下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

CXO：新起点，新高度

——创新药研发成本人民币化系列研究之一

行业评级：看好

2026年7月6日

分析师	郭双喜	分析师	胡隽扬
邮箱	guoshuangxi@stocke.com.cn	邮箱	hujunyang@stocke.com.cn
证书编号	S1230521110002	证书编号	S1230524090005

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

1、2026vs2019：低估值高成长、新需求大弹性

- 结论：性价比突出，业绩显著成长，创新药研发成本人民币化进一步强化，看好板块再迎大行情。我们认为CXO板块经过多年调整，供给出清，需求复苏，有望重新复制2019-2021年史诗级行情。

- ✓ **1）估值：估值历史底部，更具性价比，向上修复空间大。**龙头2026年PE普遍在2019年50%水平、2021年的20%-50%水平；PEG普遍在1.5-2，远低于2019年的2-3、2021年的4-5。

- ✓ **2）业绩：规模大幅攀升且已重回订单&业绩加速成长期（甚至快于历史增速）。**龙头公司2025年与2019年的收入、扣非净利润相比，药明康德达到3.5倍、6.9倍，凯莱英达到2.7倍、2.1倍，康龙化成达到3.8倍、3.0倍，泰格医药达到2.4倍、0.6倍，昭衍新药达到2.6倍、2倍。CXO龙头在2025年-2026年一季度开始，收入增速逐步回到15%-30%区间，药明康德、康龙化成等订单增速均已恢复至全球突发卫生事件前增速水平。

- ✓ **3）驱动：全球创新药研发成本人民币化进一步强化。**2019-2021年加速切入全球供应链带来的业绩兑现期（2000-2020年的20年发展从合格供应商到长期战略合作伙伴，驱动2021-2023年大订单的落地，更多商业化CMO订单落地），2025-2030年全球CDMO供应链地位大幅强化，全球潜力重磅大单品如多肽（尤其是GLP-1、环肽等）、抗体（尤其是多抗）、ADC、小核酸等CDMO订单加速向国内转移。

2、细分行业：内需爆发，外需强劲

- **投融资：BD高景气且可持续，或成驱动主力。**从投融资角度看，国内修复趋势显著，海外增长趋势稳健。2026年上半年国内医疗健康一级市场融资65.71亿美元，同比大幅增长59%，一二季度增速均保持高增；海外一级市场上半年融资247.11亿美元，同比增长2%，二季度以来恢复趋势明显。从BD金额角度看，2026年上半年国内BD总额或超1000亿美元，首付款或近60亿美元，同比增长超100%。

- **内需CXO：订单量价齐升驱动高增持续。**实验猴供需缺口大，临床前安评CRO订单量价齐升爆发期仍将持续。由于需求爆发以及实验猴供需紧张，2025年四季度开始安评CRO集体进入订单爆发期。临床CRO订单价格端已企稳，随着需求修复传导，看好提速趋势显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

- **外需CXO：更高基数下订单维持高增，创新药研发成本人民币化竞争力持续凸显。①订单：**相比2019年，在承接重磅产品商业化订单的能力验证后，本土头部CDMO全球竞争力更进一步，在高基数下继续保持高增长。2025年药明康德、凯莱英在手订单规模已增长4倍，但增速依然在30%左右；康龙化成M端在2025年起明显提速；二线CXO如美迪西海外拓展亮眼。**②Capex：**供给端看，2025年起CDMO的CAPEX新周期已开启，全球高潜力头部创新药资产研发成本人民币化逻辑持续强化。CDMO龙头CAPEX加速核心驱动来自于全球产能布局、多肽、ADC、寡核苷酸、新疾病领域小分子等新业务或者新产业链拓展的产能布局建设，全球高潜力头部创新药资产研发成本人民币化逻辑持续强化。**③新分子：**本土CDMO在新分子业务持续高增，全球竞争力优势望持续兑现。我们认为本土CXO的供应链优势以及工程师红利在新分子时代或更突出，随着各公司持续丰富的项目漏斗向后导流，以及全球新分子实体药物逐步进入后期临床及商业化阶段，我们认为2026-2028年本土CDMO订单增速有望持续超预期。

3、 投资建议

- **我们认为CXO板块经历多年的供给端出清，需求端遇冷之后，估值已经跌至2010年以来底部区间。**经营端看：我们认为2025年以来CXO板块已经进入到订单&业绩向上共振的阶段，2025Q4开始【内需】昭衍、泰格、益诺思25Q4-26Q1订单均超预期增长，【外需CDMO】药明康德、凯莱英多肽、寡核苷酸等业务订单持续高增，普洛药业、康龙订单增量开始体现，充分显示【内需CXO需求端迎来大拐点，外需CDMO新增量开始加速兑现到业绩中】，板块处于较好配置位置（绝大多数处于股价历史低位）。**基于全球创新药研发成本人民币化逻辑下，我们看好本轮CXO牛市行情，看好订单高增，业绩超预期兑现。**

- ✓ **1）外需型CXO：国内CDMO产业链在新分子领域竞争力更强，看好订单趋势与业绩确定性。**目前龙头公司2026年PEG普遍在1-1.5，具备较高估值性价比，推荐药明康德、凯莱英、普洛药业、康龙化成、药明生物，关注药明合联、皓元医药等。

- ✓ **2）内需型CXO：我们认为在国内BD、IPO持续火爆和投融资修复助推下，国内新药研发景气有望持续回升，订单量价齐升带动下2026年内需型CXO有望逐季度、持续释放利润弹性**，推荐泰格医药、昭衍新药、美迪西，关注益诺思、普蕊斯、诺思格等。

4、 风险提示

- 创新技术投融资趋势变化不确定性风险；中美贸易摩擦不确定性风险；创新药管线研发进展或商业化不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

CONTENTS

01 2026vs2019：低估值高成长、新需求大弹性

1.1 结论：性价比突出，看好板块再迎大行情

1.2 估值：最优性价比的位置，进可攻退可守

1.3 经营：2025年起新需求强化，业绩跃进概率大于倒退

1.4 需求：2025年起更具弹性的需求，或铸就更大市值跨越

1.5 资产：供给出清，进入新一轮的扩产周期

02 细分行业：内需爆发，外需强劲

2.1 投融资：BD高景气且可持续，或成驱动主力

2.2 内需CXO：订单量价齐升驱动高增持续，景气新起点

2.3 外需CXO：新需求下全球竞争力更凸显，看好订单再超预期增长

03 投资建议

04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

01

2026vs2019：低估值高成长、新需求大弹性

下载日志已记录，仅供内部参考

01 结论：性价比突出，业绩显著成长，研发成本人民币化进一步强化，看好板块再迎大行情

- **我们认为CXO板块经过多年调整，供给出清，需求复苏，有望重新复制2019-2021年史诗级行情。**

✓ **1）估值：更具性价比，向上修复空间大。**龙头2026年PE普遍在2019年50%水平、2021年的20%-50%水平；PEG普遍在1.5-2，远低于2019年的2-3,、2021年的4-5。

✓ **2）业绩：规模大幅攀升且已重回订单&业绩加速成长期（甚至快于历史增速）。**龙头公司2025年与2019年的收入、扣非净利润相比，药明康德达到3.5倍、6.9倍，凯莱英达到2.7倍、2.1倍，康龙化成达到3.8倍、3.0倍，泰格医药达到2.4倍、0.6倍，昭衍新药达到2.6倍、2倍。CXO龙头在2025年-2026年一季度开始，收入增速逐步回到15%-30%区间，药明康德、康龙化成等订单增速均已恢复至全球突发卫生事件前增速水平。

