

2026 年 07 月 25 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
徐子悦
SAC: S1350526030002
xuziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 07 月 24 日
收盘价 (元)	52.87
一年内最高/最低 (元)	67.80/34.13
总市值 (百万元)	7,517.81
流通市值 (百万元)	6,019.07
总股本 (百万股)	142.19
资产负债率 (%)	36.53
每股净资产 (元/股)	20.38

资料来源：聚源数据

奥浦迈 (688293. SH)

——国产培养基领军者，创新药 BD 趋势下有望加速出海

投资要点：

- 国产培养基头部企业，出海加速布局中。**公司核心业务为细胞培养基产品。受益于生物药行业蓬勃发展及培养基产品出海，公司业绩快速增长（2023–2025 年营收 CAGR 达 20.87%）。2026Q1 实现营收 1.82 亿元（同比+117.68%），归母净利润 0.39 亿元（同比+167.45%）。公司培养基性能比肩国际竞品，2025 年公司境外实现营收 1.10 亿元（同比+15.94%），营收占比 30.90%，未来随着客户管线 license-out 有望出海加速。
- 生物药市场发展向好，上游需求有望持续提升。**我国生物药行业蓬勃发展，据观研天下，市场规模预计将从 2025 年的 6088 亿元快速增长至 2029 年的 9048 亿元。随着生物药纳入集采带动药品加速放量，上游培养基市场需求有望被进一步催化。截至 2026Q1，已有 352 个确立中试工艺的研发管线采用公司培养基产品，较 2025 年末净增 25 个；其中临床 III 期/商业化管线分别为 39/15 个。随着客户早期管线稳步推进，未来对培养基的需求量有望大幅提升。
- 国产培养基伴随中国创新药出海，有望切入海外大客户供应链实现放量。**2026 年上半年国内创新药 BD 共 81 笔，交易总额约 1100 亿美元，再创历史新高。奥浦迈培养基伴随客户管线 BD 出海，有望加速进入海外 CDMO 及 MNC 供应链。细胞培养基在海外无特殊准入要求，主要依赖药企对生产体系的审计，公司培养基已通过 GSK、默沙东等 MNC 的现场审计，具备高标准合规供应能力。未来 5–10 年全球多款重磅生物药面临专利悬崖，市场结构调整在即，伴随客户管线逐步推进及终端产品爬坡，公司或将迎来业务增量。
- 并表澎立生物业绩高增，业务协同实现一体化发展。**2026 年 1 月，奥浦迈完成对澎立生物的收购并于 Q1 并表，此次收购助力公司实现“培养基+CRDMO”一体化发展。澎立生物为临床前药效学 CRO，2026Q1 药物临床前 CRO 新签订单约 1.25 亿元（同比+61.76%）。据《业绩承诺及补偿协议》，澎立生物承诺 2025–2027 年扣非归母净利润不低于 5200/6500/7800 万元。CRO 行业高景气下新签订单有望快速增长，助力澎立生物业绩对赌完成。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.61/2.55/3.43 亿元，同比增速分别为 285.97%/58.34%/34.69%，当前股价对应的 PE 分别为 46.71/29.50/21.90 倍。我们选取百普赛斯、诺唯赞和赛分科技为可比公司，考虑到公司细胞培养基出海加速，及并购澎立生物实现培养基+CRDMO 布局，有望带来成长新动能，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料供给稳定性风险、行业竞争加剧的风险、细胞培养产品或服务价格下降的风险、规模扩张导致的管理风险等。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	297	355	984	1,273	1,647
同比增长率 (%)	22.26%	19.40%	177.22%	29.34%	29.39%
归母净利润（百万元）	21	42	161	255	343
同比增长率 (%)	-61.04%	98.07%	285.97%	58.34%	34.69%
每股收益（元/股）	0.15	0.29	1.13	1.79	2.41
ROE (%)	1.00%	1.99%	5.05%	7.57%	9.51%
市盈率 (P/E)	357.10	180.29	46.71	29.50	21.90

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.61/2.55/3.43 亿元，同比增速分别为 285.97%/58.34%/34.69%，当前股价对应的 PE 分别为 46.71/29.50/21.90 倍。我们选取百普赛斯、诺唯赞和赛分科技为可比公司，考虑到公司细胞培养基出海加速，及并购澎立生物实现培养基+CRDMO 布局，有望带来成长新动能，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预期公司整体收入在 2026–2028 年分别为 9.84/12.73/16.47 亿元，同比增速分别为 177.22%/29.34%/29.39%；随着收入规模增长，公司毛利率有望持续提升，预计公司整体毛利率在 2026–2028 年分别为 52.26%/56.06%/57.63%。其他核心假设如下：

奥浦迈方面：

1) 培养基产品：考虑到公司培养基有望伴随客户管线 license-out 出海加速，以及随客户管线推进至商业化对培养基的需求大幅提升，我们预计 2026–2028 年公司培养基板块收入增速分别为 30.0%/30.0%/30.0%。

2) CDMO 服务：考虑到公司并购澎立生物后，有望实现 CRDMO 全链条服务布局，同时与澎立生物协同出海，我们预计 2026–2028 年公司 CDMO 服务收入增速分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

澎立生物方面：

1) CRO 服务：考虑到 CRO 行业景气度上行带动新签订单价格回暖，2026Q1 澎立生物药物临床前 CRO 新签订单金额约为 1.25 亿元，同比增长 61.76%，未来新签订单价格上升趋势有望延续，我们预计 2026–2028 年公司收入增速分别为 20.0%/30.0%/30.0%。

投资逻辑要点

公司为国产细胞培养基龙头，业务涵盖细胞培养基产品和 CDMO 服务，于 2026 年 1 月 14 日起正式并表临床前 CRO 澎立生物，实现“培养基+CRDMO”一体化发展。培养基业务放量叠加澎立生物并表效应初显，公司 2026Q1 实现营收 1.82 亿元，同比增长 117.68%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 167.45%。由于生物药市场发展迅速，上游细胞培养基需求旺盛，随着国内厂商技术完善、医保目录药品价格下降致上游生产控费，细胞培养基具有较强的进口替代动力。公司目录培养基种类丰富，截至 2026Q1，共有 352 个已确定中试工艺的研发管线使用公司产品，相较 2025 年末增加 25 个，下游客户持续拓展。澎立生物专注于临床前药效学领域，订单快速增长有望带来业绩转化，2026Q1 公司药物临床前 CRO 新签订单金额约 1.25 亿元，同比增长 61.76%；未来双方有望借助渠道加速出海，利润结构有望进一步优化。

核心风险提示

原材料供给稳定性风险、行业竞争加剧的风险、细胞培养产品或服务价格下降的风险、规模扩张导致的管理风险等。

目录

1. 培养基龙头平台一体化升级，海外市场拓展加速	6
1.1. 深耕培养基赛道，产品+服务双轮驱动	6
1.2. 细胞培养基为业务基石，向 CRDMO 一体化平台发展	6
1.2.1. 细胞培养基：产品性能比肩进口，商业化管线放量可期	6
1.2.2. CDMO：客户粘性高+协同发展，持续贡献业绩增量	9
1.3. 规模效应初显，成长空间广阔	10
2. 需求扩容叠加出海加速，培养基业务进入兑现期	11
2.1. 生物药研发热度高，培养基需求持续释放	11
2.2. 药品集采持续扩容，培养基国产替代趋势逐渐明确	14
2.3. 创新药出海正盛，带动培养基拓展海外市场	15
3. 澎立生物补齐 R 端入口，成长空间可期	19
3.1. 深耕临床前药效，四大核心平台构筑全链条服务	19
3.2. 澎立生物新签订单快速增长，业绩兑现可期	20
3.3. 前端 CRO 补齐服务链条，海外拓展提升盈利弹性	21
3.3.1. 向 R 端业务延伸，一站式平台持续升级	21
3.3.2. CRO 行业景气向上，业绩承诺兑现确定性较高	22
4. 盈利预测与评级	24
4.1. 盈利预测	24
4.2. 估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1：奥浦迈发展历程	6
图表 2：奥浦迈业务构成	6
图表 3：奥浦迈细胞培养基产品	7
图表 4：奥浦迈主要目录培养基产品（截至 2025 年末）	7
图表 5：StarCHO 提高 130% 抗体表达量	8
图表 6：SagiCHO 支持细胞培养更高活率	8
图表 7：2025 年奥浦迈细胞培养基产品研发进展	8
图表 8：使用公司的细胞培养基产品的药品研发管线（个）	9
图表 9：药物研发各阶段培养基需求量	9
图表 10：奥浦迈 CDMO 服务	10
图表 11：2021-2026Q1 公司营收情况（亿元）	10
图表 12：2021-2026Q1 公司归母净利润情况（亿元）	10
图表 13：2021-2025 年公司营收构成情况（亿元）	11
图表 14：2021-2025 年公司各板块毛利率情况（%）	11
图表 15：2021-2026Q1 公司毛利率、净利率情况（%）	11
图表 16：2021-2026Q1 公司费用率情况（%）	11
图表 17：培养基的基本组成	12
图表 18：不同应用的培养基特点及需求对比	12
图表 19：2020-2029 年中国生物药市场规模（亿元）	13
图表 20：2017-2024 年 CDE 受理的 I 类新药 IND 品种数	13
图表 21：2018-2024 年中国上市的 I 类化药和生物药品种数	13
图表 22：2020-2029 年全球及中国细胞培养基市场规模（亿美元）	14
图表 23：药品集采平均价格降幅（%）	14
图表 24：2020 年生物制药上游原材料、耗材市场拆分（%）	15
图表 25：2017-2025 年中国细胞培养基市场规模（亿元）及国产化率（%）	15
图表 26：2020-2025 年中国创新药 License-out 交易数量（个）及金额（亿美元） ..	16
图表 27：2026 年国产创新药出海交易（部分）	17
图表 28：2021-2025 年中国创新药合作出海交易项目类型	18
图表 29：国产培养基厂商海外备案情况	18

