加工制成适合于服用的药物制剂后成为药品。近年来，随着对疾病机制研究的深入，药物研发逐渐进入针对靶点研发的精准治疗时代，相应的药物性质发生了较为明显的变化：药物具有更准确、更有选择性的靶向作用，高活性药物成分增多；药物结构更为复杂；药物的水溶性和渗透性变低。此外，新分子实体药物的探索发现难度增大，带来了更高的新药研发投入成本，风险因素增多。

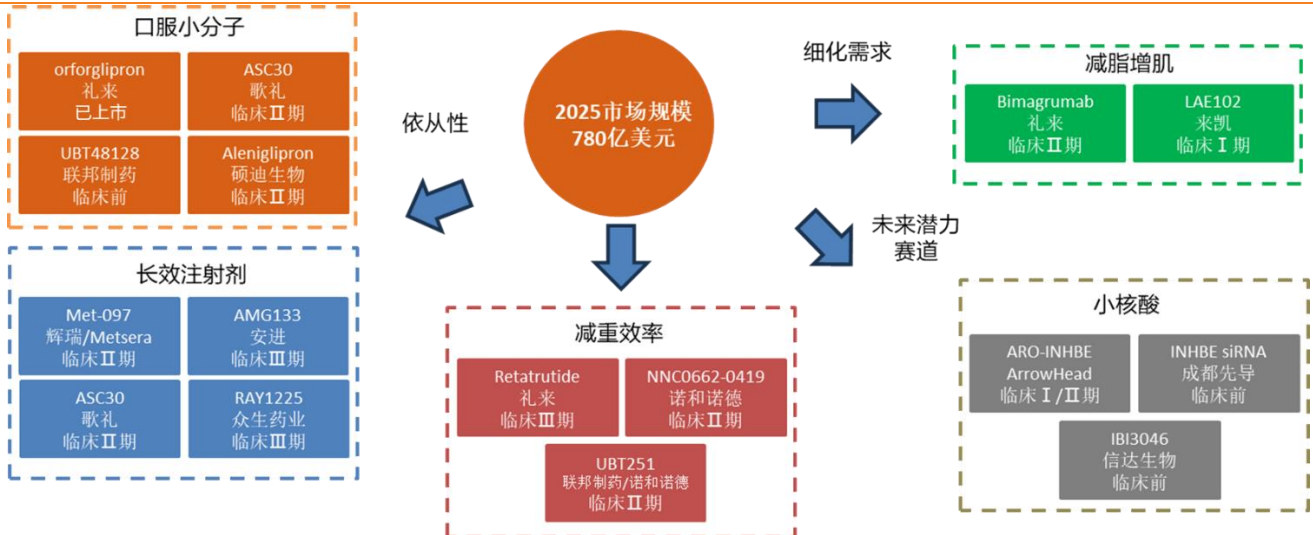
图 31：小分子药物生产制造链图示



资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

GLP-1 类药物目前销售额持续突破，但同时也面临着依从性、肌肉流失等问题，因此未来发展主要有以下几个方向：（1）口服小分子：目前已上市减重适应症的 GLP-1 产品给药方式均为注射，在依从性方面，患者更倾向于注射以外的用药方式。目前技术路线主要分为礼来和辉瑞 2 类，辉瑞因为安全性问题临床中止；（2）长效注射剂：此前辉瑞和诺和诺德就 Metsera（其核心管线为长效 amylin）并购展开激烈竞争；（3）减脂增肌：目前礼来的 Bima、来凯的 LAE102 先后读出潜力数据；（4）小核酸：小核酸疗法直接干扰肥胖相关基因表达，兼具长效便捷、精准减重、与代谢性疾病共治这三大核心优势，有望成为未来的新 modality；（5）减重效率：多靶点注射剂的减重效率持续突破，目前礼来的 Retatrutide、诺和诺德/联邦的 UBT251、诺和诺德的 NNC0662-0419（GLP-1/GIP/AMYLN）有望角逐大体重减重细分赛道。

图 32：未来各类型药物市场及潜力产品



资料来源：Insight 数据库，药渡公众号，药融圈公众号，Laekna 来凯医药公众号，众生睿创公众号等，天风证券研究所

在依从性方面，患者更倾向于注射以外的用药方式。根据 Mirko V Sikirica et al.,(2017), 39.7% 的受访者表示，相较于注射方式，他们更倾向于采用口服药物治疗，注射是其终止用药的原因。除此之外，用药方便程度也将影响依从性，患者普遍认为口服药物比注射带来更少困扰。

口服小分子 GLP-1 减重在研管线丰富。目前 GLP-1 口服制剂的研发方向可分为口服多肽与口服小分子两个主要方向。（1）从分子类型上看，大部分是化学药类型，数量近 30 个；其次是多肽，有 8 个在研，此外还有一个微生物的分子处于临床批准阶段；（2）从靶点上

看，GLP-1R 占主导；GLP-1R/GIPR、GLP-1/GIPR/GCGR 等多靶点均为口服多肽类型。

表 7：口服小分子 GLP-1 药物研发情况（仅筛选进入临床 II 期，截至 2026 年 5 月 17 日）

药品成分	研发机构	靶点	项目全球最高状态	项目全球最高状态时间	项目中国内地最高状态	项目中国内地最高状态时间	项目境外最高状态	项目境外最高状态时间
奥氟格列隆	礼来制药	GLP1R	批准上市	2026-04-01	申请上市	2026-01-10	批准上市	2026-04-01
MDR-001	德睿智药科技	GLP1R	临床 III 期	2025-12-10	临床 III 期	2025-12-10	批准临床	2022-12-23
Conveglipron	华东医药	GLP1R	临床 III 期	2025-04-14	临床 III 期	2025-04-14	批准临床	2023-05-12
Bionetide	Biomed Industries	GLP1R   IGF1R	临床 III 期	2025-02-21	-	-	临床 III 期	2025-02-21
VCT220	闻泰医药&箕星药业	GLP1R	临床 III 期	2024-11-20	临床 III 期	2024-11-20	临床 II 期	2025-06-10
HRS-7535	恒瑞医药	GLP1R	临床 III 期	2024-09-13	临床 III 期	2024-09-13	临床 II 期	2026-03-27
Bioglutide	Biomed Industries	GCGR   GIPR   GLP1R   IGF1R	临床 II/III 期	-	-	-	临床 II 期	2024-08-21
RGT 274	齐鲁锐格	GLP1R	临床 II 期	2026-04-09	临床 II 期	2026-04-09	-	-
CT-996	罗氏 & Carmot Therapeutics	GLP1R	临床 II 期	2025-07-24	临床 I 期	2026-02-10	临床 II 期	2025-07-24
ASC30	歌礼制药	GLP1R	临床 II 期	2025-06-04	-	-	临床 II 期	2025-06-04
HS-10501-2	翰森制药	GLP1R	临床 II 期	2025-05-06	临床 II 期	2025-05-06	-	-
HS-10501	翰森制药	GLP1R	临床 II 期	2025-05-06	临床 II 期	2025-05-06	-	-
DA-302168S	成都地奥制药	GLP1R	临床 II 期	2025-03-26	临床 II 期	2025-03-26	-	-
Aleniglipron	硕迪生物	GLP1R	临床 II 期	2024-11-18	批准临床	2025-09-30	临床 II 期	2024-11-18
SAL0112	信立泰	GLP1R	临床 II 期	2024-08-16	临床 II 期	2024-08-16	-	-
Elecoglipron	诚益生物	GLP1R	临床 II 期	2024-08-14	临床 I 期	2025-05-25	临床 II 期	2024-08-14
Naperiglipron	礼来制药	GLP1R	临床 II 期	2023-11-22	临床 I 期	2025-07-10	临床 II 期	2023-11-22
Lotiglipron	辉瑞制药	GLP1R	临床 II 期	2022-10-14	-	-	临床 II 期	2022-10-14
RGT-075	锐格医药	GLP1R	临床 II 期	2022-03-25	-	-	临床 II 期	2022-03-25
Danuglipron	辉瑞制药(非	GLP1R	临床 II 期	2019-06-07	临床	2021-04-29	临床	2019-06-07

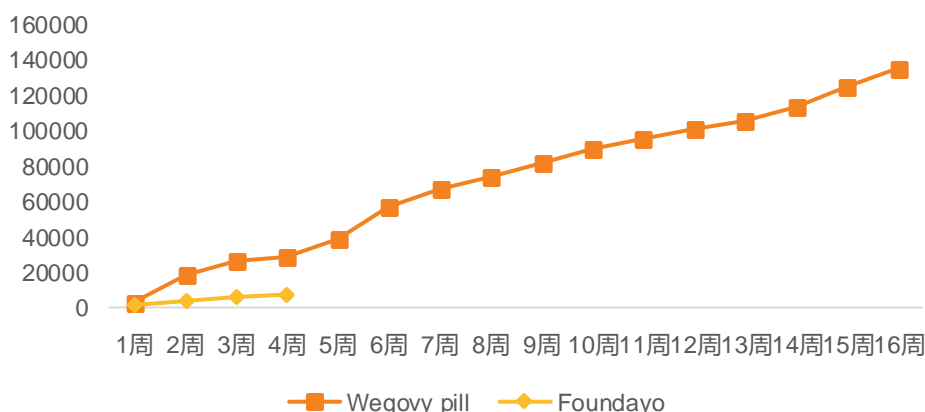
资料来源: Insight 数据库, 天风证券研究所

2026 年 4 月 1 日, 礼来宣布 FDA 已批准 Foundayo ( orforglipron ) 用于治疗成人肥胖症或伴有体重相关疾病的超重患者。Foundayo 与低热量饮食和增加体育锻炼相结合, 可帮助患者减轻多余体重并保持体重。Orforglipron 是目前唯一一款可在一天任何时间服用且不受进食或饮水限制的 GLP-1 口服药。

根据 IQVIA 数据, 礼来口服 GLP-1 受体激动剂 Foundayo ( orforglipron ) 上市首周表现强劲, 获得 1390 张处方。这份统计数据是从 4 月 6 日开始的那一周得出的。相比之下, 诺和诺德公司在 1 月份推出的口服 GLP-1 受体激动剂 Wegovy 上市首周获得了 3071 张处方, 但仍超过了礼来注射剂 Zepbound (1100) 和诺和诺德注射剂 Wegovy (768) 各自在上市第一周的记录。据 Cortellis 数据库显示, 分析师预测该药物到 2030 年的销售额将超过 150 亿美元。

我们认为, 以 Orforglipron 为代表的口服 GLP-1 小分子药物拥有明显的依从性优势, 且疗效稳健, 安全性表现良好, 有望成为新一代减重领域重磅产品, 带动小分子 CDMO 板块加速增长。

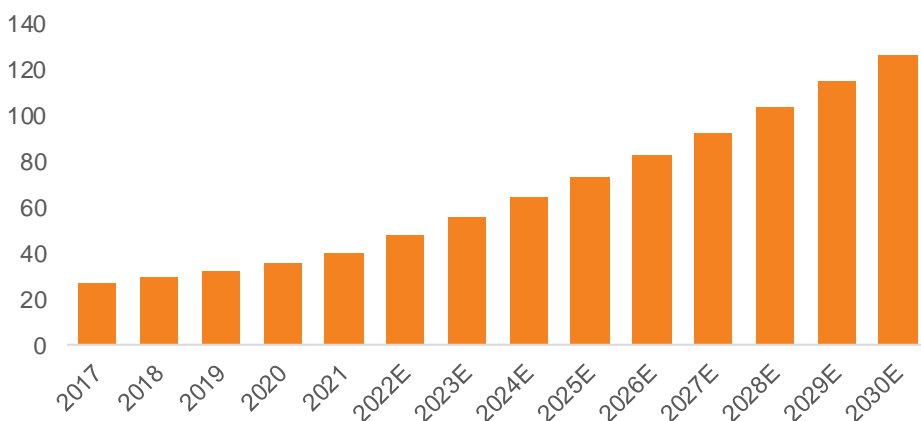
图 33: 口服司美&orforglipron 上市后处方量情况



资料来源: FIERCE Pharma, 天风证券研究所

根据沙利文数据: 2017 年至 2021 年, 全球小分子化药 CDMO 市场规模从 269 亿美元增长至 398 亿美元, 复合年增长率为 10.4%, 预计 2025 年将达到 730 亿美元, 2030 年将达到 1,259 亿美元。基于化学药的成药性质, 小分子化药易规模化生产, 受益于全球产业链转移以及国内创新药研发热度上升, 中国小分子化药 CDMO 近年来承接大量的订单。

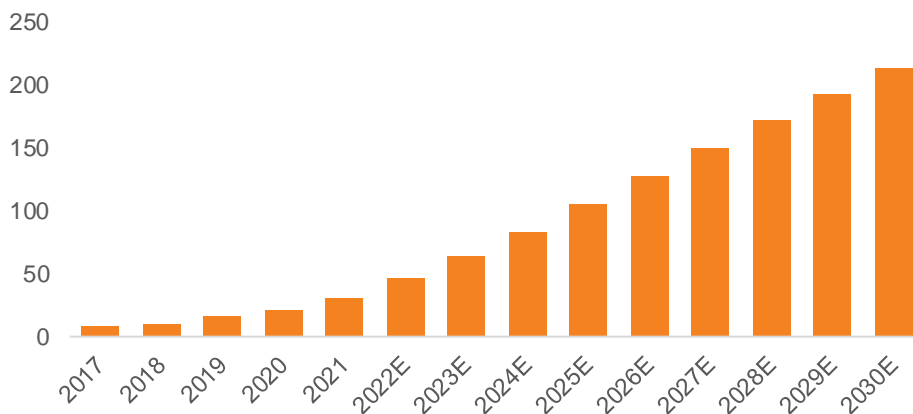
图 34: 全球小分子化药 CDMO 市场规模及增速 (2017-2030E, 十亿美元)



资料来源: 沙利文, 《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》, 天风证券研究所

2017年至2021年，中国小分子化药CDMO市场规模从92亿增长至301亿人民币，复合年增长率为34.4%，预计2025年将达到1,046亿人民币，2030年将达到2,129亿人民币。

图 35：中国小分子化药 CDMO 市场规模及增速（2017-2030E，十亿元）



资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

从竞争格局看，国内的头部 CDMO 企业，如药明康德、凯莱英、普洛药业、海外的 Lonza（小分子部门）、Siegfried、Divi's 等，收入规模及增速均以药明康德领先，展现出向龙头持续集中的趋势。

表 8：2021-2025 年全球头部小分子 CDMO 企业对应部门收入（亿元）及期间增速（%）

	2021	2022	2023	2024	2025	期间 CAGR
Lonza (小分子部门)	66.99	71.23	78.43	85.19	104.27*	11.7%
<b>药明康德 (化学业务)</b>	<b>140.87</b>	<b>288.5</b>	<b>291.71</b>	<b>290.52</b>	<b>364.66</b>	<b>26.8%</b>
凯莱英 (定制研发生产)	42.38	95.53	66.20	45.71	47.35	2.8%
九洲药业 (专利原料药及中间体)	23.11	34.17	40.79	38.71	41.76	15.9%
普洛药业 (创新药研发生产服务)	13.94	15.77	20.05	18.84	21.98	12.1%
Divi's (产品)	64.82	56.19	56.75	70.26		
Siegfried (药品生产服务收入)	35.87	34.9	35.66	41.23	38.68	1.9%

资料来源：Wind，医药魔方公众号，天风证券研究所

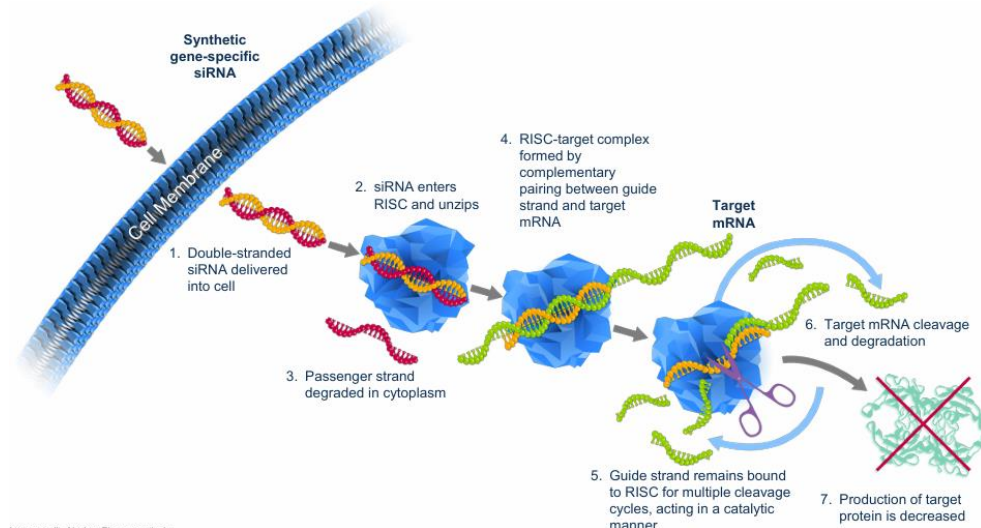
注：2025 年 Lonza 将化药及偶联部门合并，小分子部分收入为推测值

### 2.1.3. 小核酸 CDMO：热度持续提升，CDMO 市场进入快速增长期

小核酸是化学合成的、短的（通常为 15-25 个核苷酸）核酸序列，用于调节基因表达水平，通过 mRNA 转录水平调节达到治疗疾病目的提供了一种直接方法。小核酸药物主要包括小干扰 RNA(siRNA)、反义小核酸（ASO）和适配体等，它们通过不同的机制发挥作用，调节基因表达和蛋白质水平，进而调控相应的蛋白质功能。

RNAi 疗法核心机制是减少靶蛋白的生成。以 siRNA 为例，双链 siRNA 进入细胞后，由 RISC 复合体加载并解链，保留的引导链与靶 mRNA 互补配对。引导链保留在 RISC 中，可进行多次切割循环，起到催化作用。靶 mRNA 被切割并降解，从而阻止目标蛋白的合成。由于一个 RISC 复合体可循环使用多个 mRNA，RNAi 疗法具有高效、特异性强、靶向精准的优势，适用于多种基因相关疾病的治疗。

图 36：通过 RISC 降解靶 mRNA 抑制蛋白表达



资料来源：Alnylam, 天风证券研究所

表 9：siRNA、ASO 与适配体：三类小核酸药物的特性对比

	siRNA	ASO	适配体
结构	双链，通常为 20-25 个核苷酸	单链，通常为 15-30 个核苷酸	单链，通常为 20-80 个核苷酸，折叠成特定的三维结构
靶点	mRNA	主要是 mRNA	蛋白质；小分子
作用机制	加载到 RNA 诱导沉默复合体 (RISC)，识别并切割靶点 mRNA	通过 mRNA 结合和降解或空间位阻阻断基因表达，或空间位阻阻断基因转录	蛋白质结合和调节
优势	<ul style="list-style-type: none"> <li>低浓度下的高效能</li> <li>更好的稳定性</li> <li>长期疗效</li> <li>相对更容易获得强效 siRNA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>更容易的体内递送和无载体要求</li> <li>简单的化学修饰</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高亲和力和特异性</li> <li>强大的抑制潜力</li> <li>低免疫原性</li> </ul>
挑战	需要组织特异性递送技术	<ul style="list-style-type: none"> <li>毒性一般高于 siRNA</li> <li>活性和长效性通常弱于 siRNA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>复杂的筛选路径</li> <li>半衰期短</li> </ul>

