

医药

行业企稳向好，回暖曙光已现

■ 走势比较



■ 子行业评级

化学制药	无评级
中药生产	无评级
生物医药 II	中性
其他医药医疗	中性

相关研究报告

<<板块缩量高位震荡，关注创新药 BD 新进展（附原料药中报总结）（2025.09.08-2025.09.14）>>--2025-09-15

<<太平洋医药日报（20250912）：Ionis 在研 ASO 疗法 ION582 获突破性疗法认定>>--2025-09-14

<<祥生医疗：业绩符合预期，创新管线稳步推进>>--2025-09-13

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

证券分析师：张巍

电话：

E-MAIL: zhangwei@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524060001

报告摘要

收入保持稳定增长，利润同比快速提升。2025 年上半年，CXO 板块实现营业收入 470.96 亿元，同比增长 13.25%，实现归母净利 117.43 亿元，同比增长 61.19%，收入保持稳定增长，利润端同比快速增长，主要与 CXO 行业逐步复苏、运行效率提升、降本增效有关；2025 年第二季度，CXO 板块实现营业收入 247.50 亿，同比增长 13.95%，实现归母净利 66.74 亿元，同比增长 52.26%，收入端实现稳健增长，利润端同比快速提升，板块业绩已企稳并逐步向好，回暖趋势明确。

2025H1 人均单产提升，固定资产周转率小幅增长。2025 年上半年人效同比提升，其中人均创收为 41.11 万元，同比增长 12.62%，人均创利为 11.40 万元，同比增长 52.41%，主要原因是行业复苏以及运营效率提升，收入、利润端的增速快于员工总数的增速；2025 年上半年，固定资产周转率为 1.00 次，同比增长 7.03%，主要原因是行业逐步复苏以及运营效率提升，短期内收入增速快于固定资产增速。

需求企稳订单回升，产能建设节奏放缓。需求端：2025 年上半年合同负债和预收账款分别为 75.49 亿元，同比增长 3.71%，行业需求基本企稳，订单略有回升。供给端：产能建设小幅增长，员工总数略有增加，2025 年上半年固定资产为 472.74 亿元，同比增长 5.81%，在建工程为 158.10 亿元，同比增长 7.69%；此外，截至 2025H1，板块员工总数为 94606 人，同比增加 2.50%。

投资建议：资金面：1) 美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：根据 CME 美联储观察，2025 年 9 月美联储降息 25 个基点的概率为 90%，50 个基点的概率为 10%，2025 年 10 月累计降息 25 个基点的概率为 20.7%，累计降息 50 个基点的概率为 71.6%，累计降息 75 个基点的概率为 7.7%，未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。基本面：1) A+H 股创新药企市值大幅提升，有望带动本土投融资好转。国内 A+H 股创新药指数持续上涨，创新药板块交投活跃，赚钱效应明显，创新药二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；2) 海外需求改善，订单逐步回暖，从而带动 CXO 需求和业绩的改善。

行业层面，我们建议关注：1) 美联储利率政策的变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治，5) 医保丙类目录、商业保险以及创新药全产业链支持政策细则等政策的出台。

公司层面，我们建议关注：1) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床 CRO，如阳光诺和 (688621)、诺思格 (301333)；2) 海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药 (688131)、毕得医药 (688073)；3) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC 以及 AI 等概念公司，如：泓博医药 (301230) 等，4) 新签订单超预期的公司，如：普蕊斯 (301257)。

风险提示：美联储利率政策不及预期、投融资回暖不及预期、中美关系及地缘政治、市场竞争加剧、汇率波动等。

目录

一、 2025H1 回顾：行业逐步企稳，有望持续回暖	4
(一) 业绩企稳回升，未来回暖趋势明确	4
(二) 人效同比提升，固定资产周转小幅增长	8
(三) 行业需求企稳，订单略有回升	10
(四) 产能建设小幅增长，员工总数略有增加	11
(五) 降息周期开启，流动性逐步宽裕	13
(六) 板块大幅上涨，估值仍处合理区间	16
二、 投资建议	18
(一) 行业：持续看好 CXO 板块，海内外需求有望接续复苏	18
(二) 公司：建议关注临床 CRO、科研上游、AI/减肥药等主题	18
三、 公司推荐	18
(一) 泓博医药：小分子药物设计专家，AI 助力新药研发	18
(二) 皓元医药：前后端一体化布局，赋能新药研发及生产	20
(三) 毕得医药：分子砌块专家，赋能新药研发	21
(四) 阳光诺和：深耕仿制药 CRO 多年，创新转型持续布局	22
(五) 诺思格：聚焦临床 CRO 领域，一站式赋能临床研究	23
(六) 普蕊斯：SMO 行业龙头，赋能临床研究	24
四、 风险提示	26

图表目录

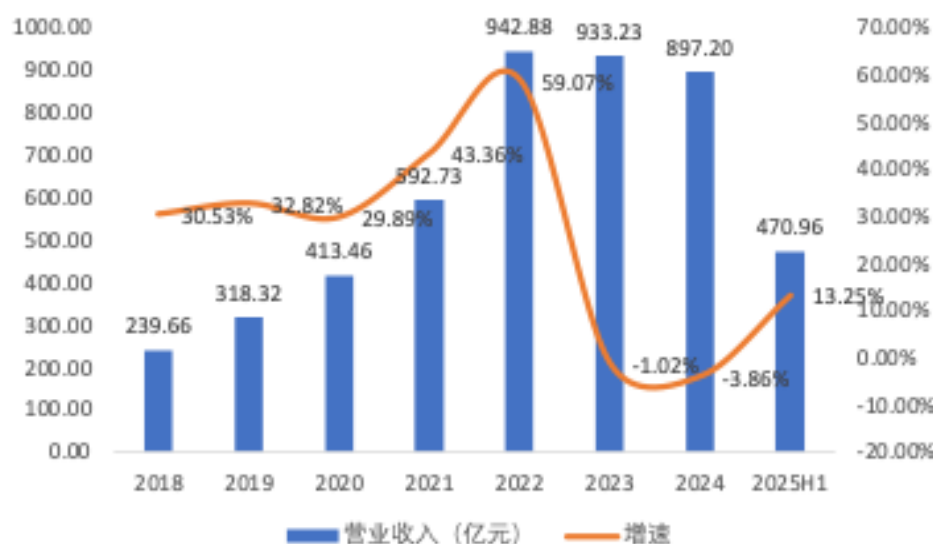
图表 1: 2018 年-2025H1 营业收入及增速	4
图表 2: 2018Q2-2025Q2 营业收入及增速	5
图表 3: 2018 年-2025H1 归母净利及增速	5
图表 4: 2018Q2-2025Q2 归母净利及增速	6
图表 5: 2018 年-2025H1 毛利率	7
图表 6: 2018 年-2025H1 净利率	7
图表 7: 2018 年-2025H1 各项费用率	8
图表 8: 2018 年-2025H1 人均创收 (万元)	9
图表 9: 2018 年-2025H1 人均创利 (万元)	9
图表 10: 2018 年-2025H1 固定资产周转率 (次)	10
图表 11: 2018-2025Q1 预收账款及合同负债 (亿元)	11
图表 12: 2018 年-2025H1 固定资产净值 (亿元)	12
图表 13: 2018 年-2025H1 在建工程 (亿元)	12
图表 14: 2020H1 -2025H1 员工数	13
图表 15: 美联储利率点阵图	14
图表 16: 2011 年-2025H1 全球医药投融资额 (亿美元)	15
图表 17: 2011 年-2025H1 全球医药投融资事件数 (件)	15
图表 18: 2011 年-2025H1 中国医药投融资额 (亿美元)	16
图表 19: 2011 年-2025H1 中国医药投融资事件数 (件)	16
图表 20: CXO 指数走势	17
图表 21: CXO 指数市盈率	17
图表 22: 泓博医药盈利预测与主要财务摘要	19
图表 23: 皓元医药盈利预测与主要财务摘要	21
图表 24: 毕得医药盈利预测与主要财务摘要	22
图表 25: 阳光诺和盈利预测与主要财务摘要	23
图表 26: 诺思格盈利预测与主要财务摘要	24
图表 27: 普蕊斯盈利预测与主要财务摘要	26