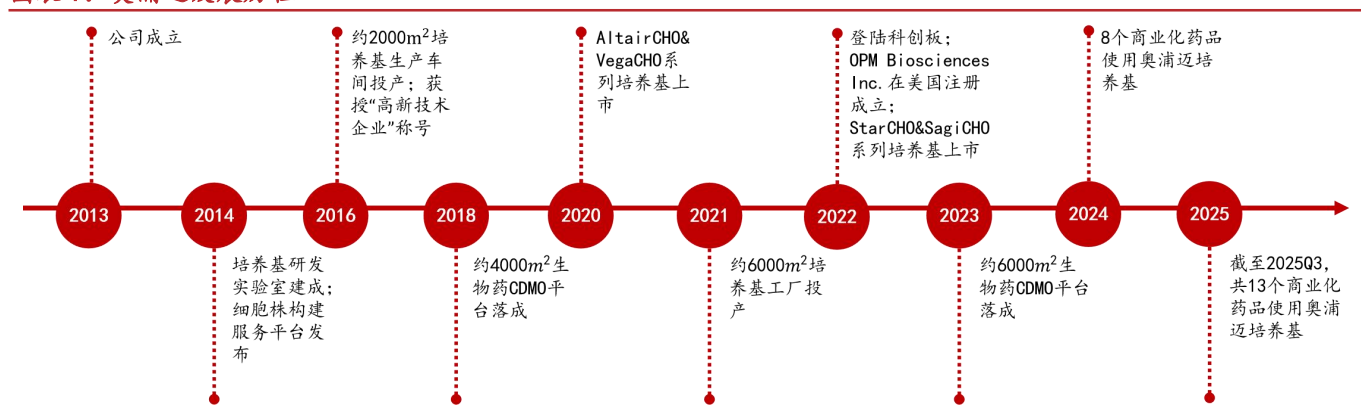
图表 30: 澎立生物新药研发 CRO 服务	19
图表 31: 澎立生物器械 CRO 服务	19
图表 32: 2023 年-2025H1 澎立生物各技术平台营收情况 (亿元)	20
图表 33: 2023 年-2026Q1 澎立生物营收情况 (亿元)	20
图表 34: 2023-2025 年澎立生物净利润情况 (亿元)	20
图表 35: 2023 年-2025H1 澎立生物各板块营收情况 (亿元)	21
图表 36: 2023 年-2025H1 澎立生物药物临床前 CRO 各板块营收情况 (亿元)	21
图表 37: 奥浦迈细胞培养基+CRDMO 业务模式	21
图表 38: 药企对于外部服务提供商类型的偏好	22
图表 39: 2021-2025 年奥浦迈境内外营收情况 (亿元)	22
图表 40: 2022-2025 年奥浦迈境内外毛利率情况 (%)	22
图表 41: 2015-2034 年全球生物制药公司研发外包比例 (%)	23
图表 42: 2015-2034 年全球生物制药研发外包市场 (十亿美元)	23
图表 43: 2026-2029 年澎立生物各板块预期营收情况 (亿元)	24
图表 44: 可比公司估值表	25

1. 培养基龙头平台一体化升级，海外市场拓展加速

1.1. 深耕培养基赛道，产品+服务双轮驱动

公司成立于 2013 年，是一家从事细胞培养产品与服务的高新技术企业。公司主营业务涵盖细胞培养基系列产品和生物药委托开发生产（CDMO）服务两大应用领域，通过优化细胞培养产品和工艺显著降低生物制药的生产成本。

图表 1：奥浦迈发展历程

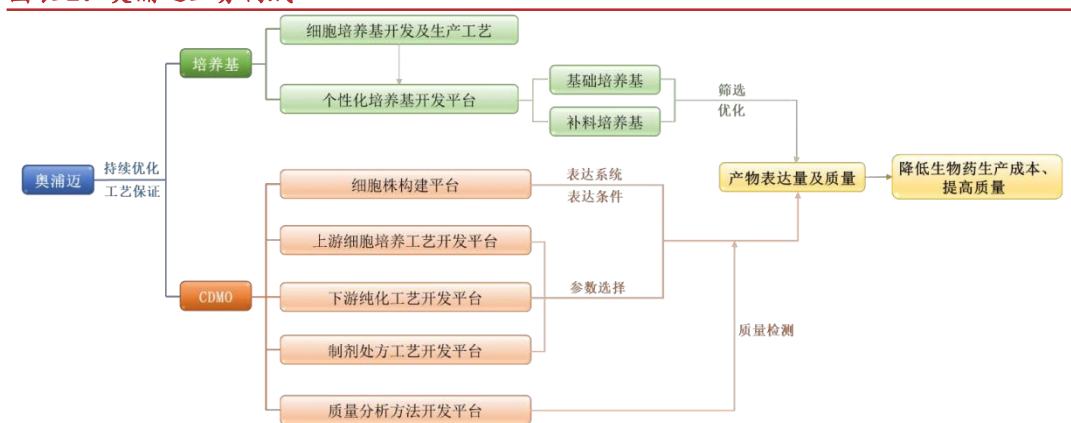


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 细胞培养基为业务基石，向 CRDMO 一体化平台发展

公司以细胞培养技术和工艺开发为基础，主营业务涉及细胞培养基系列产品和生物药委托开发生产服务两大应用领域。一方面，公司向客户提供药物开发和科学研究所所需的培养基产品；另一方面，为药物研发企业提供在细胞株构建、工艺开发、分析服务及定制开发、中试生产及临床 I&II 期的 CDMO 技术服务。此外，2026 年 1 月，完成对临床前 CRO 澎立生物的收购，并自 2026 年 1 月起正式并表，实现“细胞培养基+CRDMO”一体化平台发展。

图表 2：奥浦迈业务构成



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

1.2.1. 细胞培养基：产品性能比肩进口，商业化管线放量可期

细胞培养基板块：细胞培养（Cell culture）是指在体外模拟体内环境（无菌、适宜温度、酸碱度和一定营养条件等），使细胞生存、生长、繁殖并维持主要结构和功能的一种方法。公司提供的培养基产品既包括通用的目录产品，也包括根据客户具体要求的定制化培养基产品。

图表 3：奥浦迈细胞培养基产品

产品	分类	介绍
细胞培养基系列产品	目录培养基产品	公司向客户提供多种目录培养基产品，包括 CHO 细胞培养基、HEK293 细胞培养基、BHK 细胞培养基、昆虫细胞培养基等，目录培养基种类超过 100 种，是公司最主要的产品销售类型。
	定制化培养基产品	根据下游客户的具体需求，公司会为客户开发定制化培养基产品。
	OEM 培养基加工	公司能够根据客户需求和其提供的配方，提供高质量的 OEM 培养基加工服务。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司目录培养基种类丰富。目前，公司向客户提供的目录培养基种类超过 100 种，是公司最主要的产品销售类型。2025 年，公司推出了多款高性能培养基，涵盖多个应用领域：针对不同 CHO 细胞亚型，开发了多款优势补料培养基；针对 293 细胞，开发出了适用于瞬转的基础培养基、补料及添加剂；开发出了两款适用于昆虫细胞的培养基；在疫苗开发领域，开发升级了多款无血清培养基；同时，在细胞治疗方向，也推出了多款高性能培养基。

图表 4：奥浦迈主要目录培养基产品（截至 2025 年末）

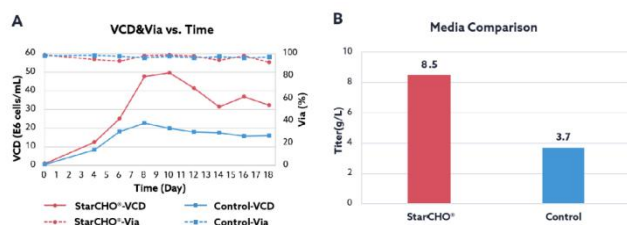
细胞类型	培养基主要种类	培养基名称	简介
CHO 培养基	基础培养基	OPM-CHO CD07	CHO CD07、CHO CD08、CHO CDP3、VegaCHO Medium、AltairCHO Medium、StarCHO Medium、SagiCHO Medium 等培养基为化学成分确定的基础培养基，不含动物来源成分，也不含植物或动物来源水解物。适合于各种类型的 CHO 细胞，如 CHO DG44 细胞、CHO-K1 细胞和 CHO-S 细胞等。
		OPM-CHO CD08	
		OPM-CHO CDP3	
		VegaCHO Medium	
		AltairCHO Medium	
		StarCHO Medium	
		SagiCHO Medium	
	补料培养基	OPM-AM08	CHO PFF06 添加一种单一组分植物来源蛋白水解物的高效浓缩添加剂。CHO CDF18、AltairCHO Feed、VegaCHO Feed Plus、AltairCHO Feed Plus 等是化学成分确定的细胞培养的高浓缩补料，无动物来源成分，不含任何蛋白或生长因子。VegaCHO Feed、StarCHO Feed 是化学成分确定的细胞培养的高浓缩补料，无动物来源成分，不含任何蛋白。一般与 CHO 系列基础培养基联用。
		OPM-AM168	
		OPM-AM556	
		OPM-CHO PFF06	
		OPM-CHO CDF18	
		VegaCHO Feed	
		AltairCHO Feed	
		StarCHO Feed	
		VegaCHO Feed Plus	
		AltairCHO Feed Plus	
		OPM-AF132	
		OPM-AF183	
		OPM-AF169	
		OPM-AF308	
		OPM-AF366	
		OPM-AF341	
HEK293 培养基	基础培养基	OPM-293 CD05	293 CD05 培养基是完全化学成分确定的基础培养基，无动物来源成分，无蛋白或生长因子，无动物或植物来源蛋白水解物，适合于各种亚型 HEK293 细胞的高密度培养，可用于 HEK293 细胞的瞬时转染。
	补料培养基	OPM-293 ProFeed	OPM-293 ProFeed 添加一种单一组分植物来源蛋白水解物的高效浓缩添加剂。
昆虫细胞培养基	基础培养基	StarInsect	StarInsect、OPM-AM380 和 OPM-AF716 是不含动物源成分的无血清培养基，适合昆虫细胞 Sf9 的生长和病毒扩增，HighFive SFM1 和 OPM-AF729 是不含动物源成分的无血清培养基，适合昆虫细胞 High Five 的生长和蛋白表达。
		OPM-AM380	
		High Five SFM1	
		OPM-AF716	

		OPM-AF729	StarMDCK 和 OPM-AF381 等为不含任何动物源成分的无血清培养基,适合 MDCK 细胞生长及疫苗生产。
MDCK 细胞培养基	基础培养基	StarMDCK	
		OPM-AF381	
		OPM-AM833	

资料来源：公司公告，华源证券研究所

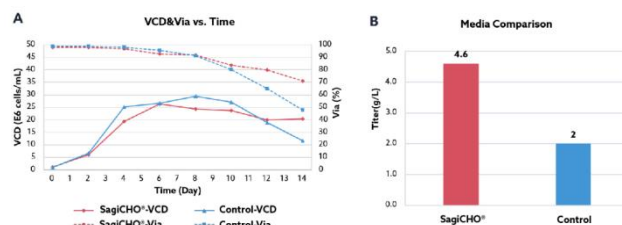
公司培养基产品性能比肩国际。奥浦迈的培养基在多项核心性能测试中表现优异，包括细胞生长速率、抗体表达滴度、糖型修饰调控、电荷异质性控制及去岩藻糖化水平等，均达到或优于国际头部竞品水平。目前，公司已有一定数量的管线伴随着 BD 出海，客户项目的 license-out 或将带动公司培养基产品走向国际市场，公司培养基有望加速进入 MNC 产业链。