✓ **3）驱动：全球研发成本人民币化进一步强化。**2019-2021年加速切入全球供应链带来的业绩兑现期（2000-2020年的20年发展从合格供应商到长期战略合作伙伴，驱动2021-2023年大订单的落地，更多商业化CMO订单落地），2025-2030年全球CDMO供应链地位大幅强化，全球潜力重磅大单品如多肽（尤其是GLP-1、环肽等）、抗体（尤其是多抗）、ADC、小核酸等CDMO订单加速向国内转移。

图：申万CXO指数股价（累计涨幅）复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 估值复盘：最优性价比的位置，进可攻退可守

- **预测PE&预测PEG（三年复合增速）2019vs2021vs2026：**
  - ✓ 药明康德：2026年PE为21x，约是2019年的50%、2021年的20%；2026年PEG为2.44，低于2019年的2.93和2021年的4.39
  - ✓ 凯莱英：2026年PE为43x，回到2019年水平，约是2021年的47%；2026年PEG为1.66，略高于2019年的1.27，远低于2021年的2.70
  - ✓ 泰格医药：2026年为39x，约是2019年的68%、2021年的45%；2026年PEG为1.56，回到2019年水平，远低于2021年的4.90
  - ✓ 康龙化成：2026年PE为26x，约是2019年的50%、2021年的20%；2026年PEG为1.24，低于2019年的1.62和2021年的3.80
  - ✓ 昭衍新药：2026年PE为62x，略超2019年水平，约是2021年的50%；2026年PEG为1.51，远低于2019年的2.02和2021年的4.55
  - ✓ 药明生物：2026年PE为24x，约是2019年的33%、2021年的10%；2026年PEG为1.29，略高于2019年的1.17，远低于2021年的4.60

表：CXO重点公司2019-2026E预测PE和预测PEG（三年复合增速）复盘（计算股价和wind一致预期截取自每年6月30日）

公司	PE								PE走势
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
凯莱英	40	77	91	29	17	19	29	43	
泰格医药	57	72	86	30	22	20	38	39	
康龙化成	48	99	118	51	21	19	24	26	
药明康德	46	86	115	37	19	12	18	21	
昭衍新药	50	94	115	58	19	24	47	62	
药明生物	75	124	201	54	28	12	24	24	

公司	PEG								PEG走势
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
凯莱英	1.27	2.51	2.70	0.64	10.24	-4.65	1.60	1.66	
泰格医药	1.54	2.53	4.90	1.57	0.86	1.42	0.60	1.56	
康龙化成	1.62	2.73	3.80	3.03	0.52	1.41	1.91	1.24	
药明康德	2.93	4.39	4.39	1.04	0.91	1.13	1.05	2.44	
昭衍新药	2.02	4.11	4.55	1.89	1.07	1.37	0.57	1.51	
药明生物	1.17	3.06	4.60	1.31	0.97	0.67	1.18	1.29	

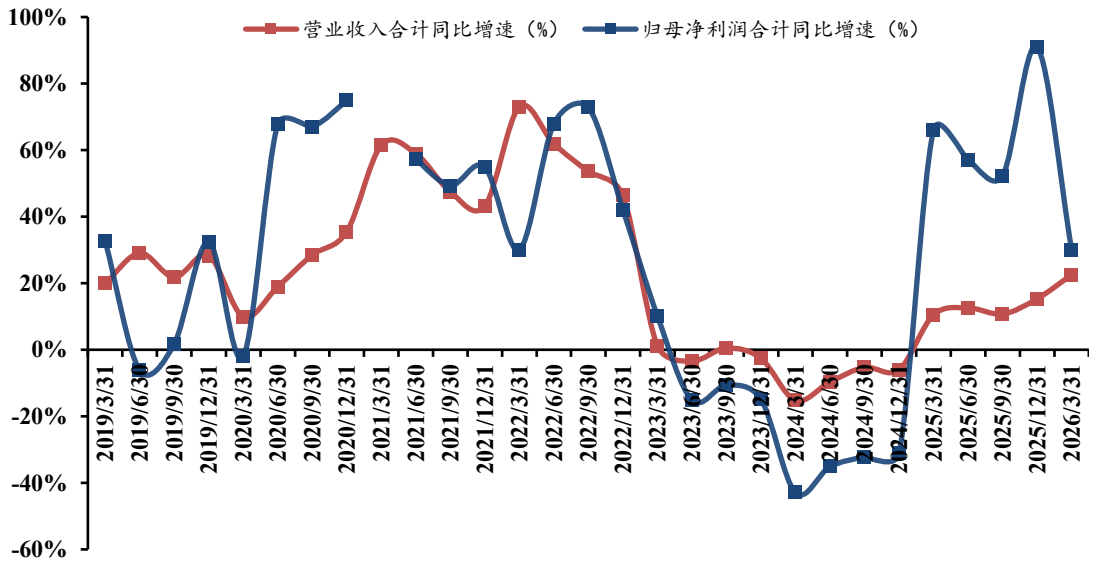
资料来源：Wind，浙商证券研究所（以上数据截至2026年6月30日，公司PE以wind一致预期eps计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