一、2025H1 回顾：行业逐步企稳，有望持续回暖

(一) 业绩企稳回升，未来回暖趋势明确

2025H1 业绩企稳回升，未来回暖趋势明确。我们从 A 股 CXO 板块中选取了 23 家具备代表性的上市公司进行研究，具体为药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、博腾股份、九洲药业、药石科技、皓元医药、毕得医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、诺思格、普蕊斯、益诺思、博济医药、成都先导、睿智医药、诺泰生物以及和元生物。2025 年上半年，CXO 板块实现营业收入 470.96 亿元，同比增长 13.25%，实现归母净利 11.743 亿元，同比增长 61.19%，25 年上半年收入保持稳定增长，利润端同比快速增长，主要与 CXO 行业逐步复苏、运行效率提升、降本增效有关；2025 年第二季度，CXO 板块实现营业收入 247.50 亿，同比增长 13.95%，实现归母净利 66.74 亿元，同比增长 52.26%，收入端实现稳健增长，利润端同比快速提升，板块业绩已企稳并逐步向好，回暖趋势明确。

图表1：2018 年-2025H1 营业收入及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：2018Q2-2025Q2 营业收入及增速



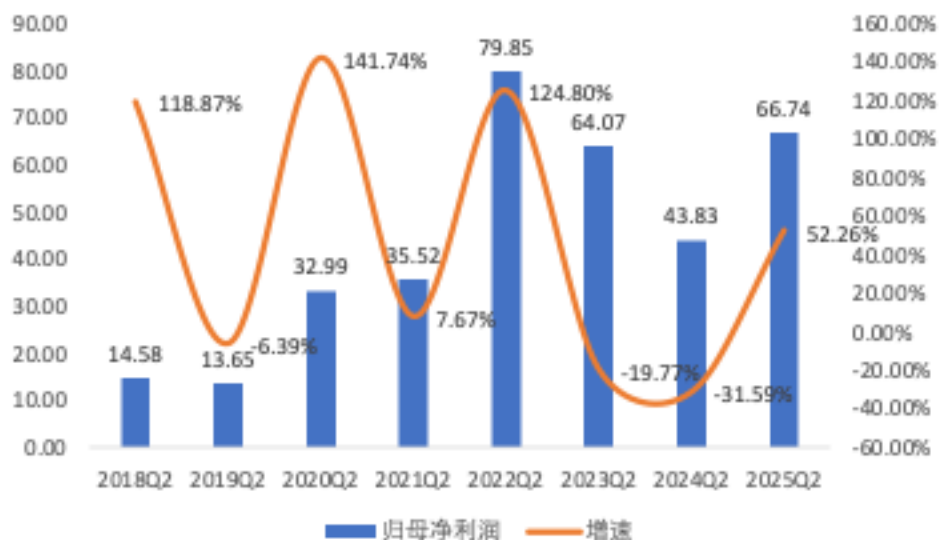
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：2018年-2025H1 归母净利润及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：2018Q2-2025Q2 归母净利润及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

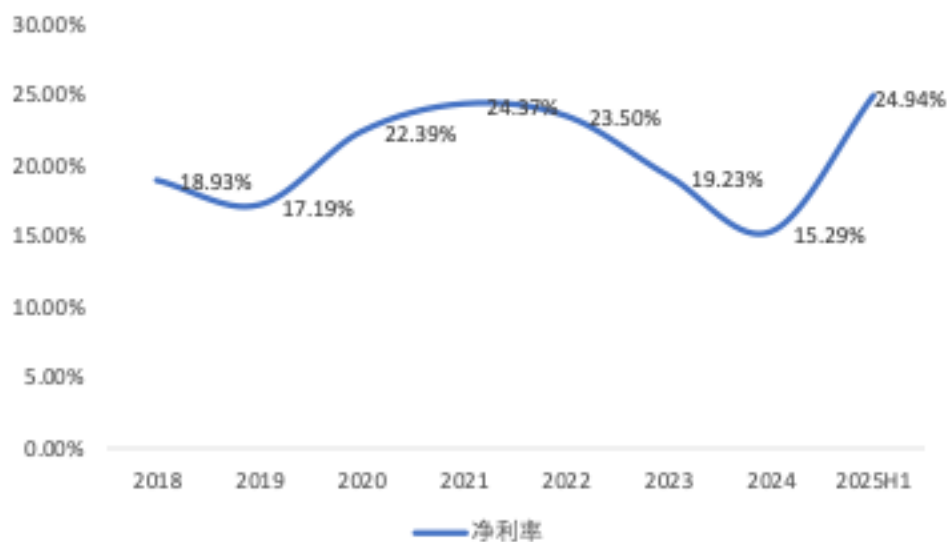
2024 年毛利率、净利率基本触底，2025H1 逐步企稳回升。 CXO 板块的盈利能力在不断下滑后触底回升，2018 年到 2023 年期间 CXO 板块的毛利率基本维持在 40%左右，净利率基本维持在 20%左右，2024 年毛利率和净利率分别为 38.17%、15.29%，毛利率、净利率基本触底，2025 年上半年毛利率和净利率分别为 40.06%、24.94%，毛利率和净利率均出现明显修复，主要原因是：1) 行业需求逐步复苏，2) 行业整体实行精细化管理，运营效率不断提升。

图表5：2018 年-2025H1 毛利率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：2018 年-2025H1 净利率