图表 5：StarCHO 提高 130% 抗体表达量



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 6：SagiCHO 支持细胞培养更高活率



资料来源：公司官网，华源证券研究所

培养基产品矩阵持续丰富。2025 年，公司完成并推出多款培养基新品与升级方案，覆盖新一代 CHO 细胞化学成分确定培养基、昆虫细胞无血清培养基、疫苗用无血清细胞培养基以及细胞治疗用无血清培养基等方向，进一步完善产品矩阵。

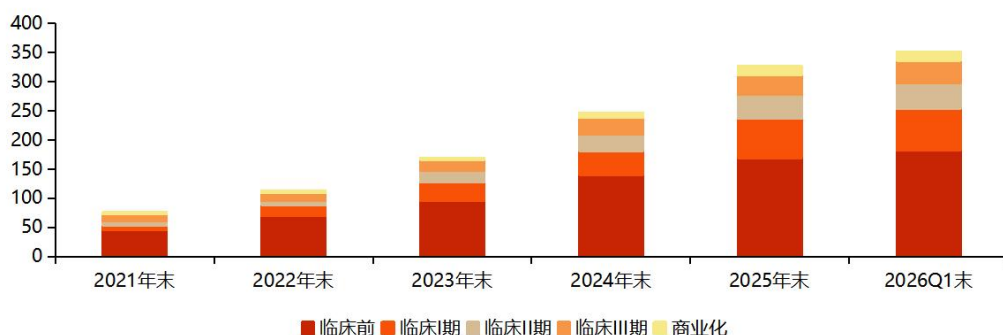
图表 7：2025 年奥浦迈细胞培养基产品研发进展

细胞类型	研发进展
CHO 细胞培养基	成功开发多款优势补料培养基产品，包括 OPM-AF341、OPM-AF385、OPM-AF366、OPM-AF461 等，可以有效支持 CHO 细胞的高密度培养、高活率维持以及高蛋白表达。
293 细胞培养基及瞬转培养基	开发了 293 瞬转补料培养基 OPM-AF373 和 OPM-AF376，可进一步提升瞬转表达水平；完善 CHO-S 瞬转培养基体系，推出基础培养基 TransCHO Plus、补料培养基 TransCHO Feed 及添加剂 TransCHO Supplement，为瞬转工艺提供更完整的培养基解决方案。
昆虫细胞培养基	开发了适用于 Sf 9 和 High Five 昆虫细胞的无血清培养基 OPM-AM716 和 OPM-AM729，在细胞生长状态和病毒滴度方面表现出优势，能够有效提升昆虫细胞培养的效率和质量。
兽用疫苗用培养基	开发 BHK21 无血清培养基 OPM-AM702，满足高效扩增并提升毒价；优化 MDCK 基础培养基 OPM-AM833 和 OPM-AM863，改善细胞生长状态；开发 LMH 培养基 OPM-AF780 与 F81 培养基 OPM-AF860，优化 ST 培养基原型 OPM-AM897，提升细胞生长与毒价水平；
细胞治疗用培养基	开发 Marc 145 低血清培养基 OPM-AM418 与 OPM-AM699，在低血清条件下促进细胞快速增殖。开发出 NK 细胞无血清培养基 OPM-AM725，可支持 PBMC 来源 NK 细胞高效扩增并维持杀伤活性；开发 T 细胞培养基 OPM-AM803，促进 T 细胞快速增殖并保持功能活性；推出 MSC 无异源无血清培养基 MSC-Gro Kit (XF)，实现 MSC 快速增殖及高代次传代稳定性。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司下游客户持续拓展，放大效应逐渐显现。在管线进展方面，截至 2026Q1，共有 352 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段 183 个、临床 I 期阶段 71 个、临床 II 期阶段 44 个、临床 III 期阶段 39 个、商业化生产阶段 15 个，整体相较 2025 年末增加 25 个。研发管线的稳步增长充分体现了公司细胞培养基产品的市场认可度与竞争力，进一步巩固了公司在该领域的领先地位。

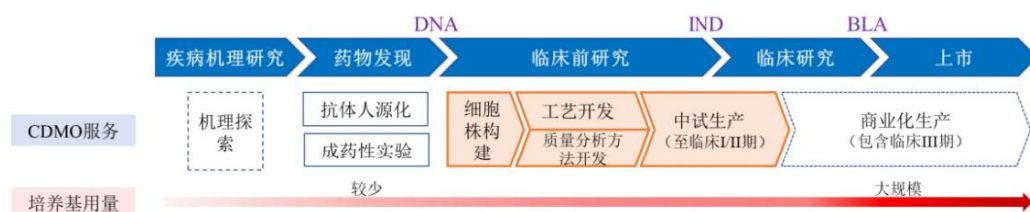
图表 8：使用公司的细胞培养基产品的药品研发管线（个）



资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：已剔除重组蛋白特定疫苗管线）

培养基客户前置绑定，有望伴随药品成长周期需求放大。细胞培养基产品的需求伴随着生物制药开发的全过程。根据国家药品监督管理局 2021 年 6 月发布的《已上市生物制品药学变更研究技术指导原则（试行）》，培养基属于生物制品生产企业的重要原材料，培养基关键成分的变更均需按照《指导原则》的技术要求提供相应说明及更新材料。因此，对于生物药及疫苗生产企业，一般在临床前研究阶段选定细胞培养基供应商后，在临床研究和商业化生产过程中不会轻易变更。未来，随着公司客户管线逐渐推进至商业化阶段，对培养基的需求量或将大幅度提升，有望带来可观的收入增量。

图表 9：药物研发各阶段培养基需求量



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

1.2.2. CDMO：客户粘性高+协同发展，持续贡献业绩增量

CDMO 板块：公司能够为客户提供覆盖临床 III 期及商业化生产阶段的全流程生物药 CDMO 项目解决方案，为国内外客户提供从抗体工程人源化筛选、细胞株构建、工艺开发到

中试生产、临床样品生产及商业化生产的全流程服务。公司搭建了完善的 CDMO 服务平台，涵盖细胞株构建平台、上下游工艺开发平台、制剂处方工艺开发平台、CDMO 生物药商业化生产平台、质量分析平台等，为客户提供从早期研发到商业化生产的全流程支持。2025 年，公司 D3 工厂已进入正式生产阶段，并且通过关键客户和欧盟质量授权人（QP）的现场审计。

图表 10：奥浦迈 CDMO 服务

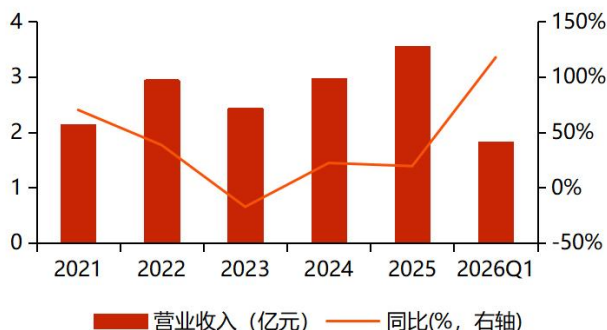
服务	平台	介绍
生物制药委托开发生产服务	细胞株构建平台	1、CHO 稳转细胞株构建平台：提供从分子克隆到高表达稳定 CHO 细胞株构建的完整服务； 2、GMP 建库平台：提供 MCB（主细胞库）和 WCB（工作细胞库）建库服务，库细胞经过第三方库细胞检定，符合中美澳申报要求； 3、瞬转平台：提供多种来源 CHO 细胞、293 细胞瞬转测试和蛋白制备服务； 4、细胞培养研发平台：提供 CHO 细胞、293 细胞多种个性化研发服务，如从含血清贴壁培养驯化至无血清悬浮培养，不同种类培养基驯化培养，细胞底盘改造等。
	上下游工艺开发	包括上游细胞培养工艺开发和下游纯化工艺开发等。
	制剂处方工艺开发	包括处方前研究，制剂处方开发及优化、制剂工艺开发及优化、包材选型等服务。
	CDMO 生物药商业化生产平台	符合中国/欧盟/美国 GMP 质量管理体系要求，满足商业化药品的生产需求，能够为客户提供临床 III 期试验用药及商业化药品生产。
	质量分析平台	包含理化、结合活性和细胞活性分析的方法开发。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 规模效应初显，成长空间广阔

培养基业务持续放量，澎立生物并表效应初显。2025 年，公司实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 19.40%；归母净利润 4169.85 万元，同比增长 98.07%；扣非后净利润 2084.90 万元，同比大幅增长 216.57%。2026 年 1 月 14 日起，澎立生物纳入公司合并报表范围。2026Q1，公司实现营收 1.82 亿元，同比增长 117.68%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 167.45%。其中，奥浦迈收入与利润均快速放量，实现营业收入 1.01 亿元，同比增长 21.18%；实现归母净利润 4873.41 万元，同比增长 232.25%，主要得益于核心业务细胞培养产品板块的快速增长。2026Q1，澎立生物实现营收 8075.39 万元，归母净利润-295.84 万元，净亏损主要系季节性汇率波动的影响，同时前期研发投入在 2026Q1 摊销，后期这部分投入将逐步释放效能，有望转化为可持续的研发成果和商业回报。

图表 11：2021-2026Q1 公司营收情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：2021-2026Q1 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

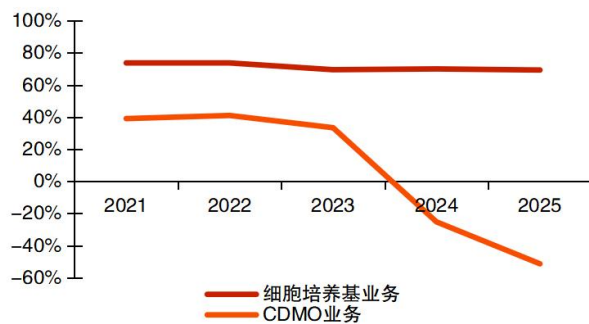
培养基毛利率维持高位，管理提效控费成果显著。2025 年，公司细胞培养产品实现收入 3.00 亿元，同比增长 23.03%，国内外市场均实现突破，板块毛利率为 69.30%，维持平稳；CDMO 服务业务板块实现收入 5398.06 万元，同比略增 2.71%。2026 年，公司预期培养基产品板块毛利率将维持在 70%左右的水平。一方面，应用在蛋白抗体药物领域的培养基客户粘性相对较强，且公司与部分大客户签订了长期供货协议，约定了差异化价格；另一方面，伴随客户管线的逐步推进及大客户终端产品的放量，规模效应有望逐步凸显。CDMO 板块因 D3 工厂折旧及成本归集口径变化（2024 年部分计入管理费用，2025 年全部计入成本），2025 年毛利率下降明显，后续有望逐步回暖。2025 年，公司综合毛利率为 50.85%，同比下降 2.18pct，主要原因为两个业务板块结构性变化的影响。CDMO 业务板块因 D3 工厂折旧及成本归集口径变化，毛利率下降明显，影响整体表现。2025 年，公司管理费用同比下降 20.5%，剔除 2024 年开办费的影响之后，管理费用两年基本持平，公司管理提效成果显著。