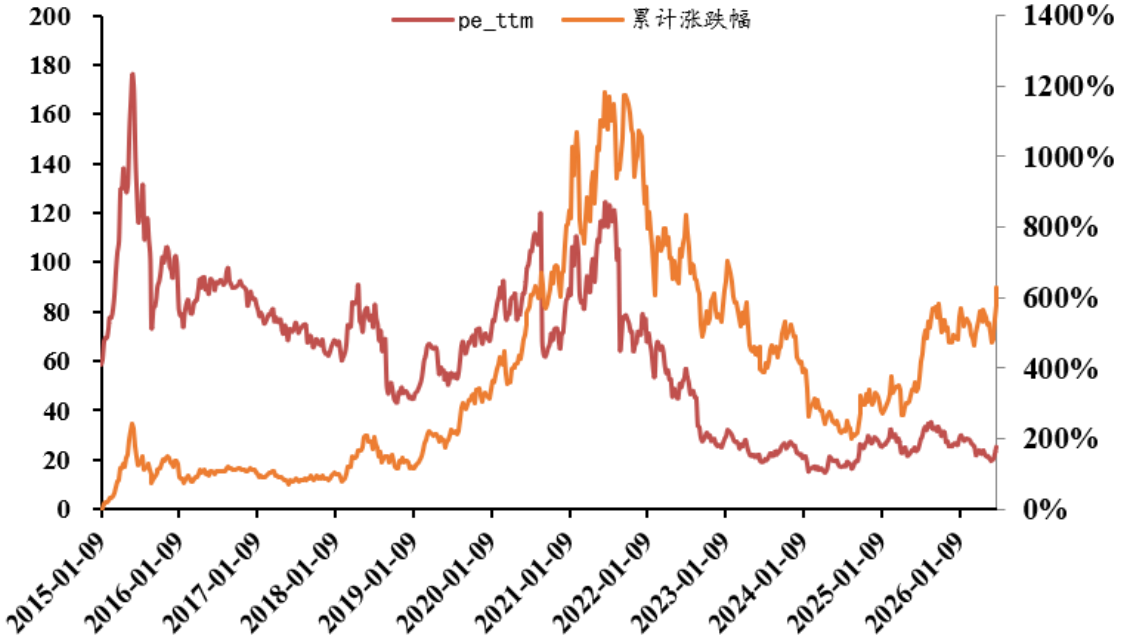
1.1 估值复盘：基本面恢复快于估值修复，看好板块再迎大行情

- **我们认为CXO板块2025年初行情至今仍是以业绩拐点驱动为主的第一阶段，估值的修复过程明显慢于板块涨幅。**复盘来看，2019.1.1-2026.6.29，申万CXO板块累计涨幅为231%，其中2019.1.1-2021.6.25板块最高累计涨幅为482%，板块PE TTM最高点达到145x；2021.6.25-2025.1.3板块累计涨幅为-70%，板块PE TTM最低点达到17x；2025.1.3-2026.6.29板块累计涨幅为92%，当前板块PE TTM为25x，仍然处于历史低位。
- **展望来看，我们认为2026年起基本面加速向上的趋势仍将持续，或驱动估值加速修复，戴维斯双击下2026-2028年有望复刻2019-2021年板块大行情。**复盘来看，若剔除大订单扰动影响，2019-2024年CXO板块收入和利润的复合增速分别为32%、30%，而2025Q1开始，在国内BD爆发带动国内需求大幅改善，以及全球多肽、ADC药物景气度驱动下，板块逐季度修复趋势明确，当前收入、订单同比增速已恢复至20%以上，盈利能力显著修复下，利润端在供需格局优化共振影响下增速更快，基本面趋势已全面修复。

图：2019Q1-2026Q1申万CXO板块合计营业收入与合计归母净利润同比增速（%）



图：2015.1.1-2026.6.29申万CXO板块PE TTM（剔除负值、整体法）及板块累计涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 经营复盘：2025年起新需求强化，业绩跃进概率大于倒退

- **在市场认为CXO行业进入下行期，业绩&盈利能力大幅下滑的印象背后，2025年与2019年相比申万CXO板块合计收入、利润翻了4.6倍、6.8倍，龙头公司在规模大幅提升下依然展现出较高成长性与甚至更高盈利水平。**龙头公司2025年与2019年的收入、扣非净利润相比，药明康德达到3.5倍、6.9倍，凯莱英达到2.7倍、2.1倍，康龙化成达到3.8倍、3.0倍，泰格医药达到2.4倍、0.6倍，昭衍新药达到2.6倍、2倍。

- ✓ 基于这样的规模体量差异，CXO龙头在2025年-2026年一季度开始，收入增速逐步回到15%-30%区间，毛利率开始企稳回升（药明康德、药明生物甚至突破或接近新高），扣非净利率开始向上修复（药明康德持续突破新高）。在新分子类型、规模化效应等多方驱动下，CXO龙头公司的盈利能力仍有望突破前高，业绩弹性仍然十分值得期待。

表：2019-2026Q1CXO核心公司营业总收入与扣非归母净利润变化

公司	营业总收入								同比增速变化
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
泰格医药	28.0	31.9	52.1	70.9	73.8	66.0	68.3	18.0	
康龙化成	37.6	51.3	74.4	102.7	115.4	122.8	141.0	35.8	
昭衍新药	6.4	10.8	15.2	22.7	23.8	20.2	16.6	3.2	
药明康德	128.7	165.4	229.0	393.5	403.4	392.4	454.6	124.4	
凯莱英	24.6	31.5	46.4	102.6	78.3	58.0	66.7	18.0	
药明生物	39.8	56.1	102.9	152.7	170.3	186.8	217.9		

公司	扣非归母净利润								同比增速变化
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
泰格医药	5.6	7.1	12.3	15.4	14.8	8.5	3.6	1.2	
康龙化成	5.1	8.0	13.4	14.2	15.1	11.1	15.4	3.4	
昭衍新药	1.5	2.9	5.3	10.2	3.4	0.2	3.1	2.2	
药明康德	19.1	23.9	40.6	82.6	97.5	99.9	132.4	42.8	
凯莱英	4.9	6.4	9.4	32.3	21.0	8.5	10.4	2.7	
药明生物	8.8	16.9	33.9	44.2	34.0	33.6	43.5		

表：2019-2026Q1CXO核心公司毛利率与扣非归母净利率变化

公司	毛利率								变化趋势
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
泰格医药	46%	47%	44%	40%	39%	34%	27%	27%	
康龙化成	36%	37%	36%	37%	36%	34%	35%	32%	
昭衍新药	53%	51%	49%	48%	43%	28%	21%	20%	
药明康德	39%	38%	36%	37%	41%	41%	48%	50%	
凯莱英	46%	47%	44%	47%	51%	42%	42%	43%	
药明生物	42%	45%	47%	44%	40%	41%	46%		

公司	扣非归母净利率								变化趋势
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
泰格医药	20%	22%	24%	22%	20%	13%	5%	7%	
康龙化成	13%	16%	18%	14%	13%	9%	11%	10%	
昭衍新药	24%	27%	35%	45%	14%	1%	19%	69%	
药明康德	15%	14%	18%	21%	24%	25%	29%	34%	
凯莱英	20%	20%	20%	32%	27%	15%	16%	15%	
药明生物	22%	30%	33%	29%	20%	18%	20%		

资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 需求复盘：2025年起更具弹性的需求，或铸就更大市值跨越

- **过去5年，在订单规模倍数级攀升的情况下，龙头订单增速在2025-2026Q1又恢复到了全球突发卫生事件前的较高水平，背后的增长驱动已经切换为弹性更强的新分子实体研发、以及投融资生态优化之后的内需拐点。**
- ✓ 订单绝对值角度看，药明康德2020-2025年在手订单绝对值达到3.7倍，凯莱英2020-2025年在手订单绝对值达到3.1倍，泰格医药2019-2025年新签订单绝对值达到2.4倍，昭衍新药2019-2025年新签订单达到2.9倍，药明生物2019-2025年未完成服务订单达到6.8倍。订单增速角度看，药明康德、康龙化成等增速均已修复至全球突发卫生事件前增速水平，昭衍新药在低基数下实现创新高的三位数高爆发增长。

表： CXO核心标的2020-2026Q1订单同比增速变化趋势

公司	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	变化趋势
泰格医药（新签）	31%	74%	0%	-19%	7%	21%		
康龙化成（新签）	/	/	/	/	20%+	14%+	30%+	
昭衍新药（新签）	67%	87%	36%	-40%	-20%	41%	112%	
药明康德（在手）		84%	13%	-1%	47%	29%	24%	
凯莱英（在手）	/	320%	-39%	-24%	20%	32%		
药明生物（未完成服务）	115%	36%	113%	-1%	1%	9%		

表： CXO核心标的2019-2025订单绝对值对比

公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	倍数变化
药明康德（在手，人民币）		159	291	328	335	493	580	3.7
凯莱英（在手，美元）		5	19	12	9	11	14	3.1
泰格医药（新签，人民币）	42	55	97	97	79	84	102	2.4
昭衍新药（新签，人民币）	9	15	28	38	23	18	26	2.9
药明生物（未完成服务，美	17	36	50	105	104	105	115	6.8

