

# 海内外CXO复盘

## ——从短期、中期、长期维度看中国CXO的全球竞争力

行业研究 · 行业专题

医药生物 · 医疗研发外包

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：彭思宇  
0755-81982723  
pengsiyu@guosen.com.cn  
S0980521060003

证券分析师：陈曦炳  
0755-81982939  
chenxibing@guosen.com.cn  
S0980521120001

证券分析师：凌珑  
021-60375401  
linglong@guosen.com.cn  
S0980525070003

- 随着地缘政治风险的缓和、投融资的回暖及疫情高基数的消化，CXO指数在过去一年涨幅超50%，表现亮眼。在本篇报告中，我们从短期、中期、长期维度出发，对CXO板块进行了细致划分，分别对国内外的大分子CDMO、小分子CDMO、临床CRO、临床前CRO企业进行剖析，以试图理解中国CXO企业的全球竞争力。
- **对于大分子CDMO：**国内主要上市公司包括药明生物、药明合联等，海外主要上市公司包括Lonza、三星生物、富士胶片等。药明生物、药明合联海外收入占比超过70%，均通过在海外布局产能（药明生物在美国、德国、爱尔兰、新加坡，药明合联在新加坡）来规避可能的地缘政治风险。
  - ✓ **短期看业绩：**行业高增长，中欧美日韩同台竞技。欧洲代表性企业增速平稳；以三星生物为代表的日韩企业业务增长迅速，2024年收入增速、2025年收入增速指引超国内龙头药明生物（2025年收入指引：三星生物+19~25% vs. 药明生物+12~15%）。
  - ✓ **中期看订单：**以三星生物为代表的日韩企业订单增长超中国代表性企业药明生物，反映中国大分子CDMO或将持续面临较为激烈的行业竞争。以ADC为代表的新兴领域订单持续高增长，药明合联2024年末在手订单9.91亿美元（同比+71%）。
  - ✓ **长期看资本开支：**与需求匹配，海内外玩家资本开支维持高位，产能有支撑，反应相关公司对长期发展充满信心。
- **对于小分子CDMO：**国内主要上市公司包括药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、九洲药业、普洛药业等，海外主要上市公司包括Divi's、Siegfried、Piramal等。药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、九洲药业海外占比超过70%，均通过在海外布局研发及产能（药明康德在美国、新加坡、瑞士，凯莱英在美国、英国，博腾股份在美国、斯洛文尼亚，康龙化成在美国、英国，九洲药业在美国）以拓展业务及规避可能的地缘政治风险。
  - ✓ **短期看业绩：**国内上市公司在经历了前期疫情高基数下的短暂业绩波动后，2025年一季度整体恢复正增长，整体增速优于海外代表性企业。
  - ✓ **中期看订单：**国内上市公司在手订单/新签订单中高速增长，其中，药明康德2024年末在手订单同比增长47.0%，中期业绩有保障。
  - ✓ **长期看资本开支：**国内高峰期已过，资本开支投入情况呈现分化，部分龙头（如药明康德）预计将持续加大资本开支；国外代表性上市公司资本开支基本稳定。
- **对于临床/临床前CRO：**国内主要上市公司包括泰格医药、普蕊斯、诺思格、美迪西、昭衍新药等，国内业务占比较高；海外主要上市公司包括Fortrea、ICON、IQVIA、Charles River等。
  - ✓ **短期看业绩：**无论是国内还是国外，均处于调整期，2022-2023年投融资遇冷已经反映到临床/临床前CRO企业2024年至今的业绩端。
  - ✓ **中期看订单：**国内订单价格已触底但无明显回暖，2025年以来订单量及金额已呈现增长趋势；国外基本稳定。
  - ✓ **长期看资本开支：**各企业表现分化，行业供需短期内或存在一定程度的错配。

- 投融资整体呈现回暖趋势。国内方面，临床前CRO、临床CRO、CDMO业务价格止跌回稳，随着新签订单的稳步复苏，行业或将迎来反转；国际CDMO业务方面，定价体系持续维持合理水平，疫情高基数影响已消化。
- ✓ **小分子方面**，从全球产业分工及产业链转移角度，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，考虑到欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权等方面的短板，我们认为中国企业在小分子CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动，经历漫长回调，当前估值已较为充分体现了对于未来地缘政治不确定性的担忧，优选估值处于底部，竞争格局良好，海外产能布局领先的优秀企业，如：药明康德、凯莱英、康龙化成等。
- ✓ **大分子方面**，中国企业当前的整体市占率仍然较低。一方面，日本、韩国、欧洲、美国均有较为强劲的对手，以龙沙、三星生物、富士胶片为代表的海外大分子CDMO企业业绩表现亮眼，中国大分子CRDMO或将持续面临较为激烈的行业竞争；另一方面，生物药的蓬勃发展及较高的外包率带动大分子CDMO行业保持较快增速，行业β持续，国内龙头CDMO竞争力持续提升。推荐关注：药明合联、药明生物等。
- ✓ **新兴业务布局**：多肽、寡核苷酸、CGT等新分子业务的快速发展有望进一步打开CXO板块的增长空间，建议关注相关产业链的投资机会。
- ✓ **仿制药CXO的创新转型**：仿制药CRO企业积极推进创新转型，寻求业务新增长点，例如：百诚医药（1类新药BIOS-0618进度靠前，2025年4月新增OSA人群日间嗜睡适应症，目前处于II期临床中）等。

表：CX0板块相关公司盈利预测及估值表

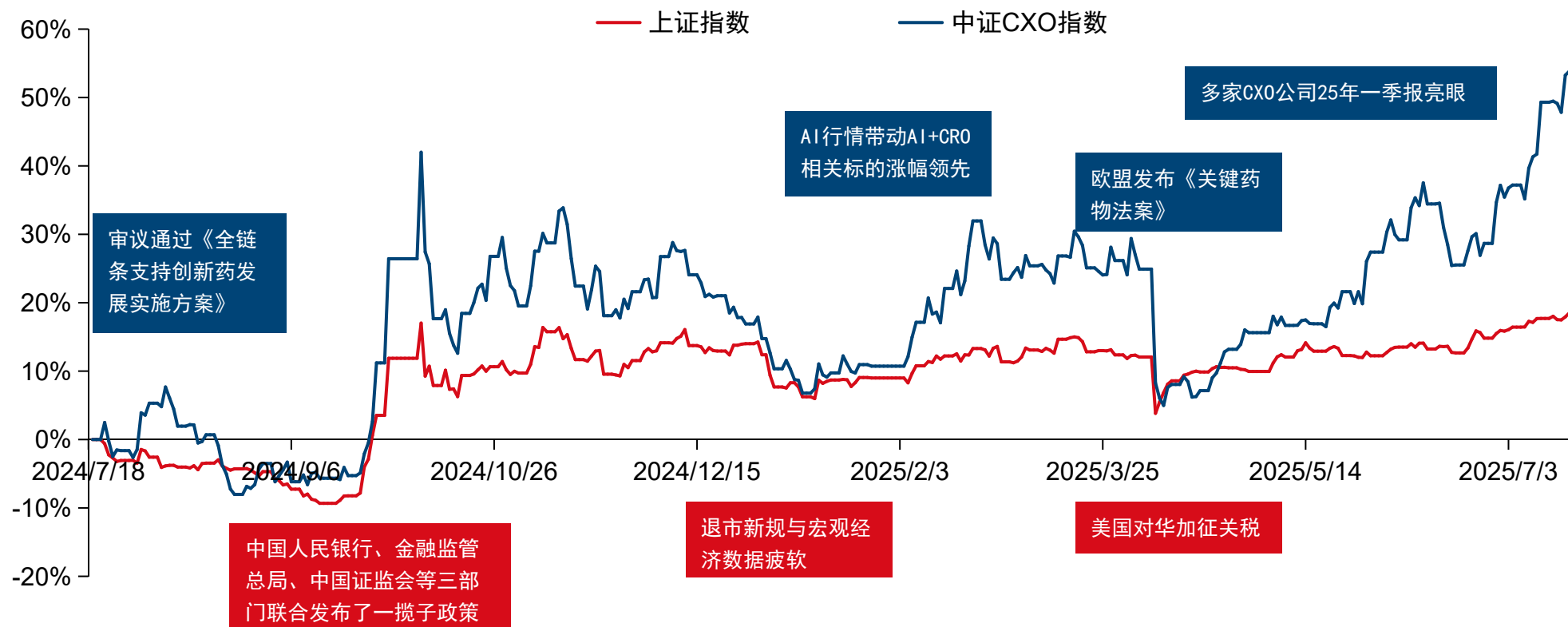
| 代码      | 公司简称 | 股价<br>25/08/01 | 总市值<br>亿元/亿港元 | 归母净利润  |        |        |        | PE      |       |      |      | ROE<br>24A | PEG<br>25E | 投资<br>评级 |
|---------|------|----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|------|------|------------|------------|----------|
|         |      |                |               | 24A    | 25E    | 26E    | 27E    | 24A     | 25E   | 26E  | 27E  |            |            |          |
| 603259  | 药明康德 | 93.00          | 2671          | 94.50  | 110.87 | 126.66 | 144.19 | 28.3    | 24.1  | 21.1 | 18.5 | 16.6       | 1.6        | 优于大市     |
| 603127  | 昭衍新药 | 32.26          | 242           | 0.74   | 3.30   | 3.82   | 4.12   | 326.4   | 73.3  | 63.3 | 58.7 | 0.9        | 0.9        | 优于大市     |
| 000739  | 普洛药业 | 15.99          | 185           | 10.31  | 11.12  | 12.40  | 13.90  | 18.0    | 16.7  | 14.9 | 13.3 | 15.9       | 1.6        | 优于大市     |
| 301096  | 百诚医药 | 59.68          | 65            | (0.53) | 0.54   | 0.86   | 1.16   | (123.6) | 121.8 | 75.5 | 56.3 | -2.0       | (0.5)      | 优于大市     |
| 2268.HK | 药明合联 | 55.50          | 668           | 10.70  | 13.96  | 19.13  | 25.99  | 58.2    | 44.6  | 32.5 | 23.9 | 17.7       | 1.3        | 优于大市     |
| 2269.HK | 药明生物 | 31.35          | 1276          | 33.56  | 40.17  | 47.15  | 56.21  | 38.0    | 31.8  | 27.1 | 22.7 | 8.2        | 1.7        | 优于大市     |
| 002821  | 凯莱英  | 111.35         | 402           | 9.49   | 11.03  | 12.98  | 15.32  | 42.3    | 36.4  | 30.9 | 26.2 | 5.5        | 2.1        | 无评级      |
| 300347  | 泰格医药 | 67.01          | 577           | 4.05   | 11.74  | 14.28  | 17.32  | 142.4   | 49.1  | 40.4 | 33.3 | 1.9        | 0.8        | 无评级      |
| 300759  | 康龙化成 | 30.10          | 535           | 17.93  | 18.22  | 21.58  | 25.55  | 29.8    | 29.4  | 24.8 | 21.0 | 13.7       | 2.3        | 无评级      |
| 300725  | 药石科技 | 47.25          | 94            | 2.20   | 2.42   | 2.73   | 3.18   | 43.0    | 38.9  | 34.6 | 29.7 | 7.5        | 3.0        | 无评级      |
| 688621  | 阳光诺和 | 57.94          | 65            | 1.77   | 2.11   | 2.59   | 3.15   | 36.6    | 30.8  | 25.1 | 20.6 | 16.6       | 1.5        | 无评级      |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测； 注：港股股价、市值单位为港元。  
注：药明生物、凯莱英、泰格医药、康龙化成、药石科技为wind一致预测