图表 13：2021-2025 年公司营收构成情况（亿元）



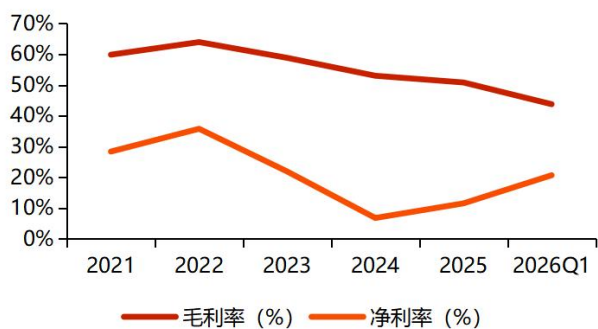
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：2021-2025 年公司各板块毛利率情况（%）



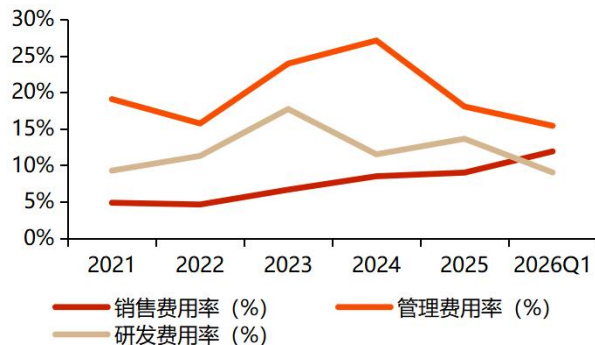
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：2021-2026Q1 公司毛利率、净利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：2021-2026Q1 公司费用率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 需求扩容叠加出海加速，培养基业务进入兑现期

2.1. 生物药研发热度高，培养基需求持续释放

细胞培养基是人工模拟动物细胞的体内生长环境，维持体外细胞存活和增殖的营养物质基础，其主要功能是为细胞提供适宜的 pH 和渗透压，以及细胞本身不能合成的各种营养物质。细胞培养基通常包括适当的细胞能量来源和调节细胞周期的化合物。一个典型的培养基还需要补充氨基酸，维生素，无机盐，葡萄糖和血清，以提供生长因子、激素和附着因子。除了营养外，培养基也有助于保持培养体系中的 pH 值和渗透压平衡。

图表 17：培养基的基本组成

	缓冲系统	调节pH值以维持最佳培养条件，可以用天然缓冲剂或化学缓冲剂(HEPES)达到这一目的		蛋白质/多肽	细胞培养基中的蛋白来源，有效为细胞提供支持及保护作用，在无血清培养中非常重要
	无机盐	培养基中的无机盐有助于保持细胞的渗透平衡，通过提供钠、钾和钙离子调节膜电位		脂肪酸/脂质	细胞培养的能源物质，支持细胞能量代谢，在无血清培养中很重要
	氨基酸	培养基的必须成分，为细胞蛋白合成，细胞增殖和生存提供原料，浓度可影响细胞密度		维生素	是细胞生长和增殖必不可少的成分，需根据不同细胞系定制化，以刺激生长
	糖类	糖类形式的碳水化合物是细胞能量的主要来源，通常培养基中包含葡萄糖，半乳糖		微量元素	生物过程必须的微量营养元素，无血清培养基中常需要补充，来替代血清中的常见成分

资料来源：弗若斯特沙利文，澳斯康招股书，华源证券研究所

细胞培养基在生物药领域应用广泛。细胞培养基在生物制药生产领域的应用包括疫苗生产、基因工程药物生产、抗体/基因治疗药物生产、细胞工程药物生产和利用细胞法体外测定生物活性物质的活性等。选用合适的、高质量的培养基可以大幅度提高生物制品表达量，降低生物制品的单位制造成本。细胞培养基的下游商业化应用主要包括三个方向：重组蛋白/抗体药物生产、疫苗生产、基因治疗/细胞治疗药物生产。不同的应用方向需要的细胞类型不同，对于细胞培养基的性能特点和生产需求存在很大差异。

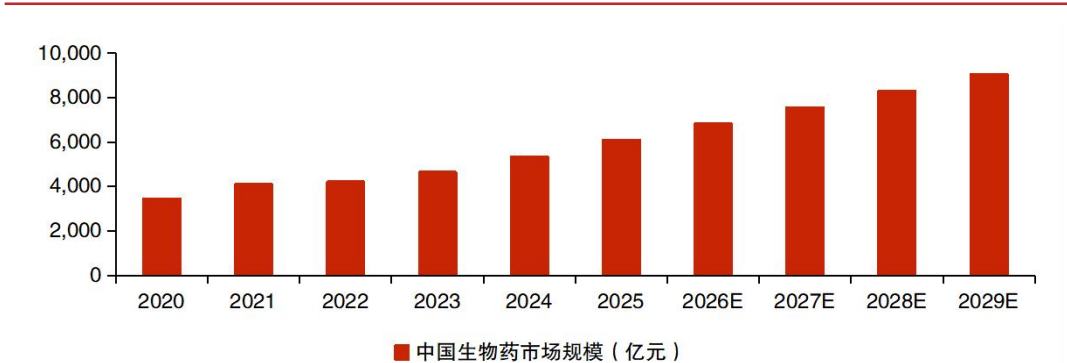
图表 18：不同应用的培养基特点及需求对比

商业化应用	技术难度	细胞类型	生产工艺	产品形式	产品特点
疫苗（主要为动物疫苗）	一般	BHK 细胞、MDBK 细胞、VERO 细胞等	技术路线成熟，工艺模式化	液体、干粉	标准化产品为主
重组蛋白（包括重组蛋白疫苗）/抗体药物	高	CHO 细胞、HEK293 细胞等	工艺复杂，参数控制要求高，个性化工艺要求高	液体、干粉	标准化产品，同时向定制化产品发展
细胞及基因疗法	高	造血干细胞、T 细胞、自然杀伤细胞等	工艺复杂，参数控制要求高，个性化工艺要求高	液体、干粉	标准化产品，同时向定制化产品发展

资料来源：奥浦迈招股书，华源证券研究所

全球生物药市场发展迅速，上游细胞培养基需求旺盛。在人口老龄化加剧、产业政策扶持、企业积极布局、医疗保障体系不断完善等多重因素推动下，我国生物药行业蓬勃发展。根据《中国细胞培养基行业现状深度研究与投资前景预测报告（2026-2033 年）》，我国生物药市场规模由 2020 年的 3457 亿元增长至 2024 年的 5348 亿元，预计到 2029 年将达到 9048 亿元，2020-2029 年期间 CAGR 达 11.28%。细胞培养基作为生物药产业链上游核心耗材，或将充分受益于生物药市场规模的扩容，有望迎来持续而显著的市场增量。

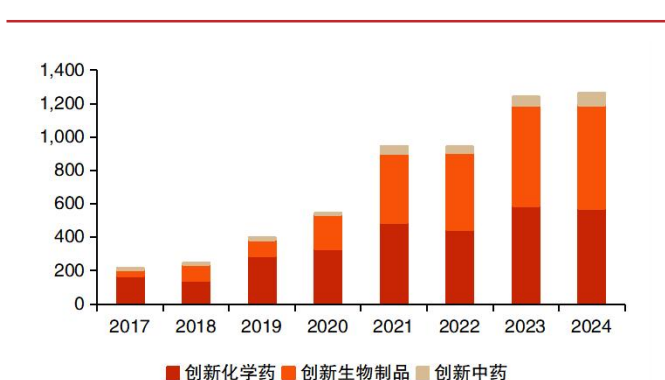
图表 19：2020-2029 年中国生物药市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，泰诺麦博招股书，观研天下，华源证券研究所

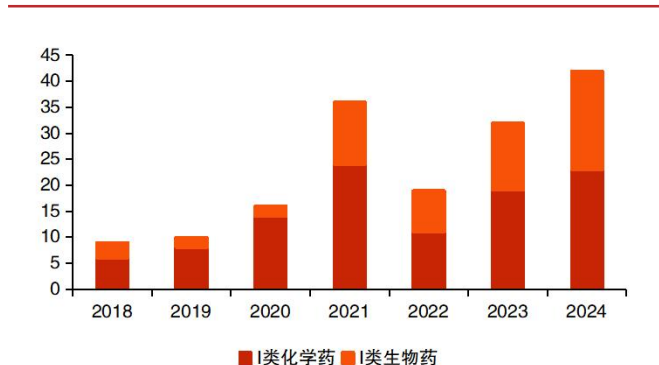
我国生物制品创新药注册申请受理量及获批上市数量快速增长。从构成来看，2024 年生物制品的申报数为 618 个，同比增长 3.2%，高于总体增长率，其在新药申报数量中占比为 48.93%。2022 年，生物制品在创新药中的比例超过化学药，成为创新药中数量最多的品类，创新药研发趋势逐渐从化学药转向生物制品，预计未来创新生物制品的份额将不断提升。此外，不断加速的审评审批政策，使得中国上市创新药数量持续高速增长。数据显示，2022-2024 年，中国上市的 I 类生物药分别为 8、13、19 个，呈高速增长态势。

