

证券研究报告|公司首次覆盖
医药生物
公司评级 买入（首次评级）
2026年6月9日
当前价格：93.48元/股

药明康德：CRDMO全球龙头，新分子业务引领再次起航

证券分析师：

贺鑫 执业证书编号：S0210526040003

何展聪 执业证书编号：S0210526050003

- **药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业：**公司成立于2000年，最开始提供实验室化学合成服务，后来逐步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业务。公司业务包括（1）化学业务（WuXi Chemistry），（2）测试业务（WuXi Testing），（3）生物学业务（WuXi Biology）三大类，其中化学业务是最核心的收入、毛利来源。从业绩情况来看，2018年以来，公司收入、利润均呈现强劲增长：从收入来看，2018年到2025年公司收入从96.1亿元增至454.6亿元，CAGR达24.8%，26Q1公司实现收入124.4亿元，同比+28.8%。从归母净利润来看，2018年到2025年公司归母净利润从22.6亿元增至191.5亿元，CAGR达35.7%，26Q1公司实现归母净利润46.5亿元，同比+26.7%。从扣非归母净利润来看，2018年到2025年公司扣非归母净利润从15.6亿元增至132.4亿元，CAGR达35.7%，26Q1年公司实现扣非归母净利润42.8亿元，同比+83.6%。
- **CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段：**（1）行业增长驱动因素一：根据Frost & Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速；（2）行业增长驱动因素二：行业外包率有望持续提升。根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，医药行业研发外包率从34.8%提升至51.9%，到2034年有望进一步增至65.6%。（3）行业增长驱动因素三：新药物分子浪潮下行业将迎来量价齐升趋势。整体来看，CXO行业未来增速有望实现约12-13%，从细分领域来看，小分子CDMO未来预计将成为增速最高的细分领域，其中新分子业务如多肽CDMO、Oligo CDMO增长强劲，成为行业增长的核心驱动因素。
- **外需CXO：新分子需求带动景气度回升，业绩和订单已持续改善。**（1）CDMO企业较为依赖海外市场，海外市场收入占比在73%-88%，在海外需求回暖的带动下，CDMO公司的业绩和订单已持续改善，尤其以头部CDMO公司更为明显。（2）2025&26Q1海外药企研发投入和收入稳步增长，同时海外临床数量呈现逐步加速趋势。（3）从海外生物科技一级市场（PE/VC）投融资情况来看，25Q2-Q3环比25Q1有所波动。25Q4全球投融资呈现快速改善趋势。26M1以来，全球生物医药一级市场投融资增长稳健。（4）从海外CXO公司的业绩来看，25年以来海外CXO业绩呈现温和复苏趋势，进一步佐证外需回暖的趋势。（5）从资本开支的维度来看，头部CDMO公司已重回产能扩张周期，且运营效率持续改善，行业景气度有望持续回升。
- **公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长：**（1）化学业务：公司业绩增长核心驱动业务，2020年以来持续高增。公司化学业务主要为小分子药物、TIDES药物（寡核苷酸、多肽药物及相关化学偶联物）提供覆盖药物发现（R）、CMC 开发和生产（D&M）的全生命周期服务。其中TIDES业务受益于行业高景气度，近年来实现强劲增长（20-25年CAGR达106.9%），随着公司产能持续扩张，TIDES业务有望保持高速增长。（2）测试业务：包括药物测试服务（药学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析）、和临床试验服务（CRO和SMO）两大类，业绩整体增长平稳。（3）生物学业务：包括用于药物发现的结构生物学、体外生物学服务、体内药理学服务、肿瘤学和免疫学模型服务，2020年以来收入整体增长平稳，新分子业务有望引领增长。
- **盈利预测：**我们预计公司2026-2028年收入分别为548/647/737亿元，同比增长21%/18%/14%，预计26-28年公司归母净利润分别为183/222/258亿元，分别同比增长-4%/21%/16%，对应当前PE分别为15/13/11倍。我们选取同样以CDMO为主营业务的公司药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英、九州药业、博腾股份作为可比公司，药明康德估值低于可比公司平均水平。公司作为全球领先的一体化CRDMO企业，客户资源、技术水平、运营效率、研发能力、项目储备均处于领先水平，新分子业务前景广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**医药研发服务市场需求下降的风险、行业监管政策变化的风险、行业竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	39,241	45,456	54,834	64,699	73,733
增长率	-3%	16%	21%	18%	14%
净利润（百万元）	9,450	19,151	18,321	22,205	25,775
增长率	-2%	103%	-4%	21%	16%
EPS（元/股）	3.17	6.42	6.14	7.44	8.64
市盈率（P/E）	30.0	14.8	15.4	12.7	11.0
市净率（P/B）	4.8	3.6	3.0	2.5	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所 币种：人民币

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

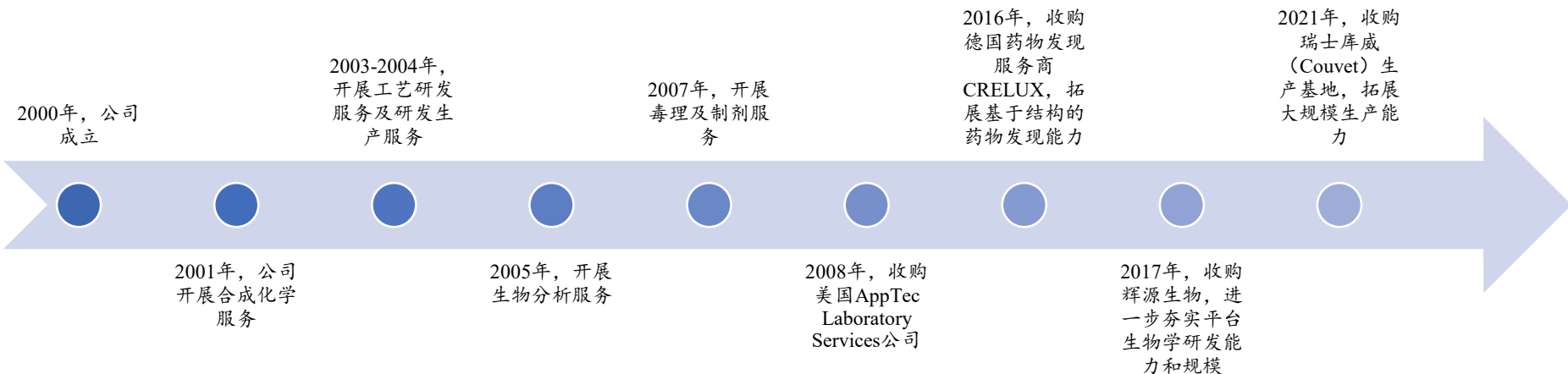
目 录

- **药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业**
 - 发展历程
 - 股权结构
 - 管理团队
 - 业务板块拆分
 - 整体业绩情况
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

1.1发展历程：公司已逐步成长为全球一体化的CRDMO龙头企业

- 药明康德成立于2000年，最开始提供实验室化学合成服务，后来逐步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业务。从区域覆盖来看，为更好满足不同时区、不同领域的客户需求，药明康德的产能建设也在向全球拓展。
- 截止目前，药明康德平台能够支持新药研究、开发及生产的全流程。通过一体化CRDMO业务模式，为新药问世的全生命周期赋能，为不同类型的创新分子赋能，为亚洲、欧洲与北美各个区域的医药产业赋能。

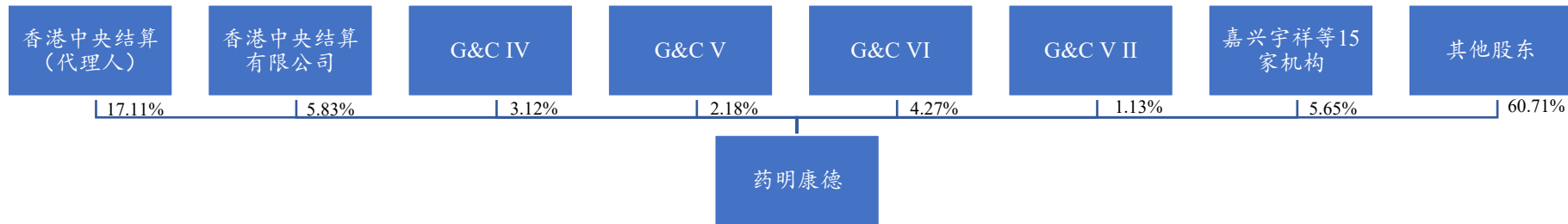
图表：药明康德发展历程



1.2 股权结构：实控人及其一致行动人共持有16.35%股权

- 截止2026/3/31，公司实际控制人李革及其一致行动人通过G&C IV、G&C V、G&C VI、G&C VII、嘉兴厚锦、嘉兴厚毅、嘉兴厚毓、嘉兴宇祥等共19家机构合计控制公司16.35%。

图表：公司股权结构图（截止2026/3/31）



1.3管理团队：核心管理团队深耕行业，产业资源与管理经验丰富

- 公司核心管理团队深耕CRDMO行业多年，具有丰富的产业资源和管理经验，有效赋能公司。

图表：公司部分核心管理团队介绍

姓名	职位	个人简历
李革	董事长兼CEO	李革博士毕业于美国哥伦比亚大学，获得有机化学博士学位，于2000年创建药明康德，他开创的开放式、一体化的研发服务平台模式，为全球医药创新生态圈的每一位参与者赋能，致力于将更多新药、好药早日带给患者。在李革博士的领导下，药明康德如今服务范围涵盖化学药、新分子类型药物的研发、生产、临床及检测服务，其独特的CRDMO业务模式，正在为全球合作伙伴的研发项目赋能。
陈民章	联席CEO	拥有二十多年新药研发和生产管理经验，在多个全球新药的研发及商业化过程中发挥了重要作用。《The Medicine Maker》2020“全球分子领域二十位最具影响力人物”和2019“全球百位医药行业最具影响力人物”。加入药明康德前，担任美国福泰制药公司技术运营总监。于北京大学化学系获得学士学位，并于明尼苏达大学获得有机化学博士学位。
杨青	联席CEO	杨青博士在建立医药研发及服务能力，开发候选药物的研究和早期临床，以及在欧美，中国，亚洲以及其他新兴市场建立研发合作等方面，被誉为医药行业的领军人物。在加入药明康德之前，曾担任阿斯利康制药公司亚洲及新兴市场创新医药研发副总裁，辉瑞制药公司的亚洲研发副总裁和辉瑞全球研发战略管理部负责人和部门执行总监。于美国加州大学旧金山分校获得药物化学博士学位。
张朝晖	中国区首席运营官，执行副总裁	药明康德共同创始人之一，公司行政管理的核心领导；曾任公司高级副总裁、国内市场副总裁。于中欧国际工商学院获得EMBA学位。
Richard Connell	美欧区总裁	拥有超过三十五年生物科技和医药研发行业经验。曾任辉瑞外部研发解决方案副总裁，管理过包含CRO、CMO、生物科技和学术合作组织的全球性网络。加入药明康德前，曾先后任职于辉瑞和拜耳，历任美国、英国、德国及中国区管理职位。于美国圣母大学获得有机化学博士学位。
傅小勇	执行副总裁，合全药业负责人	在有机合成化学，原料药的工艺研发与生产，工业化技术转移，以及新药的化学生产和控制等领域拥有三十多年的研究和管理经验。加入药明康德前，在美国先灵葆雅/默沙东公司担任资深科学家。于美国威斯康星密尔沃基大学获得有机化学博士学位。

1.4公司业务板块拆分：化学业务为最核心的收入、毛利来源

- 从业务拆分来看，公司业务主要分为（1）化学业务（WuXi Chemistry），（2）测试业务（WuXi Testing），（3）生物学业务（WuXi Biology）三大类，其中化学业务是最核心的收入、毛利来源，2025收入和毛利占比分别为80.2%和87.4%，且20-25年收入CAGR也是三大业务中最快的细分板块。

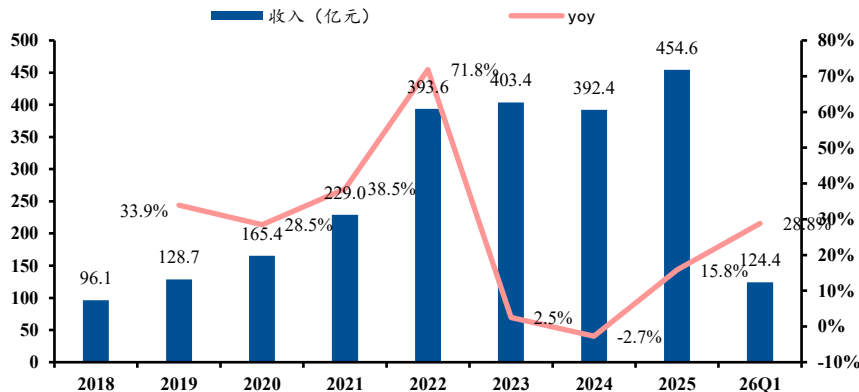
图表：公司业务板块拆分

板块	业务内容	2025年收入（亿元）	2025年收入占比	2025年毛利率	2025年毛利占比	20-25收入CAGR	25业务拆分（亿元）
化学业务 (WuXi Chemistry)	为小分子药物、TIDES药物（寡核苷酸、多肽药物及相关化学偶联物）提供覆盖药物发现（R）、CMC 开发和生产（D&M）的全生命周期服务	364.7	80.22%	51.89%	87.39%	30.63%	TIDES: 113.7 (+96%) ; 小分子D&M: 199.2 (+11.4%)
测试业务 (WuXi Testing)	包括药物测试服务（药理学，药性评价，毒理学和生物分析）	40.42	8.89%	29.26%	5.46%	14.68% (20-24年)	可比口径下+4.7%，其中安评+4.6%，新分子收入占比达30%
生物学业务 (WuXi Biology)	包括用于药物发现的结构生物学、体外生物学服务、体内药理学服务、肿瘤学和免疫学模型	26.77	5.89%	34.66%	4.28%	11.90%	新分子收入占比达30%+
其他业务	包括国内新药研发服务部（WuXiDDSU）、以及原材料、废料销售收入等	2.36	0.52%	85.68%	0.93%		
终止经营业务	WuXi ATU 业务的美国和英国运营主体及美国医疗器械测试业务、和临床试验服务（CRO和SMO）	20.35	4.48%	20.58%	1.93%		

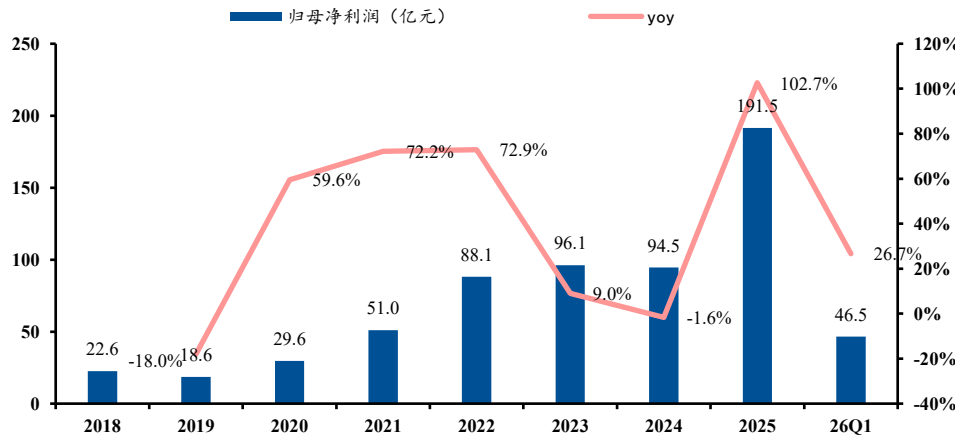
1.5整体业绩情况：2018年以来公司收入、利润均呈现强劲增长

- 2018年以来公司业绩增长强劲。
- 从收入来看，2018年到2025年公司收入从96.1亿元增至454.6亿元，CAGR达24.8%（22、23年由于新冠商业化项目收入基数较高，对同比增速造成一定扰动），2025年以来受益于新分子业务（TIDES）需求爆发，公司业绩重回高增长并加速，26Q1公司实现收入124.4亿元，同比+28.8%。
- 从归母净利润来看，2018年到2025年公司归母净利润从22.6亿元增至191.5亿元，CAGR达35.7%，26Q1公司实现归母净利润46.5亿元，同比+26.7%。
- 从扣非归母净利润来看，2018年到2025年公司扣非归母净利润从15.6亿元增至132.4亿元，CAGR达35.7%，26Q1年公司实现扣非归母净利润42.8亿元，同比+83.6%。