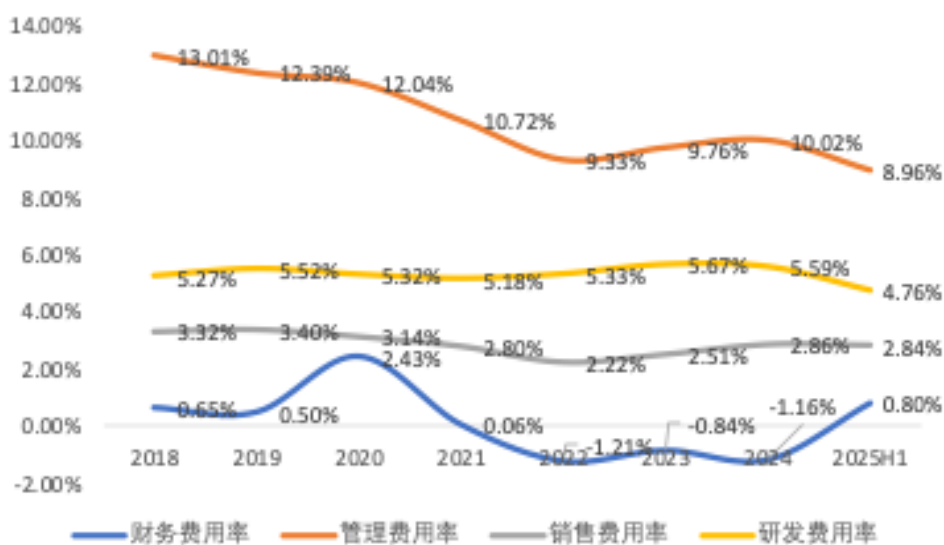


资料来源：iFind，太平洋证券整理

2025H1 管理、销售、研发费用率下降，财务费用率同比提升。2025 年上半年，CXO 板块管理费用率、销售费用率、研发费用率均有所下降，2025 年上半年管理费用率为 8.96%，较去年同期

减少 1.19 个百分点，销售费用率为 2.84%，较去年同期减少 0.07 个百分点，研发费用率为 4.76%，较去年同期减少 1.24 个百分点；财务费用率有所提升，2025 年上半年为 0.80%，较去年同期增加 2.84 个百分点。

图表7：2018 年-2025H1 各项费用率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二)人效同比提升，固定资产周转小幅增长

2025H1 人均单产提升，固定资产周转率小幅增长。2025 年上半年人效同比提升，其中人均创收为 41.11 万元，同比增长 12.62%，人均创利为 11.40 万元，同比增长 52.41%，主要原因是行业复苏以及运营效率提升，收入、利润端的增速快于员工总数的增速；2025 年上半年，固定资产周转率为 1.00 次，同比增长 7.03%，主要原因是行业逐步复苏以及运营效率提升，短期内收入增速快于于固定资产增速。

图表8：2018年-2025H1 人均创收（万元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

（注：由于部分企业半年报未披露员工总数，2025年上半年人均创收的统计口径为已披露该数据的11家CXO企业，具体为：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、美迪西、皓元医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯，其余数据均为全行业的23家CXO企业）

图表9：2018年-2025H1 人均创利（万元）

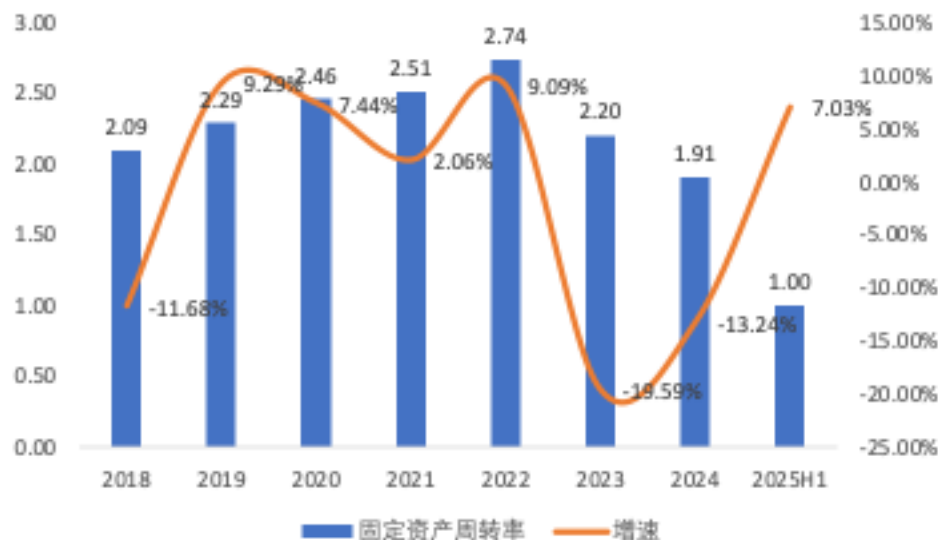


资料来源：iFind，太平洋证券整理

（注：由于部分企业半年报未披露员工总数，2025年上半年人均创利的统计口径为已披露该数据的11家CXO企业，具体为：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、美迪西、皓元医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯，其余数据均为全行业的23家CXO企业）

医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯，其余数据均为全行业的 23 家 CXO 企业)

图表10：2018 年-2025H1 固定资产周转率（次）

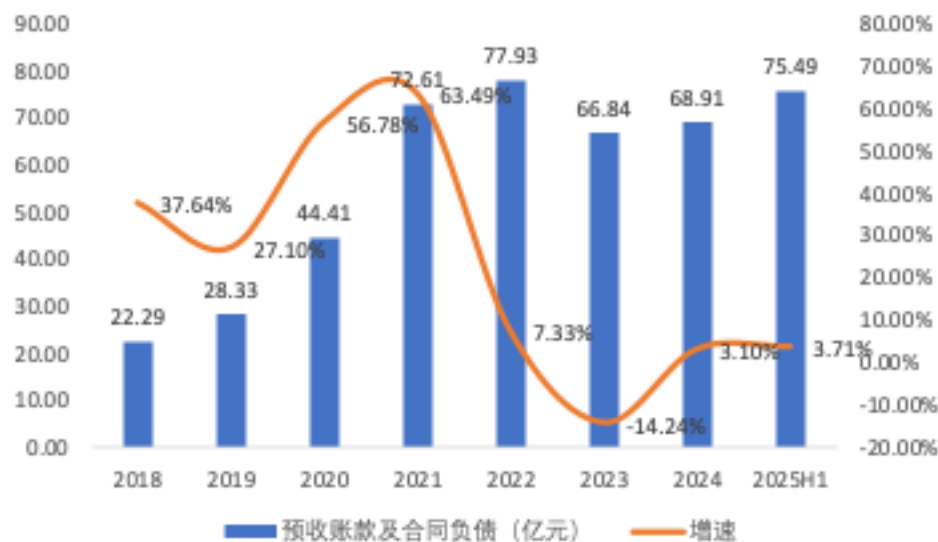


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) 行业需求企稳，订单略有回升

行业需求企稳，订单略有回升。合同负债和预收账款作为 CXO 企业业绩的先行指标，一定程度上可以反应新签及在手订单的情况。2018 年至 2022 年期间，CXO 企业预收账款及合同负债保持高速增长，从 2018 年的 22.29 亿元快速增长至 2022 年的 77.93 亿元，CAGR 为 36.74%，整体保持迅速增长的态势；该指标随后出现一定程度的下降，2023 年为 66.84 亿元，同比下降 14.24%，随后略有回升，2024 年和 2025 年上半年分别为 68.91、75.49 亿元，同比增长 3.10%、3.71%，整体看行业需求基本企稳，订单略有回升。

图表11：2018-2025Q1 预收账款及合同负债（亿元）



(四) 产能建设小幅增长，员工总数略有增加

产能建设小幅增长，员工总数略有增加。CXO 板块的固定资产和在建工程小幅增长，2025 年上半年固定资产为 472.74 亿元，同比增长 5.81%，在建工程为 158.10 亿元，同比增长 7.69%。此外，员工总数略有增加，2025 年上半年员工总数为 94606 人，同比增加 2.50%。