资料来源：瑞博医药招股书，天风证券研究所

目前主流大小分子药物一般靶向致病蛋白，包括激酶、受体、抗原等，通过调节这些蛋白的功能实现治疗目的。

小核酸药物理论上能够调节任何基因的表达，有望直接从上游调控致病蛋白质的表达，从而源头上解决“致病”因素，并且无需面对蛋白质复杂结构带来的系列问题。

表 10：siRNA、小分子和抗体药物的区别

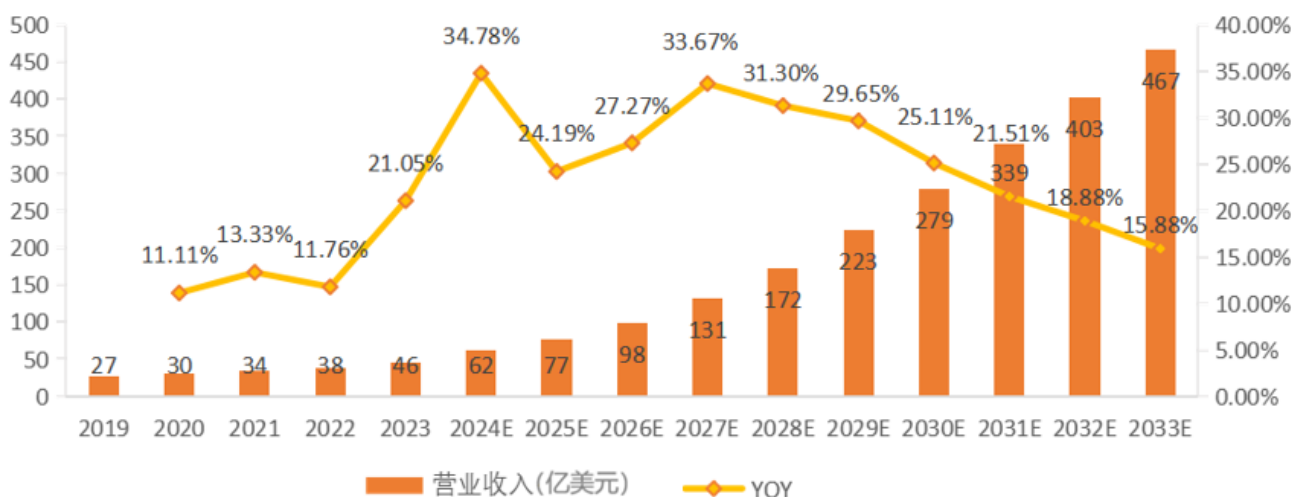
特性	siRNA	小分子	抗体
分子量	通常 >7 千道尔顿；~14 千道尔顿	通常 <500 道尔顿	约 >100 千道尔顿
作用靶点	主要为 RNA 分子，亦可作用于蛋白质/DNA	主要为蛋白质	特异性蛋白质或其缺陷
作用位点	细胞内（细胞质或细胞核）	细胞内/细胞外均作用	依靶点而定（细胞内/细胞外）
作用机制	基因表达的调控；ASO：调节 RNA 剪接/稳定性/翻译等；siRNA：通过 RNA 干扰 (RNAi) 降解靶 mRNA	蛋白质的调控；通过与特定靶点结合发挥作用	蛋白质的调控；特异性结合靶抗原；• 阻断受体-配体相互作用 • 诱导受体内化 • 激活免疫反应
特异性	高	低	高
影响持续时间	长	短	中

给药方式	静脉注射、皮下注射或局部给药	口服、静脉注射、局部给药等	静脉注射
给药频率	每月/季度/双季度	每日	每月/双月
生产方法/成本	合成技术/适中	化学合成/低	生物工艺/高
临床开发成功率	高	低	中
免疫原性和 ADA 开发	低	最小	高
药物相互作用	最小	常见	低
安全性/毒性	肝肾毒性	脱靶效应及潜在毒性	可能引发免疫相关不良反应

资料来源：瑞博医药招股书，Current status and trends in small nucleic acid drug development: Leading the future (Yuxi Miao et.al)，天风证券研究所

全球小核酸药物市场展现出强劲而持续的增长，从 2019 年的 27 亿美元增长到 2023 年的 46 亿美元，复合年增长率为 14.3%。在技术持续进步、上市批准及临床验证不断增加的推动下，弗若斯特沙利文预计全球小核酸药物市场将加速增长，从 2023 年起以 26.1% 的复合年增长率在 2033 年达到 467 亿美元。

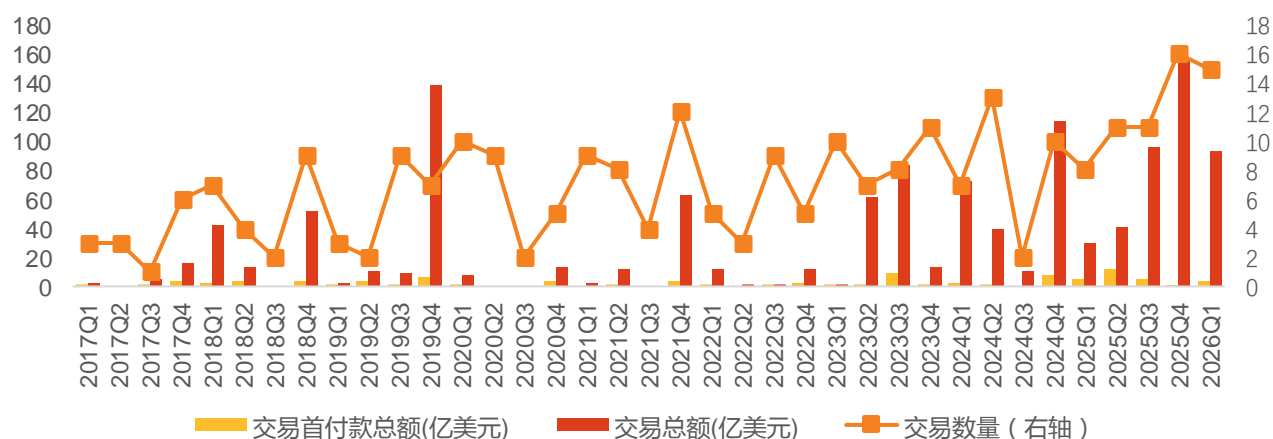
图 37：2023-2033 年全球小核酸疗法市场规模（亿美元）



资料来源：瑞博医药招股书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2025 年底，船望制药与诺华达成潜在总金额超 90 亿美元的合作，成为非肿瘤领域 BD 交易的新标杆。瑞博生物、中国生物制药等企业也相继完成数亿美元级别的海外授权或并购。这些交易不仅反映了国际药企对中国创新的认可，更凸显了小核酸实现从技术向商业一大跨越。

图 38：2017Q1-2026Q1 全球小核酸药物交易情况



资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

**小核酸药物的研发与生产，天然带有“高门槛、高复杂度”的属性。核心挑战主要聚焦在研发和生产两大环节。**

**(1) 研发环节：**从序列设计就需兼顾靶向效率与脱靶风险，其次化学修饰策略直接影响稳定性与免疫原性，而递送系统（如 GalNAc、LNP）更是决定成药性的关键。

**(2) 生产环节：**固相合成工艺对杂质控制、收率和放大能力要求极高，且缺乏统一的行业标准，导致早期很多项目“卡”在从毫克级到公斤级的转化上。

传统 CRO/CDMO 模式难以完全覆盖小核酸需求。具备一体化 CRDMO 能力的服务商不仅能支持早期靶点验证与分子优化，又能打通临床前到商业化生产的全链条。国内 CXO 龙头药明康德的 TIDES 平台已支持多个 siRNA 项目进入临床阶段，凯莱英则通过自建 GalNAc 原料产能，缓解了国内企业在关键递送组件上的“断供”焦虑。国内还有许多 CXO 企业也努力利用自身技术优势竞逐赛道。

**表 11：国内 CDMO 公司小核酸领域布局**

企业	布局类型	具体布局情况
药明康德	CRO	合成能力：提供寡核苷酸及单体、偶联物、单体、配体和连接子的合成 服务范围：支持从序列设计到临床前候选药物筛选
	CDMO	全链路服务：提供从原料药到制剂的服务 规模灵活：能够实现 nmol 至 mol 级规模化灵活扩产
康龙化成	CRO	前沿技术：寡核苷酸类药物服务已具备相当的前沿技术服务能力
	CDMO	计划发展：公司计划将进一步巩固和发展寡核苷酸类药物的生产能力
凯莱英	CDMO	技术全面：服务涵盖 ASO、siRNA、CpG、Aptamer、PMO、PPMO、ApDC、POC 等 产能明确：布局 10 条中试 - 商业化生产线，具备 500kg / 年合成产能
博腾股份	CDMO	专业产线：拥有 50 kg 级 miRNA/siRNA 专线，实现 nmol→mol 全覆盖 服务目标：致力于更好完成海外 IND 整包服务
诺泰生物	CDMO	平台建设：已建立研发和中试平台 重大产能：吨级商业化生产车间于 2024 年开始建设，将形成年产寡核苷酸 1000 公斤等优质产能
九洲药业	CRO	两地平台：已完成美国和中国两个场地的小核酸药物研发平台建设，承接多项定制业务
	CDMO	产能建设：正加快推进小核酸 GMP 中试平台和 GMP 商业化车间建设
金斯瑞	CRO	全流程开发：提供涵盖设计、合成、递送、筛选和生物分析检测 4 大环节的小核酸药开发服务
	CDMO	GMP 产能：依托超 2000m <sup>2</sup> 寡核苷酸 GMP 车间、1000m <sup>2</sup> 质控实验室 生产级别：已实现从 IND 申报到商业化早期阶段的百克至公斤级原料药生产
成都先导	CRO	平台化服务：提供 siRNA/saRNA/ASO 设计、快速平行合成与化学修饰、活性测试、稳定性测试、脱靶风险评估及体内外药效评价等全链条服务
阳光诺和	CRO	专注递送：建立小核酸药物载药系统开发平台，专注于小核酸药物的递送系统研究
药石科技	CDMO	全链条支持：提供从上游原料到下游成品的全链条产品服务 阶段适配：支持从毫克级研发样品到百克级生产，中试车间正在规划中
皓元医药	CDMO	定制合成：提供 siRNA、miRNA、ASO 等多种小核酸药物从小试到中试的定制化合成服务
奥锐特	CRO	AI 赋能发现：与华东师范大学药学院共建 “AI 小核酸药物发现联合实验室”
	CDMO	先进工厂：建设商业化生产的 Oligo FlexFactory 产线，首条生产线于 2024 年成功上线
泓博医药	CRO	递送平台：自 2019 年建立小核酸药物靶向递送核心技术平台
	CDMO	合作开发：与默沙东、辉瑞等国际药企合作，提供涉及小核酸药物的工艺开发、杂质研究等 CDMO 服务
益诺思	CRO	非临床全项：服务涵盖早期成药性筛选、非临床药效 / 药代 / 安全性评价和临床生物分析
睿智医药	CRO	智能合成系统：联合发布全球首个适用于 ADC 与核苷酸单体合成的药物智造系统
昭衍新药	CRO	非临床研究（安评、药效）：GLP 毒理、组织分布、特殊模型支持（主要提供非临床安全性评价服务，

不涉及合成与生产环节)

资料来源：药融圈公众号，天风证券研究所

## 2.2. 药物研发复杂性持续提升，外包率有望持续获益

**医药外包是全球专业化分工催生的一种服务模式。**历史上，跨国制药企业在内部建立起了从药物发现、临床前研究、临床实验、药品注册到药学研究、药品生产、药品销售等完善的经营环节。随着药品监督管理日趋严格、创新药研发成本不断提高、创新药专利到期后仿制药的冲击等，跨国制药企业面临越来越大的经营压力。为了应对经营压力，跨国制药企业开始调整业务经营模式，逐步将创新药的研究、开发、生产、销售等业务环节进行优化，并外包给专业机构，形成开放合作的业务模式。

此外，小型生物科技公司蓬勃发展，其在某一领域研发能力较强，且通常具有轻资产和小规模专业团队的特点，对于医药外包服务的需求也十分强烈。当前国内外大型制药企业和生物科技公司普遍将资源集中于疾病机理研究、新靶点的发现以及研发的早期阶段，而将后续的研发中晚期阶段、开发阶段的化合物筛选、样本数据采集、临床试验以及之后的生产加工等环节委托给医药外包机构完成。

图 39：CDMO 的主要服务优势及服务案例

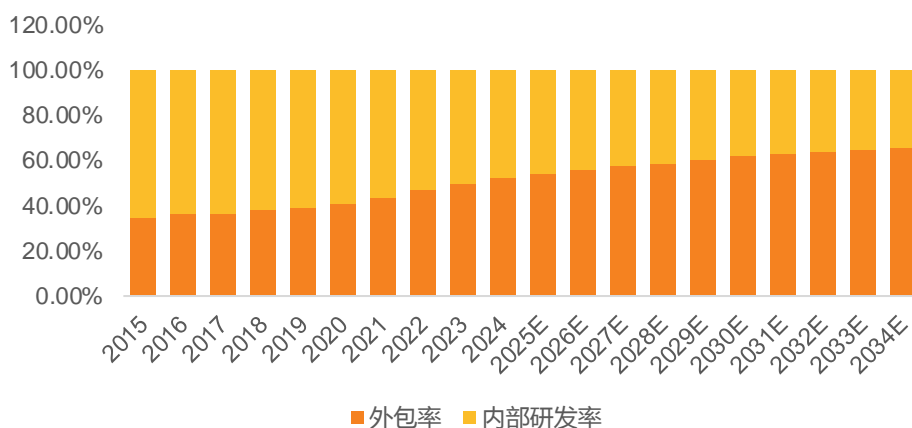


资料来源：安徽产业网，沙利文，《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，天风证券研究所

过去十年，新药研发成功率下降、周期拉长、成本难控，已成为全球制药行业普遍面临的现实困境。德勤对全球 TOP20 药企的长期跟踪显示，单个新药从发现到上市的平均成本已升至 22.3 亿美元，研发周期超过 100 个月，而全球新药研发的收益率（IRR）长期在 5.9% 的低位徘徊。

根据 Frost & Sullivan 报告预测，全球医药研发投入外包比例将由 2024 年的 51.9% 提升至 2029 年的 60.0%。我们认为，随着新药研发时长的提升，外包能够通过提升研发生产效率、优化资源配置、降低研发生产成本，从而得到更多药企的外包需求。

图 40：2015-2034E 全球医药研发外包率



资料来源: Frost & Sullivan, 药明康德年报, 天风证券研究所

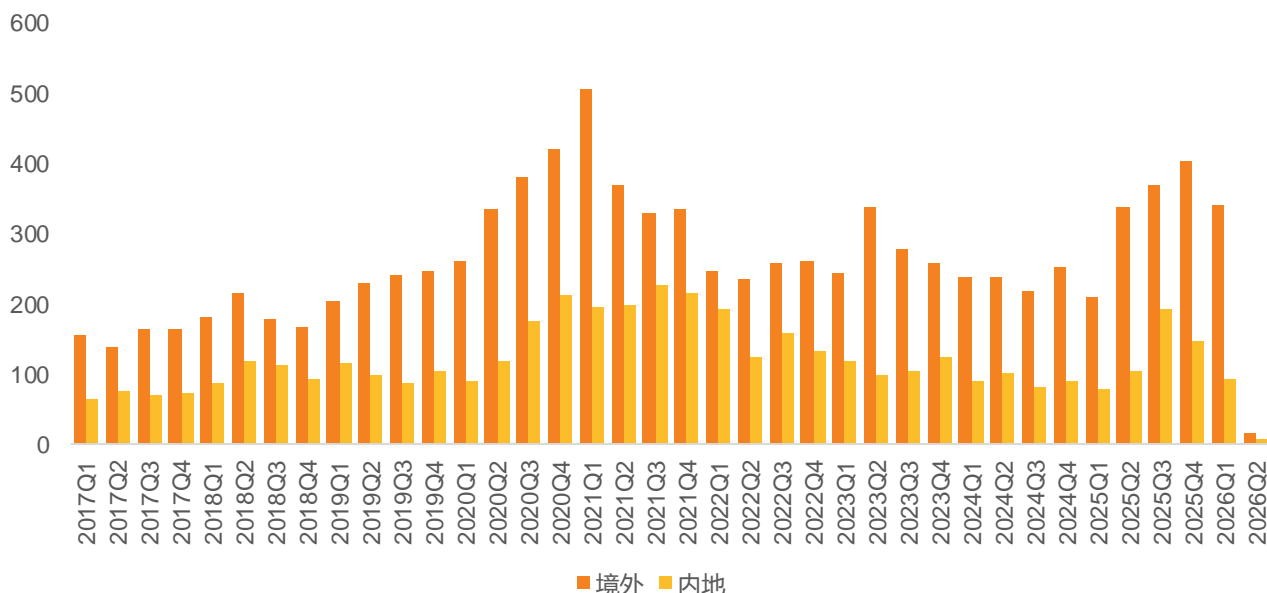
## 2.3. 全球新药研发逐步恢复, 带动 CXO 市场持续扩容

### 2.3.1. 新药投融资逐步恢复, 海外节奏快于国内

Insight 数据库显示, 从 2017Q1 至 2026Q1, 全球新药投融资逐步恢复。

**从全球新药投融资数量看:** 2021Q1 年是境外新药投融资的高峰, 单季度实现投融资 504 个, 2021Q3 国内新药投融资高峰, 达 226 个; 2023 年海外新药投融资率先恢复, 全年境外事件数达 1115 个, 同比增长 12% (同期国内 448 个, 同比下降 26%); 2025 年境外新药投融资事件数 1318 个, 同比增长 13%; 境内 522 个, 同比增长 13%; 2026Q1 境外新药投融资事件数 341 个, 同比增长 63%; 境内 92 个, 同比增长 18%;