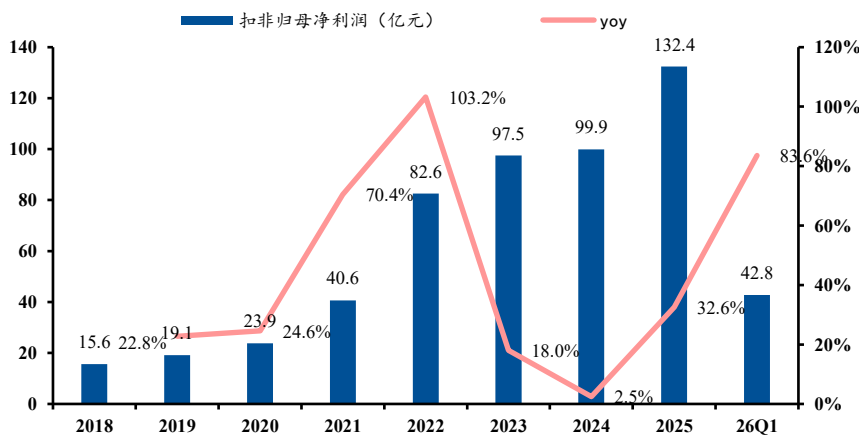
图表：2018-26Q1公司收入情况



图表：2018-26Q1公司归母净利润情况



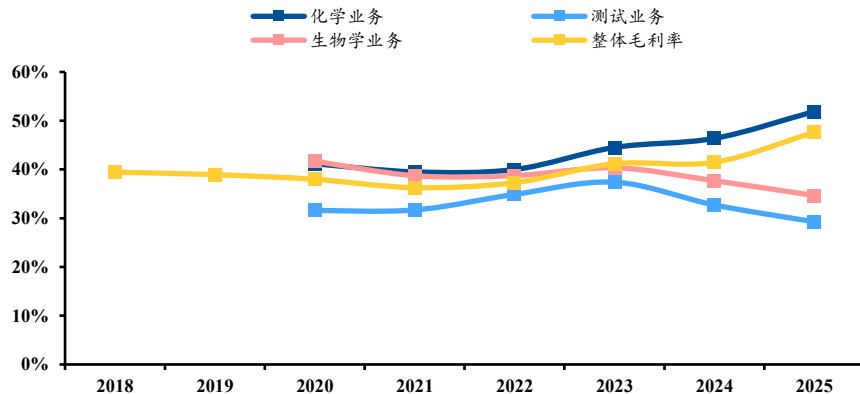
图表：2018-26Q1公司扣非归母净利润情况



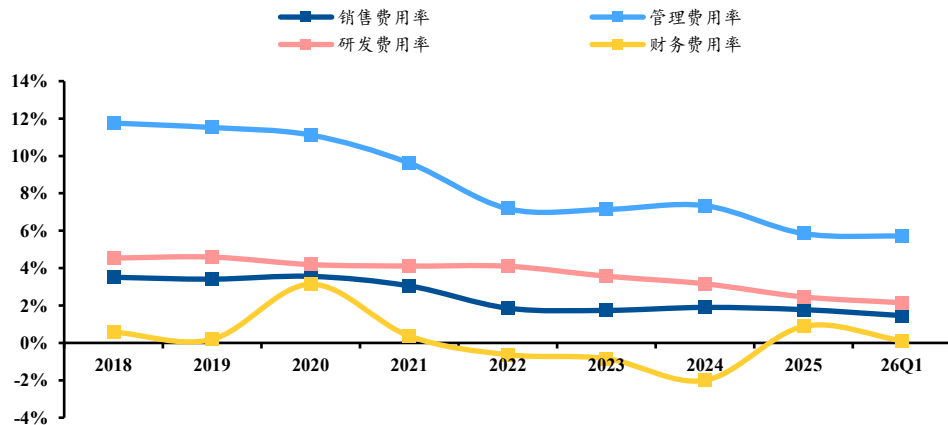
1.5盈利能力情况：毛利率和净利率呈改善趋势，费用率控制得当

- 2018年以来公司盈利能力呈改善趋势。
- 从毛利率来看，2018年到2025公司毛利率从39.45%提升至47.64%，其中化学业务毛利率从2020年的41.19%提升至2025年的51.89%，是公司毛利率提升的最核心驱动因素。
- 从费用率来看，2018年到2025年公司各项费用率控制得当，其中管理费用率从11.8%大幅降至5.9%，销售费用率从3.5%降至1.8%。
- 从净利率来看，2018年到2025年公司归母净利率从23.5%提升至42.1%，扣非归母净利率从16.2%提升至29.1%，净利率提升主要受益于毛利率持续改善和费用率持续优化。

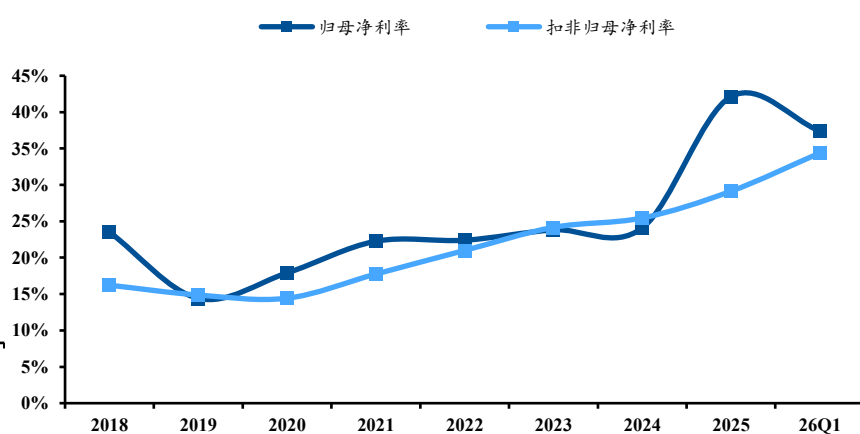
图表：2018-2025公司毛利率情况



图表：2018-26Q1公司费用率情况



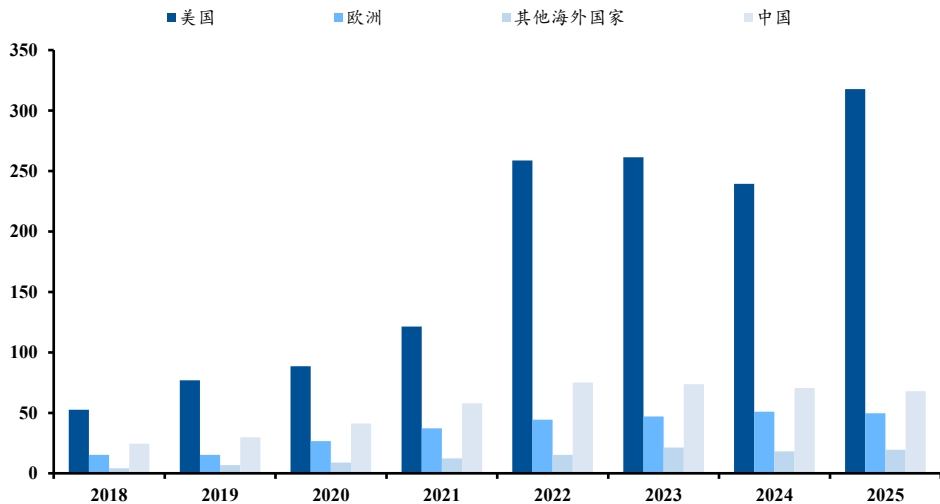
图表：2018-26Q1公司净利率情况



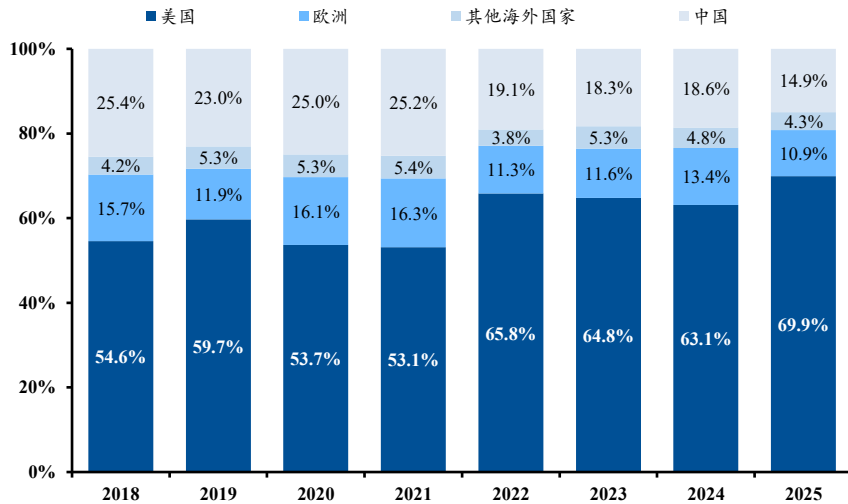
1.6分区域情况：美国为公司最核心收入来源地区

- 分区域来看，美国是公司最核心的收入来源地区。
- 美国：2018年到2025收入从52.5亿元增至317.7亿元，CAGR为29.3%；2025实现收入317.7亿元，同比+32.7%，收入占比为69.9%。
- 欧洲：2018年到2025收入从15.1亿元增至49.6亿元，CAGR为18.5%；2025实现收入49.6亿元，同比-2.7%，收入占比为10.9%。
- 其他海外国家：2018年到2025收入从4.1亿元增至19.4亿元，CAGR为24.9%；2025实现收入19.4亿元，同比+6%，收入占比为4.3%。
- 中国：2018年到2025收入从24.5亿元增至67.9亿元，CAGR为15.7%；2025实现收入67.9亿元，同比-3.7%，收入占比为14.9%。

图表：2018-2025公司不同区域收入情况（亿元）



图表：2018-2025公司不同区域收入占比（标准化后）



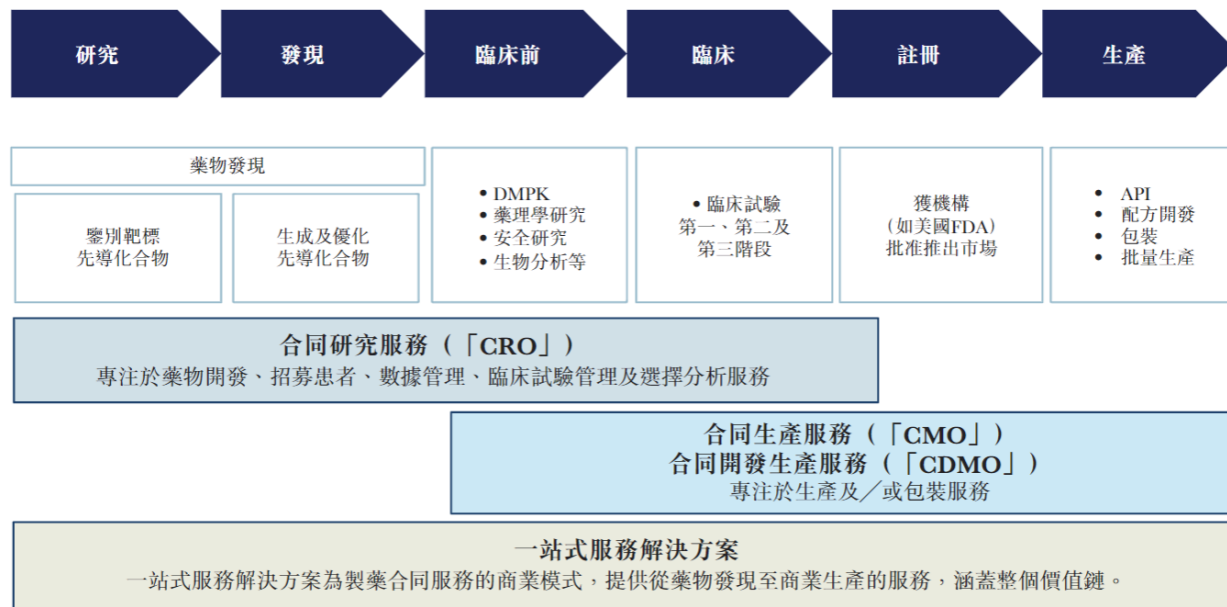
目 录

- 药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
 - 行业增长驱动因素一：全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速
 - 行业增长驱动因素二：行业外包率有望持续提升
 - 行业增长驱动因素三：新药物分子浪潮下行业将迎来量价齐升趋势
 - CXO行业未来增速有望实现约12-13%，新分子业务增长强劲
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

2.1 CXO行业可分为CRO和CMO/CDMO两大领域

- **医药研发外包（CXO）可分为合同研究服务（CRO）和合同生产服务/合同开发生产服务（CMO/CDMO）两大领域。**其中，**CRO**主要指从药物发现到新药注册上市的全流程服务，一般包括四个阶段（1）药物发现，（2）临床前测试及开发（药理分析、药代药动、安全评价、生物分析等），（3）临床试验（SMO、数统分析、临床试验监测等），（4）获批后临床研究。**CMO/CDMO**主要指为药企生产临床前及临床I到III期临床试验材料、API及制剂（口服、注射剂等），也提供包装、贴标签和其他生产服务。CDMO和CMO的差别在于CDMO还提供生产工艺开发、优化等高价服务。