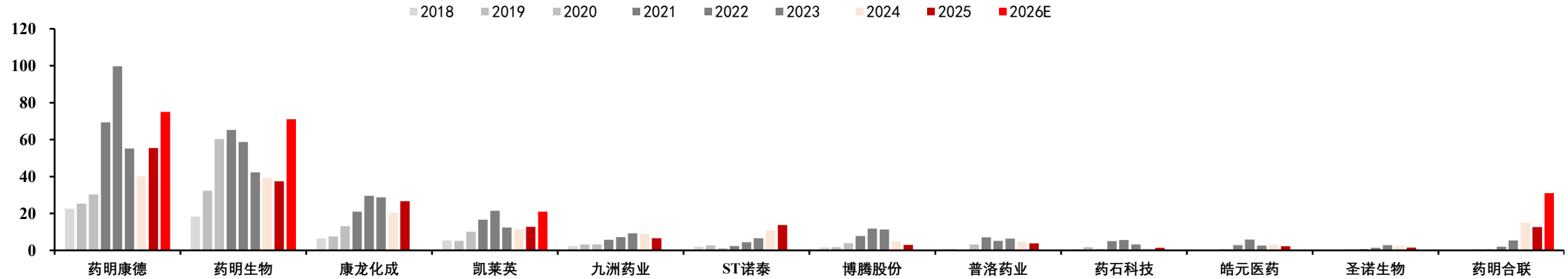
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

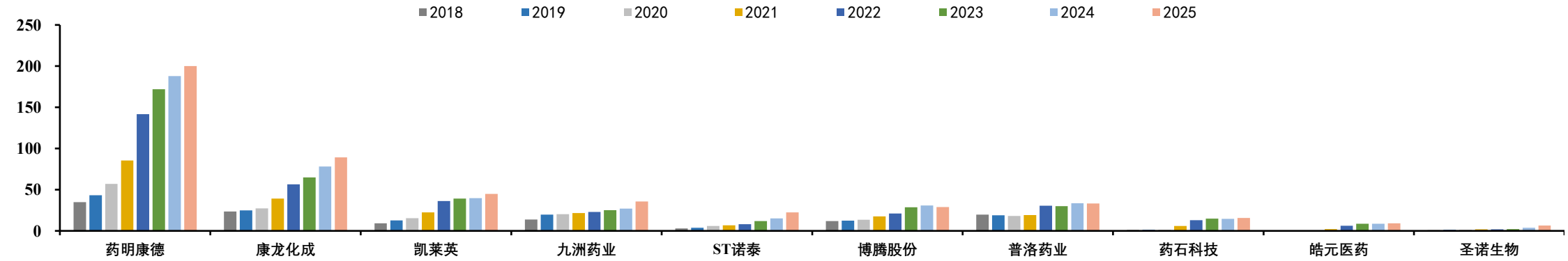
1.4 资产复盘：供给出清，进入新一轮的扩产周期

➢ **2025-2026年龙头CAPEX回升明显，或已进入供给出清后的新一轮扩产周期。**复盘来看，2020-2022年CDMO板块资本开支明显提速，板块固定资产大幅扩建，2023-2024年的新增资本开支规模大幅下滑，板块进入供给端产能出清阶段，2025年在2024年的低基数下，板块公司资本开支逐步回升，2026年CXO龙头CAPEX披露规划均有显著增长，如药明康德预计CAPEX+18%-36%、药明生物+92%、凯莱英+65%等，且这轮开支规模已经达到甚至超过2021年规模水平。

表： CDMO公司2018-2025（2026E）CAPEX规模变化趋势



表： CDMO公司2018-2025年固定资产（折旧摊销前）规模变化趋势



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

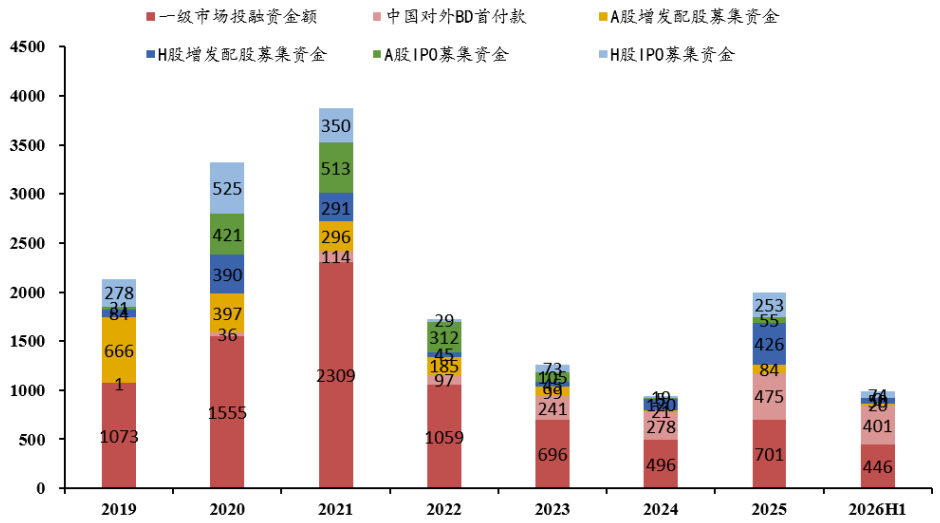
02 细分行业：内需爆发，外需强劲

下载日志已记录，仅供内部参考

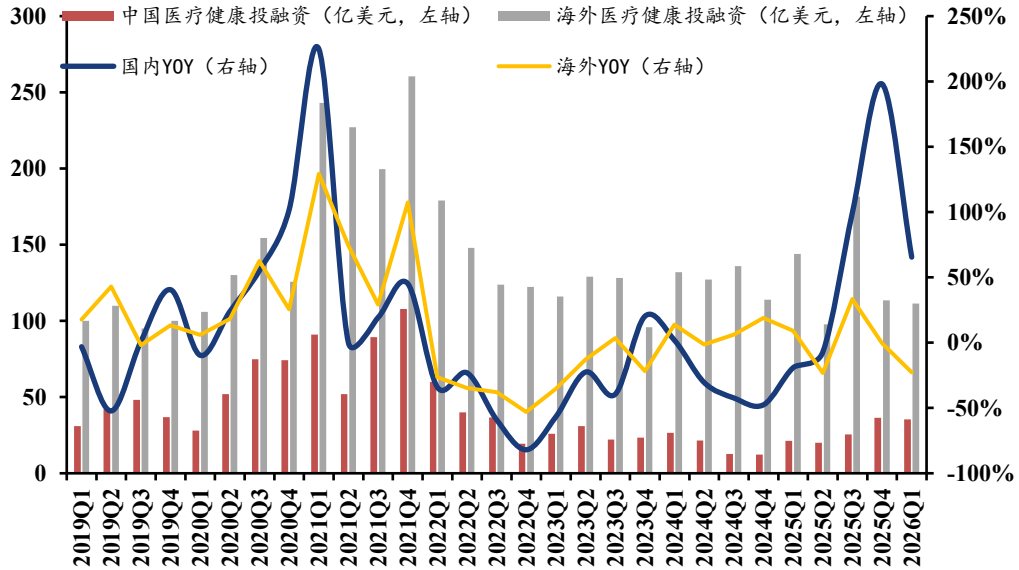
2.1 投融资：BD高景气且可持续，或成驱动主力

- **从投融资角度看，国内修复趋势显著，海外增长趋势稳健。**2026年上半年国内医疗健康一级市场融资65.71亿美元，同比大幅增长59%，一二季度增速均保持高增；海外一级市场上半年融资247.11亿美元，同比增长2%，二季度以来恢复趋势明显。**从BD金额角度看，**2026年上半年国内BD总额或超1000亿美元，首付款或近60亿美元，同比增长超100%。从IPO角度看，国内2026H1在去年高基数下同比略有下降。
- **2025年广义投融资规模已回到2018-2019年水平，但结构上更具成长性，2026年后增长驱动强。**从资金结构上看， 2025年BD首付款占广义融资总额比例为24%，而2026年上半年占比或已经达到40%，BD首付款超越一级市场融资金额已经成为国内生物医药投融资主要来源。2025年起中国创新药资产创新价值持续被海外MNC认可，技术方向、创新程度、数据优势等多维度体现了中国创新的潜力，更重要的是体现了2025年与2019-2021年的大不同。

