仅供内部参考，请勿外传

内需修复，外需繁荣，行业高景气延续

——CXO 行业专题报告

分析师： 侯雅楠 SAC NO：S1150524120001 2026 年 09 月 08 日

医药生物

证券分析师
侯雅楠
houyn@bhzq.com
022-23839211

重点品种推荐

药明康德	增持
凯莱英	增持

● CXO 行业：专业化分工趋势驱动行业蓬勃发展

药物开发时间久、成本高、成功率低，在专业化分工趋势下，医药研发服务行业应运而生。CRO 有助于制药公司加快项目进度、控制风险、优化资源且降低成本。同时药企对成本控制及效率提升的诉求推动单一代工生产服务的 CMO 企业向提供定制生产及工艺研发服务的 CDMO 企业升级。2025 年 CXO 板块进入业绩高增期，2026 年增长趋势延续。

● 内需：景气度修复，期待订单量价齐升

根据医药魔方，26H1 中国医疗健康领域一级市场表现活跃，创新药领域持续吸金，为创新药产业早期研发提供充足资金，进而为 CXO 行业带来更多订单需求，我国 CRO 市场稳步扩容，安评市场逐步修复。26H1 我国创新药对外授权（license-out）交易延续增长趋势，交易数量达到 100 笔，总金额 997 亿美元，2026 年以来我国药企与跨国公司（MNC）频频达成商务发展（BD）合作，研发实力再度认证，为研发带来充盈资金。行业申办者及临床 CRO 数量均处于收缩状态，供给端实现深度出清，叠加新药临床试验申请（IND）数量增长、实验猴价格上行，有望带动 CRO 企业订单价格回暖。

● 外需：新分子加速发展，订单强劲增长

根据医药魔方，26H1 全球创新药行业一级市场融资实现数量和金额同步增长，助力全球创新研发。随着全球药企研发实力提升，更多创新疗法层出不穷，新分子复杂度提升，多肽、寡核苷酸、抗体偶联药物（ADC）等快速发展，头部企业积极布局产能，满足更多订单需求。多家企业在手订单、新签订单实现快速增长，同时部分企业上调 2026 年全年指引，行业高景气延续。

● 投资策略

我们认为 CXO 行业是专业化分工趋势下的必然产物，中国 CXO 企业有望在全球竞争中实现蓬勃发展。内需方面，国内投融资环境呈现逐步修复态势，2025 年以来创新药 BD 交易频出大单，为研发注入充沛资金，需求稳步上行；同时供给端经历前期产能出清，实验猴价格企稳回升，头部企业议价能力增强，新签订单有望实现量价齐升。外需方面，全球创新药一级市场融资实现增长，寡核苷酸、多肽、ADC 等新类型业务需求快速增长，国内头部企业在相关领域建立差异化优势，在手订单充足，部分企业上调 2026 年全年业绩指引，行业高景气得以持续验证。综上，内外需共振叠加新动能接棒，CXO 行业优质龙头配置价值凸显。

综上，我们给予医疗研发外包行业“看好”评级，维持药明康德（603259）、凯莱英（002821）“增持”评级。

● 风险提示

临床阶段、商业化阶段项目运营风险；持续高研发投入产出不确定的风险；行业竞争加剧的风险；行业监管政策的变化；全球化经营及国际政策变动风险；汇率风险。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1. CXO 行业：专业化分工趋势驱动行业蓬勃发展 4
1.1 专业化分工趋势下，行业蓬勃发展 4
1.2 2025 年进入业绩高增期，2026 年增长趋势延续 6
2. 内需：景气度修复，期待订单量价齐升 8
2.1 国内投融资环境复苏，创新药领域持续吸金 8
2.2 BD 热潮延续，研发资金丰盈 10
2.3 供给端深度出清，格局进一步集中 13
2.4 实验猴价格上行，带动订单价格企稳回升 14
3. 外需：新分子加速发展，订单强劲增长 16
3.1 全球创新药一级市场融资增长，满足研发资金需求 16
3.2 新分子加速发展，研发热度高涨 17
3.3 头部企业在手订单充足，助力长远发展 21
4. 投资策略 23
5. 风险提示 23

仅供内部参考，请勿外传

图 目 录

图 1： 药物开发流程图 4
图 2： CXO 价值链 5
图 3： CRO 开发流程与各模块内容 5
图 4： CDMO 服务范围 6
图 5： SW 医药生物及 SW 医疗研发外包近年来营业收入同比增速 7
图 6： SW 医药生物及 SW 医疗研发外包近年来归母净利润同比增速 7
图 7： SW 医药生物、SW 医疗研发外包市盈率走势（倍） 7
图 8： 中国 2012-2025 年医疗健康投融资趋势 8
图 9： 2025-26H1 中国医疗健康领域一级市场投融资概况 8
图 10： 2025-26H1 中国医疗健康领域一级市场投融资概况 9
图 11： 中国 CRO 服务市场规模及增速 9
图 12： 中国非临床安全性评价市场规模及增速 9
图 13： 26H1 我国 license-out 交易数量及金额 10
图 14： 26H1 我国 license-out 项目阶段分布 10
图 15： 每年 HGRAC 中申办者的数量趋势（家） 13
图 16： 每年 HGRAC 中临床 CRO 的数量趋势（家） 13
图 17： 每年 HGRAC 中新增申办者的趋势（家） 14
图 18： 每年 HGRAC 中新增临床 CRO 的趋势（家） 14
图 19： 中国创新药临床试验 IND 数量快速增长 14
图 20： 历史非人灵长类动物均价 15
图 21： 全球医疗健康产业融资情况 16
图 22： 近两年创新药一级市场月度融资事件 16
图 23： 近两年创新药一级市场月度融资金额 17
图 24： 近两年抗体药物领域一级市场融资情况 17
图 25： 近两年核酸药物领域一级市场融资情况 17
图 26： 分子复杂度提升 18
图 27： 全球多肽类药物市场规模及增速 18
图 28： 全球按 GLP-1 及非 GLP-1 划分的多肽类药物市场规模及增速 18
图 29： 全球寡核苷酸 CDMO 市场规模及增速 19
图 30： 中国寡核苷酸 CDMO 市场规模 19
图 31： 药明康德多肽固相合成反应釜总体积（L） 20
图 32： 凯莱英多肽固相反应合成总产能（L） 20
图 33： ADC 结构 20
图 34： 全球 ADC 研发管线数量（条） 20
图 35： 全球 ADC 外包服务市场规模及增速 21
图 36： 药明康德持续经营业务在手订单及增速 21
图 37： 凯莱英 2021 年-26H1 在手订单金额及增速 21

表 目 录

表 1： 2026 年以来我国药企部分 BD 项目情况 10
表 2： 小核酸、小分子和抗体药物模式比较 19
表 3： CXO 企业新签/在手订单情况及 2026 年指引 22

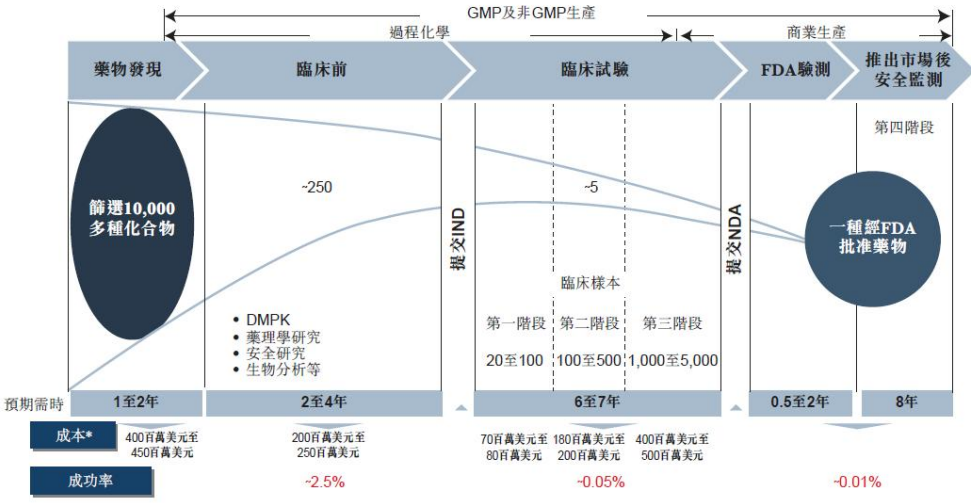
仅供内部参考，请勿外传

1.CXO 行业：专业化分工趋势驱动行业蓬勃发展

1.1专业化分工趋势下，行业蓬勃发展

药物开发时间久、成本高、成功率低。作为一项时间周期长、复杂且高成本的过程，药物开发包括早期研发、临床前及临床研究、供应链相关管理等。根据药明康德公司公告，由早期药物发现直到商业化推出一般平均需要 10 年以上，研发成本超过 10 亿美元，开发一种新药从早期发现至最终通过审批的成功率较低，甚至低至 0.01%。

图 1：药物开发流程图



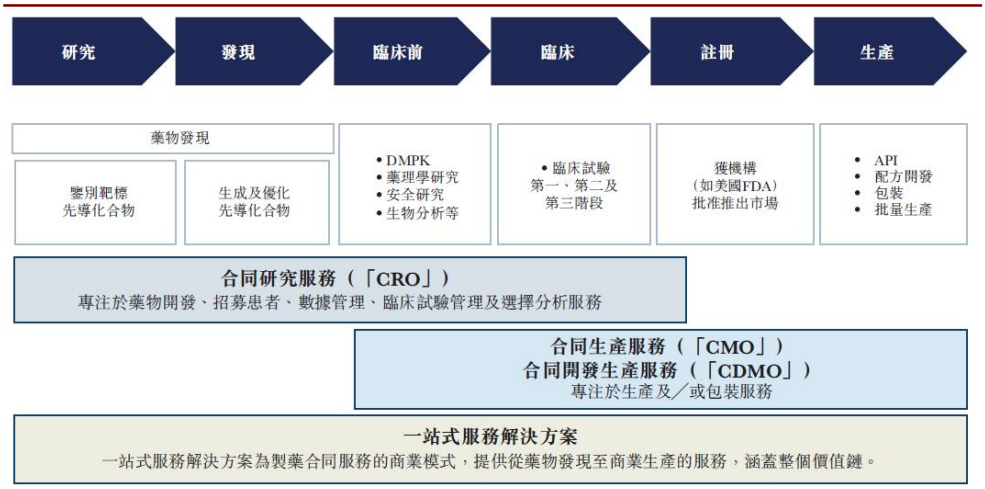
资料来源：药明康德公司公告、渤海证券研究所；注：成本按照实际支付成本而非资本化成本计算。

