下载日志已记录，仅供内部参考

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

新需求，新业绩

——CXO&上游2026H1业绩综述&2026Q4投资策略

行业评级：看好

2026年9月8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、CXO股价复盘：

- **本土：龙头表现更强势。**2025.12.31至2026.9.4，医疗研发外包指数上涨46.04%，跑赢医药生物（申万）指数50.24pct，其中益诺思（+80.52%）>凯莱英A（+76.94%）>药明康德A（+72.98%）>美迪西（+65.32%）>药明生物（+56.42%）表现较好。

- **海外：R端需求爆发超预期。**2025.12.31至2026.9.4，查尔斯河及LABCORP明显领涨。从2026年指引看：CRO公司基本都有所上调，前端需求恢复超预期，CDMO公司强订单需求持续。

2、CXO财务分析：

- **成长性：1）收入YOY趋势持续向好。**2026Q1-2026Q2较多CXO龙头收入YOY延续了较好的增速趋势，彻底走出了大订单&投融资的底部区间，订单执行有望驱动收入/利润YOY保持高增甚至进一步提速。2025Q4开始CXO单季度收入YOY开始显著提速，2026Q1单季度增速达到15.6%，2026Q2单季度同比增速环比进一步提升至16.1%。**2）2026H1CXO板块龙头公司订单增速均超预期，反映板块大Beta向好与高景气趋势。**其中药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、泰格医药等公司Q2订单提速趋势明显，昭衍新药、益诺思；美迪西也维持三位数左右增长，且Q2订单金额环比仍有增长。从上半年订单趋势看，我们看好CXO多数公司2026年全年新签订单金额创历史新高且新签增速有望超越历史峰值（扣除大订单扰动后）。**3）2026H1多家龙头上调全年CAPEX指引，前期供给出清充分，新一轮新分子与新需求驱动的扩产周期或已开启。**2026H1药明康德、凯莱英上调全年CAPEX指引，药明生物给出2027年CAPEX指引。2026年CXO龙头CAPEX披露规划均有显著增长，如药明康德预计CAPEX+35%-53%、药明生物+92%、凯莱英+105%-120%等，且这轮开支规模已经达到甚至超过2021年规模水平。我们看好这轮新分子和新需求驱动的新周期的持续性。

- **盈利能力：临床CRO仍在消化价格压力，临床前&CDMO回升趋势明显。**2026Q2平均毛利率34.28%（同比-1.18pct）。普蕊斯、诺思格、博济医药、阳光诺和、睿智医药下滑较多，美迪西、药明康德、昭衍新药、博腾股份、益诺思提升较多。2026Q2平均扣非净利率11.77%（同比+1.81pct）。昭衍新药、益诺思、美迪西、药明康德提升最明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

- **运营效率：阶段波动，看好提升。**存货周转率：2026H1平均存货周转率1.76，同比下降0.17pct，其中美迪西、药明康德、康龙化成、凯莱英下降较为明显，我们预计主要是执行中未完成订单量大幅提升以及订单提前备货等积极因素带来的影响。固定资产周转率：2026H1平均固定资产周转率1.11，同比提升0.11pct。其中成都先导、药明康德、美迪西、皓元医药周转率提升较多，我们认为随着内需CRO高价订单陆续执行，外需CDMO产能利用率持续提升，板块整体运营效率有望持续回升。

3、生命科学上游股价复盘：

- **模式动物、生物试剂个股表现强势。**2025.12.31至2026.9.4，科研上游指数上涨16.92%，跑赢医药生物（申万）指数21.12pct，其中百奥赛图（+134%）>药康生物（+104%）>百普赛斯（+57%）>近岸蛋白（+56%）>阿拉丁（+49%）等表现较好。

- **4、生命科学上游财务分析**

- **成长性：收入YOY再提速，需求趋势持续向好。**2024Q2-2026Q2上游板块延续了持续提速的趋势，2026Q2单季度收入增速平均值达到30.9%，同比环比均实现大幅提升。随着竞争格局优化叠加早研需求恢复（投融资）、新需求强劲（AI制药、双多抗、ADC、多肽、小核酸等新分子研发需求）、以及绑定下游管线的临床及商业化进展，看好上游板块后续的进一步提速。2024Q2开始上游单季度收入YOY开始恢复个位数增长，2025Q3-2026Q1连续三个季度保持在17%-18%增速，2026Q2进一步提速至30.9%。

- **盈利能力：持续恢复中，弹性空间大。**2026Q2平均毛利率51.04%（同比+0.90pct）。昊帆生物、奥浦迈、泰林生物、汉邦科技、纳微科技下滑较多，键凯科技、毕得医药、赛分科技、百奥赛图、阿拉丁提升较多。2026Q2平均扣非净利率1.95%（同比+0.21pct）。康为世纪、赛分科技、阿拉丁、纳微科技、楚天科技提升最明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

- **运营效率：阶段波动，看好提升。**存货周转率：2026H1平均存货周转率1.22，同比提升0.02pct，其中奥浦迈、昊帆生物、赛分科技、优宁维、泰林生物周转率提升较为明显，南模生物、药康生物、毕得医药、莱伯泰科、禾信仪器等下降较多。应收账款周转率：2026H1平均应收账款周转率1.19，同比提升0.15pct。其中奥浦迈、赛分科技、纳微科技、诺唯赞、聚光科技周转率提升较多；阿拉丁、昊帆生物、键凯科技、莱伯泰科、汉邦科技等下降较多。

5、投资策略

- **CXO：新起点，新高度。**2026H1CXO板块龙头公司订单增速均超预期，且部分公司进一步上调CAPEX指引，反映板块大Beta向好与高景气趋势，*我们看好CXO板块2026-2028年重回订单&业绩加速成长期（甚至快于历史增速）*。推荐药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、普洛药业、皓元医药、药石科技、泰格医药、昭衍新药、美迪西，关注益诺思、药明合联、博腾股份等。

- **生命科学上游：新需求，新弹性。**我们认为生命科学上游板块后续的表现仍将分化，我们更看好：1）全球新分子研发需求高景气叠加AIDD带来的大分子药物研发范式变革带来的上游产业链机会；2）下游管线进入商业化放量期，战略大客户BD出海带动工艺出海新机遇的相关公司。推荐：皓元医药、药康生物、纳微科技、药石科技、诺唯赞、阿拉丁。关注：百奥赛图、百普赛斯、奥浦迈、赛分科技、毕得医药等。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 国内药审政策的波动风险
- 新签订单及业绩不及预期风险
- 新业务整合不及预期风险
- 汇兑风险

下载日志已记录，仅供内部参考

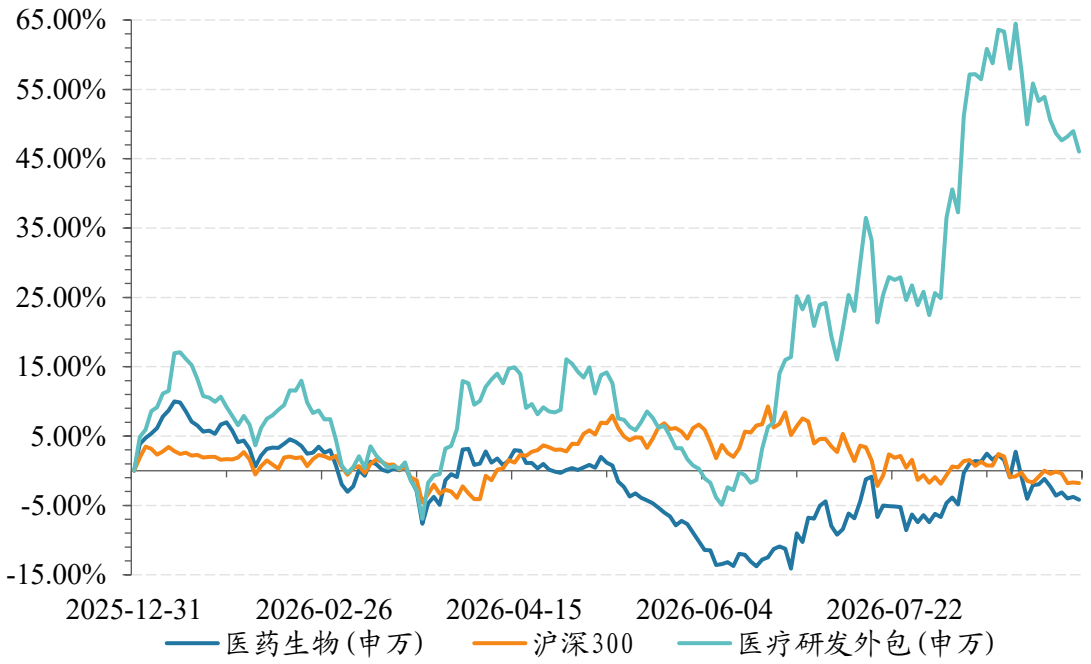
01 CXO 股价复盘

下载日志已记录，仅供内部参考

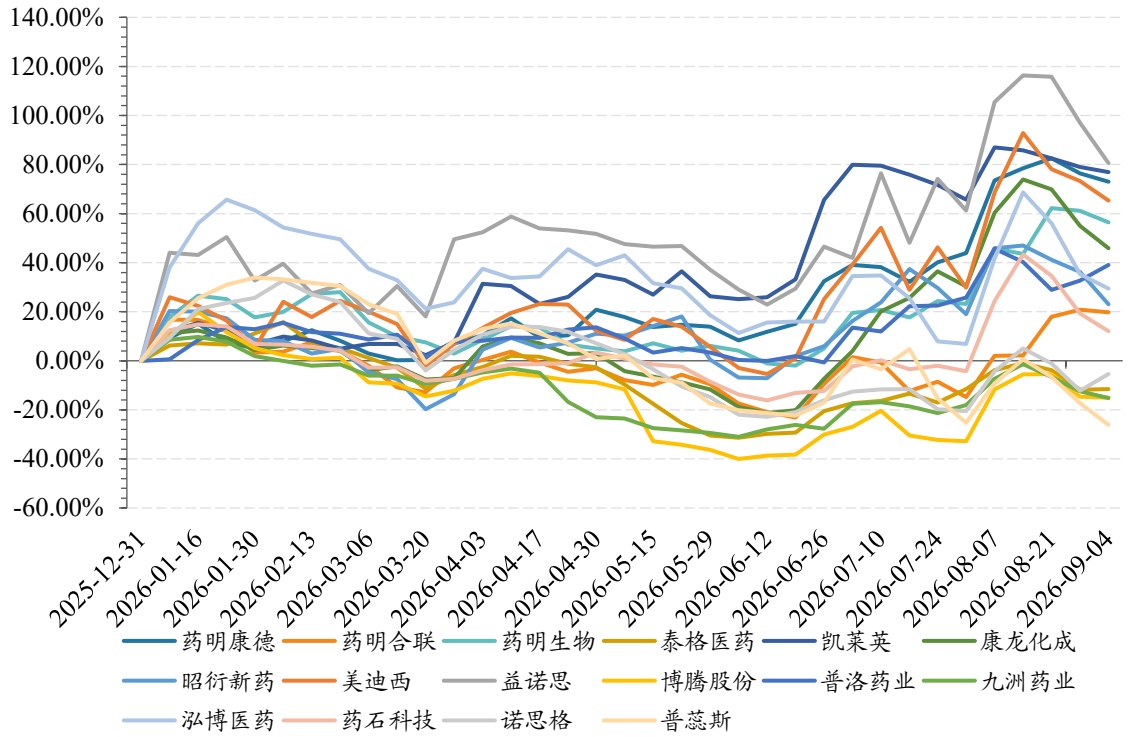
1.1 股价：龙头表现更强势

- **2025.12.31至2026.9.4，医疗研发外包指数上涨46.04%，跑赢医药生物（申万）指数50.24pct，其中益诺思、凯莱英（A）、药明康德（A）、美迪西、药明生物表现较好：**益诺思（+80.52%）>凯莱英（+76.94%）>药明康德（+72.98%）>美迪西（+65.32%）>药明生物（+56.42%）>康龙化成（+45.83%）>普洛药业（+39.07%）>泓博医药（+29.39%）>昭衍新药（+23.02%）>药明合联（+19.84%）>药石科技（+12.02%）>诺思格（-5.38%）>泰格医药（-11.57%）>博腾股份（-15.00%）>九洲药业（-15.13%）>普蕊斯（-26.08%）。

图：医疗研发外包（申万）指数走势



图：本土CXO龙头涨跌幅统计



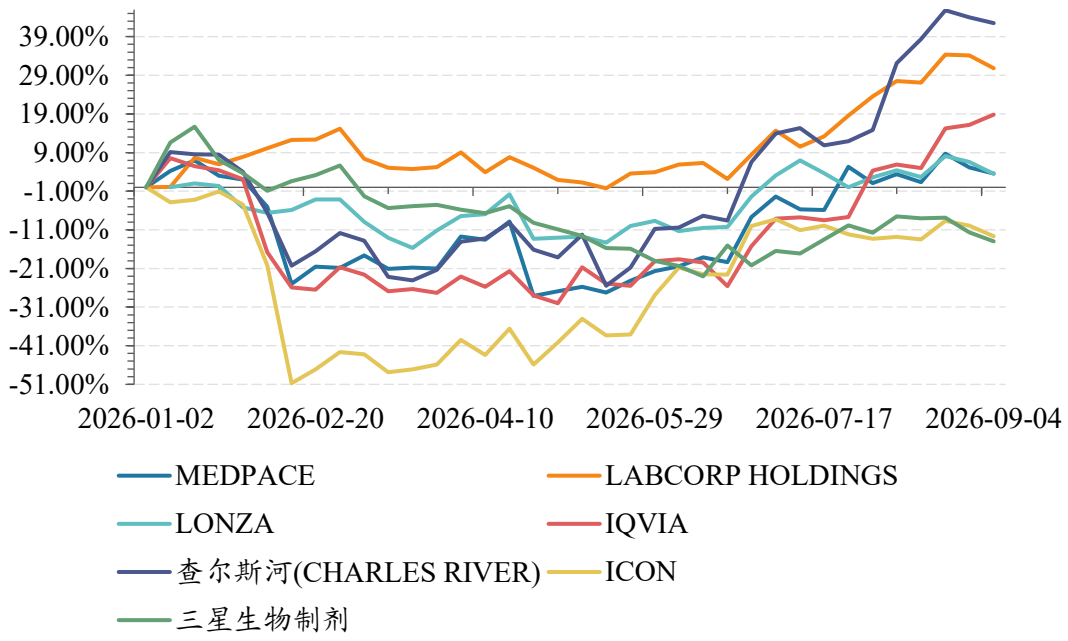
数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 海外：R端需求爆发超预期

- **2025.12.31至2026.9.4，查尔斯河及LABCORP明显领涨：** 查尔斯河（+42.53%）>LABCORP HOLDINGS（+30.86%）>IQVIA（+18.81%）>MEDPACE（+3.55%）>LONZA（+3.53%）>ICON（-12.63%）>三星生物制剂（-14.02%）。其中Labcorp在2026中报披露后再突破创历史新高，Medpace也基本处在历史最高位，查尔斯河也处在2023年以来新高位置。
- **从2026年指引看：CRO公司基本都有所上调，前端需求恢复超预期，CDMO公司强订单需求持续。**

图：海外CXO龙头涨跌幅统计



表：海外CXO龙头2026Q2业绩复盘

公司	2026Q2收入	26Q2业务拆分/订单	2026年指引及变化
IQVIA	表观收入YOY8.7%	Q2 TAS收入YOY11.2%，R&DS收入YOY7.8%；R&DS在手订单346亿美元（YOY7.5%）	上调2026年收入指引至172.00-174.00亿美元（Q1为169.00-172.00亿美元）
ICON	收入YOY1.2%，QOQ1.4%	26Q2新签订单30.97亿美元（YOY4.4%），净新签22.04亿美元（YOY7.2%）；在手订单262亿美元（YOY8.4%）	维持2026年收入指引80.07-85.31亿美元（YOY-2%至+4%）
Medpace	收入YOY23.7%	在手订单34.43亿美元（YOY19.6%）；26Q2净新签9.349亿美元（YOY40.6%），净新签/收入1.47x	上调2026年收入指引至27.30-28.30亿美元（Q1为26.90-27.90亿美元）
Charles River	表观收入YOY-2.7%，有机收入YOY0.1%	Q2 RMS收入YOY-1.8%（有机-1.4%），DSA收入YOY-1.9%（有机+0.2%），制造业务收入YOY-6.3%（有机+1.3%）；DSA净订单/收入为近4年最高	上调2026年表观收入指引至YOY-3.5%至-2.5%（前值-5.5%至-4.0%），有机收入指引至0%-1%（前值-1.5%至-0.5%）
Lonza	26H1收入34亿瑞郎，CER口径YOY16.0%（AER+11.2%）	26H1 Integrated Biologics收入CER+10.0%，Advanced Synthesis+27.7%，Specialized Modalities+22.6%；CHI+6.3%	维持2026年CER收入增长11%-12%，上调CORE EBITDA利润率至33%-34%（前值>32%）
三星生物	26Q2收入1.321万亿韩元，YOY30%；26H1收入2.578万亿韩元，YOY28%	累计在手订单217亿美元（26Q1为214亿美元）	预计达到2026年收入增长指引+15%-20%的上端

数据来源：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

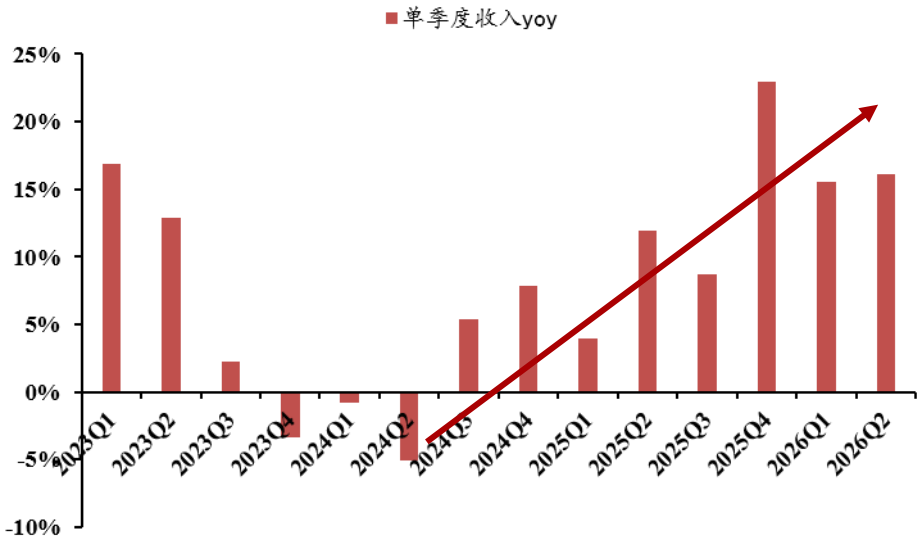
CXO
财务分析

下载日志已记录，仅供内部参考

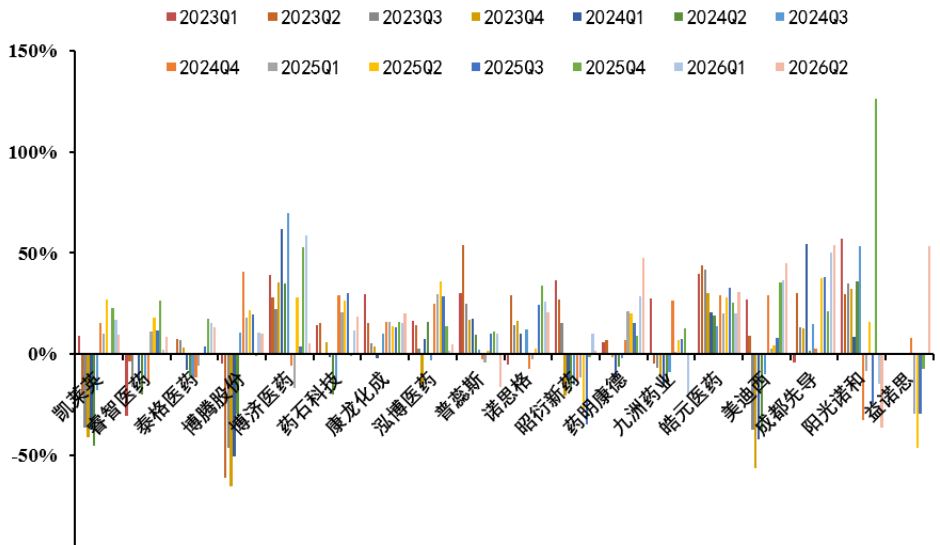
2.1 成长性：收入YOY趋势持续向好

- **2026Q1-2026Q2较多CXO龙头收入YOY延续了较好的增速趋势，彻底走出了大订单&投融资的底部区间，订单执行有望驱动收入/利润YOY保持高增甚至进一步提速**。2025Q4开始CXO单季度收入YOY开始显著提速，2026Q1单季度增速达到15.6%，2026Q2单季度同比增速环比进一步提升至16.1%。
- 从增速趋势看：药明康德、康龙化成、美迪西、益诺思等公司季度收入YOY逐季改善。
- 从增速水平看：部分公司2026Q2收入YOY重回30%+高速区间，比如成都先导、益诺思、药明康德、美迪西、皓元医药2026Q2收入YOY分别达到54.18%、53.51%、47.71%、45.19%和30.43%。

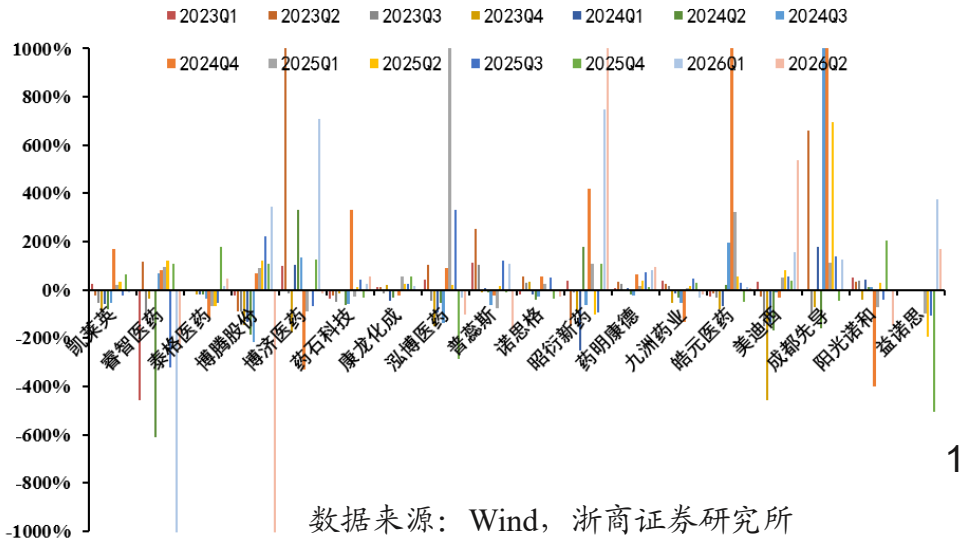
图： 2023Q1-2026Q2 CXO单季度收入YOY平均值



图： 2023Q1-2026Q2 CXO单季度收入YOY



图： 2023Q1-2026Q2 CXO单季度扣非净利润YOY



数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 成长性：订单普遍超预期，景气显著向上

- 2026H1CXO板块龙头公司订单增速均超预期，反映板块大Beta向好与高景气趋势。其中药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、泰格医药等公司Q2订单提速趋势明显，昭衍新药、益诺思、美迪西也维持三位数左右增长，且Q2订单金额环比仍有增长。从上半年订单趋势看，我们看好CXO多数公司2026年全年新签订单金额创历史新高且新签增速有望超越历史峰值。

表： 2020-2026H1 CXO部分公司新签订单同比增速

公司	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	2026H1
泰格医药（新签）	31%	74%	0%	-19%	7%	21%	/	/
康龙化成（新签）	/	/	/	/	20%+	14%+	30%+	30%+
昭衍新药（新签）	67%	87%	36%	-40%	-20%	41%	112%	98%
药明康德（在手）		84%	13%	-1%	47%	29%	24%	25%
凯莱英（在手）	/	320%	-39%	-24%	20%	32%	32%	54%
药明生物(3年内未完成服务)	85%	98%	25%	6%	-5%	24%	/	31%
益诺思(新签)			59%	-35%	-15%	39%	199%	176%

表： 2026H1 CXO部分公司订单情况梳理

公司	2026H1订单情况梳理
药明康德	持续经营业务在手订单664.3亿元，yoy+25.2%，Q2新签约231.2亿，yoy+51%
药明生物	2026H1公司未完成订单总量达到251亿美元，同比增长23.6%，未完成服务订单为126亿美元，同比增长10.5%，三年内未完成订单为55亿美元，同比增长31.0%
药明合联	未完成服务订单19.98亿美元，yoy+50.4%，未完成总订单21.56亿美元，yoy+62.2%
凯莱英	在手订单 16.73 亿美元，yoy+53.77%，新签订单yoy+54.59%
康龙化成	新签订单yoy+超30%，实验室服务新签订单yoy+超20%，CDMO新签订单yoy+超50%
泰格医药	报告期内，公司净新增订单（新签订单剔除取消订单后）较2025年同期加速增长，新签订单的平均单价与2025年同期相比重回增长态势
昭衍新药	在手订单约为37亿元，yoy+60.9%；新签订单约为20.2亿元，yoy+98.0%
益诺思	新签订单14.66亿元，yoy+175.56%，在手订单22.47亿元，yoy+102.07%
美迪西	新签订单12.33亿元，yoy+104.74%，其中药物发现和CMC新签订单4.14亿元，yoy+57.19%，临床前研究板块新签订单8.20亿元，yoy+141.63%

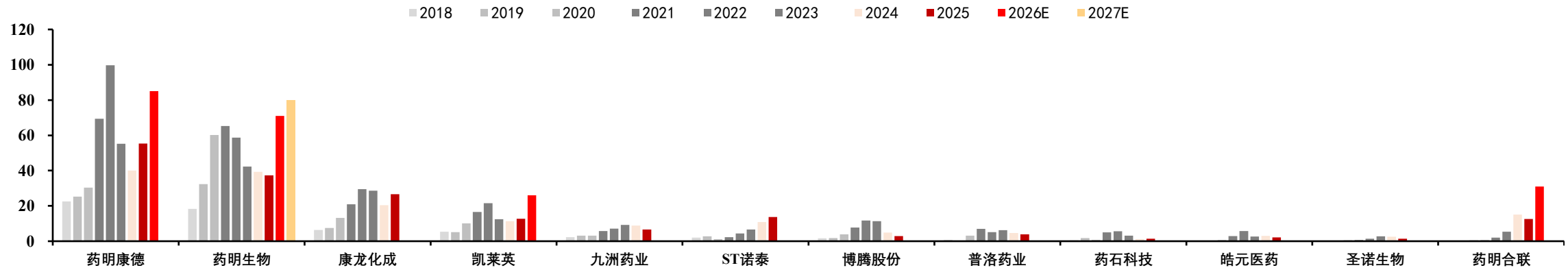
数据来源：Wind，各公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

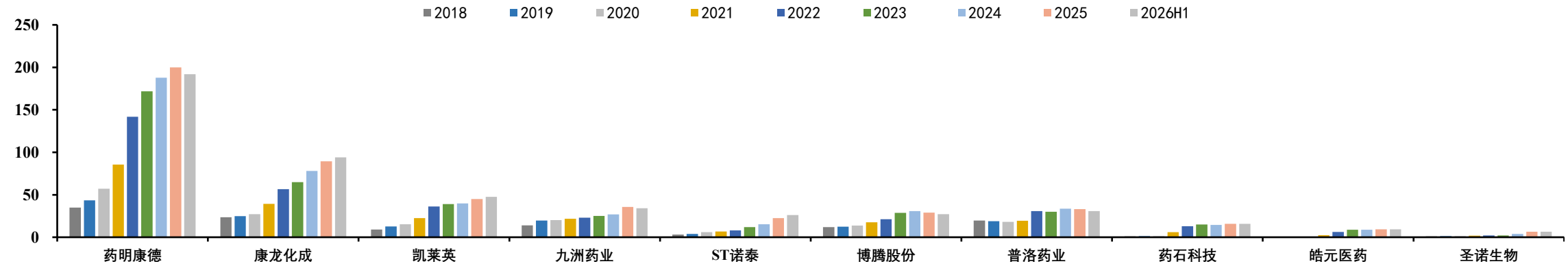
2.1 成长性：国内供给充分出清，新一轮CAPEX周期开启

➢ **2026H1多家龙头上调全年CAPEX指引，前期供给出清充分，新一轮新分子与新需求驱动的扩产周期或已开启。**2026H1药明康德、凯莱英上调全年CAPEX指引，药明生物给出2027年CAPEX指引。2026年CXO龙头CAPEX披露规划均有显著增长，如药明康德预计CAPEX+35%-53%、药明生物+92%、凯莱英+105%-120%等，且这轮开支规模已经达到甚至超过2021年规模水平。我们看好这轮新分子和新需求驱动的新周期的持续性。

表： CDMO公司2018-2025（2026E、2027E）CAPEX规模变化趋势



表： CDMO公司2018-2026H1固定资产（折旧摊销前）规模变化趋势



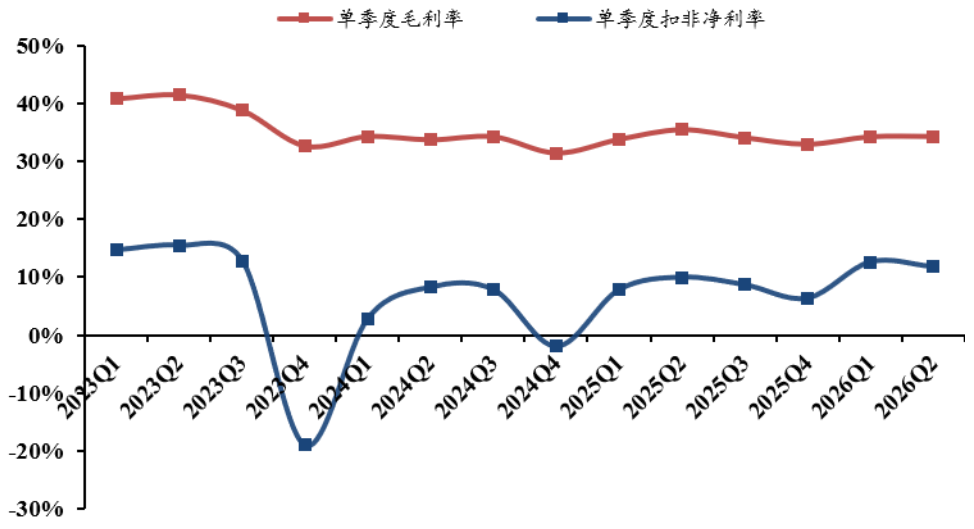
数据来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

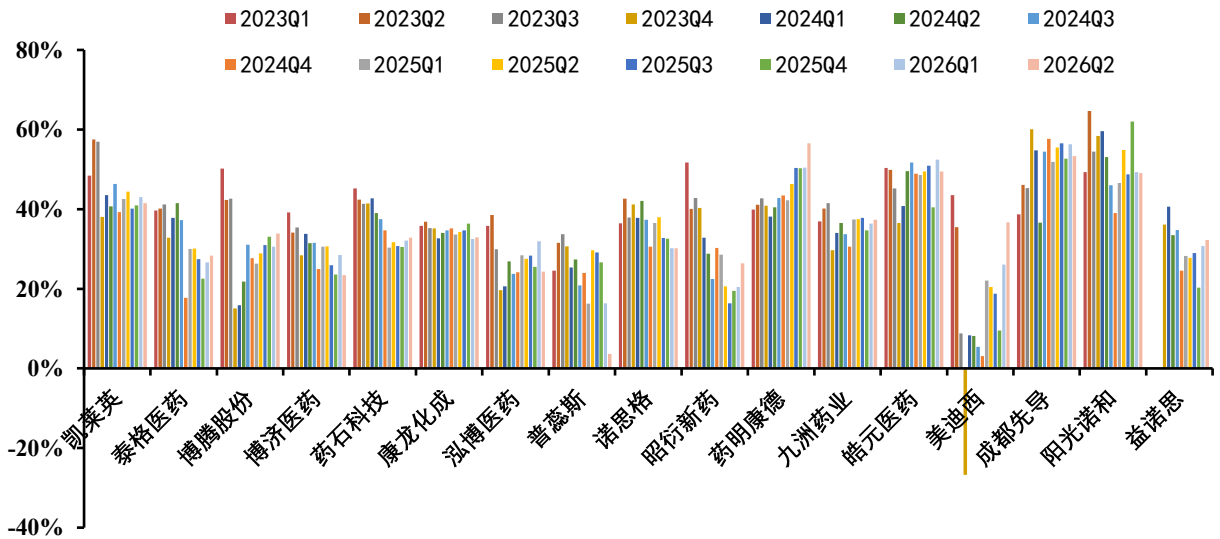
2.2 盈利能力：临床CRO仍在消化价格压力，临床前&CDMO回升趋势明显

- **2026Q2平均毛利率34.28%（同比-1.18pct）。普蕊斯、诺思格、博济医药、阳光诺和、睿智医药下滑较多**，分别下滑26.04%、7.84%、7.28%、5.82%、5.50%，主要是前期低价订单执行、收入结构变化、人工成本前置投入等因素有关。**美迪西、药明康德、昭衍新药、博腾股份、益诺思提升较多**，分别提升16.22%、10.21%、5.85%、4.95%、4.50%，主要和执行订单价值量明显提升、规模效应体现等因素有关。
- **2026Q2平均扣非净利率11.77%（同比+1.81pct）。昭衍新药、益诺思、美迪西、药明康德提升最明显**，分别提升125pct、30pct、10.79pct和9.06pct。

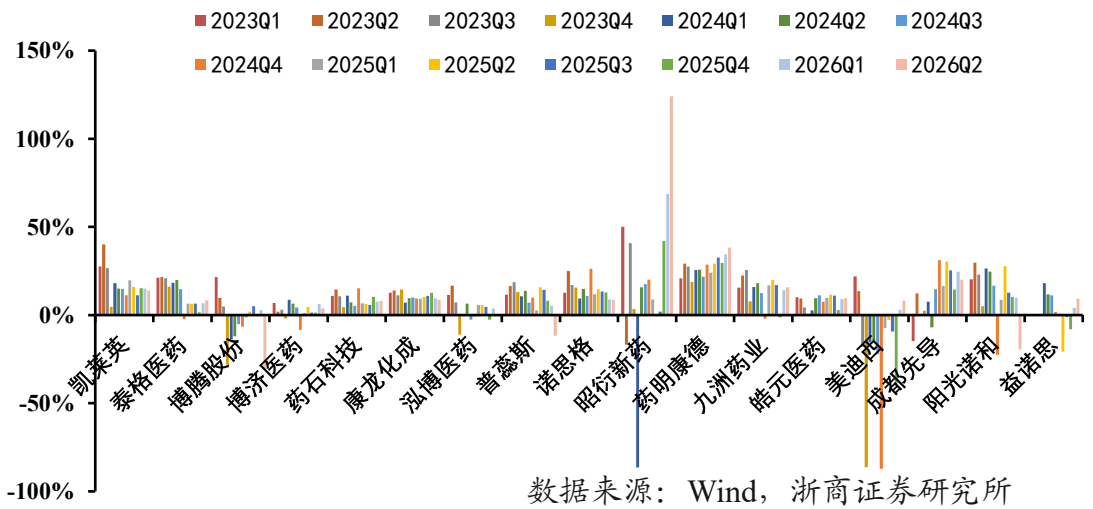
图：2023Q1-2026Q2 CXO板块平均单季度毛利率和单季度扣非净利率



图：2023Q1-2026Q2 CXO单季度毛利率



图：2023Q1-2026Q2 CXO单季度扣非净利率



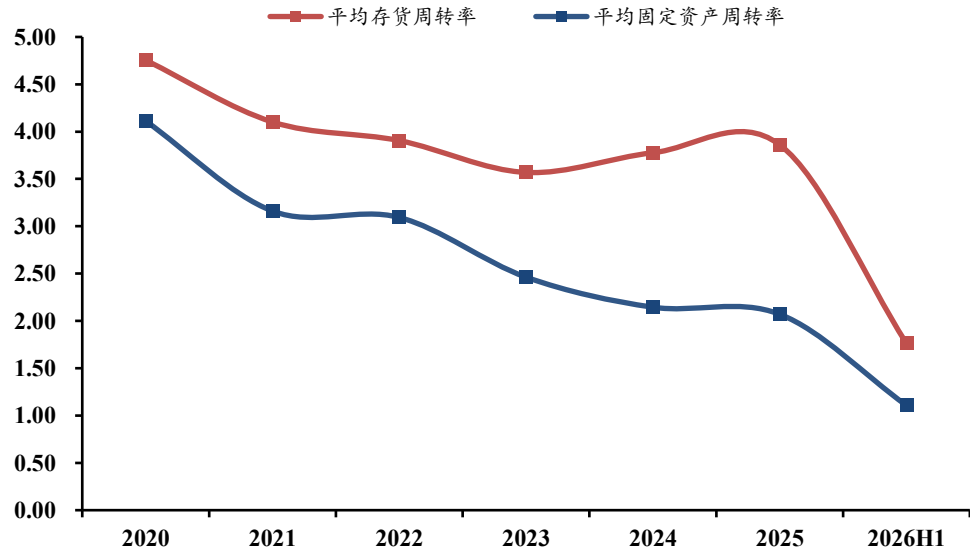
数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

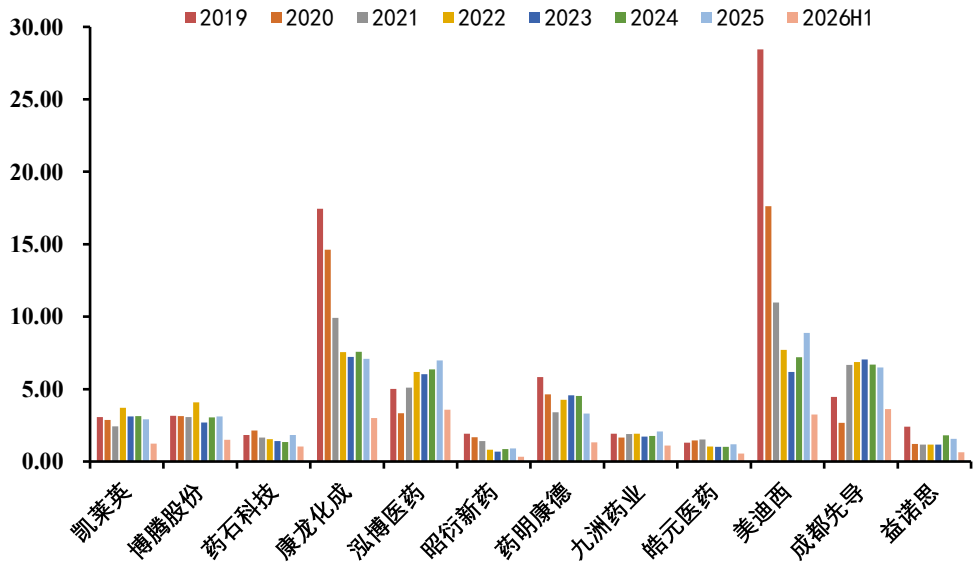
2.3 运营效率：阶段波动，看好提升

- **存货周转率：2026H1平均存货周转率1.76，同比下降0.17pct，**其中美迪西、药明康德、康龙化成、凯莱英下降较为明显，我们预计主要是执行中未完成订单量大幅提升以及订单提前备货等积极因素带来的影响。
- **固定资产周转率：2026H1平均固定资产周转率1.11，同比提升0.11pct。**其中成都先导、药明康德、美迪西、皓元医药周转率提升较多，我们认为随着内需CRO高价订单陆续执行，外需CDMO产能利用率持续提升，板块整体运营效率有望持续回升。

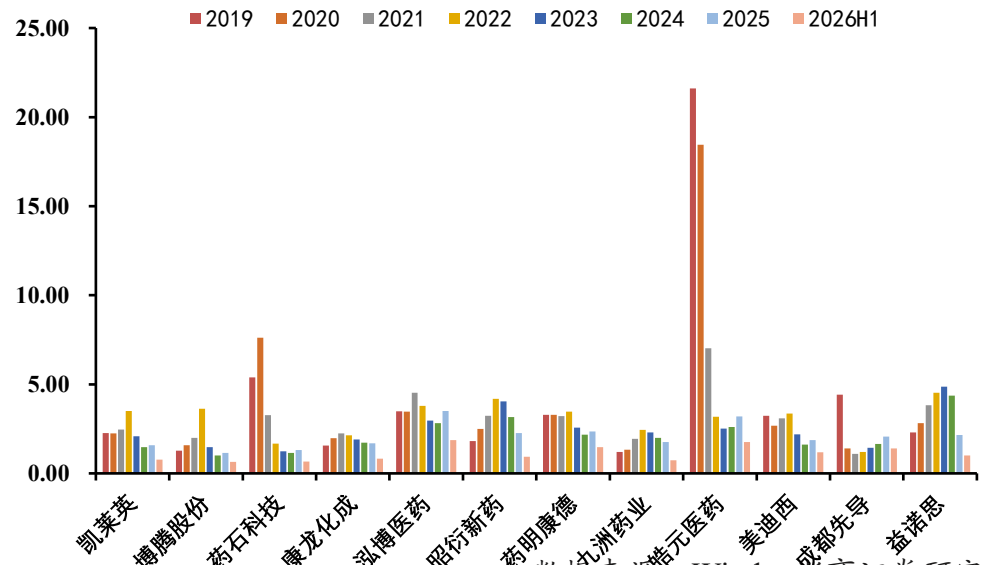
图：2020-2026H1 CXO平均存货周转率和固定资产周转率（单位：次）



图：2020-2026H1 CXO存货周转率（单位：次）



图：2020-2026H1 CXO固定资产周转率（单位：次）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

03

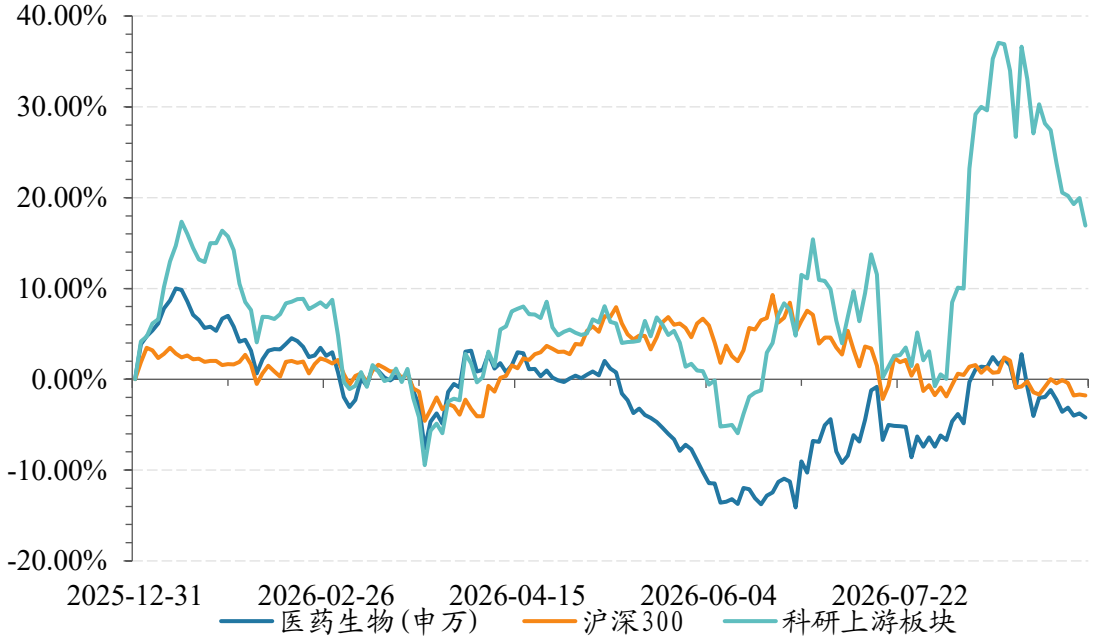
生命科学上游股价复盘

下载日志已记录，仅供内部参考

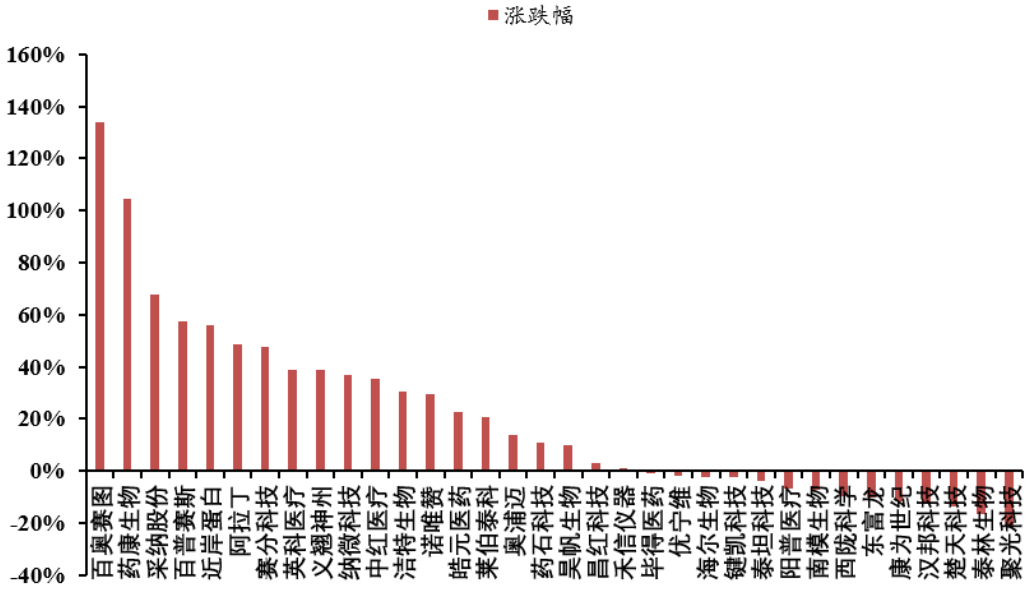
3.1 股价：模式动物、生物试剂个股表现强势

- **2025.12.31至2026.9.4，科研上游指数上涨16.92%，跑赢医药生物（申万）指数21.12pct，其中百奥赛图（A）、药康生物、百普赛斯、近岸蛋白、阿拉丁等表现较好：**百奥赛图（+134%）>药康生物（+104%）>百普赛斯（+57%）>近岸蛋白（+56%）>阿拉丁（+49%）>赛分科技（+48%）>义翘神州（+39%）>纳微科技（+37%）>>诺唯赞（+30%）>皓元医药（+23%）>莱伯泰科（+21%）>奥浦迈（+14%）>药石科技（+11%）>昊帆生物（+10%）>昌红科技（+3%）>禾信仪器（+1%）>毕得医药（-1%）>优宁维（-2%）>海尔生物（-2%）>键凯科技（-2%）>泰坦科技（-4%）>阳普医疗（-7%）>南模生物（-7%）>西陇科学（-10%）>东富龙（-10%）>康为世纪（-12%）>汉邦科技（-13%）>楚天科技（-13%）>泰林生物（-16%）>聚光科技（-21%）。

图：2025.12.31-2026.9.4科研上游指数走势



图： 2025.12.31-2026.9.4科研上游核心公司涨跌幅统计



数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

04

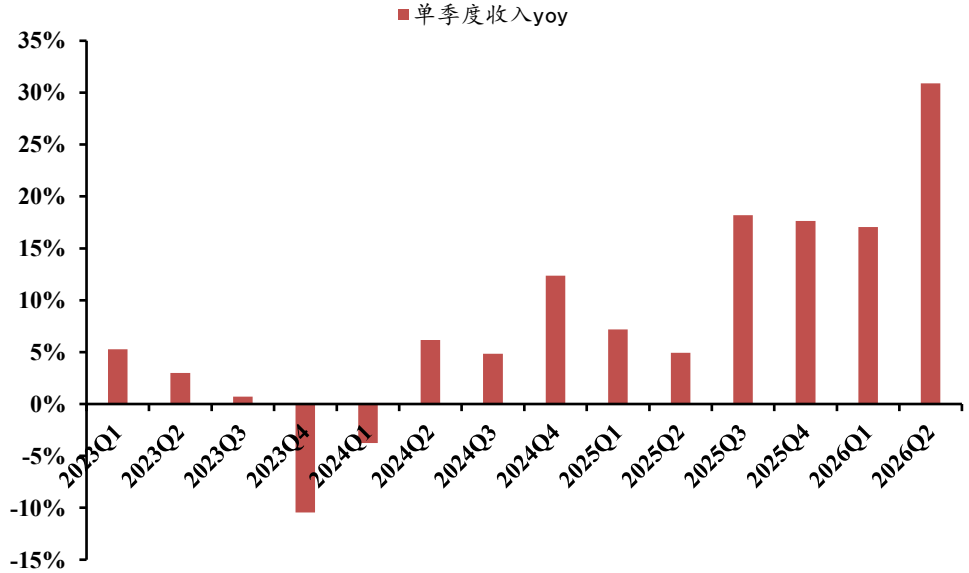
生命科学上游财务分析

下载日志已记录，仅供内部参考

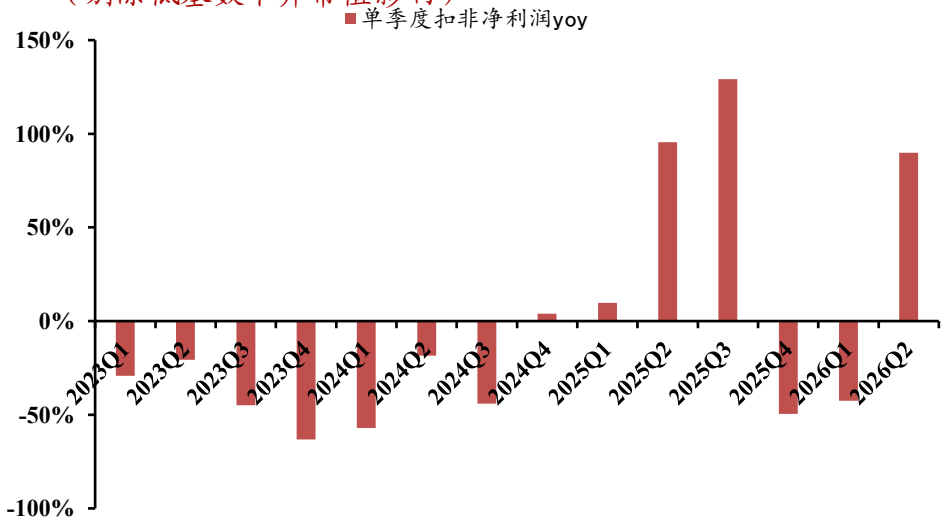
4.1 成长性：收入YOY再提速，需求趋势持续向好

- **2024Q2-2026Q2上游板块延续了持续提速的趋势，2026Q2单季度收入增速平均值达到30.9%，同比环比均实现大幅提升。随着竞争格局优化叠加早研需求恢复（投融资）、新需求强劲（AI制药、双多抗、ADC、多肽、小核酸等新分子研发需求）、以及绑定下游管线的临床及商业化进展，看好上游板块后续的进一步提速。**2024Q2开始上游单季度收入YOY开始恢复个位数增长，2025Q3-2026Q1连续三个季度保持在17%-18%增速，2026Q2进一步提速至30.9%。
- 从增速趋势看：奥浦迈、诺唯赞、赛分科技、纳微科技、百普赛斯、南模生物、汉邦科技等公司季度收入YOY逐季改善。
- 从增速水平看：部分公司2026Q2收入YOY重回50%+高速区间，比如奥浦迈、键凯科技、赛分科技、昊帆生物、西陇科学2026Q2收入YOY分别达到189%、75%、68%、53%和51%。

图：2023Q1-2026Q2 上游板块单季度收入YOY平均值



图：2023Q1-2026Q2 上游板块单季度扣非净利润YOY平均值（剔除低基数下异常值影响）



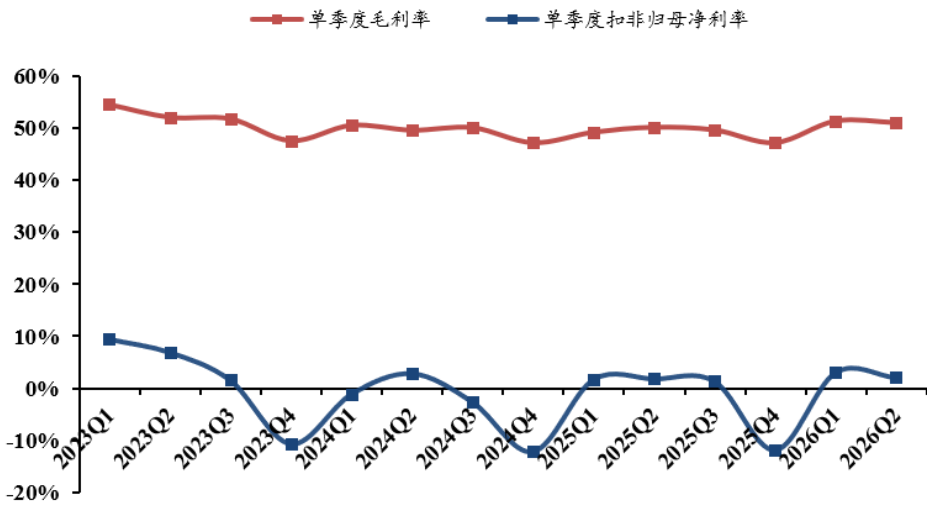
数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

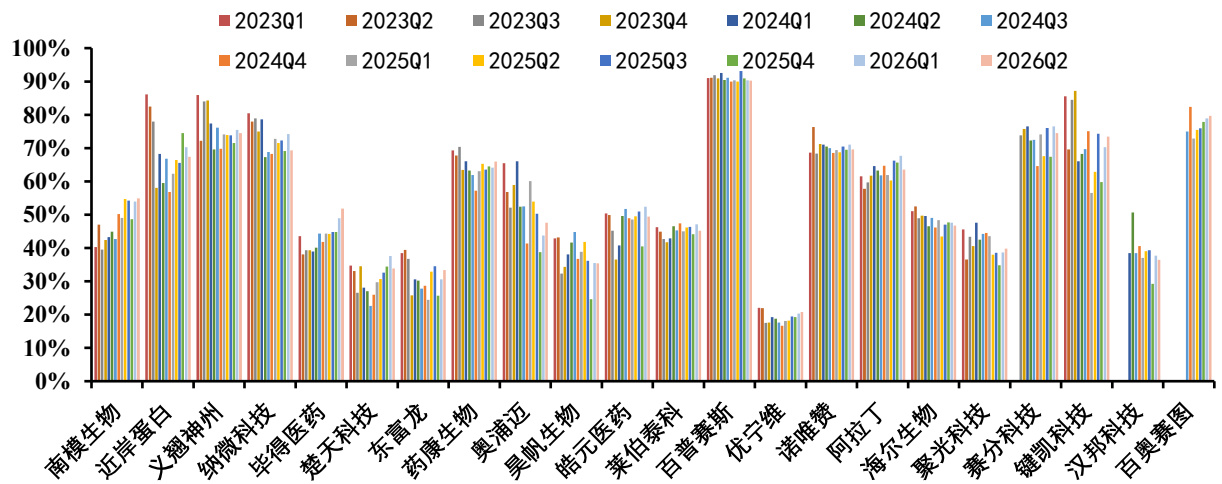
4.2 盈利能力：持续恢复中，弹性空间大

- **2026Q2平均毛利率51.04%（同比+0.90pct）。昊帆生物、奥浦迈、泰林生物、汉邦科技、纳微科技下滑较多**，分别下滑6.48%、6.39%、6.10%、2.58%、2.21%，主要和收入结构变化、收并购影响、部分产品折扣率受交付量级变化影响等因素有关。**键凯科技、毕得医药、赛分科技、百奥赛图、阿拉丁提升较多**，分别提升10.58%、7.63%、6.92%、4.21%、3.29%，主要和产品结构优化、部分产品提价、竞争格局优化等因素有关。
- **2026Q2平均扣非净利率1.95%（同比+0.21pct）。康为世纪、赛分科技、阿拉丁、纳微科技、楚天科技提升最明显**，分别提升39.74pct、20.86pct、17.52pct、7.45pct和6.33pct。

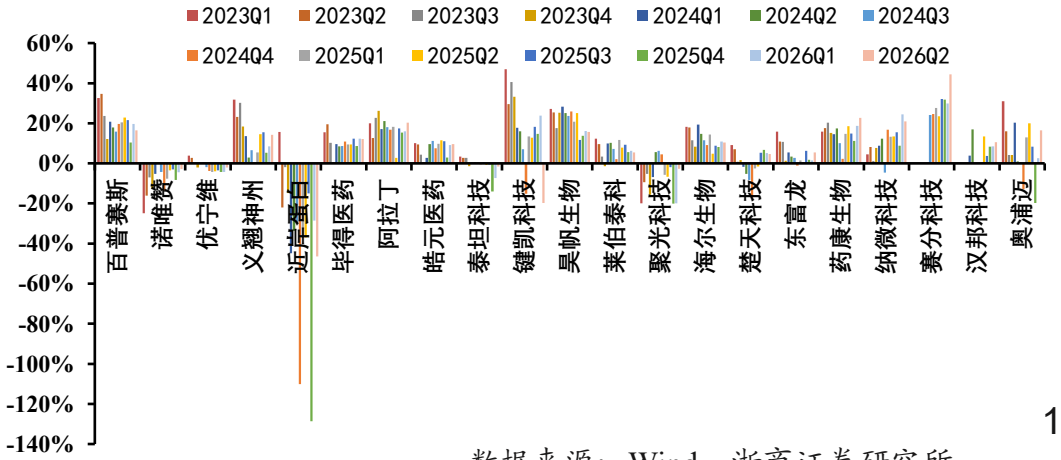
图：2023Q1-2026Q2 上游板块平均单季度毛利率和单季度扣非净利率



图：2023Q1-2026Q2 上游单季度毛利率



图：2023Q1-2026Q2 CXO单季度扣非净利率



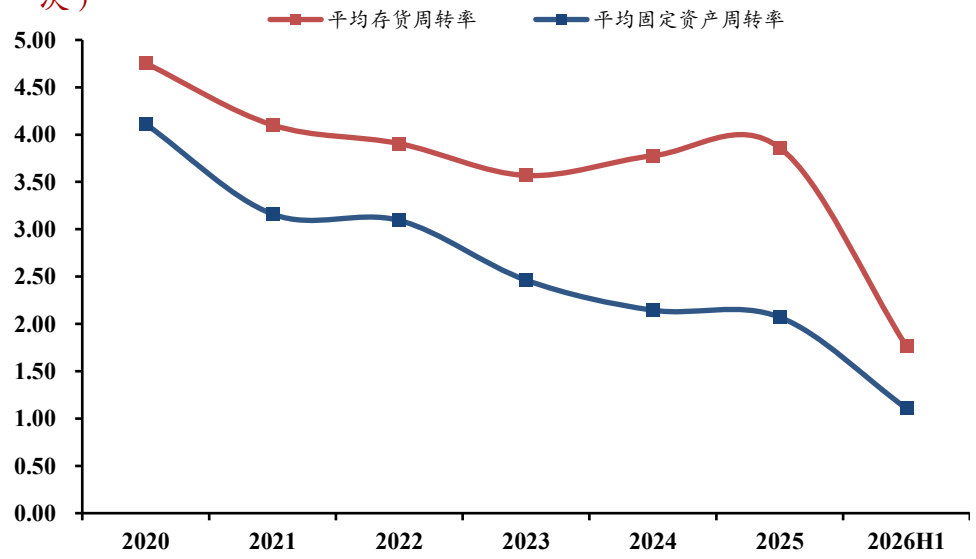
数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

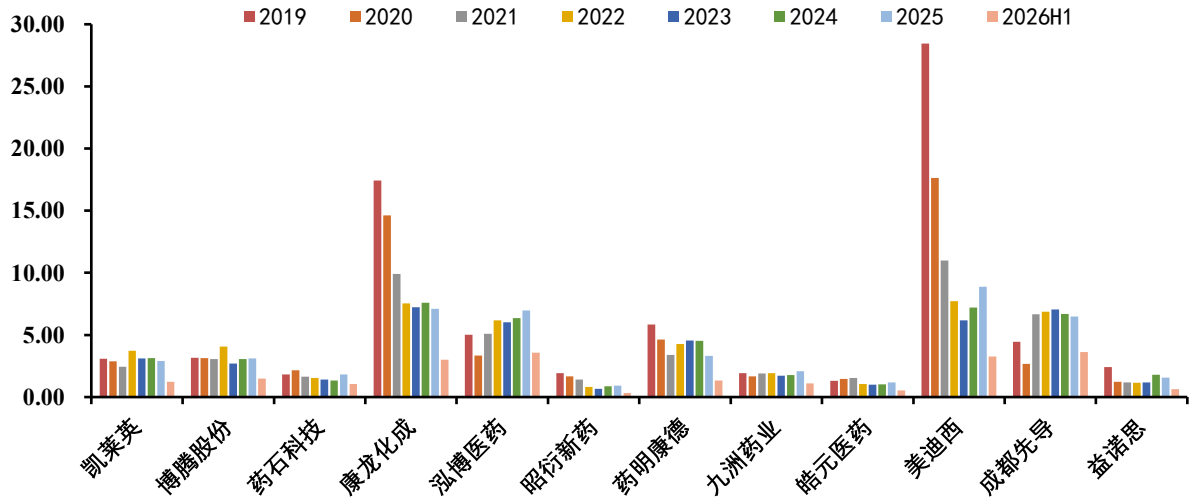
4.3 运营效率：阶段波动，看好提升

- **存货周转率：2026H1平均存货周转率1.22，同比提升0.02pct，**其中奥浦迈、昊帆生物、赛分科技、优宁维、泰林生物周转率提升较为明显，或和产品等结构变化有关；南模生物、药康生物、毕得医药、莱伯泰科、禾信仪器等下降较多，或和主动备库等因素有关。
- **应收账款周转率：2026H1平均应收账款周转率1.19，同比提升0.15pct。**其中奥浦迈、赛分科技、纳微科技、诺唯赞、聚光科技周转率提升较多；阿拉丁、昊帆生物、键凯科技、莱伯泰科、汉邦科技等下降较多，或主要和收并购影响或客户结构阶段性变化等因素有关。

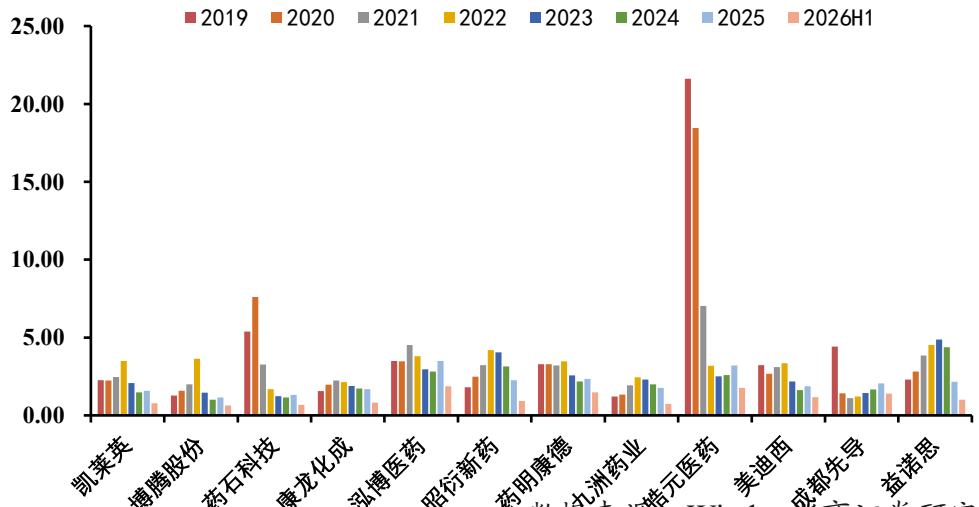
图：2020-2026H1 上游板块平均存货周转率和固定资产周转率（单位：次）



图：2020-2026H1 上游板块存货周转率（单位：次）



图：2020-2026H1 上游板块固定资产周转率（单位：次）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

05 投资策略

下载日志已记录，仅供内部参考

5.1 CXO：新起点，新高度

- **2026H1CXO板块龙头公司订单增速均超预期，且部分公司进一步上调CAPEX指引，反映板块大Beta向好与高景气趋势，*我们看好CXO板块2026-2028年起重回订单&业绩加速成长期（甚至快于历史增速）*。建议关注：**
- **外需型CDMO龙头：**推荐药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、普洛药业、皓元医药、药石科技，关注药明合联、博腾股份等；
- **内需型CRO龙头：**推荐泰格医药、昭衍新药、美迪西，关注益诺思等；

表：CXO公司估值表及盈利预测（截至2026.9.8）

代码	公司	标签	市值（亿人民币）	现价	EPS			PE			评级
					2026	2027	2028	2026	2027	2028	
603259.SH	药明康德	一体化CDMO	4,796	156.35	7.72	9.04	10.06	20	17	16	买入
300347.SZ	泰格医药	临床CRO	438	53.30	0.40	1.48	1.93	133	36	28	买入
002821.SZ	凯莱英	小分子CDMO	614	174.31	3.88	5.14	6.48	45	34	27	买入
603127.SH	昭衍新药	临床前CRO	298	43.62	1.31	1.23	1.50	33	35	29	买入
2269.HK	药明生物	一体化CDMO	1,771	42.40	1.25	1.69	2.19	34	25	19	买入
300759.SZ	康龙化成	一体化CDMO	722	42.76	0.98	1.41	1.73	44	30	25	买入
688202.SH	美迪西	临床前CRO	126	93.70	0.37	0.92	1.82	253	102	51	增持
688131.SH	皓元医药	小分子CDMO	202	94.67	1.55	2.21	3.21	61	43	29	买入
300725.SZ	药石科技	小分子CDMO	102	43.83	0.98	1.26	1.60	45	35	27	买入
603456.SH	九洲药业	小分子CDMO	134	15.25	0.91	1.07	1.28	17	14	12	买入
300363.SZ	博腾股份	小分子CDMO	113	20.71	-0.16	0.68	1.06	/	30	20	买入
2268.HK	药明合联	一体化CDMO	819	64.24	1.59	2.24	3.02	40	29	21	未评级
301333.SZ	诺思格	临床CRO	58	60.20	1.58	1.84	1.85	38	33	32	未评级
301257.SZ	普蕊斯	临床CRO	32	40.01	1.52	1.89	2.35	26	21	17	未评级
688710.SH	益诺思	临床前CRO	116	82.13	0.93	1.90	2.99	89	43	27	未评级
688222.SH	成都先导	临床前CRO	130	32.45	0.36	0.46	0.60	91	70	54	未评级
301230.SZ	泓博医药	临床前CRO	57	31.56	0.34	0.48	0.69	92	66	46	未评级

表：国内CXO公司估值表（截至2026.9.8）

公司	市值（亿人民币）	PE		
		2026	2027	2028
药明康德	4,796	20	17	16
药明生物	1,771	34	25	19
药明合联	819	41	29	21
康龙化成	722	40	28	23
凯莱英	614	44	33	26
泰格医药	438	126	34	26
昭衍新药	298	30	32	27

表：海外CXO公司估值表（截至2026.9.8）

公司	市值（亿美元）	PE		
		2026	2027	2028
charles river	138	25	23	20
IQVIA	441	21	19	17
三星生物	491	35	30	26
Lonza	473	31	26	22
Labcorp	265	18	16	15
ICON	127	16	14	12
Medpace	165	34	31	27

资料来源：Wind（评级公司为浙商证券预测数据，其他公司EPS取自wind一致预测），bloomberg，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 生命科学上游：新需求，新弹性

- **我们认为生命科学上游板块后续的表现仍将分化，我们更看好：**
- **全球新分子研发需求高景气叠加AIDD带来的大分子药物研发范式变革带来的上游产业链机会**，建议关注：1）基因合成。关注：金斯瑞生物科技、义翘神州、百普赛斯。2）蛋白表达与纯化：关注：奥浦迈、纳微科技、赛分科技；3）重组靶点蛋白/细胞因子环节：关注：百普赛斯、近岸蛋白、义翘神州、皓元医药、诺唯赞、优宁维、阿拉丁。4）人源化小鼠模型：关注：百奥赛图、药康生物、南模生物。
- **下游管线进入商业化放量期，战略大客户BD出海带动工艺出海新机遇的相关公司，关注：**纳微科技、赛分科技、奥浦迈等。

表：上游公司估值表（截至2026.9.7）

代码	公司	标签	市值	现价	EPS			PE			评级
					2026	2027	2028	2026	2027	2028	
688131.SH	皓元医药	化学试剂	202	94.67	1.55	2.21	3.21	61	43	29	买入
688046.SH	药康生物	模式动物	133	32.48	0.47	0.61	0.79	69	53	41	买入
688690.SH	纳微科技	色谱纯化	167	41.40	0.62	0.88	1.17	67	47	35	买入
300725.SZ	药石科技	化学试剂	102	43.83	0.98	1.26	1.60	45	35	27	买入
688105.SH	诺唯赞	生物试剂	107	20.61	0.11	0.27	0.51	187	76	40	增持
688179.SH	阿拉丁	化学试剂	70	19.41	0.44	0.57	0.69	44	34	28	增持
688796.SH	百奥赛图	模式动物	491	128.56	0.93	1.43	2.12	139	90	61	未评级
301080.SZ	百普赛斯	生物试剂	155	92.50	1.37	1.83	2.36	67	50	39	未评级
688293.SH	奥浦迈	培养基	97	68.29	1.20	1.69	2.27	57	40	30	未评级
688356.SH	键凯科技	化学试剂	51	84.60	1.75	2.44	3.86	48	35	22	未评级
688758.SH	赛分科技	色谱纯化	118	28.32	0.44	0.61	0.81	64	47	35	未评级
688073.SH	毕得医药	化学试剂	58	64.20	2.41	2.96	3.63	27	22	18	未评级
301393.SZ	昊帆生物	化学试剂	62	57.02	1.72	2.36	3.27	33	24	17	未评级
688755.SH	汉邦科技	色谱纯化	30	26.58	0.80	0.93	1.04	33	29	26	未评级
688139.SH	海尔生物	仪器/装备	102	32.20	0.91	1.03	1.19	36	31	27	未评级
300358.SZ	楚天科技	仪器/装备	60	8.45	0.63	0.78	0.99	13	11	9	未评级

资料来源：Wind（评级公司为浙商证券预测数据，其他公司EPS取自wind一致预测），浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

05 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **国内药审政策的波动风险：**国内创新药/仿制药监管政策逐渐趋严，可能会对创新药/仿制药企业研发策略造成一定影响，进而影响CXO订单趋势和质量标准。
- **新签订单及业绩不及预期风险：**由于全球医疗健康行业投融资波动较大，可能会对CXO公司的订单造成一定影响，进一步导致业绩可能存在低预期风险；
- **新业务整合不及预期风险：**CXO、上游板块较多公司进行产业链延伸，可能存在管理能力不足、新业务整合低于管理层先前预期的风险；
- **汇兑风险：**较多CXO公司以及部分上游公司收入主要来自海外客户，汇率的波动可能会对公司的业绩端造成影响。

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