图表：CXO服务内容示意图

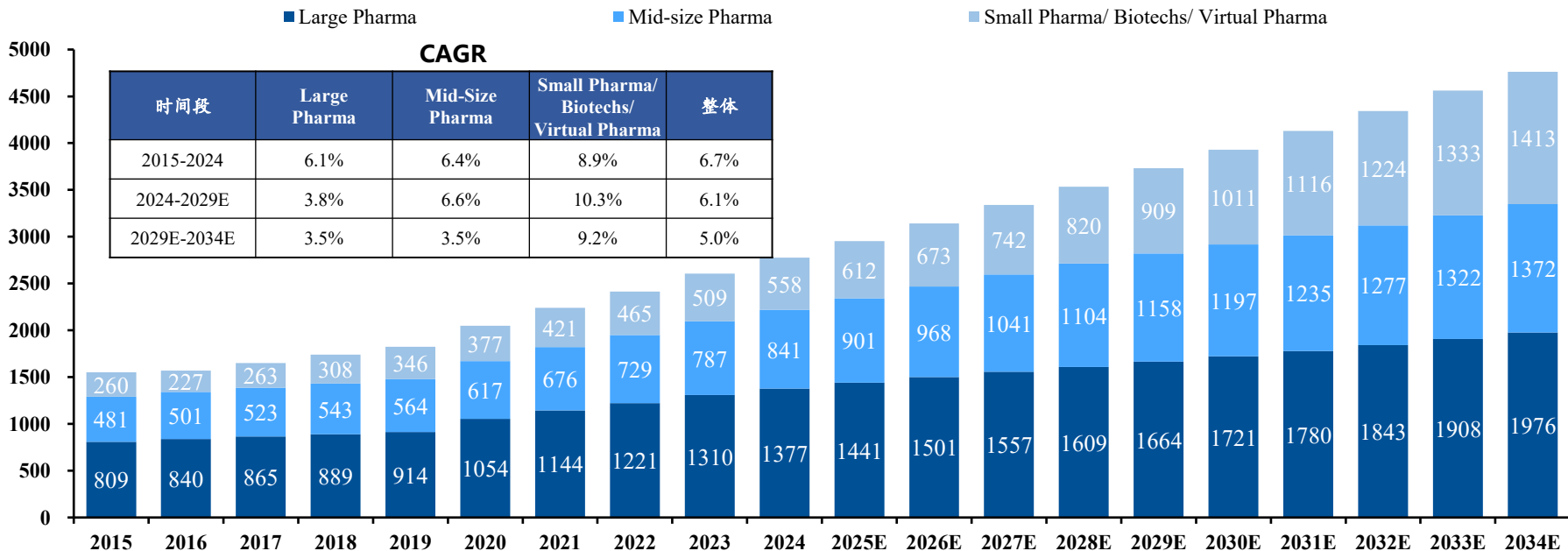


* 提供的服務因公司的核心實力及重點而有所不同

2.2行业增长驱动因素一：全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速

- **未来全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速。**根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，全球医药研发投入金额从1549亿美元增至2776亿美元，期间复合增速为6.7%，其中小型药企（Small Pharma/ Biotechs/ Virtual Pharma）复合增速为8.9%，显著高于大型、中型药企。
- **到2029年**，全球医药研发投入有望增至3731亿美元，**24-29年CAGR预计为6.1%**，其中小型药企预计为10.3%，为增速最高的细分领域。
- **到2034年**，全球医药研发投入有望增至4761亿美元，**29-34年CAGR预计为5.0%**，其中小型药企预计为9.2%，同样为增速最高的细分领域。

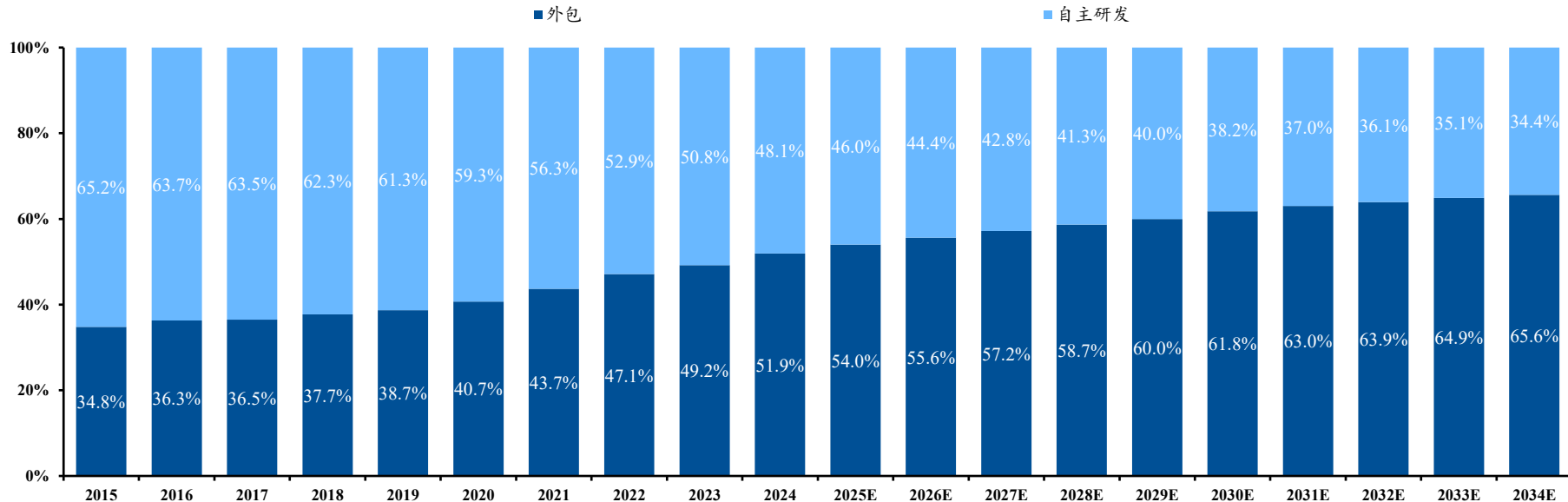
图表：2015-2034E全球医药研发投入金额变化情况（亿美元）



2.2行业增长驱动因素二：行业外包率有望持续提升

- **行业研发外包率2024年突破50%，2034年有望增至66%。**根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，医药行业研发外包率从34.8%提升至51.9%，到2034年有望进一步增至65.6%。
- **外包率的提升主要由（1）小型药企的研发支出份额持续提升（相比较中大型药企，小型药企由于资金、人才等限制，更依赖CXO公司提供服务），（2）研发需求更多样复杂化来共同推动。**

图表：2015-2034E全球医药研发外包率变化情况



2.3行业增长驱动因素三：新药物分子浪潮下行业或将迎来量价齐升趋势

- **创新药各种技术创新层出不穷，药物分子的复杂度持续提升，这也意味着每个分子的研发/生产价值量持续提升。**近年来，随着技术与科学的不断进步，曾经被视为“不可成药”的靶点正逐渐被攻克，一系列创新药物分子相继问世，包括但不限于PROTAC（蛋白降解靶向嵌合体）、分子胶、多肽以及复杂的大环化合物等，在不可成药领域大放异彩。新型分子由于结构的复杂性，其分子量、合成难度以及合成步骤更是显著增长。
- 从2021年到2025年，药物分子的平均重量提升了14%，分子重量大于600Da的比例提升了63%，长合成步骤分子（合成步骤大于5步）的平均合成步骤数提升了22%。

图表：药物分子复杂度持续提升

Increasing Molecular Complexity



16 Source: Internal analysis.
* Long-route molecules: >5 synthetic steps.

药明康德
WuXi AppTec

2.3 CXO行业未来增速有望实现约12-13%，新分子业务增长强劲

- 受益于全球医药研发投入持续增长和外包率持续提升，全球医药研发外包（CXO）行业有望保持约13%复合增速持续增长。根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，全球医药研发外包（CXO）行业规模从646亿美元增至1365亿美元，期间复合增速为8.7%，预计到2029年行业规模将增至2395亿美元，24-29年CAGR为11.9%，到2034年行业规模将增至4484亿美元，29-34年CAGR为13.4%。
- 从细分领域来看，小分子CDMO未来预计将成为增速最高的细分领域，其中新分子业务如多肽CDMO、Oligo CDMO增长强劲，成为行业增长的核心驱动因素。

图表：2015-2034E全球CXO行业规模变化情况（亿美元）



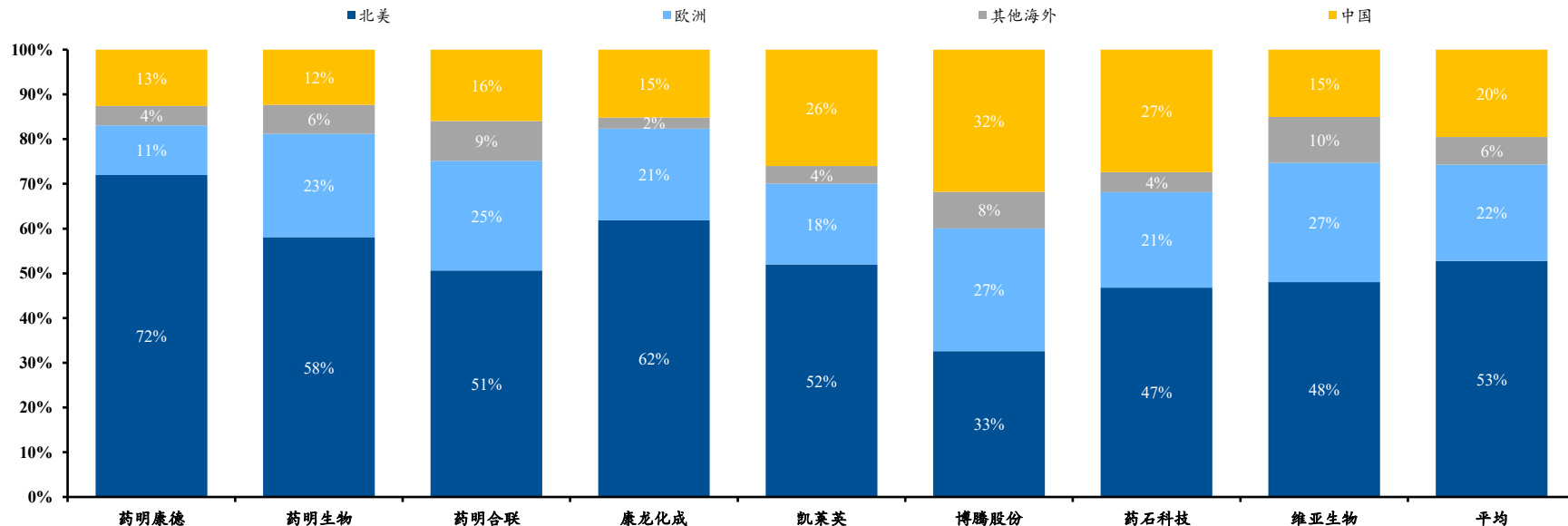
目 录

- 药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：
 - 外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
 - 2025&26Q1海外药企研发投入和收入稳步增长
 - 2025年海外临床项目数稳健增长，26M1-4实现高速增长
 - 25Q4以来海外投融资及二级市场融资持续改善
 - 25年以来海外CXO业绩已呈现复苏趋势
 - 头部CDMO重回产能扩张周期，经营效率持续改善
- 公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

3.1外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善

- **从收入结构来看，CDMO企业较为依赖海外市场。**从8家CDMO（或主业中CDMO占比较高）公司2025的收入结构来看，海外地区收入占比均占主导，占比在73%-88%，其中北美地区均为收入占比最高的区域。从平均值来看，2025北美地区收入占比为53%，欧洲地区为22%，其他海外地区为6%，中国为20%。

图表：2025头部CDMO公司收入地区结构



3.1外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善

- **头部CDMO业绩和订单均呈现明显的改善趋势。**
- **业绩端：**除药明合联外，其余公司25年收入和利润增速均显著加速，而药明合联25年实现了收入增速46.7%，经调归母净利润增速69.9%，仍高速增长。26Q1维持了强劲的收入增速。
- **订单端：**凯莱英、药明生物在手订单加速增长，药明康德、康龙化成、药明合联维持了较快的订单增速
- **指引端：**凯莱英26年收入明确加速，其余公司在考虑汇兑波动影响下仍给了稳健的全年收入增速指引；CAPEX方面，凯莱英、药明生物、药明合联26年CAPEX预计将实现大幅增长

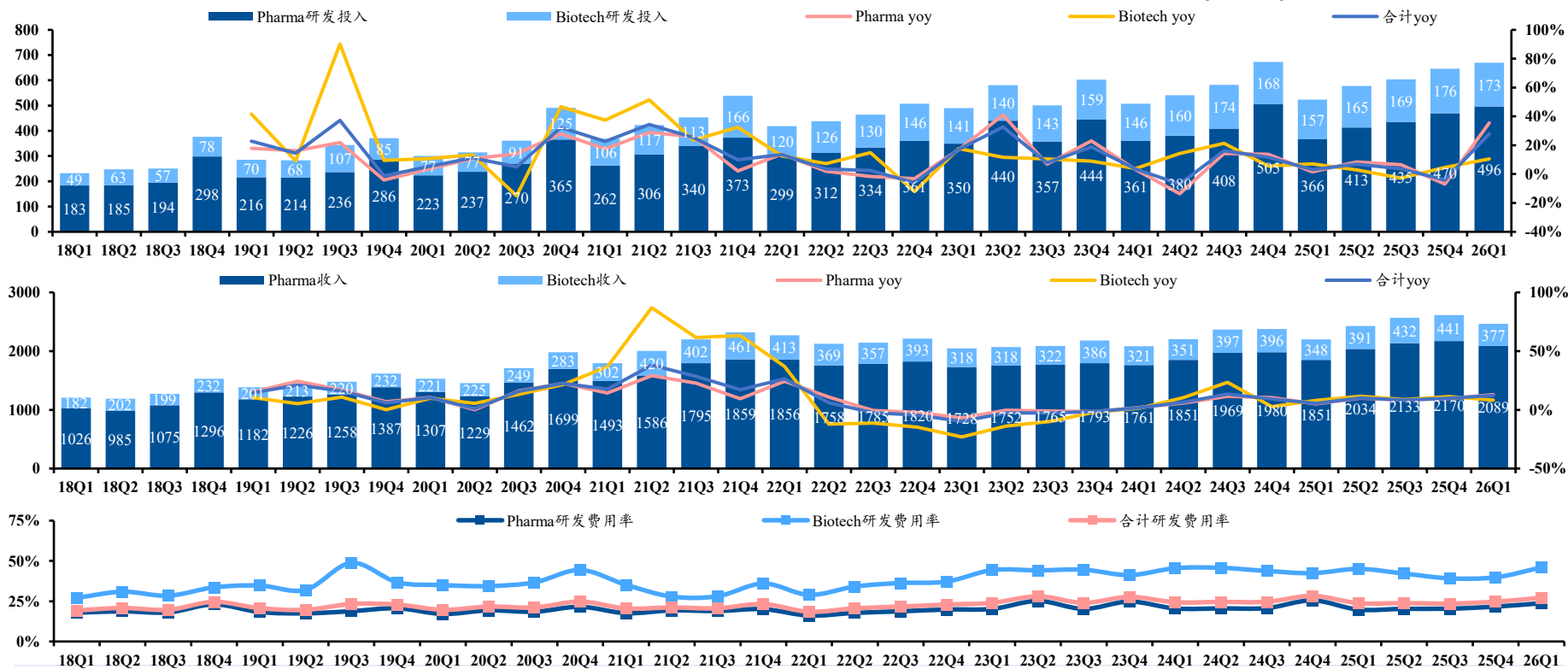
图表：头部CDMO 2025年业绩订单及26年指引情况

	24年收入增速	25年收入增速	26Q1收入增速	25年分业务增速	24年净利润增速	25年净利润增速	26Q1净利润增速	24年订单	25年订单	26Q1订单	26年业绩指引(25年底)	26年业绩指引(26Q1)	26年CAPEX
药明康德	-2.7%	15.8%	28.8%	化学业务+25.5%，其中小分子D&M +11.4%，TIDES +96%；测试业务+4.7%，生物学业务+5.2%	-2.5%	41.3%	71.7%	在手订单+47%	在手订单+28.8%	在手订单+23.6%	收入+12.8%-16.6%，其中持续经营业务收入+18%-22%	维持	同比+17.3%-35.4%
康龙化成	6.4%	14.8%	15.5%	实验室业务+15.8%，CDMO +16.5%，临床CRO +7.1%，大分子和CGT业务+16.5%	-15.60%	13%	16.2%	新签订单+20%	新签订单+14%	新签订单+30%	收入+12%-18%	维持	/
凯莱英	-25.8%	14.9%	16.9%	小分子CDMO +3.6%，新兴业务+57.3%，其中化学大分子+123.7%，生物大分子+95.8%，制剂+18.4%，临床CRO +26.5%	-58.2%	19.3%	-6.8%	在手订单+20%	在手订单+31.7%		收入+19%-22%	维持	同比+65.4%
博腾股份	-17.9%	13.5%	10.6%	小分子原料药+13%，小分子制剂-4%，CGT +36%，新分子+224%	-207.8%	133.5%	750.4%	/	/		/	/	/
药明生物	9.6%	16.7%		生物药+7.9%，其中双多抗+120%；XDC +49.6%	9.0%	22.0%		在手订单+5.1%	在手订单+28.3%		收入+13%-17%	/	同比+91.9%
药明合联	90.8%	46.7%			190.30%	69.90%		在手订单+71.2%	在手订单+50.3%		/	/	同比+158.3%