- [ 01 ] 供需：产能由扩张期转向优化期，部分领域短期供需或存在错配**
- [ 02 ] 短期看业绩：前端持续磨底，后端欣欣向荣
- [ 03 ] 中期看订单：前端价格已触底，新分子驱动订单增长
- [ 04 ] 长期看资本开支：高峰期已过，部分龙头保持强资本开支
- [ 05 ] CXO公司纷纷布局新兴领域及进行创新转型

# 行情回顾：CXO指数一年内涨幅超50%

表：上证指数和中证CXO指数2024/07/18-2025/07/18整体走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 股价复盘：皓元医药等涨幅领先

- 2024年7月1日至2025年7月18日，中证CXO指数成分公司平均涨幅为57.59%。其中皓元医药（197.03%）、睿智医药（181.61%）和美迪西（126.52%）涨幅居前。

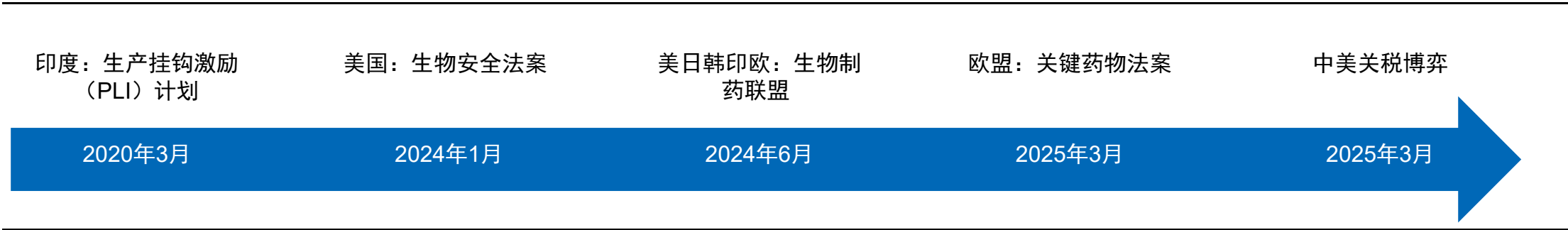
表：2024年7月至今CXO公司涨幅TOP20及原因分析

| 公司简称 | 20240701至今涨幅 | 20250719总市值(亿元) | 原因分析                                      |
|------|--------------|-----------------|-------------------------------------------|
| 皓元医药 | 197.03%      | 120.70          | 业绩同比高速增长，前端生命科学试剂业务稳健成长，后端原料药和中间体开发业务布局完善 |
| 睿智医药 | 181.61%      | 55.67           | 剥离非核心资产，聚焦CRO主业，运营效率提升                    |
| 美迪西  | 126.52%      | 80.34           | 逐步减亏，持续开拓海外市场，境外客户有望在未来几年为公司贡献业绩弹性        |
| 药明康德 | 118.29%      | 2379.94         | 前期受地缘政治影响超跌标的，订单趋势良好，25年上半年业绩表现亮眼         |
| 昭衍新药 | 101.72%      | 191.52          | 实验猴价格回升，新签订单价格止跌、趋势良好                     |
| 成都先导 | 98.77%       | 89.11           | 核心业务稳步增长，“DEL+AI+自动化”助力新药研发               |
| 泓博医药 | 68.48%       | 52.32           | 前端海外业务逐步复苏，后端商业化生产快速放量                    |
| 博腾股份 | 68.15%       | 109.15          | 逐步减亏，海外客户增速显著                             |
| 诺思格  | 57.48%       | 51.58           | 订单价格止跌回稳，SMO与数统业务持续增长                     |
| 药石科技 | 53.82%       | 82.61           | CDMO业务稳健增长，海外市场拓展成效显著                     |
| 凯莱英  | 52.70%       | 350.64          | 新签订单与业绩表现亮眼，降本增效成果显著，新兴业务恢复高增长            |
| 海特生物 | 47.91%       | 41.36           | 创新药研发成果突出，仿制药及原料药业务稳步推进                   |
| 诚达药业 | 45.57%       | 40.84           | 加快了原料药和制剂业务的发展，并布局生物细胞药物领域                |
| 康龙化成 | 42.73%       | 439.08          | 四大业务板块经营稳健                                |
| 普蕊斯  | 33.46%       | 29.62           | 服务项目数量丰富，订单价格止跌回稳                         |
| 百花医药 | 32.72%       | 30.24           | 多元化发展战略涵盖高端仿制药、临床研究服务、MAH持证业务等多领域         |
| 阳光诺和 | 29.02%       | 61.71           | 实现“CRO+创新研发+医药工业”的产业布局，自研新药关注度高           |
| 博济医药 | 28.82%       | 41.22           | 临床前研究服务板块建立了多个研发中心，国际化战略稳步推进              |
| 九洲药业 | 27.31%       | 146.31          | CDMO商业化项目快速上量，新业务能力建设有序推进                 |

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：表中涨幅对应20240701-20250719期间的收盘价涨幅

- 地缘政治事件频发，但中短期影响有限。近年来，部分国家及地区以政治手段构建“技术壁垒+订单转移+成本压制”三重机制，地缘政治相关事件频发。从中短期维度来看，我们认为，中国CXO产业拥有完善的生产体系、知识产权体系与成本优势，难以排除于全球医药分工体系之外。
- ✓ 印度：PLI计划。通过数十亿美元补贴激励本土原料药/制剂生产，明确将降低对华依赖度，旨在争夺全球原料药及CDMO市场份额，削弱中国供应链地位。
- ✓ 美国：以《生物安全法案》为代表的相关文件及政策。通过限制美政府机构与药明康德等中企合作，设置8年缓冲期（至2032年），精准打击中国CXO龙头企业的海外收入，强制产业链转移。截至目前《生物安全法案》未生效。
- ✓ 美日韩印欧：生物制药联盟。2024年6月6日成立，构建“研发-生产-仿制”闭环：美欧主导研发、韩国承接CXO订单、印度供应仿制药，系统性排除中国参与，通过技术封锁与订单分流孤立中国产业链。
- ✓ 欧盟：《关键药物法案》。补贴本土药企建立270种关键药品自主供应链，强制采购时优先选择“供应链韧性”企业，推动原料药产能回流欧洲，减少对中印进口依赖。
- ✓ 关税博弈。生物制剂/原料药关税提升，阻断中国企业经东南亚迂回出口路径，显著抬高服务成本，加速产业向墨西哥、东盟转移。

图：地缘政策冲击CXO产业时间轴



资料来源：国信证券经济研究所整理

# 头部CXO海外收入高，但地缘政治影响可控

- **头部CXO海外收入高。**海外医药外包市场定价体系稳定，利润空间丰厚，头部CXO企业通过拓展海外市场提升收入。药明生物、药明合联、凯莱英、博腾股份、药明康德、九洲药业和康龙化成等头部CXO企业的海外收入占比均超过70%。
- **整体地缘政治风险可控。**从全球竞争力、直接发往美国的收入占比、产能布局出发，我们认为当前地缘政治风险可控：
- ✓ **医药外包行业粘性强，中国企业全球竞争力领先。**从全球产业分工及产业链转移角度，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，考虑到欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权等方面的短板，我们认为中国企业在CRDMO领域、尤其是小分子CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动；
- ✓ **直接发往美国的收入占比较低。**美国收入占比方面，药明康德、药石科技、凯莱英和康龙化成的营业收入超50%来自美国市场；博腾股份和成都先导亦有超30%的收入来源于美国。尽管部分企业美国收入占比较高，但直接发往美国的收入占比较低，以药明康德为例，2024年公司直接发往美国的收入占比仅约10%。
- ✓ **头部CXO公司纷纷在海外布局产能。**药明生物、药明合联、药明康德、博腾股份、凯莱英等纷纷在海外布局生产基地。

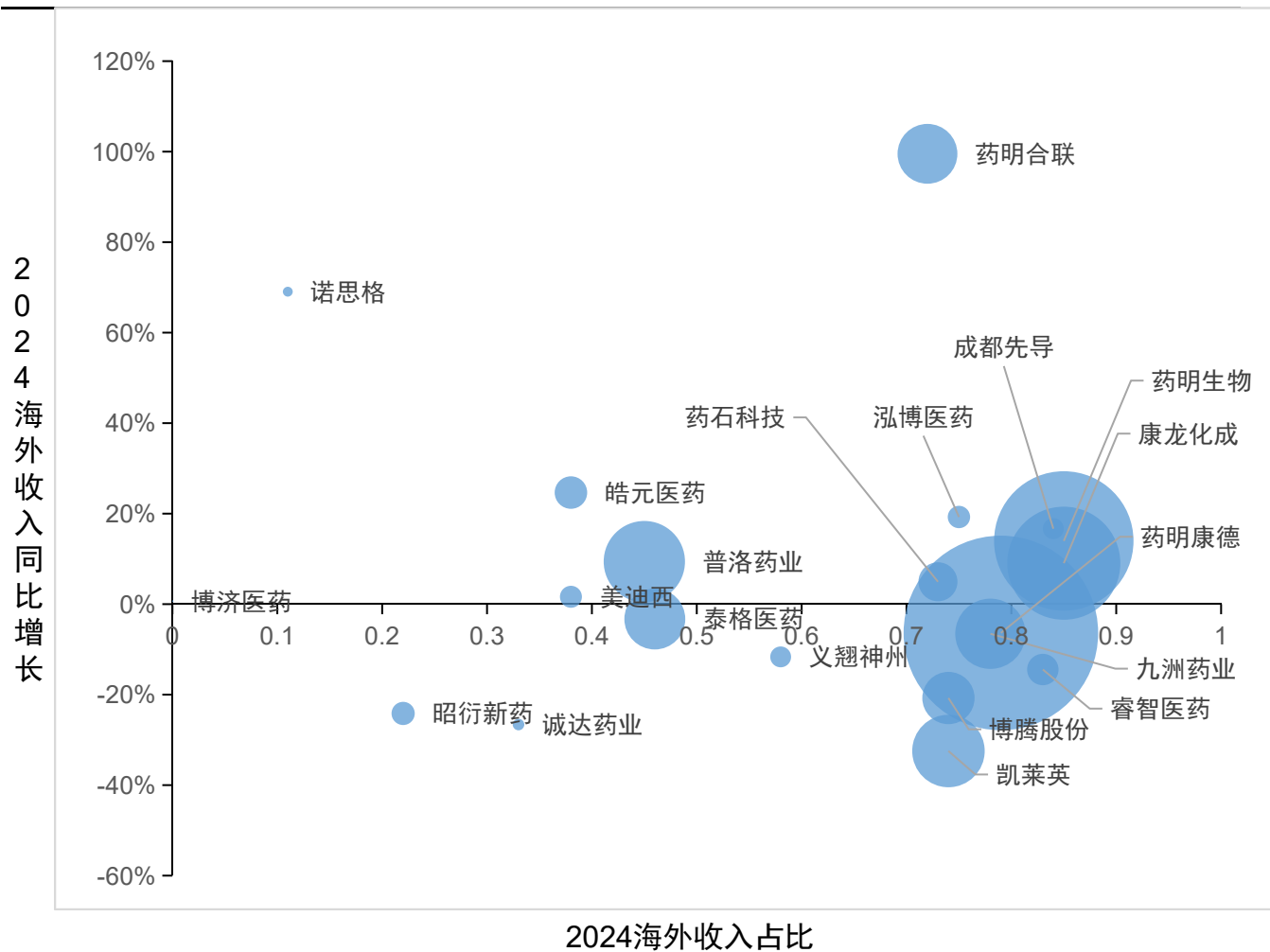
表：部分CXO企业2024年美国收入占比情况

| 企业   | 2024营业收入<br>(亿元) | 2024来源于美国收入<br>(亿元) | 比例     |
|------|------------------|---------------------|--------|
| 药明康德 | 392.41           | 250.20              | 63.76% |
| 成都先导 | 4.27             | 1.80                | 42.15% |
| 博腾股份 | 30.12            | 9.24                | 30.68% |
| 药石科技 | 16.89            | 9.79                | 57.96% |
| 凯莱英  | 58.05            | 33.71               | 58.07% |
| 康龙化成 | 122.76           | 78.53               | 63.97% |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

