仅供内部参考，请勿外传

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

成都先导（688222.SH）深度报告

差异化的创新输出企业，受益于新一轮产业浪潮

2026 年 09 月 15 日

- **成都先导：以 DEL 为基石、并在类环肽/多肽、小核酸、邻近诱导药物等新分子领域形成差异化优势的创新输出企业。**公司自 2012 年成立以来深耕 DEL 核心技术，已形成全球领先的万亿级 DEL 化合物库。同时基于核酸化学等底层技术能力，向类环肽、小核酸、邻近诱导药物等方向延伸，全面建立了 DEL、FBDD/SBDD、OBT、TPD 等平台，引入 AI 与自动化技术搭建了一体化平台 HAILO，是一家具有差异化创新培育/输出能力的平台型企业。
- **新一轮产业浪潮下，创新供给平台进入发展窗口期。**1）国内：制药产业正处于“仿制为主”向“创新引领”的时代浪潮之下，数千家制药企业迫切需要创新。2）国外：小核酸、邻近诱导药物、肽类药物等新路径逐渐成熟/明晰，技术革命叠加部分专利到期，全球药企对新分子的研发、采购需求将持续景气。平台型创新输出企业基于其可复用的技术能力，成为药企早研过程中最重要的助力者，有望较大的受益于国内、国外新一轮产业浪潮。
- **DEL：公司最坚实的基本盘与护城河。**公司目前已构建了涵盖超 1.2 万亿个小分子、5000 亿类环肽分子、超 1000 亿线性多肽分子的库，处于全球领先第一梯队，同时在过去数千个项目的服务中积累了客户/数据/实体库等多维度先发优势。此外，公司“DEL+AI+自动化“干湿结合的一体化平台 HAILO、OpenDEL 漏斗引流模式的升级也将注入新动能。DEL 是公司核心竞争力，也将为公司业绩持续增长提供坚实支撑。
- **小核酸：OBT 快速增长，先衍创新管线带来价值弹性。**1）小核酸药物的成熟与边界拓宽，催生了大量的外包需求，未来行业复合增速约 20%，公司具备从药物发现到 CDMO 的一站式服务能力，有望享受行业红利。2）子公司先衍生物基于小核酸修饰、肝外递送和单分子双靶点调节等技术，针对慢病领域搭建了新分子管线：其中超长效降压药 LDR2402（AGT 靶点）处于临床 II 期、减重新药 LDR2515（INHBE）处于临床 I 期，具有一定估值弹性。
- **类环肽与邻近诱导药物：公司具有差异化的增长曲线，未来将持续验证。**类环肽兼具透膜性、口服性与抗体亲和力，在 RDC、口服环肽、肝外递送、难成药靶点新药等方向独具潜力，公司已搭建了行业领先的类环肽技术平台与分子库。在邻近诱导药物方面，蛋白降解剂需要特异性地结合靶点蛋白，与 DEL 筛选的技术原理完美结合，公司已在 E3 酶、小分子配体、连接点位探索等方面具有差异化积累，并已完成了多个授权转让。
- **投资建议：**新药早研景气上行，看好公司 DEL 领域的先发优势、HAILO/CPM/OBT/TPD 等新平台/新技术/新赛道带来的成长动能，预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 7.1/9.0/11.5 亿元，分别实现归母净利润 1.5/2.2/3.0 亿元，对应 PS 分别为 17/14/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新药研发需求波动风险、汇率风险、平台建设与商业化进度不及预期的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	526	708	903	1,149
增长率（%）	23.1	34.8	27.5	27.3
归属母公司股东净利润（百万元）	110	149	218	298
增长率（%）	113.2	36.2	46.5	36.3
每股收益（元）	0.27	0.37	0.55	0.74
PS (X)	23	17	14	11
PB (X)	8.1	7.7	7.3	6.5