图：2019-2026M1-5国内医药生物广义投融资总额



图：2019Q1-2026Q1全球医疗健康投融资变化



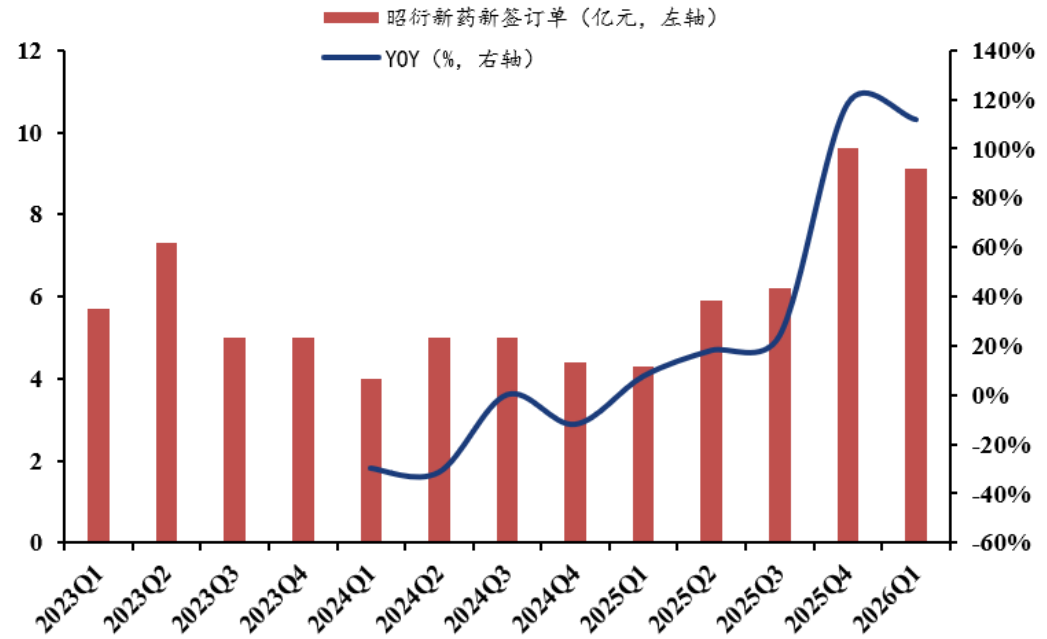
资料来源：动脉网，医药魔方，Wind，浙商证券研究所（2026Q2数据截止2026.6.11）

下载日志已记录，仅供内部参考

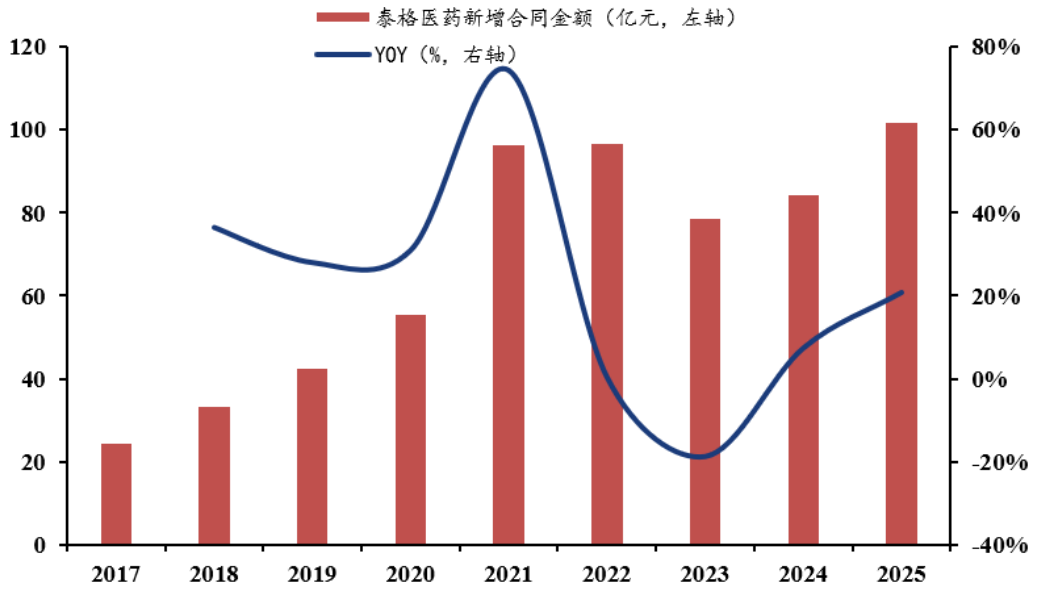
2.1 内需CXO：订单量价齐升驱动高增持续

- **实验猴供需缺口大，临床前安评CRO订单量价齐升爆发期仍将持续。**由于需求爆发以及实验猴供需紧张，2025年四季度开始安评CRO集体进入订单爆发期。2025Q1-2026Q1，昭衍新药新签订单单季度增速分别为8%/18%/24%/118%/112%；2025H1到2025全年，益诺思新签订单增速从7.39%提升至38.62%，2026年一季度增速飙升至198%； 2025H1到2025全年，美迪西新签订单增速从20%提升至47%。我们认为中期维度国内实验猴供需缺口将持续扩大，看好2026年全年安评CRO订单高增趋势以及基本面修复弹性。
- **临床CRO订单价格端已企稳，随着需求修复传导，看好提速趋势显现。**2025年泰格医药净新签订单101.6亿元，同比增长20.7%，加速趋势明显。2024年市场竞争加剧下临床CRO报价平均下降较高，而2025年临床CRO价格端趋稳，新签增速回升明显，随着临床前高需求向临床端传导以及竞争格局优化的同步共振，我们看好2026年后临床CRO订单量价齐升的提速趋势。

图：2023Q1-2026Q1昭衍新药新签订单及增速趋势



图：2017-2025年泰格医药新签订单及增速



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 内需CXO：股权激励彰显信心

- **2025年下半年以来有三家CRO公司发布股权激励计划，均为临床前CRO公司，其中昭衍新药和美迪西上次发布激励（以成功实施计）均在2021年行业景气高点，我们认为此次两家公司激励计划时点有较强行业景气回升指引意义。**从业绩考核目标看，目前均以收入为主，昭衍新药2026-2028年收入同比增速均为15%，美迪西2025-2026年收入同比增速分别为10%/9%或2025年利润扭亏/2026年净利润3000万。