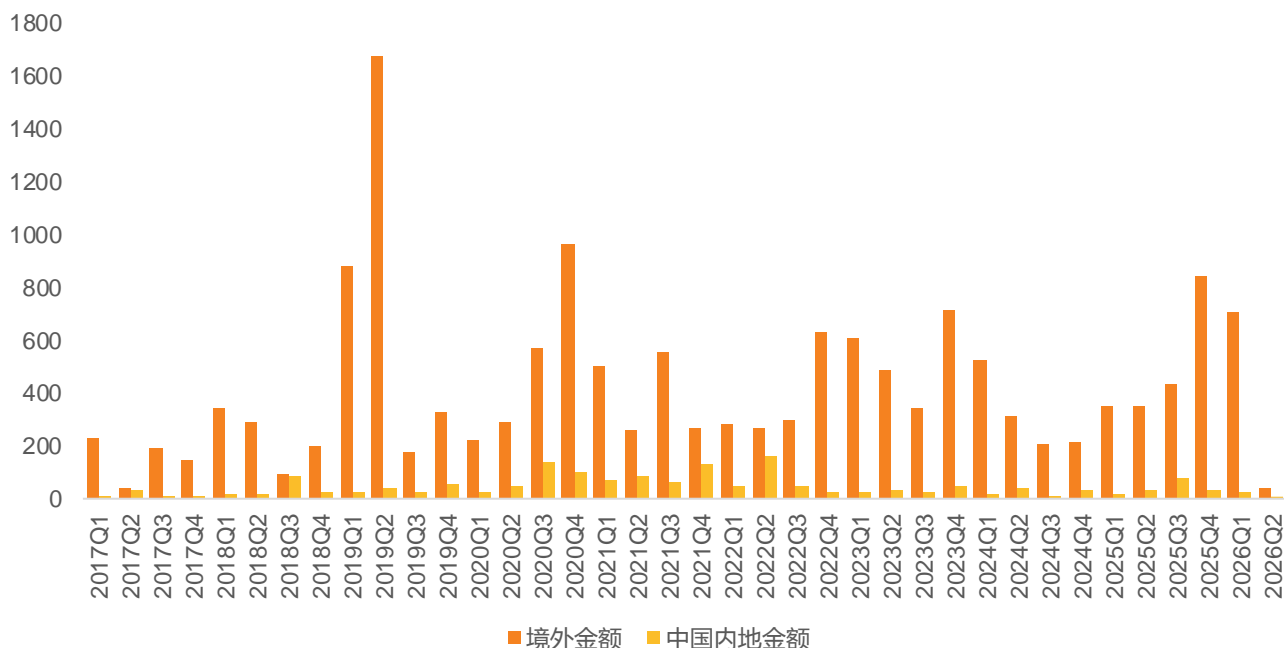
图 41: 2017Q1-2026Q2(截至 2026-4-7)全球新药投融资数量 (个)



资料来源: Insight 数据库, 天风证券研究所

**从全球新药投融资金额看:** 2023 年海外新药投融资率先恢复, 全年境外累计融资金额 2153 亿美元, 同比增长 46% (同期国内 128 亿美金, 同比下降 55%); 2025 年境外新药投融资金额 1918 亿美金, 同比增长 47%; 境内 156 亿美金, 同比增长 1%; 2026Q1 境外新药投融资金额 704 亿美金, 同比增长 102%; 境内 25 亿美金, 同比增长 56%。

图 42: 2017Q1-2026Q2(截至 2026-4-7)全球新药投融资金额 (亿美金)



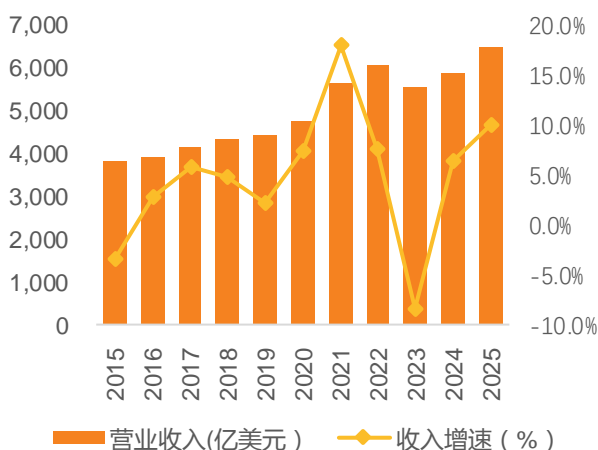
资料来源: Insight 数据库, 天风证券研究所

### 2.3.2. 全球 Pharma 研发需求稳定增长, 大客户订单有望持续

**全球 TOP MNC 收入及研发费用持续增长。**从全球营业收入前 10 的制药企业情况看, 整体的营业收入及研发费均保持了较高的增速。营业收入从 2015 年的 3807 亿美元增长至 2025 年的 6462 亿美元, 期间 CAGR 达 5.4%; 同期研发费用从 684 亿美元增长至 1247 亿美元, 期间 CAGR 达 6.2%, 高于营业收入。

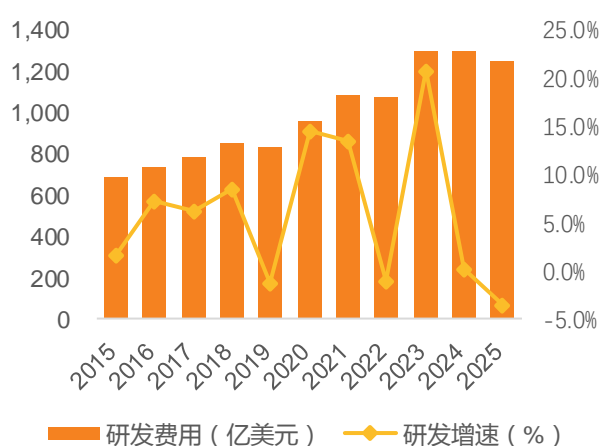
从收入和研发费用的角度看, 我们认为目前全球大型跨国制药企业整体收入仍保持稳定增长, 且研发投入增速较快, 预计整体研发端需求有望保持较快增长速度。

图 43: 2015-2025 全球 TOP10 MNC 收入 (亿美元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 赛柏蓝公众号, 天风证券研究所

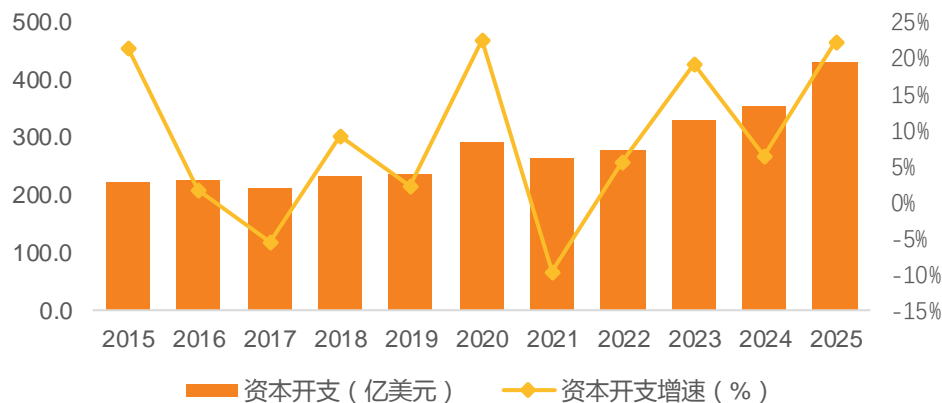
图 44: 2015-2025 全球 TOP10 MNC 研发费用 (亿美元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 赛柏蓝公众号, 天风证券研究所

**TOP 10 MNC 资本支出增长增速更快:** 资本支出从 2015 年的 221.4 亿美元增长至 2025 年的 431.7 亿美元, 期间 CAGR 达 6.9%。

图 45: 2015-2025 全球 TOP10 资本支出 (亿美元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

过去全球化分工带来极致的成本效率, MNC 依赖大规模生产外包, CDMO 快速扩容。2020 年以来, 新冠疫情挑战“供应链韧性”, 暴露“生产集中风险”; 美国主导的“逆全球化”下, 跨国药企倾向掌控供应链主动权, 因此 MNC 开始加速调整全球网络, 打造多元供应链, 以提高供应链的韧性和抗风险能力; 同时在美国市场主导推进 3500 亿美元的制药回流, 且均以自建扩产的形式落地。

表 12: 2025 年 MNC 投资美国梳理

时间	企业	金额	投资情况
2025 年 7 月	渤健	20 亿美元	扩展反义寡核苷酸 (ASO) 的能力和基础设施, 建立临床和商业多平台灌装与包装能力, 并继续通过更先进的自动化和人工智能技术实现生产技术和控制的现代化
2025 年 7 月	阿斯利康	到 2030 年将在美国投资 500 亿美元	扩大美国生产及研发能力, 重点在弗吉尼亚州新建全球最大药品生产工厂, 用于生产口服 GLP-1 减肥药等代谢疾病药物活性成分
2025 年 5 月	吉利德	已公布的 210 亿美元投资之上额外增加 110 亿美元	已公布的 210 亿美元, 额外的 110 亿美元投资细分如下: 40 亿美元用于资本项目, 包括实验室和设备; 50 亿美元用于技术、运营和研发站点活动; 20 亿美元用于数字和先进工程计划
2025 年 4 月	赛默飞世尔	在未来四年再投资 20 亿美元	15 亿美元的资本支出, 用于加强和扩大美国的制造业务, 辅以 5 亿美元的研发, 专注于高影响力的创新
2025 年 4 月	安进	9 亿美元	扩建其俄亥俄州俄亥俄州工厂, 使创造的就业岗位总数达到 750 个, 俄亥俄州中部的总投资超过 14 亿美元
2025 年 4 月	艾伯维	未来十年内投资 100 亿美元	以支持其目前的增长计划, 并扩展到肥胖等新领域, 该投资计划包括新建 4 个生产 API、药物产品、肽类和器械的生产线
2025 年 4 月	再生元	未来十年内支付约 30 亿美元	与富士胶片 Discoyoth 达成合作, 将在未来十年内, 通过其位于北卡罗来纳州利斯特普林斯新建的大规模生物制药生产基地及其现有计划和计划中的扩建项目, 为再生元提供美国本土的生产制造服务。该基地预计将于 2025 年晚些时候投入运营
2025 年 4 月	罗氏	500 亿美元	未来五年内, 罗氏将在美国的制药和诊断领域进行大规模投资, 涵盖印第安纳州、宾夕法尼亚州、马萨诸塞州、加利福尼亚州等地的新建研发中心和生产基地。此外, 还包括扩大和升级位于肯塔基州、印第安纳州、新泽西州、俄勒冈州和加利福尼亚州的制造和分销能力。预计将创造超过 12000 个新的就业机会
2025 年 4 月	诺华	230 亿美元	未来五年内, 诺华计划新建 7 家工厂, 并对现有的 3 家工厂进行扩建。这些工厂将覆盖原料药和生物制剂的生产, 以及二次生产和包装。此外, 诺华还将在加州圣地亚哥再投资 11 亿美元建设生物医学研究创新中心。预计创造近千个直接工作岗位, 并为美国创造约 4000 个额外的工作岗位

2025年3月	强生	未来四年将增加投资 25%，达到 550 亿美元以上	强生计划新建 3 家生产基地，并对现有部分工厂进行扩建，涵盖研发基础设施建设以及技术升级等多个领域
2025年3月	默沙东	到 2028 年再投资 90 亿美元	默沙东在北卡罗来纳州达勒姆开设一家生产四价 HPV 疫苗的工厂，计划在原有工厂的基础上进行扩建，预计追加投资 10 亿美元
2025年2月	辉瑞	未披露	计划将部分欧洲生产基地转移至美国现有工厂，充分利用其在美国的 13 家本土工厂的产能弹性
2025年2月	礼来	未来五年将投资 270 亿美元	礼来计划新建 4 座生产基地，其中 3 家专注于小分子原料药的生产，1 家致力于注射剂生产

资料来源：盖德视界公众号，天风证券研究所

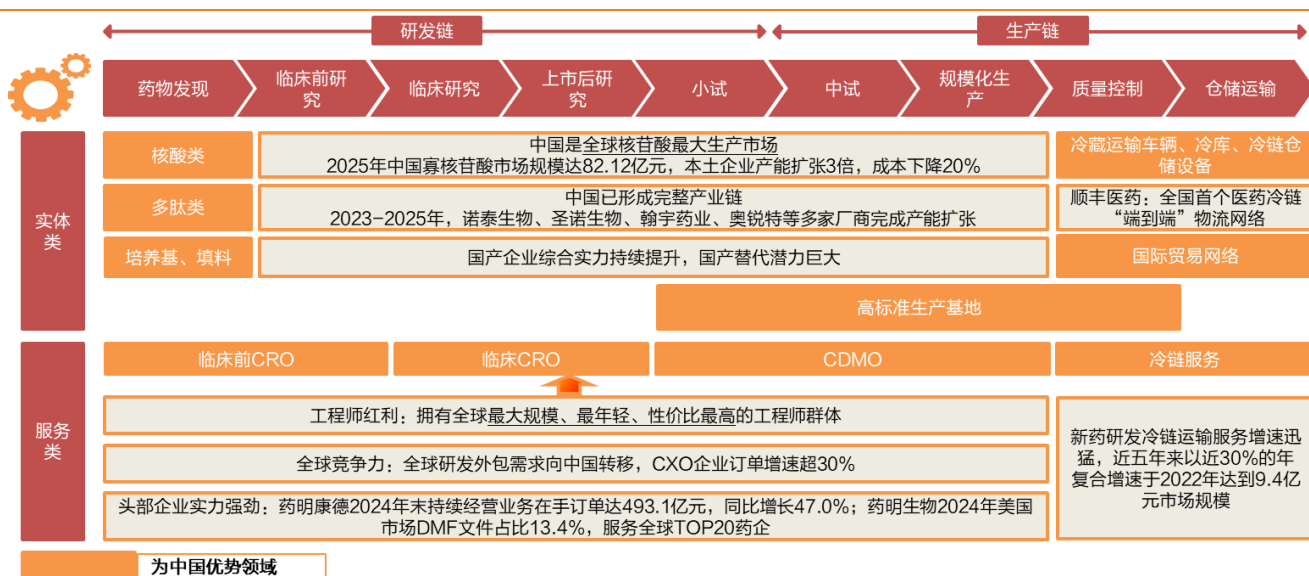
**美国优先是影响 CDMO CAPEX 的关键因素，但对 CDMO 影响预计有限。**美国药品研究与制造商协会官网显示，新建药品制造工厂所需的资金投入十分庞大，高达 20 亿美元。从奠基开工到正式投入运营需要经历 5 到 10 年周期。目前 MNC 对美承诺是 5 年投资，实际投资落地预计到 2030 年后才能确定；此外，特朗普频繁变化的政令，也给 MNC 美国投资计划带来了诸多变数，面对特朗普此前签署的“最惠国”行政命令，罗氏作为 25 年以来宣布在美投资金额最高的跨国药企之一，表示可能会重新考虑在美国的投资计划。MNC 整个投资周期比特朗普四年任期要长不少，因此特朗普任期结束后 CDMO M 端外包率有望进一步提升。

同时，跨国药企的资本开支总额存在着刚性约束，在 MNC 进入专利悬崖的背景下，MNC 在各大治疗领域的巨额并购持续落地。从预算的角度看，我们认为 MNC 们仍会长期选择两条腿走路，自产与外包并重。

## 2.4. 中国核心竞争优势明显，在手订单&增长指引表现优秀

**中国医药产业凭借研发与生产优势，全球话语权持续提升。**实体领域，中国是全球核苷酸最大生产市场，多肽药形成完整产业链，培养基等领域国产替代潜力大；在质量控制和仓储运输领域，冷链及物流、国际贸易网络进一步增强了创新药相关配套产业的活力；服务领域，中国工程师资源优势显著，研发外包需求向中国持续转移，药明康德等头部企业实力强劲，新药研发冷链服务增速近 30%。

图 46：创新药产业链及中国优势领域



资料来源：行业研究报告公众号，动脉网《中国创新药企：迈向全球市场的出海之王》，天风证券研究所

**中国在医药工程师资源方面具备显著优势，表现为规模大、成本低、年龄轻三大特征。**规模上，据 CSET 统计，中国理工科博士毕业生在 2004 年前后反超美国，并一路领先，根据预测，到 2025 年，中国大学毕业的理工科博士人数约为美国的两倍，除此之外，中国博士教育的质量也在持续提升。成本上，中国医药工程师的年薪仅为美国的 1/3-1/2；年龄

上，中国比美国年轻近 10 岁。这三大优势共同构成了中国在医药工程师方面的“红利”，为未来科技和产业发展提供坚实支撑。

图 47：中国的工程师红利

	中国		美国
规模大	百万级	工程师规模	30-40万
	7.7万人	2025年理工科博士毕业生	4万人
	为美国的2倍		2020年，中国科学家与工程师的总量是美国的2.6倍
成本低	医药工程师平均年薪 15-25万元	工程师成本	医药工程师平均年薪 40-50万元
	仅为美国1/3-1/2		
更年轻	医药工程师平均年龄 基层工程师30岁；中高级工程师35-40岁	工程师年龄	医药工程师平均年龄 40岁以上

资料来源：行业研究报告公众号，动脉网《中国创新药企：迈向全球市场的出海之王》，天风证券研究所

从 2025 年底在手订单及 2026 年业绩指引趋势看，国内 CDMO 龙头在手订单及收入增速普遍高于海外龙头，意味着国内 CDMO 竞争力持续增长、经营情况持续改善。

(1) 在手订单：从国内及海外 CDMO 龙头 2025 年在手订单看，国内 CDMO 企业增速更快，普遍在 28%及以上，药明合联在手订单增速超 50%；海外 CDMO 公司，如三星生物，CMO 增速在 18%。

(2) 业绩指引：各公司业务结构不完全相同，国内 CDMO 企业中药明康德、凯莱英收入中枢约 20%，药明生物、康龙化成收入增速中枢约 15%，药明合联收入中枢约 30%+；海外收入增速在 10-20%之间。

表 13：国内&国外 CDMO 龙头企业 2025 年在手订单&2026 年业绩指引

公司名称	订单情况	业绩指引
药明康德	持续经营业务在手订单金额 580 亿元,同比增长 28.8%	预计 2026 年公司整体收入达到 513-530 亿元,持续经营业务收入同比增长 18-22%
药明生物	未完成订单 237 亿美元,同比增长 28.1%	收入预计实现 13-17%同比增长
药明合联	未完成订单总额增至 14.9 亿美元,同比增长 50.3%	至 2030 年, CAGR 约 30-35%
康龙化成		公司目标 2026 年收入同比增长 12-18%
凯莱英	13.85 亿美元,同比增长 31.7%	公司 2026 年预计经营业绩将呈现加速增长态势,营业收入增长预计为 19-22%
LONZA	未披露具体在手订单金额,各技术平台和生产基地均保持强劲的新业务签约势头	预计按固定汇率计算的销售额将同比增长 11%-12%,核心 EBITDA 利润率将进一步提升至 32% 以上
三星生物	CMO 订单总额达 212 亿美元,同比增长 18%	公司预计 2026 年收入同比增长 15-20%。(该增长不计入计划中的美国基地潜在贡献的前提下)
Fuji film	新工厂新签 80 亿美元订单	