专业化分工趋势下，医药研发服务行业应运而生。随着全球新药研发及销售市场竞争日益激烈、新药研发时间成本和支出不断提高、专利到期后仿制药对原研药利润的实质性冲击，国内外大型制药企业为了缩短研发周期、控制成本、降低研发风险，逐步将资源集中于发展自身核心研发业务，集中于疾病机理研究及新药靶点的发现及研发早期阶段，而将后续研发中晚期及开发阶段涉及的药物化合物筛选及研发、数据采集分析、临床、委托生产或加工等产业链环节委托给医药研发服务企业。借助医药研发服务企业资源在短时间内迅速组织起具有高度专业化和丰富经验的临床试验团队，更加有效地控制研发管理费用及协调内外部资源配置。作为新药研发领域中社会化专业化分工的必然产物，医药研发服务企业凭借其成本优势、效率优势等特点实现快速发展壮大，成为医药研发产业链中不可缺少的环节。

根据新药研发领域中客户服务阶段的不同，医药研发外包（CXO）一般分为合同研究服务（CRO）、合同生产服务/合同开发生产服务（CMO/CDMO），分别对应新药研发领域中的临床前研究及临床研究、定制化生产及研发服务等产业链中的不同环节。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：CXO 价值链



资料来源：药明康德公司公告、渤海证券研究所

CRO 涵盖临床前 CRO 和临床试验 CRO 两个环节。从提供服务的阶段来划分，CRO 主要分为临床前 CRO 和临床试验 CRO，其中临床前 CRO 主要提供化合物研究和临床前研究服务，包括靶标选择与证实、苗头化合物研究、先导化合物优化等，临床 CRO 主要提供临床研究、药品注册与审批和上市后持续研究服务，涵盖临床 I-IV 期、提交新药申请和新药审批等。CRO 有助于制药公司加快项目进度、控制风险、优化资源且降低成本。

图 3：CRO 开发流程与各模块内容



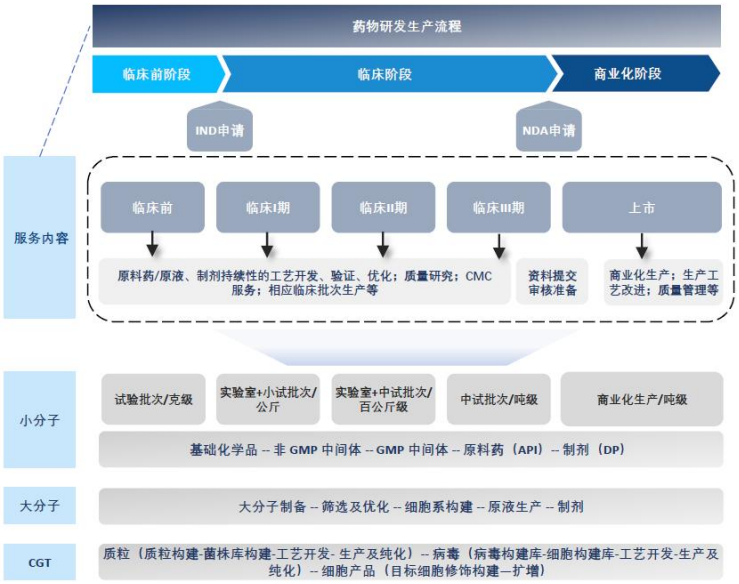
资料来源：药明康德公司公告、渤海证券研究所

药企对成本控制及效率提升的诉求推动单一代工生产服务的 CMO 企业向提供定制生产及工艺研发服务的 CDMO 企业升级。CMO 的基本业务模式是企业接受药企委托，为药品生产涉及的工艺开发、配方开发提供支持，主要涉及临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等定制生产制造业务。随着药企不断提高对成本控制和效率提升的要求，传统 CMO 企业仅依靠药企提供的生产工艺及技术支持进行单一代工生产服务已经无法完全满足客户需求，药企希望 CMO 企业能够利用自身生产设施及技术积累承担更多工艺研发和改进的创新性服务职能，进一步帮助药企改进生产工艺、提高合成效率并降低制造成本，因此 CDMO 企业应运而生。CDMO 企业为药企提供创新药生产时所需要的工艺流程研

仅供内部参考，请勿外传

发及优化、配方开发及试生产服务，并在研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务，将自有高技术附加值工艺研发能力及规模生产能力深度结合，通过临床试生产+商业化生产的供应模式深度对接药企的研发、采购、生产等整个供应链体系，以附加值较高的技术输出取代单纯的产能输出，推动资本密集型的 CMO 行业向技术与资本复合密集型的 CDMO 行业全面升级。

图 4：CDMO 服务范围



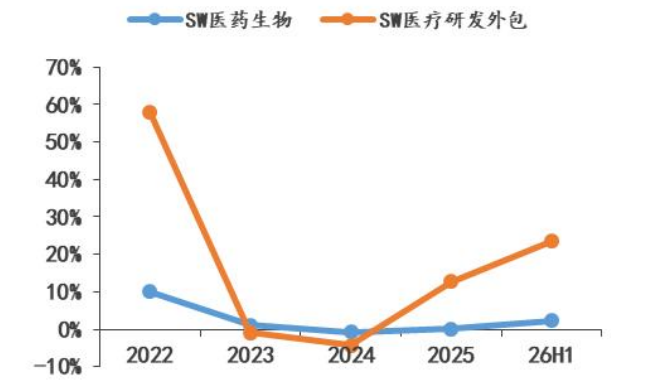
资料来源：弗若斯特沙利文、渤海证券研究所

1.2 2025 年进入业绩高增期，2026 年增长趋势延续

2025 年 SW 医疗研发外包板块进入业绩高增期，2026 年增长趋势延续。复盘来看，2022 年 SW 医疗研发外包板块营收/归母净利润同比增速分别达到 57.9%/56.6%，2023-2024 年逐步消化大订单影响，营收和归母净利润同比有所下降。2025 年重回高增趋势，在新分子快速发展及国内 BD 繁荣的带动下，研发需求大幅增长，CXO 企业在手订单充足，2025 年 SW 医疗研发外包板块营收/归母净利润同比增速分别达到 12.7%/85.0%，全面修复。2026 年以来，增长趋势延续，26H1 SW 医疗研发外包板块营收/归母净利润同比增速分别达到 23.5%/17.5%，显著快于 SW 医药生物行业。

仅供内部参考，请勿外传

图 5：SW 医药生物及 SW 医疗研发外包近年来营业收入同比增速



资料来源：同花顺 ifind、渤海证券研究所

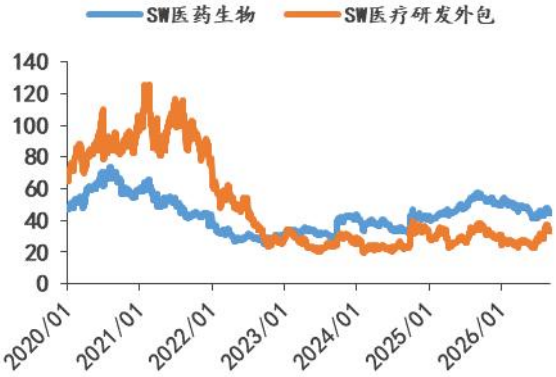
图 6：SW 医药生物及 SW 医疗研发外包近年来归母净利润同比增速



资料来源：同花顺 ifind、渤海证券研究所

从估值来看，9 月 4 日 SW 医疗研发外包行业市盈率（TTM，整体法，不剔除负值）为 33.32 倍，低于 SW 医药行业整体。

图 7：SW 医药生物、SW 医疗研发外包市盈率走势（倍）



资料来源：同花顺 ifind、渤海证券研究所

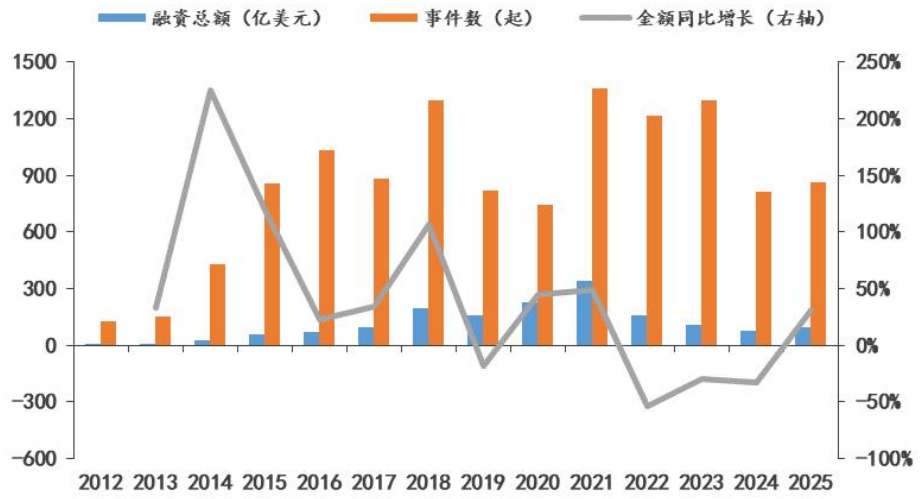
仅供内部参考，请勿外传

2.内需：景气度修复，期待订单量价齐升

2.1国内投融资环境复苏，创新药领域持续吸金

我国医疗健康产业融资逐步复苏。根据动脉网，2012-2025 年我国医疗健康融资总额表现波动，2021 年达到最高 340 亿美元，2022 年逐步回落，2024 年降至 73 亿美元，2025 年回升至 96 亿美元，同比增长 32%，事件数亦稳步回升，我国医疗健康产业融资逐步复苏。