表：昭衍新药、美迪西、成都先导最近两次股权激励方案对比

公司名称	预案公告日	考核目标	激励方式	激励总数（万股）	期权初始行权价格（元
昭衍新药	2026/4/30	第一个解除限售期:以2025年营业收入为基数,2026年营业收入增长率不低于15%。第二个解除限售期:以2025年营业收入为基数,2027年营业收入增长率不低于32%;或以2025年营业收入为基数,2026-2027年两年累计营业收入的增长率不低于147%。第三个解除限售期:以2025年营业收入为基数,2028年营业收入增长率不低于52%;或以2025年营业收入为基数,2026-2028年三年累计营业收入的增长率不低于299%。	上市公司提取激励基金买入流通股	316	19.17
昭衍新药	2021/9/22	第一个解除限售期，以2020年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于 30%；第二个解除限售期，以2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于69%；第三个解除限售期，以2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于 119.70%。	上市公司定向发行股票	68	83.97
美迪西	2025/8/29	第一个归属期：2025年公司需满足以下两个条件之一：1、以2024年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于10%；2、2025年净利润为正数。第二个归属期：2026年公司需满足以下两个条件之一：1、以2024年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于20%；2、2026年净利润不低于3,000万元。	上市公司提取激励基金买入流通股	100	31.37
美迪西	2021/8/18	第一个归属期：公司需满足下列两个条件之一：1、以 2020 年营业收入为基数， 2021 年营业收入增长率不低于 60%；2、以 2020 年净利润为基数， 2021 年净利润增长率不低于 70%。第二个归属期：公司需满足下列两个条件之一：1、以 2020 年营业收入为基数， 2022 年营业收入增长率不低于 156%；2、以 2020 年净利润为基数， 2022 年净利润增长率不低于 189%。第三个归属期：公司需满足下列两个条件之一：1、以 2020 年营业收入为基数， 2023 年营业收入增长率不低于 310%；2、以 2020 年净利润为基数， 2023 年净利润增长率不低于 391%。	上市公司定向发行股票	28	298.56
成都先导	2025/8/28	第一个归属期：考核年度2025年，以2024年营业收入为基数，年度营业收入增长率目标值15%、触发值12%，以2024年净利润为基数，年度净利润增长率目标值20%、触发值16%；第二个归属期：考核年度2026年，以2024年营业收入为基数，年度营业收入增长率目标值30%、触发值24%，以2024年净利润为基数，年度净利润增长率目标值40%、触发值32%。	上市公司定向发行股票及上市公司提取激励基金买入流通股	105	13.99
成都先导	2023/8/23	2023年：以2022年营业收入为基数，营业收入增长率目标值30%、触发值20%，获得批准的IND（含新增适应症）个数目标值1；2024年：以2022年营业收入为基数，营业收入增长率目标值69%、触发值46%，获得批准的IND（含新增适应症）个数1。	上市公司提取激励基金买入流通股	124	16.15

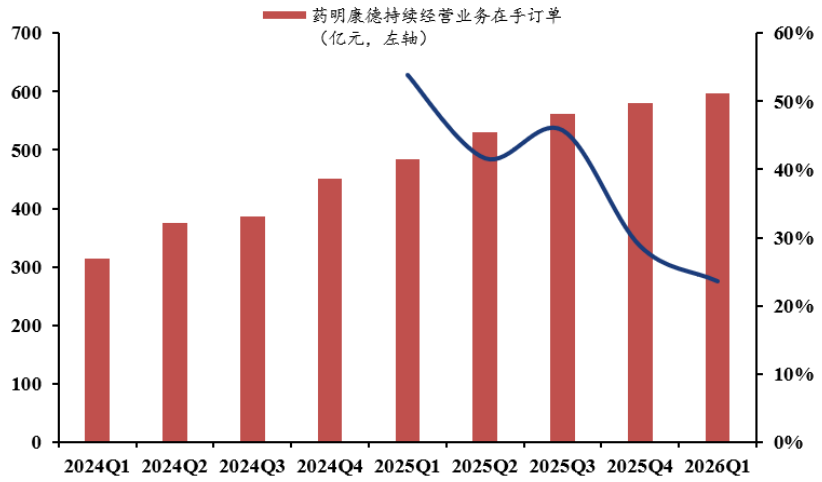
资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

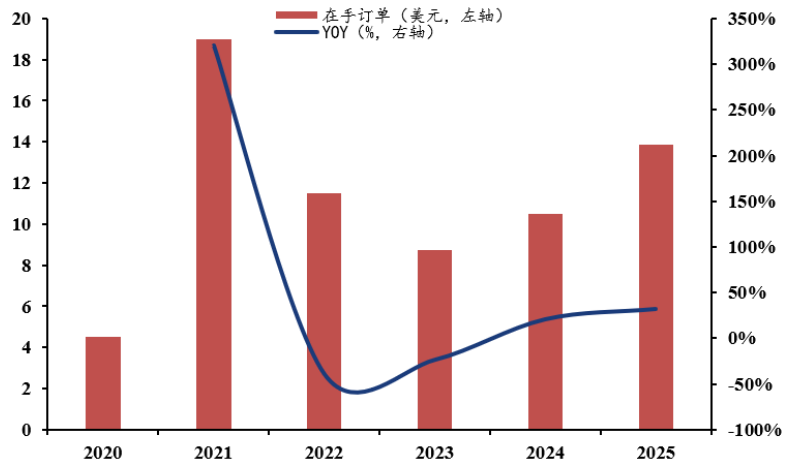
2.2 外需CXO：更高基数下订单维持高增，全球竞争力持续验证

- **CDMO：新起点，新增速。**相比2019年，2025年药明康德、凯莱英在手订单规模已增长4倍，但增速依然在30%左右；康龙化成M端在2025年起明显提速；二线CXO如美迪西海外拓展亮眼。在商业化大订单等因素影响下，2019-2022年部分国内头部CDMO公司经历了订单的爆发增长，尤其是凯莱英与药明康德。
- **在承接重磅产品商业化订单的能力验证后，本土头部CDMO全球竞争力更进一步，在高基数下继续保持高增长**：2019-2024年药明康德持续经营在手订单CAGR为33%，2020-2025年凯莱英在手订单CAGR为24%；2025年两家公司的在手订单水平均已是2020年的3-4倍，但增速依然保持在30%左右。康龙化成小分子CDMO（CMC）业务新签订单在2025年起显著提速，2026年一季度增速已超50%。二线CXO海外拓展亮眼，其中美迪西2024-2025年境外订单、收入增速显著，2025年全年境外收入占比已接近50%，境外新签订单增速达到59.96%。普洛药业2025年报和2026Q1提到的CDMO订单也处于高景气阶段。

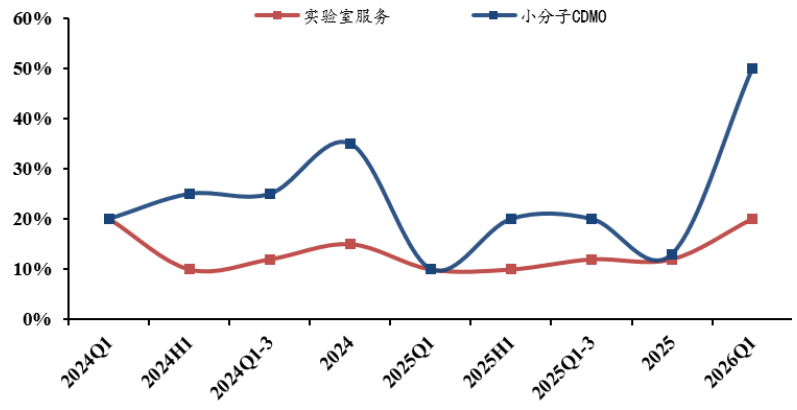
图：2024Q1-2026Q1药明康德持续经营业务在手订单及增速



图：2020-2025年凯莱英在手订单及增速



图：2024Q1-2026Q1康龙化成实验室服务和小分子CDMO订单及增速



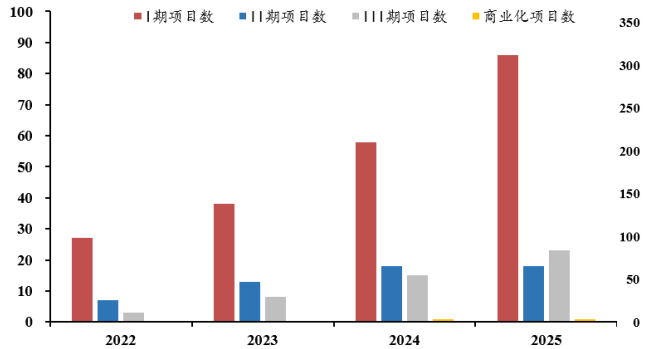
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