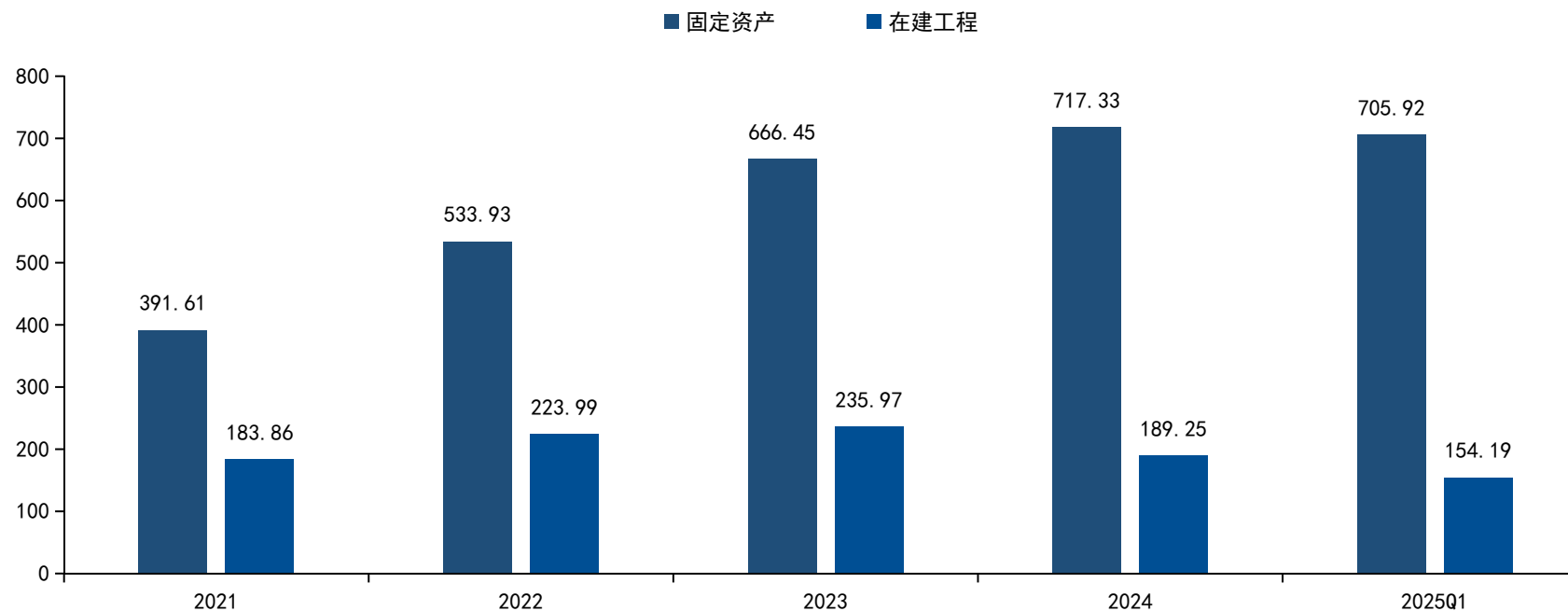
注：根据所披露的情况，部分企业所计算的美国收入占比为北美地区，该列表仅供参考

图：部分CXO公司海外收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：气泡大小代表海外业务收入

图：中证CXO指数在建工程和固定资产（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 供给端：CDMO行业由产能扩张转向产能优化

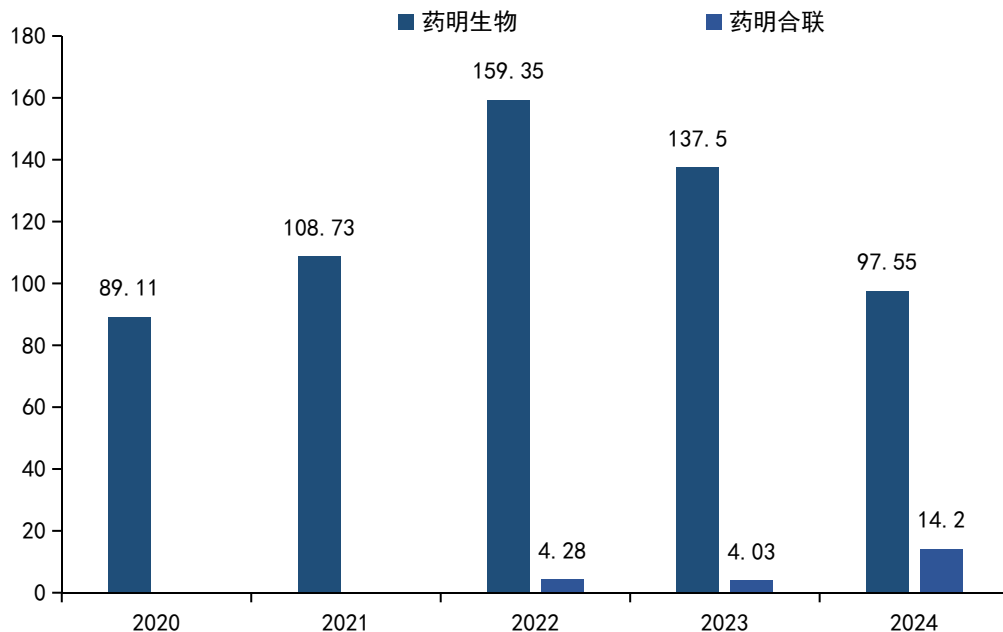
## ■ 在建工程

- ✓ 大分子CDMO：在建工程维持高位，XDC CRDMO细分领域（药明合联）在建工程高速增长。
- ✓ 小分子CDMO：CRDMO龙头药明康德在建工程维持高位，凯莱英、康龙化成、九洲药业也保持较高的在建工程；普洛药业、博腾股份在建工程呈现减少趋势，反映产能建设接近尾声。

## ■ 在建工程/营业收入

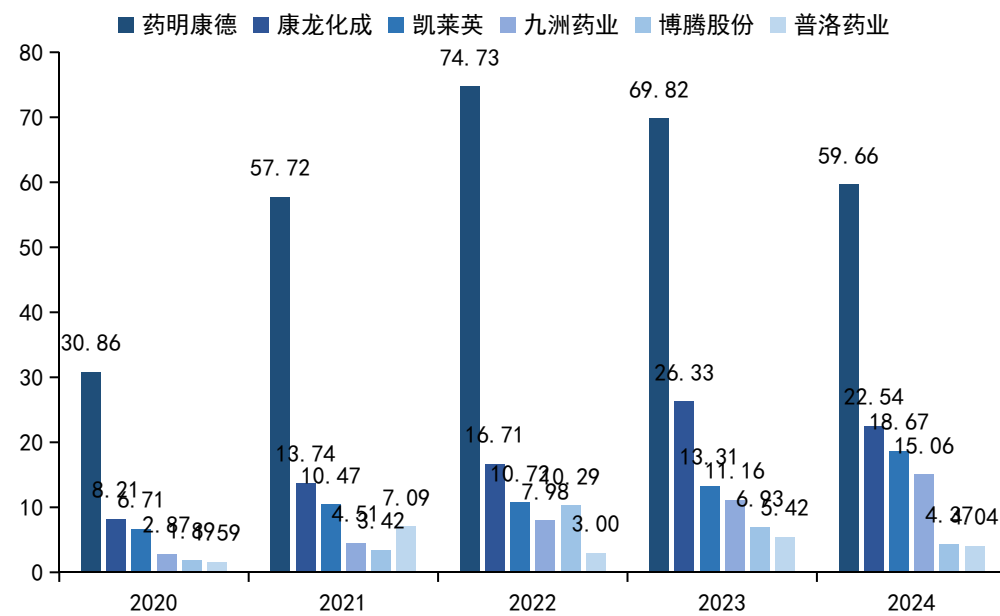
- ✓ 对比：代表性大分子CDMO企业（药明生物、药明合联）该指标显著高于代表性小分子CDMO企业（药明康德、康龙化成、凯莱英、九洲药业、博腾股份、普洛药业）。

图：国内代表性大分子CDMO公司在建工程（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

图：国内代表性小分子CDMO公司在建工程（亿元）

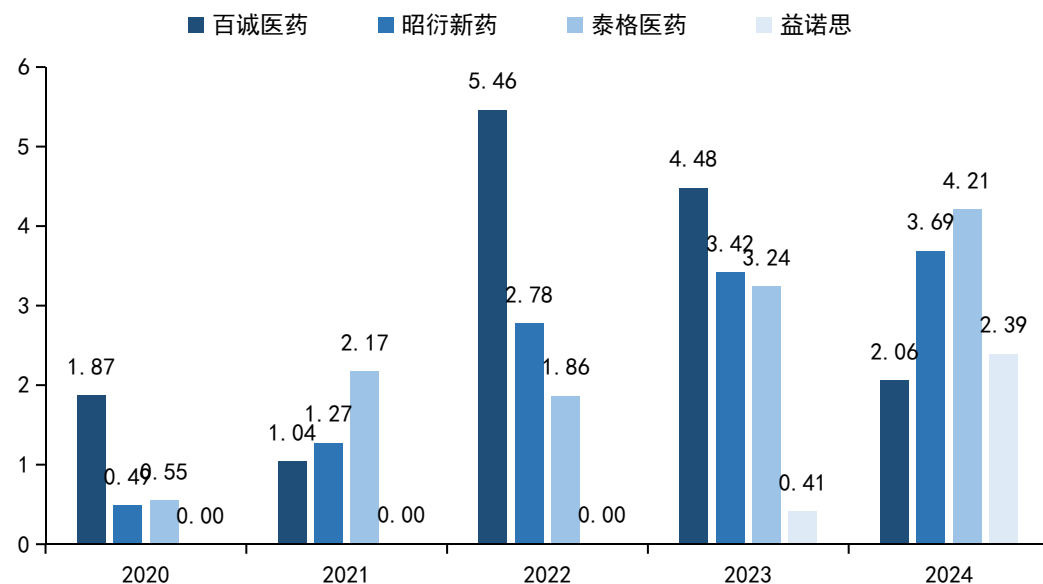


资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

# 供给端：临床CRO/临床前CRO行业短期供需或存在一定程度错配

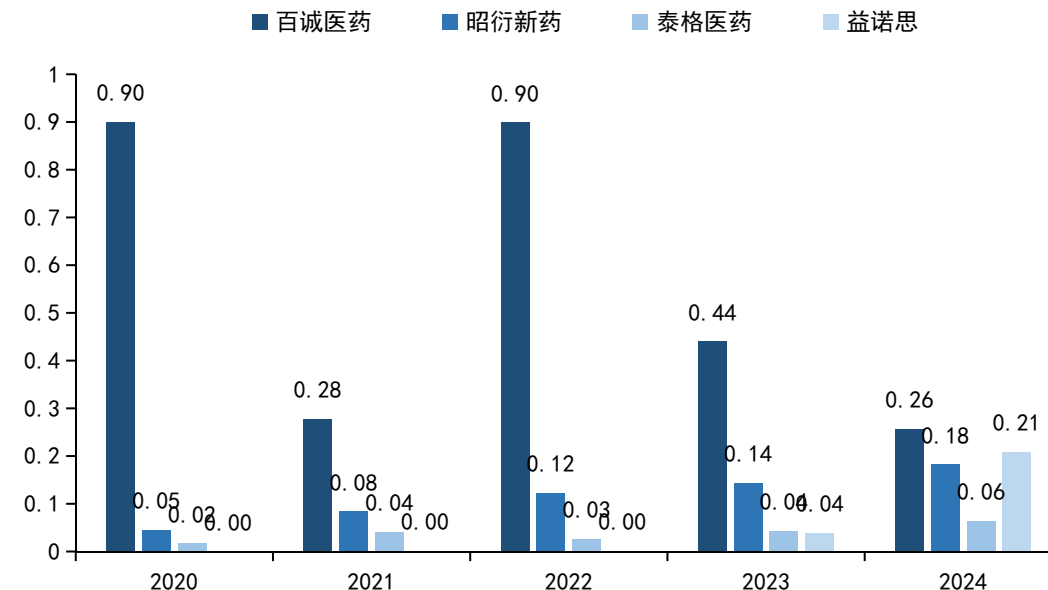
- 在建工程
- ✓ 整体呈现上升趋势
- 在建工程/营业收入
- ✓ 百诚医药该指标呈现下降趋势，但仍保持在较高位置；其余代表性临床/临床前CRO公司该指标整体呈现提升趋势。