图 8：中国 2012-2025 年医疗健康投融资趋势



资料来源：动脉网微信公众号、渤海证券研究所

26H1 中国医疗健康领域一级市场表现活跃，创新药领域持续吸金。根据医药魔方，26H1 中国医疗健康领域一级市场共发生了 814 起投融资事件，同比增长 13.8%，融资金额总计 725.6 亿元，同比增长 41.7%。26H1 医疗健康领域融资中，创新药与医疗器械&IVD 领域持续吸金，合计占据融资金额主要部分。其中，创新药在 25Q4 和 26Q2 融资金额达到 280.6 和 237.4 亿元，为创新药产业早期研发提供充足资金，进而为 CXO 行业带来更多订单需求。

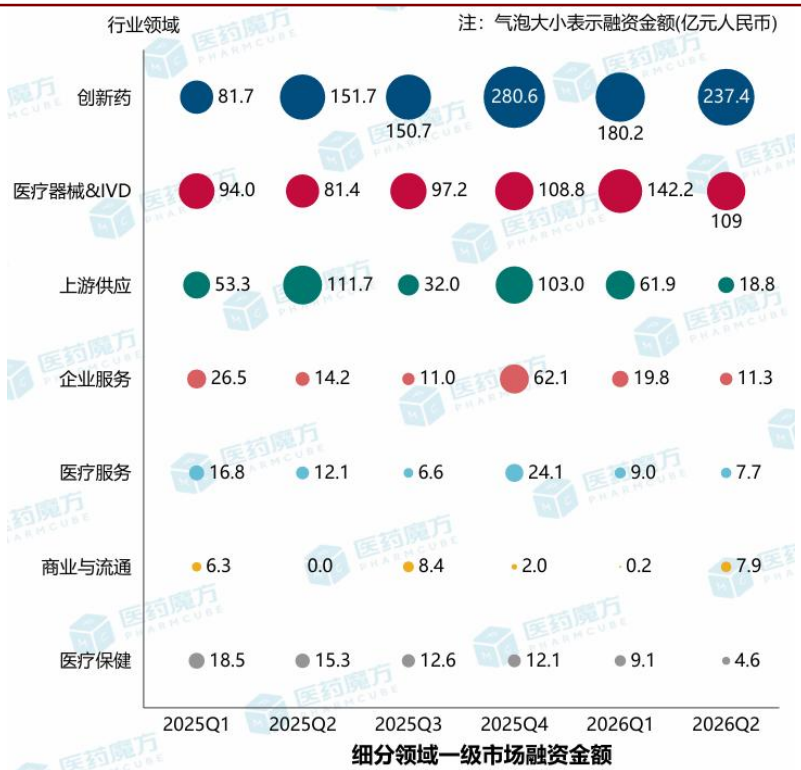
图 9：2025-26H1 中国医疗健康领域一级市场投融资概况



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：数据截至 2026.06.30；一级市场轮次包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化及股权转让事件；左轴为融资事件数（起），右轴为融资金额（亿元）。

仅供内部参考，请勿外传

图 10：2025-26H1 中国医疗健康领域一级市场投融资概况



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：医疗保健包括健康消费、保健食品等；同一项目多个赛道重复计算；数据截至 2026.6.30；一级市场轮次包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化及股权转让事件

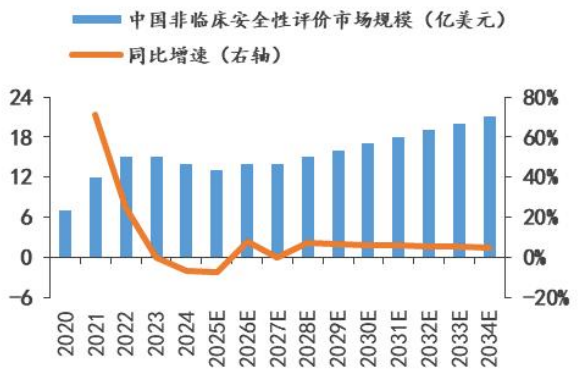
我国 CRO 市场稳步扩容，安评市场逐步修复。根据鼎泰药研招股说明书披露的数据，我国 CRO 服务市场规模由 2020 年 70 亿美元增长到 2024 年 150 亿美元，复合年均增长率（CAGR）为 21.0%，预计到 2034 年达到 265 亿美元，稳步扩容，主要受到新药临床试验申请(IND)数量快速增长及寡核苷酸、抗体偶联药物(ADC)、细胞与基因治疗（CGT）等创新疗法的蓬勃发展。同时，随着创新药物不断涌现，世界各地的监管机构对药物安全性评价（安评）提出更高要求，我国安评市场加速修复，预计 2029 年市场规模为 16 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 2.9%，实现逐步修复。

图 11：中国 CRO 服务市场规模及增速



资料来源：鼎泰药研招股说明书、渤海证券研究所

图 12：中国非临床安全性评价市场规模及增速



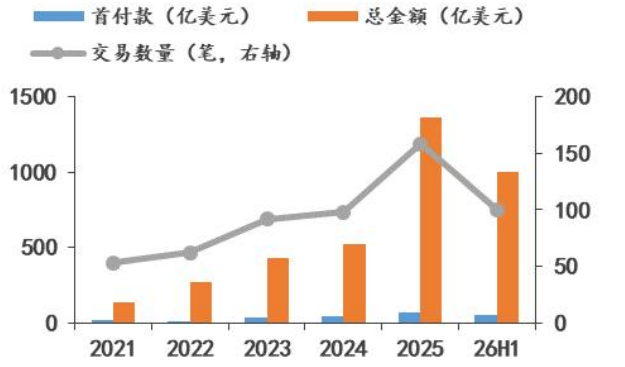
资料来源：鼎泰药研招股说明书、渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2BD 热潮延续，研发资金丰盈

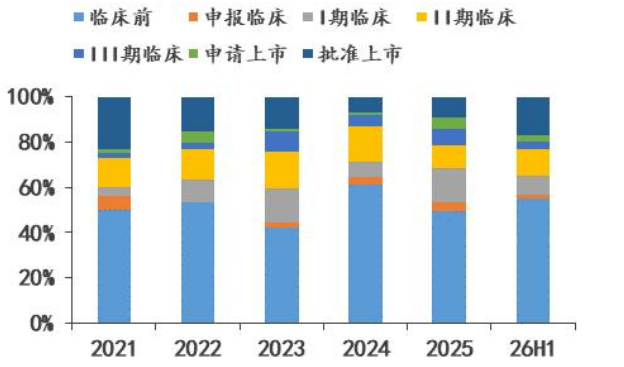
出海扬帆起航，对外授权贡献增量。根据医药魔方，我国创新药对外授权（license-out）交易延续增长趋势，26H1 交易数量达到 100 笔，总金额 997 亿美元，首付款达到 50 亿美元，体现出国际对我国创新实力的认可度提升，预计整体交易数量和金额有望在 2026 年刷新纪录，进一步带动药企业绩端优异表现。从研发阶段来看，26H1 license-out 临床前至临床 I 期项目占比达 65%，集中在小分子、小核酸、抗体类药物（单抗、双/多抗及 ADC）和口服多肽类药物；license-out 批准上市的项目占比进一步升至 17%，其中小分子药物占比仅 55%，单抗及融合蛋白占比分别约 14%，批准上市项目近 70%授权至非主流国家地区（美欧日以外）等新兴市场。

图 13：26H1 我国 license-out 交易数量及金额



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：仅纳入创新药和技术平台相关交易，排除中药、预防性疫苗、仿制药、改良型新药和生物类似药相关交易；交易金额仅统计公开披露的数据；中国数据统计时仅纳入内地数据，不包括港澳台数据

图 14：26H1 我国 license-out 项目阶段分布



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：仅纳入创新药和技术平台相关交易，排除中药、预防性疫苗、仿制药、改良型新药和生物类似药相关交易；中国数据统计时仅纳入内地数据，不包括港澳台数据；I/II 期临床纳入 II 期临床；II/III 期临床纳入 III 期临床

2026 年以来，我国药企与跨国公司（MNC）频频达成商务发展（BD）合作，研发实力再度认证。今年以来恒瑞与百时美施贵宝（BMS）、信达与辉瑞、石药与阿斯利康（AZ）等 BD 总金额均超过 100 亿美元，大额交易频现。

表 1：2026 年以来我国药企部分 BD 项目情况

时间	转让方	受让方	项目	总金额
2026/1/1	泽璟制药	艾伯维	ZG006（Alveltamig）在大中华区（包含中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区）以外地区独家开发与商业化权利	1 亿美元的首付款及基于临床进展的近期里程碑付款和与许可选择相关的付款最高 6,000 万美元，最高达 10.75 亿美元的里程碑付款，并就包含 ZG006 的产品在大中华区以外的净销售额收取从高个位数到中双位数的阶梯式特许权使用费
2026/1/13	荣昌生物	艾伯维	RC148（PD-1/VEGF 双抗）在大中华区以外地区的开发、生产和商业化的独家权利	6.5 亿美元首付款，最高达 49.5 亿美元的开发、监管和商业化里程碑付款，在大中华区以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费
2026/1/27	先声药业	勃林格殷格翰	用于炎症性肠病的 TL1A/IL-23p19 双抗 SIM0709 在大中华区以外的全球独家权益	4200 万欧元首付款，基于研发进展、监管审批及商业化等情况最高达 10.16 亿欧元的里程碑付款，就大中华区以外的净销售额收取分级特许权使用费