图表 20：2017-2024 年 CDE 受理的 I 类新药 IND 品种数



资料来源：NMPA 年度药品审评报告，中康产业研究院，华源证券研究所

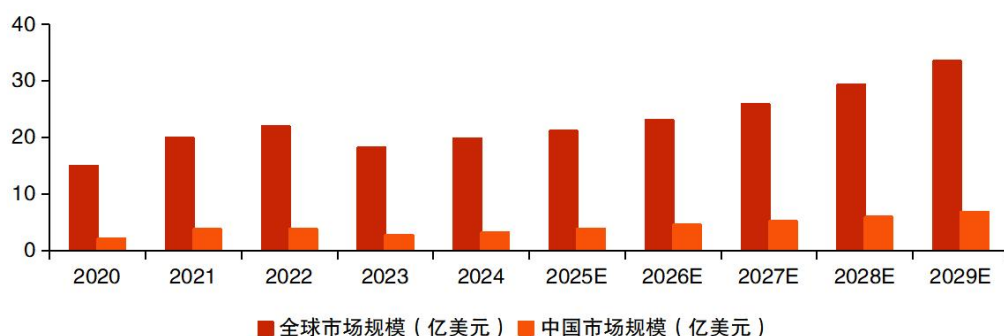
图表 21：2018-2024 年中国上市的 I 类化药和生物药品种数



资料来源：NMPA 年度药品审评报告，中康产业研究院，华源证券研究所

伴随生物药的快速发展，细胞培养基市场规模快速增长。根据《中国细胞培养基行业现状深度研究与投资前景预测报告（2026-2033 年）》，我国细胞培养基市场规模由 2020 年的 2.10 亿美元上升至 2024 年的 3.24 亿美元，并预计到 2029 年将达到 6.83 亿美元，2020-2029 年期间 CAGR 达 14.00%，高于全球市场的 9.37%。

图表 22：2020-2029 年全球及中国细胞培养基市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，观研天下，华源证券研究所

2.2. 药品集采持续扩容，培养基国产替代趋势逐渐明确

药品集采持续进行，平均降价幅度近半。截至 2025 年 10 月 29 日，国家医保局共开展了十一批国采，成功采购 490 种药品。其中，第十一批国采纳入 55 个品种，覆盖抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂、消炎镇痛等领域常用药品。总体来看，国采不断拓宽覆盖范围，第六批国采首次将生物药纳入集采范围。

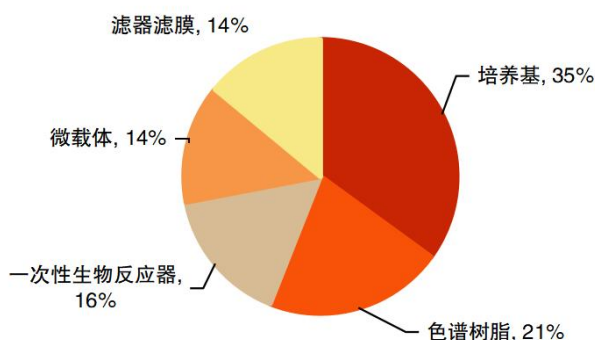
图表 23：药品集采平均价格降幅（%）

批次	平均降幅
首轮 4+7	52%
4+7 扩围	59%
第二批	53%
第三批	53%
第四批	52%
第五批	56%
第六批	48%
第七批	48%
第八批	56%
第九批	58%
第十批	超过 60%
第十一批	57%

资料来源：赛柏蓝公众号，滕州医保公众号，华源证券研究所

细胞培养基为药物研发上游核心成本。根据 Research and Markets、Markets and Markets 分析，培养基是生物制药上游原材料、耗材品种中市场规模最大的品类，2020 年全球培养基市场规模约占全球生物制药耗材市场规模的 35%。

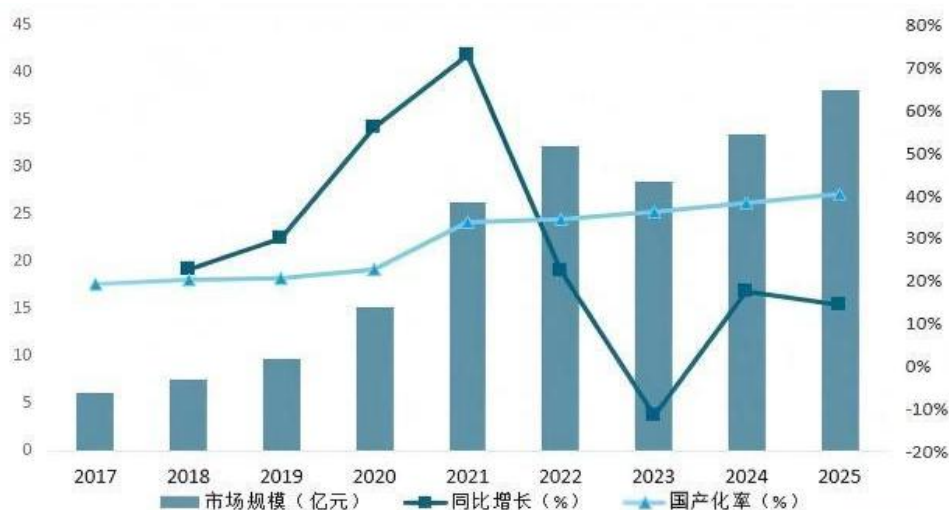
图表 24：2020 年生物制药上游原材料、耗材市场拆分 (%)



资料来源：Research and Markets, Markets and Markets, 澳斯康招股书, 华源证券研究所

药品终端价格下降有望驱动培养基国产替代加速。据智研咨询《2026 年中国细胞培养基行业市场运行态势分析：国产化替代进程提速》，2025 年，我国细胞培养基行业市场规模达 38.13 亿元，同比增长 14.2%，国产化率达 40.2%。由于国内厂商技术不断完善、医保目录药品价格大幅下降带来的上游生产控费压力，以及公共卫生事件导致的进口产品供货风险，细胞培养基作为生物药生产上游产品，具有较强的进口替代动力。近年来，中国培养基市场国产化率持续提升，国产化替代趋势明显。

图表 25：2017-2025 年中国细胞培养基市场规模（亿元）及国产化率 (%)



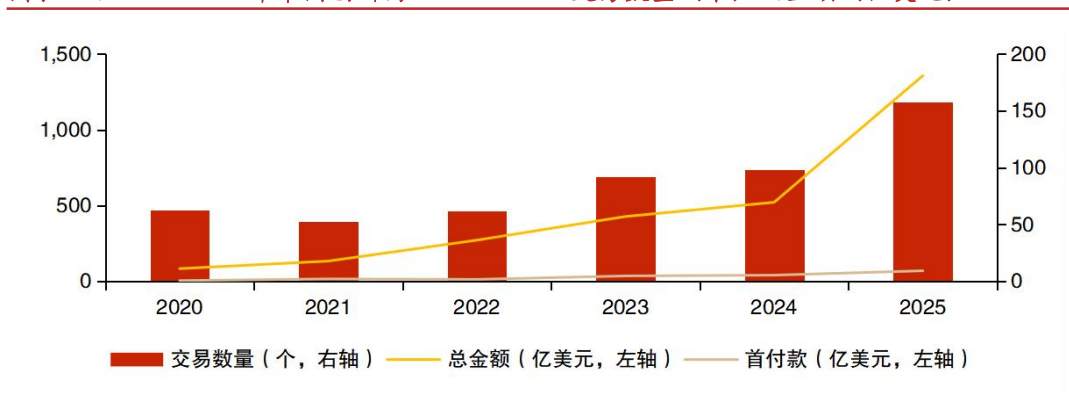
资料来源：智研咨询《2026 年中国细胞培养基行业市场运行态势分析：国产化替代进程提速》，华源证券研究所

2.3. 创新药出海正盛，带动培养基拓展海外市场

中国药企 License-out 交易持续升温。2025 年，交易规模达到新高度，全年 License-out 交易 158 笔，首付款 70 亿美元，总交易金额 1357 亿美元，2020-2025 年交易数量保持 20% 的年复合增长率。与此同时，中国 License-out 交易在全球份额也在扩大，2025 年中国 License-out 交易数量占全球 15%，带来了全球 37% 首付款、全球 49% 的总金额。中国企业 License-out 持续火热，是中国创新产业发展的趋势。2015 年以来，中国创新能力显著提升，

创新效率高、规模大、成本低，贡献了全球近三分之一的创新资产，并在新一代技术平台药物等领域已跻身全球前列。

图表 26：2020-2025 年中国创新药 License-out 交易数量（个）及金额（亿美元）



资料来源：医药魔方《中国创新药出海交易“新玩法”：趋势、挑战与全球化交易格局》，华源证券研究所

2026 年以来，中国创新药出海延续高增态势，交易量级与产业质量同步迈上新台阶。截至 2026 年 6 月 15 日，上半年国内新药领域已公开披露 83 笔创新药海外授权交易，覆盖小分子、ADC、双抗、小核酸、基因治疗、AI 制药等赛道。据药智数据不完全统计，2026.1.1-2026.6.15 期间，已披露交易的首付款总额超 64.5 亿美元，总潜在交易额突破 700 亿美元，单笔平均总交易额较 2025 年同期提升超 30%。此外，期间百亿美元级超大型合作落地、临床前早期项目占比过半、技术平台型合作批量涌现，成为 2026 上半年最鲜明的三大特征。