图表12：2018年-2025H1 固定资产净值（亿元）



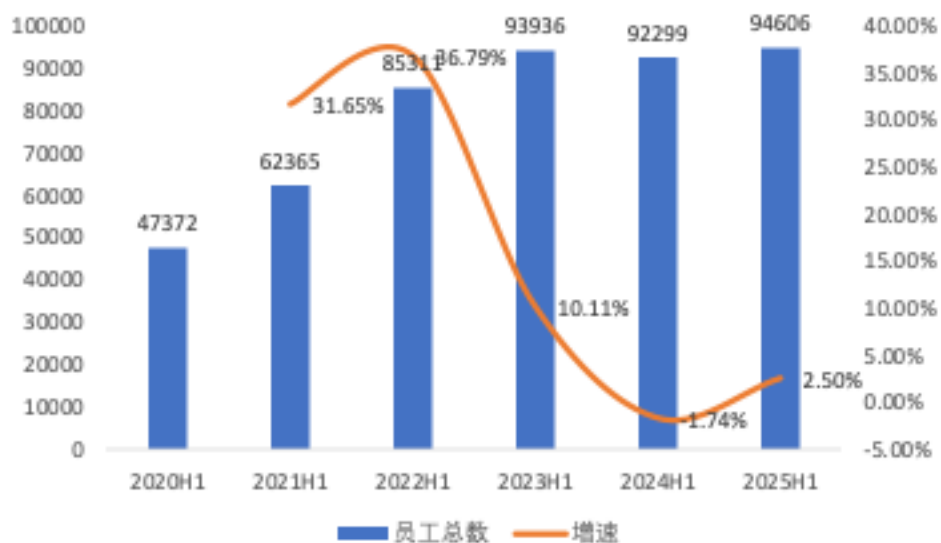
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表13：2018年-2025H1 在建工程（亿元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：2020H1 -2025H1 员工数



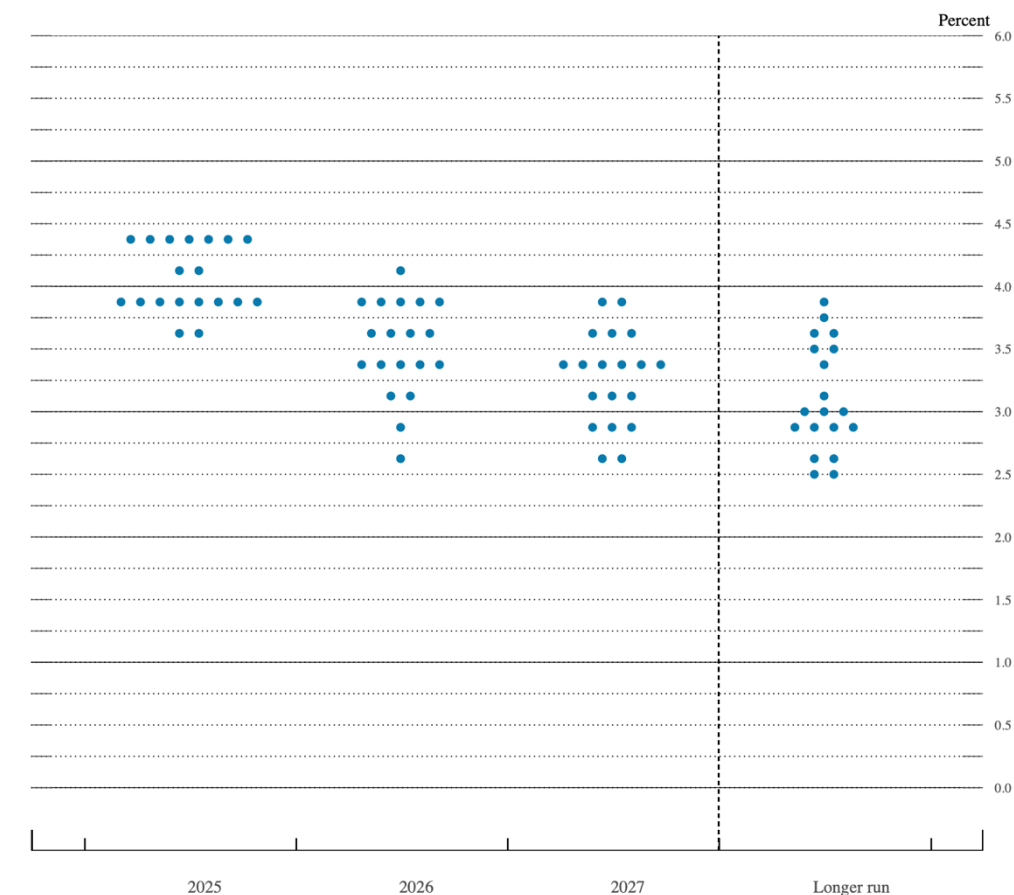
资料来源：iFind，太平洋证券整理

（注：由于部分企业半年报未披露员工总数，员工总数的统计口径为披露该数据的11家CXO企业，具体为：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、美迪西、皓元医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯）

（五）降息周期开启，流动性逐步宽裕

美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕。根据 CME 美联储观察，2025 年 9 月美联储降息 25 个基点的概率为 90%，50 个基点的概率为 10%，2025 年 10 月累计降息 25 个基点的概率为 20.7%，累计降息 50 个基点的概率为 71.6%，累计降息 75 个基点的概率为 7.7%，未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。

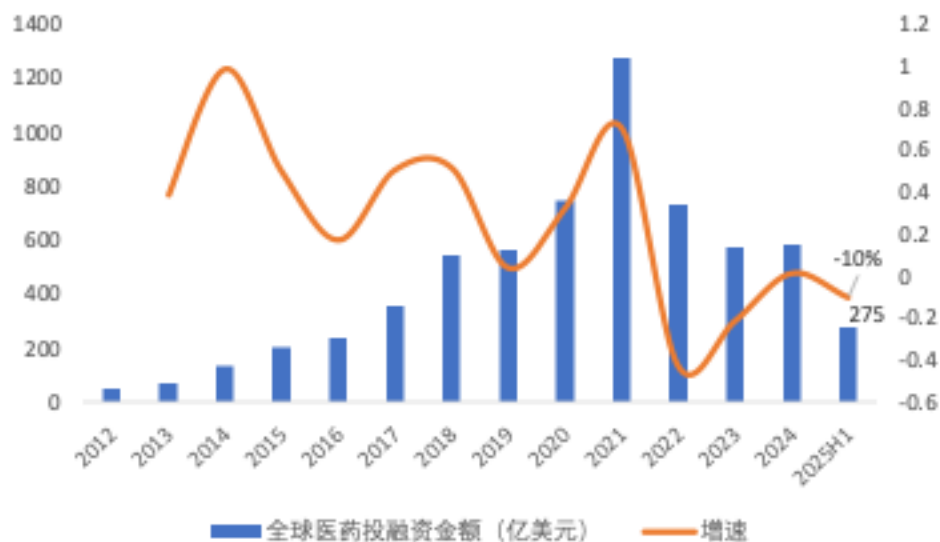
图表15：美联储利率点阵图



资料来源：美联储，太平洋证券整理

国外国内投融资下滑，未来有望接续复苏。根据动脉网发布的全球及中国医疗健康产业投融资数据，2025年上半年全球及中国医药融资额分为 275、35 亿美元，同比下降 10%、35%，融资事件数分别为 973、357 件，同比下降 19%、14%。我们认为，全球医疗健康产业一级市场的投融资活跃度在经历调整后目前已处于逐步恢复的过程，2025H1 全球及国内投融资金额及事件数同比下滑，未来随着美联储降息进程的推进，港股及 A 股创新药持续活跃，海外及国内的投融资或将接续回暖。