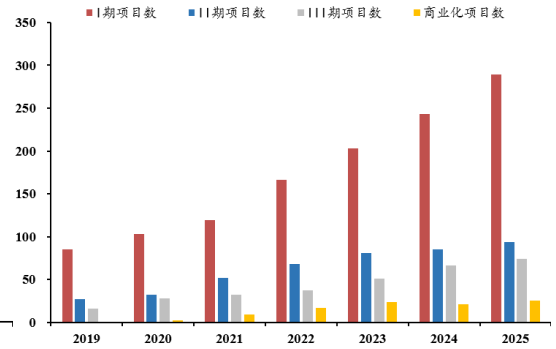
2.2 外需CXO：看好新需求下，订单再超预期增长

- **供给端看，2025年起CDMO的CAPEX新周期已开启，全球高潜力头部创新药资产研发成本人民币化逻辑持续强化。**2026年CXO龙头CAPEX规划均有显著增长，如药明康德预计CAPEX+18%-36%、药明生物+92%、凯莱英+65%、药明合联+158%、康龙化成等。CDMO龙头CAPEX加速主要为了全球产能布局、多肽、ADC、寡核苷酸、新疾病领域小分子等新业务和新产业链拓展的产能布局建设，全球高潜力头部创新药资产研发成本人民币化逻辑持续强化。
- **临床三期及商业化等后端项目兑现是核心驱动。**2023年起药明康德临床三期与商业化项目数量增速持续高于临床二期前项目增速；凯莱英2024年以来商业化项目数量增长也显著提速；2024年起药明生物、药明合联临床阶段项目增速高于临床前项目增速。我们预计CDMO龙头普遍呈现的临床阶段、三期及商业化高价值量项目占比提升将驱动增长提速。

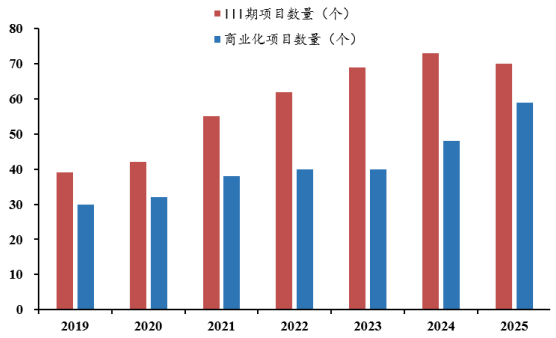
图：2022-2025年药明合联临床阶段项目



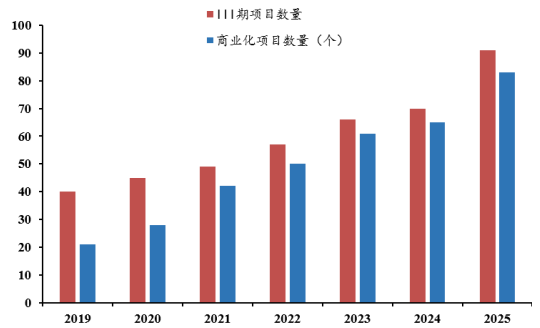
图：2019-2025年药明生物临床阶段项目



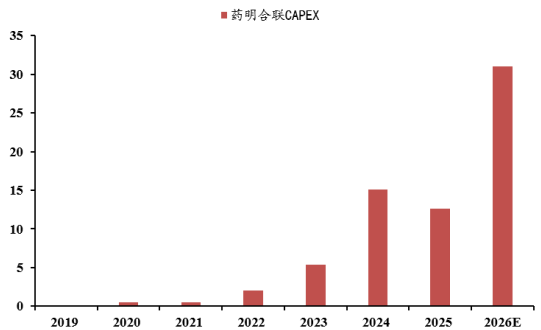
图：2019-2025年凯莱英三期及商业化项目



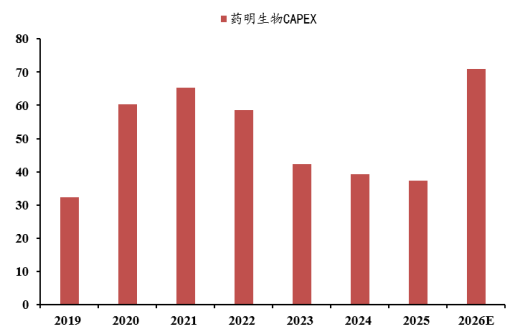
图：2019-2025年药明康德三期及商业化项目



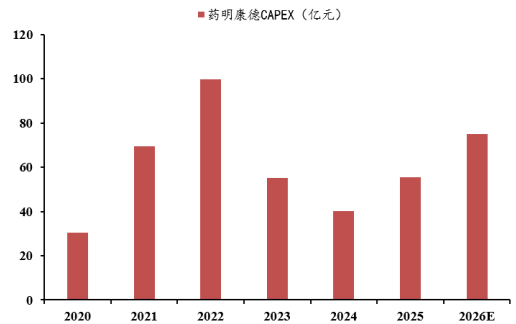
图：2019-2026E药明合联CAPEX及增速



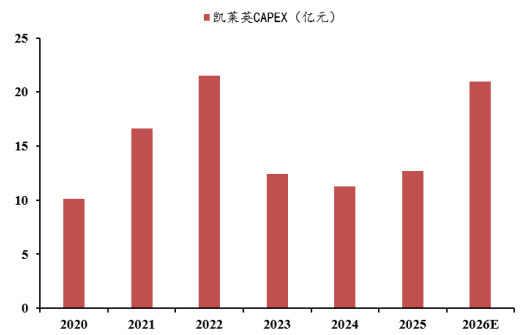
图：2019-2026E药明生物CAPEX及增速



图：2020-2026E药明康德CAPEX及增速



图：2020-2026E凯莱英CAPEX及增速



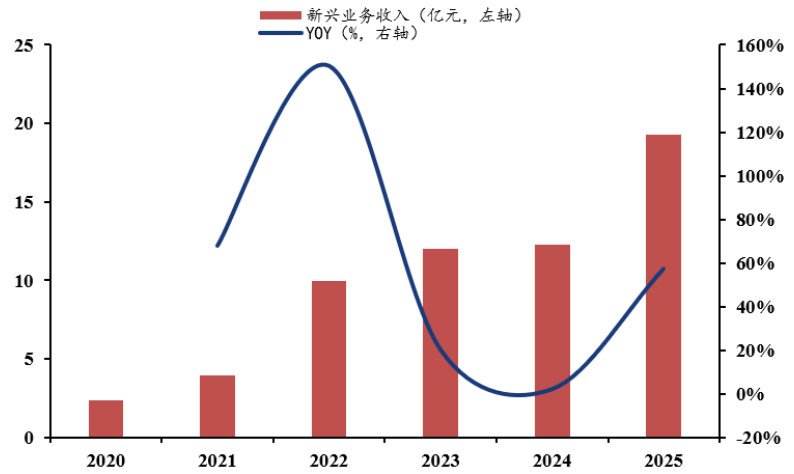
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