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 11 日收盘价）

推荐 首次评级

当前价格： 30.49 元

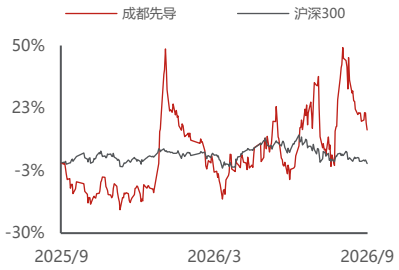


分析师 张金洋
执业证书：S0590525120012
邮箱：zhangjinyang@glms.com.cn

分析师 胡偌碧
执业证书：S0590525120011
邮箱：huruobi@glms.com.cn

分析师 伍云逍
执业证书：S0590526040006
邮箱：yunxiaowu@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 医药行业 2026 年中期投资策略：五大判断：“创新、升级、出海、供应链、跨界”-2026/07/16

仅供内部参考，请勿外传

投资聚焦

区别于市场的观点/方法

本报告认为：成都先导是生物医药板块稀缺的高景气资产、平台型创新输出企业。

行业维度看，投融资回暖、创新药 BD 蓬勃发展、新药早研景气上行。1）国内：制药产业正处于“仿制为主”向“创新引领”的时代浪潮之下，数千家制药企业迫切需要创新。2）国外：邻近诱导药物、肽类药物、新一代小分子药物、小核酸药物等新路径逐渐成熟/明晰，技术革命叠加部分专利到期，全球药企对新分子的研发需求将持续景气。

公司维度看，公司立足于 DEL 差异化能力，在早期分子筛选与优化的环节上独具壁垒。类环肽库的建设、新一代小分子药物与小核酸药物领域的发力、小“DEL+AI+自动化“干湿结合的一体化平台 HAILO 的布局等都为公司带来了成长新动能。公司作为平台型创新输出企业，基于其可复用的技术能力，成为药企早研过程中最重要的助力者，有望较大受益于国内、国外新一轮产业浪潮。

核心假设

全球创新药早期研发投入具备持续性：公司 DEL 有望借行业景气持续增长。

新技术/新平台顺利推进：类环肽库、HAILO 平台等新技术领域、新平台的顺利建设与商业化将为公司发展提供支撑。

近期催化

2026H1 中报业绩增长超预期、平台建设进度超预期。

核心假设对应的风险

新药研发需求波动风险：新药研发的短期景气度与创新药投融资环境等因素高度相关，具有一定不确定性。

各平台建设与商业化进度不及预期的风险：公司 HAILO 等新平台有望带来长期成长点，若其建设与商业化进度不及预期或影响公司长期预期。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1 成都先导：基于 DEL 与新分子差异化能力的创新供给平台，利润、收入或迎来阶段性转向 4
1.1 公司是一家具有差异化、批量化创新输出能力的平台型企业 4
1.2 收入、利润高增长，2026H1 DEL、OBT 增长大幅提速 6
2 产业机会：创新供给平台进入窗口期 10
2.1 国内产业升级下仿制药企创新转型迫在眉睫，平台型创新输出企业将受益 10
2.2 部分专利到期叠加新技术突破，全球药企对新分子/新管线的研发与采购需求将持续景气 20
3 核心基本盘：工业级 DEL 护城河 23
3.1 技术与资产：公司拥有规模领先的 DEL 库，多重优势护航 23
3.2 OpenDEL 提供自助筛选选择，5.0 升级后拓宽分子/靶点边界 24
3.3 基于湿试验独特优势，结合 AI、自动化，形成干湿结合的药物发现新引擎 26
4 类环肽（CPM）及邻近诱导药物研发（TPD）：公司具有差异化的、需验证的增长曲线 28
4.1 类环肽（CPM）独具潜力，公司基于 DEL 的类环肽创新平台领先行业水平 28
4.2 邻近诱导药物 TPD：蛋白降解与 DEL 技术契合，公司优势突出 29
5 小核酸：OBT 收入放量、先衍创新管线注入估值弹性 31
5.1 寡核酸市场快速扩张，公司 OBT 强劲增长 31
5.2 先衍生物创新管线注入潜在估值弹性 32
6 FBDD/SBDD 与 DEL 技术互补，里程碑兑现恢复增长 34
7 盈利预测、定位与相对估值 35
7.1 盈利预测假设与业务拆分 35
7.2 费用率预测 36
7.3 估值分析与投资建议 37
8 风险提示 38
插图目录 40
表格目录 40

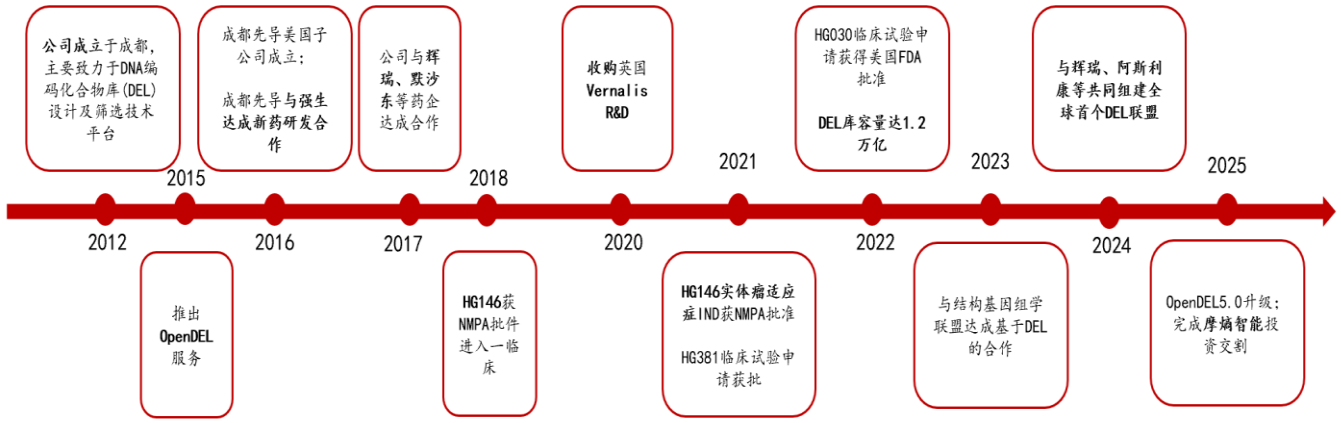
仅供内部参考，请勿外传

1 成都先导：基于 DEL 与新分子差异化能力的创新供给平台，利润、收入或迎来阶段性转向

1.1 公司是一家具有差异化、批量化创新输出能力的平台型企业

成都先导：以工业级 DEL 为基石、并在小分子、类环肽/多肽、小核酸等分子领域形成差异化优势的创新输出企业。公司自 2012 年成立以来持续聚焦 DNA 编码化合物库（DEL）核心技术及衍生技术平台，已形成全球领先的万亿级 DEL 化合物库，为全球超过 600 家客户赋能了数千个创新药研发项目。在深耕 DEL 的过程中公司基于核酸化学等底层技术能力，向类环肽/多肽、小核酸等新分子领域延伸扩展，并全面建立了 DEL、FBDD/SBDD、OBT、TPD 等技术/业务平台群，并引入 AI 与自动化前沿技术搭建了一体化平台 HAILO，是一家具有差异化、批量化创新培育与输出能力的平台型企业。