图表16：2011年-2025H1 全球医药投融资额（亿美元）



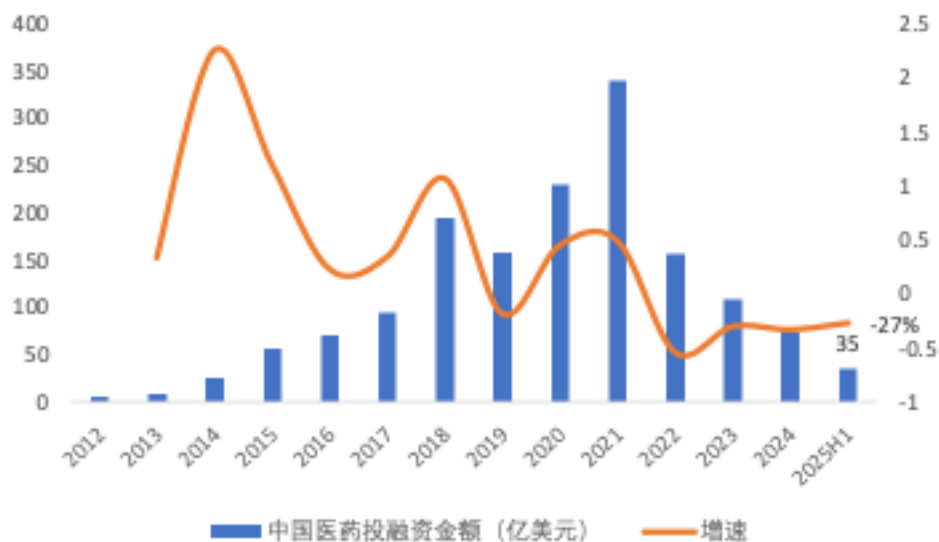
资料来源：动脉网，太平洋证券整理

图表17：2011年-2025H1 全球医药投融资事件数（件）



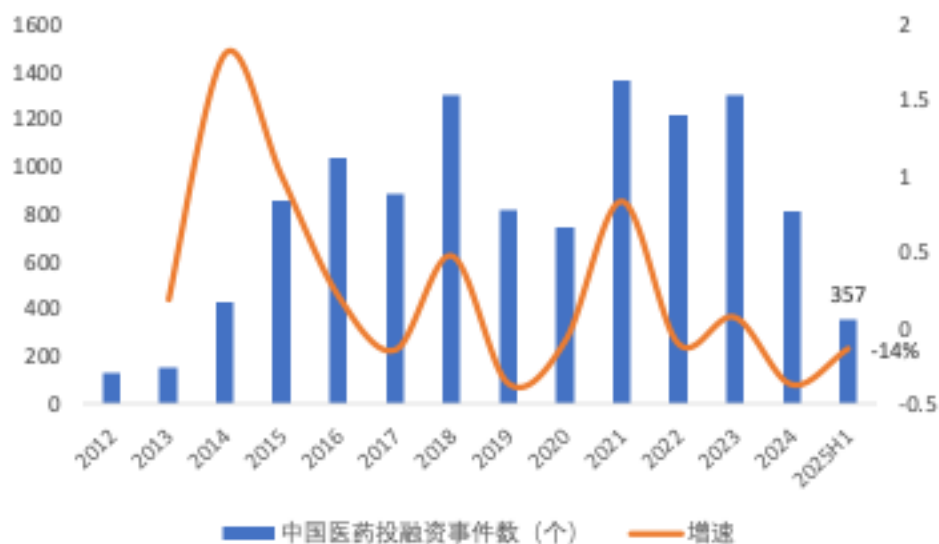
资料来源：动脉网，太平洋证券整理

图表18：2011 年-2025H1 中国医药投融资额（亿美元）



资料来源：动脉网，太平洋证券整理

图表19：2011 年-2025H1 中国医药投融资事件数（件）



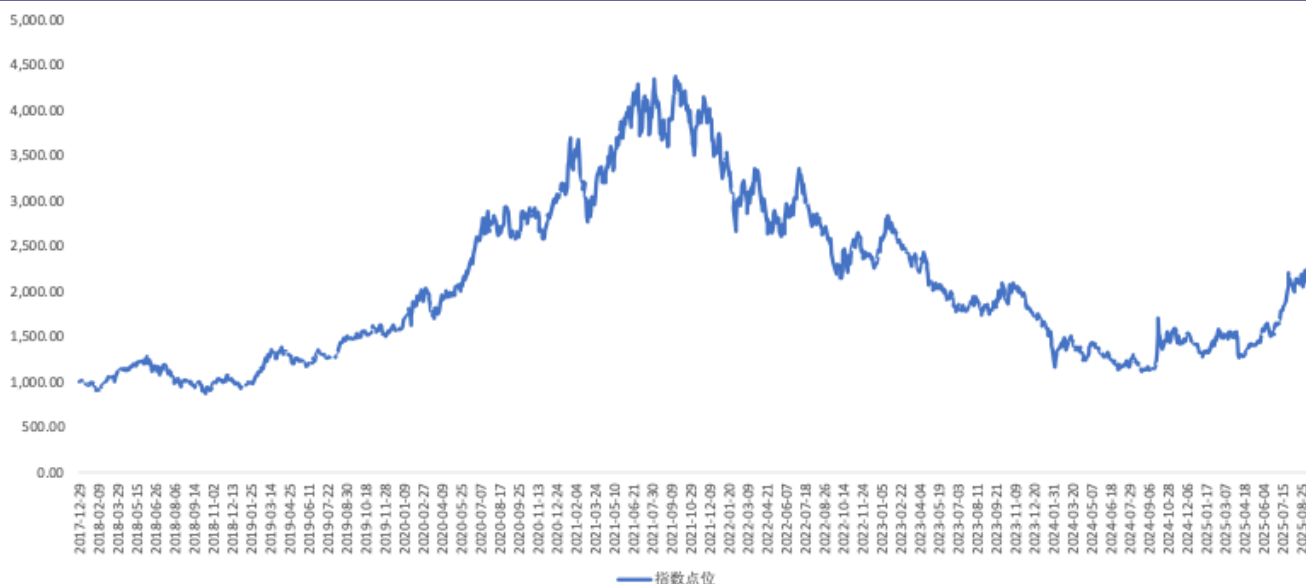
资料来源：动脉网，太平洋证券整理

(六) 板块大幅上涨，估值仍处合理区间

板块大幅上涨，估值仍处合理区间。截至 2025 年 9 月 11 日，CX0 指数收于 2179.33，年初至

今上涨 58.32%，沪深 300 收于 4548.03，年初至今上涨 15.58%，CXO 指数自年初以来大幅跑赢大盘。当前 CXO 指数 PE 为 37.23，中位数为 32.06 倍，历史分位为 70.52%。