图：国内代表性临床/临床前CRO公司在建工程（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

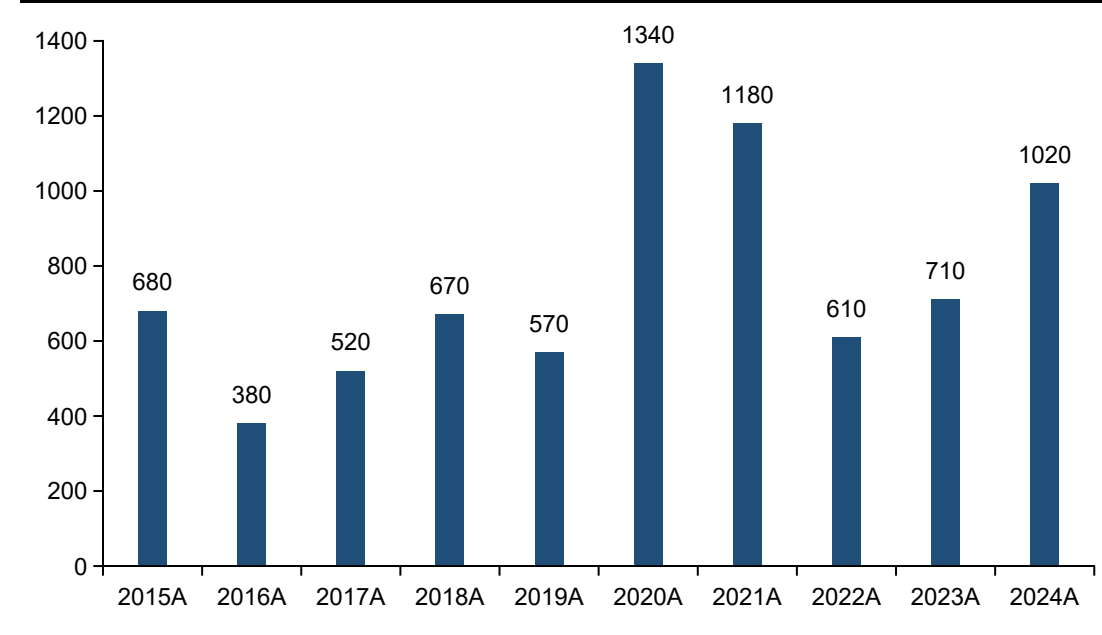
图：国内代表性临床/临床前CRO公司在建工程/营业收入



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

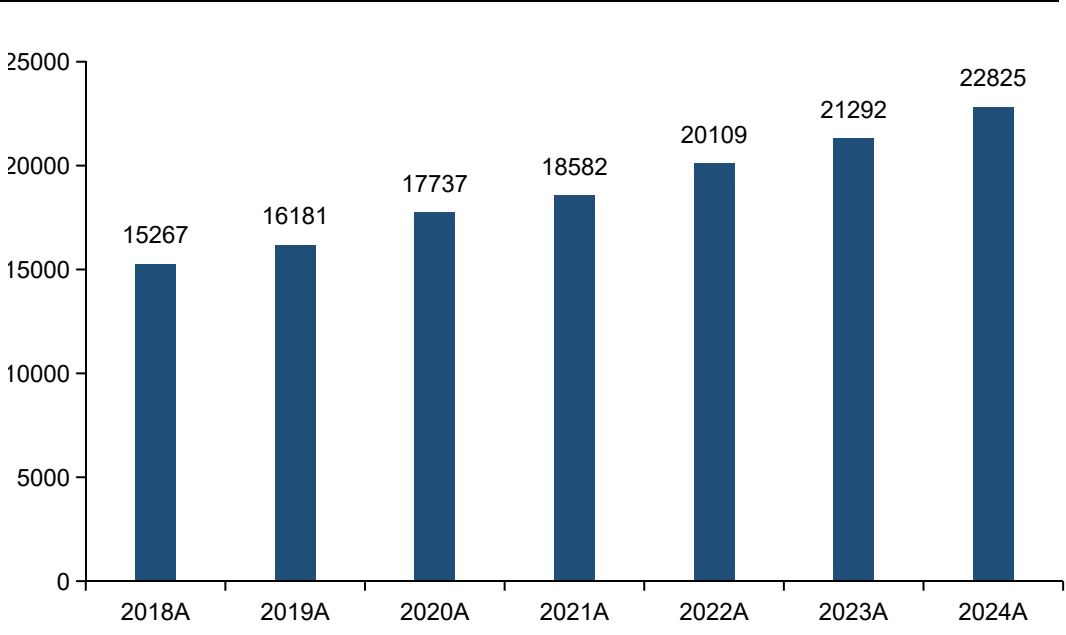
- 全球医药行业投融资改善，驱动CXO行业增长。投融资数据反映医药研发的景气程度，投融资数据转好意味着医药研发景气度上行进而衍生出更多的研发生产外包需求。历经2022年、2023年低谷，全球生物医药行业投融资规模从2023年的710亿美元回升至2024年的1020亿美元，已明显高于疫情前水平。
- 全球医药研发管线规模稳健增长。2023年总规模21292个，2024年总规模达22825个（+7.2%），未来有望保持持续扩张态势，叠加药物种类复杂化驱动药企外包渗透率提升，CXO行业发展可期。

图：全球医药行业投融资规模（亿美元）



资料来源：IQVIA，国信证券经济研究所整理

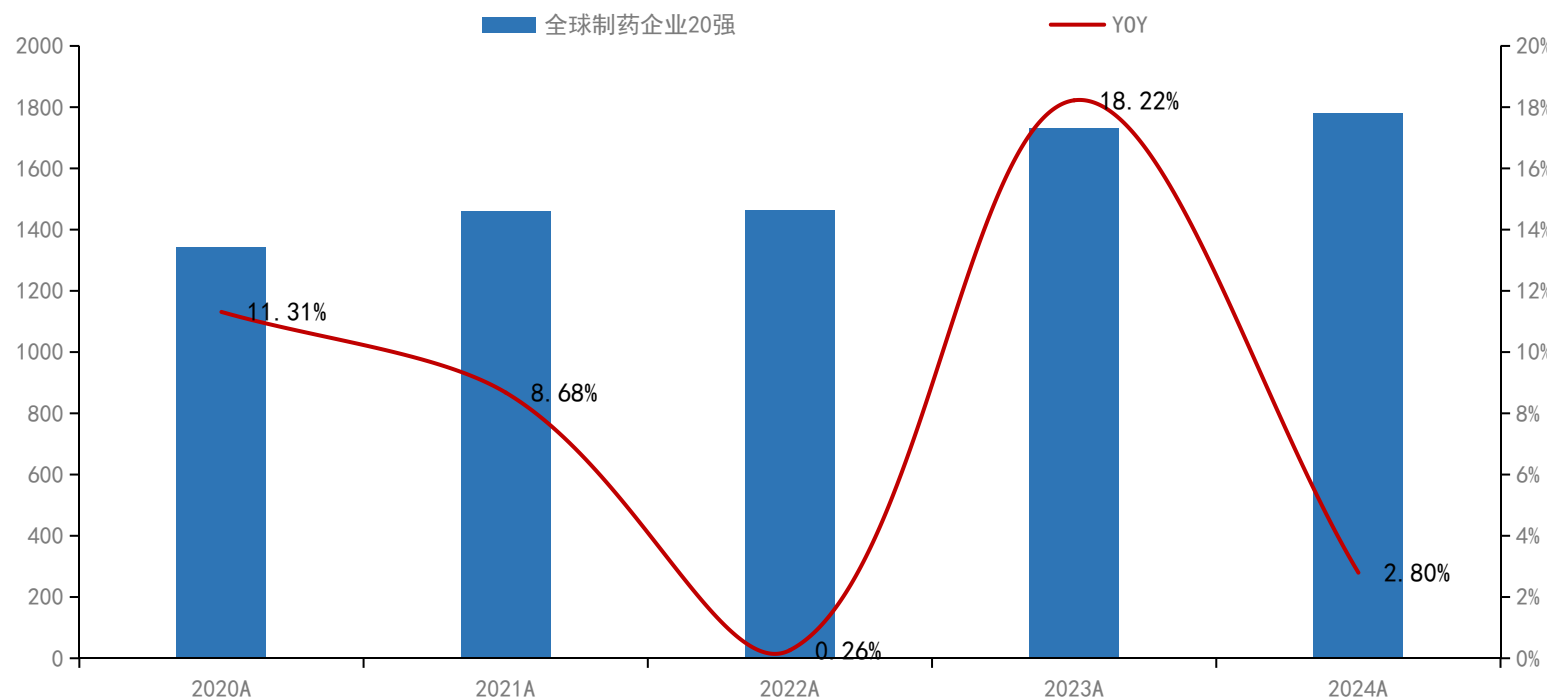
图：全球医药研发管线数目



资料来源：Citeline，国信证券经济研究所整理

- **全球制药企业20强：总研发投入呈现波动上升态势。**从全球制药20强企业总研发投入的同比增速来看，2020年（11.3%）和2021年（8.7%）保持较快增长，主要系新冠相关研发推动。2022年研发投入同比增速近乎停滞（0.3%），为前期高研发投入后的调整期。得益于2023年市场投融资回暖及新分子种类药物研发的驱动，2023年增速反弹至18.2%，随后在2024年回落至2.8%。尽管增速存在起伏，全球头部制药企业研发投入金额保持上行趋势。