图1：成都先导发展历程

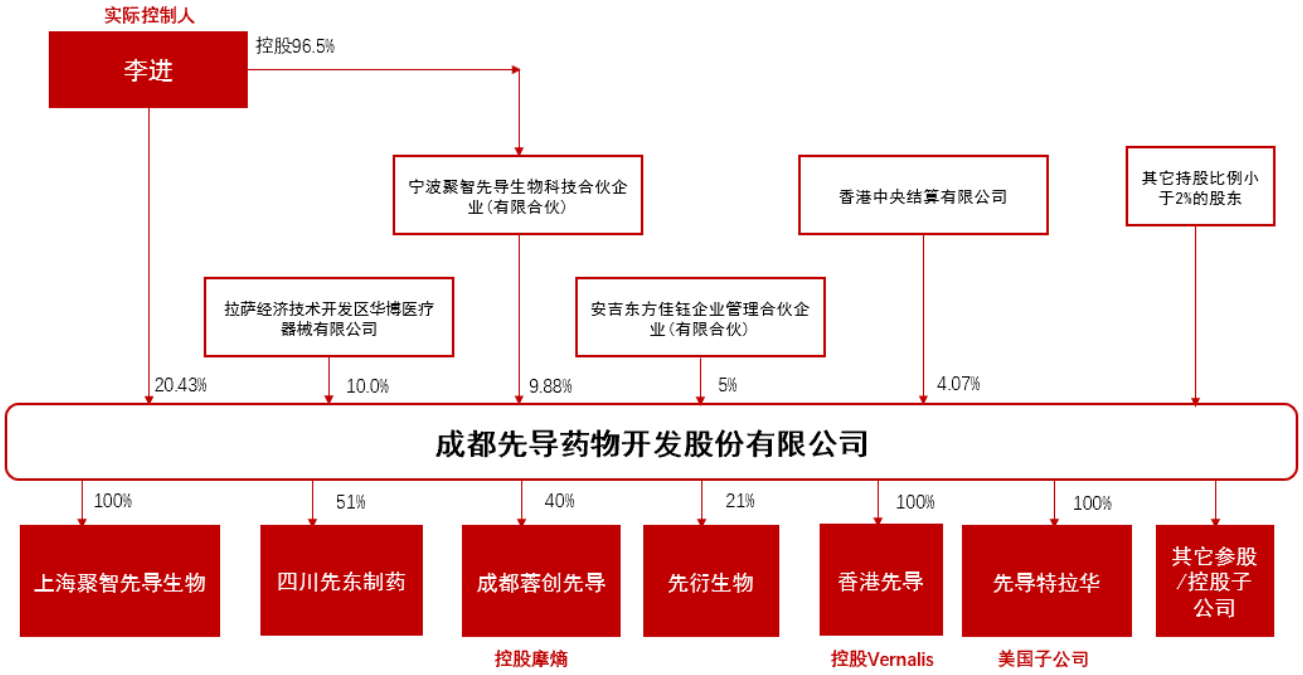


资料来源：公司官网，国联民生证券研究所整理

股权结构稳定集中。董事长兼 CEO 李进博士作为实际控制人，直接持有公司 20.43%的股权、并通过合伙企业间接控制 9.88%的股权。公司及其多家子公司主要聚焦化学分子的药物研发业务，其中参股子公司先衍生物专注于核酸药新药管线开发、蓉创先导控股摩熵智能、中国香港先导控股 Vernalis、先东制药聚焦 CDMO 与生产。

仅供内部参考，请勿外传

图2：成都先导股权结构（截至 2026 年中报）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所整理

公司采用新药研发服务、新药在研项目权益转让及自主研发项目推进至临床阶段乃至远期实现上市销售相结合的形式，形成了技术资产向下游推进的价值阶梯：

新药研发服务：基于公司药物发现与优化平台，公司可为全球医药企业提供指定生物靶点的筛选并进行优化，客户有权选择有偿受让筛选过程产生的功能活性被验证的先导化合物分子 IP，公司还有一定几率在客户针对该药物进行后续研发的多个阶段陆续产生里程碑收入。

新药在研项目权益转让：公司依靠国际领先的药物发现平台以及规模庞大的具有自主知识产权的小分子化合物库，在与客户筛选项目不存在利益冲突的情况下，可以选择高潜力、高价值的靶点进行自主新药发现，利用自身核心技术优势将筛选出的化合物分子优化并向后推进至确定性更高的阶段后进行转让，客户受让后可直接申报临床或进入临床试验阶段。通过转让新药项目的全部或部分权益，公司可获得新药项目转让收入，包括首付、里程碑收入和收益分成等。