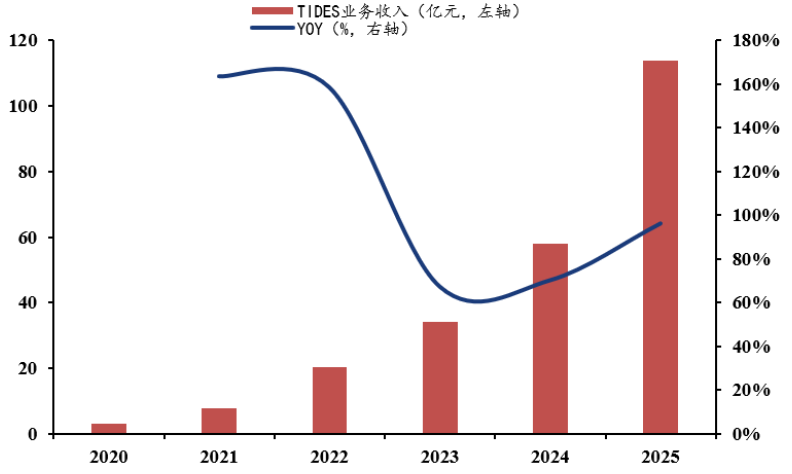
2.2 外需CXO：看好新需求下，订单再超预期增长

- **本土CDMO在新分子业务持续高增，全球竞争力优势望持续兑现。**凭借CRDMO模式+产能规模优势，药明康德早期切入并深度绑定全球TIDES研发生产供应链，2020-2025年药明康德TIDES业务CAGR达到107%，2025年TIDES业务收入占比已经达到25%。凭借M端服务能力+产能规模优势，凯莱英多年深耕多肽、寡核苷酸、ADC等CDMO业务，2020-2025年公司新兴业务CAGR为52%，且2025年依然保持50%-100%的高增速，体现了新需求爆发力。
- **展望来看，我们认为本土CXO的供应链优势以及工程师红利在新分子时代或更突出**，随着各公司持续丰富的项目漏斗向后导流，以及全球新分子实体药物逐步进入后期临床及商业化阶段，我们认为2026-2028年本土CDMO订单增速有望持续超预期。

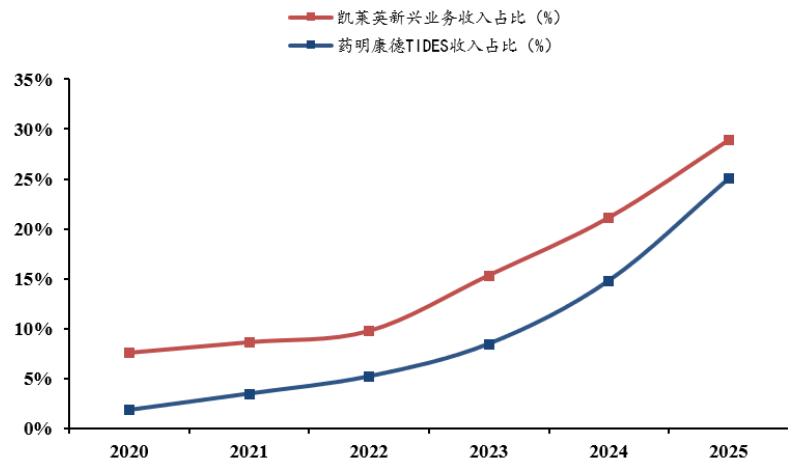
图：2020-2025年凯莱英新兴业务收入及增速



图：2020-2025年药明康德TIDES业务收入及增速



图：2020-2025年药明康德、凯莱英新兴业务收入占比



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

03 投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

03 投资建议

- **投资建议：**我们认为CXO板块经历多年的供给端出清，需求端遇冷之后，估值已经跌至2010年以来底部区间。经营端看：我们认为2025年以来CXO板块已经进入到订单&业绩向上共振的阶段，2025Q4开始【内需】昭衍、泰格、益诺思25Q4-26Q1订单均超预期增长，【外需CDMO】药明康德、凯莱英多肽、寡核苷酸等业务订单持续高增，普洛药业、康龙订单增量开始体现，充分显示【内需CXO需求端迎来大拐点，外需CDMO新增量开始加速兑现到业绩中】，板块处于较好配置位置（绝大多数处于股价历史低位）。基于全球创新药研发成本人民币化逻辑下，我们看好本轮CXO牛市行情，看好订单高增，业绩超预期兑现。

- ✓ 1）外需型CXO：国内CDMO产业链在新分子领域竞争力更强，看好订单趋势与业绩确定性。目前龙头公司2026年PEG普遍在1-1.5，具备较高估值性价比，推荐药明康德、凯莱英、药明生物，普洛药业、康龙化成、关注药明合联、皓元医药等。

- ✓ 2）内需型CXO：我们认为在国内BD、IPO持续火爆和投融资修复助推下，国内新药研发景气有望持续回升，订单量价齐升带动下2026年内需型CXO有望逐季度、持续释放利润弹性，推荐泰格医药、昭衍新药、美迪西，关注益诺思、普蕊斯、诺思格等。

表：CXO推荐公司估值表（截至2026.7.3，评级公司EPS为浙商证券研究所预测，其余EPS取自Wind一致预期）

代码	公司	标签	市值	现价	EPS			PE			评级
					2026	2027	2028	2026	2027	2028	
603259.SH	药明康德	一体化CDMO	3,761	124.12	5.84	6.85	7.89	21	18	16	买入
300347.SZ	泰格医药	临床CRO	384	46.93	1.24	1.46	1.88	38	32	25	买入
002821.SZ	凯莱英	小分子CDMO	581	165.80	3.93	4.95	6.16	42	33	27	买入
603127.SH	昭衍新药	临床前CRO	276	40.56	0.87	0.99	1.27	47	41	32	买入
2269.HK	药明生物	一体化CDMO	1,556	37.56	1.33	1.61	1.93	28	23	19	买入
688710.SH	益诺思	临床前CRO	88	62.67	0.93	1.84	2.86	67	34	22	未评级
688202.SH	美迪西	临床前CRO	105	78.50	0.37	0.92	1.82	212	85	43	增持
300759.SZ	康龙化成	一体化CDMO	498	29.57	1.12	1.39	1.67	26	21	18	买入
688131.SH	皓元医药	小分子CDMO	196	91.99	1.55	2.21	3.21	59	42	29	买入
2268.HK	药明合联	一体化CDMO	779	61.70	1.64	2.28	3.03	38	27	20	未评级
301333.SZ	诺思格	临床CRO	50	51.91	1.58	1.84	1.85	33	28	28	未评级
301257.SZ	普蕊斯	临床CRO	41	52.25	1.80	2.15	2.39	29	24	22	未评级

资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

04 风险提示

- **创新技术投融资趋势变化不确定性风险：**生物医药行业投融资景气度受宏观环境、市场风格偏好、药品商业化前景等多种动态因素影响，若投融资再度遇冷，则药企研发、商业化进展受阻，将对CXO的订单承接与执行产生较大影响，但随着国内投融资生态发展、结构持续优化，我们认为这种不确定性相对较低。
- **中美贸易摩擦不确定性风险：**随着本土CXO全球竞争参与程度持续提升，尤其是在美国市场，近几年贸易摩擦的升级导致市场对于相关领域成长天花板和订单持续性担忧，我们认为国内相关产业发展依然处于成熟产品、成本套利的逻辑，并不影响实际订单持续性；同时国内市场加大开放，对于国产替代的需求，也倒逼外资医疗产品本土化生产，相互渗透增加，订单的不确定有望逐步淡化。
- **创新药管线研发进展或商业化不及预期风险**：创新药管线的研发与商业化成功与否存在较大不确定性，若进展不及预期，将对上游临床、临床前CRO以及后端CDMO的订单承接与执行造成较大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

下载日志已记录，仅供内部参考

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn