下载日志已记录，仅供内部参考

一体化 CRDMO：长期主义铸就的系统性壁垒

--药品行业周报 2026.8.24-2026.8.28

相关研究：

1.《海外CXO业绩普遍超预期，全球需求复苏确认》 2026.08.16

2.《AI重塑药物研发早期范式，溢出效应正向上游传导》 2026.08.23

行业评级：买入（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	5	12	-15
绝对收益	6	6	-12

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： 021-50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **本周 A 股生科下跌 3.46%，化学制剂下跌 1.18%**

根据 Wind 数据，本周纳指生科、A 股生科及恒生生科分别下跌 2.28%、下跌 3.46%和上涨 0.47%。港股市场方面，恒生医疗保健上涨 0.20%，位列恒生综合一级行业涨跌幅第 3 位。

申万医药生物二级子行业医疗服务 II 报收 8612.95 点，下跌 4.12%；中药 II 报收 5550.84 点，上涨 2.02%；化学制药II报收 11751.88 点，下跌 1.31%；生物制品II报收 5799.66 点，下跌 3.82%；医药商业II报收 4588.59 点，上涨 0.63%；医疗器械 II 报收 5836.13 点，上涨 0.18%。三级行业中化学制剂报收 7513.45 点，下跌 1.18%。判断部分医药细分方向回调主要是受全球长短利率高位使得生物科技等成长标的承压所致。

❑ **化学制剂板块 PE（ttm）38.06 X，PB（lf）3.13 X**

根据 Wind 数据，截至本周末，申万化学制剂板块 PE 为 38.06 X，近一年 PE 最大值为 53.22 X，最小值为 34.18 X；当前 PB 为 3.13 X，近一年 PB 最大值为 4.26 X，最小值为 2.81 X。化学制剂板块 PE（ttm）较前一周下降了 0.48X，PB（lf）较前一周下降了 0.02X。

❑ **一体化 CRDMO：长期主义铸就的系统性壁垒**

基于对行业的持续追踪与研判，我们认为，头部一体化 CRDMO 企业所构筑的竞争优势，远非传统意义的生产代工可比。其深厚的护城河根植于两大核心引擎：一是以前沿生物技术（如复杂分子开发平台）为核心的持续迭代能力；二是以前瞻性一体化服务网络为支撑的高效协同模式。技术与服务的深度融合，构成了极具韧性与排他性的商业模式壁垒。

以下，我们将以药明生物为例，剖析一体化 CRDMO 平台的核心壁垒。

第一层：一体化商业模式，锁定漏斗效应。这是最底层，也是最耗时的壁垒。传统模式下，研发和生产脱节，技术转移存在数据丢失与重复验证的风险。药明生物将研究、开发与生产打通，项目从早期就沉淀在同一体系中。根据药明生物公众号，截至 2026 年上半年，其综合项目达 1064 个，其中 78 个已进入临床 III 期，28 个已商业化。M 端抢单压力小，大量商业化订单由前端漏斗自然转化而来。对客户而言，一旦分子在该体系内完成了工艺与质量标准开发，更换供应商意味着漫长的工艺转移与重新注册。这类切换成本是结构性的，资本无法速成。

第二层：复杂分子平台，形成数据密度优势。这是当前价值最高、代差最明显的一环。药明生物将产业化思维前置到分子设计源头：根据药明生物公众号，WuXiBody™通过解决双抗的轻重链错配问题，使其 CMC 特性接近单抗，已获默沙东与 GSK 的认可；WuXia™定点整合平台实现 CHO 细胞系双抗表达量 7.5-10 g/L，DNA 至 MCB 周期压缩至 9-10 周，帮助客户降低成本三至五成；WuXiUP™灌流工艺效率达到传统工艺的 5-20 倍。其壁垒不在于专利本身，而在于上千个真实项目的实战迭代。技