3.1外需CXO：2025&26Q1海外药企研发投入和收入稳步增长

- 从研发投入来看，25Q1-4海外药企的合计研发投入分别为523/578/604/646亿美元，同比增长3.2%/6.8%/3.7%/-4.0%；26Q1为669亿美元（+28%）；
- 从收入来看，25Q1-4海外药企的合计收入分别为2198/2426/2565/2612亿美元，同比增长5.6%/10.2%/8.4%/9.9%；26Q1为2466亿美元（+12.2%）；
- 从研发费用率来看，25Q1-4海外药企的合计研发费用率分别为23.8%/23.8%/23.5%/24.7%；26Q1为27.2%。

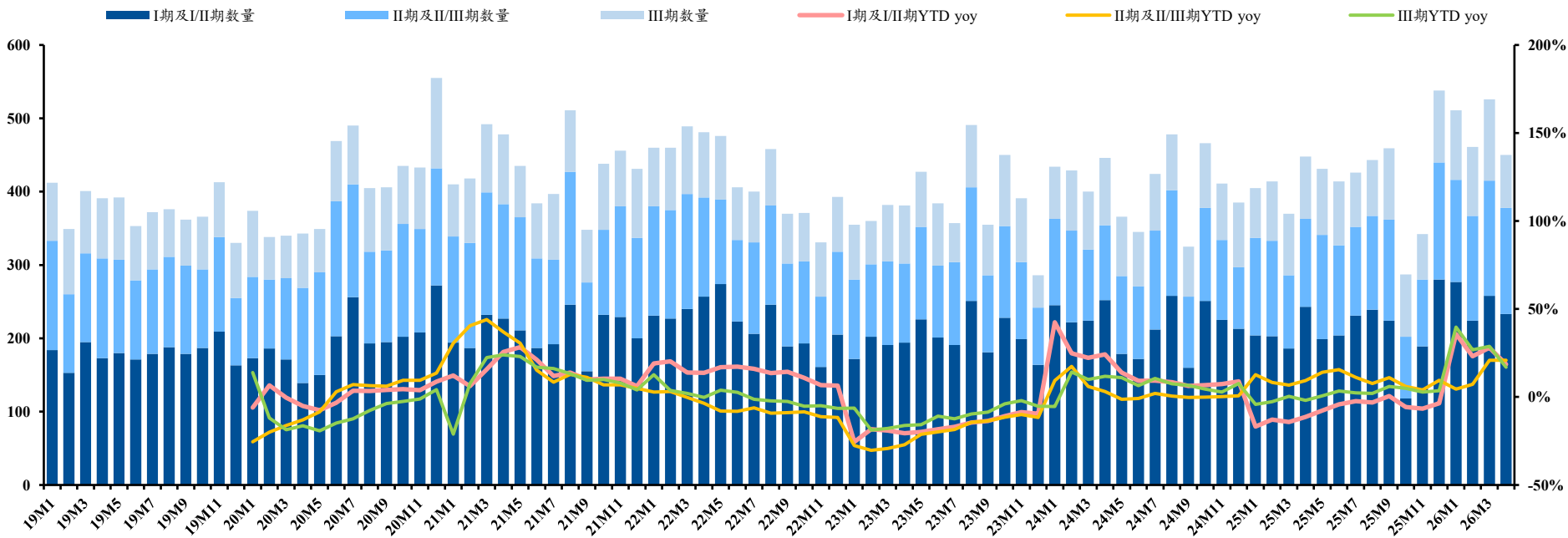
图表：18Q1-26Q1海外Pharma、Biotech研发投入、收入及研发费用率情况（亿美元）



3.1外需CXO：2025年海外临床项目数稳健增长，26M1-4实现高速增长

- 从全球创新药临床启动数量来看，2025年临床启动数量为4977个，同比+1.4%；分阶段来看，25年I期临床启动数量为2520个，同比-4%，II期临床启动数量为1470个，同比+9.5%，III期临床启动数量为987个，同比+3.6%。
- 26M1-4临床启动数量为1948个，同比+19%；分阶段来看，I期临床启动数量为992个，同比+18.7%，II期临床启动数量为584个，同比+20.9%，III期临床启动数量为372个，同比+17%，增速相较2025年显著提升。

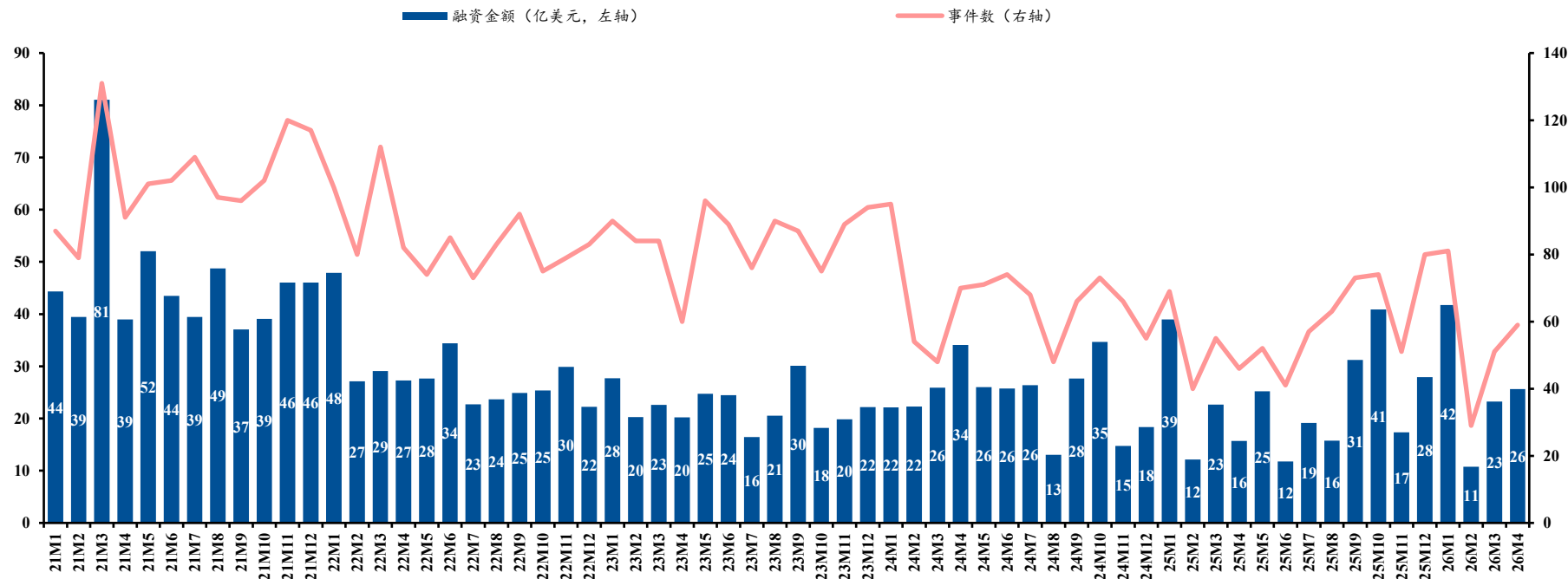
图表：19M1以来全球临床项目数情况



3.2外需CXO：25Q4以来海外投融资持续改善

- 从海外生物科技一级市场（PE/VC）投融资情况来看，25Q2-Q3环比25Q1有所波动。25Q4全球投融资呈现快速改善趋势，25Q4投融资总金额为86亿美元，同比+27.2%，融资事件数为205件，同比+5.7%
- 26M1以来，全球生物医药一级市场投融资增长稳健。26M1-4投融资总金额为101亿美元，同比+13.3%，融资事件数为220件，同比+4.8%，投融资进一步恢复好转。

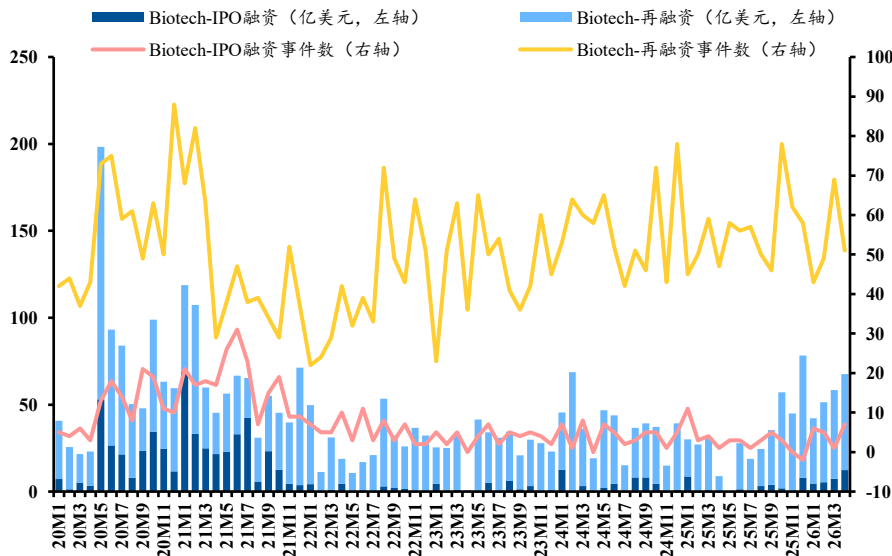
图表：21M1以来全球生物医药一级投融资情况



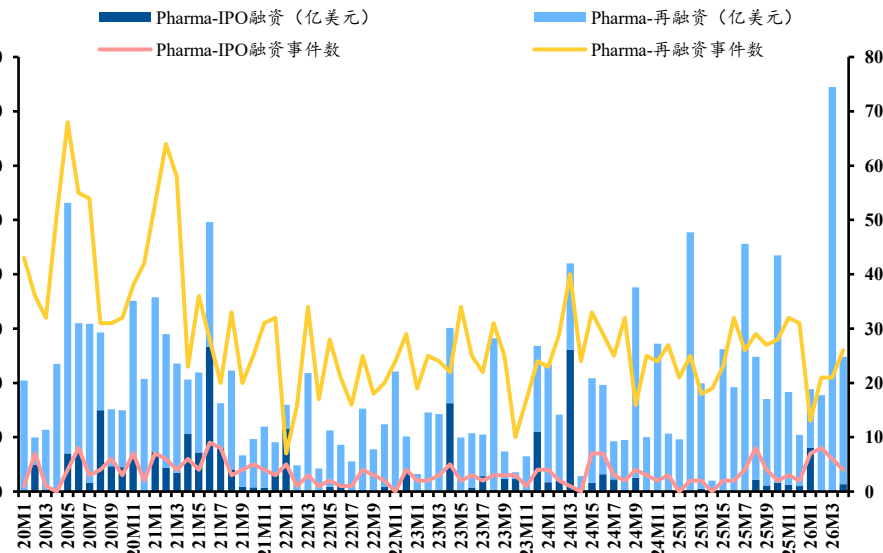
3.2外需CXO： 25Q4以来海外Biotech二级市场融资复苏强劲

- 从海外生物科技二级市场（包括IPO和再融资）融资情况来看，25Q4以来Biotech二级市场融资复苏强劲，Pharma二级市场融资保持较为稳定的水平。
- **25Q4海外Biotech二级市场融资复苏强劲。**25Q4海外Biotech二级市场融资总金额为180.3亿美元，同比+97.3%，环比+129.2%，其中IPO融资总金额为10.1亿美元，同比+84.6%，环比+45.7%，再融资总金额为170亿美元，同比+98.1%，环比+137.2%。
- **26M1-4海外Biotech二级市场融资延续回暖趋势。**26M1-4海外Biotech二级市场融资总金额为220亿美元，同比+124.8%，其中IPO融资总金额为30亿美元，同比+202.2%，再融资总金额为190亿美元，同比+116.1%。