图表 27：2026 年国产创新药出海交易（部分）

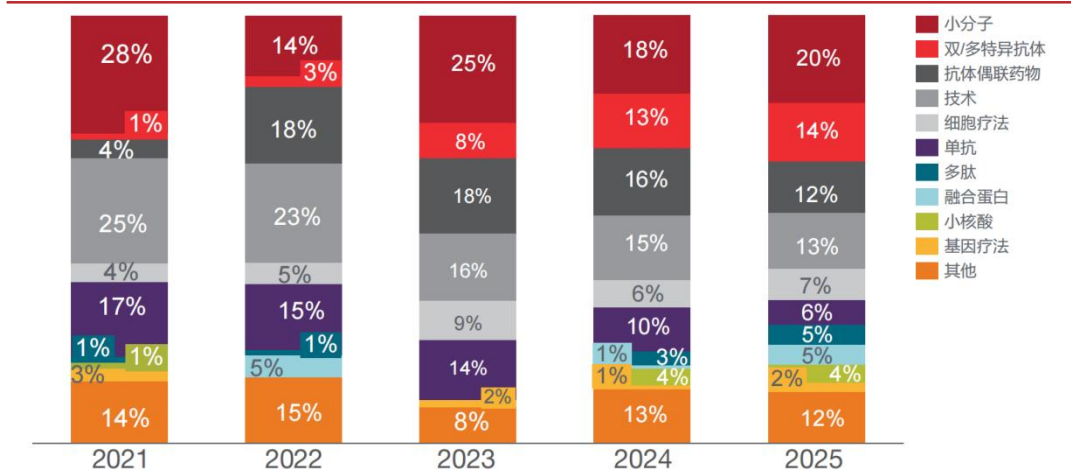
交易 初始 时间	转让方	受让方	总金额 (百万 美元)	产品	靶点	合作地区及权益	研发阶段(交 易时)
2026- 05-29	信达生物	Pfizer	10500	4 个大中华区以外 独家许可肿瘤项 目;4 个共同商业化 肿瘤项目;4 个全球 独家许可肿瘤项目			
2026- 05-12	恒瑞医药	Bristol-Myers Squibb	15200	4 项恒瑞肿瘤学及 血液学项目;5 项创 新项目		所有权益:美国; 欧洲;日本;其他	临床前
2026- 05-06	时安生物	GSK	1005	SA030	ALK7	研发权益:美国; 欧洲;日本;其他 商业化权益:美 国;欧洲;日本;其 他	I 期临床
2026- 04-20	天境生物	Biogen	850	菲泽妥单抗	CD38	所有权益:中国 (内地);中国(港 澳台)	申请上市
2026- 04-13	海思科	AbbVie	745	HSK55718; HSK51155	Nav1. 8	所有权益:美国; 欧洲;日本;其他	II 期临床 (HSK55718); 临床前 (HSK51155)
2026- 03-29	英矽智能	Eli Lilly	2750	处于临床前阶段的 新型口服疗 法;Pharma. AI candidates		所有权益:全球	临床前
2026- 03-04	正大天晴	Sanofi	1530	罗伐替普尼	ROCK2; ROCK1; JAK1; JAK2	所有权益:全球	批准上市
2026- 02-23	前沿生物	GSK	1003	两款小核酸(siRNA) 管线		所有权益:全球	临床前
2026- 02-23	和铂医药	Solstice Oncology	1205	普鲁苏拜单抗	CTLA4	研发权益:美国; 欧洲;日本;其他 商业化权益:美 国;欧洲;日本;其 他	I/II 期临床
2026- 02-13	勤浩医药	Gilead Sciences	1530	GH31	MAT2A	所有权益:全球	I 期临床
2026- 02-11	瑞博生物	Madrigal Pharmaceuticals	4460	六款针对 MASH 的 siRNA 疗法		所有权益:全球	临床前
2026- 02-08	信达生物	Eli Lilly	8850	创新药研发		研发权益:美国; 欧洲;日本;其他 商业化权益:美 国;欧洲;日本;其 他	临床前
2026- 02-02	圣因生物	Genentech	1700	RNAi therapy		研发权益:全球 商业化权益:全球	临床前
2026- 01-30	石药集团	AstraZeneca	18500	SYH2082	GLP-1R; GIPR	所有权益:美国; 欧洲;日本;其他	申报临床
2026- 01-27	江苏先声 医药集团	Boehringer Ingelheim	1195. 96	SIM0709	TL1A; IL-23p19	所有权益:美国; 欧洲;日本;其他	临床前
2026- 01-18	西比曼生 物科技	AstraZeneca	630	TC-CAR031	GPC3	所有权益:中国 (内地)	I/II 期临床
2026- 01-13	荣昌生物	AbbVie	5600	RC148	VEGF; PD1	所有权益:美国; 欧洲;日本;其他	II 期临床
2026- 01-12	赛神医药	Novartis	1665	SNP234	A β	研发权益:全球 商业化权益:全球	临床前
2026- 01-09	海思科	AirNexis Therapeutics	1063	HSK39004	PDE4; PDE3	所有权益:美国; 欧洲;日本;其他	II 期临床

2026-01-05	Earendil Labs	Sanofi	2560	bispecific antibodies	所有权益:全球	临床前
------------	---------------	--------	------	-----------------------	---------	-----

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

抗体偶联药物与双/多特异性抗体等多靶点产品是合作出海的核心组成。中国药企在抗体药物偶联物、双/多特异性抗体、细胞治疗等形成了具有国际竞争力的平台和产品，已经成为制药行业第四波技术浪潮的引领者，2021-2025 年中国合作出海交易中，从项目类型来看：①化学药或单抗类传统药物占比稳定，保持在 30%上下；②多靶点产品占比快速提升，已经从 2021 年 13%提升至 2025 年的 39%，抗体偶联药物以及双/多特异性抗体占比尤其高，且重磅交易频发。

图表 28：2021-2025 年中国创新药合作出海交易项目类型



资料来源：医药魔方《重塑全球价值：中国创新药出海制胜策略与实践》，华源证券研究所（注：截至 2025 年 12 月 31 日）

下游出海带动上游，培养基海外供应链替换有望加速。海外客户更关注培养基的实际性能表现和稳定供应能力，尤其是在细胞培养效率、抗体表达量及抗体质量等关键指标上的综合表现。目前，海外培养基产品市场格局总体与国内类似，主要由赛默飞、丹纳赫和默克主导。细胞培养基作为生物药生产的上游核心物料，在海外市场并无特殊的准入要求，一般由培养基使用方对培养基供应商进行生产体系审计，通过后即纳入合格供应商范畴。公司已经接受并通过了包括现有海外客户、GSK、默沙东等海外制药企业的现场审计，能够为其提供符合要求的培养基产品。

图表 29：国产培养基厂商海外备案情况

公司	FDA DMF 备案	PMDA MF 备案
奥浦迈	HEK-293 CD05、CHO-CD07 DPM、CarpTrans 转染试剂	CHO-CD07 DPM
澳斯康	部分无动物组分、无血清、化学界定培养基	/
首宁生物	临床级人多能干细胞（hPSC）培养基、间充质干细胞（MSC）培养基、NK 细胞培养基	/
开能健康	成分限定型细胞培养基	/

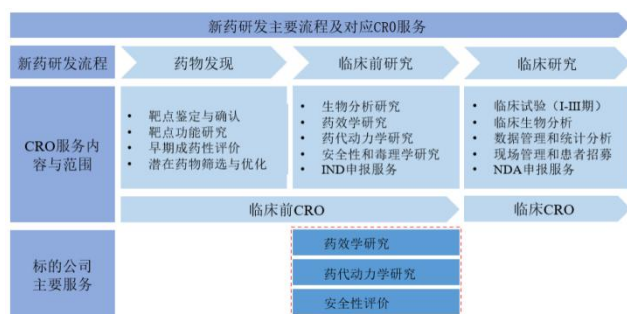
资料来源：各公司公告，华源证券研究所（注：截至 2026 年 7 月 24 日）

3. 澎立生物补齐 R 端入口，成长空间可期

3.1. 深耕临床前药效，四大核心平台构筑全链条服务

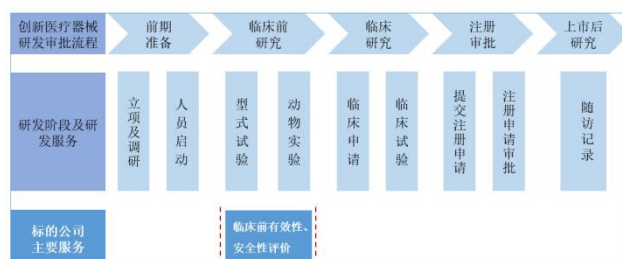
国内领先的临床前 CRO，出海业务加速布局中。澎立生物为生物医药企业、医疗器械企业提供临床前研究 CRO 服务。公司药物研发临床前研究服务主要包括药效学研究评价、药代动力学研究评价和 non-GLP、美国 GLP 标准的安全性评价；器械研发临床前研究服务主要包括创新医疗器械临床前有效性及安全性评价；澎立生物产品销售主要为子公司上海吉辉对外销售实验用大小鼠。此外，2024 年 8 月，澎立生物以美国子公司 Pharmalegacy Research LLC 收购位于美国的 SAMM Solutions, Inc.。SAMM Solutions 是专注于 GLP/non-GLP 临床前研究的 CRO，涵盖炎症、肿瘤、代谢疾病等领域，提供 IND 申报支持，服务全球药企及科研机构。

图表 30：澎立生物新药研发 CRO 服务



资料来源：公司公告，华源证券研究所

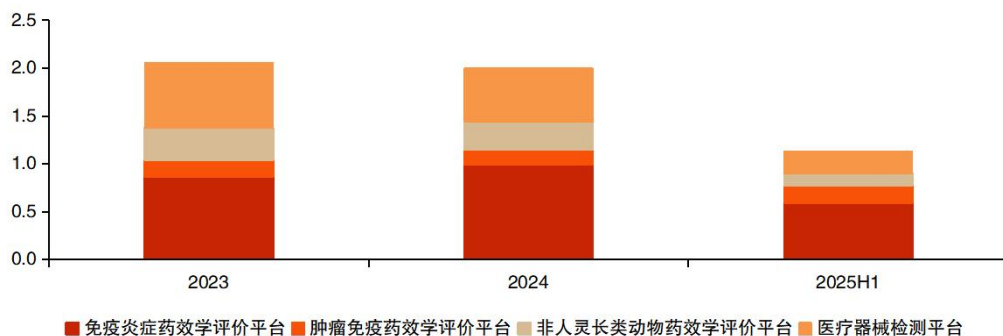
图表 31：澎立生物器械 CRO 服务



资料来源：公司公告，华源证券研究所

澎立生物深耕临床前药效学及医疗器械领域，疾病动物模型储备丰富。澎立生物长期专注于临床前药效学领域，已建立起集实验动物繁育、评价方法开发、疾病动物模型构建、实验设计与生物分析的全链条服务体系，构建了免疫炎症药效学评价平台等四大核心技术平台，已开发超过 1800 种疾病动物模型，涵盖 40 余种疾病领域。在创新医疗器械临床前研究领域，公司凭借在心血管、脑神经、骨病、硬组织病理等领域的深厚技术积累，已成为国内创新医疗器械临床前有效性及安全性评价领域少数具备全流程服务能力的 CRO 公司之一。2023 年-2025H1，公司四大核心技术平台合计收入占主营业务收入的比重均在 60%以上，核心技术对形成公司收入发挥了重要作用。