下载日志已记录，仅供内部参考

术参数来自海量工艺失败与成功的样本，这是后来者无法在短期获取的训练数据，决定了工程判断力的天花板。

第三层：全球合规信誉，构成强时间壁垒。这是全球化的通行证，也是无法压缩的长期投资。根据药明生物公众号，截至 2026 年 6 月，药明生物已接受 49 次全球监管检查，包括 23 次 FDA/EMA 检查，PLI（产品许可检查）保持 100%通过率，15 个 GMP 工厂分布全球。获得 FDA/EMA 批准并非一次性的考试，而是持续多年、经历真实项目验证、保持零重大缺陷项的漫长过程。合规记录具备复利效应：一次通过是信誉的起点，记录越好越被信任，越被信任则优质订单越多，进一步积累更铁的质量证据。后来者即便投入相同年限，也难以跳过客户对历史质量的考察。

第四层：数字化沉淀，形成长尾竞争力。这层壁垒最容易被低估，而后劲最足。根据药明生物公众号，药明生物的 PatroLab™数字孪生平台实时监控 40 余个关键工艺参数，“黄金批次”机制让生产从依赖专家经验走向数据驱动。其本质逻辑是：数据积累量乘以时间。上千个项目、上万批次的真实数据，才可能训练出可靠的模型与风险预判能力。新建工厂可以买到设备，但买不到历史上万个批次的工艺参数，这决定了智能化转型的最终速度。

第五层：全球网络，构建供应链韧性。在地缘政治常态化的背景下，这一层从加分项变成了必选项。药明生物超过 14000 名员工分布在中美欧及新加坡，能够提供真正的“第二供应地”支持。对于 ADC/XDC 这类高活性/高毒性载荷的生产，跨国转移的合规审核极为严苛，客户关注的不仅是单一工厂的合规状态，更是突发状况下能否无缝切换备份产能。多地布局与多辖区变更控制的经验积累，形成难复制的复合护城河。

总体来看，药明生物的商业模式拉动项目沉淀，项目沉淀丰富技术平台数据，技术优势吸引更多订单，订单摊薄产能成本并完善合规记录。这个正循环是时间、订单与资本共同铸成的，构成了后来者难以用单项投资跨越的系统性门槛。理解一体化 CRDMO 的竞争格局，不能只看产能或某几项专利，而要将其视为一个不断滚动的飞轮。这也是过去十年里，CRDMO 龙头引领行业发展的根本原因。

❑ 投资建议

中国创新药已进入全球化新阶段，在 ADC、双抗等前沿领域实现技术突破，逐步从跟随创新走向源头创新。行业逻辑正从单纯依赖国内市场转向全球价值兑现，投资重心应从管线数量转向全球变现能力。维持药品行业“买入”评级，建议关注三大主线：（1）布局特定创新药技术平台 Biotech 公司如小酸前沿生物；（2）综合性药企如贝达药业、百济神州等；（3）创新药产业链上游 CXO、科研试剂如药明康德、药明生物、皓元医药等。

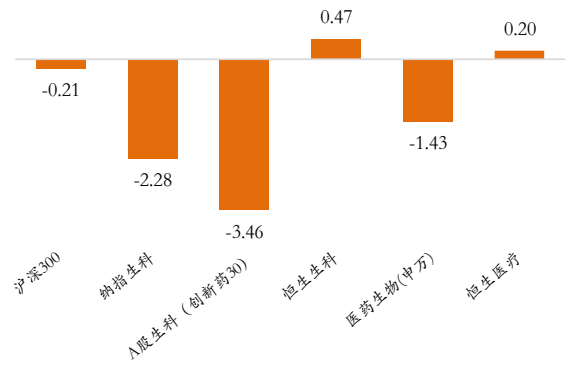
❑ 风险提示

政策变动不确定性；创新药研发不及预期风险；行业及上市公司业绩不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

1 行情回顾

图 1 国内外主要市场生科指数周涨跌幅（%）



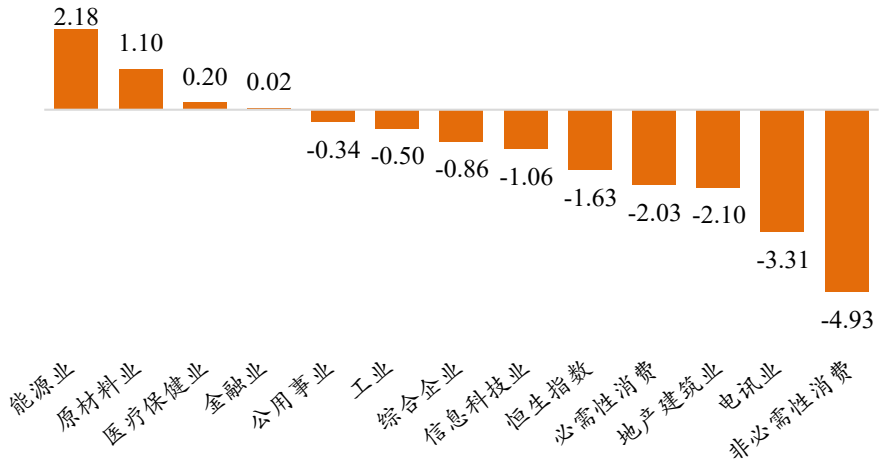
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 全球主要生物科技指数近一年走势



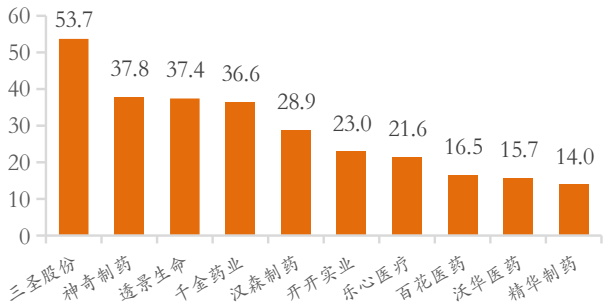
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 恒生综合行业指数周涨跌幅（%）



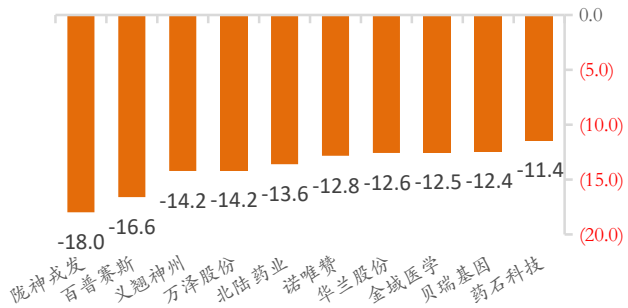
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 申万医药生物一周涨幅（%）前 10 名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 申万医药生物一周涨跌（%）后 10 名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1 申万医药各子板块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅（%）	
		本周	2025年以来
医药生物	8018.11	-1.43	+9.43
医疗服务	8612.95	-4.12	+68.83
中药	5550.84	+2.02	-14.28
化学制药	11751.88	-1.31	+14.68
生物制品	5799.66	-3.82	-5.97
医药商业	4588.59	+0.63	-8.13
医疗器械	5836.13	+0.18	-5.29

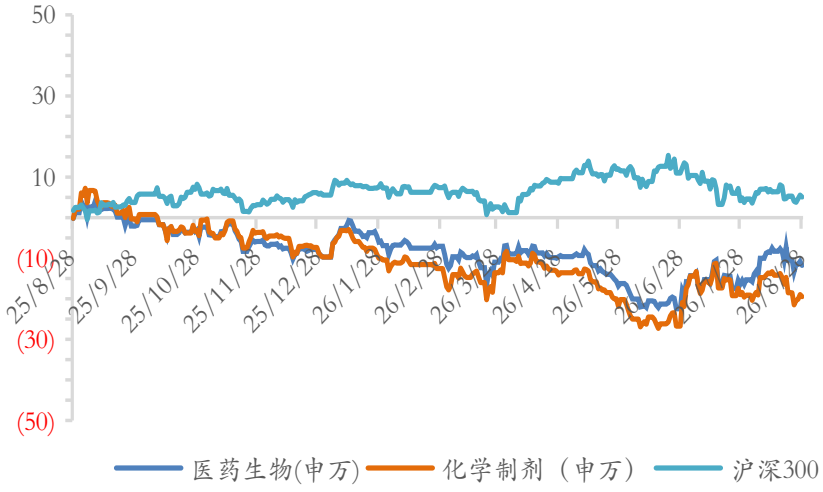
资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 2 申万医药三级子板块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅（%）	
		本周	2025年以来
医疗研发外包	18540.48	-4.57	120.97
疫苗	10494.96	-2.20	-18.80
其他生物制品	10840.15	-5.77	18.35
医疗耗材	5552.10	+0.29	5.64
中药	5548.98	+2.02	-14.28
体外诊断	7513.45	-1.67	-5.24
化学制剂	8114.84	-1.18	14.06
医疗设备	8455.50	+1.00	-12.42
原料药	10784.55	-1.97	17.86
血液制品	5890.43	+1.62	-38.78
医院	3932.67	-0.18	-17.41
线下药店	11738.92	-1.68	-5.16
医药流通	2566.12	+1.67	-9.30