图表：2020年以来海外Biotech二级市场融资情况



图表：2020年以来海外Pharma二级市场融资情况



3.3外需CXO：25年以来海外CXO业绩已呈现复苏趋势

图表：2025&26Q1海外CXO龙头业绩表现及业绩指引情况

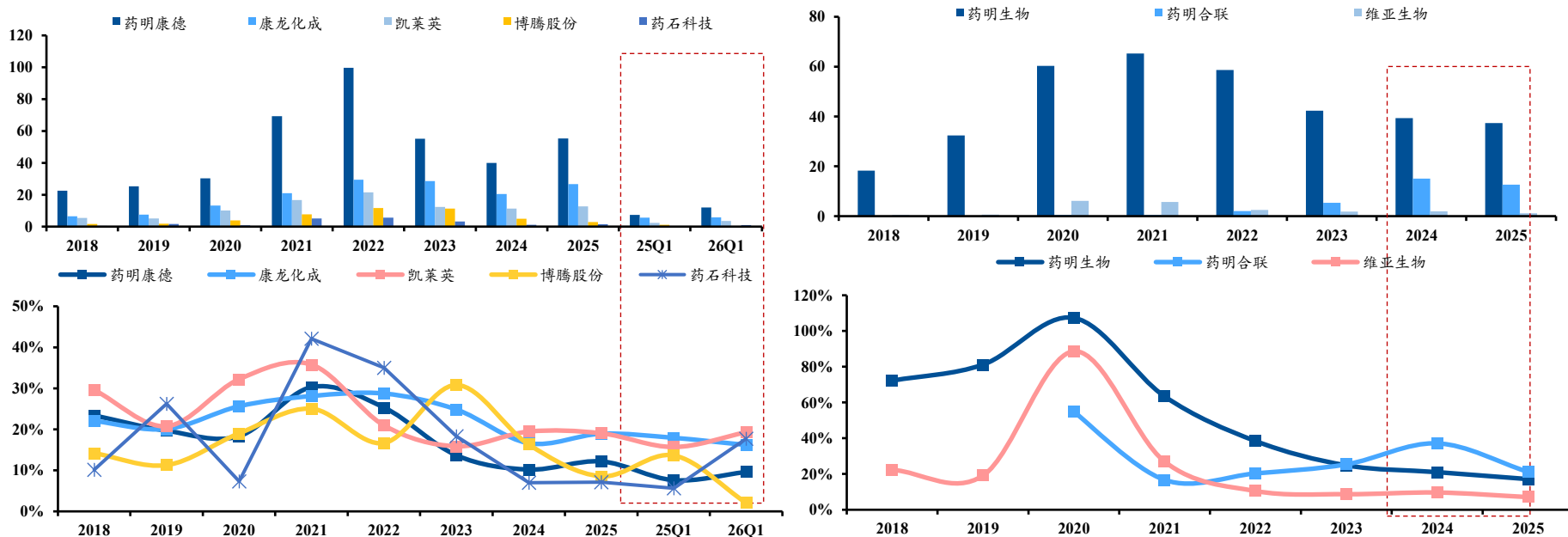
公司	业务	25Q1业绩	25Q2/H1业绩	25Q3业绩	25Q4/H1业绩	2025年业绩	26Q1业绩	26年业绩指引（25年底）	26年业绩指引（26Q1）
Lonza	大分子CDMO		25H1收入+19%；EBITDA+18.6%； Integrated Biologics：收入+39.3%； Advanced Synthesis：收入+18.3%； Specialized Modalities：收入+9.2%； Capsules & Health Ingredients：收入+0%。		CDMO：收入固定汇率+20.4%；实际汇率+17.3%；	CDMO：收入固定汇率+21.7%；内生+8.2%；实际汇率+19.2%； IB+32.2%， AS+22.4%， SM-3%	IB和AS维持强劲增长，SM重回增长	CDMO：收入固定汇率+11-12%； EBITDA Margin>32%； 中到高双位数% of 收入	维持
三鑫生物	大分子CDMO	收入+37%， EBITDA+78%； CDMO：收入49%； 生物类似药：收入+43%。	收入+11.5%， EBITDA+12%； CDMO：收入+25%； 生物类似药：收入+24%。	收入+40%， EBITDA+83%； CDMO：收入+18%； 生物类似药：收入+34%。	CDMO：收入+35%， EBITDA+60%；	CDMO：收入+30%；		CDMO：收入+15-20%， 不考虑GSK工厂并表	维持
Fujifilm	多业务，含大分子CDMO	Bio CDMO：FY 24Q4 收入+18.1%。	Bio CDMO：FY 25Q1 收入+12.8%。	Bio CDMO：FY 25Q2 收入+37.9%。	Bio CDMO：FY25Q3 收入+18.5%。	Bio CDMO：FY25 收入+13.2%。	Bio CDMO：FY25Q4 收入+1.2%。		Bio CDMO：FY 26 收入+16.7%。
Bachem	多肽CDMO		25H1收入+30%， EBITDA+64%。		25H2收入+4.7%， EBITDA+2.4%。	收入+14.8%， EBITDA+21.8%。		收入固定汇率+35%； 45%， EBITDA Margin保持低30%水平	
PolyPeptide	多肽CDMO		25H1收入+23.7%； EBITDA+51.7%。		25H2收入+9.9%； EBITDA+89%；	收入+15.4%， EBITDA+84.7%。		收入固定汇率+20%； 25%， EBITDA Margin中到高双位数， CAPEX 15%-20% of 收入	
Syngene	CRO+大/小分子CDMO	FY25Q4：收入+11%， EBITDA+9%。	FY26Q1：收入+11%， EBITDA+21%。	FY26Q2：收入+2%， EBITDA-18%。	FY26Q3：收入-3%， EBITDA-26%。		FY26Q4：收入+1.8%， EBITDA-11.7%。		FY27 收入持平， EBITDA Margin 维持中20%水平
Siegfried	小分子CDMO		25H1收入+0.1%， EBITDA+1.4%。		25H2收入+5%， EBITDA+16.2%。	2025收入+2.6%， EBITDA+9.3%。		固定汇率下，整体收入低个位数增长，DS低个位数，DP高个位数	
Priamul	小分子CDMO	FY25Q4：收入+8%；其中CDMO+8%， CHG+6%， ICH+15%。	FY26Q1：收入-1%；其中CDMO-6%， CHG+1%， ICH+15%。	FY26Q2：收入-9%；其中CDMO-21%， CHG+0%， ICH+15%。	FY26Q3：收入-3%；其中CDMO-9%， CHG+2%， ICH+20%。		FY26Q4：收入持平；其中CDMO-4%， CHG+7%， ICH+17%。		FY27 收入中低双位数增长，利润增速更快
Neuland	小分子CDMO	FY25Q3：收入+1.8%，净利润+25.7%；其中CDMO-19%， CDS+21.7%。	FY25Q4：收入+14%，净利润-59%；其中CDMO-36.4%， CDS+5.1%。	FY26Q1：收入-32.4%，净利润-86.1%；其中CDMO-43.8%， CDS-19.4%。	FY26Q2：收入+63.7%，净利润-201.6%；其中CDMO+133.9%， CDS+12.9%。		FY26Q3：收入+11.4%，净利润-60.2%；其中CDMO+74.3%， CDS-28.8%。		
Cohance	小分子CDMO	FY25Q4：收入+20%，其中CDMO+31%， Spec Charm+75%， API-2%。	FY26Q1：收入+12.5%，其中CDMO+1%， Spec Charm+28%， API+19%。	FY26Q2：收入-8%，其中CDMO-8%， Spec Charm+166%， API-22%。	FY26Q3：收入-19.5%，其中CDMO-26.7%， Spec Charm-12.2%， API-14.6%。		FY26Q4：收入-26.3%，其中CDMO-19%， Spec Charm-63.1%， API-18%。		FY26 收入低双位数下滑

Thermo Fisher	上海	整体收入+0.2% Pharma services（小分子CDMO）：收入1.8%； Clinical Research（CRO）：收入-4.6%。	整体收入+3% CDMO：收入+10.3%； CRO：收入+0.3%。	整体收入+4.9% CDMO：收入+4.6%； CRO：收入+3.2%。	整体收入+7.2% CDMO：收入+6.8%； CRO：收入+5.4%。	整体收入+4%，经调EPS+5%； CDMO：收入+6.8%； CRO：收入+1.9%。	整体收入+6%，经调EPS+6%； CDMO：收入+8.3%； CRO：收入+9.7%。	整体收入+4.6%，经调EPS+8%。	上调，整体收入+6.8%，经调EPS+8-10%。
Danheer	上海	收入-1.0%； Bio+6%， LS-3.5%， 诊断-3%。	收入+3.5%； Bio+8%， LS+0.5%， 诊断+2%。	收入+4.5%； Bio+9%， LS+0.5%， 诊断+4%。	收入+4.5%； Bio+9%， LS+2.5%， 诊断+3%。	收入+3.0%； Bio+8%， LS持平， 诊断+1.6%。	收入+3.5%； Bio+11.5%， LS+3.5%， 诊断-1.5%。	收入+3.6%； Bio+6%， LS持平， 诊断低个位数增长。	维持
Charles River	临床前CRO	收入-2.7%， Non-GAAP EPS+1.3%； DSA：+2.1%； RMS：-3.5%； Manufacturing：-3.6%； BTB 1.04x。	收入+0.6%， Non-GAAP EPS+1.4%； DSA：-1.5%； RMS：+3.3%； Manufacturing：+4.4%； 在手+10.6%， 新签+5%， BTB 0.82x。	收入-0.5%， Non-GAAP EPS-6.2%； DSA：-2.3%； RMS：+7.9%； Manufacturing：-3.1%； 在手-15.1%， 新签-5.4%， BTB 0.82x。	收入-0.8%， Non-GAAP EPS-10.2%； DSA：-2%； RMS：+1%； Manufacturing：+0.7%； 在手-15.1%， 新签+30.4%， BTB 1.12x。	收入-0.9%， Non-GAAP EPS-0.4%； DSA：-2%； RMS：+2%； Manufacturing：-0.4%。	收入+1.2%， Non-GAAP EPS-12%； DSA：+0.7%； RMS：+2.2%； Manufacturing：+6.8%； 在手+3.5%， 新签+1%， BTB 1.04x。	收入：+0-1.5%，其中RMS低到中个位数下滑，DSA持平到中个位数增长，Manufacturing中个位数增长； Non-GAAP EPS 10.7-11.2。	下调：收入：-5.5%到-4.0%，其中RMS低到中个位数下滑，DSA持平到中个位数增长，Manufacturing中个位数增长； Non-GAAP EPS 10.8-11.3。
Labcorp	临床前CRO+ICL	收入+5.3%， DL+6%， BLS+1.5%； 在手+3.5%， 新签+11.3%， BTB 1.07x。	收入+9.5%， DL+8.9%， BLS+11%； 在手+10%， 新签+18.4%， BTB 1.11x。	收入+8.6%， DL+8.5%， BLS+8.3%； 在手+5.4%， 新签+15.2%， BTB 1.09x。	收入+5.6%， DL+5.5%， BLS+3.4%； 在手+9.1%， 新签+15.8%， BTB 1.09x。	收入+7.2%， DL+7.2%， BLS+6%； 经调EPS+12.8%。	收入+5.8%， DL+5%， BLS+8.2%； 在手+5.6%， 新签+7.8%， BTB 1.04x。	收入+4.7%到+6%，其中DL+5%到+6%， BLS+3%到+5%，经调EPS+6.8%到+11%。	维持
IQVIA	临床CRO	收入+2.5%， Non-GAAP EPS+6.3%； TRA：+6.4%； RAD：+0.3%； 在手+4.8%。	收入+5.3%， Non-GAAP EPS+6.4%； TRA：+8.9%； RAD：-2.5%； 在手+5.1%。	收入+5.2%， Non-GAAP EPS+5.6%； TRA：+5%； RAD：+4.5%； 在手+4.1%， 新签+13%。	收入+10.3%， Non-GAAP EPS+9.6%； TRA：+9.8%； RAD：+9.4%； 在手+5.3%， 新签+7.3%。	收入+5.9%， Non-GAAP EPS+7.2%； TRA：+7.6%， RAD：+4.3%。	收入+8.4%， Non-GAAP EPS+7.4%； CS：+8.5%； RAD：+4.2%； 在手+4%， 新签+13.6%。	收入+5.2%到+6.4%，其中CS+5.3%到+7.8%， RAD+6.8%到8.3%； Non-GAAP EPS+3.4%到4.5%。	维持
Medpace	临床CRO	收入+9.3%，净利润+11.7%； 在手-2.1%， 新签-18.8%， BTB 0.9x。	收入+11.8%，净利润+7.3%； 在手+2.5%， 新签+47.9%， BTB 1.03x。	收入+23.7%，净利润+15.3%； 在手+2.5%， 新签+39.1%， BTB 1.2x。	收入+32%，净利润+15.5%； 在手+4.3%， 新签+18.9%。	收入+20%，净利润+11.6%。	收入+26.5%，净利润+8.1%； 在手+2.9%， 新签+23.7%， BTB 0.88x。	收入+8.9%到+12.8%，净利润+8%到13.3%。	维持
ICON	临床CRO	收入-4.3%； 在手+6%。	收入-4.9%， 在手+4.9%。	收入+0.6%， 在手+3%。	收入+2.5%， 在手+13.9%， 净新签订单+18.9%。	收入+0.8%。		收入-4.9%到-1.2%，经调EPS-20.2%到-12.2%。	
Fortrea	临床CRO	收入-1.6%； 在手+4%。	收入+7.2%， 在手+2.5%。	收入+3.9%， 在手+1%。	收入-5.2%， 在手持平。	收入+1%，经调EBITDA-6.2%。	收入-2.3%， 在手+1.6%。	收入-6.4%到-2.4%，经调EBITDA +0.1%到+15.9%。	维持

3.4外需CXO：头部CDMO重回产能扩张周期

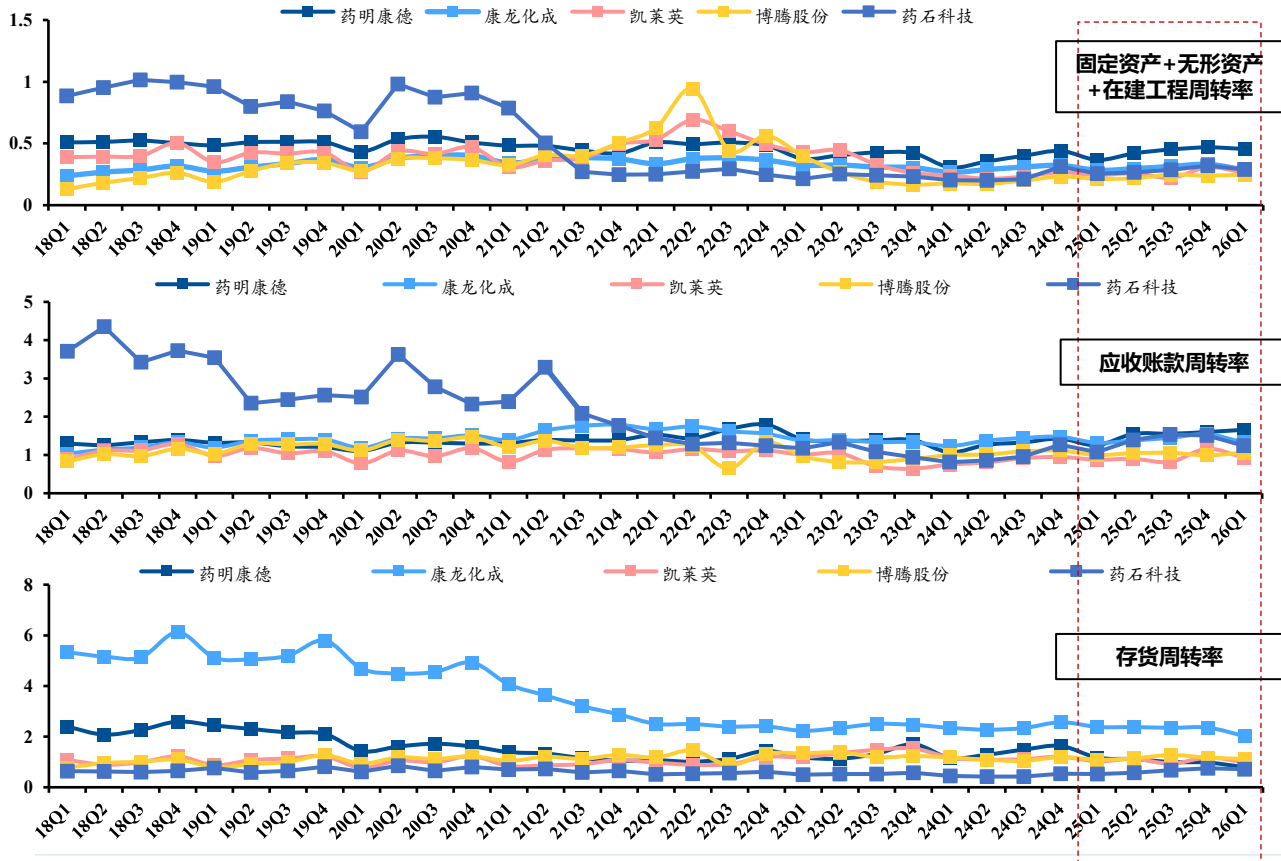
- 从资本开支的维度来看，头部CDMO公司已重回产能扩张周期，进一步佐证行业景气度有望持续回升。
- 复盘历史，2021-2022年是国内CDMO公司产能扩张的高峰时期，2023-2024年随着行业景气度下行，资本开支大幅减少，进入收缩周期。从2025年以来，头部CDMO公司资本开支重新实现增长，如**药明康德**2025资本开支为55.4亿元，同比增长38.3%，占收入比例为12.2%，同比+2.0pct，26Q1资本开支+62.7%；**康龙化成**2025资本开支为26.7亿元，同比增长30.8%，占收入比例为18.9%，同比+2.3pct，26Q1资本开支+4.2%；**凯莱英**2025资本开支为12.7亿元，同比增长12.4%，占收入比例为19%，同比-0.5pct，26Q1资本开支+43.7%。头部CDMO公司已重回产能扩张周期，进一步佐证行业景气度有望持续回升。

图表：2018年以来国内CDMO公司资本开支及资本开支占收入比例变化情况（亿元）



3.4外需CXO：头部CDMO运营效率已率先改善

图表：18Q1-26Q1国内CDMO公司运营效率变化情况



➤ 我们选取三个指标 (1) 固定资产+无形资产+在建工程周转率, (2) 应收账款周转率, (3) 存货周转率来衡量国内CDMO的运营效率变化趋势。

➤ 如左图所示, 25Q1以来头部CDMO企业的运营效率已率先改善, 以药明康德为例, 25Q1-4公司固定资产+无形资产+在建工程周转率分别为0.37、0.42、0.45、0.47次, 均高于24Q1-4同期的0.31、0.35、0.4、0.44次, 26Q1为0.46次, 延续同比提升趋势; 25Q1-4公司应收账款周转率分别为1.26、1.55、1.55、1.6次, 均高于24Q1-4同期的1.07、1.27、1.33、1.43次, 26Q1为1.66次, 延续同比提升趋势。

➤ 此外, 康龙化成、凯莱英、博腾股份、药石科技的运营效率整体同样呈现出改善趋势。

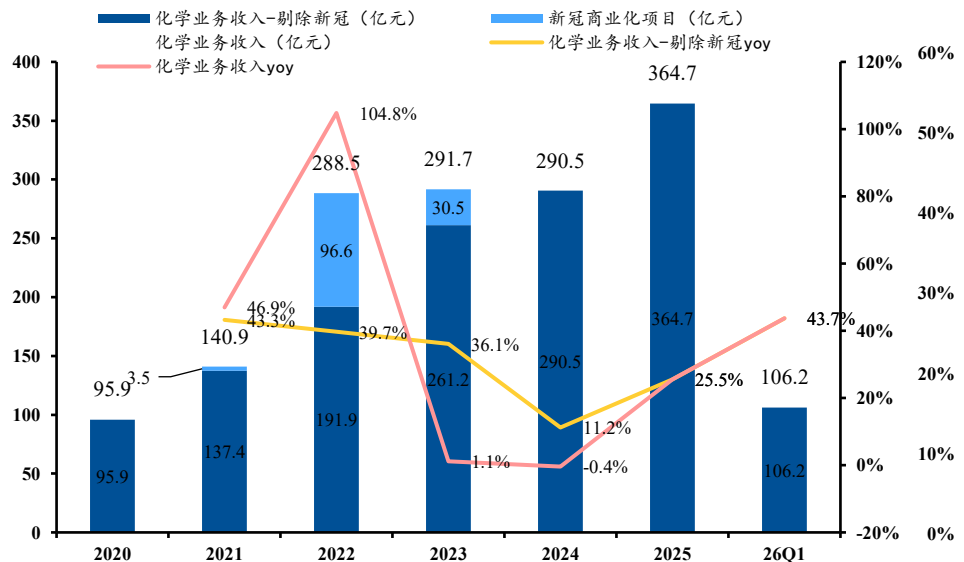
目 录

- 药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长
 - 化学业务：公司业绩增长核心驱动业务，20年以来持续高增
 - 测试业务：业绩整体增长平稳，毛利率受订单价格影响有所波动
 - 生物学业务：持续实现业务引流，新分子业务引领增长
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

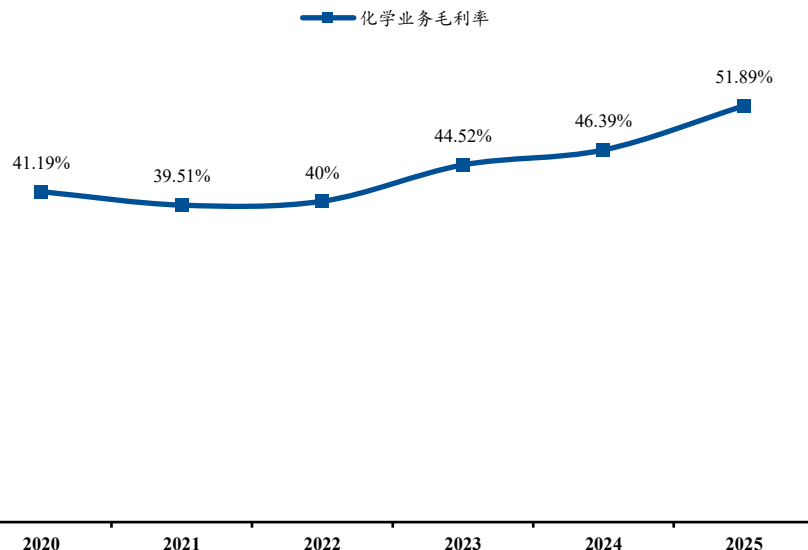
4.1 化学业务：公司业绩增长核心驱动业务，2020年以来持续高增

- 化学业务（WuXi Chemistry）主要为小分子药物、TIDES药物（寡核苷酸、多肽药物及相关化学偶联物）提供覆盖药物发现（R）、CMC 开发和生产（D&M）的全生命周期服务，是公司最核心的业务板块。
- 从收入端来看，2020年到2025年，公司化学业务收入从95.9亿元增至364.7亿元，期间复合增速高达30.6%，若剔除新冠商业化项目，可以看出公司化学业务增速基本维持在25%以上（除了2024年）。26Q1年公司化学业务实现收入106.2亿元，同比增长43.7%，持续实现高速增长。
- 从毛利率来看，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，化学业务毛利率呈提升趋势。从2020年到2025年，公司化学业务毛利率从41.19%显著提升至51.89%。

图表：2020-26Q1公司化学业务收入情况



图表：2020-2025公司化学业务毛利率情况



4.1化学业务：“跟随分子+赢得分子”双重驱动

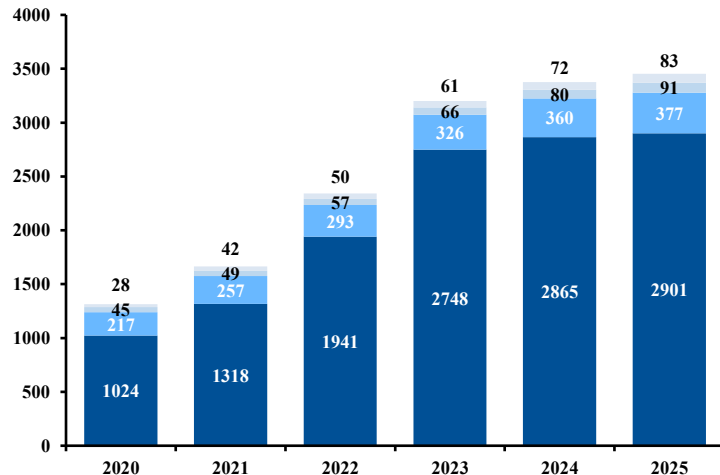
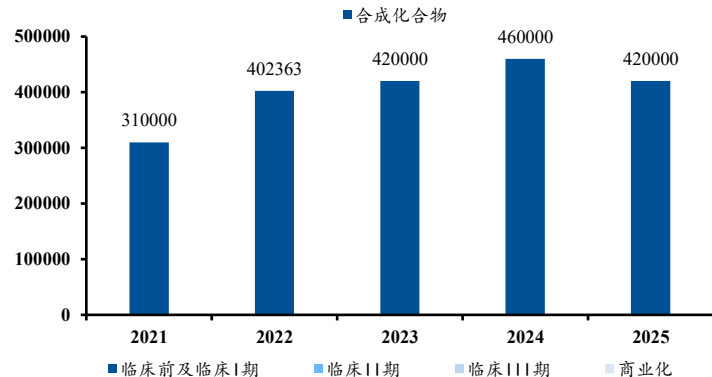
- 公司提供CRDMO一体化服务，涵盖药物发现、临床前及临床I期、临床II/II期、商业化所有阶段。通过早期阶段合作（如药物发现），可以为公司提前锁定客户并引流至中后期项目。
- 从项目数量来看，从2021年到2025公司合成化合物（“R”阶段）数量从31万个增至42万个；生产项目（“D&M”阶段）数量从1666个增至3452个，其中商业化项目数量从42个增至83个。

图表：2025年公司小分子CRDMO管线情况

WuXi Chemistry: “跟随分子+赢得分子”双重驱动，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



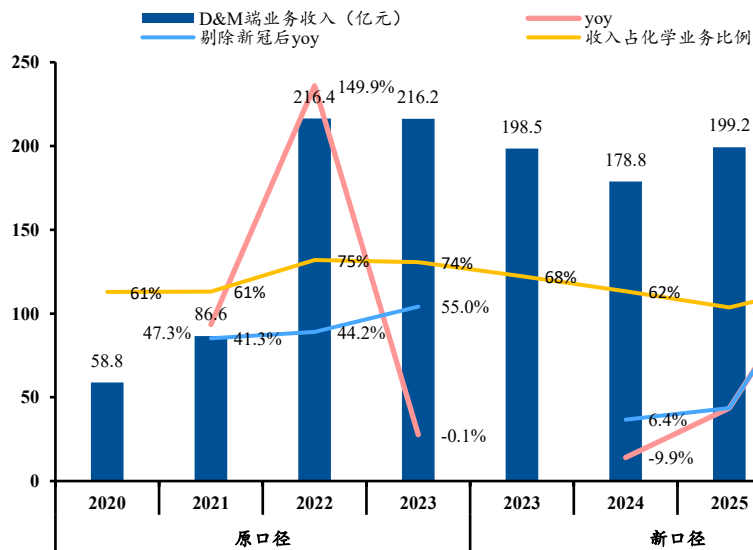
图表：公司小分子CRDMO管线变化情况



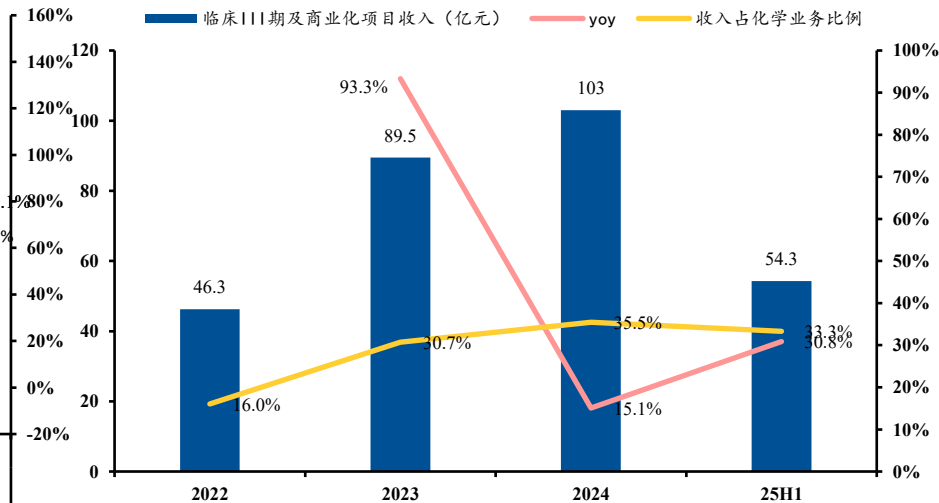
4.1化学业务：D&M业务占大头，后期项目收入快速增长，CRDMO一体化模式充分验证

- **D&M业务（小分子工艺研发和生产业务）持续稳健增长。**2025年公司D&M业务实现收入199.2亿元，同比+11.4%，占化学业务整体收入比例为55%。26Q1公司D&M业务实现收入69.3亿元，同比+80.1%，实现强劲增长。
- **后期（临床III期+商业化阶段）项目收入快速增长。**从2022年到2024年，公司后期项目收入从46.3亿元增至103亿元，复合增速达49.2%，收入占比从16%提升至35.5%。25H1后期项目实现收入54.3亿元，同比+30.8%，收入占比达33.3%。后期项目收入快速增长，充分验证公司CRDMO一体化模式的有效性。

图表：2020-26Q1公司D&M业务收入情况



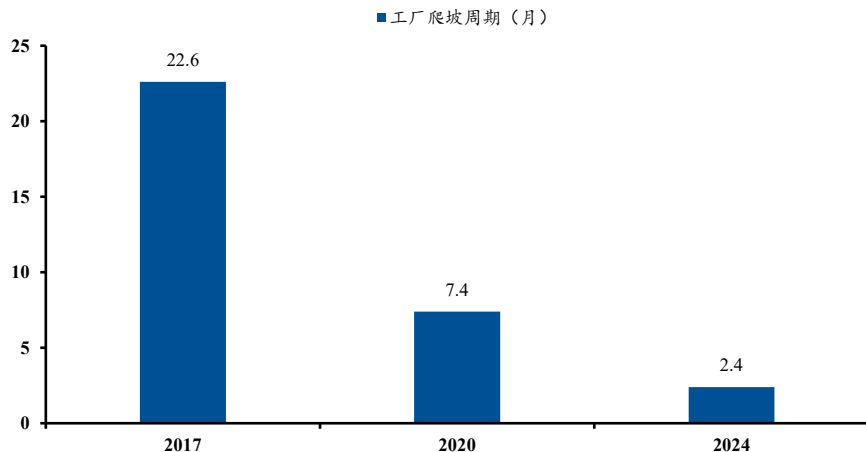
图表：2022-25H1公司后期项目收入情况



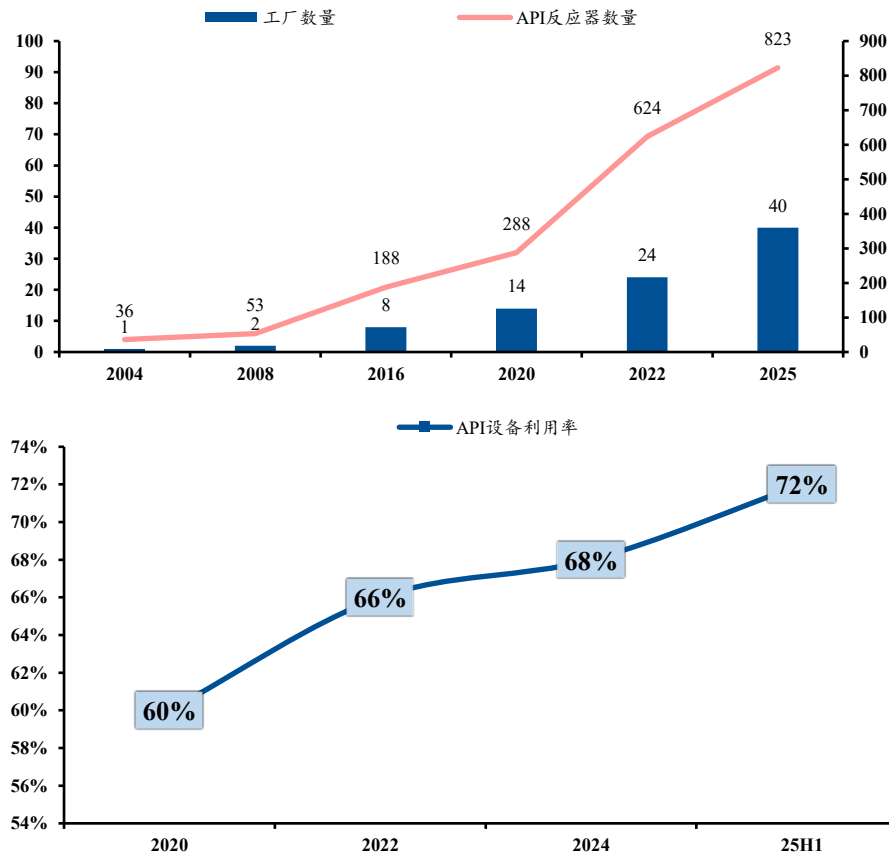
4.1化学业务：运营效率持续改善，新建产能爬坡速度持续优化

- 从工厂爬坡周期来看，从2017年到2024年，公司工厂的爬坡周期（即从工厂投产到产能满产的时间）从22.6个月大幅缩短至2.4个月，背后是公司管理模式的持续优化和运营经验的持续积累。
- 从API产能利用率来看，从2004年到2025年，公司工厂数量从1家增至40家，API反应器数量从36个增至823个，在产能大幅扩张的同时，公司API反应器的利用率同步持续提升，体现出公司良好的项目管理能力和排产能力。

图表：2017-2024年公司工厂爬坡周期



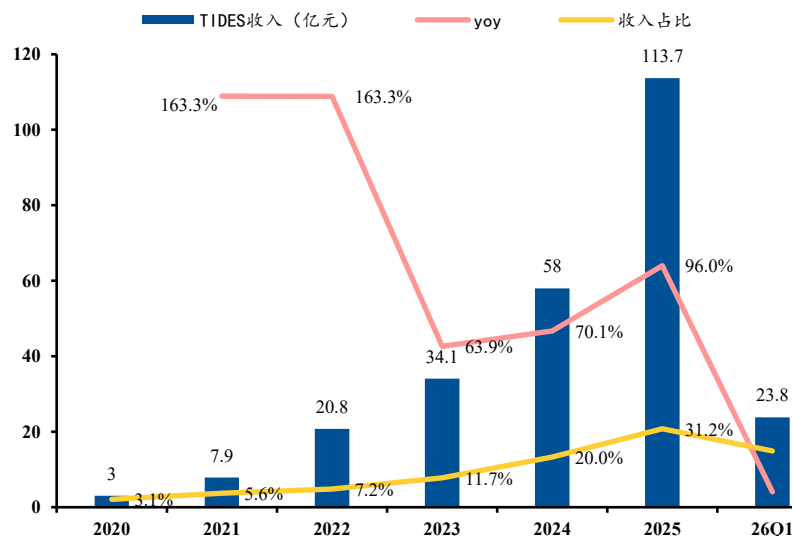
图表：公司API设备数量及利用率变化情况



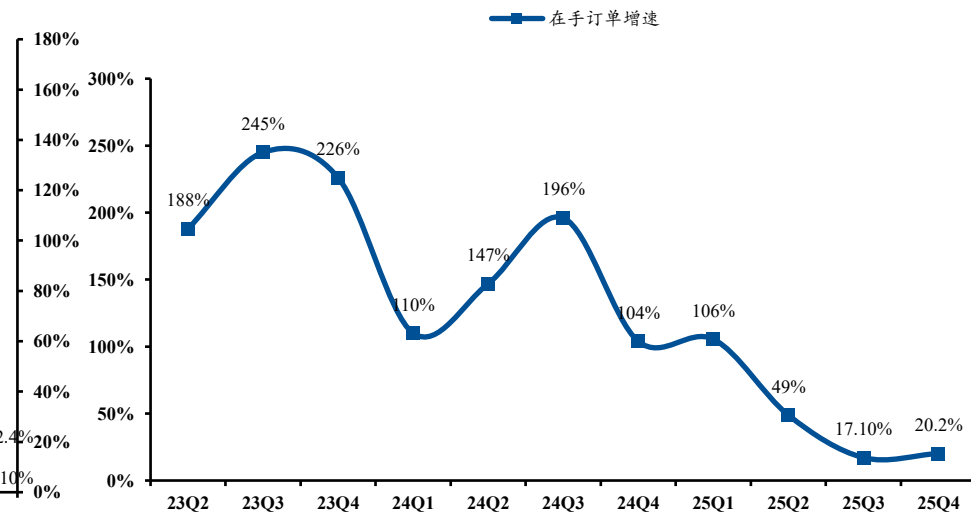
4.1 化学业务：TIDES业务增长强劲

- 受益于行业高景气度，公司新分子业务（TIDES）近年来实现强劲增长。如前文所述，近年来新分子（多肽、Oligo）CDMO行业增长强劲，15-24年多肽CDMO、Oligo CDMO的行业复合增速分别为16%、68%，受益于行业高景气度，公司新分子业务（TIDES）也实现了强劲增长。
- 从收入端来看，从2020年到2025年，公司TIDES业务收入从3亿元增至113.7亿元，复合增速高达106.9%，占化学业务收入比例从3.1%提升至31.2%。26Q1 TIDES业务实现收入23.8亿元，同比+6.1%，公司预计全年增速将达40%。
- 从在手订单增速来看，从23Q2到25Q1，公司TIDES业务在手订单增速均维持在100%以上，截止25Q4在手订单增速仍有20.2%，充分验证TIDES业务的高景气度。

图表：2020-26Q1公司TIDES业务收入情况



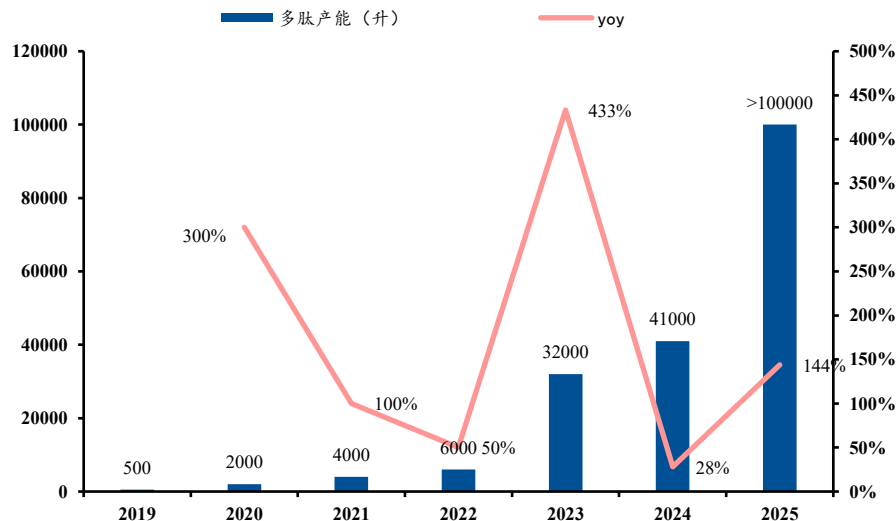
图表：23Q2到25Q4公司TIDES业务在手订单增速情况



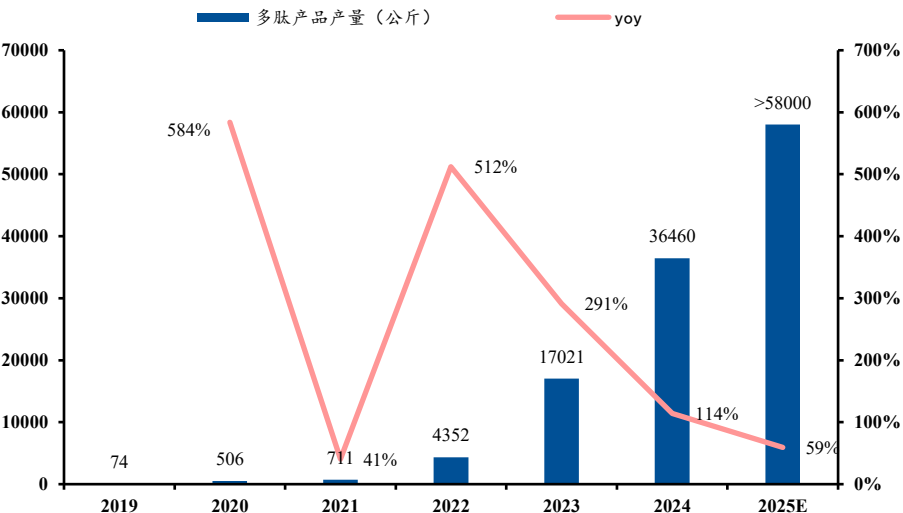
4.1 化学业务：TIDES产能快速扩张，业务后续增长动力强劲

- **从产能情况来看**，从2019年到2025年，公司多肽产能从500升大幅扩张至超100000升，期间复合增速高达141.8%，大幅扩张的产能将为后续业务增长奠定良好基础。
- **从产量情况来看**，从2019年到2024年，公司多肽产品产量从74公斤大幅提升至36460公斤，期间复合增速高达245.6%，根据公司公告，2025年产量预计将扩张至58000公斤以上，同比增速高达59%。

图表：2019-2025年公司多肽产能情况



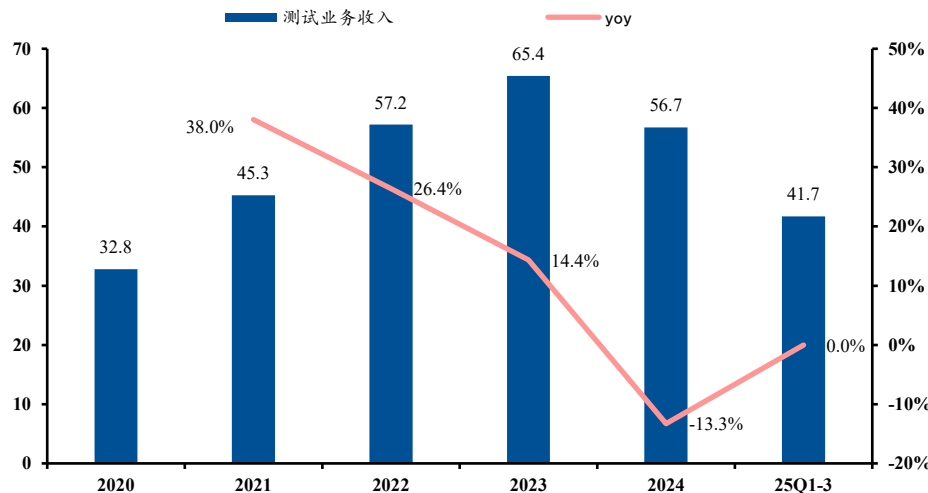
图表：2019-2025E公司多肽产品产量情况



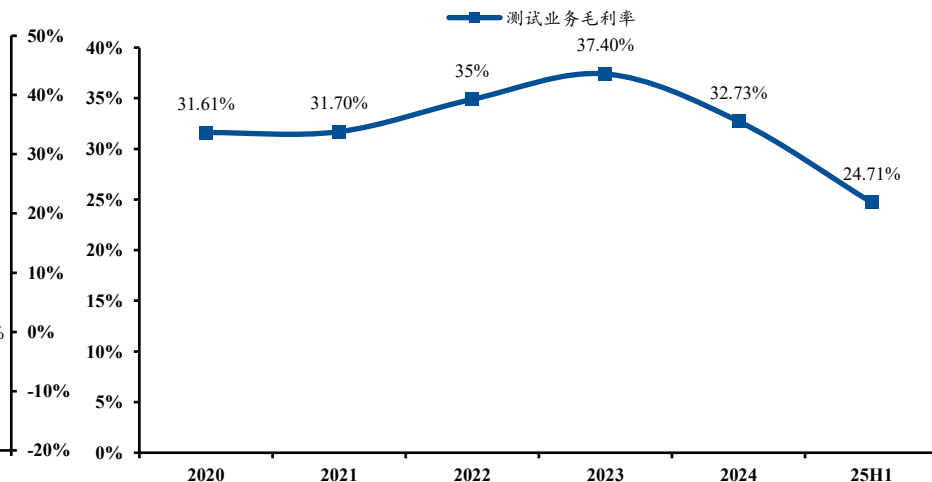
4.2测试业务：业绩整体增长平稳，毛利率受订单价格影响有所波动

- 公司测试业务（WuXi Testing）包括药物测试服务（药学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析）、和临床试验服务（CRO和SMO）两大类，其中临床试验服务（CRO和SMO）已于2025年10月宣布出售。2020年以来收入整体增长平稳。从2020年到2023年，测试业务收入从32.8亿元增至56.7亿元，期间复合增速为25.9%。2024年收入下滑一方面系订单价格下滑影响，另一方面也受美国医疗器械检测业务出售的影响，若剔除后者，24年同比增速为-4.8%。25Q1-3检测业务实现收入41.7亿元，同比持平。
- 从毛利率来看，2023年后毛利率有所下滑。从2020年到2023年，公司检测业务毛利率持续提升，从31.61%提升至37.4%，2024年受订单价格波动影响，毛利率有所下滑。

图表：2020-25Q1-3公司测试业务收入情况（亿元）



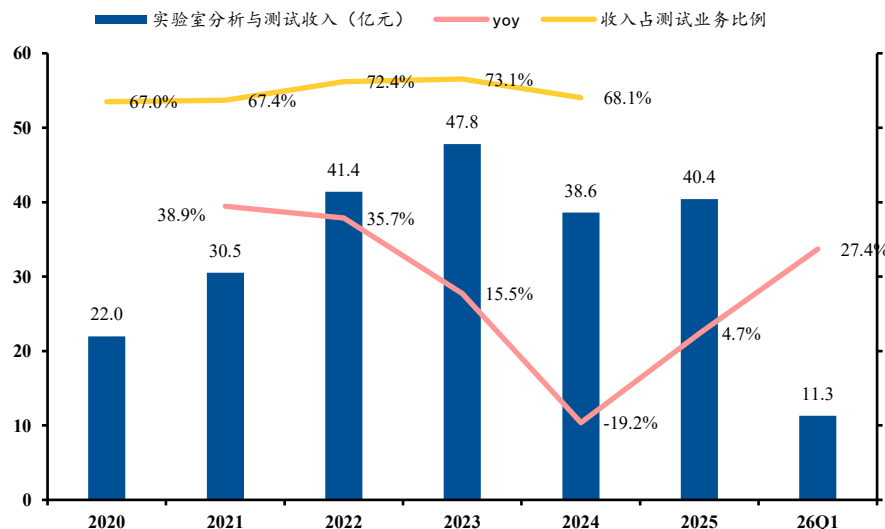
图表：2020-25H1公司测试业务毛利率情况



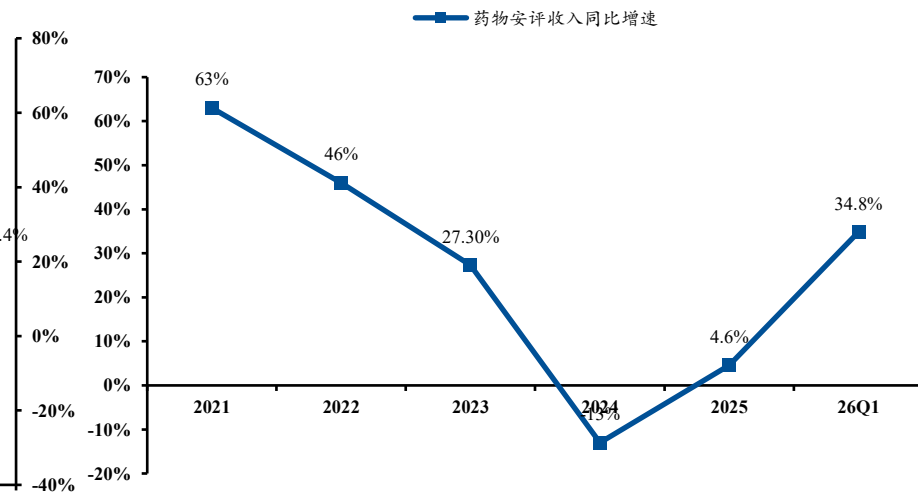
4.2测试业务：实验室业务增长稳健，其中药物安评增速较快

- 公司测试业务中的实验室与测试服务主要指药理学，药理学，药性评价，毒理学和生物分析，2020年以来收入整体增长平稳。从2020年到2023年，实验室业务收入从22亿元增至47.8亿元，期间复合增速为29.6%。2024年收入下滑一方面系订单价格下滑影响，另一方面也受美国医疗器械检测业务出售的影响，若剔除后者，24年同比增速为-8%。26Q1实验室业务实现收入11.3亿元，同比+27.4%，增速显著提速。
- 药物安评业务增速较快，持续保持亚太领先地位。从2021年到2025年，公司药物安全评价业务收入增速基本保持比实验室业务整体增速更快，26Q1年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。