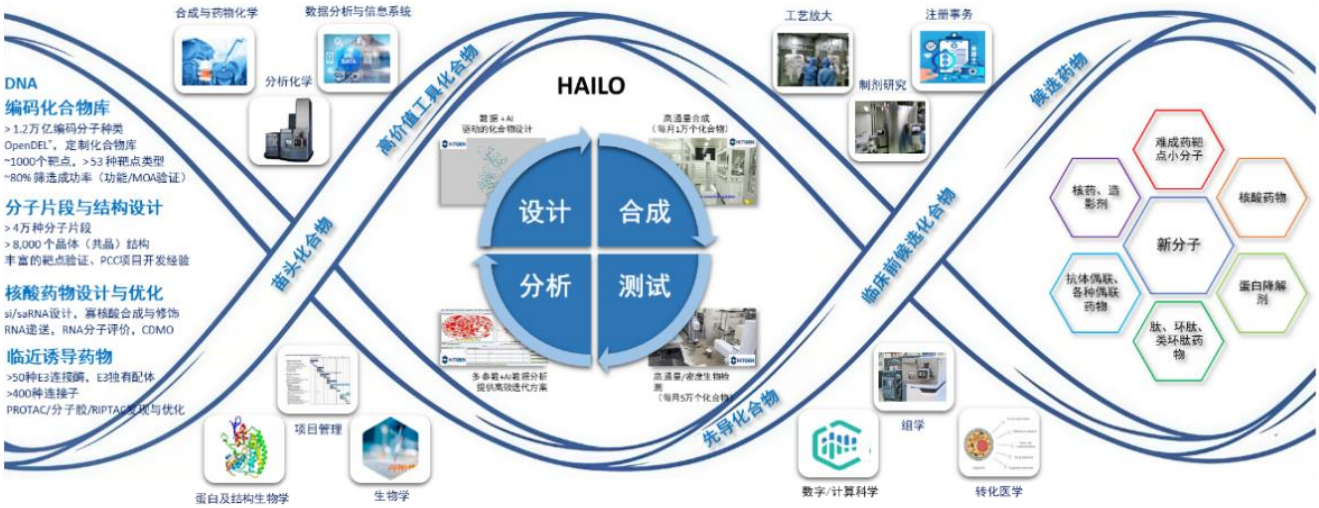
远期规划的新药品种上市销售：公司拥有自己的核心技术和研发能力，以及新药项目研发核心的知识产权，公司不断有自己知识产权的可成药的新分子实体产生，除了在不同阶段的对外转让，在一些特殊治疗领域，公司会将自研项目持续往后推进至临床后期，在更远期的时间，可能有自己的药物上市或通过上市许可人制度（MAH）实现药物项目的上市销售。

从新药研发环节来看，公司全面覆盖了从苗头化合物筛选到先导化合物优化

仅供内部参考，请勿外传

到 PCC 确认、至 IND 申报的临床前全部研发链条。

图3：公司业务全链条覆盖临床前新药研发



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图4：公司自主研发新药管线（截至 2026 年中报）

领域	项目	靶点	适应症	苗头化合物发现	先导化合物优化	PCC确认	IND申报	临床试验I期	临床试验II期
癌症	HG146	Class I/IIb HDAC	多发性骨髓瘤						
			实体瘤						
	HG030*	NTRK/ROS1	实体瘤					（已获美国 FDA IND；中国大陆权益已转让）*	
	HG381	STING	实体瘤						
	HG254	****	实体瘤						
自免疾病	HGP3918	IL-17	自免疾病						

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

1.2 收入、利润高增长，2026H1 DEL、OBT 增长大幅提速

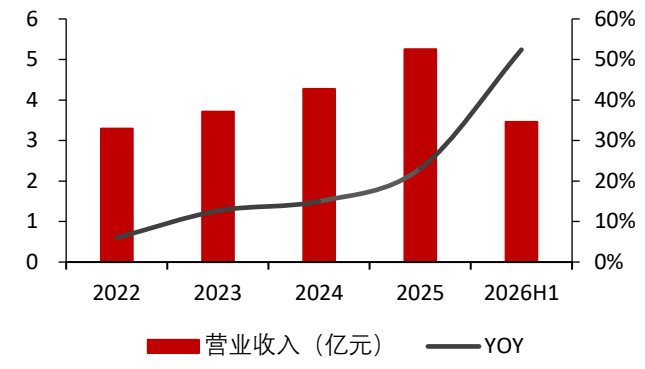
2022-2025 成都先导业绩稳健增长。2025 年，公司共实现营业收入 5.26 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 12.37%；归母净利润 1.10 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 44.29%。目前 DEL、FBDD/SBDD、OBT、TPD 四大创新药物研发平台收入合计占总营收比例超八成，核心技术平台持续拉动整体业绩增长。