图表 32：2023 年-2025H1 澎立生物各技术平台营收情况（亿元）

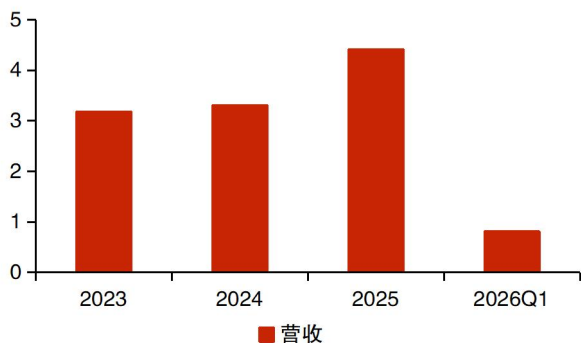


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 澎立生物新签订单快速增长，业绩兑现可期

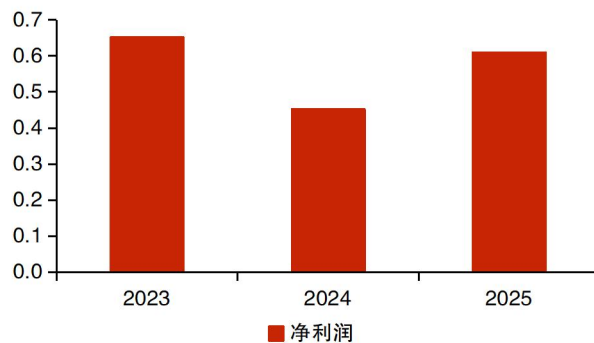
收入表现稳健，新签订单快速增长。2023-2025 年，澎立生物分别实现营收 3.18/3.31/4.41 亿元，实现净利润 0.65/0.45/0.61 亿元。2026Q1，澎立生物核心业务（药物临床前 CRO）新签订单金额约为 1.25 亿元，同比增长 61.76%。

图表 33：2023 年-2026Q1 澎立生物营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

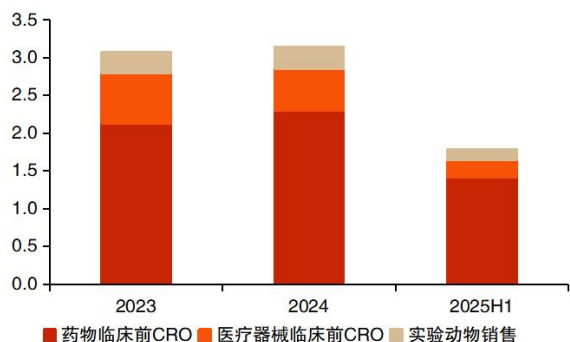
图表 34：2023-2025 年澎立生物净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

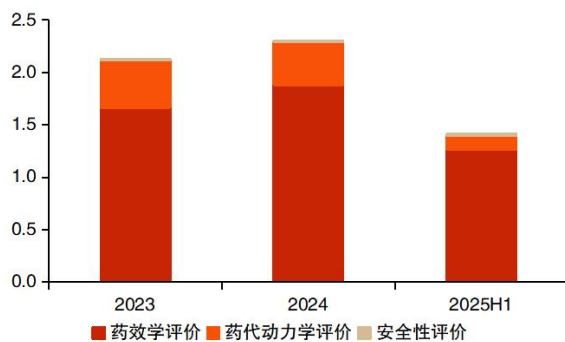
药物临床前 CRO 为公司业绩基石，药效学评价为公司核心收入来源。2023 年-2025H1，公司药物临床前 CRO 业务分别实现营收 2.13/2.30/1.42 亿元，分别占总营收比重 69.12%/73.21%/79.29%。其中，板块内的药效学评价业务贡献主要收入来源，且占比稳步提升。2023 年-2025H1，药效学评价业务分别实现营收 1.67/1.88/1.26 亿元，占总营收比重 54.16%/59.88%/70.65%。

图表 35：2023 年-2025H1 澎立生物各板块营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 36：2023 年-2025H1 澎立生物药物临床前 CRO 各板块营收情况（亿元）



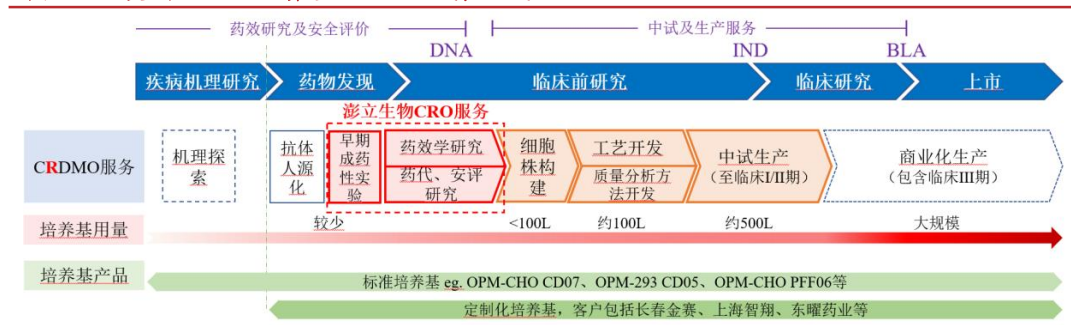
资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.3. 前端 CRO 补齐服务链条，海外拓展提升盈利弹性

3.3.1. 向 R 端业务延伸，一站式平台持续升级

并购补齐业务板块，奥浦迈向培养基+CRDMO 全链条布局迈进。奥浦迈是一家专门从事细胞培养产品与服务的科技型创新企业。澎立生物是一家专门从事生物医药研发临床前 CRO 服务的生物医药企业。交易完成后，奥浦迈将导入澎立生物临床前研究客户资源，在药物研发较早阶段即向客户推介奥浦迈的细胞培养基产品和生物药 CDMO 业务；奥浦迈也可以将细胞培养基和 CDMO 合作客户导入澎立生物进行临床前药效研究，双方在业务方面将形成优势互补。奥浦迈的业务模式将进一步拓展至“细胞培养基+CRDMO”，有利于提高公司一站式药物研发服务能力。

图表 37：奥浦迈细胞培养基+CRDMO 业务模式



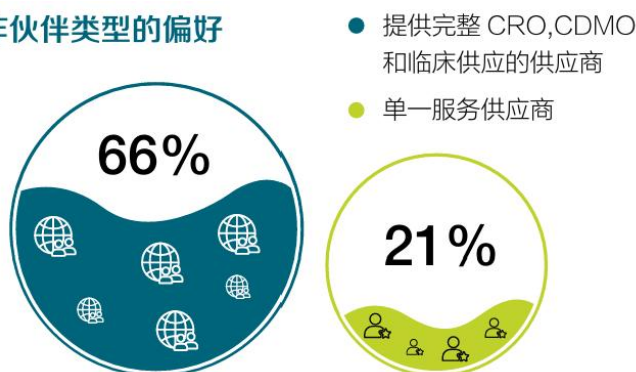
资料来源：公司公告，华源证券研究所

研发管线转化粘性较高，一站式服务商更具优势。根据头豹研究院调研，在市场随机调研的 60 个国内 III 期临床或商业化阶段的大分子生物药管线中：在临床前阶段转化到临床阶段时，约有 82.2% 的产品管线会选择同一家 CRO/CDMO 服务商提供下一阶段的服务；在临床阶段转化到商业化阶段时，约有 81.1% 的产品管线会选择同一家 CRO/CDMO 服务商提供下一阶段的服务。从上述比例来看，创新型生物药企业在药品研发推进过程中更倾向选择具有长链条、综合化服务能力的研发服务提供商。另外，根据赛默飞发布的《2024 年中国生物

科技行业调研报告》，药企在选择外部服务提供商时，有 66% 的比例倾向于选择能够提供完整 CRO、CDMO 和临床供应链的供应商。

图表 38：药企对于外部服务提供商类型的偏好

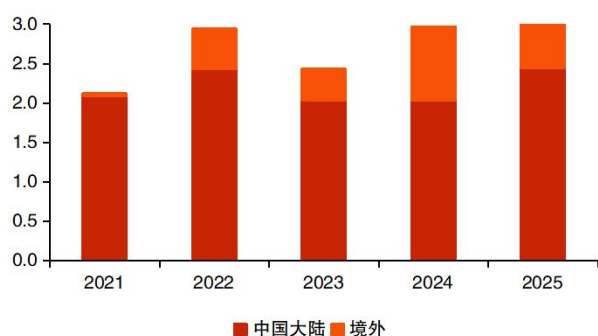
对合作伙伴类型的偏好



资料来源：赛默飞《2024 年中国生物科技行业调研报告》，华源证券研究所

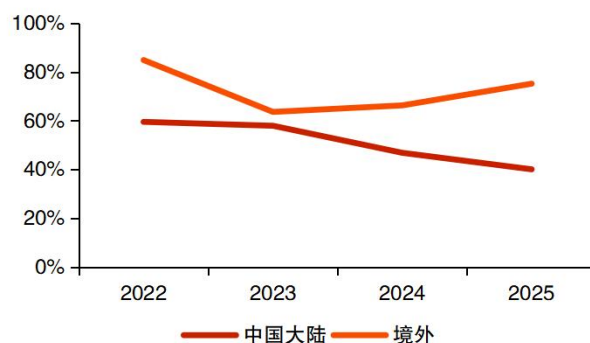
奥浦迈与澎立生物有望形成优势互补，协同出海。2025 年，奥浦迈实现境外收入 1.10 亿元，占总收入比例达到 30.90%；海外业务毛利率为 75.20%，远高于境内业务的 40.07%，成为公司整体业绩增长的重要引擎。在欧洲市场持续布局的同时，奥浦迈持续推进全球化布局：美国加州研发实验室已投入运营，新生产车间预计 2026 年将投产。同时，国内创新药出海或将加速带动奥浦迈培养基进入海外 CDMO 及跨国药企供应链，为公司业绩增长奠定坚实基础。2025H1，澎立生物美国子公司 Pharmalegacy Research LLC 实现营收 1174.84 万元。通过此次并购，双方有望借助彼此渠道加速出海，公司利润结构有望得到进一步优化。

图表 39：2021-2025 年奥浦迈境内外营收情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 40：2022-2025 年奥浦迈境内外毛利率情况（%）

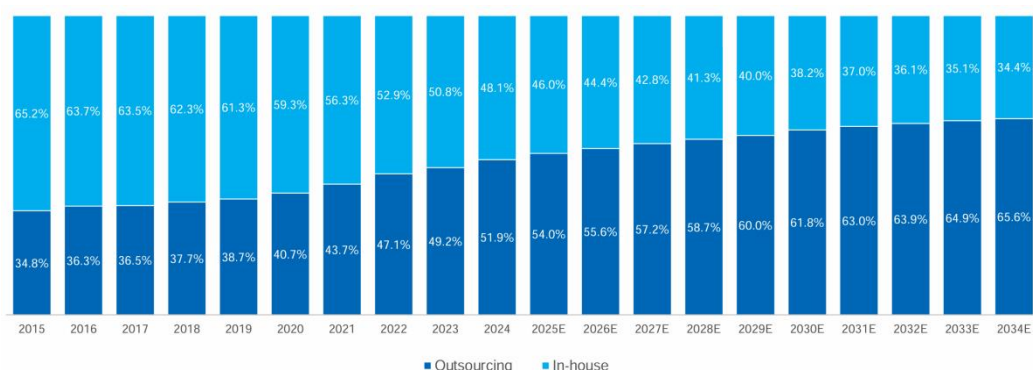


资料来源：Wind，华源证券研究所

3.3.2. CRO 行业景气向上，业绩承诺兑现确定性较高

全球 CRO 市场预计将持续扩容。根据药明康德推介材料，小型生物医药公司的创新与研发端的多样化需求推动 CRO 需求持续增长，2024 年全球 CRO 外包渗透率达到 51.9%，预计到 2034 年，CRO 外包比例将达到 65% 以上。