图表：2020-26Q1公司实验室与测试业务收入情况



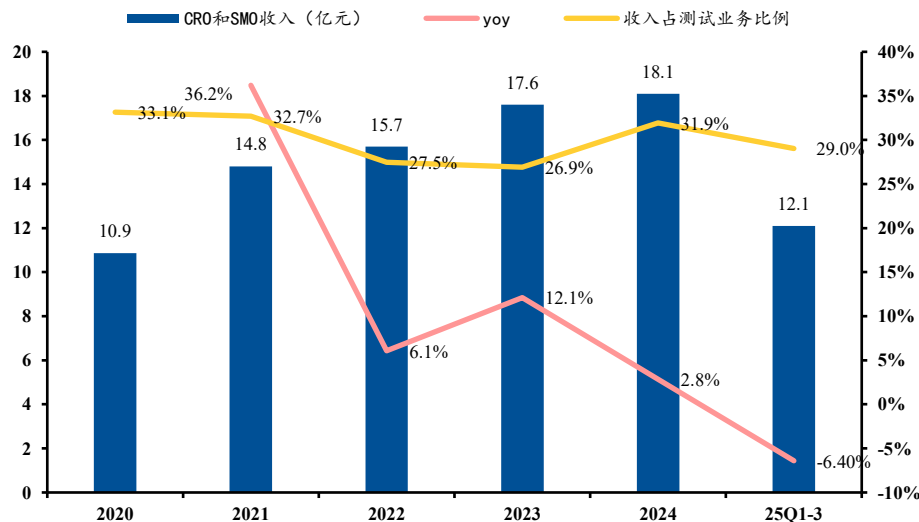
图表：2021-26Q1公司药物安评收入增速情况



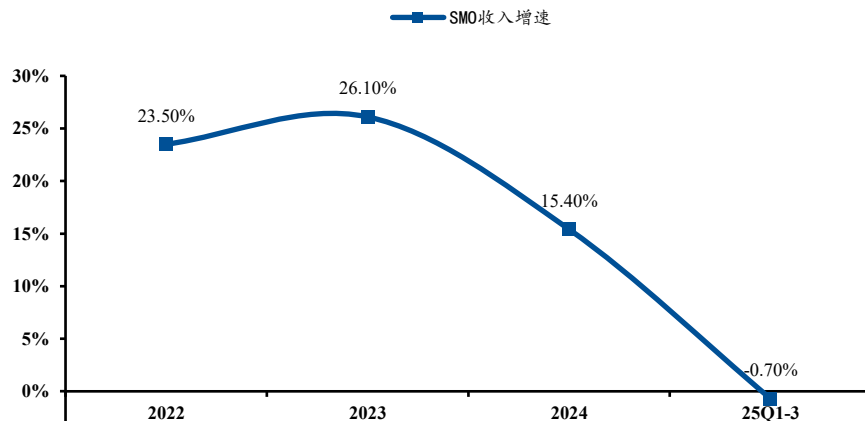
4.2测试业务：CRO和SMO业务增长稳健，其中SMO增速较快

- 公司测试业务中的CRO和SMO在2020年以来收入整体增长平稳。从2020年到2024年，CRO和SMO收入从10.9亿元增至18.1亿元，期间复合增速为13.6%。受市场订单价格因素影响，25Q1-3 CRO和SMO业务实现收入12.1亿元，同比-6.4%。
- 其中SMO业务增速相对较快，持续保持国内领先地位。从2022年到25Q1-3，公司SMO业务收入增速一直保持比CRO和SMO业务整体增速更快。
- 此外，2025年10月24日，公司宣布以28亿元出售中国临床服务研究业务100%股权，包括临床CRO和SMO业务，以进一步聚焦CRDMO核心业务发展，专注药物发现、实验室测试及工艺开发和生产服务，并投资加速全球化能力建设和产能投放，2025年12月16日，该交易已完成交割。

图表：2020-25Q1-3公司CRO和SMO业务收入情况



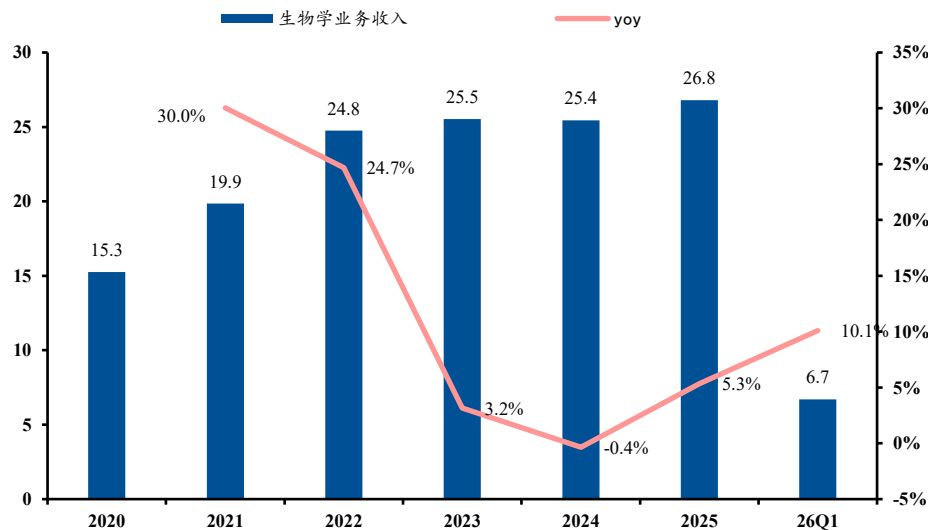
图表：2022-25Q1-3公司SMO收入增速情况



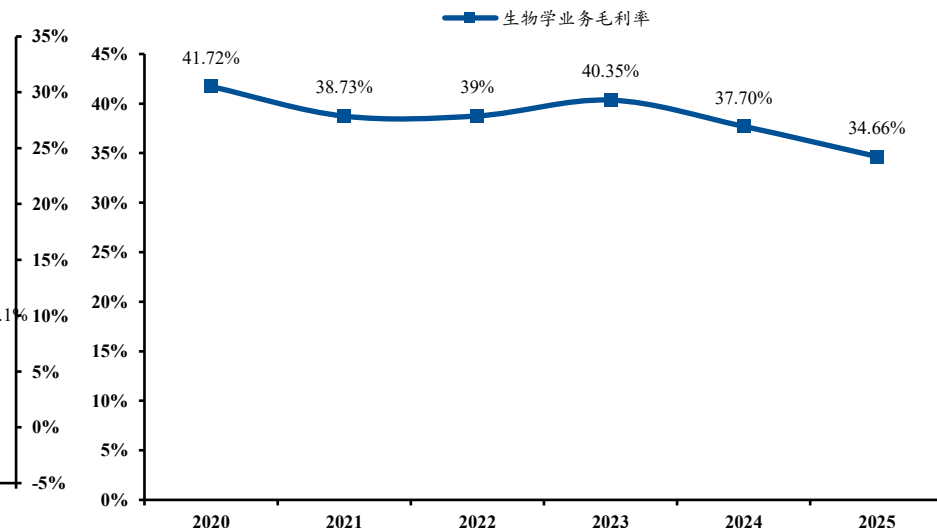
4.3生物学业务：持续实现业务引流，新分子业务引领增长

- 公司生物学业务（WuXi Biology）包括用于药物发现的结构生物学、体外生物学服务、体内药理学服务、肿瘤学和免疫学模型服务，2020年以来收入整体增长平稳。从2020年到2025年，生物学业务收入从15.3亿元增至26.8亿元，期间复合增速为11.9%。26Q1生物学业务实现收入6.7亿元，同比增长10.1%。公司体外综合筛选平台技术加速突破，体内药理学能力不断提升，收入同比、环比均保持快速增长。非肿瘤业务竞争优势持续增强，收入高速增长，成为业务增长的重要贡献力量，同时，新分子类型药物发现服务延续良好表现，收入贡献占比30%+。
- 从毛利率来看，2023年后毛利率有所下滑。从2020年到2023年，公司生物学业务毛利率整体平稳，从41.72%略降至40.35%，2024-2025年受订单价格波动影响，毛利率有所下滑。

图表：2020-26Q1公司生物学业务收入情况（亿元）



图表：2020-2025公司生物学业务毛利率情况





目 录

- 药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

5.1 盈利预测及投资建议

➤ 盈利预测：

- **(1) 化学业务 (WuXi Chemistry)：**考虑到公司在手订单快速增长及产能持续扩张，以及新分子业务的高景气度，我们预计化学业务将维持较快增长，其中小分子药物发现 (R) 和小分子工艺研发和生产 (D&M) 增速有望恢复并维持平稳增速，TIDES 业务有望维持高速增长，具体而言我们预计 26-28 年公司化学业务将实现收入 464/547/621 亿元，同比增长 27%/18%/14%，毛利率预计为 52.3%/52.3%/52.3%。
- **(2) 测试业务 (WuXi Testing)：**我们假设随着行业需求回暖和订单价格企稳，测试业务中的实验室业务增速有望逐步回升，我们预计 26-28 年公司测试业务将实现收入 53/66/79 亿元，同比增长 -7%/+25%/+20%，毛利率预计为 35%/36%/37%。
- **(3) 生物学业务 (WuXi Biology)：**我们假设随着行业需求回暖和订单价格企稳，以及新分子种类相关需求有望保持良好增长势头，生物学业务增速有望逐步回升，我们预计 26-28 年公司生物学业务将实现收入 29/32/36 亿元，同比增长 10%/10%/10%，毛利率预计为 37.4%/37.9%/38.4%。

图表：公司业绩拆分预测表

亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	403	392	455	548	647	737
同比增速	2.51%	-2.73%	15.84%	20.63%	17.99%	13.96%
毛利率	41.18%	41.48%	47.64%	49.99%	50.05%	50.10%
化学业务	292	291	365	464	547	621
同比增速	1.11%	-0.41%	25.53%	27.22%	17.80%	13.53%
毛利率	45.10%	46.40%	52.30%	52.30%	52.30%	52.30%
测试业务	65	57	57	53	66	79
同比增速	14.36%	-13.29%	-0.06%	-7.33%	25.00%	20.00%
毛利率	39.20%	33.30%	28.95%	35.00%	36.00%	37.00%
生物学业务	26	25	27	29	32	36
同比增速	3.15%	-0.35%	5.35%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	42.40%	38.80%	36.90%	37.40%	37.90%	38.40%

5.2 盈利预测及投资建议

- **投资建议：**
- 我们预计公司2026-2028年收入分别为548/647/737亿元，同比增长21%/18%/14%，预计26-28年公司归母净利润分别为183/222/258亿元，分别同比增长-4%/21%/16%，对应当前PE分别为15/13/11倍。我们选取同样以CDMO为主营业务的公司药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英、九州药业、博腾股份作为可比公司，药明康德估值低于可比公司平均水平。公司作为全球领先的一体化CRDMO企业，客户资源、技术水平、运营效率、研发能力、项目储备均处于领先水平，新分子业务前景广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
2269.HK	药明生物	1078	56.18	69.1	83.0	19.19	15.61	13.00
2268.HK	药明合联	503	20.62	28.7	38.3	24.38	17.53	13.13
300759.SZ	康龙化成	375	20.49	25.1	30.5	18.33	14.98	12.31
002821.SZ	凯莱英	392	14.05	17.8	22.4	27.92	21.99	17.54
603456.SH	九州药业	110	8.90	9.9	10.7	12.35	11.07	10.25
300363.SZ	博腾股份	73	2.26	3.7	5.2	32.47	19.87	14.22
平均值						22.44	16.84	13.41
603259.SH	药明康德	2,830	183.21	222.05	257.75	15.45	12.75	10.98



目 录

- 药明康德：全球一体化的CRDMO龙头企业
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：化学业务有望持续驱动公司业绩增长
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

6.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，也可能会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。
- **行业监管政策变化的风险：**医药研发服务行业是一个受监管程度较高的行业，其监管部门包括公司业务开展所在国家或地区的药品监督管理机构等，该等监管部门一般通过制订相关的政策法规对医药研发服务行业实施监管，监管范围可涵盖技术指标和跨境外包服务及生产的标准和要求等多个方面。境外发达国家医药研发服务行业的产业政策、行业法规已经形成较为成熟的体系；在中国，国家药监局等主管机构亦不断根据市场发展情况逐步制订并不断完善各项相关法规。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化，将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。
- **行业竞争加剧的风险：**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。

资产负债表					
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	
货币资金	35,131	41,859	53,916	67,530	
应收票据及账款	7,281	8,702	9,900	10,906	
预付账款	247	284	335	381	
存货	8,993	10,176	11,947	13,500	
合同资产	470	1,272	1,445	1,494	
其他流动资产	10,025	11,317	13,137	14,899	
流动资产合计	61,677	72,339	89,235	107,216	
长期股权投资	2,145	2,145	2,145	2,145	
固定资产	20,000	21,883	24,538	27,826	
在建工程	5,876	7,175	8,435	10,535	
无形资产	1,281	1,136	921	736	
商誉	864	864	864	864	
其他非流动资产	11,279	11,205	11,147	11,100	
非流动资产合计	41,444	44,409	48,051	53,206	
资产合计	103,121	116,747	137,285	160,422	
短期借款	5,986	5,986	5,986	5,986	
应付票据及账款	2,450	2,887	3,463	4,018	
预收款项	0	0	0	0	
合同负债	2,709	3,024	3,712	4,230	
其他应付款	2,817	2,817	2,817	2,817	
其他流动负债	5,273	4,452	4,995	5,385	
流动负债合计	19,235	19,166	20,973	22,437	
长期借款	1,819	1,819	1,819	1,819	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	1,819	1,819	1,819	1,819	
非流动负债合计	3,638	3,638	3,638	3,638	
负债合计	22,873	22,803	24,611	26,075	
归属母公司所有者权益	79,712	93,321	111,946	133,496	
少数股东权益	535	623	729	851	
所有者权益合计	80,248	93,944	112,674	134,347	
负债和股东权益	103,121	116,747	137,285	160,422	

现金流量表					
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	17,203	16,539	22,301	26,168	
现金收益	23,118	21,799	25,683	29,522	
存货影响	-3,593	-1,183	-1,771	-1,553	
经营性应收影响	1,284	-1,277	-1,034	-808	
经营性应付影响	739	437	577	555	
其他影响	-4,344	-3,237	-1,154	-1,548	
投资活动现金流	-1,945	-4,922	-6,758	-8,539	
资本支出	-4,218	-6,251	-7,168	-9,036	
股权投资	181	0	0	0	
其他长期资产变化	2,092	1,329	410	497	
融资活动现金流	1,124	-4,890	-3,486	-4,015	
借款增加	3,503	0	0	0	
股利及利息支付	-4,992	-3,867	-4,517	-5,113	
股东融资	7,046	0	0	0	
其他影响	-4,433	-1,023	1,031	1,098	

数据来源：公司报告、华福证券研究所

利润表					
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	45,456	54,834	64,699	73,733	
营业成本	23,801	27,423	32,318	36,791	
税金及附加	361	436	514	586	
销售费用	807	864	890	866	
管理费用	2,661	3,100	3,528	3,873	
研发费用	1,119	1,241	1,335	1,373	
财务费用	398	91	-200	-333	
信用减值损失	-528	-282	-333	-379	
资产减值损失	-542	-182	-214	-244	
公允价值变动收益	-137	548	647	737	
投资收益	8,588	727	858	977	
其他收益	299	403	476	542	
营业利润	23,930	22,904	27,759	32,221	
营业外收入	31	29	34	39	
营业外支出	55	63	74	84	
利润总额	23,906	22,870	27,719	32,176	
所得税	4,573	4,375	5,302	6,155	
净利润	19,333	18,496	22,417	26,021	
少数股东损益	182	175	212	246	
归属母公司净利润	19,151	18,321	22,205	25,775	
EPS（按最新股本摊薄）	6.42	6.14	7.44	8.64	

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	15.8%	20.6%	18.0%	14.0%
EBIT增长率	126.0%	-5.5%	19.8%	15.7%
归母公司净利润增长率	102.6%	-4.3%	21.2%	16.1%
获利能力				
毛利率	47.6%	50.0%	50.0%	50.1%
净利率	42.5%	33.7%	34.6%	35.3%
ROE	23.9%	19.5%	19.7%	19.2%
ROIC	35.3%	27.9%	27.5%	26.5%
偿债能力				
资产负债率	22.2%	19.5%	17.9%	16.3%
流动比率	3.2	3.8	4.3	4.8
速动比率	2.7	3.2	3.7	4.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	60	52	52	51
存货周转天数	109	126	123	124
每股指标（元）				
每股收益	6.42	6.14	7.44	8.64
每股经营现金流	5.77	5.54	7.47	8.77
每股净资产	26.72	31.28	37.52	44.74
估值比率				
P/E	15	15	13	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	15	16	14	12

分析师声明及一般声明

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