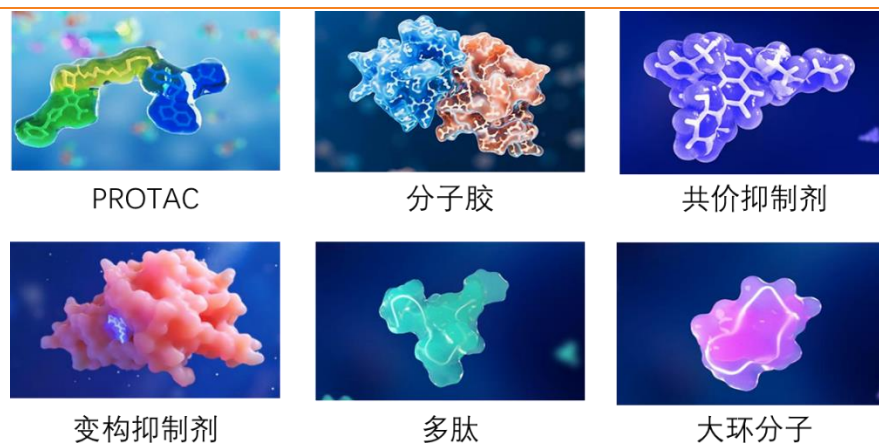
资料来源：药事纵横公众号，盖德视界公众号，各公司年报交流材料，天风证券研究所

## 2.5. CXO 集中度或逐步提升，中国平台型龙头有望持续受益

### 2.5.1. 新分子类型复杂度提升，技术能力要求持续提升

随着创新药行业从 PD-1 等热门靶点的“内卷”，到目前“百花齐放”的新阶段，核心特征是药物分子本身的高度复杂化与差异化，以 ADC、双特异性抗体、寡核苷酸和多肽为代表的分子类型正成为全球新药研发的主流。

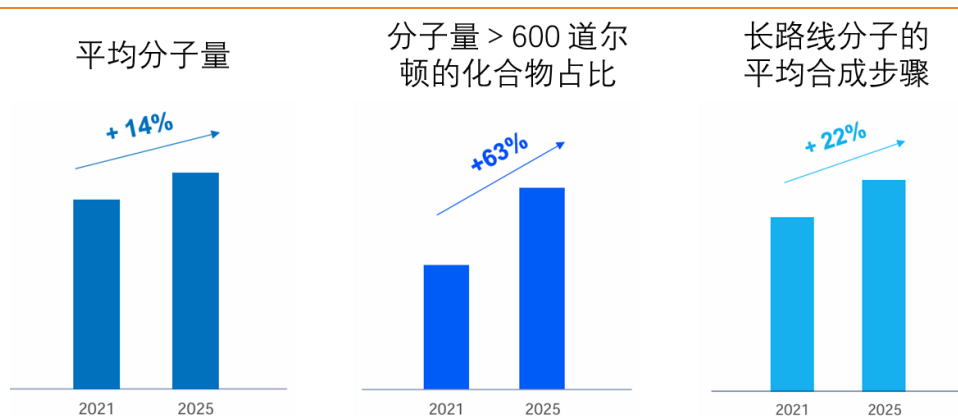
图 48：新的分子类型



资料来源：药明康德推介材料，天风证券研究所

这些新型分子动辄拥有更大的分子量、更复杂的空间结构和更长的合成步骤，其研发与生产的技术门槛更高。企业的竞争核心已从简单的产能扩张和成本控制，转变为对化学合成、工艺开发、分析表征、质量控制等全方位技术能力的考验。

图 49：药明康德项目分子复杂度持续提升



资料来源：药明康德推介材料，天风证券研究所

目前科学验证更扎实、确定性更高、差异化优势更明显的优质资产的需求在持续提升，而手握复杂新分子管线的 Biotech 公司，必须具有无懈可击的、高质量的临床前和临床数据。这些复杂分子的 CMC（化学、制造和控制）开发工作，难度远超传统小分子或单抗药物，这也超出了多数中小型 CXO 的能力范围。为了最大程度地“去风险化”，确保研发数据的可靠性与合规性，Biotech 公司必然会选择与拥有顶尖技术平台 CXO 龙头合作。

### 2.5.2. 平台型能力与价值量直接挂钩

过去市场更关注行业需求波动与产能利用率变化，这使得 CXO 公司在资本市场上的定价更接近典型的周期制造业；而随着产业成熟度提升以及技术复杂度不断提高，行业的竞争焦点逐渐从“订单波动”转向“平台能力”。

我们认为，从长期视角看，决定 CXO 企业价值的核心变量可以归纳为三个维度。（1）平台深度决定企业能够触达的业务边界以及单分子价值占比，是影响长期增长天花板的根本

因素；(2) 产能速度决定在需求阶段性放量时能否实现份额迁移，是驱动中期业绩弹性的关键；(3) 客户绑定决定收入稳定性与项目生命周期收益，是企业实现长期增长的基础。

表 14: CXO 平台型公司及其他类型公司情况

	平台型公司	二三线公司
平台深度	覆盖中间体+API+制剂，多技术平台协同	仍聚焦低价值原料药，缺乏前沿技术布局
产能速度	多肽产能三年增长十倍，数字化提升 20% 利用率	未明显扩产，产能跟不上客户放量速度
客户绑定	早期价格绑定+MNC 份额提升+产业链不可替代	仅承接简单环节，客户粘性弱

资料来源：新财富产业研究院，新财富公众号，天风证券研究所

**平台深度有望实现价值量的突破。**随着创新药复杂度提升以及客户对供应链稳定性的要求提高，CXO 公司正从中间体与 API 的单点服务，逐步向制剂、商业化生产乃至全流程解决方案延伸。以价值量为例，若以终端销售额折算，小分子 CDMO 在仅提供中间体或 API 时，订单空间通常约为 5%至 8%；而当业务延伸至制剂环节后，这一占比有望提升至 8%至 10%以上。

**制剂&API 业务的进入门槛显著高于传统合成业务。**跨国药企对制剂生产的质量体系与合规记录要求极高，且行业中长期存在制剂环节更倾向本土化生产的惯例，因此企业必须配套海外产能布局，才能真正进入全球供应体系。与此类似，API 环节同样具备较高的监管与工厂等级要求，进一步放大了平台能力差异。

表 15: 小分子药物生产阶段价值量分布

生产流程	价值量 (以生产全流程为 100%)	外包率	2025 年市场空间	法规要求	技术要求
中间体	25-30%	80%+	~800 亿美元	低	低
API (DS, 原料药)	~40%	~70%	~1100 亿美元	中	高
制剂 (DP)	30-35%	45%-50%	~700 亿美元	高	中

资料来源：弘则医药，新财富公众号，天风证券研究所

### 3. 化学业务：漏斗模型持续发力，TIDES 业务成为增长发动机

#### 3.1. 小分子 R: WUXI RCS 拥有全球领先的化学发现平台

为全球合作伙伴提供快速，灵活，高效，可靠的小分子新药研发一站式解决方案。公司的小分子 R 端主体为研发化学服务部，拥有全球领先的化学发现平台，为全球合作伙伴提供临床前候选药物发现的合成化学和药物化学服务，加速药物发现进程。

表 16: 公司 RCS 优势

核心优势	详情
研发经验	超过 20 年的小分子新药研发经验
全球布局	全球有 5 个研发中心
研发团队	~9,000 名在线化学研发人员
化合物交付	2025 年成功交付 420,000 + 化合物
长期合作客户	1,035 家客户合作超过 5 年，其中包含 308 家客户合作超过 10 年
技术研发	紧跟化学前沿，大力投资新技术和方法，拓展化学合成工具箱，加快项目研发进展
客户认可度	服务获得客户高度认可，净推荐值 (NPS) 超过 90

资料来源：药明康德研发化学部官网，天风证券研究所

图 50: 公司 RCS 5 大研发中心



资料来源：药明康德研发化学部官网，天风证券研究所

公司拥有经验丰富的研发团队。通过不断提升研发能力，目前服务内容包括：药物化学，库化学合成，定制合成，发现工艺化学 (DPC)，并建立了包括流体化学，同位素标记化学，电化学，光化学，反应条件筛选平台等平台能力。

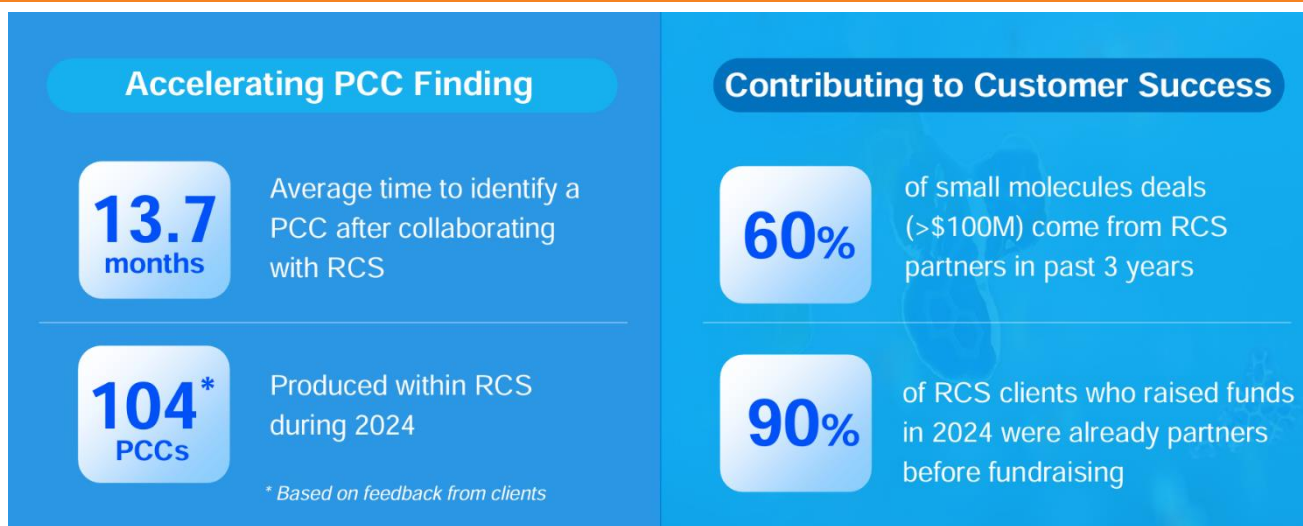
表 17：公司 RCS 服务内容

分类	介绍	服务 / 平台内容
药物发现服务	一体化药物发现及研发赋能平台，加速药物发现研发进程	化合物库、化学合成、计算化学、化合物管理、量子力学
特殊化学平台	通过数十年的研发经验和专业知识积累，不断开发和完善特殊化学平台，满足药物研发中特殊化学的需求，加速药物发现进程	靶向蛋白降解剂、靶向共价抑制剂、氟化学、有机硼化学、糖化学、脂质体化学、大环化学、甾体化学、核苷化学、同位素标记化学、荧光探针及生物标记
发现工艺化学	在路线设计，路线开发，条件筛选等方面积累了大量经验。通过经验丰富的科研人员，完善的平台能力建设及灵活的服务模式，确保快速开发出成熟，稳定，可靠的合成路线，加速药物研发进程	
分析服务和质量控制	通过完善的平台能力支持赋能内外部客户，涵盖多类别的分子形式，提供快速可靠的分析服务	反应表征、重结晶服务
技术平台	技术平台能力建设为化学合成提供新的支持，以更高效，更安全，更可靠的方式提供高质量化合物交付	流动化学、电化学、光化学、反应条件筛选、酶催化、后期修饰、催化筛选平台
试剂服务	依托药明康德览博网，不断开发和完善试剂服务平台，满足药物研发中的试剂需求。缩短试剂获取周期，加速药物发现研发进程。	览博网
项目管理	提供从项目询价到最终产品交付的全流程一站式管理服务，致力于为客户提供最好的服务体验。	一站式管理

资料来源：药明康德研发化学部官网，天风证券研究所

公司 RSC 平台持续赋能客户。根据公司 2022-2024 年的数据，客户与 RCS 合作后，平均拿到 PCC 的分子时间是 13.7 个月，2024 年合计产出 104 个；在过去 3 年中，体量在 1 亿美金以上的小分子交易中，60%的分子来自于公司 RCS 的客户。2024 年完成融资的客户，90%在融资前已经和 RCS 合作。

图 51：公司 RCS 的价值



资料来源：药明康德推介材料 Research Enabling Platforms, 天风证券研究所

**公司 R 端客户持续留存与拓展。**根据公司推介材料，合作 20 年以上的客户数量超 10 个，合作 10 年以上的客户数量超 280 个，合作 5 年以上的客户数量超 980 个。

图 52：公司 R 端客户数量



资料来源：药明康德推介材料 Research Enabling Platforms, 天风证券研究所

**R 端持续转化至 D。**公司深挖客户潜在需求，提供定制化解决方案，通过研究团队与开发团队的紧密协同，保障项目从研究到开发阶段实现稳定、高质量衔接。从 2024H1 到 2025H1，公司 R 端拥有 1000+ 活跃客户，其中有 308 个 D 端合作机会的客户，最后产生 185 个为从研究阶段拓展至开发阶段的新增客户，336 个全新分子项目。

图 53：公司从 R 端到 D 端的持续转化



资料来源: Research Enabling Platforms, 天风证券研究所

### 3.2. 小分子 D&M: 一体化优势明显, 技术全面且领先

合全药业是公司小分子 DM 的主体。作为药明康德的重要部分, 合全药业是一家在亚洲、北美和欧洲开展业务, 服务于生命科学行业, 赋能药物开发和生产能力的技术平台。作为一家业界领先的 CDMO 公司, 合全药业为全球合作伙伴提供从临床前到商业化的一体化开发和生产的高效、灵活和高质量的解决方案。

表 18: 小分子 DM 特点

类别	详情
平台优势	原料药和制剂的一体化 CMC 平台
全球布局	全球 9 个开发和生产基地, 拥有经全球主要监管机构批准的统一的质量和 EHS 标准
新药上市成果	支持 50 + 新药在美国、欧洲、中国、日本上市
项目服务规模	2025 年内, 支持了 3,000 + 临床前到 3 期临床的药物, 70 + 商业化药物
研发团队规模	原料药平台拥有 3,600+ 工艺开发和测试研究员, 制剂平台拥有 1,500+ 制剂研发和分析测试研究员

资料来源: 药明康德官网, 天风证券研究所

图 54: 合全药业提供的服务



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

表 19：合全提供的服务

服务板块	核心内容
原料药	布局：亚洲、北美共 6 个原料药基地，提供原料药及高级中间体的工艺开发、生产服务 研发：3600 + 工艺化学、分析科学家，全阶段高效高质量支持项目 分析和质量控制：各基地配备专业分析 & QC 团队，满足各类分析需求 生产：全球基地整合了起始物料、中间体、原料药生产，反应釜总体积超 3900 立方米，产能充足、供应链稳定
制剂	1. 团队：1500 + 制剂、分析研究员，覆盖临床前至商业化全阶段制剂研发生产 2. 基地：全球一体化制剂研发生产基地，可开发固体口服制剂和非口服剂型。 3. 技术：纳米颗粒、喷雾干燥分散体等生物利用度增强技术
分析开发与 质量控制	公司全球的研发和生产基地拥有超过 3,500 名分析科学家，提供全套分析服务，支持原料药和制剂从药物发现到临床前和临床开发，直至商业化生产的所有项目。提供全方位的分析方法开发、验证和测试服务，支持小分子新药开发所需的所有通用和特有测试，包括职业暴露限值（OEL）低至 10 ng/m <sup>3</sup> 的高活药物。）
全球申报事 务药学支持	1 服务内容：CMC 申报资料撰写、法规支持；IND/CTA、NDA/ANDA/MAA 等全流程申报服务；全球多国注册申报；双语专业文档撰写

资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

### 3.2.1. 原料药：提供从工艺研发、原料药生产、高活性化合物等一站式服务

公司原料药业务可以为客户提供从工艺研发、原料药生产、高活性化合物等一体化原料药服务。公司在亚洲和北美的 6 个原料药基地每年为全球数千名客户提供原料药和高级中间体的工艺开发和生产服务；（1）工艺开发：原料药研发团队拥有超过 3,600 名工艺化学和分析科学家，可以在各个阶段快速且高质量地支持项目。（2）分析和质量控制：拥有经验丰富的分析和 QC 团队，在每个生产基地都可以满足客户的分析需求。（3）全球基地整合了起始物料、中间体和原料药的生产，能够提供稳健可靠的供应链。反应釜总体积超过 3,900 立方米，可确保任何项目都有充足的产能。

（1）**工艺开发**：原料药工艺开发团队由 3,600 多名工艺化学和分析科学家组成，支持化学合成药物分子从临床前，到临床，到商业化的工艺开发和生产。支持各类小分子的起始物料，中间体，和最终原料药的工艺开发，赋能范围涵盖传统小分子，PROTAC，GalNAc，Lipid，多肽（液相合成法），寡核苷酸（液相合成法），高活小分子，高活载荷（payload）以及高活载荷-连接子（payload-linker）等化合物。

图 55：公司原料药工艺开发的优势

速度	经验
<ul style="list-style-type: none"> <li>□ RSM 工艺开发和生产可达每步 1.5 周，原料药工艺开发和生产可达每步 2.5 周</li> <li>□ 后期工艺验证和上市仅需 15-20 个月，比业界常规时间更短</li> <li>□ RSM 退回，QbD 研究和 PPQ 生产总共仅需 12 周</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 支持了 2,500 多个临床前到 2 期临床的分子（截至到 2024 年第四季度）</li> <li>□ 在 2018-2024 期间，完成了 110 多个新化学分子的 PPQ，且 100% 成功</li> </ul>

资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**（2）原料药生产：**凭借业界领先的全球标准质量体系，公司为全球合作伙伴提供全方位的原料药生产服务，支持各类小分子起始物料、中间体、以及原料药（包括高活原料药），从克到公斤到吨级的放大生产。公司业界领先的生产基地拥有数百台先进的反应釜，规模范围从 5 升到 20,000 升，反应釜总体积超过 3,900 立方米。基地配备了尖端技术和数字化操作系统，赋能团队稳健的提供高效高质量的原料药生产服务。公司所有基地都有统一的质量体系，已经多次通过了美国 FDA、欧洲 EMA、中国 NMPA 和其他多国监管部门的检查。

图 56：公司原料药生产基地



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**（3）高活原料药：**公司拥有一站式的高活原料药平台，覆盖从工艺开发到供应临床高活原料药，到高活原料药商业化生产的服务，在江苏常州和上海金山基地提供强大的双重供应链，为全球客户稳健供应高活原料药。高活原料药设施密闭能力达 OEL 10 ng/m<sup>3</sup>，包括高活工艺开发实验室，GMP 高活实验室，GMP 公斤级实验室，以及 GMP 生产车间。公司的高活原料药能力不仅包括工艺开发、生产，还包括制备 HPLC 纯化和冻干，湿磨和干磨，如喷射磨、销磨和锤磨。此外，公司为高活原料药及高活制剂（包括口服和注射制剂）提供一体化 CMC 服务。