资料来源：Wind、湘财证券研究所

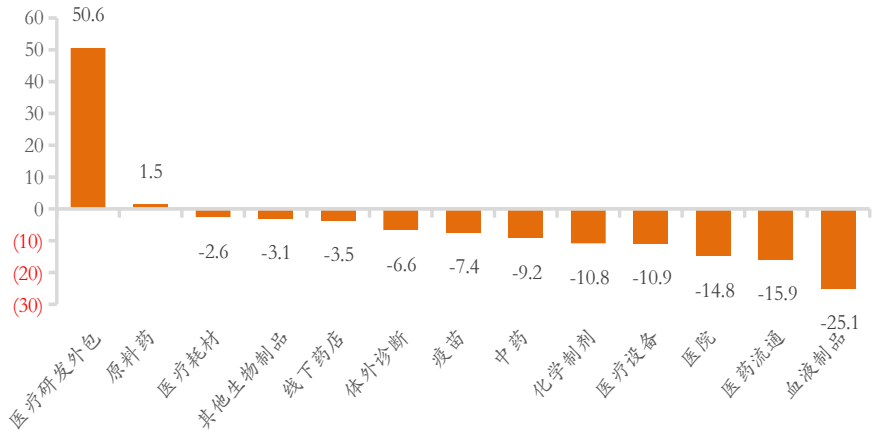
图 6 近一年申万化学制剂板块涨跌幅对比（%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

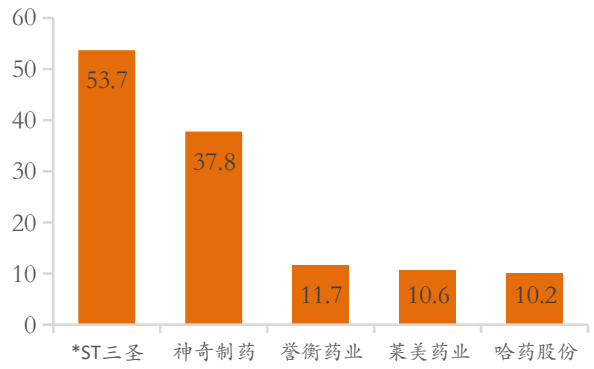
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7 2025 年以来申万医药生物三级行业涨跌（%）



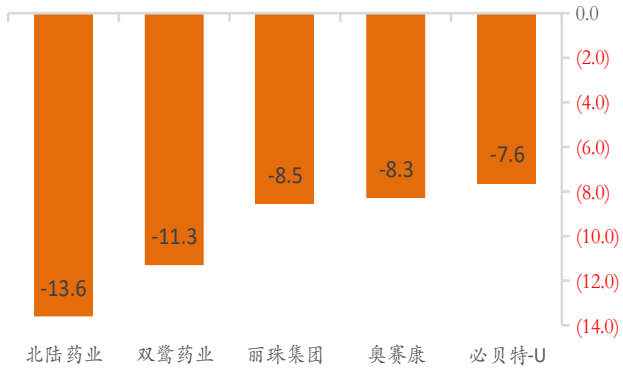
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 申万化学制剂板块一周涨跌幅（%）前五名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 申万化学制剂板块一周涨跌幅（%）后五名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

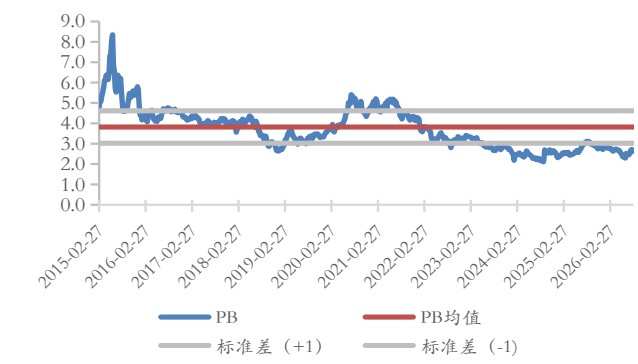
2 行业估值

图 10 2015 年以来申万医药生物 PE 概况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

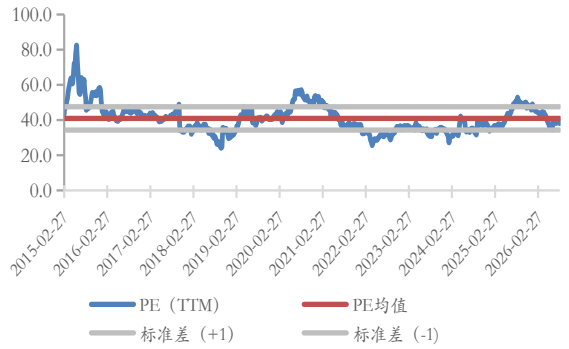
图 11 2015 年以来申万医药生物 PB 情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

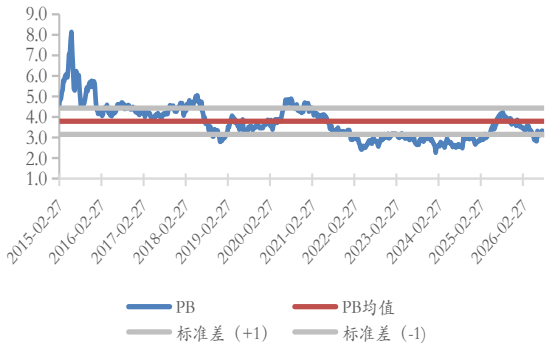
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12 2015 年以来申万化学制剂行业 PE 概况



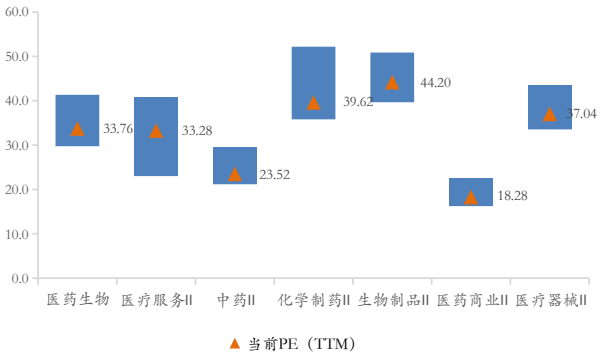
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 13 2015 年以来申万化学制剂行业 PB 情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

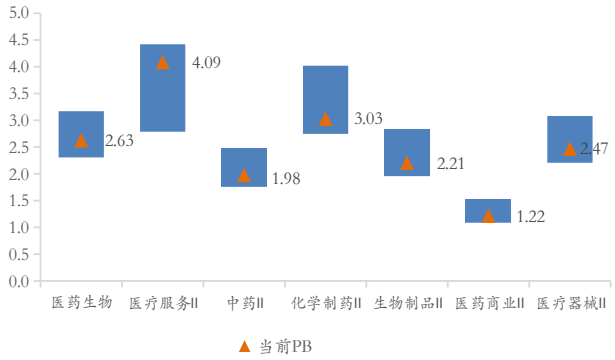
图 14 近一年申万医药二级子板块 PE 概况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：蓝柱为近一年 PE 最大/最小范围