图表20：CXO 指数走势



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表21：CXO 指数市盈率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

二、投资建议

(一) 行业：持续看好 CXO 板块，海内外需求有望接续复苏

资金面：1) 美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：根据 CME 美联储观察，2025 年 9 月美联储降息 25 个基点的概率为 90%，50 个基点的概率为 10%，2025 年 10 月累计降息 25 个基点的概率为 20.7%，累计降息 50 个基点的概率为 71.6%，累计降息 75 个基点的概率为 7.7%，未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。

基本面：1) A+H 股创新药企市值大幅提升，有望带动本土投融资好转。国内 A+H 股创新药指数持续上涨，创新药板块交投活跃，赚钱效应明显，创新药二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；2) 海外需求改善，订单逐步回暖，从而带动 CXO 需求和业绩的改善。

行业层面，我们建议关注：1) 美联储利率政策的变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治，5) 医保丙类目录、商业保险以及创新药全产业链支持政策细则等政策的出台。

(二) 公司：建议关注临床 CRO、科研上游、AI/减肥药等主题

公司层面，我们建议关注：1) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床 CRO，如阳光诺和(688621)、诺思格(301333)；2) 海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药(688131)、毕得医药(688073)；3) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC 以及 AI 等概念公司，如：泓博医药(301230)等，4) 新签订单超预期的公司，如：普蕊斯(301257)。

三、公司推荐

(一) 泓博医药：小分子药物设计专家，AI 助力新药研发

小分子药物设计专家，前端海外业务逐步复苏。公司立足于小分子药物发现业务，以设计能力为核心竞争优势。前端业务海外占比高，未来随着美联储加息周期进入尾部、海外投融资回暖以及需求复苏，前端业务新签订单有望恢复高速增长。2025 年上半年，公司药物发现业务实现营业收入 1.86 亿元，同比增长 17.41%，毛利率为 35.61%，较去年同期增长 2.44 个百分点；工艺研究与开发业务实现收入 0.29 亿元，同比增长 30.13%，毛利率为 6.35%，较去年同期减少 0.93 个百分点。

后端业务替格瑞洛为核心品种，专利到期快速放量。公司后端业务主要为销售替格瑞洛中间体，随着 2024 年 12 月替格瑞洛欧美专利延长保护期结束，国外替格瑞洛系列产品需求量快速增

长，2025 年上半年商业化生产实现收入 1.23 亿元，同比增长 55.89%，毛利率为 12.91%，较去年同期增加 9.44 个百分点，未来公司海外销售有望持续快速放量，形成业绩增长的新动力。

不断夯实技术实力，AI 平台助力新药研发。近年来，公司不断夯实技术实力，对前沿技术进行布局和储备，自 2019 年以来先后成立了 CADD/AIDD、酶化学、光化学、连续流化学、不对称催化、小核酸药物靶向递送等 12 大核心技术平台。其中，AI 平台不断赋能客户新药研发，截至 2025 年 8 月，CADD/AIDD 技术平台已服务客户 45 家，涵盖国内外多家创新药企和生物技术公司。

市场需求回暖，业绩强劲增长。2025 年上半年公司实现营业收入 3.53 亿元，同比增长 32.73%，归母净利润为 0.25 亿元，同比增长 54.99%，收入和利润端均实现强劲增长，主要原因是：1) 海外投融资及市场需求回暖，带动药物发现、工艺研究与开发业务逐步复苏；2) 后端商业化生产快速放量，进入高速增长轨道。单季度来看，2025Q2 实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 35.75%，归母净利润为 0.13 亿元，同比增长 3.89%。

Q2 新签订单环比改善，客户数量持续增长。2025 年第二季度，公司服务板块实现新签订单 2.46 亿元，环比增长 98.77%，新增客户数量为 23 个，环比增长 35.29%，商业化生产实现新签订单 0.82 亿元，环比增长 31.27%，新增客户数量为 6 个，环比增长 20.00%，主要原因是：1) 海外投融资回暖以及创新药 BD 交易活跃，带动行业需求持续回暖，2) 公司不断加大市场及客户开拓力度。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025 年-2027 年公司营收为 7.39/9.89/12.99 亿元，同比增长 35.79%/33.79%/31.34%；归母净利为 0.60/0.87/1.40 亿元，对应 PE 为 88/61/37 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：人力成本上升及人才流失的风险、环保及安全生产风险、商业化生产产品单一和集中的风险、汇率波动等风险。

图表22：泓博医药盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	544	739	989	1,299
营业收入增长率(%)	11.18%	35.79%	33.79%	31.34%
归母净利（百万元）	17	60	87	140
净利润增长率(%)	-54.59%	248.97%	45.32%	61.70%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.43	0.62	1.00
市盈率（PE）	309.93	87.92	60.50	37.42

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(二)皓元医药：前后端一体化布局，赋能新药研发及生产

深耕小分子领域多年，打造一体化服务平台。皓元医药成立于 2006 年，是一家专注于为全球制药和生物医药行业提供专业高效的小分子及新分子类型药物 CRO&CDMO 服务的平台型高新技术企业，主要业务有：1) 前端：小分子及新分子类型药物发现领域的分子砌块、工具化合物和生化试剂的研发，2) 后端：小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产。

前端业务快速增长，产品种类数持续扩充。2025 年上半年，前端业务实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 29.2%，毛利率为 63.0%，同比增加 3.5 个百分点，累计完成订单数量 51.7 万个，其中分子砌块业务实现收入 2.58 亿元，同比增长 24.1%；工具化合物和生化试剂业务实现收入 6.46 亿元，同比增长 31.4%。此外，公司不断加速新产品管线布局和技术迭代，截至 2025H1，公司累计储备约 14.7 万种分子砌块和工具化合物，其中分子砌块约 9.5 万种，工具化合物和生化试剂超 5.2 万种。

后端业务稳健增长，在手订单快速增长。2025 年上半年，后端业务实现营业收入 3.99 亿元，同比增长 13.6%，毛利率为 17.8%，其中仿制药业务项目数为 419 个，包含商业化项目 83 个；创新药业务累计承接 966 个项目，其中超 130 个项目已进入临床二、三期及商业化阶段，未来有望快速放量。此外，后端原料药及中间体、制剂业务在手订单超 5.9 亿元，同比增长 40.1%。Q1 收入符合预期，利润实现快速增长。

Q2 收入超预期，利润强劲增长。单季度来看，2025Q2 实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 27.99%，归母净利润为 0.89 亿元，同比增长 66.59%，收入端超预期，利润端实现强劲增长，主要原因是：1) 高毛利率的前端生命科学试剂业务快速增长，收入占比较去年同期明显提高；2) 公司不断进行提质增效、精进内部运营和管理，同时严控各项成本费用。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025 年-2027 年公司营收为 28.48/35.98/45.64 亿元，同比增长 25.47%/26.33%/26.84%；归母净利为 3.08/3.99/5.17 亿元，同比增长 52.65%/29.56%/29.75%，对应 PE 为 42/32/25 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：核心技术人才流失、新签订单不及预期、汇率波动、存货减值、行业竞争加剧、研发进度不及预期等风险。

图表23：皓元医药盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,270	2,848	3,598	4,564
营业收入增长率(%)	20.75%	25.47%	26.33%	26.84%
归母净利（百万元）	202	308	399	517
净利润增长率(%)	58.17%	52.65%	29.56%	29.75%
摊薄每股收益（元）	0.96	1.45	1.88	2.44
市盈率（PE）	62.74	41.51	32.04	24.69

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（三）毕得医药：分子砌块专家，赋能新药研发

深耕分子砌块多年，赋能新药早期研发。毕得医药成立于 2007 年，是一家为新药研发机构提供专业、高效的药物分子砌块及科学试剂产品及服务的企业。公司坚持“多、快、好、省”的核心优势，采用“横向扩品种+纵向做深优势产品线”的模式，服务于新药研发产业链前端。目前主要业务包括：1）药物分子砌块：杂环化合物、苯环化合物和脂肪族化合物；2）科学试剂：活性小分子化合物、催化剂及配体。

分子砌块市场规模不断扩容，未来国产替代持续进行。研发的持续投入是医药创新的重要驱动力，预计 2030 年全球及中国医药研发市场规模分别为 4177、766 亿美元。医药研发的持续投入推动分子砌块市场规模不断扩容，预计 2026 年全球分子砌块规模将增长到 546 亿美元。此外，在主流的科研试剂市场，外资占据 90% 的高端市场份额，国产试剂因为供货周期短、研发投入加大以及价格优势，有望逐步实现国产替代。

收入增速符合预期，利润增速超预期。2025 年上半年，公司实现营业收入 6.28 亿元，同比增长 17.91%，归母净利润为 0.73 亿元，同比增长 41.60%，剔除股份支付后归母净利润为 0.90 亿元，同比增长 70.60%。单季度来看，2025Q2 实现营业收入 3.31 亿元，同比增长 22.86%，归母净利润为 0.43 亿元，同比增长 65.77%，收入端增速符合预期，利润端实现超预期增长。

科学试剂业务快速增长，盈利能力持续提升。分业务来看，2025 年上半年药物分子砌块业务实现收入 5.20 亿元，同比增长 14.35%；科学试剂业务实现收入 1.07 亿元，同比增长 38.95%。此外，公司盈利能力不断提升，2025 年上半年毛利率为 44.25%，较去年同期增加 4.74 个百分点，主要原因是公司不断丰富产品组合，引入高附加值、特殊用途及定制化的分子砌块和科学试剂，从而带动毛利率水平提升。

研发持续投入，产品种类数不断丰富。公司持续投入研发，2025 年上半年研发投入 0.30 亿元，较去年同期基本持平，研发投入占比为 4.78%，较去年同期减少 0.87 个百分点。此外，公司

产品种类数不断丰富，截至 2025H1，公司常备药物分子砌块和科学试剂现货库存超过 14 万种，并具备向新药研发机构提供近百万种药物分子砌块的能力。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025 年-2027 年公司营收为 13.39/16.28/19.79 亿元，同比增长 21.48%/21.61%/21.58%；归母净利为 1.65/2.00/2.47 亿元，同比增长 40.15%/21.71%/23.19%，对应 PE 为 35/29/23 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、汇率波动、存货减值、研发进度不及预期等风险。

图表24：毕得医药盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,102	1,339	1,628	1,979
营业收入增长率（%）	0.93%	21.48%	21.61%	21.58%
归母净利（百万元）	117	165	200	247
净利润增长率（%）	7.17%	40.15%	21.71%	23.19%
摊薄每股收益（元）	1.32	1.81	2.20	2.71
市盈率（PE）	37.24	34.92	28.69	23.29

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（四）阳光诺和：深耕仿制药 CRO 多年，创新转型持续布局

深耕仿制药 CRO 领域多年，全流程一体化布局。公司成立于 2009 年，起步于药学研究服务，随后将业务逐渐拓展至临床试验及生物分析等服务领域。公司在仿制药 CRO 业务上持续深耕 10 余年，已形成了全流程一体化业务模式，同时持续布局创新药业务。公司除了开发客户指定的品种外，也持续推进品种自研储备战略。

政策利好本土临床 CRO，公司和市场认知存在预期差。新药支持政策利好本土 CRO，其中临床 CRO 受益确定性强，一方面临床市场竞争格局未固化，另一方面，国产创新药靶点分散化和多样化趋势明确，有相关靶点临床业务经验的 CRO 有望持续受益。公司整体创新药订单占比持续提升，与市场普遍认知的“仿制药 CRO”存在一定预期差。

研发不断投入，创新持续转型。公司持续布局创新转型，研发投入不断加大，2025 年上半年研发投入为 0.76 亿元，同比增长 10.39%，研发投入占营业收入的比例为 12.92%，较去年同期增加 0.64 个百分点。此外，截至 2025H1，公司内部在研项目累计超过 460 项，其中包含创新药、仿制药和改良型新药，涉及多个疾病领域和药物剂型。

Q2 收入增速稳健，利润快速增长。2025 年上半年公司实现营业收入 5.90 亿元，同比增长 4.87%，归母净利润为 1.30 亿元，同比下降 12.61%，上半年收入和利润略低于预期主要是受到一季度业绩影响。单季度来看，2025Q2 实现营业收入 3.59 亿元，同比增长 15.73%，环比增长 55.72%，

归母净利润为 1.00 亿元，同比增长 32.23%，环比增长 239%，收入端实现稳健增长，利润端展现出季度间同比、环比快速改善的趋势。

药学研究短期承压，临床业务快速增长。分业务来看，2025 年上半年公司药学研究实现营业收入 2.03 亿元，同比下降 40.80%，主要是受到此前低价订单的影响，预计下半年逐渐出清；临床试验和生物分析实现收入 2.79 亿元，同比增长 29.05%，预计未来延续良好的发展趋势；知识产权授权实现收入 1.00 亿元，主要是 007 项目对外 BD 的首付款收入；权益分成实现收入 733.71 万元，同比增长 119.73%。

盈利预测：在不考虑朗研并表的情况下，我们预计 2025 年-2027 年公司营收为 12.48/15.27/19.38 亿元，同比增长 15.75%/22.33%/26.90%；归母净利为 2.33/2.77/3.38 亿元，同比增长 31.31%/18.89%/22.08%，对应 PE 为 35/30/24 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：仿制药业务增速放缓或减少、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

图表25：阳光诺和盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,078	1,248	1,527	1,938
营业收入增长率(%)	15.70%	15.75%	22.33%	26.90%
归母净利（百万元）	177	233	277	338
净利润增长率(%)	-3.98%	31.31%	18.89%	22.08%
摊薄每股收益（元）	1.58	2.08	2.47	3.02
市盈率（PE）	46.54	35.36	29.74	24.36

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（五）诺思格：聚焦临床 CRO 领域，一站式赋能临床研发