图：2025全球制药企业20强研发费用（亿美元）及同比增速（%）



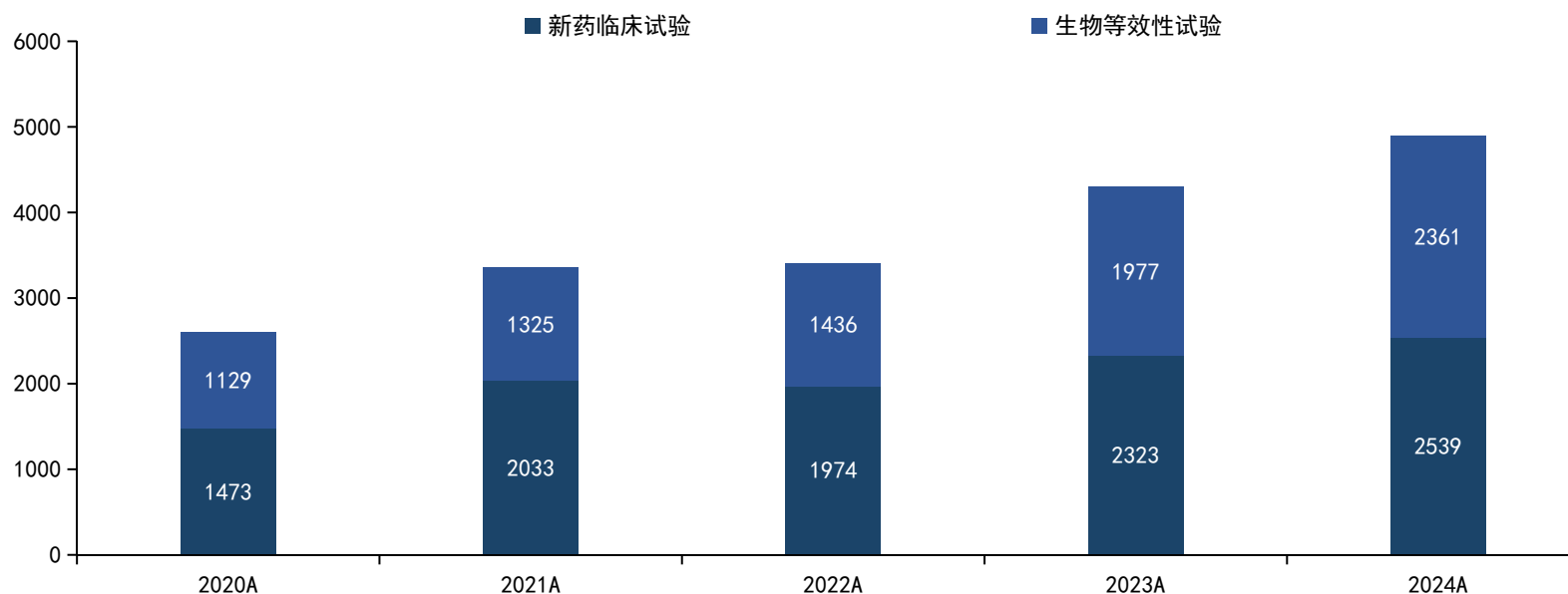
资料来源：Wind，公司官网，国信证券经济研究所整理 \*20强划分根据《制药经理人》

# 需求端——中国：临床试验登记总量持续攀升

## ■ 国内临床试验登记总量持续攀升。

- ✓ 新药临床试验方面，2023年登记2323项，同比增幅达17.7%，2024年维持9.3%的中速增长；
- ✓ 生物等效性试验方面，2023年登记1977项，同比增幅达37.7%，2024年维持19.4%的较快增长。

图：国内临床试验登记总量

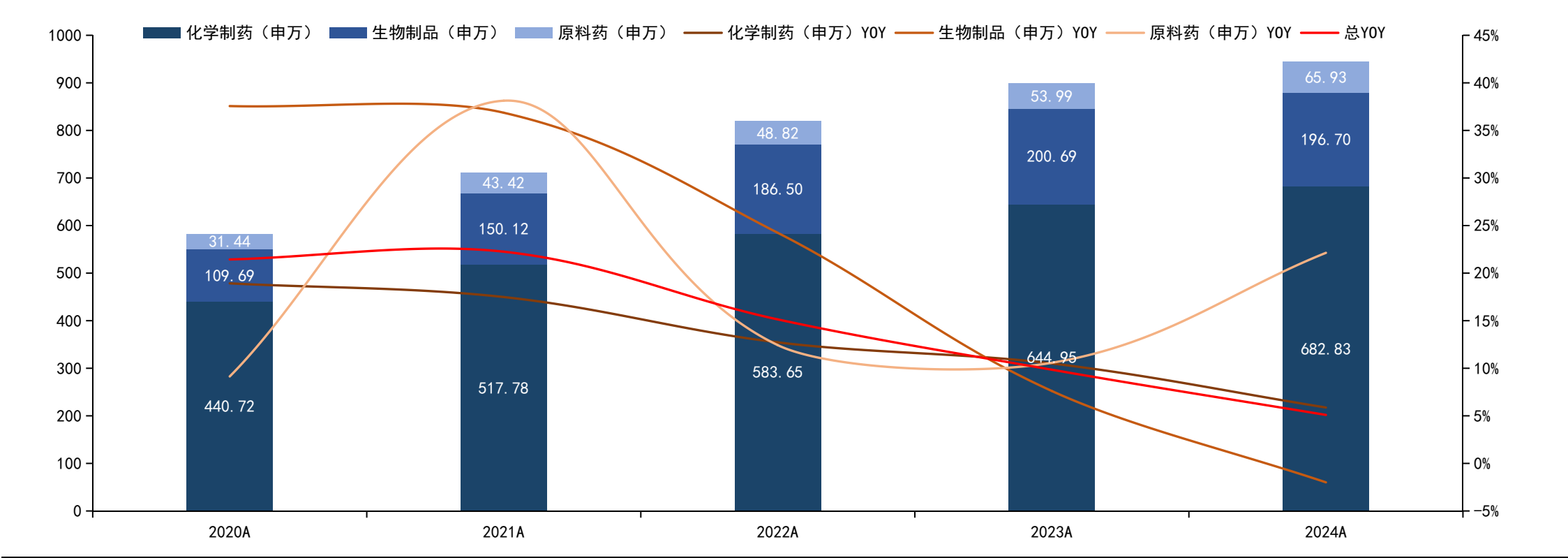


资料来源：中国新药注册临床试验进展年度报告，国信证券经济研究所整理

# 需求端--中国：2022-2024年医药研发投入增速放缓

- **化学制药**：作为研发投入的主力板块，研发投入规模持续增长，但增速逐年收窄——从2020年的18.9%降至2024年的5.9%。
- **生物制品**：从研发投入同比增速来看，经历2020年（37.6%）和2021年（36.9%）的高速增长后，2022-2024年同比增速逐年下滑，并在2024年首次出现负增长（-2.0%）。

图：申万化学制药、生物制品、原料药研发投入（亿元）和yoy



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 供需：产能由扩张期转向优化期，部分领域短期供需或存在错配
- [ 02 ] **短期看业绩：前端持续磨底，后端欣欣向荣**
- [ 03 ] 中期看订单：前端价格已触底，新分子驱动订单增长
- [ 04 ] 长期看资本开支：高峰期已过，部分龙头保持强资本开支
- [ 05 ] CXO公司纷纷布局新兴领域及进行创新转型

# 短期看业绩--大分子CDMO：行业高增长，中欧美日韩同台竞技



- **大分子方面：行业高增长，空间广阔。**中国企业当前的整体市占率仍然较低，一方面，日本、韩国、欧洲、美国均有较为强劲的竞争对手，以龙沙、三星生物、富士胶片为代表的海外大分子CDMO业绩表现亮眼，中国大分子CRDMO或将持续面临较为激烈的行业竞争；另一方面，生物药的蓬勃发展及较高的外包率带动大分子CDMO行业保持较快增速，行业β持续，国内龙头CDMO竞争力持续提升。推荐关注：药明合联、药明生物等。

表：国内外大分子CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

| 公司名称                        | 主要业务      | 营业收入（亿美元/亿人民币）  |                |               | 净利润（亿美元/亿人民币）  |                  |               | 2025业绩指引              |
|-----------------------------|-----------|-----------------|----------------|---------------|----------------|------------------|---------------|-----------------------|
|                             |           | 2023            | 2024           | 2025Q1        | 2023           | 2024             | 2025Q1        |                       |
| SAMSUNG BIOLOGICS CO., LTD. | 大分子CDMO   | 26.62 (+23.1%)  | 32.77 (+23.1%) | 9.36 (+37.2%) | 6.18 (+7.47%)  | 7.81 (+26.31%)   | 2.71 (110.1%) | 收入39-41亿美元 (+19~25%)  |
| Lonza Group AG              | 大分子CDMO   | 84.75 (+7.9%)   | 82.95 (-2.1%)  | /             | 8.25 (-46.17%) | 8.02 (-2.75%)    | /             | /                     |
| 药明生物                        | 大分子CRDMO  | 170.51 (+11.5%) | 186.75 (+9.5%) | /             | 34.00 (-21.5%) | 33.56 (+10.5%)   | /             | 收入209-215亿元 (+12~15%) |
| 药明合联                        | XDC CRDMO | 21.69 (+114.3%) | 40.52 (+90.8%) | /             | 2.84 (+82.07%) | 10.70 (+277.24%) | /             | 2025年收入增速35%以上        |

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理；SAMSUNG BIOLOGICS CO., LTD. 和Lonza Group AG营业收入/净利润单位为亿美元，药明生物和药明合联营业收入/净利润单位为亿人民币；更新截至25年7月28日

短期看业绩--小分子CDMO：综合优势明显，中国企业行业地位稳固



■ **小分子方面：中国企业综合优势明显。**历经疫情高基数影响下的短期表现业绩下滑，2025年国内主要小分子CDMO企业业绩恢复全面增长。从全球产业分工及产业链转移角度，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，考虑到欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权、合规产能等方面的短板，我们认为中国企业在小分子CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动，经历漫长回调，当前估值已较为充分体现了对于未来地缘政治不确定性的担忧，优选估值处于底部，竞争格局良好，海外产能布局领先的优秀企业，如：药明康德、凯莱英、康龙化成等。

表：国内外小分子CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

|                             |             | 营业收入（亿美元/亿人民币）  |                |                | 净利润（亿美元/亿人民币）   |                 |                | 2025业绩指引                                              |
|-----------------------------|-------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------------------------------------------------|
| 公司名称                        | 主要业务        | 2023            | 2024           | 2025Q1         | 2023            | 2024            | 2025Q1         |                                                       |
| Divi's Laboratories Limited | 小分子CDMO     | 9.19 (+1.0%)    | 11.38 (+23.8%) | 3.13 (+12.2%)  | 1.87 (-12.28%)  | 2.57 (+36.94%)  | 0.78 (+23.1%)  | /                                                     |
| Piramal Pharma Limited      | 小分子CDMO     | 9.78 (+14.3%)   | 10.88 (+11.2%) | 3.28 (+8.6%)   | 0.09 (+114.91%) | 0.11 (+13.05%)  | 0.18 (+51.6%)  | /                                                     |
| 药明康德                        | 小分子CRO/CDMO | 403.41 (+2.5%)  | 392.41 (-2.7%) | 96.55 (+21.0%) | 97.00 (+9.0%)   | 95.68 (-1.4%)   | 37.15 (+89.6%) | 收入425-435亿元<br>(持续经营业务收入<br>将实现双位数增长,<br>同比提升13%-17%) |
| 康龙化成                        | 小分子CRO/CDMO | 115.38 (+12.4%) | 122.76 (+6.4%) | 30.99 (+16.0%) | 15.82 (+17.0%)  | 17.14 (+8.4%)   | 2.80 (+29.5%)  | 收入135-141亿元<br>(+10~15%)                              |
| 凯莱英                         | 小分子CDMO     | 78.25 (-23.7%)  | 58.05 (-25.8%) | 15.41 (+10.1%) | 22.51 (-31.7%)  | 9.36 (-58.4%)   | 3.25 (+16.1%)  | 收入双位数增长                                               |
| 博腾股份                        | 小分子CDMO     | 36.67 (-47.8%)  | 30.12 (-17.9%) | 8.01 (+18.2%)  | 1.76 (-90.9%)   | -3.66 (-308.5%) | -0.26 (+79.5%) | 收入恢复增长                                                |

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理；Divi's Laboratories Limited和Piramal Pharma Limited营业收入/净利润单位为亿美元，药明康德、康龙化成、凯莱英和博腾股份营业收入/净利润单位为亿人民币；更新截至25年7月28日

# 短期看业绩--临床CRO:收入波动，国内价格持续磨底

- 海外临床CRO方面，Fortrea、ICON收入略有波动，IQVIA业绩基本保持平稳；
- 国内临床CRO方面，短期收入略有波动，订单价格已止跌回稳，随着融资端的改善、景气度的恢复，期待后续业绩拐点。

表：国内外临床CRO/SMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

| 公司名称                  | 主要业务  | 营业收入（亿美元/亿人民币） |                |               | 净利润（亿美元/亿人民币）   |                 |                 | 2025业绩指引               |
|-----------------------|-------|----------------|----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------------|
|                       |       | 2023           | 2024           | 2025Q1        | 2023            | 2024            | 2025Q1          |                        |
| Fortrea Holdings Inc. | 临床CRO | 31.09 (+0.4%)  | 26.96 (-13.3%) | 6.51 (-1.6%)  | -0.03 (-101.8%) | -3.29 (-1203.6) | -5.63 (-457.4%) | 收入24.5-25.5亿美元（下滑5~9%） |
| ICON PLC              | 临床CRO | 81.20 (+4.9%)  | 82.82 (+2.0%)  | 20.01 (-4.3%) | 6.12 (+21.2%)   | 7.91 (+29.3)    | 1.54 (-17.7%)   | 收入78.5-81.5亿美元（下滑2~5%） |
| IQVIA Holdings Inc.   | 临床CRO | 149.84 (+4.0%) | 154.05 (+2.8%) | 38.29 (+2.5%) | 13.58 (+24.5%)  | 13.73 (+1.1%)   | 2.49 (-13.5%)   | 收入161-163亿美元（+5~6%）    |
| 泰格医药                  | 临床CRO | 73.84 (+4.2%)  | 66.03 (-10.6%) | 15.64 (-5.8%) | 21.50 (-5.4%)   | 4.48 (-79.2%)   | 1.10 (-64.8%)   | /                      |
| 普蕊斯                   | 临床SMO | 7.60 (+29.6%)  | 8.04 (+5.7%)   | 1.76 (-4.4%)  | 1.35 (+86.1%)   | 1.06 (-21.0%)   | 0.07 (-67.3%)   | /                      |

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理；Fortrea Holdings Inc.、ICON PLC和IQVIA Holdings Inc. 营业收入/净利润单位为亿美元，泰格医药和普蕊斯营业收入/净利润单位为亿人民币；更新截至25年7月28日

# 短期看业绩--临床前CRO：受医药投融资影响，业绩静待恢复



■ 临床前CRO：受投融资影响更为直接及迅速，新签订单受到一定程度影响并传导到报表端。

表：国内外临床前CRO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

| 公司名称                                           | 主要业务   | 营业收入（亿美元/亿人民币） |                |                | 净利润（亿美元/亿人民币）  |               |                | 2025业绩指引                |
|------------------------------------------------|--------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|-------------------------|
|                                                |        | 2023           | 2024           | 2025Q1         | 2023           | 2024          | 2025Q1         |                         |
| Thermo Fisher Scientific Inc.                  | CRO    | 428.57 (-4.6%) | 428.79 (+0.1%) | 103.64 (+0.2%) | 59.55 (-14.4%) | 63.38 (+6.4%) | 15.07 (+13.6%) | 收入436-442亿美元 (+2~3%)    |
| Charles River Laboratories International, Inc. | CRO    | 41.29 (+3.9%)  | 40.50 (-1.9%)  | 9.84 (-2.7%)   | 4.75 (-2.4%)   | 0.22 (-95.3%) | 0.25 (-65.1%)  | 收入39.5-38.7亿美元 (下滑2~4%) |
| 昭衍新药                                           | 临床前CRO | 23.76 (+4.8%)  | 20.18 (-15.1%) | 2.87 (-11.5%)  | 3.92 (-63.5%)  | 0.70 (-82.2%) | 0.41 (+115.0%) | /                       |

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理；Thermo Fisher Scientific Inc.和Charles River Laboratories International, Inc. 营业收入/净利润单位为亿美元，昭衍新药营业收入/净利润单位为亿人民币；更新截至25年7月28日

- [ 01 ] 供需：产能由扩张期转向优化期，部分领域短期供需或存在错配
- [ 02 ] 短期看业绩：前端持续磨底，后端欣欣向荣
- [ 03 ] 中期看订单：前端价格已触底，新分子驱动订单增长
- [ 04 ] 长期看资本开支：高峰期已过，部分龙头保持强资本开支
- [ 05 ] CXO公司纷纷布局新兴领域及进行创新转型

# 中期看订单--大分子CDMO：XDC等新兴领域订单持续高增长

表：国内外大分子CDMO公司订单情况

| CXO公司                       | 主要业务      | 2023                      | 2024                                                             | 2025Q1                 |
|-----------------------------|-----------|---------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------|
| SAMSUNG BIOLOGICS CO., LTD. | 大分子CDMO   | CMO在手订单120亿美元，同比增长26.3%   | CMO在手订单163亿美元，同比增长35.8%                                          | CMO在手订单178亿美元，环比增长9.2% |
| Lonza Group AG              | 大分子CDMO   | 签署约100亿瑞士法郎的订单合同          | 签署约100亿瑞士法郎的订单合同                                                 |                        |
| 药明生物                        | 大分子CRDMO  | 3年内未完成的订单38.5亿美元，同比增长6.4% | 3年内未完成的订单36.5亿美元，同比减少（若剔除上年基数中的默沙东疫苗及新冠订单，三年内未完成订单同比增幅可达低至中双位数。） |                        |
| 药明合联                        | XDC CRDMO | 在手订单5.97亿美元，同比增长82%       | 在手订单9.91亿美元，同比增长71%                                              |                        |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

# 中期看订单--小分子CDMO：高基数已消化，订单恢复稳健增长

表：小分子CDMO公司订单情况

| CXO公司 | 主要业务        | 2023                                                                                                             | 2024                                                                                                                       | 2025Q1                                        |
|-------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 药明康德  | 小分子CRO/CDMO | 剔除新冠商业化项目，在手订单同比增长18%                                                                                            | 持续经营业务在手订单493.1亿元，同比增长47.0%                                                                                                | 持续经营业务在手订单523.3亿元，同比增长47.1%                   |
| 康龙化成  | 小分子CRO/CDMO |                                                                                                                  | 新签订单金额同比增长超过20%，其中实验室服务板块新签订单同比增长超过15%，小分子CDMO服务新签订单同比增长超过35%                                                              | 新签订单金额同比增长10%，其中实验室服务和小分子CDMO服务新签订单同比增长均超过10% |
| 凯莱英   | 小分子CDMO     | 在手订单8.74亿美元，同比下降24%                                                                                              | 在手订单10.52亿美元，同比增长20%                                                                                                       |                                               |
| 博腾股份  | 小分子CDMO     | 小分子原料药业务已签订单项目数（不含J-STAR）655个，同比增长约14%，其中新项目245个，同比增长约8%；小分子制剂业务新签订单约2.25亿元，同比增长约89%；基因细胞治疗业务新签订单1.35亿元，同比下降约15% | 小分子原料药业务已签订单项目数（不含J-STAR）700个，同比增长约7%，其中新项目244个；小分子制剂业务新签订单约2.68亿元，同比增长约19%；基因细胞治疗业务新签订单1.75亿元，同比增长约30%；新分子业务新签订单突破9,000万元 |                                               |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

# 中期看订单--临床CRO：国内订单量及金额已呈现回暖趋势



- 国外临床CRO：从Fortrea、ICON、IQVIA等公司2023年至今的表现来看，在手订单基本呈现增长态势。
- 国内临床CRO：价格方面，新签订单价格已触底并维持平稳，行业静待恢复；数量方面，今年以来多数临床CRO的询单量、新签量实现一定增长，驱动新签订单金额稳步增长。

表：临床CRO公司订单情况

| CRO公司                 | 主要业务  | 2023                                                          | 2024                                                                        | 2025Q1                                |
|-----------------------|-------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| Fortrea Holdings Inc. | 临床CRO | 1.27订单出货比，在手订单74亿美元，环比增长3.6%                                  | 1.16订单出货比，在手订单77亿美元，环比增长4.2%                                                | 1.02订单出货比，在手订单超过77亿美元，环比增长4%          |
| ICON PLC              | 临床CRO | 在手订单228亿美元，环比增长2.4%，同比增长10%                                   | 1.2订单出货比，在手订单247亿美元，环比增长1.4%，同比增长8.4%                                       | 1.01订单出货比，订单取消率上升，同时新签订单的增速也出现了下降     |
| IQVIA Holdings Inc.   | 临床CRO | 在手订单297亿美元，同比增长9%                                             | 在手订单331亿美元，同比增长5.5%                                                         | 在手订单315亿美元，同比增长4.8%                   |
| 泰格医药                  | 临床CRO | 净新增合同金额78.5亿元，同比下降18.8%；<br>累计待执行合同金额140.8亿元，同比增长2.1%         | 新增合同金额为人民币101.2亿元，净新增合同金额为人民币84.2亿元，同比增长7.3%；<br>累计待执行合同金额157.8亿元，同比增长12.1% | 净新增合同金额超过20亿元，同比增长20%。                |
| 普蕊斯                   | 临床SMO | 新签不含税合同金额12.92亿元，同比增长23.89%。存量不含税合同金额为18.81亿元，同比增长24.97%。     | 新签不含税合同金额10.00亿元，同比下降22.59%。存量不含税合同金额为18.89亿元，同比增长0.38%。                    | 询单量、新签订单同比实现较快增长                      |
| 诺思格                   | 临床CRO | 新增合同金额9.76亿元，同比增长20.01%。                                      | 全年新签订单有所下滑。                                                                 |                                       |
| 博济医药                  | 临床CRO | 新增业务合同金额11.65亿元，同比增长38.12%。在执行的合同尚未确认收入的金额20.95亿元，同比增长31.35%。 | 新增业务合同金额15.15亿元，同比增长30.07%。在执行的合同尚未确认收入的金额27.59亿元，同比增长31.69%。               | 合同额同比有所下降，剔除大订单影响后较2024年一季度略增，在手订单充足。 |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

# 中期看订单--临床前CRO：持续受到全球投融资不景气影响



- 国外临床前CRO：查尔斯河2024年年末在手订单同比、环比均出现下滑，前端CRO呈现一定压力。
- 国内临床前CRO：2023年、2024年昭衍新药新签订单连续两年同比减少，2025年Q1新签订单同比增速转正。

表：临床前CRO公司订单情况

| CRO公司                                          | 主要业务   | 2023                                                    | 2024                                                    | 2025Q1                                   |
|------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| Charles River Laboratories International, Inc. | 临床前CRO | 低于1的订单出货比，在手订单24.5亿美元，环比下降5.8%                          | 低于1的订单出货比，在手订单19.7亿美元，环比下降7%                            | 1.04订单出货比，在手订单19.9亿美元，环比增长1%             |
| 昭衍新药                                           | 临床前CRO | 整体在手订单金额约为人民币33亿元，同比下降约25.0%，签署订单金额约为人民币23亿元，同比下降约39.4% | 整体在手订单金额约为人民币22亿元，同比下降约33.3%，签署订单金额约为人民币18.4亿元，同比下降约20% | 新签订单4.3亿元，同比增长7.5%，在手订单金额约22亿元，同比下滑34.9% |
| 百诚医药                                           | 仿制药CRO | 新增订单13.6亿元，同比增长35.06%，在手订单15.9亿元，同比增长18.9%。             | 预计2024年新签订单同比下滑，2024年年末在手订单同比下滑                         |                                          |
| 阳光诺和                                           | 仿制药CRO | 新签订单15.04亿元，同比增长36.50%，存量订单25.66亿元，同比增长28.69%。          | 新签订单17.86亿元，同比增长18.74%，存量订单32.73亿，同比增长27.57%。           |                                          |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理      \*2024年百诚医药、阳光诺和临床前收入占比明显降低

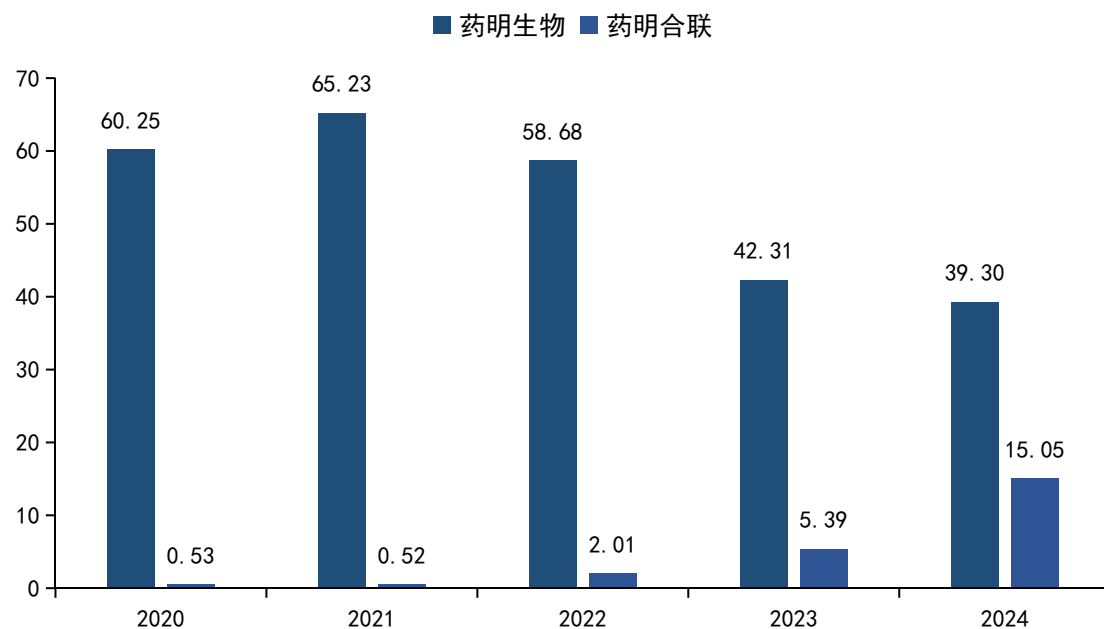
- [ 01 ] 供需：产能由扩张期转向优化期，部分领域短期供需或存在错配
- [ 02 ] 短期看业绩：前端持续磨底，后端欣欣向荣
- [ 03 ] 中期看订单：前端价格已触底，新分子驱动订单增长
- [ 04 ] 长期看资本开支：高峰期已过，部分龙头保持强资本开支
- [ 05 ] CXO公司纷纷布局新兴领域及进行创新转型

# 长期看资本开支——大分子CDMO：国内外企业均持续维持较高资本开支



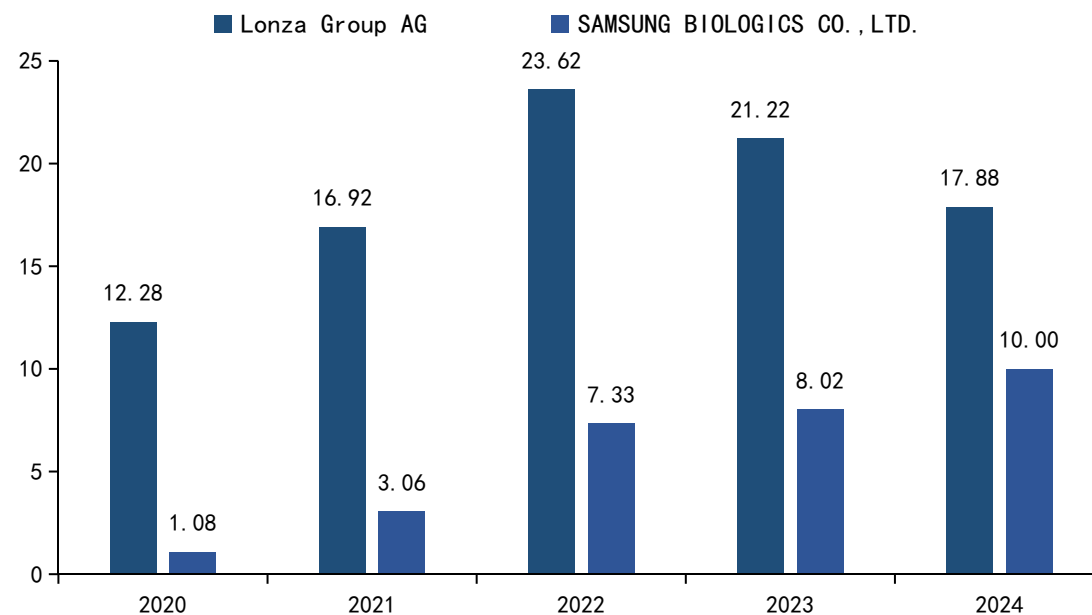
- **药明生物：2023-2024年资本开支回落，但仍明显高于疫情前水平。**2020-2022年公司资本性支出较为密集，维持每年约60亿元的资本性支出；2023-2024年资本性支出回落至每年约40亿元，但相较于疫情前仍有较大提升（2019年资本性支出32.35亿元）。
- **药明合联：产能建设稳步进行中。**过去五年，公司资本性支出呈现快速增长趋势，新加坡基地建设稳步推进。
- **Lonza：持续维持较高资本开支投入。**2023-2024年资本开支回落，但仍然维持在较高水平。
- **三星生物：过去五年，资本性支出稳步增长。**

图：国内代表性大分子CDMO公司资本性支出情况（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

图：海外代表性大分子CDMO公司资本性支出情况（亿美元）

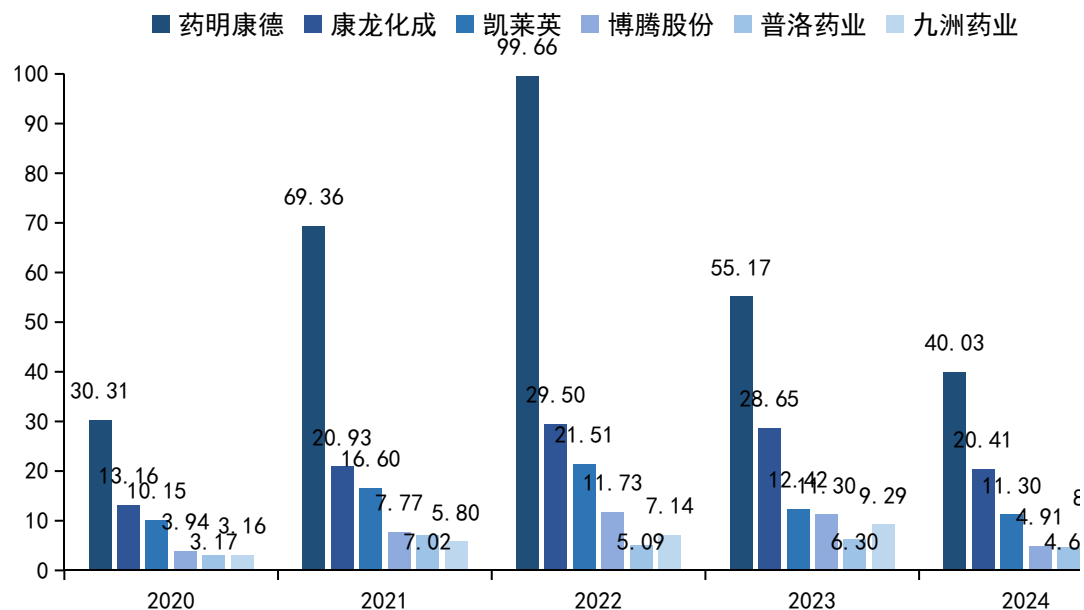


资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

# 长期看资本开支--小分子CDMO：整体来看，国内资本开支高峰期已过

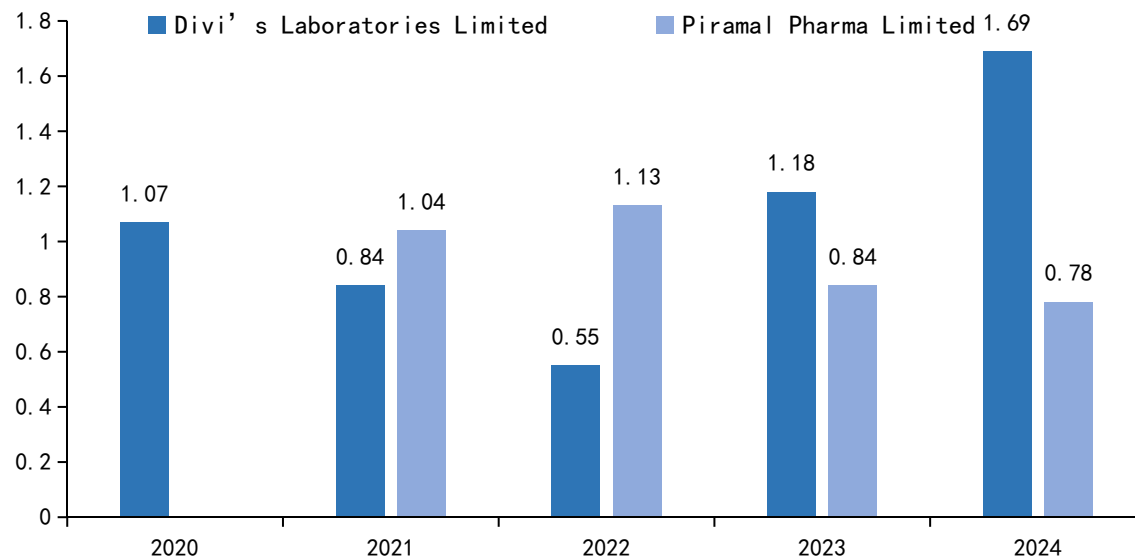
- 主要分为两类：以药明康德为代表的少数企业持续加大资本开支，其余多数企业资本开支高峰期已过。
- ✓ 药明康德：预计**2025-2027年**资本开支投入加大。2025年2021-2022年为资本开支高峰期，2023-2024年资本开支逐步减少。2025年公司计划加大资本开支投入，预计2025年资本开支将达到70-80亿、2026-2027年将持续维持较高的资本开支。
- ✓ 康龙化成：**2022-2023年**为资本开支高峰期。从2021年开始，公司维持较高的资本开支水平，2021-2024年资本开支均高于20亿元人民币，2024年资本开支已呈现减少趋势。
- ✓ 凯莱英：**2021-2022年**为资本开支高峰期。从近五年情况来看，除2021年16.6亿元、2022年21.51亿元资本开支较高外，其余年份基本维持在10-12亿元人民币的资本开支水平。
- ✓ 普洛药业：**2021年-2023年**为资本开支高峰期。
- ✓ 九洲药业：过去五年（**2020-2024年**）资本开支投入逐步加大。

图：国内代表性小分子CDMO公司资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理 \*资本开支使用的指标为购建固定无形长期资产支付的现金