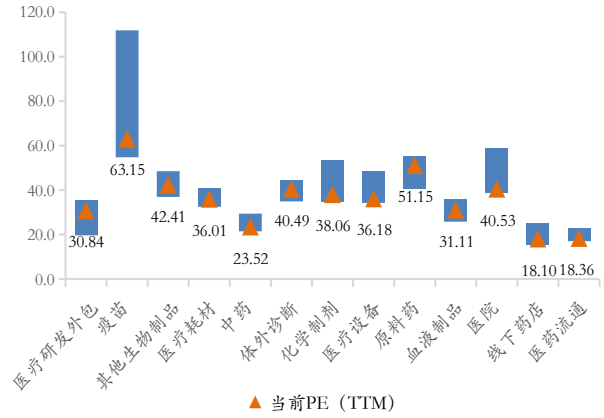
图 15 近一年申万医药二级子板块 PB 情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：蓝柱为近一年 PE 最大/最小范围

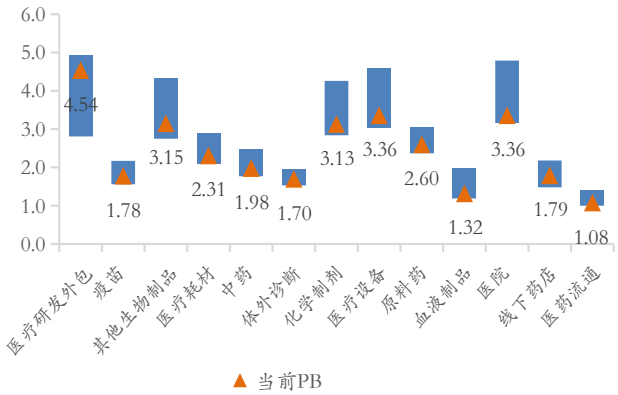
图 16 近一年申万医药三级子板块 PE 概况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：蓝柱为近一年 PE 最大/最小范围

图 17 近一年申万医药三级子板块 PB 情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：蓝柱为近一年 PE 最大/最小范围

下载日志已记录，仅供内部参考

3 板块观点

3.1 一体化 CRDMO：长期主义铸就的系统性壁垒

基于对行业的持续追踪与研判，我们认为，头部一体化 CRDMO 企业所构筑的竞争优势，远非传统意义的生产代工可比。其深厚的护城河根植于两大核心引擎：一是以前沿生物技术（如复杂分子开发平台）为核心的持续迭代能力；二是以前瞻性一体化服务网络为支撑的高效协同模式。技术与服务的深度融合，构成了极具韧性与排他性的商业模式壁垒。

以下，我们将以药明生物为例，剖析一体化 CRDMO 平台的核心壁垒。

全球生物药创新主线正从传统单抗转向双抗、多抗与 ADC 等复杂分子，行业对服务商的要求被整体抬高了一个维度。过去十年，外包门槛是有没有产能、会不会做；今天，竞争早已超越生产能力的单点比拼，转为对端到端一体化能力、平台化技术迭代、规模化项目经验、全球合规体系与供应链布局的综合考量。**背后是三个结构性变化：分子复杂度显著提升；竞争焦点从科学发现转向产业化兑现效率，重磅交易与监管放行密集落地；客户要求服务商从分子设计源头介入，而非等到生产环节才接手。**正是这些变化，把行业壁垒从“技术+产能”的二维门槛，推向“平台+一体化+规模经验+合规”的多维组合。**单项能力或许可以追赶，但组合无法复制——这正是理解头部 CRDMO 竞争壁垒的总纲。**

第一层：一体化商业模式，锁定漏斗效应。这是最底层，也是最耗时的壁垒。传统模式下，研发和生产脱节，技术转移存在数据丢失与重复验证的风险。药明生物将研究、开发与生产打通，项目从早期就沉淀在同一体系中。根据药明生物公众号，截至 2026 年上半年，其综合项目达 1064 个，其中 78 个已进入临床 III 期，28 个已商业化。M 端抢单压力小，大量商业化订单由前端漏斗自然转化而来。对客户而言，一旦分子在该体系内完成了工艺与质量标准开发，更换供应商意味着漫长的工艺转移与重新注册。这类切换成本是结构性的，资本无法速成。

第二层：复杂分子平台，形成数据密度优势。这是当前价值最高、代差最明显的一环。药明生物**将产业化思维前置到分子设计源头：**根据药明生物公众号，WuXiBody™通过解决双抗的轻重链错配问题，使其 CMC 特性接近单抗；WuXia™定点整合平台实现 CHO 细胞系双抗表达量 7.5-10 g/L，DNA 至 MCB 周期压缩至 9-10 周，帮助客户降低成本三至五成；WuXiUP™灌流工艺效率达到传统工艺的 5-20 倍。其壁垒不在于专利本身，而在于上千个真实项

下载日志已记录，仅供内部参考

目的实战迭代。技术参数来自海量工艺失败与成功的样本，这是后来者无法在短期获取的训练数据，决定了工程判断力的天花板。

第三层：全球合规信誉，构成强时间壁垒。这是全球化的通行证，也是无法压缩的长期投资。根据药明生物公众号，截至 2026 年 6 月，药明生物已接受 49 次全球监管检查，包括 23 次 FDA/EMA 检查，PLI（产品许可检查）保持 100%通过率，15 个 GMP 工厂分布全球。获得 FDA/EMA 批准并非一次性的考试，而是持续多年、经历真实项目验证、保持零重大缺陷项的漫长过程。合规记录具备复利效应：一次通过是信誉的起点，记录越好越被信任，越被信任则优质订单越多，进一步积累更铁的质量证据。后来者即便投入相同年限，也难以跳过客户对历史质量的考察。

第四层：数字化沉淀，形成长尾竞争力。这层壁垒最容易被低估，而后劲最足。根据药明生物公众号，药明生物的 PatroLab™数字孪生平台实时监控 40 余个关键工艺参数，“黄金批次”机制让生产从依赖专家经验走向数据驱动。其本质逻辑是：数据积累量乘以时间。上千个项目、上万批次的真实数据，才可能训练出可靠的模型与风险预判能力。新建工厂可以买到设备，但买不到历史上万个批次的工艺参数，这决定了智能化转型的最终速度。

第五层：全球网络，构建供应链韧性。在地缘政治常态化的背景下，这一层从加分项变成了必选项。药明生物超过 14000 名员工分布在中美欧及新加坡，能够提供真正的“第二供应地”支持。对于 ADC/XDC 这类高活性/高毒性载荷的生产，跨国转移的合规审核极为严苛，客户关注的不仅是单一工厂的合规状态，更是突发状况下能否无缝切换备份产能。多地布局与多辖区变更控制的经验积累，形成难复制的复合护城河。

总体来看，药明生物的商业模式拉动项目沉淀，项目沉淀丰富技术平台数据，技术优势吸引更多订单，订单摊薄产能成本并完善合规记录。这个正循环是时间、订单与资本共同铸成的，构成了后来者难以用单项投资跨越的系统性门槛。理解一体化 CRDMO 的竞争格局，不能只看产能或某几项专利，而要将其视为一个不断滚动的飞轮。这也是过去十年里，CRDMO 龙头引领行业发展的根本原因。

3.2 投资建议

中国创新药已进入全球化新阶段，在 ADC、双抗等前沿领域实现技术突破，逐步从跟随创新走向源头创新。行业逻辑正从单纯依赖国内市场转向全球价值兑现，投资重心应从管线数量转向全球变现能力。维持药品行业“买入”评级，建议关注三大主线：（1）布局特定创新药技术平台 Biotech 公司如小酸前

下载日志已记录，仅供内部参考

沿生物；（2）综合性药企如贝达药业、百济神州等；（3）创新药产业链上游CXO、科研试剂如药明康德、药明生物、皓元医药等。

4 风险提示

（1）政策变动不确定性；（2）创新药研发不及预期风险；（3）行业及上市公司业绩不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。