2026H1 业绩增长提速。共实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 52.4%；实现

仅供内部参考，请勿外传

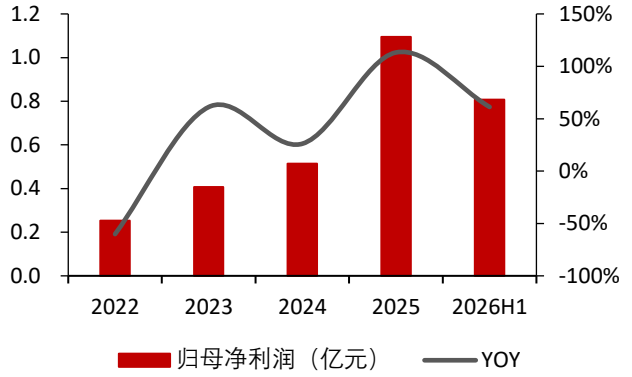
归母净利润 0.81 亿元，同比增长 61.2%。作为新药源头发现的平台型研发企业，成都先导长期以来为全球客户提供针对各类靶点、处于不同研发阶段且具备可专利性的新分子实体，随着全球创新药产业的发展，全球合作伙伴对多样化新型分子的需求日益增长，有力驱动了公司各板块业务的增长。

图5：2022-2026H1 收入（亿元）及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图6：2022-2026H1 归母净利润（亿元）及增速



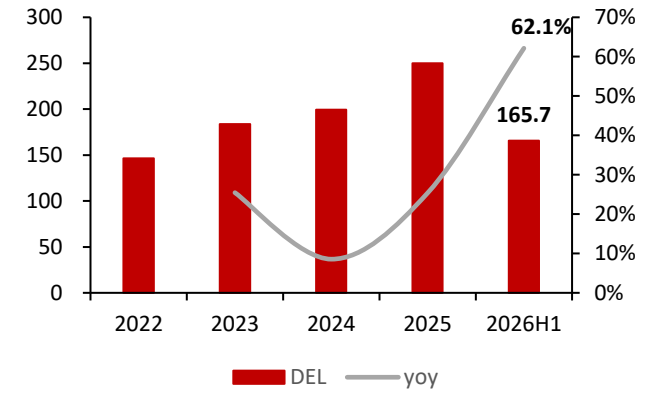
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

DEL 加速增长，FBDD/SBDD 持续向上，OBT 平台亮眼。

DEL 基石业务 2026H1 收入 1.7 亿元，同比增长 62.1%，毛利率 77.4%维持高位。其中，公司获得 IP 转让及里程碑费合计约 3700 万元。面对不同客户的市场需求，公司的 DEL 相关的定制库和筛选业务更加灵活和多元化，DEL 库定制向多样性定制库进展强势（如类环肽类库、分子胶库等），收入明显增加。

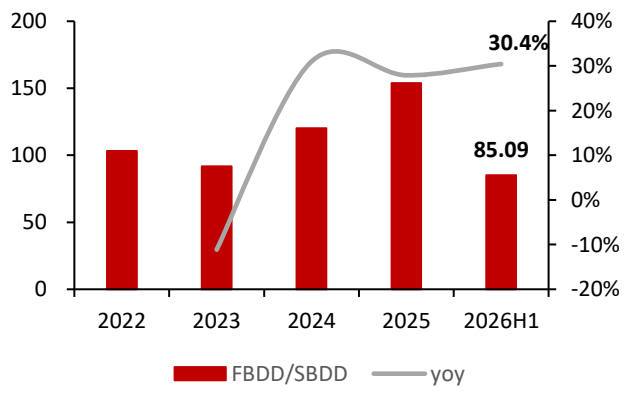
FBDD/SBDD/Vernalis 2026H1 收入 0.9 亿元，同比增长 30.4%，毛利率 36.3%，同比+3.7pct，主要业务收入实现稳步增长的同时也有部分客户项目取得阶段性进展，实现对应里程碑收入。

图7：2022-2026H1DEL 板块收入（百万元）及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图8：2022-2026H1FBDD/SBDD 板块收入（百万元）及增速