仅供内部参考，请勿外传

2026/1/30	石药集团	AZ	除中国内地、香港特别行政区、澳门特别行政区及中国台湾地区外，阿斯利康将获得集团每月一次注射用体重管理产品组合的全球独家权利，包括一个临床准备就绪的项目 SYH2082（长效 GLP1R/GIPR 激动剂，正推进至 I 期临床）以及三个处于临床前阶段、具备不同作用机制的研发项目，旨在为肥胖及体重问题相关人群提供更持久的治疗获益，双方还将依托该等平台就另外四个新增项目开展合作	12 亿美元预付款，有权获得最高 35 亿美元的潜在研发里程碑付款和最高 138 亿美元的潜在销售里程碑付款，基于相关授权产品年净销售额的最高达双位数比例的销售提成
2026/2/8	信达生物	礼来	公司依托自身成熟的抗体技术平台及高效的临床能力，将主导相关项目从药物发现至中国临床概念验证（二期临床试验完成）的研发工作，礼来获得相关项目在大中华区以外的全球独家开发与商业化许可，公司保留相关项目在大中华区的全部权利	3.5 亿美元首付款，总额最高约 85 亿美元的研发、监管及商业化里程碑付款，各产品在大中华区以外净销售额梯度销售分成
2026/2/11	瑞博生物	Madrigal	就开发六款针对代谢功能障碍相关脂肪性肝炎的临床前 siRNA 疗法订立独家全球授权协议。公司授予 Madrigal 独家全球授权，运用公司的 RiboGalSTAR 及 siRNA 化学修饰平台，开发、生产及商业化若干临床前单靶点及双靶点 siRNA 资产	6000 万美元首付款，开发、监管及商业化里程碑 44 亿美元，净销售额的潜在特许权使用费
2026/2/23	和铂医药	Solstice Oncology	公司向 Solstice Oncology 授予独家授权，以在大中华区以外地区开发及商业化其临床阶段组合资产 HBM4003	超过 1.05 亿美元的前期对价，包括 5000 万美元的首付款，500 万美元的近期付款，及向公司发行及配发于 Solstice Oncology 的超过 5000 万美元的股权；最高约 11 亿美元的额外开发、监管及商业里程碑付款，以及基于 HBM4003 在大中华区以外地区净销售额的分级特许权使用费
2026/2/24	前沿生物	GSK	GSK 将获得两款 siRNA 管线产品在全球范围内的独家开发、生产及商业化权利，其中一款候选药物已进入 IND 阶段，另一款为临床前候选药物。公司将负责两款在研产品的早期开发工作，具体包括：负责其中一款产品在中国的 I 期临床试验推进，并完成另一款产品的 IND 支持性研究，GSK 将负责两款产品之后所有的全球临床开发、监管申报及商业化活动	4,000 万美元首付款及 1,300 万美元近期里程碑付款，额外在两个项目中累计获得最高 9.5 亿美元的基于成功开发、监管及商业化里程碑的付款，同时享有两款产品全球净销售额的分级特许权使用费。
2026/3/4	中国生物制药	Sanofi	在全球范围内开发、生产及商业化罗伐昔替尼（JAK/ROCK 抑制剂）的独家许可	1.35 亿美元首付款，最高 13.95 亿美元的潜在开发、监管及销售里程碑付款，基于罗伐昔替尼年度净销售额的最高双位数的阶梯式特许权使用费
2026/3/29	英矽智能	礼来	双方将利用英矽智能的 AI 制药能力，加速多个治疗领域中新型疗法的发现与开发。礼来将获得一项全球独家授权，用于开发、生产及商业化针对特定适应症、目前处于临床前开发阶段、具有潜力成为同类最佳的新型口服疗法。结合公司先进的 Pharma.AI 平台能力与礼来于研发推进与疾病领域的深厚专长，公司与礼来还将围绕礼来选定的靶点开展多项研发合作	1.15 亿美元首付款，达成开发、监管及商业化里程碑后获得进一步付款，交易总价值最高可达约 27.5 亿美元，基于未来销售额的分级特许权使用费
2026/5/12	恒瑞医药	BMS	4 项恒瑞肿瘤学及血液学项目、4 项 BMS 免疫学项目以及双方依托恒瑞研发引擎与多元创新技术平台共同研发的 5 项创新项目，均尚未进入临床研究阶段。恒瑞拥有共同开发特定项目的选择权，并且有机会与 BMS 在全球范围内共同开展特定的商业化活动。BMS 获得上述恒瑞原研项目及依托恒瑞平台共同研发项目在除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区以外的全球独家权利。恒瑞获得上述 BMS 原研项目在中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区的独家权利，BMS 保留除这些区域外的全球其他区域权利。恒瑞将全面负责上述项目的早期临床开发，加速临床概念验证。	6 亿美元首付款、第一笔周年付款 1.75 亿美元以及第二笔有条件的 2028 年周年付款 1.75 亿美元。协议的潜在总交易额可达约 152 亿美元（包括共同研发项目选择权的行使以及所有项目达成相应的开发、注册及商业化里程碑）。恒瑞有权向 BMS 收取产品净销售额的相应分梯度销售提成（不包括中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区）

仅供内部参考，请勿外传

2026/5/29	信达生物	辉瑞	涵盖由 12 个项目构成的肿瘤产品组合，包括 8 个公司的早期管线及 4 个将由辉瑞提议的全新项目。公司将依托其自主创新的研发平台及强大的早期临床开发，推进合作项目至 I 期临床研究，辉瑞将负责主导后续临床开发。（1）信达与辉瑞将在全球范围内共同开发 4 个关键项目并共同承担开发成本，双方将在美国及欧洲（包含欧盟及英国）就其共同商业化并共享利润，同时公司保留在大中华区地区的权利；（2）公司授予辉瑞 4 个项目于大中华区以外地区的独家许可权，辉瑞将承担大部分开发成本；（3）公司授予辉瑞 4 个项目的全球独家许可权，辉瑞将承担全球开发成本。	首付款 6.5 亿美元，最高可达 98.5 亿美元的研发、监管与商业化里程碑付款，交易总额达 105 亿美元。对于每一款获批准上市的项目，公司将获得最高达双位数比例的销售分成。对于共同开发、共同商业化的项目，双方将在美国及欧洲（包含欧盟及英国）共享利润
2026/6/2	海思科	礼来	公司将依托成熟的小分子创新技术平台及高效的新药开发能力，负责礼来选定的最多 5 个靶点创新药项目的发现及早期研发工作。礼来将获得相关项目的全球独家权利或除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区、中国台湾地区以外的全球独家权利，公司则保留部分项目在中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区、中国台湾地区的独家权利	公司有权获得最高 8,700 万美元的首付款和近期付款，最高 29.67 亿美元的后续里程碑付款，并有权根据产品未来净销售额获得分级销售提成
2026/7/2	石药集团	AZ	与 AZ 订立合作、选择权及授权协议，以建立战略研发合作，并利用集团专有的 si RNA 药物发现平台和肝外靶向递送平台开发新型小核酸候选药物。集团与 AZ 将针对两个靶点共同发现和开发具有治疗肾脏疾病多种适应症潜力的临床前候选药物（PCC）。对于每个 PCC 项目，AZ 将有权选择获取在全球范围内或中国以外地区开发、生产及商业化的独家权益。集团将保留其中一个 PCC 在中国开发、生产和商业化的权益。	3,000 万美元首付款，并有权收取最高 5.4 亿美元的潜在研发里程碑付款和最高 12.0 亿美元的潜在销售里程碑付款，以及基于有关产品年净销售额的潜在个位数销售提成
2026/7/8	中国生物制药	AZ	集团附属公司正大天晴与 AZ 就集团自主研发的 PDE3/4 抑制剂（TQC3721）订立独家授权协议。集团将授予 AZ 在中国以外地区开发、生产及商业化 TQC3721 的独家许可。AZ 还将获得 TQC3721 特定开发方案的全球独家许可。	有权获得 2 亿美元的首付款，以及潜在开发、监管及销售里程碑付款，合计最高可达 19 亿美元，同时还将获得基于年度净销售额的最高可达双位数百分比的分级特许权使用费。
2026/7/14	迪哲医药	AZ	与 AZ 签署《许可协议》，授予 AZ 在全球范围内的独家开发、商业化舒沃哲®的权利。	一次性、不可返还的首付款 6 亿美元，最高达 4 亿美元的临床开发里程碑款项以及最高达 5 亿美元的销售里程碑款项，此外公司将获得按舒沃哲®全球销售额最高到低双位数的阶梯式比例的特许权使用费。
2026/8/11	甘李药业	Menarini	与 Menarini 达成独家许可协议，授予 Menarini 在公司自主研发的博凡格鲁肽超重或肥胖适应症项目在授权区域内的上市注册及商业化的权利。	不可退还的首付款 6,200 万欧元。在授权产品针对肥胖适应症的研发及商业化过程中，达到双方约定的关键节点，Menarini 将向公司支付研发里程碑、上市里程碑及销售里程碑款项，累计最高可达 6.64 亿欧元。根据年度净销售额，按最高双位数比例向公司支付梯度特许权使用费。
2026/8/26	海思科	Sentivera	与 Sentivera 签订独占许可协议，授予 Sentivera 在除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及中国台湾地区以外的全球范围内开发、生产和商业化一项临床前自免资产的独家权利	约 7,589 万美元首付款（含 4,000 万美元现金及等值约 3,589 万美元的 Sentivera 公司 17.5%股权）及最高 14.6 亿美元的额外里程碑付款、特许权使用费。Sentivera 如果就该项目达成再许可交易，海思科还有权获得再许可收入分成。
2026/8/27	映恩生物	Genentech	以基于公司专有的映恩独特有效载荷抗体偶联（DUPAC）平台开发针对若干肿瘤适应症的下一代 ADC。公司将领导合作项目的发现及早期全球临床开发。Genentech 将获得合作所产生的 ADC 的全球独家许可，并于第 1a 期临床开发完成后，Genentech 将独自承担进一步临床开发及商业化的责任。	将收取 4,500 万美元的首付款，并有资格就所有合作项目收取总额超过 10 亿美元的潜在开发、监管及商业化里程碑付款。此外，公司将有权就合作所产生获批产品的年度净销售额收取分层特许权使用费。

仅供内部参考，请勿外传

2026/9/1	先声药业	罗氏	与 F.Hoffmann-La Roche Ltd（罗氏）签署独家授权许可协议。罗氏将获得 SIM0660（CD79a/CD19/CD3 三特异性抗体）的全球范围内的独家开发、生产与商业化权益。	集团有权收取 7,500 万美元首付款，以及最高可达 14.55 亿美元的里程碑付款。集团亦有权基于未来净销售额收取最高至双位数的分级特许权使用费。
2026/9/3	和黄医药	GSK	与 GSK 的附属公司达成一项独家开发及许可协议，授予该附属公司除中国内地、香港特别行政区、澳门特别行政区及中国台湾地区以外的全球范围内开发和商业化 HMPL-A830 的权利	1.1 亿美元的首付款以及潜在的开发、注册和商业化里程碑付款，总额可达 12.95 亿美元，外加基于净销售额的特许权使用费

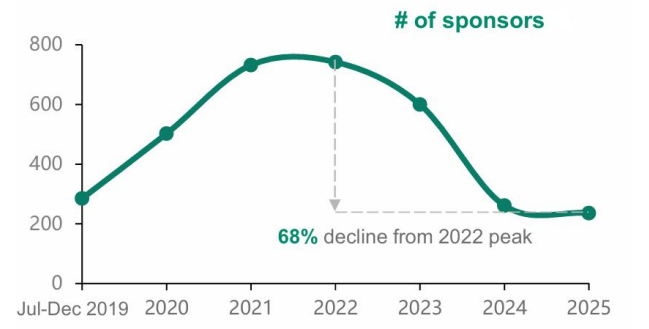
资料来源：各公司公告、渤海证券研究所

平台型出海、打包出海成为新方向，我国药企早研体系认可度提升，国际化能力有望增强。相比过去围绕单一管线的 BD，近期我国出海合作出现更多打包合作，如恒瑞医药与 BMS 共同推进 13 款涵盖肿瘤学、血液学及免疫学的早期项目，信达生物与辉瑞就 12 个肿瘤早期源头创新项目开展全球合作，海思科与礼来共同开发涉及多个疾病领域的最多 5 个靶点创新药项目的发现及早期研发工作等。合作模式上逐步从单一药物授权转向合作研发等 Co-Co（共同开发及共同商业化）模式，达成更多早期药物平台合作及 AI 药物发现等前沿领域的合作，MNC 购买的不再是单一成熟候选药物，而是对我国创新药企早研体系的高度认可。通过打包出海，我国药企得以盘活研发平台和靶点布局能力，Co-Co 模式也助力我国药企借助 MNC 丰富经验，深度参与管线的海外开发及商业化，逐步构建国际化运营能力。

2.3供给端深度出清，格局进一步集中

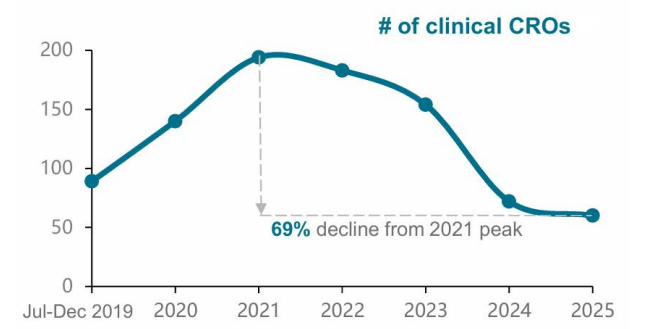
申办者及临床 CRO 数量均处于收缩状态，行业供给端实现深度出清。根据泰格医药官网披露的数据，中国人类遗传资源管理办公室（HGRAC）记录的数据显示，2025 年临床研究申办者数量由 2022 年的峰值下降 68%，2025 年临床 CRO 数量由 2021 年的峰值下降 69%，行业供给端实现深度出清，整合趋势仍存。

图 15：每年 HGRAC 中申办者的数量趋势（家）



资料来源：泰格医药公司官网、渤海证券研究所；注：HGRAC 为 Human Genetic Resources Administration of China 中国人类遗传资源管理办公室。

图 16：每年 HGRAC 中临床 CRO 的数量趋势（家）

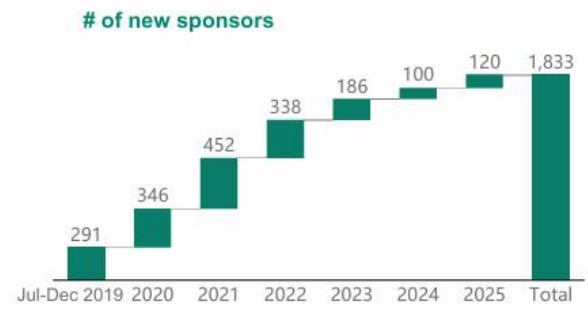


资料来源：泰格医药公司官网、渤海证券研究所

2025 年新增临床 CRO 数量回落至仅 6 家，供给格局进一步集中。根据泰格医药官网披露的数据，中国人类遗传资源管理办公室（HGRAC）记录的数据显示，每年新增申办者的数量从 2021 年逐年下降，到 2024 年仅新增 100 家，2025 年逐步回升至 120 家，新增供给边际修复。每年新增的临床 CRO 数量 2021 年达到高点 92 家，2025 年回落至仅 6 家，行业供给格局进一步集中。

仅供内部参考，请勿外传

图 17：每年 HGRAC 中新增申办者的趋势（家）



资料来源：泰格医药公司官网、渤海证券研究所

图 18：每年 HGRAC 中新增临床 CRO 的趋势（家）

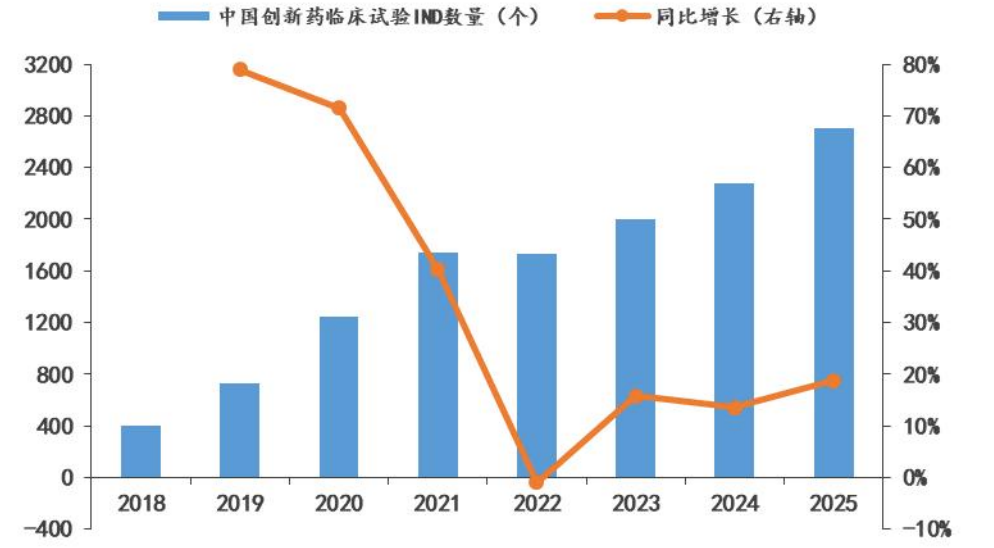


资料来源：泰格医药公司官网、渤海证券研究所

2.4实验猴价格上行，带动订单价格企稳回升

IND 数量增长，创新药研发蓄势待发。根据泰格医药公司官网的数据，我国创新药临床试验市场保持快速增长，到 2025 年创新药临床试验 IND 数量达到 2703 个，同比增长 19%，创新药研发景气度延续，为 CRO 带来更多研发需求。

图 19：中国创新药临床试验 IND 数量快速增长

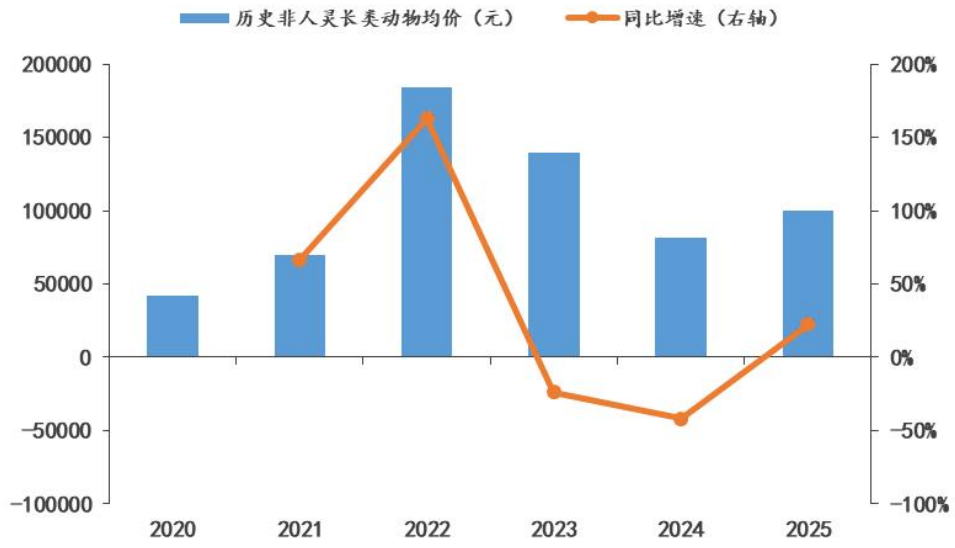


资料来源：泰格医药公司官网、渤海证券研究所

实验猴价格稳步上行，有望带动 CRO 企业订单价格回暖。根据鼎泰药研招股说明书，2020-2022 年受疫情影响，非人灵长类动物（NHP）供应出现中断，而研发需求持续攀升，推动 NHP 单价从每只 42,000 元大幅上涨至 184,000 元。此后随着供应链逐步修复，价格在 2024 年回落至每只 81,500 元，并于 2025 年企稳回升至每只 100,000 元。实验猴价格稳步上行，有望带动国内 CRO 企业订单价格回暖，同时也有助于提升部分企业生物资产公允价值变动带来的收益。

仅供内部参考，请勿外传

图 20：历史非人灵长类动物均价



资料来源：鼎泰药研招股说明书、渤海证券研究所

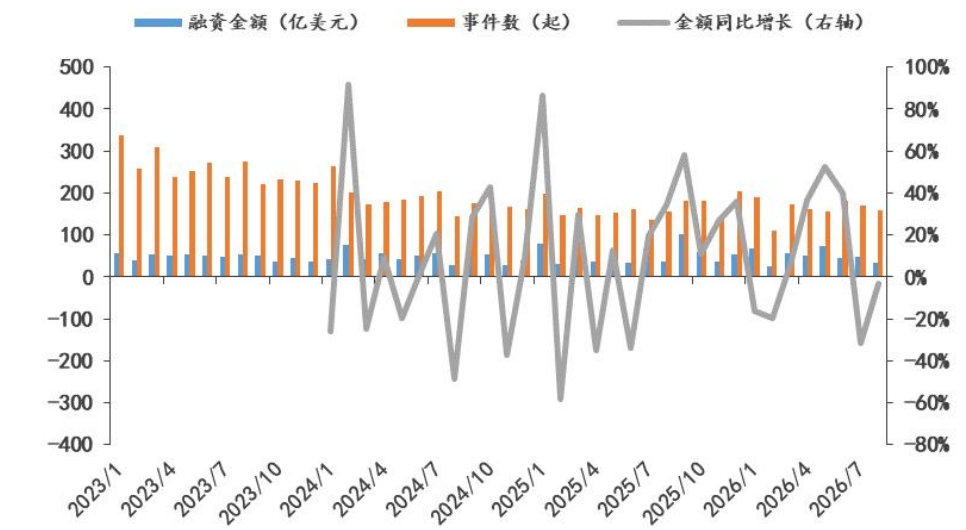
仅供内部参考，请勿外传

3.外需：新分子加速发展，订单强劲增长

3.1全球创新药一级市场融资增长，满足研发资金需求

全球医疗健康产业融资表现波动。根据动脉橙数据，2026 年 1-8 月全球医疗健康产业合计发生融资事件 1301 起，合计金额 399.84 亿美元，同比 2025 年 1-8 月增长 3.4%。月度来看，全球投融资波动，8 月全球医疗健康产业投融资行情相较 7 月整体走弱，融资总额同比下降 3%，期待回暖趋势。

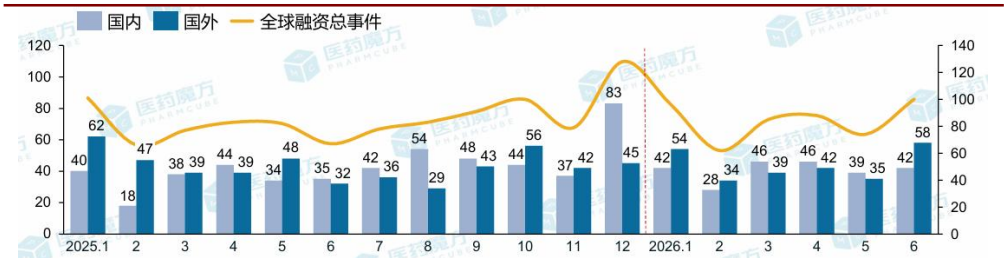
图 21：全球医疗健康产业融资情况



资料来源：动脉橙、动脉网、动脉网产业链接微信公众号、渤海证券研究所

26H1 全球创新药行业一级市场融资实现数量和金额同步增长，助力全球创新研发。从创新药行业来看，根据医药魔方的统计，26H1 全球创新药一级市场融资事件总计 505 起，同比增长 6.1%，其中 26H1 国内创新药一级市场融资事件 243 起，同比增长 16.3%；海外融资事件 262 起，同比下降 1.9%。金额方面，26H1 全球创新药一级市场融资总金额达 267.5 亿美元，同比增长 58.5%，其中 26H1 国内创新药一级市场融资总金额 58.1 亿美元，同比增长 79.1%，海外融资总金额 209.4 亿美元，同比增长 53.6%。26H1 全球及国内创新药一级市场融资均呈现量价齐升的增长趋势，助力创新研发。

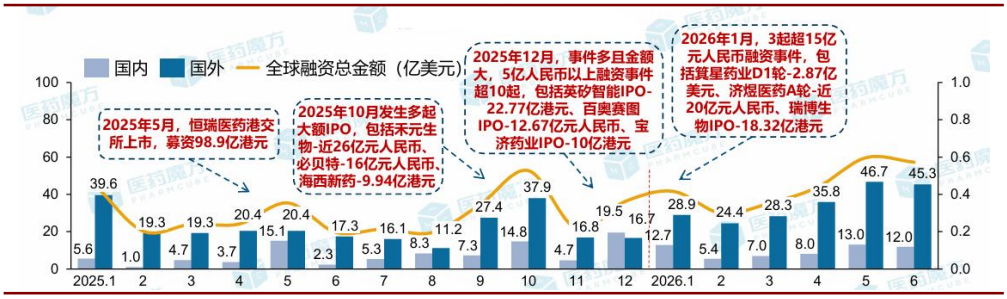
图 22：近两年创新药一级市场月度融资事件



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：数据截至 2026.06.30；一级市场轮次包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化及股权转让事件；左轴为国内、国外融资事件数（起），右轴为全球融资总事件（起）。

仅供内部参考，请勿外传

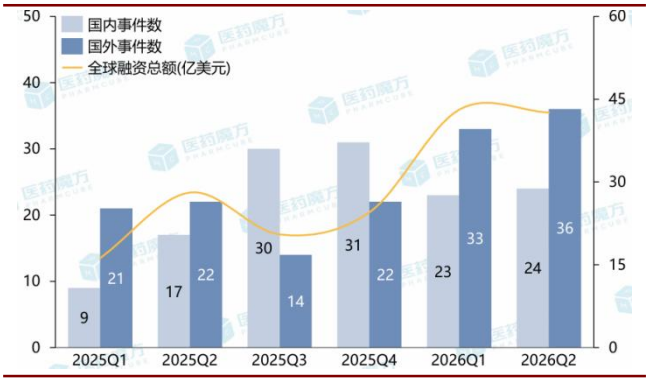
图 23：近两年创新药一级市场月度融资金额



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：数据截至 2026.06.30；一级市场轮次包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化及股权转让事件；左轴为国内、国外融资金额（百万美元），右轴为全球融资总金额（亿美元）。

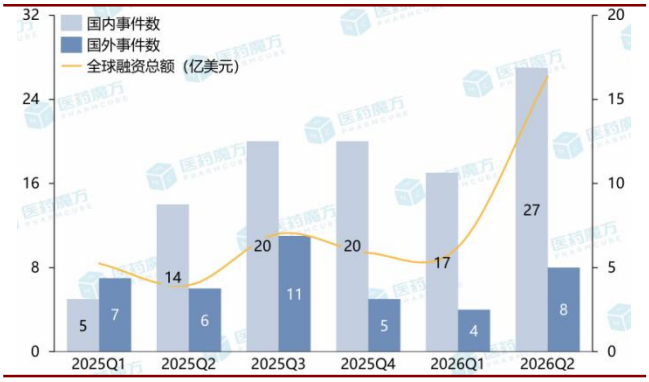
从融资领域来看，26H1 全球抗体、核酸药物融资活跃，细分领域资本加速聚集。26H1 抗体领域国内外融资热度均有明显提升，全球融资事件及金额分别同比增长 68.1%和 93.0%，助力全球抗体药物研发。内部结构来看，肿瘤领域转向存量技术迭代，自免与眼科等赛道正加速资本聚集，贡献新的增长点。核酸药物方面，从事件数量来看，国内核酸药物赛道热度明显高于海外，全球融资事件与金额持续增长，26H1 全球融资事件与金额同比增长 75.0%与 145.4%，国内融资金额同比增长 602.6%，递送能力的升级有望为板块带来更多研发机遇。

图 24：近两年抗体药物领域一级市场融资情况



资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：数据截至 2026.06.30；一级市场轮次包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化及股权转让事件；左轴为国内、国外事件数（起），右轴为全球融资总额（亿美元）。

图 25：近两年核酸药物领域一级市场融资情况



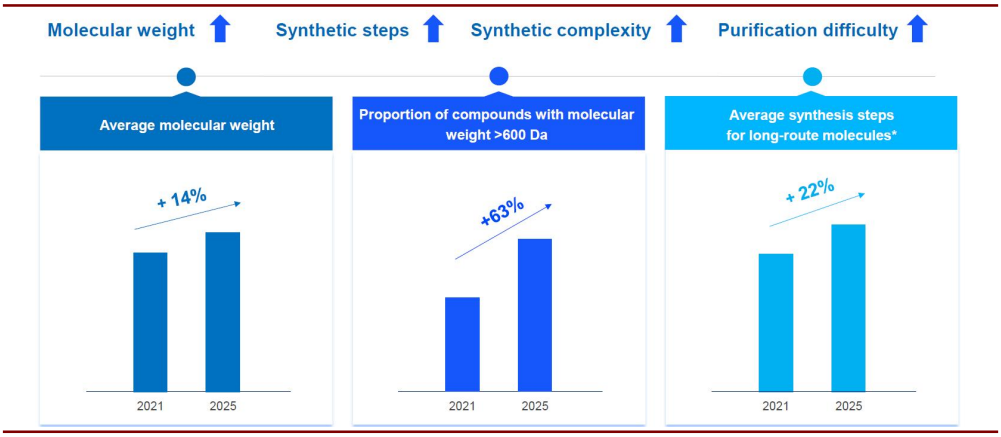
资料来源：医药魔方数据库微信公众号、渤海证券研究所；注：数据截至 2026.06.30；一级市场轮次包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化及股权转让事件；左轴为国内、国外事件数（起），右轴为全球融资总额（亿美元）。

3.2新分子加速发展，研发热度高涨

新分子复杂度提升，研发价值增长。随着全球药企研发实力提升，更多创新管线和疗法层出不穷。根据药明康德公司官网，新型分子复杂度不断提升，分子量、合成步骤、合成复杂度、纯化难度均显著提升，分子研发价值随之提升。多肽、寡核苷酸、ADC 等快速发展，CXO 企业有望在新分子浪潮下获取更多高价值订单。