图 57：公司高活原料药实验室及车间

高活实验室	高活生产车间
<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 高活实验室包括位于江苏常州和上海金山的工艺开发实验室, GMP 高活实验室和 GMP 公斤级实验室, 最大反应釜达 100 升, 可以进行各种反应。</li> <li>□ 除了常规的工艺外, 还拥有专门的氢化反应工艺和流动化学工艺, 以满足客户的各种需求。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 在江苏常州基地有两个高活原料药生产车间, 配备了最大 3,000 升的反应釜, 以及制备 HPLC (200mm) 和最大 10 平方米的冻干机, 适用于大规模高活原料药生产。</li> </ul>

资料来源: 合全药业官网, 天风证券研究所

**(4) 技术赋能平台:** 原料药工艺开发团队配备了全面的赋能技术平台, 包括结晶和颗粒工程、流动化学、生物酶催化、金属催化、制备 HPLC、SFC (超临界流体色谱) 和 SMB (模拟移动床色谱) 等业界领先的技术支持。这些技术可以支持任何规模的, 从临床前, 到临床, 到商业化的工艺开发和生产。

图 58: 公司原料药技术赋能平台

			
<b>流动化学</b>	<b>生物酶催化</b>	<b>结晶及颗粒工程</b>	<b>制备级HPLC, SFC和SMB</b>
<p>通过与客户的合作, 已经建立了一个行业领先的流动化学 (连续化生产) 平台, 为临床前到商业化阶段的项目提供工艺开发、非GMP和GMP生产服务。</p>	<p>拥有先进的生物酶催化工艺技术平台, 能够为客户提供能够一站式的解决方案。服务内容包括合成路线探索、酶筛选、酶进化、酶反应工艺优化, 酶发酵制备、酶固定化以及化合物生产等。</p>	<p>专业领域包括但不限于晶型、纯度、残留溶剂、颗粒度分布、晶体形貌、过滤和干燥的研究。结晶团队配备有pXRD、DSC、TGA、PLM、SEM、PSD和DVS等固态分析仪器。各种过程分析技术也被运用于工艺开发, 如FBRM、React IR和BlazeMetrics。</p>	<p>提供各种制备级色谱服务, 加速原料药、高活原料药、手性化合物和中间体的纯化过程, 其中包括制备级高效液相色谱、超临界流体色谱和模拟移动床。</p>

资料来源: 合全药业官网, 天风证券研究所

### 3.2.2. 制剂: 拥有特色一体化服务, 实现从 IND 到 PPQ 的全方位加速

**制剂:** 拥有由 1,500 多名制剂和分析研究员组成的制剂研发团队, 提供从临床前到商业阶段的制剂开发和生产。在全球拥有一体化制剂研发和生产基地, 开发各种包装形式的固体口服制剂和非口服剂型。提供从实验室到大规模生产的生物利用度增强技术。

**药物固态开发及材料学研究:** 药物的固态性质对药物的性能, 尤其是口服固体制剂的性能有着显著的影响。对原料药和制剂的固态性质进行充分的研究对于药物开发的成功至关重要。公司在药物固态化学, 粉体学和材料学方面的专家致力于加速从临床前到商业化生产各个阶段的原料药和制剂开发。

图 59: 支持原料药和制剂的完整新药开发生命周期



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**处方前研究：**处方前研究有助于在临床前阶段筛选最具开发潜力的分子。开发适合的临床前制剂，以支持动物的药代动力学（PK）、药效学（PD）和毒理学研究。此外，衔接临床前至临床制剂策略，助力临床制剂的开发和生产。公司提供：（1）帮助选择最具开发潜力的分子（拥有一整套物理化学性质表征工具，配备体外、体内及计算机工具）；（2）提供临床前制剂及 IND 临床制剂策略（综合的生物利用度增强技术，包括喷雾干燥、热熔挤出、纳米悬浮液和脂质制剂）。

图 60：公司处方前研究服务路线图



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**制剂开发：**公司口服固体制剂开发团队在加快推动候选药物从临床前到临床以及到商业化生产方面有着丰富的经验，成功应对了生物利用度差、辅料不兼容、载体稳定性和最佳释放曲线等的各种挑战，现在为全球市场的 10 多种商业化药物制剂提供支持。

图 61：公司制剂开发的优势

速度	经验
<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 制剂开发最快需要 1-6 周</li> <li>□ 从 GMP 原料药的接收到 1 期临床样品的放行最快需要 4-6 周 (F2CS 服务)</li> <li>□ 从技术转移到 PPQ 放行最快需要 6 个月 (F4CL 服务)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 在 2024 年支持了超过 1,000 个分子 (从临床前期到3期临床)</li> <li>□ 在 2024 年生产了超过 2,600 批次</li> <li>□ 迄今为止支持了 14 个药品成功商业化</li> </ul>

资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**赋能技术平台：**公司制剂开发的服务范围覆盖了各种各样的口服剂型，并建立了一个包括喷雾干燥分散体、热熔挤出、纳米研磨和脂质制剂在内的全面的赋能技术平台。

图 62：制剂业务的赋能技术平台



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**口服制剂生产：**自 2008 年以来，公司持续生产临床试验样品，向美国、英国、欧盟、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰供应了数千批次。公司拥有多个生产车间，可以进行并行生产，以满足时间紧迫的制剂项目。此外，公司在无锡的车间还拥有高活口服制剂生产设施。公司在中国、欧洲和美国的所有设施都遵循同一全球标准，得到了主流监管机构的认可。

**注射制剂生产：**公司注射制剂生产设施位于江苏无锡的制剂基地，瑞士库威基地和美国特拉华州米德尔敦基地也将有注射制剂生产线投产。公司注射剂产能支持各种剂型和灌装形式，支持从临床前到商业化生产的任何规模。截至 2026 年 6 月，产能为每年 6700 万剂。

图 63：制剂生产基地



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**临床供应服务( CSS ):** 公司的临床供应服务可以为任何阶段的临床试验( 从 I 期到 IV 期 ) 提供快速, 灵活并且可靠的临床供应服务。此外, 公司临床供应服务可以为各种剂型的口服制剂和注射剂产品提供临床包装解决方案。

图 64：全生命周期管理和服务



资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**特色一体化服务:** 公司制剂业务拥有三大特色一体化服务平台, 包括: (1) 创新药临床申报处方前研究一体化平台(IEPP), 为 IND 准备的制剂最快可达 8-12 周; (2) 加速 1 期临床试验的一体化服务(F2CS), 制剂开发和临床试验材料供应最快在 8 周内完成; (3) 加速上市的一体化服务(F4CL), 技术转移至 PPQ 放行完成最快可达 6 个月时间。

图 65：制剂业务三大特色一体化服务平台



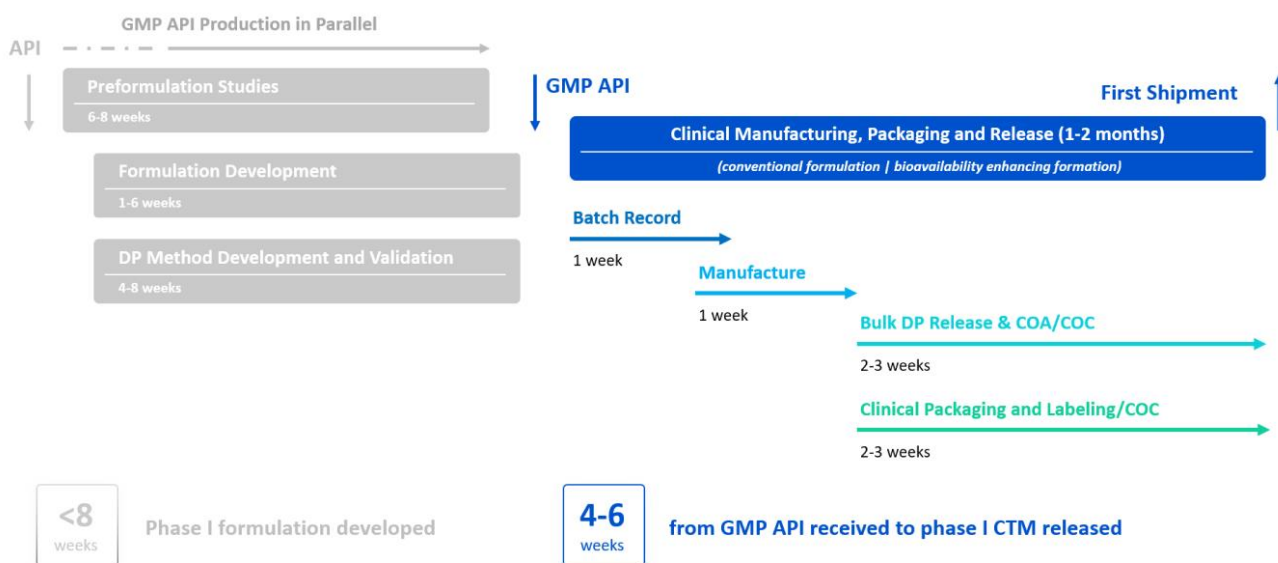
资料来源：合全药业官网，天风证券研究所

**(1)创新药临床申报处方前研究一体化平台( IEPP ):** IEPP 是一种针对新化学实体( NCEs ) 的一体化开发评估服务, 能有效地提早识别挑战并提供解决方案, 以提高成功率并降低总体成本。通常需要 8-12 周时间就能准备好临床前制剂及 IND 制剂策略。平台能力: 在 8-12 周内, 评估最具开发潜力的分子, 以最佳的制剂策略支持 IND 申报。不仅限于小分子( 包

括常规和高活化合物)，还包括新分子类型的制剂筛选和选择，如 PROTAC、多肽、寡核苷酸。

(2) 用于 1 期临床试验的一体化服务 ( F2CS 服务): 为快速交付 I 期临床试验所需样品而设计的制剂一体化服务，公司承诺在 8 周内完成制剂开发和临床试验样品的供应。公司原料药、制剂、分析和全球药理学事务申报的支持团队并行工作，节省时间并快速完成项目。公司庞大的团队和产能能够快速适应意外的情况，确保按时交付，并且控制在预算内。公司团队在各种剂型方面拥有丰富的经验，并配备了多种工艺方法。他们能够使用最先进的生物利用率增强技术，选择和设计最佳的剂型，以实现最佳的药物暴露。此外，公司制剂和分析团队位于距离原料药团队 2 小时车程的地点，使得协作、问题解决、调度和物料转移快捷方便。

图 66: 快速的临床供应



资料来源: 合全药业官网, 天风证券研究所

(3) 用于上市的一体化服务 ( F4CL 服务): 各个国家的监管机构有不同的要求和时间表。公司在北美、欧洲和亚洲拥有大量的制剂和分析研究员的团队，在全球申报的所有 CMC 活动和项目规划上都有丰富的经验，一体化服务——Fast for Commercial Launch ( F4CL )，可以支持客户在全球范围内同步上市药物，并且确保速度、可靠性和质量。

图 67: F4CL 项目优势

速度	能力	经验	可靠性	质量
公司一体化原料药和制剂的 CMC 平台拥有庞大的团队，既可以提供高产量，也能保证灵活性，尽可能地定制您的计划并平行运行项目，以缩短提交时间。	公司的制剂团队拥有全面的剂型开发能力（包括口服和注射剂型），配备商业化规模赋能技术（包括喷雾干燥和热熔挤出）的先进设施，以更好地支持您所选的剂型。	公司一体化团队拥有丰富的经验和专有技术，推进后期 CMC 项目交付，已支持了 14 个商业化药物。	公司一体化 CMC 平台目前已支持 1,000 多种新药分子。在全球范围内，我们近年来支持了 50 多种新药通过审批，在 105 个以上国家上市。	每个基地均由一致的质量体系所管理，全球主要监管机构的审查和每年数百次的客户审计证明公司质量体系的完善。

资料来源: 合全药业官网, 天风证券研究所

### 3.2.3. 协同强化 CRDMO 商业模式，漏斗模型已成

一体化端到端的 CRDMO 模式形成漏斗模型，业务价值量持续提升。公司一体化、端到端的 CRDMO 模式覆盖从前端新药发现与研究 ( R )，到开发 ( D )，再到商业化生产 ( M ) 的

新药开发全流程，形成了一个漏斗式的业务模型。通过捕捉客户需求，紧抓管理执行，创新药物分子源源不断地从“漏斗”上方的 R 端流向 D 端、M 端，并在这个过程中逐级加速沉淀。

表 20：公司漏斗模型

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
合成化合物（个）	/	310000+	402363	420000+	460000+	420000+	420000+
临床前及临床 I 期项目（个）	1024	1318	1941	2748	2865	2901	2981
临床 II 期项目（个）	217	257	293	326	360	377	386
临床 III 期项目（个）	45	49	57	66	80	91	94
商业化项目（个）	28	42	50	61	72	83	89

资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

**早期发现/临床前业务是药明康德的“客户漏斗入口”。**从 2024H2 到 2025H1，公司的研发化学服务部（RCS）合成了超过 44 万个化合物，流动化学与光化学技术的应用，惠及了超过 91% 的长期合作客户，研发业务的长尾客户贡献了超过 70% 的业务量。约 70% 的新客户从早期阶段引入，且其中超 1/3 的海外生物科技客户后续完成了公开融资，为下游 CRDMO 订单转化奠定了坚实基础。

**通过一体化服务提升客户粘性。**2022 年有 800+ 家客户同时使用公司的发现与临床前平台，同时使用发现与临床前平台的客户贡献的收入占比为 72.4%；2024 年同时使用发现与临床前平台的客户数量来到了 1000+ 家，收入占比提升至 74.4%。

表 21：2022-2024 年同时使用公司发现与临床前平台客户的情况

	2022	2023	2024
同时使用发现与临床前平台客户的数量（个）	800+	900+	1000+
同时使用发现与临床前平台的客户贡献的收入占比（%）	72.40%	73.20%	74.40%

资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

**在“跟随分子+赢得分子”双重驱动下，公司的小分子 CRDMO 管线高效转化，不断引流高质量分子，推动业务持续发展。**2026Q1 公司 2026 D&M 管线新增分子总计 328 个，其中 R 到 D 转化分子 83 个，商业化和临床 III 期项目新增 9 个。

图 68：2026Q1 公司漏斗模型



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

**分板块看：**

**(1) 小分子 R 端业务持续引流。**自 2025Q1-2026Q1 的 12 个月，公司成功合成并交付超过 42 万个新化合物。2026Q1R 到 D 转化分子 83 个。2026Q1 实现收入约 13.1 亿元，同比增长 1%。

**(2) 小分子 D&M 端业务保持强劲增长。**公司小分子 CDMO 管线持续扩张得益于业务模式不断引流高质量分子，管线向后期稳步推进，匹配前瞻性能布局及团队高效执行，2026Q1 小分子 D&M 业务收入 69.3 亿元，同比增长 80.1%。自 2024 年以来收入增速逐步提升。

**3.3. TIDES：减重带动多肽药物市场爆发，TIDES 业务成为增长发动机**

WuXi TIDES 是独特的合同研究、开发与生产 (CRDMO) 平台，是药明康德的重要组成部分。WuXi TIDES 为全球合作伙伴开发寡核苷酸、多肽药物及相关化学偶联物 (“TIDES” 药物)，提供高效、灵活和高质量解决方案。WuXi TIDES 通过同一个平台提供覆盖药物发现、CMC 开发和生产的全生命周期服务，进一步简化了 TIDES 药物的开发流程。

WuXi TIDES 拥有分布在 10 个研发和生产基地的 1,600 余名科学家，提供化合物筛选和合成，新型单体、连接子和配体、寡核苷酸、多肽及复杂化学偶联物的工艺开发与任何规模的生产服务。除了化学合成，WuXi TIDES 还提供包括脂质纳米颗粒 (LNP) 在内的各类注射剂型与灌装形式的制剂开发、生产、贴标和配送服务。WuXi TIDES 一体化的分析方法开发、验证和测试平台，能够支持包括原料药及制剂，覆盖从药物发现到临床再到商业化阶段的 TIDES 药物开发需求。此外，WuXi TIDES 的全球申报法规事务药学团队在准备 CMC 申报资料以支持 TIDES 新药全球申报方面拥有丰富的经验。

**3.3.1. 多肽药物的端到端 CRDMO 平台**

WuXi TIDES 多肽平台为原料药和制剂提供从药物发现到商业化生产的一体化 CRDMO 服务。WuXi TIDES 的多肽发现服务平台提供高通量库合成及定制合成服务，支持所有类型的多肽，包括线性、环状和高度修饰的多肽，以及非天然氨基酸、连接子、毒素和多肽偶联物。此外，WuXi TIDES 还为所有测试提供专门的分析支持，包括独特的对映体分析。

表 22：多肽 CRDMO 平台涵盖从药物发现到开发与商业化阶段所有服务

非天然氨基酸	多肽	偶联物
α,β,γ- 取代	长线性肽	多肽-PMO (PPMO)
N-烷基化	环肽	多肽-寡核苷酸 (POC)
糖基化	修饰肽	多肽-药物 (PDC)
	聚乙二醇化多肽	放射性核素偶联药物 (RDC)
	肽类似物	

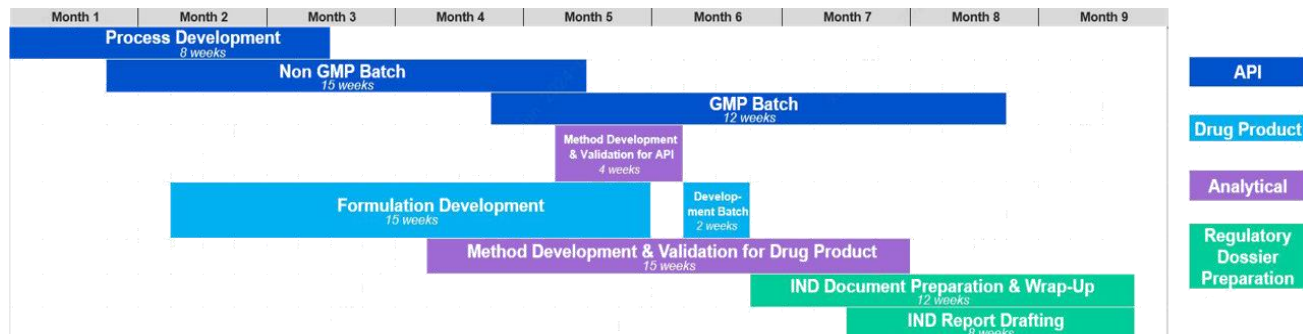
资料来源：WuXi TIDES，天风证券研究所

**(1) R 端：多肽发现平台经验丰富。**WuXi TIDES 多肽发现平台提供文库筛选及定制合成服务，为不同规模、纯度水平和修饰要求提供灵活的选择。支持线性长肽、环肽、修饰肽、聚乙二醇、化肽、肽类似物等。2024 年，WuXi TIDES 为全球 500 多家客户提供多肽发现服务，交付了超 41,000 个多肽，覆盖从毫克级到公斤级规模。

**(2) D 端：多肽工艺开发能力全面。**WuXi TIDES 的多肽开发团队由数百名经验丰富的研发人员组成，能支持从临床前到商业化生产各阶段各类多肽分子、非天然氨基酸及复杂偶联物的工艺开发，服务包括但不限于：长肽、环肽、复杂肽 (例如通过化学连接得到的长肽、PNA (肽核酸)、类肽、肽类似物、支链肽和树枝状聚合物)、多肽偶联物，例如多肽偶联药物 (PDC)、放射性核素偶联药物 (RDC) 和多肽-寡核苷酸偶联药物 (POC)。工艺技术平台包括：固相多肽合成、液相多肽合成和混合工艺；线性合成和交叉合成；连续色谱法。

WuXi TIDES 为某个包含超过 30 个氨基酸序列的大环肽项目提供了一体化 CMC 服务, 涵盖 API 工艺开发、生产、制剂开发及 CMC 申报资料撰写。期间克服了原路线总产率低于 1%、特殊偶联合成砌块供应有限等在内的诸多困难, 成功在 9 个月内将项目推进至 IND。WuXi TIDES 基于 SPSS (固相多肽合成) 开发了一条新路线, 并行合成主链和侧链; 进一步在树脂上实现环化, 并通过固相偶联策略完成了 API 的合成, 使得产率提高了 4 倍。

图 69: 通过一体化 CMC 服务, 在 9 个月内交付项目



资料来源: WuXi TIDES, 天风证券研究所

(3) M 端: 多肽生产能力充足: 凭借充足的产能及成功的商业化能力及经验, 各团队可以无缝衔接快速扩大到任何规模, 满足从临床前、临床到商业化阶段的多样化需求。

图 70: Wuxi TIDES 生产基地



资料来源: WuXi TIDES, 天风证券研究所

### 3.3.2. 寡核苷酸药物的端对端 CRDMO 平台

WuXi TIDES 寡核苷酸平台为寡核苷酸原料药和制剂提供从药物发现到商业化生产的一体化 CRDMO 服务。WuXi TIDES 的寡核苷酸发现合成服务支持高通量库合成和定制合成 (nmol-mmol), 服务涵盖所有类型的寡核苷酸及其单体、连接子、配体和偶联物。此外, 公司还为所有必需的测试提供专门的分析支持。

凭借充足的产能及成功的商业化能力及经验, 各团队可以无缝衔接快速扩大到任何规模 (mmol – mol), 满足从临床前、临床到商业化阶段的多样化需求。除了化学能力, WuXi TIDES 还提供各种剂型和灌装形式的制剂开发和生产服务。在同一质量体系下, WuXi TIDES 还为原料药及制剂提供一体化分析支持, 以及全面的 CMC 申报资料撰写服务, 从而能够帮助客户加速将其寡核苷酸药物推向市场。

表 23: WuXi TIDES 寡核苷酸 CRDMO 平台

单体 / 配体	寡核苷酸 (从 nmol 到 mol)	偶联物
Amidite (亚磷酸酰胺)	DNA、ASO、PMO	寡核苷酸-多肽
mRNA NTP	miRNA、siRNA、sgRNA	寡核苷酸-药物

GalNAc (N-乙酰半乳糖胺)	Aptamer (适配体)	寡核苷酸-脂质
Linker, Spacer, CPG (连接子、间隔基、可控孔径玻璃)	简并寡核苷酸	寡核苷酸-GalNAc
-	-	染料标记的寡核苷酸

资料来源: WuXi TIDES, 天风证券研究所

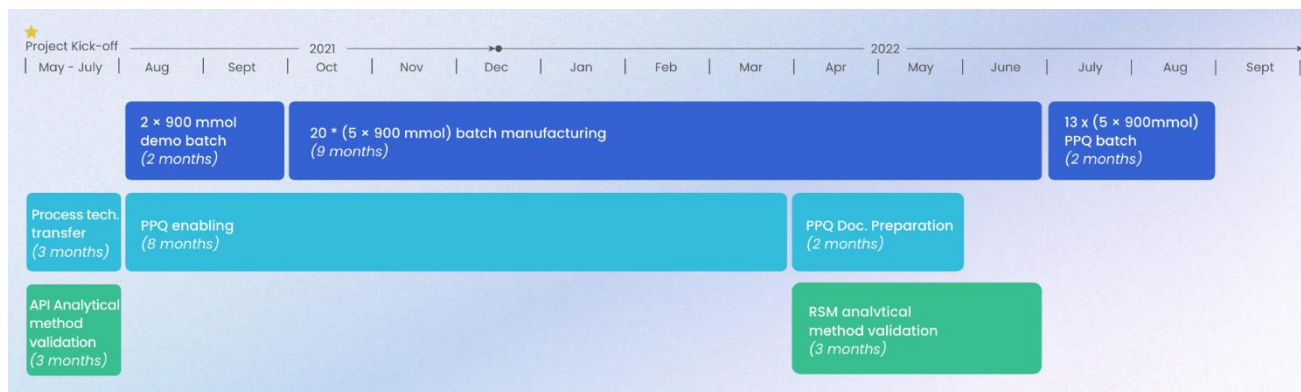
**(1) R端:** 寡核苷酸药物发现服务平台配备了经验丰富的研发人员及先进设备, 提供寡核苷酸、偶联物、单体、配体和连接子的合成, 支持从序列设计到临床前候选药物 (PCC) 筛选。WuXi TIDES 提供库合成 (96 孔板)、定制合成 (nmol – mmol), 服务涵盖所有类型的寡核苷酸, 并为必需的测试提供分析支持。

**(2) D端:** 拥有一支由数百名研究员组成的经验丰富的寡核苷酸研发团队。经验涵盖多种多样的分子类型, 包括 ASO、siRNA、Aptamer、寡核苷酸偶联物、PMO 和 PPMO, 在 WuXi TIDES 工艺中使用各种修饰过的单体 (2'-H、2'-OH、2'-F、2'-OMe、2'-OMOE、LNA、cEt、LNA、乙烯基磷酸盐、间隔物等); 专注于手性寡核苷酸的合成, 能够修饰各种化合物分子的 3' 端和/或 5' 端, 包括 GalNAc、三磷酸盐、胆固醇、糖类、肽和马来酰亚胺等

**(3) M端:** 提供可靠、稳定的寡核苷酸原料药供应, 规模从 mmol 到 mol 不等。WuXi TIDES 拥有 20 余条不同规模的寡核苷酸生产线, 其中包括位于江苏常州的 4 条大型生产线 (OligoProcess™)。此外, 公司计划在江苏泰兴和新加坡基地增加更多生产线。WuXi TIDES 独特的 CRDMO 平台可确保在整个产品生命周期内的知识传承并实现无缝规模放大。

此前在商业生产项目中, WuXi TIDES 成功完成了 100 批 900 mmol DNA 的生产, 最终在 9 个月内交付了超过 400 公斤的产品。

图 71: 以 WuXi TIDES 速度加速寡核苷酸的商业化生产



资料来源: WuXi TIDES, 天风证券研究所

### 3.3.3. TIDES 业务能力领先, 拥有成熟的 CRDMO 全产业链

**公司持续抢占 GLP-1 高速增长市场。**根据 Evaluate Pharma 数据, 预计 2030 年全球 GLP-1 药物销售额将达 1260 亿美元, 为 2024 年销售额的 2.3 倍。截至 2025 年 9 月, 药明康德化学部承接生产 16 款处于 II、III 期临床试验阶段的 GLP-1 小分子及多肽类新药, 占据 26% 的市场份额。其中临床阶段多肽药物占 11/57 个, 临床阶段小分子药物占 11/34 个, 已上市药物占 1/7 个。

2025H1, WuXi TIDES 有 19 个 TIDES 项目分子从研究阶段推进至开发阶段, 占当期新增至 TIDES 开发管线的全部新分子的 50%。

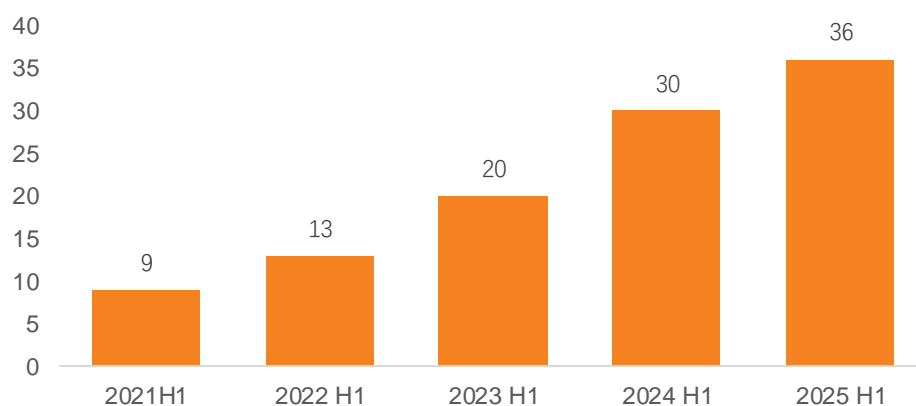
图 72: WuXi TIDES RDM 一体化快速推进

R端	D端	M端
<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年9月-2025年9月, 交付化合物数量同比增长 46%</li> <li>2025H1相较 2024H1, 客户数量同比增长 21%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025H1相较 2024H1, 管线分子数量同比增长 16%</li> <li>2025H1相较 2024H1, 客户数量同比增长 12%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年9月-2025年9月, 完成2000+ 批次生产</li> <li>自 2019 年起, 10 个新分子的PPQ实现 100% 通过率</li> </ul>

资料来源: 药明康德业绩介绍材料, 天风证券研究所

**加速推进更复杂的寡核苷酸及多肽偶联药物。**Wuxi TIDES 具备任意规模合成寡核苷酸、多肽、配体、连接子、脂质等分子的综合能力, 精通复杂偶联化学与先进纯化技术, 管线内偶联药物数量持续增长, 从 2021H1 的 9 个提升至 2025H1 的 36 个。

图 73: 2021H1-2025H1 公司 TIDES 业务偶联药物管线数量 (个)

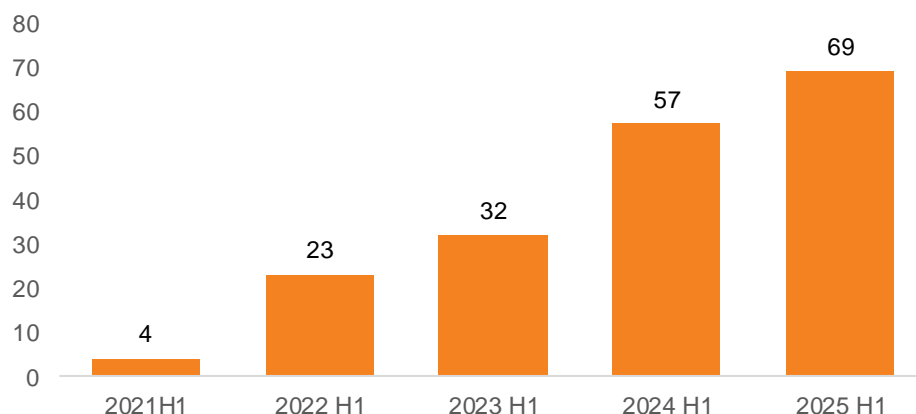


资料来源: 药明康德业绩介绍材料, 天风证券研究所

**公司拥有成熟完善、稳定可靠的 TIDES 分子供应链。**药明康德 TIDES 业务可提供从药物发现到商业化全阶段、任意生产规模的分子砌块产品。(1) 全球领先的 TIDES 分子专属产品库平台: 其中核酸类目录产品 600 余种, 氨基酸类目录产品 2500 余种; 2022-2024 年定制化亚磷酰胺、非天然氨基酸、N-乙酰半乳糖胺 (GalNAc) 分子: 4600 余种。58% 的寡核苷酸药物研发客户、51% 的多肽药物研发客户, 均选用企业自产分子砌块。

**原料药与制剂业务协同效应, 持续驱动管线增长。**API+ 制剂一体化服务的协同模式带动药明康德 TIDES 业务一站式订单持续快速增长, 2021H1 仅 4 个分子同时使用公司的 API+ 制剂服务, 2025H1 年数量已经达到 69 个, 客户一站式采购趋势显著增强。

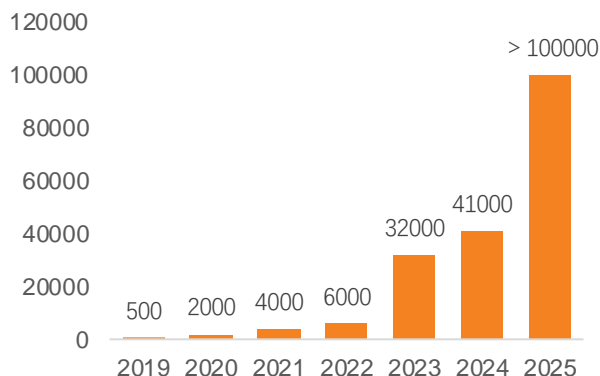
图 74: 同时使用公司 API 和制剂的 TIDES 项目分子数量 (个)



资料来源: 药明康德业绩介绍材料, 天风证券研究所

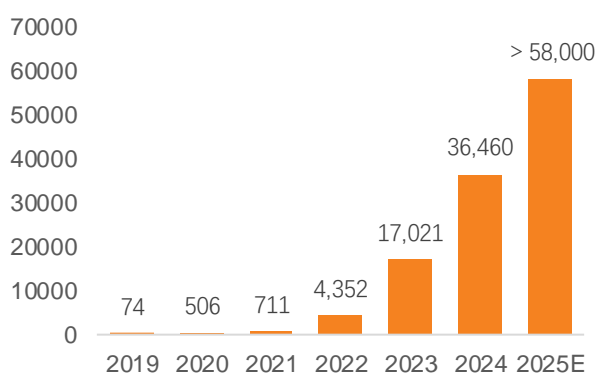
**产能快速增长，多肽产品持续放量。**2019-2025 年 WuXi TIDES 多肽产能快速增长，多肽固相合成反应釜从 2019 年的 500L 增长至 2025 年的超过 10wL，其中 2025 年实现翻倍。于此同时，WuXi TIDES 多肽产品产量持续增长，2025 年预计超过 58000 千克，产量与产能持续增长。

图 75：2019-2025 年多肽固相合成反应釜总体积（升）



资料来源：药明康德业绩介绍材料，天风证券研究所

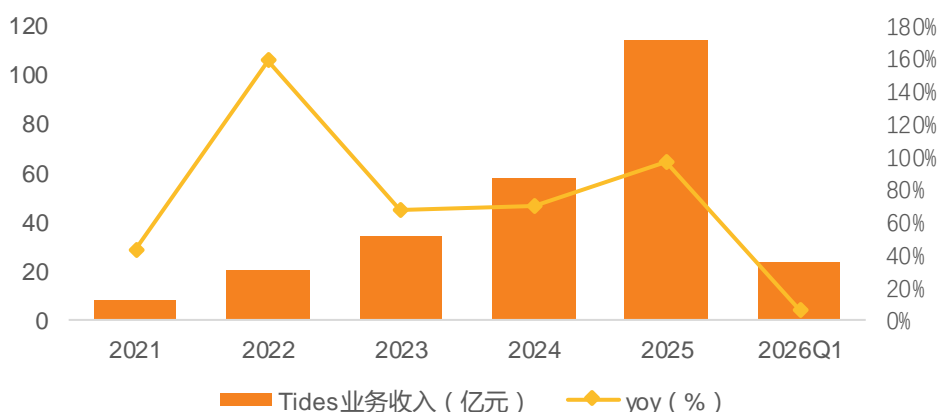
图 76：2019-2025E 多肽产品产量（千克）



资料来源：药明康德业绩介绍材料，天风证券研究所

**TIDES 业务保持快速增长。**2026Q1 公司 TIDES 业务收入 23.8 亿元，同比增长 6.1%；公司预计 2026 年 TIDES 业务收入将实现约 40% 增长；此外 TIDES D&M 服务客户数同比提升 28%，服务分子数量同比提升 59%。

图 77：2021-2026Q1 公司 TIDES 业务收入（亿元）及同比（%）



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

#### 4. 测试业务：赋能各类分子和疗法的一体化测试平台

药明康德测试事业部 (Laboratory Testing Division, LTD)，全球药物研发和测试平台，提供一流的测试解决方案，赋能科学家把理念转化成高效的医疗健康产品，加速从科研到临床及应用的转化，造福广大民众。LTD 提供全球申报一体化服务，整合药理学，药性评价，毒理学和生物分析，助力化合物获得 IND 批准，并实现下一个开发里程碑。

图 78：药明康德测试事业部一体化服务漏斗模型



资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

表 24：药明康德测试事业部服务内容

WIND 一体化服务	安全性评价服务	药代动力学服务	生物分析	医疗器械测试服务
-	一般毒理	体外 ADME	临床前生物分析	-
-	安全药理	体内 PK	临床生物分析	-
-	遗传和体外毒理	代谢产物鉴定	细胞和基因治疗生物分析	-
-	发育与生殖毒理 (DART)	Non-GLP BA	中心实验室	-
-	致癌试验	放射性 ADME	Simoa 联合实验室	-
-	眼科学服务	新分子类型	生物标志物检测	-
-	非临床数据交换标准	-	-	-
-	临床前生物分析	-	-	-

资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

**(1) 安全性评价服务：**为客户的生物制品、小分子、天然产品和疫苗药物提供全方位的安全性评价服务。公司拥有近 10 万平方米的现代化实验设施，是全球大型临床前和临床阶段安全性评价中心之一。

表 25：公司安全性评价提供的服务

分类	介绍
一般毒理	确定剂量范围或最大耐受剂量单次给药(急性毒性)重复给药(亚急性、亚慢性和慢性)。
安全药理	使用较为先进的数据采集和处理技术和较为先进的 Ponemah 软件平台,确保无缝交付高质量的 SEND 兼容数据集,从而快速识别有希望的候选药物。
遗传和体外毒理	评估基因突变或染色体损伤的可能性。
发育与生殖毒理	提供符合 GLP 规范的 Seg I-III 试验。

致癌试验	考察药物在动物体内的潜在致癌作用，从而评价和预测其可能对人体造成的危害。
眼科学服务	为眼科类新药以及诊疗设备的研发提供高质量的测试评估服务。
非临床数据交换标准	提供向监管机构递交非临床数据的标准格式。
临床前生物分析	提供对于免疫毒性、生物标志物、药效等的临床前分析。

资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

**(2) 药性评价部是测试事业部旗下主要负责体内、体外药物代谢动力学研究的业务部门。**在中国（上海、苏州、南京和南通）和美国（新泽西）均设有研发中心，提供从早期筛选、临床前开发、到临床研究阶段的综合型药代动力学服务。研究内容包括体外吸收、分布、代谢和排泄（ADME）研究，体内药代动力学研究，药物相互作用，代谢产物鉴定（体内外生物转化），定量放射性自显影研究，人体放射性物质平衡，以及代谢产物安全性评价等。

表 26：公司药代动力学提供的服务

分类	介绍
体外 ADME 研究	体外吸收、分布、代谢、排泄研究评价。
体内 PK	啮齿类及非啮齿类动物体内药代动力学研究。
代谢产物鉴定	在生物基质中进行代谢产物的分析、分离和鉴定，以支持药物发现和安全性研究。
Non-GLP BA	涵盖临床前各阶段的生物分析服务。
放射性 ADME	放射性同位素标记受试物药代动力学研究。
新分子研究	蛋白降解靶向嵌合物、寡核苷酸、ADC 等新分子类型药物药代动力学研究。

资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

**(3) 生物分析服务：**生物分析部的服务涵盖药物研发的全生命周期，可分析的药物形态包含包括小分子、大分子、寡核苷酸、细胞基因治疗、双特异性抗体等新型药物形态。生物分析部拥有亚太地区领先的生物分析实验室，旨在为全球客户提供全面的、专业的一站式解决方案。

表 27：公司生物分析服务提供的服务

分类	介绍
临床前生物分析	涵盖对免疫毒性、药代、免疫原性、药效等的生物分析。
临床生物分析	涵盖液质联用、免疫化学、流式细胞术、分子检测、病理检测、安全性检测等服务。
Simoa 联合实验室	通过使用单分子免疫阵列技术，极致精准地检测蛋白质与核酸，进而蛋白质生物分析研究。
中心实验室	负责项目管理，临床研究安全性监测服务，样本管理，物流协调和管理等。
生物标志物检测	涵盖对大小分子、细胞分子、基因等生物标志物的检测。
细胞和基因治疗生物分析	涵盖细胞治疗、基因治疗、疫苗、基因编辑类细胞治疗等服务。

资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

**WuXi IND (WIND) –整合药学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析，提供全球申报一体化服务，助力化合物获得 IND 批准，并实现下一个开发里程碑。**WIND 服务始于 2016 年，拥有一支专职的项目管理团队，聚焦从候选化合物到 IND 申报的全过程服务。基于完善的质量标准体系和新药研发经验，依托药明全方位的新药研发平台，为客户提供可灵活打包、符合全球质量标准和全球申报的服务。

图 79：WIND 一体化服务平台



资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

WIND 平台汇聚着专业人才，技术专家和特聘顾问团队。通过整合的研发平台，使各专业领域无缝衔接，节省人力、物力、时间，助力新药成功通过 IND 审批进入临床试验阶段。

WIND 平台申报能力包括向中国 NMPA 提交新药临床试验申请(IND)、新药上市申请(NDA)、仿制药上市申请(ANDA)；向美国 FDA 提交 IND、NDA、ANDA 和药品主文件 (DMF) 申请；向欧盟国家提交临床试验申请(CTA)、上市申请(MAA)、DMF 和仿制药申请等。WIND 平台每年通过审评审批项目数量不断增长，横跨多种药物研发类型、作用靶点及治疗领域。

图 80：WIND 高效的项目管理



资料来源：药明康德测试事业部官网，天风证券研究所

## 5. 生物学业务：坚持科学引领，新分子业务持续贡献增长

药明康德生物学业务 (WuXi Biology) 提供全方位的一站式服务和解决方案，支持从靶点发现、候选药物选定及之后环节的独立或一体化项目。公司一流的发现平台拥有近 3000 名科研人员作为后盾，在所有主要疾病领域和靶点类型方面具备深厚专长，覆盖各种治疗模式。从小分子、寡核苷酸到多肽和抗体，以先进的技术服务、快速的交付周期和高效的研究启动速度，满足客户多元化的需求。

表 28：药明康德生物学业务提供的服务

药物发现服务	生物学服务	定制化解决方案
苗头化合物发现与筛选服务	结构生物学解决方案	全研发阶段

综合药物发现	体外生物学服务	多样技术平台
基于结构的药物发现	体内药理学服务	多种治疗领域
	肿瘤与免疫学服务	多种药物类型

资料来源：药明康德生物学业务部官网，天风证券研究所

(1) **药物发现服务**：提供从靶点发现到候选化合物选定及后续开发的综合平台，支持客户开展独立项目或整合项目。

表 29：公司药物发现服务提供的服务

服务	介绍
苗头化合物发现	定制化的苗头化合物识别与筛选解决方案，助力加速实现药物发现领域的成功。
综合药物发现	拥有合成化学、药物化学、生物学、DMPK 以及项目管理方面的专业知识，为药物发现提供全方位支持。
发现生物学	提供全方位的生物学服务与解决方案，涵盖从靶点发现、候选化合物选定，直至进入临床阶段的全过程。
肿瘤学研究	综合性生物学平台，旨在加速新型肿瘤疗法的发现与开发。

资料来源：药明康德生物学业务部官网，天风证券研究所

图 81：药物发现服务完整服务流程



资料来源：药明康德生物学业务部官网，天风证券研究所

(2) **生物学服务**：构建了涵盖结构生物学、体外生物学、体内药理学及肿瘤与免疫学的全方位技术平台，为客户提供从靶点验证到临床前药效评估的综合支撑体系。

表 30：公司生物学服务提供的服务

服务	介绍
结构生物学解决方案	包括蛋白生产，基于片段的药物发现，生物物理检测与筛选等服务。
体外生物学服务	包括检测方法开发，体外检测，体外毒理学与安全性评估等服务。
体内药理学服务	包括建立心血管疾病模型，中枢神经系统模型，纤维化疾病模型等服务。
肿瘤与免疫学	包括肿瘤模型，肿瘤免疫学，癌细胞系组合与体外肿瘤筛选等服务。

资料来源：药明康德生物学业务部官网，天风证券研究所

公司生物学服务拥有丰富的经验积淀、专家团队和全球化布局等优势，支持独立项目与整合项目，提供全面的生物学服务与解决方案。

表 31：公司生物学服务的核心优势

核心优势	介绍
丰富经验	二十余年积淀，致力于支持创新药物的研发。
全球布局	在亚洲、北美和欧洲提供世界级标准的服务。
专家团队	提供跨多种治疗领域提供端到端的全方位服务。
可靠服务	与领先机构携手，共同实现研发成功。

创新驱动 利用新型药物模式与前沿技术，推动创新疗法的进步。

资料来源：药明康德生物学业务部官网，天风证券研究所

(3) **定制化解决方案**：为客户提供覆盖全研发阶段、不同治疗领域和药物类型的定制化解决方案，能够满足客户多样化的需求。

表 32：公司生物学业务提供的解决方案

研发阶段	平台技术	治疗领域	药物类型
靶点验证与识别	基于结构的药物发现	自身免疫与炎症性疾病	抗体药物偶联物
苗头化合物发现	筛选平台	心血管与代谢性疾病	细胞疗法
苗头化合物到先导化合物	体外生物学服务	中枢神经系统与疼痛	寡核苷酸药物
先导化合物优化	药理学研究	感染性疾病	溶瘤病毒
候选化合物选定	毒理学平台	肝脏疾病	靶向蛋白降解技术
新药临床研究申请 (IND) 提交	药物代谢与药代动力学	肿瘤学与肿瘤免疫学	多肽药物发现与开发服务
	转化医学平台	呼吸系统疾病	
	生物标志物平台		

资料来源：药明康德生物学业务部官网，天风证券研究所

## 6. 全球化网络建设持续，北美经营状况良好

### 6.1. 全球化产能持续建设，快速满足客户需求

截至 2025 年 9 月，公司在全球共有 15 大基地。其中 5 个研发 (R) 基地均在中国，包括：上海外高桥、天津、湖北武汉、四川成都及江苏启东；开发 (D) 基地有 8 处，分布在中国及美国；生产 (M) 基地 11 处，在中国、美国、瑞士及新加坡。

图 82：药明康德全球基地布局



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

**全球生产网络持续完善。**公司持续投入建设，满足客户需求，布局全球战略要地。

**中国泰兴原料药生产基地：**从 2024 年 9 月到 2025 年 9 月，4 座新工厂已投产运营，基地首次通过美国 FDA 预批准检查 (PAI)，用于多肽类治疗药物的商业化生产，检查零缺陷通过；

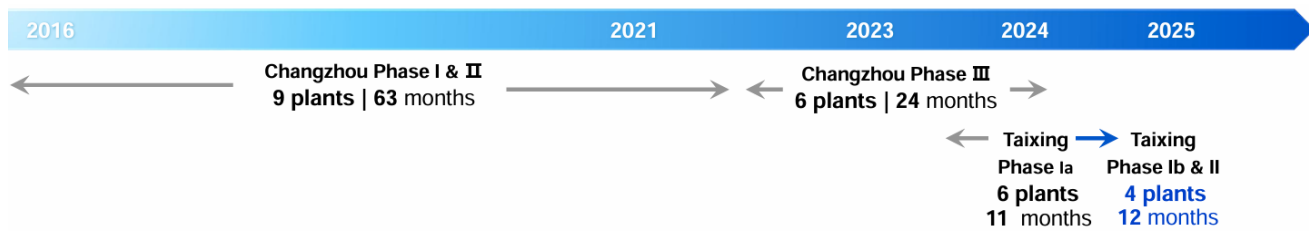
**新加坡原料药生产基地：**新加坡原料药基地已开工建设，首座工厂预计 2027 年 1 月投产；

**瑞士库韦制剂生产基地：**库韦基地口服制剂包装产能实现翻倍，全新的 PSD-4 喷雾干燥车间正在建设，预 2026Q4 度竣工。

**美国特拉华州制剂生产基地：**米德尔敦基地预计 2026Q4 投产，无菌灌装及成品生产产能预计 2027Q4 投产。

(1) **泰兴产能快速落地，满足市场需求。**2016-2021 年常州一期的及二期项目的 9 座工厂，建设周期达 63 个月；常州的三期项目供给 6 座工厂，建设周期缩短至 24 个月；2023 年起，泰兴 1a 阶段的 6 座工厂，建设周期进一步缩短至 11 个月，泰兴 1b&二期的 4 座工厂，建设周期为 12 个月。

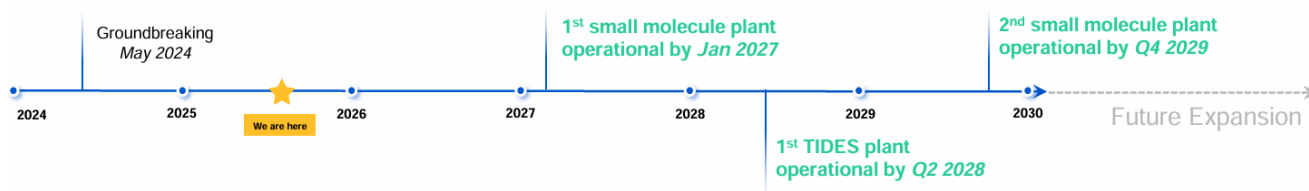
图 83：中国产能建设周期缩短至 1 年内



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

(2) **新加坡原料药基地预计于 2027 年投产。**新加坡原料药基地的范围包括小分子、寡核苷酸、多肽及偶联药物。整体占地 50 英亩，规划建设 7 座生产工厂，包括小分子生产区及 TIDES 生产区。

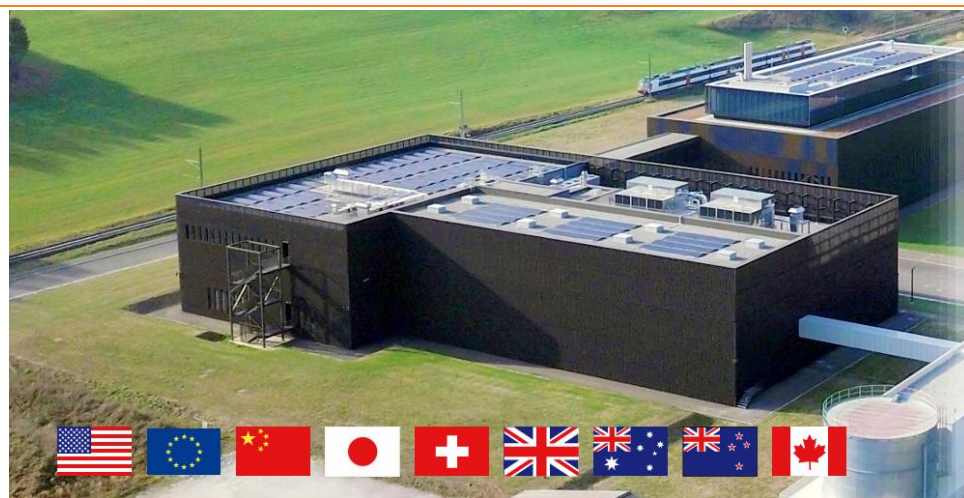
图 84：新加坡原料药基地预计于 2027 年投产



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

(3) **瑞士库韦基地：持续投入建设，满足全球日益增长的健康需求。**瑞士库韦基地目前服务覆盖美国、欧盟、中国、日本、瑞士、英国、澳大利亚、新西兰、加拿大等地区。现有商业化生产产能包括 20 亿片片剂，2.5 亿胶囊，包装产能翻倍。瑞士基地的 PSD-4 喷雾干燥厂房已动工，预计 2026Q4 投产。下一阶段预计扩产注射剂制剂。

图 85：瑞士库韦基地



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

(4) **美国特拉华州米德尔敦基地预计于 2026Q4 正式投产。**美国特拉华州米德尔敦基地占地 190 英亩，包括行政办公楼、实验室楼、制剂生产大楼及工程中心。口服固体制剂、

包装、仓储配送业务及实验室预计在 2026Q4 落地；无菌灌装及成品生产产能预计 2027Q4 投产。

图 86：美国特拉华州米德尔敦基地



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

## 6.2. 北美经营状况良好，服务美国市场的小分子新药占比持续扩大

2024 年 9 月，公司遭遇自 2008 年金融危机以来最剧烈的一次产业安全震荡——《生物安全法案》( BIOSECURE Act )。美国国会在 2024 财年《国防授权法案》( National Defense Authorization Act, NDAA FY2024 ) 中将中国生物医药企业纳入“安全”讨论，药明康德一度被点名作为潜在风险对象。然而年底公布的最终版本中，药明的名字没有列入其中。

2024 年 1 月，药明康德被纳入参议院的 S.3385 号法案的审查名单，随着同年 9 月众议院版 H.R.8333 号《生物安全法案》( BIOSECURE Act ) 的表决通过。若参议院同样签署，药明康德将在 8 年后被禁止与任何美国联邦机构及其承包商的进行合作，包括采购、合同与资助项目。

2025 年 1 月最新公布的 Section 1260H 名单中，药明康德未被直接列入。

2025 年 10 月，参议院将修订版《生物安全法案》作为 2026 年财度“NDAA”修正案通过。新版本不再直接点名药明康德或药明生物，侧面证明公司取得阶段性成果。

表 33：药明康德地缘政治相关事件时间线

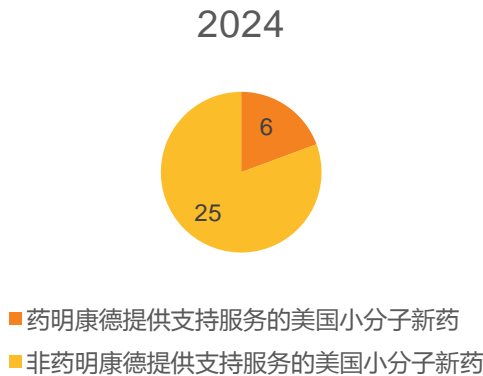
法案名称	时间	关键部门	通过情况	具体内容	影响
2024 财年《国防授权法案》( National Defense Authorization Act, NDAA FY2024 )	2023 年 12 月	国防部	已通过，未点名药明系	权力交给国防部，让国防部决定哪些公司要审查	药明处于观察名单，但不等于被制裁，留下了缓冲、游说空间
S.3385 — 《禁止与特定生物技术供应商签订合同法案》( A bill to prohibit contracting with certain biotechnology providers )	2023 年 12 月	参议院	未通过，点名药明康德	国防部在 90 天内审查列出的实体是否属于“关注公司”	法案如果颁布，药明康德将处于一个 90 天内决定其能否继续与美国政府开展业务的关键审查期
H.R.8333 — 《生物安全法案》( BIOSECURE Act )	2024 年 5 月提出；2024 年 09 月众议院通过	众议院	众议院已通过，点名药明康德与药明生物	禁止联邦机构及其承包商，在 8 年以后采购、合同或资助项目中使用列出公司的产品或服务	若法案均通过，药明康德将面临来自美国政府项目、制药公司及研究机构的订单流失风险，其在美业务合作、研发服务及资本市场信任度都可能受到显著冲击
Section 1260H 名单	2025 年 1 月	国防部	目前更新版本未点名药明系	名单为其他法案或行政措施判定“受限实体”的参考依据	被列入该名单会导致在国防合同中受限。药明康德自身曾发布澄清公告，反对对其被纳入

					该名单的指称
《生物安全法案》修正案 BIOSECURE Act (2025 Amendment)	2025 年 10 月	参议院	参议院通 过, 未点名 药明系	国防部可通过 “1260H 清单” 认定 潜在国家安全风险公 司	一旦被列入, 药明康德将面临 联邦项目限制和美国声誉压 力。但目前未直接点名也为公 司提供了争取缓冲和调整业务 结构的时间与空间

资料来源: Policy Nexus 汇策咨询公众号, 天风证券研究所

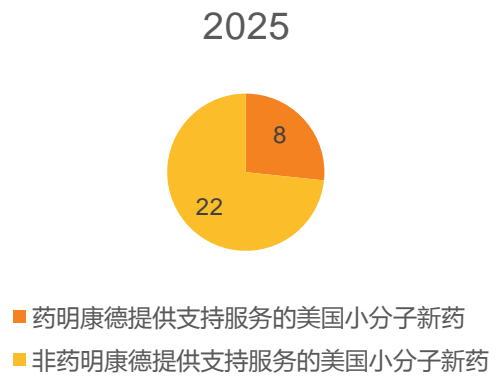
**公司服务的美国市场小分子新药占比持续扩大。**2025 年, 药明康德为美国 FDA 批准的 30 个小分子新药中的 8 个提供了支持服务, 比例为 27%, 相较于 2024 年的 19% (6/31) 的比例, 提升 8pct, 体现公司在美国小分子新药中影响力持续扩大。

图 87: 2024 药明康德为美国上市小分子新药提供服务的比例



资料来源: 公司演示材料, 天风证券研究所

图 88: 2025 药明康德为美国上市小分子新药提供服务的比例



资料来源: 公司演示材料, 天风证券研究所

## 7. 盈利预测

### 7.1. 盈利预测

#### 化学业务:

**(1) 小分子 RDM:** 公司一体化、端到端的 CRDMO 模式覆盖从 R 到 D 再到 M 的新药开发全流程, 形成漏斗式的业务模型, 创新药物分子源源不断地从“漏斗”上方的 R 端流向 D 端、M 端, 价值量持续提升; 在“跟随分子+赢得分子”双重驱动下, 公司的小分子 CRDMO 管线高效转化, 2026Q1 公司 2026 D&M 管线新增分子总计 328 个, 其中 R 到 D 转化分子 83 个, 商业化和临床 III 期项目新增 9 个。

我们预测公司 2026-2028 年小分子 R 端收入分别为 53.84 亿元/55.75 亿元/57.43 亿元, 同比增长 4.0%/3.5%/3.0%;

得益于业务模式不断引流高质量分子, 管线向后期稳步推进, 匹配前瞻性产能布局及团队高效执行, 2026Q1 小分子 DM 业务收入 69.3 亿元, 同比增长 80.1%。考虑到公司漏斗模型持续, 小分子 GLP-1 药物放量迅速, 后续小分子管线商业化潜力大, 公司一体化 CRDMO 优势明显, 有望承接部分 CDMO 订单, 看好后续小分子 DM 端业绩增长。我们预测 2026-2028 小分子 DM 端收入分别为 243.02 亿元/289.20 亿元/341.25 亿元, 同比增长 22.0%/19.0%/18.0%。

**(2) TIDES:** 截至 2025 年 9 月, 药明康德化学部承接生产 16 款处于 II、III 期临床试验阶段的 GLP-1 小分子及多肽类新药, 占据 26% 的市场份额。多肽固相合成反应釜从 2019 年的 500L 增长至 2025 年的超过 10wL, 同时 WuXi TIDES 多肽产品产量持续增长, 2025 年预计超过 58000 千克, 产量与产能持续增长。2026Q1 公司 TIDES 业务收入 23.8 亿元, 同比增长 6.1%; TIDES D&M 服务客户数同比提升 28%, 服务分子数量同比提 59%。公司预计全年 TIDES 业务收入将实现约 40% 增长。我们认为公司 TIDES (新分子业务) 从 R 到 D 到 M 的综合性领先地位稳固, 多肽类 GLP-1 药物放量持续, 相关业绩有望保持高增长。

我们预测 2026-2028 年 TIDES 收入分别为 160.09 亿元/196.11 亿元/239.07 亿元，同比增长 40.8%/22.50%/21.90%。

**(3) 毛利率：**得益于生产工艺持续优化以及临床后期和商业化项目增长带来的产能效率不断提升，2026Q1 WuXi Chemistry 经调整 non-IFRS 毛利率持续提升至 52.8%，同比提升 5.4pts，毛利率持续提升。

综上，我们预测公司 2026-2028 年化学业务收入分别为 456.96 亿元/541.05 亿元/637.75 亿元，同比增长 25.31%/18.40%/17.87%。毛利率分别为 54.09%/54.29%/54.49%。

表 34：2023-2028E 公司化学业务盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
化学业务	29171.49	29052.41	36465.85	45695.80	54105.34	63775.00
yoy	1.12%	-0.41%	25.52%	25.31%	18.40%	17.87%
毛利	12987.1	13477.4	18922.1	24716.9	29373.8	34751.0
毛利率	44.52%	46.39%	51.89%	54.09%	54.29%	54.49%
其中：小分子 DM	18210.00	17870.00	19920.00	24302.40	28919.86	34125.43
YOY	-7.09%	-1.87%	11.47%	22.00%	19.00%	18.00%
其中：小分子 R 端	7551.5	5382.4	5175.9	5384.4	5574.5	5742.9
YOY	4.7%	-28.7%	-3.8%	4.0%	3.5%	3.0%
其中：TIDES	3410.00	5800.00	11370.00	16008.96	19610.98	23906.71
YOY	67.16%	70.09%	96.03%	40.80%	22.50%	21.90%

资料来源：Wind，药明康德业绩材料，天风证券研究所

**测试业务：**公司测试业务提供全球申报一体化服务，整合药学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析，助力化合物获得 IND 批准，并实现下一个开发里程碑。2026Q1 公司 WuXi Testing 收入 11.3 亿元，同比增长 27.4%。其中药物安全性评价业务收入同比增长 34.8%，持续保持亚太行业领先地位。测试业务中新分子业务持续发力，2026Q1 收入占比 30%+，公司在核酸类、偶联类、多特异性抗体类、多肽类等领域保持领先地位。

WuXi Testing 坚持差异化能力建设及精细化运营管理，毛利率环比持续改善；2026Q1 经调整 non-IFRS 毛利率同比提升 10.8pts 至 35.5%。

考虑到 2026Q1 公司新分子业务保持领先地位，安评业务收入快速提升，整体收入增长良好，我们预测公司 2026-2028 年测试业务收入分别为 45.79 亿元/51.41 亿元/57.75 亿元，同比增长 13.3%/12.3%/12.3%。毛利率分别为 32.83%/32.93%/33.03%。

表 35：2023-2028E 公司测试业务盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
测试业务	6539.67	5670.74	4041.70	4579.25	5141.12	5774.51
yoy	14.37%	-13.29%	-28.7%	13.3%	12.3%	12.3%
毛利	2445.8	1856.0	1182.6	1503.4	1693.0	1907.3
毛利率	37.40%	32.73%	29.26%	32.83%	32.93%	33.03%

资料来源：Wind，药明康德业绩材料，天风证券研究所

**生物学业务：**WuXi Biology 秉持科学驱动理念，前瞻布局药物发现热点及差异化能力；积极拓展全球业务，为公司 CRDMO 业务模式高效引流。公司体外综合筛选平台技术加速突破，体内药理学能力持续提升，驱动收入快速增长。非肿瘤业务继续保持竞争优势，为业务增长贡献重要力量；新分子业务持续贡献增长，2026Q1 收入占比 30%+，核酸类、偶联抗体类、多肽类等领域新客户快速增长。通过药物发现体内、外业务联动、跨区域合作和热点领域的一体化服务，高效赋能全球客户，2026Q1 公司 WuXi Biology 收入 6.7 亿元，同比增长 10.1%。

公司持续深化业务整合与运营提效，业务紧跟市场环境，保持灵活定价策略，最大化释放

引流价值。2026Q1 WuXi Biology 经调整 non-IFRS 毛利率同比提升 0.4pts 至 36.7%

考虑到 2026Q1 公司新分子业务快速增长，药物发现体内、外业务联动、跨区域合作和热点领域的一体化服务持续，我们预测公司 2026-2028 年生物学业务收入分别为 29.20 亿元/31.56 亿元/34.04 亿元，同比增长 9.1%/8.1%/7.9%。毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%。

表 36：2023-2028E 公司生物学业务盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
生物学业务	2552.55	2543.93	2677.18	2920.27	3155.93	3404.24
yoy	3.13%	-0.34%	5.24%	9.08%	8.07%	7.87%
毛利	1030.0	959.1	927.9	1022.1	1104.6	1191.5
毛利率	40.35%	37.70%	34.66%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind，药明康德业绩材料，天风证券研究所

考虑到公司 26Q1 业绩表现优异+新分子 CDMO 行业增速快且公司地位领先+公司 CRDMO 一体化优势明显+在手订单增长良好，我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别是 534.31/626.38/731.90 亿元（2026-2027 年前值为 495/562 亿元），同比增长 17.54%/17.23%/16.84%，归母净利润 172.99/205.21/244.09 亿元，（2026-2027 年前值为 139.1/166.2 亿元）。

表 37：2023-2028E 公司整体业务盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>40340.81</b>	<b>39241.43</b>	<b>45456.17</b>	<b>53431.41</b>	<b>62638.49</b>	<b>73189.85</b>
yoy	2.51%	-2.73%	15.84%	17.54%	17.23%	16.84%
毛利	16612.01	16276.92	21654.73	27443.00	32372.02	38050.49
毛利率	41.18%	41.48%	47.64%	51.36%	51.68%	51.99%
<b>其中：化学业务</b>	<b>29171.49</b>	<b>29052.41</b>	<b>36465.85</b>	<b>45695.80</b>	<b>54105.34</b>	<b>63775.00</b>
YOY	1.12%	-0.41%	25.52%	25.31%	18.40%	17.87%
毛利率	44.52%	46.39%	51.89%	54.09%	54.29%	54.49%
<b>其中：测试业务</b>	<b>6539.67</b>	<b>5670.74</b>	<b>4041.70</b>	<b>4579.25</b>	<b>5141.12</b>	<b>5774.51</b>
YOY	14.37%	-13.29%	-28.7%	13.3%	12.3%	12.3%
毛利率	37.40%	32.73%	29.26%	32.83%	32.93%	33.03%
<b>其中：生物学业务</b>	<b>2552.55</b>	<b>2543.93</b>	<b>2677.18</b>	<b>2920.27</b>	<b>3155.93</b>	<b>3404.24</b>
YOY	3.13%	-0.34%	5.2%	9.1%	8.1%	7.9%
毛利率	40.35%	37.70%	34.66%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>其中：其他业务</b>	<b>41.05</b>	<b>650.71</b>	<b>236.10</b>	<b>236.10</b>	<b>236.10</b>	<b>236.10</b>
YOY			-63.72%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率		30.25%	85.68%	85.0%	85.0%	85.0%
<b>其中：已终止业务</b>	<b>2036.05</b>	<b>1323.65</b>	<b>2035.34</b>			

资料来源：Wind，药明康德业绩材料，天风证券研究所

## 7.2. 投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司为小分子及多肽、小核酸领域 CRDMO 龙头，我们将康龙化成、凯莱英、普洛药业、博腾股份作为可比公司。

考虑到公司是全球型 CRDMO 龙头，成熟的漏斗模型保证了从 R 端到 D 端到 M 端的持续引流，新分子业务的综合性领先地位有望帮助公司业绩持续高增长。给予 2026 年 23 倍 PE，目标价 133.35 元/股，维持“买入”评级。

表 38：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE(X)			
			2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E

康龙化成	24.5	416.5	17.9	16.6	20.4	24.9	23.2	25.0	20.4	16.7
凯莱英	115.4	406.0	9.5	11.3	14.1	18.0	42.8	35.8	28.8	22.6
普洛药业	16.8	194.6	10.3	8.9	10.6	12.6	18.9	21.9	18.4	15.5
博腾股份	14.6	79.5	-2.9	1.0	2.1	3.3	(27.6)	82.5	37.1	23.7
可比公司平均	42.8	274.1	8.7	9.5	11.8	14.7	14.3	41.3	26.2	19.6

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2026 年 6 月 1 日收盘数据。

## 8. 风险提示

### 医药研发服务市场需求下降的风险

公司的业务依赖于客户（包括跨国制药企业、生命科学公司、初创公司以及学者和非营利研究机构等）在药品的发现、分析测试、开发、生产等外包服务方面的支出和需求。过去，受益于全球医药市场不断增长、客户研发预算增加以及客户外包比例提升，客户对公司的服务需求持续上升。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对公司业务造成不利影响。此外，医药行业的兼并整合及研发预算调整，也可能影响客户的研发支出和外包需求，并对公司业务造成不利影响。

### 医药研发服务行业竞争加剧的风险

目前，全球制药研发服务市场竞争日趋激烈。公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业 CRO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外，公司还面临来自市场新入者的竞争，他们或拥有更雄厚的资金实力，或拥有更有效的商业渠道，或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

### 全球化经营及国际政策变动风险

公司新设或收购了多家企业以推进其全球业务的发展，多年来已积累了丰富的全球经营经验。公司全球收入占主营业务收入的比例较大。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规，且在一定程度上需要依赖原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

### 汇率风险

公司营业收入以美元结算为主，若人民币未来大幅升值，可能导致折算后的人民币收入相应减少；同时本公司所持美元资产兑换为人民币时可能产生汇兑损失，进而直接影响公司的盈利水平。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	18,322.03	35,131.31	43,825.57	58,294.24	69,546.42
应收票据及应收账款	8,044.37	7,281.33	9,335.25	12,608.28	13,105.64
预付账款	225.73	246.63	237.91	378.36	318.20
存货	5,399.75	8,993.24	6,722.23	9,086.60	10,003.91
其他	6,698.27	10,024.55	11,118.75	10,696.63	11,965.45
<b>流动资产合计</b>	<b>38,690.15</b>	<b>61,677.06</b>	<b>71,239.72</b>	<b>91,064.12</b>	<b>104,939.62</b>
长期股权投资	2,325.55	2,144.88	2,144.88	2,144.88	2,144.88
固定资产	18,784.19	19,999.93	20,536.18	19,922.42	18,683.67
在建工程	5,965.79	5,875.52	5,875.52	5,875.52	5,875.52
无形资产	1,574.80	1,280.52	1,161.76	1,042.99	924.22
其他	12,985.34	12,143.06	12,737.73	12,452.25	12,347.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>41,635.67</b>	<b>41,443.91</b>	<b>42,456.06</b>	<b>41,438.06</b>	<b>39,975.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>80,325.82</b>	<b>103,120.97</b>	<b>113,695.78</b>	<b>132,502.17</b>	<b>144,914.99</b>
短期借款	1,242.69	5,986.14	5,500.00	5,000.00	4,500.00
应付票据及应付账款	1,764.44	2,449.52	1,007.16	3,516.18	1,824.87
其他	13,218.98	10,799.61	10,768.26	14,381.65	13,682.27
<b>流动负债合计</b>	<b>16,226.11</b>	<b>19,235.27</b>	<b>17,275.42</b>	<b>22,897.83</b>	<b>20,007.14</b>
长期借款	2,959.51	1,819.10	1,600.00	1,400.00	1,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,054.59	1,818.89	2,266.32	2,212.10	2,087.97
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,014.10</b>	<b>3,637.99</b>	<b>3,866.32</b>	<b>3,612.10</b>	<b>3,287.97</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,240.21</b>	<b>22,873.25</b>	<b>21,141.74</b>	<b>26,509.93</b>	<b>23,295.11</b>
少数股东权益	452.90	535.42	652.35	792.24	961.78
股本	2,887.99	2,983.76	2,983.76	2,983.76	2,983.76
资本公积	24,337.76	33,077.29	33,077.29	33,077.29	33,077.29
留存收益	33,365.08	47,640.53	58,837.85	72,120.50	87,919.72
其他	(1,958.12)	(3,989.29)	(2,997.21)	(2,981.54)	(3,322.68)
<b>股东权益合计</b>	<b>59,085.61</b>	<b>80,247.71</b>	<b>92,554.04</b>	<b>105,992.25</b>	<b>121,619.87</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>80,325.82</b>	<b>103,120.97</b>	<b>113,695.78</b>	<b>132,502.17</b>	<b>144,914.99</b>

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	9,567.74	19,333.07	17,299.31	20,521.03	24,409.01
折旧摊销	2,768.50	3,386.58	3,582.52	3,732.52	3,857.52
财务费用	(428.03)	1,073.37	194.89	152.55	(134.55)
投资损失	(604.16)	(8,588.02)	(604.16)	(604.16)	(604.16)
营运资金变动	285.50	(588.49)	(2,880.60)	910.88	(4,964.40)
其它	816.97	2,586.65	180.65	216.12	261.94
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,406.51</b>	<b>17,203.16</b>	<b>17,772.60</b>	<b>24,928.93</b>	<b>22,825.36</b>
资本支出	2,740.92	4,075.22	3,552.57	3,054.22	2,624.12
长期投资	109.92	(180.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(8,369.02)	(5,839.66)	(6,633.08)	(5,365.03)	(4,574.17)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,518.18)</b>	<b>(1,945.11)</b>	<b>(3,080.51)</b>	<b>(2,310.80)</b>	<b>(1,950.05)</b>
债权融资	599.87	3,104.37	(824.20)	(850.52)	(579.82)
股权融资	(5,890.31)	49.14	(5,173.63)	(7,298.94)	(9,043.32)
其他	1,458.25	(2,029.97)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,832.19)</b>	<b>1,123.54</b>	<b>(5,997.83)</b>	<b>(8,149.46)</b>	<b>(9,623.14)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,056.15</b>	<b>16,381.59</b>	<b>8,694.26</b>	<b>14,468.67</b>	<b>11,252.17</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>39,241.43</b>	<b>45,456.17</b>	<b>53,431.41</b>	<b>62,638.49</b>	<b>73,189.85</b>
营业成本	22,964.52	23,801.43	25,988.41	30,266.47	35,139.36
营业税金及附加	301.18	361.48	424.90	484.72	573.04
销售费用	745.39	806.87	854.90	1,002.22	1,171.04
管理费用	2,879.34	2,660.73	2,992.16	3,445.12	3,952.25
研发费用	1,238.52	1,119.45	1,282.35	1,565.96	1,902.94
财务费用	(786.68)	398.19	194.89	152.55	(134.55)
资产/信用减值损失	(1,573.84)	(1,069.52)	(900.00)	(900.00)	(900.00)
公允价值变动收益	186.96	(137.10)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	604.16	8,588.02	604.16	604.16	604.16
其他	463.73	240.67	240.67	240.67	240.67
<b>营业利润</b>	<b>11,580.17</b>	<b>23,930.08</b>	<b>21,638.63</b>	<b>25,666.29</b>	<b>30,530.60</b>
营业外收入	22.25	31.40	31.40	31.40	31.40
营业外支出	62.62	55.33	55.33	55.33	55.33
<b>利润总额</b>	<b>11,539.81</b>	<b>23,906.15</b>	<b>21,614.70</b>	<b>25,642.36</b>	<b>30,506.67</b>
所得税	1,972.07	4,573.09	4,134.75	4,905.21	5,835.72
<b>净利润</b>	<b>9,567.74</b>	<b>19,333.07</b>	<b>17,479.95</b>	<b>20,737.15</b>	<b>24,670.95</b>
少数股东损益	117.43	182.48	180.65	216.12	261.94
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9,450.31</b>	<b>19,150.58</b>	<b>17,299.31</b>	<b>20,521.03</b>	<b>24,409.01</b>
每股收益(元)	3.27	6.42	5.80	6.88	8.18

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-2.73%	15.84%	17.54%	17.23%	16.84%
营业利润	-2.46%	106.65%	-9.58%	18.61%	18.95%
归属于母公司净利润	-1.63%	102.65%	-9.67%	18.62%	18.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.48%	47.64%	51.36%	51.68%	51.99%
净利率	24.08%	42.13%	32.38%	32.76%	33.35%
ROE	16.12%	24.02%	18.82%	19.51%	20.23%
ROIC	27.59%	62.97%	51.04%	55.98%	68.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.44%	22.18%	18.60%	20.01%	16.08%
净负债率	-23.46%	-33.85%	-39.43%	-48.74%	-52.31%
流动比率	2.38	3.21	4.12	3.98	5.25
速动比率	2.05	2.74	3.73	3.58	4.75
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.92	5.93	6.43	5.71	5.69
存货周转率	7.74	6.32	6.80	7.92	7.67
总资产周转率	0.51	0.50	0.49	0.51	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.27	6.42	5.80	6.88	8.18
每股经营现金流	4.30	5.77	5.96	8.35	7.65
每股净资产	20.30	26.72	30.80	35.26	40.44
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.56	15.58	17.25	14.54	12.22
市净率	4.93	3.74	3.25	2.84	2.47
EV/EBITDA	7.78	7.48	9.17	7.46	6.14
EV/EBIT	9.15	8.40	10.60	8.49	6.89

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com