聚焦临床 CRO 领域，业务体系布局完善。诺思格专注于临床 CRO 服务，为全球医药企业和科研机构提供综合的药物临床研发全流程一体化服务，具备临床试验全链条服务能力。目前，主营业务包括临床试验运营服务（CO）、临床试验现场管理服务（SMO）、生物样本检测服务（BA）、数据管理与统计分析服务（DM/ST）、临床试验咨询服务、临床药理学服务（CP）。

市场规模不断扩容，未来国际化空间大。临床是新药研发中花费最高、价值量最大的一环，受益于药企的创新转型及国家临床政策的出台，中国临床 CRO 市场规模不断扩容，预计 2030 年将增长到 1863.9 亿元，我国临床 CRO 行业的竞争格局尚未完全固化，未来市场份额有望向头部企业集中。此外，我国本土临床 CRO 国际化空间大：1）2023 年临床 CRO 海外收入占比仅为 33.75%，CDMO 和临床前分别为 80.29%、70.15%；2）目前我国以本土临床试验为主，MRCT 占比较低，2023

年仅为 6.7%。近期创新药支持政策密集出台，创新药定价及支付或将得到明显改善，MNC 等对我国市场的重视程度及在我国开展的 MRCT 数量有望快速增长，其势必会推动我国本土临床 CRO 在亚太地区产业地位和 MRCT 项目经验的不断提升、企业的国际话语权也有望持续增强。

持续布局海外业务，政策利好行业发展。2025H1，公司持续布局海外业务，分别在香港、澳大利亚新设立子公司，不断加快出海步伐。此外，随着医保丙类目录、商保以及创新药全产业链支持细则等政策出台，创新药定价及支付或将得到明显改善，本土临床 CRO 行业有望复苏，公司或将再次迎来快速发展机遇。

收入基本持平，利润小幅增长。2025 年上半年，公司实现营业收入 3.80 亿元，同比增长 0.18%，归母净利润为 0.61 亿元，同比增长 4.45%，收入端基本符合预期，利润端实现小幅增长。单季度来看，2025Q2 实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 2.56%，归母净利润为 0.35 亿元，同比下降 1.18%。

CO 业务收入同比下滑，SMO 业务快速增长。分业务来看，2025 年上半年公司临床试验运营（CO）实现营业收入 1.49 亿元，同比下降 7.60%，毛利率为 28.78%，较去年同期减少 4.98 个百分点；临床试验现场管理（SMO）实现收入 1.29 亿元，同比增长 31.23%，毛利率为 33.67%，较去年同期增加 0.08 个百分点；数据管理与统计分析服务为 0.50 亿元，同比下降 1.71%，毛利率为 48.15%，较去年同期减少 2 个百分点。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025 年-2027 年公司营收为 7.76/8.52/9.69 亿元，同比增长 4.33%/9.75%/13.79%；归母净利为 1.50/1.63/1.81 亿元，同比增长 6.85%/8.83%/11.26%，对应 PE 为 33/31/28 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：新签订单不及预期、人才流失的风险、订单价格下降、汇率波动等风险。

图表26：诺思格盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	744	776	852	969
营业收入增长率(%)	3.14%	4.33%	9.75%	13.79%
归母净利（百万元）	140	150	163	181
净利润增长率(%)	-13.73%	6.85%	8.83%	11.26%
摊薄每股收益（元）	1.47	1.55	1.69	1.88
市盈率（PE）	34.01	33.31	30.61	27.51

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（六）普蕊斯：SMO 行业龙头，赋能临床研发

聚焦 SMO 领域，赋能临床研发。普蕊斯是国内领先的 SMO 企业，可为客户提供一站式临床试

验现场管理外包服务。受益于临床试验政策的出台以及国内药企的创新转型，国内 SMO 行业市场规模快速增长，预计 2030 年将达到 350 亿元，CAGR 为 18.3%。此外，相较于发达国家日本 SMO 行业的高集中度，我国 SMO 市场份额有望进一步向龙头集中。

SMO 市场空间不断扩容，市场份额有望向龙头集中。受益于临床试验政策的出台以及国内药企的创新转型，国内 SMO 行业市场规模快速增长，预计 2030 年将达到 350 亿元，CAGR 为 18.3%。此外，相较于发达国家日本 SMO 行业的高集中度，我国 SMO 市场份额有望进一步向龙头集中。

Q2 收入稳定增长，利润快速改善。2025 年上半年，公司实现营业收入 3.90 亿元，同比下降 1.08%，归母净利润为 0.54 亿元，同比下降 1.40%，上半年收入和利润不及预期的主要原因是受到一季度业绩拖累。单季度来看，2025Q2 实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 1.82%，环比增长 21.06%，归母净利润为 0.47 亿元，同比增长 45.17%，环比增长 528.73%，目前已展现出季度间同比、环比快速改善的趋势。

新签订单持续回暖，SMO 需求不断增加。随着行业及客户的需求逐步复苏，公司 2025 年上半年度询单量、新签订单同比快速增长，新签订单金额为 6.00 亿元，同比增长 40.12%，在手订单为 19.98 亿元，同比增长 9.45%，主要原因是国内外药企的新药临床试验对 SMO 服务的需求增加以及 SMO 的渗透率不断提升。

服务项目数量丰富，客户服务能力提升。公司致力于承接具有创新性和高临床价值新药的 SMO 项目，服务项目数量丰富，目前在执行的 SMO 项目数量为 2428 个，累计承接超 4000 个国际和国内 SMO 项目。此外，公司不断提升客户服务能力，截至 2025H1，公司共有员工 4157 人，其中业务人员近 4000 人，累计服务 960 家临床试验机构，可覆盖临床试验机构数量为 1300 家，服务范围覆盖全国 200 个城市。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025 年-2027 年公司营收为 8.05/8.82/10.10 亿元，同比增长 0.16%/9.57%/14.46%；归母净利为 1.00/1.10/1.25 亿元，对应 PE 为 29/26/23 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：新签订单不及预期的风险、SMO 行业竞争加剧的风险、订单取消的风险、人力成本上升或人才流失的风险。

图表27：普蕊斯盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	804	805	882	1,010
营业收入增长率(%)	5.75%	0.16%	9.57%	14.46%
归母净利（百万元）	106	100	110	125
净利润增长率(%)	-21.01%	-6.11%	9.84%	14.03%
摊薄每股收益（元）	1.35	1.26	1.39	1.58
市盈率（PE）	26.87	28.68	26.11	22.90

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、风险提示

美联储利率政策不及预期，投融资回暖不及预期，市场竞争加剧，汇率波动等风险。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2025/09/15
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
301230	泓博医药	买入	0.12	0.43	0.62	1.00	310.83	86.74	60.16	37.3	37.30
688131	皓元医药	买入	0.96	1.45	1.88	2.44	78.18	51.76	39.92	30.76	75.05
688621	阳光诺和	买入	1.58	2.08	2.47	3.02	50.25	38.17	32.15	26.29	79.40
301333	诺思格	买入	1.47	1.55	1.69	1.88	38.16	36.19	33.20	29.84	56.10
301257	普蕊斯	买入	1.35	1.26	1.39	1.58	36.30	38.90	35.26	31.02	49.01
688073	毕得医药	买入	1.32	1.81	2.20	2.71	53.05	38.69	31.83	25.84	70.02

资料来源：携宁，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。