仅供内部参考，请勿外传

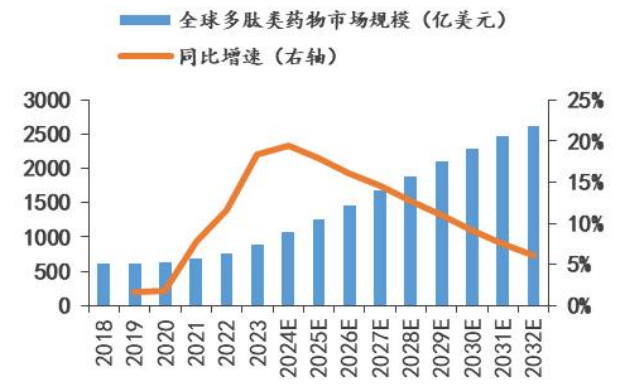
图 26：分子复杂度提升



资料来源：药明康德公司官网、渤海证券研究所

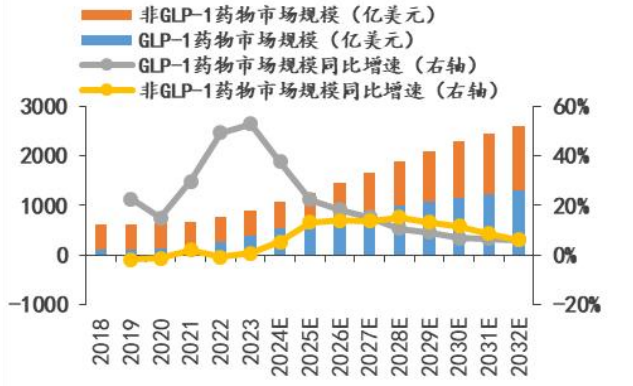
多肽药物发展迅猛，全球市场规模强势增长。多肽是由生物体内 2-99 个天然氨基酸组成，分子结构处于小分子和蛋白质之间。作为众多生理过程的内在信号分子，多肽活跃于代谢、肿瘤及炎症性肌肉骨骼疾病等慢性疾病的治疗领域。随着胰高血糖素样肽-1（GLP-1）药物的兴起，减重市场的广阔需求促进多肽药物市场规模再上台阶。根据泰德医药招股说明书，按销售收入计算，全球 GLP-1 药物市场由 2018 年的 93 亿美元增长至 2023 年的 389 亿美元，CAGR 达到 33.2%，并预计到 2032 年增长到 1299 亿美元，CAGR 为 14.3%。

图 27：全球多肽类药物市场规模及增速



资料来源：泰德医药招股说明书、渤海证券研究所

图 28：全球按 GLP-1 及非 GLP-1 划分的多肽类药物市场规模及增速



资料来源：泰德医药招股说明书、渤海证券研究所

小核酸疗法迭代，药物优势显著。寡核苷酸指一类合成核酸聚合物，通常由约 20 个核苷酸的单链或双链分子组成，用于通过各种机制调节基因表达，包括反义小核酸（ASO）、RNA 干扰（RNAi）及核酸适配体等，基于此的疗法包括 RNAi、ASO、小干扰 RNA（siRNA）、短发夹 RNA（shRNA）、磷酰二胺吗啉代寡核苷酸（PMO）及胞嘧啶-硫代磷酸-鸟嘌呤寡脱氧核苷酸（CpG 寡核苷酸）等。自 1998 年首款 ASO 药物获批以来，小核酸疗法经历了数代的发展，1998 年 RNAi 机制的发现以及随后 siRNA 技术的发展实现了重大治疗突破，siRNA 药物强大的特异性基因沉默能力和能够靶向过往不可成药靶点的潜力，使其成为治疗从罕见遗传病到慢性病及癌症等多种疾病的有效工具。随着靶向递送和化学修饰方面的进步，siRNA 疗

仅供内部参考，请勿外传

法有望迎来新一轮的创新浪潮。以 siRNA 为代表的小核酸疗法优势明显，带来更多拓展空间。

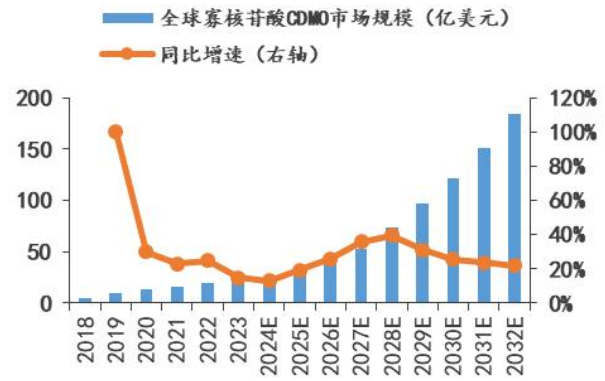
表 2：小核酸、小分子和抗体药物模式比较

	siRNA	小分子	抗体
分子量	~14 千道尔顿	<500 道尔顿	>100 千道尔顿
作用机制	基因表达的调控	蛋白质的调控	蛋白质的调控
特异性	高	低	高
作用持续时间	长	短	中
给药频率	每月/每季度/每两个季度	每日	每月/每两个月
生产方法/成本	合成技术/适度	化学合成/低	生物工艺/高
临床开发成功率	高	低	中
免疫原性和抗药物抗体（ADA）产生	低	极低	高
药物互相作用	极低	常见	低

资料来源：瑞博生物招股说明书、渤海证券研究所

受益于寡核苷酸药物技术突破，全球寡核苷酸 CDMO 市场有望迎来快速增长。根据泰德医药招股说明书，按销售收入计算，全球寡核苷酸药物市场规模由 2018 年的 20 亿美元增长到 2023 年的 45 亿美元，CAGR 为 16.9%，预计到 2032 年增长到 459 亿美元，CAGR 达到 29.6%，市场空间快速增长，蓄势待发。按销售收入计算，全球寡核苷酸 CDMO 市场规模由 2018 年的 5 亿美元增长到 2023 年的 23 亿美元，CAGR 为 33.8%，预计到 2032 年增长到 184 亿美元，CAGR 达到 26.0%。随着我国研发实力不断增强，监管对创新的支持力度加大，我国寡核苷酸 CDMO 市场规模有望于 2032 年达到 18 亿美元，前景可期。

图 29：全球寡核苷酸 CDMO 市场规模及增速



资料来源：泰德医药招股说明书、渤海证券研究所

图 30：中国寡核苷酸 CDMO 市场规模



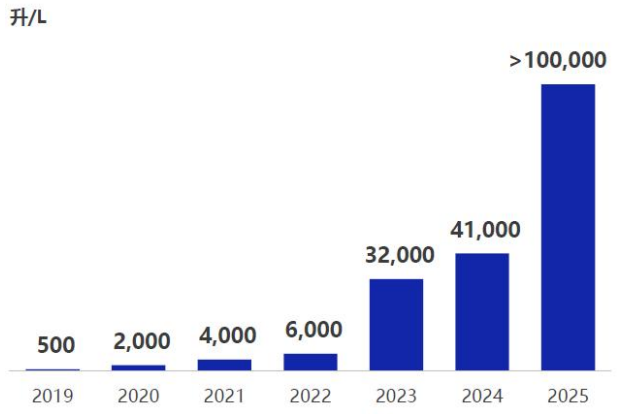
资料来源：泰德医药招股说明书、渤海证券研究所

头部企业积极布局产能，满足更多订单需求。药明康德近年来产能建设加速，多肽固相合成反应釜总体积快速增长，从 2019 年 500 升增长至 2024 年 4.1 万升，随着泰兴多肽产能建设完成，2025 年产能突破 10 万升，不断提升的多肽产能得以更好地满足客户相关需求，在新技术领域保持领先地位。凯莱英亦加大新兴业务开拓力度，特别是在多肽、寡核苷酸、ADC 等板块，2025 年多肽固相反应合成产能为 4.5 万升，预计 2026 年底进一步增加至 6.9 万升，以满足在手订单未来产能需求。另外，2026 年 3 月礼来宣布计划携手多家本土合作伙伴，规划布局包括

仅供内部参考，请勿外传

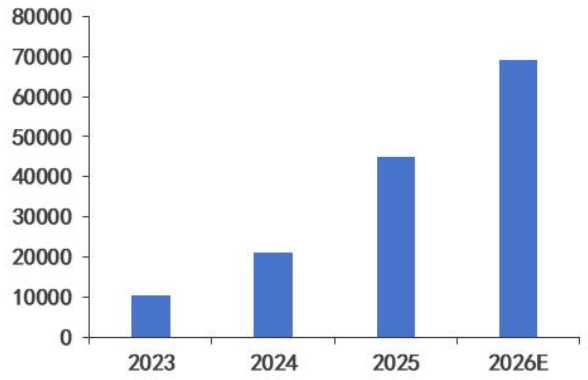
orforglipron 在内的未来管线大规模生产能力，并与康龙化成达成战略合作，预期投资 2 亿美元并支持其技术能力建设。

图 31：药明康德多肽固相合成反应釜总体积（L）



资料来源：药明康德公司官网、渤海证券研究所

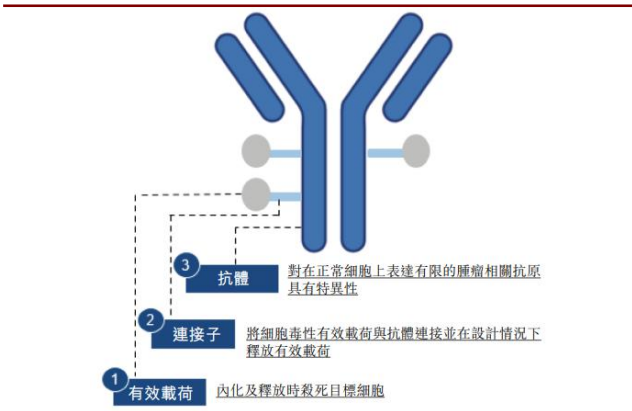
图 32：凯莱英多肽固相反应合成总产能（L）



资料来源：凯莱英公司官网、公司公告、渤海证券研究所；注：2023 年数据为截至 2023 年报披露日

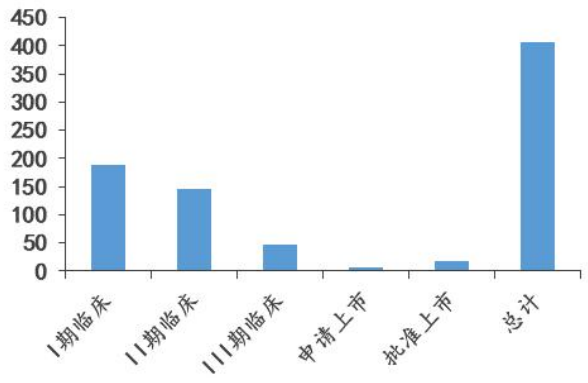
ADC 药物蓬勃发展，研发热度高涨。ADC 由通过专门设计的连接子将小分子药物（细胞毒性有效载荷）连接到生物成分（抗体）上组成，传统 ADC 药物利用抗体与肿瘤特异性抗原结合，将有效载荷输送到目标癌细胞，释放有效载荷导致癌细胞死亡。根据摩熵咨询，全球 ADC 在研及上市管线总数达 406 条，早期临床管线占比高，研发热度持续高涨。

图 33：ADC 结构



资料来源：药明合联招股说明书、渤海证券研究所

图 34：全球 ADC 研发管线数量（条）

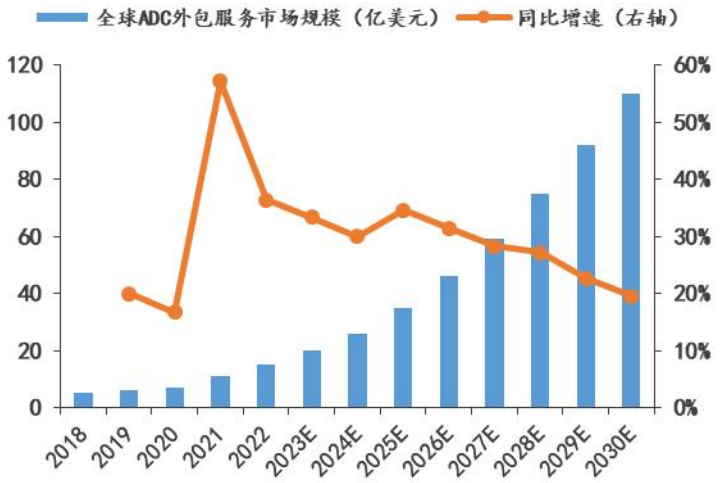


资料来源：摩熵咨询、渤海证券研究所；注：数据截至 2026 年 4 月

全球 ADC 外包服务市场规模快速增长。ADC 开发的复杂性和高技术性导致大多数企业依赖外包进行 ADC 的开发，根据药明合联招股说明书，截至 2022 年底全球 ADC 发现、开发及制造外包率已达到约 70%，超过整体生物制剂的观察外包率 34%。全球 ADC 外包服务市场空间扩容，2025 年全球 ADC 外包服务市场规模预计达到 35 亿美元，预计 2030 年达到 110 亿美元，2025-2030 年 CAGR 高达 26%。

仅供内部参考，请勿外传

图 35：全球 ADC 外包服务市场规模及增速



资料来源：药明合联招股说明书、渤海证券研究所

3.3头部企业在手订单充足，助力长远发展

多家企业在手订单、新签订单实现快速增长。药明康德持续经营业务在手订单持续实现增长，业绩可见度较高，截至 2026 年 6 月末，公司持续经营在手订单达到人民币 664.3 亿元，同比增长 25.2%。凯莱英逐步消化大订单影响后，2023-26H1 在手订单金额持续保持增长，截至 2026 年半年报披露日，不含本报告期已确认的收入，凯莱英在手订单达到 16.73 亿美元，同比增长 53.77%，2026 年初至 2026 年半年报披露日新签订单同比增长 54.59%，化学大分子和生物大分子业务订单增长迅猛，为后续业绩进一步加快增长夯实基础。康龙化成 26H1 新签订单同比增长超过 30%，实验室服务新签订单同比增长超过 20%，CDMO 服务新签订单同比增长超过 50%，实现快速增长。

图 36：药明康德持续经营业务在手订单及增速



资料来源：药明康德公司官网、渤海证券研究所

图 37：凯莱英 2021 年-26H1 在手订单金额及增速



资料来源：凯莱英公司官网、公司公告、渤海证券研究所

部分企业上调 2026 年全年指引，行业高景气延续。根据公司公告，药明康德全面上调 2026 年全年业绩指引，预计 2026 年公司整体收入由人民币 513-530 亿元上

仅供内部参考，请勿外传

调至人民币 585-605 亿元，持续经营业务收入同比增速由 18%-22%上调至 35%-39%。康龙化成根据新签订单和业务趋势，预计 2026 年全年收入由同比增长 12%-18%上调至同比增长 15%-20%。药明生物预计 2026 全年以固定汇率计的收入增速由同比 16%-20%上调至同比 20%-23%，报表口径收入增速由同比 13%-17%上调至同比 15%-18%。在手订单不断丰富，全年增速可期，行业高景气延续。

表 3：CXO 企业新签/在手订单情况及 2026 年指引

公司	新签/在手订单情况	2026 年指引
药明康德	截至 2026 年 3 月末，公司持续经营业务在手订单人民币 597.7 亿元，同比增长 23.6%。截至 2026 年 6 月末，公司持续经营业务在手订单人民币 664.3 亿元，同比增长 25.2%。	预计 2026 年公司整体收入达到 585-605 亿元，持续经营业务收入同比增长 35%-39%。
康龙化成	26Q1 公司新签订单同比增长超过 30%。26H1 公司新签订单同比增长超过 30%，实验室服务新签订单同比增长超过 20%，CDMO 服务新签订单同比增长超过 50%。	根据新签订单和业务趋势，公司预计 2026 年全年收入将同比增长 15%-20%。
凯莱英	截至 2026 年半年报披露日，不含本报告期已确认的收入，公司在手订单总额 16.73 亿美元，同比增长 53.77%。2026 年初至 2026 年半年报披露日新签订单同比增长 54.59%。	公司预计 2026 全年营业收入将增长 19%-22%。
昭衍新药	26H1 公司整体在手订单金额约 37 亿元，同比增长 60.9%；新签订单金额约 20.2 亿元，同比增长 98.0%。	公司预计全年新签订单将保持双位数增长。
泰格医药	2025 年公司净新增订单（新签订单剔除取消订单后）金额为 101.6 亿元，同比增长 20.7%，2025 年公司新签订单的平均单价已经企稳，并有望在 2026 年重回增长态势。截至 2025 年末，公司累计待执行合同金额 182.0 亿元，同比增长 15.3%。26H1 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。	
药明生物	未完成订单总量截至 2026 年 6 月 30 日增加至 251 亿美元，包括未完成服务订单 126 亿美元以及未完成潜在里程碑付款订单 124 亿美元，同时集团 3 年内未完成订单总额截至 2026 年 6 月 30 日增加至 55 亿美元。	2026 全年以固定汇率计，收入增速上调至同比 20%-23%，报表口径收入增速上调至同比 15%-18%。
药明合联	集团未完成服务订单同比增长 50.4%至截至 2026 年 6 月 30 日的 19.98 亿美元，未完成订单总量（包括未完成里程碑付款订单）同比增长 62.2%至 21.56 亿美元。	
益诺思	26H1 公司新签订单金额为 14.66 亿元，同比增长 175.56%；截至 2026 年 6 月 30 日在手订单金额为 22.47 亿元，较 2025 年末增长 80.09%。	
美迪西	26H1 公司海内外市场拓展取得良好成效，整体新签订单金额为 12.33 亿元，同比上涨 104.74%，其中境内新签订单金额同比增长 148.22%，境外新签订单金额同比增长 45.96%，订单储备充足。	

资料来源：公司公告、公司官网、渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.投资策略

我们认为 CXO 行业是专业化分工趋势下的必然产物，中国 CXO 企业有望在全球竞争中实现蓬勃发展。内需方面，国内投融资环境呈现逐步修复态势，2025 年以来创新药 BD 交易频出大单，为研发注入充沛资金，需求稳步上行；同时供给端经历前期产能出清，实验猴价格企稳回升，头部企业议价能力增强，新签订单有望实现量价齐升。外需方面，全球创新药一级市场融资实现增长，寡核苷酸、多肽、ADC 等新类型业务需求快速增长，国内头部企业在相关领域建立差异化优势，在手订单充足，部分企业上调 2026 年全年业绩指引，行业高景气得以持续验证。综上，内外需共振叠加新动能接棒，CXO 行业优质龙头配置价值凸显。

综上，我们给予医疗研发外包行业“看好”评级，维持药明康德（603259）、凯莱英（002821）“增持”评级。

5.风险提示

临床阶段、商业化阶段项目运营风险

由于临床新药研发具有较高的结果不确定性，单个临床阶段项目具有不可持续性且项目规模偏小，为有序推动新药研发外包业务的发展，CXO 企业需积累大量临床阶段项目。全球制药企业的新药研发预算易受外部经济周期影响，若制药企业削减新药研发开支、延迟研发计划并控制新药研发外包数量，可能对 CXO 企业的业务产生不利影响。

持续高研发投入产出不确定的风险

CXO 行业是技术密集型产业，需要持续高研发投入。由于研发活动普遍具有高风险、周期长、结果不确定的特性，存在因研发失败而未能将投入成本转化为预期收益的可能性，进而对 CXO 企业业绩带来负面影响。

行业竞争加剧的风险

全球药品开发及生产服务市场竞争激烈，CXO 企业如不能继续强化自身综合研发技术及各项商业竞争优势，或将面临市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

行业监管政策的变化

CXO 行业受监管程度较高，若 CXO 企业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，可能对公司的经营产生潜在的不利影响。

全球化经营及国际政策变动风险

仅供内部参考，请勿外传

CXO 企业的客户或境外业务可能受到国外经济、政治及监管风险的重大影响，若未能预期及有效管理这些风险，可能对业务和业绩产生不利影响。

汇率风险

部分 CXO 企业拥有较多外汇交易，当人民币升值时，海外业务的利润率可能面临下降压力，进而可能对业绩产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映了研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

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的书面或口头承诺均为无效。

本报告由渤海证券股份有限公司

何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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保持在最新状态。同时，本公司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，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提及公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权为本公司所有 或个人不得以任何形式刊载

、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%—20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队：

高级销售经理：朱艳君
座机：+86 22 2845 1995
手机：135 0204 0941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

天津：
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：+86 22 2845 1888
传真：+86 22 2845 1615

北京：
北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：+86 10 6810 4192
传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址：www.bhzq.com