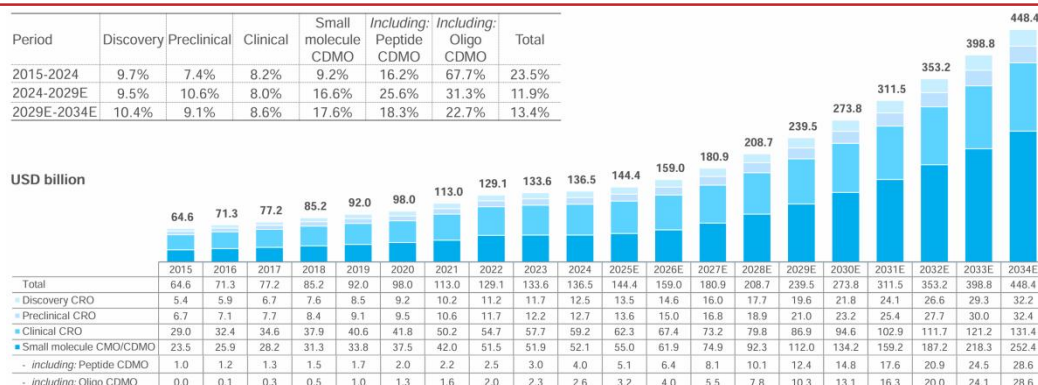
图表 41：2015-2034 年全球生物制药公司研发外包比例（%）



资料来源：Frost & Sullivan，药明康德推介材料，华源证券研究所

全球 CRO 市场的增速超过了整体研发（R&D）支出的增速。根据药明康德推介材料，2024-2029 年，全球外包市场预计将以 11.9% 的 CAGR 快速增长，且这一增速在未来有望持续；到 2034 年，全球生物制药研发外包市场规模预计将达到 4484 亿美元。

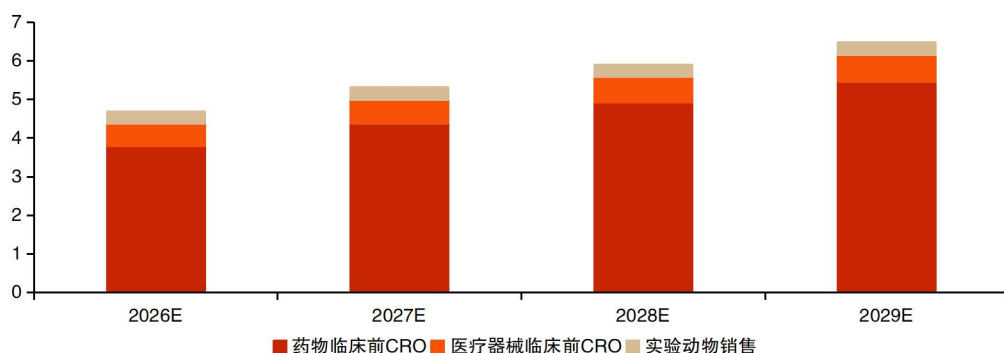
图表 42：2015-2034 年全球生物制药研发外包市场（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，药明康德推介材料，华源证券研究所

伴随行业景气度上行，对赌协议或为利润锚点。根据双方签署的《业绩承诺及补偿协议》，澎立生物承诺在 2025-2027 年合并报表归属于母公司股东扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 5200 万元、6500 万元、7800 万元，2025 年完成比例为 98.17%。其中，在药物研发安评领域，截至 2025 年 3 月 31 日，澎立生物在手订单为 333.39 万美元，以及正在沟通中的意向订单 346.82 万美元，预计订单合计 450 万美元（折合人民币 3,234.78 万元人民币）将于 2026 年确认收入。

图表 43：2026–2029 年澎立生物各板块预期营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们预期公司整体收入在 2026–2028 年分别为 9.84/12.73/16.47 亿元，同比增速分别为 177.22%/29.34%/29.39%；随着收入规模增长，公司毛利率有望持续提升，预计公司整体毛利率在 2026–2028 年分别为 52.26%/56.06%/57.63%。其他核心假设如下：

奥浦迈方面：

1) 培养基产品：考虑到公司培养基有望伴随客户管线 license-out 出海加速，以及随客户管线推进至商业化对培养基的需求大幅提升，我们预计 2026–2028 年公司培养基板块收入增速分别为 30.0%/30.0%/30.0%。

2) CDMO 服务：考虑到公司并购澎立生物后，有望实现 CRDMO 全链条服务布局，同时与澎立生物协同出海，我们预计 2026–2028 年公司 CDMO 服务收入增速分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

澎立生物方面：

1) CRO 服务：考虑到 CRO 行业景气度上行带动新签订单价格回暖，2026Q1 澎立生物药物临床前 CRO 新签订单金额约为 1.25 亿元，同比增长 61.76%，未来新签订单价格上升趋势有望延续，我们预计 2026–2028 年公司收入增速分别为 20.0%/30.0%/30.0%。

4.2. 估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.61/2.55/3.43 亿元，同比增速分别为 285.97%/58.34%/34.69%，当前股价对应的 PE 分别为 46.71/29.50/21.90 倍。我们选取百普赛斯、诺唯赞和赛分科技为可比公司，考虑到公司细胞培养基出海加速，及并购澎立生物实现培养基+CRDMO 布局，有望带来成长新动能，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
		2026-07-24	26E	27E	28E	26E	27E	28E
301080.SZ	百普赛斯	52.22	2.31	3.07	3.96	37.97	28.51	22.13
688105.SH	诺唯赞	16.88	1.01	1.59	2.30	86.64	54.93	37.86
688758.SH	赛分科技	24.83	1.63	2.20	2.95	63.34	47.06	35.02
	平均值					62.65	43.50	31.67
688293.SH	奥浦迈	52.87	1.61	2.55	3.43	46.71	29.50	21.90

资料来源：iFinD，华源证券研究所。

注：收盘价和归母净利润为人民币，百普赛斯、诺唯赞、赛分科技盈利预测来自 iFinD 一致预期，奥浦迈盈利预测来自华源证券研究所。

5. 风险提示

原材料供给稳定性风险：公司主要采购产品包括各类化学元素、试剂耗材等，种类繁多，部分原材料来自于少数核心供应商。若相关供应商原材料供应出现问题，公司需向其他备选供应商进行采购，则可能对产品生产进度与销售造成一定不利影响。

行业竞争加剧的风险：在细胞培养基产品领域，国内外主要市场长期以来一直被国际大型科技公司所占据，在 CDMO 服务领域也有许多竞争对手，包括各类专业 CMO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门等。如果公司不能准确把握市场需求，公司将面临市场竞争不力进而经营业绩下降的风险。

细胞培养产品或服务价格下降的风险：若未来行业竞争进一步加剧，公司主要产品或服务的价格仍有可能因市场压力而下降，从而对公司毛利率水平及盈利能力产生不利影响。

规模扩张导致的管理风险：自成立以来，公司业务规模持续增长，公司在资源整合、市场开拓、产品研发与质量管理、财务管理、内部控制等方面将面临更大的挑战。如果公司的经营管理和人才储备不能适应快速扩张的经营规模，公司可能存在因管理不善导致经营业绩受到不利影响的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	787	2,160	2,030	1,972
应收票据及账款	102	323	373	474
预付账款	0	3	3	5
其他应收款	4	9	12	16
存货	74	232	276	344
其他流动资产	597	447	447	447
流动资产总计	1,565	3,174	3,141	3,257
长期股权投资	92	95	98	101
固定资产	329	514	500	525
在建工程	0	0	133	167
无形资产	36	90	117	161
长期待摊费用	47	75	93	99
其他非流动资产	178	762	797	782
非流动资产合计	682	1,537	1,738	1,834
资产总计	2,247	4,711	4,879	5,091
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	24	151	179	224
其他流动负债	53	1,012	936	872
流动负债合计	77	1,163	1,116	1,096
长期借款	42	102	95	74
其他非流动负债	29	250	280	275
非流动负债合计	71	352	375	349
负债合计	148	1,514	1,491	1,445
股本	114	142	142	142
资本公积	1,865	2,814	2,814	2,814
留存收益	121	234	412	653
归属母公司权益	2,100	3,190	3,368	3,609
少数股东权益	-2	6	20	38
股东权益合计	2,098	3,196	3,388	3,647
负债和股东权益合计	2,247	4,711	4,879	5,091

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	41	148	247	340
折旧与摊销	61	102	121	147
财务费用	-9	-2	-3	-3
投资损失	-27	-19	-19	-19
营运资金变动	-1	849	-144	-194
其他经营现金流	38	25	25	25
经营性现金净流量	103	1,103	227	296
投资性现金净流量	-158	-720	-277	-232
筹资性现金净流量	-57	990	-80	-121
现金流量净额	-117	1,373	-130	-58

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	355	984	1,273	1,647
营业成本	174	470	559	698
税金及附加	4	7	9	12
销售费用	32	89	118	159
管理费用	64	135	167	213
研发费用	48	101	122	162
财务费用	-9	-2	-3	-3
资产减值损失	-16	-9	-9	-9
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	27	19	19	19
公允价值变动损益	-5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	6	6	6	6
营业利润	50	197	312	420
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	49	197	312	420
所得税	8	28	44	59
净利润	41	169	268	361
少数股东损益	-1	8	13	18
归属母公司股东净利润	42	161	255	343
EPS(元)	0.29	1.13	1.79	2.41

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	19.40%	177.22%	29.34%	29.39%
营业利润增长率	35.56%	297.09%	58.35%	34.70%
归母净利润增长率	98.07%	285.97%	58.34%	34.69%
经营现金流增长率	49.31%	966.81%	-79.40%	30.28%
盈利能力				
毛利率	50.85%	52.26%	56.06%	57.63%
净利率	11.56%	17.22%	21.08%	21.94%
ROE	1.99%	5.05%	7.57%	9.51%
ROA	1.86%	3.42%	5.22%	6.74%
估值倍数				
P/E	180.29	46.71	29.50	21.90
P/S	21.18	7.64	5.91	4.57
P/B	3.58	2.36	2.23	2.08
股息率	0.73%	0.64%	1.02%	1.37%
EV/EBITDA	46	19	13	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。