图：海外代表性小分子CDMO公司资本性支出情况（亿美元）



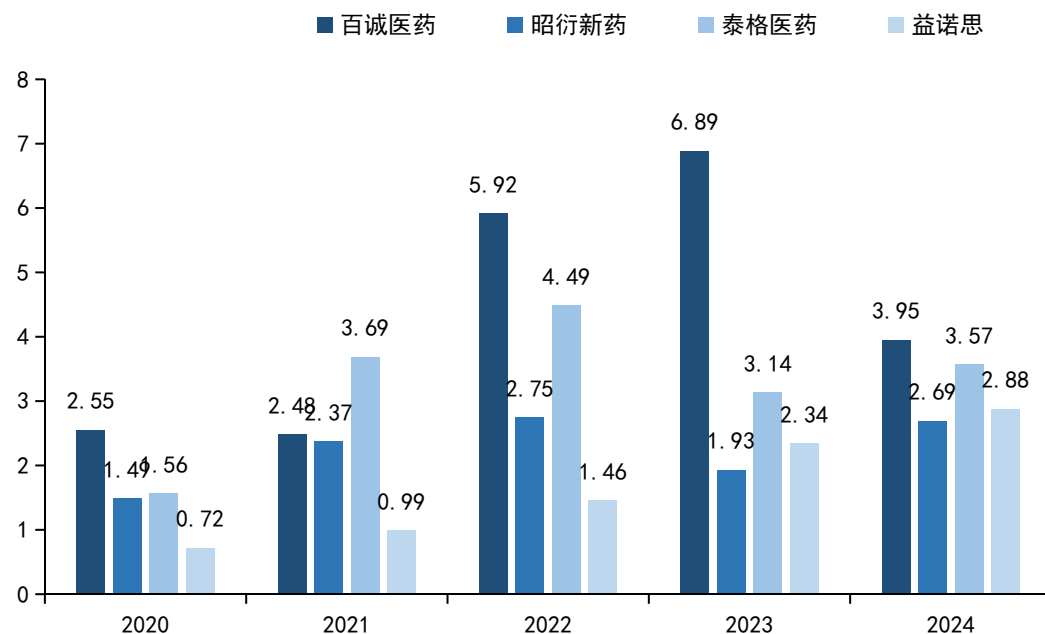
资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

# 长期看资本开支--临床/临床前CRO：表现分化

## ■ 资本开支

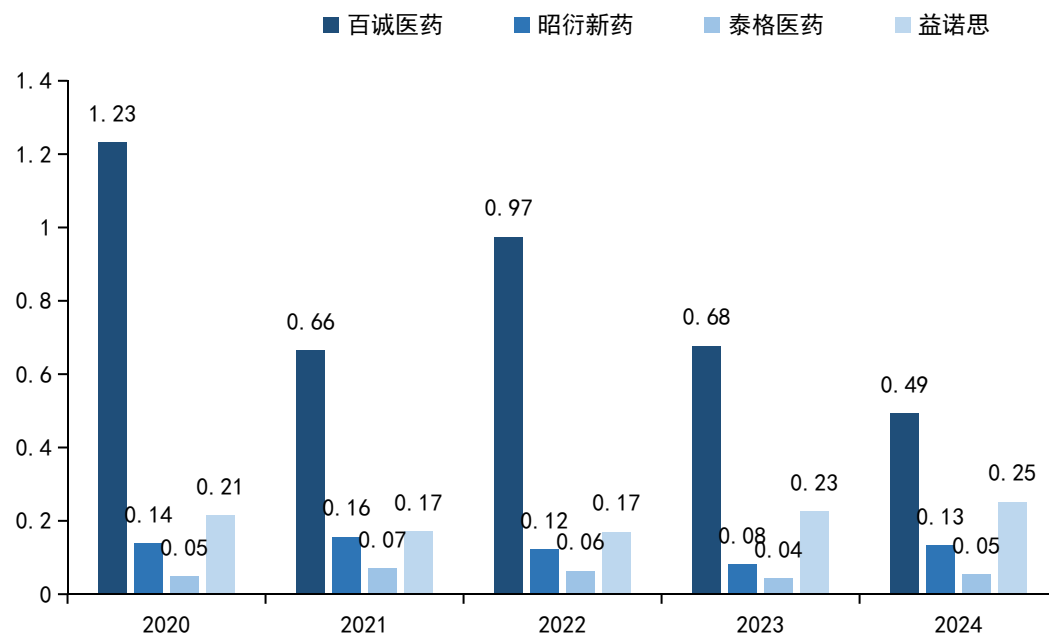
✓ 百诚医药资本开支维持高位，益诺思资本开支呈现加大趋势。

图：国内代表性临床/临床前CRO公司资本开支（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

图：国内代表性临床/临床前CRO公司资本开支/营业收入



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 供需：产能由扩张期转向优化期，部分领域短期供需或存在错配
- [ 02 ] 短期看业绩：前端持续磨底，后端欣欣向荣
- [ 03 ] 中期看订单：前端价格已触底，新分子驱动订单增长
- [ 04 ] 长期看资本开支：高峰期已过，部分龙头保持强资本开支
- [ 05 ] **CXO公司纷纷布局新兴领域及进行创新转型**

# 新兴领域：多肽、寡核苷酸等新分子、新业务发展迅速



- 新分子领域的快速发展为CXO行业带来源源不断的增量需求。生物医药技术更新迭代迅速，新分子、新疗法层出不穷，近年来，多肽、寡核苷酸、ADC等药物/疗法发展迅速，为CXO持续带来新的需求点。
- CXO行业在新分子领域蓬勃发展，技术领先企业持续扩大优势。药明康德计划2025年将多肽合成反应釜扩容至超100,000L；诺泰生物多肽602车间投产（5吨/年）并启动寡核苷酸商业化车间建设（预计2025年完工）；凯莱英化学大分子业务2025年第四季度收入环比激增超200%；博腾股份新分子业务2024年新签订单突破9000万元（含7家海外客户），印证国际市场需求强劲。

表：主要CXO公司新分子/新业务发展情况

|      |                                                                                                                                                                                                                                                |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 药明康德 | TIDES业务（寡核苷酸和多肽）保持高速增长。TIDES业务2024年收入达到人民币58.0亿元，同比增长70.1%。截至2024年末，TIDES在手订单同比增长103.9%，TIDES D&M服务客户数同比提升15%，服务分子数量同比提升22%。2024年末，多肽固相合成反应釜总体积增加至41,000L，预计2025年末将进一步提升至超100,000L。                                                            |
| 药明生物 | 截止到2024年底，抗体偶联药物（ADC）项目数同比2023年增长35.7%至194个。药明生物在 2024 年已具备覆盖 LNP 全链条的技术能力，包括脂质设计、制剂开发、灌装生产等。其自主开发的WuXiHigh™（高浓度高通量制剂开发）和WuXiUP™（超高效连续生物工艺）平台可支持 LNP的规模化生产。                                                                                    |
| 凯莱英  | 截止到2024年，化学大分子（含多肽、寡核苷酸、毒素连接体及脂质Lipid业务）CDMO业务板块，收入同比增长13.26%，其中第四季度收入环比增长超200%，全年共完成项目227个；2024年新开发客户61个，在手订单高速增长，预计 2025 年化学大分子板块收入将实现翻倍以上增长。                                                                                                |
| 诺泰生物 | 2024 年度，公司在产能布局方面：第四代规模化吨级多肽生产车间601车间正式投产，实现多肽产能5吨/年，602多肽车间将于2025年上半年完成建设；制剂工厂多条生产线通过药品GMP符合性检查；寡核苷酸吨级商业化生产车间于2024年底正式动工，预计2025年10月完成建设，将形成年产寡核苷酸1000 公斤，PMO100 公斤、PEG偶联环肽200公斤的优质产能。                                                         |
| 博腾股份 | 2024年，随着公司多肽与寡核苷酸、ADC等能力完成建设，通过积极的市场拓展，新分子业务新签订单突破9000万元，为41家客户的85个项目提供服务，涵盖临床早期、IND、临床三期和NDA等不同阶段，包括7家海外客户项目。公司多肽与寡核苷酸服务平台拥有固相/液相合成、色谱分离、膜浓缩/纯化、冻干等技术，可以为全球多肽、小核酸药物研究者提供包 括链状/环状化学合成多肽、多肽修饰、多肽偶联药物（PDC）、放射性核素偶联药物（RDC）以及小核酸（ASO, siRNA等）研发服务。 |

图：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 仿制药CRO：持续创新转型



■ 仿制药CRO企业积极推进创新转型，寻求业务新增长点。百诚医药有多个项目推进，广泛布局于肿瘤、自身免疫、神经精神及呼吸道疾病等关键领域，其中1类新药BIOS-0618进度靠前，2025年4月新增OSA人群日间嗜睡适应症，目前处于II期临床中。阳光诺和以多肽创新药为特色，STC007注射液进度靠前，其术后镇痛适应症的II期临床完成，显示良好疗效。

表：仿制药CRO主要创新管线布局情况

| 企业   | 项目名称      | 类型    | 适应症             | 最新进展                      |
|------|-----------|-------|-----------------|---------------------------|
| 百诚医药 | BIOS-0618 | 1类小分子 | 神经病理性疼痛、OSA相关嗜睡 | 新增OSA适应症II期临床中（2025.04获批） |
|      | BIOS-0635 | 1类小分子 | 实体瘤（靶向KAT6）     | IND前阶段，拟开展精准医疗合作          |
|      | 抗CD24单抗   | 大分子   | 癌症              | IND前阶段                    |
| 阳光诺和 | STC007注射液 | 1类多肽  | 术后中重度疼痛         | II期临床完成，疗效优于曲马多           |
|      | STC008注射液 | 1类多肽  | 肿瘤恶病质           | I期临床中                     |

图：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 投融资整体呈现回暖趋势。国内方面，临床前CRO、临床CRO、CDMO业务价格止跌回稳，随着新签订单的稳步复苏，行业或将迎来反转；国际CDMO业务方面，定价体系持续维持合理水平，疫情高基数影响已消化。
- ✓ **小分子方面**，从全球产业分工及产业链转移角度，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，考虑到欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权等方面的短板，我们认为中国企业在小分子CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动，经历漫长回调，当前估值已较为充分体现了对于未来地缘政治不确定性的担忧，优选估值处于底部，竞争格局良好，海外产能布局领先的优秀企业，如：药明康德、凯莱英、康龙化成等。
- ✓ **大分子方面**，中国企业当前的整体市占率仍然较低。一方面，日本、韩国、欧洲、美国均有较为强劲的对手，以龙沙、三星生物、富士胶片为代表的海外大分子CDMO企业业绩表现亮眼，中国大分子CRDMO或将持续面临较为激烈的行业竞争；另一方面，生物药的蓬勃发展及较高的外包率带动大分子CDMO行业保持较快增速，行业β持续，国内龙头CDMO竞争力持续提升。推荐关注：药明合联、药明生物等。
- ✓ **新兴业务布局**：多肽、寡核苷酸、CGT等新分子业务的快速发展有望进一步打开CXO板块的增长空间，建议关注相关产业链的投资机会。
- ✓ **仿制药CXO的创新转型**：仿制药CRO企业积极推进创新转型，寻求业务新增长点，例如：百诚医药（1类新药BIOS-0618进度靠前，2025年4月新增OSA人群日间嗜睡适应症，目前处于II期临床中）等。

- 市场竞争加剧的风险；
- 地缘政治风险；
- 安全环保及合规风险；
- 景气度下行风险。

| 国信证券投资评级                                                                                                                                                                                                                                |        |      |                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------|
| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                  | 类别     | 级别   | 说明                    |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032