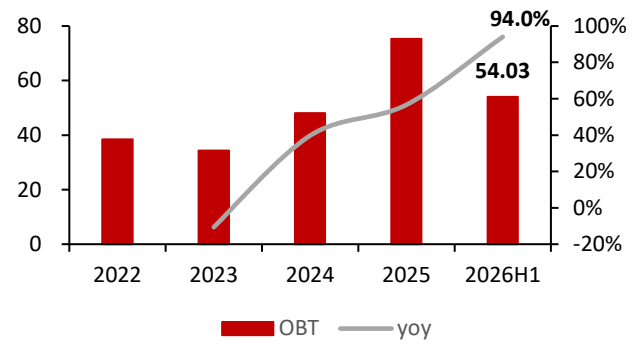
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

OBT(寡核苷酸及递送)26H1 收入 0.5 亿元，同比大幅提升 94.0%，是 2026H1 年增速最快的板块，毛利率 31.7%，同比-2.42 pct，受益于核酸药物市场的持续活跃，2026H1 公司在上游核苷单体合成与序列设计、中游递送技术差异化开发、下游 CMC 服务等环节的业务均实现增长，同时小核酸一站式项目收入亦实现同比增长，共同驱动板块整体收入显著增加。

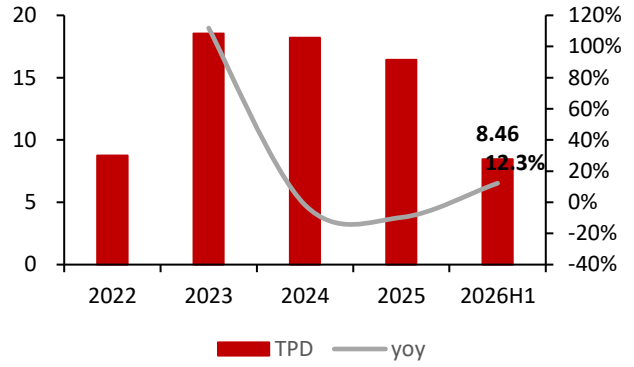
TPD26H1 收入 846 万元，同比增长 12.3%，TPD 板块从 2025 年开始积极探索多种邻近诱导药物分子的开发路径，报告期内各个研发项目进展顺利，符合与合作伙伴约定的交付成果，逐步实现向一站式研发项目商业化模式转型。

图9：2022-2026H1 OBT 板块收入（百万元）及增速



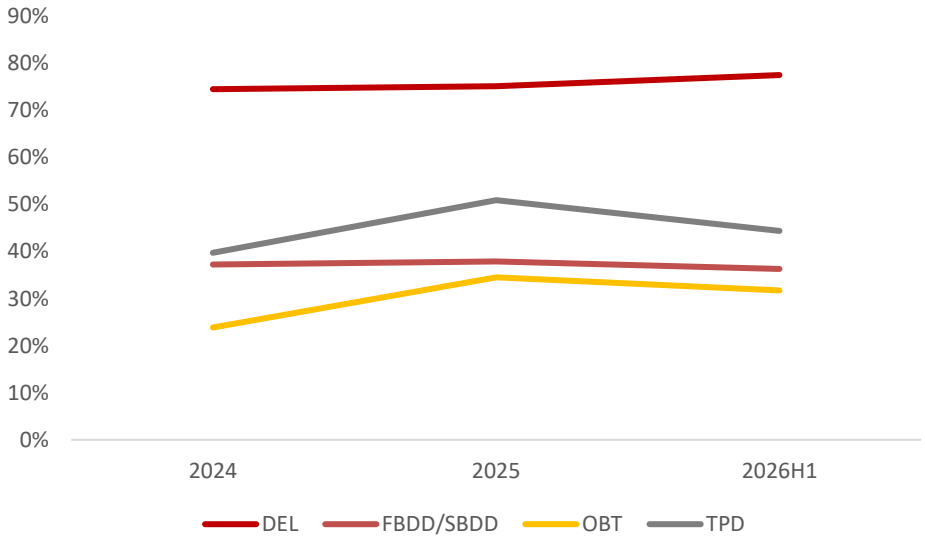
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图10：2022-2026H1 TPD 板块收入（百万元）及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图11：成都先导分业务毛利率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

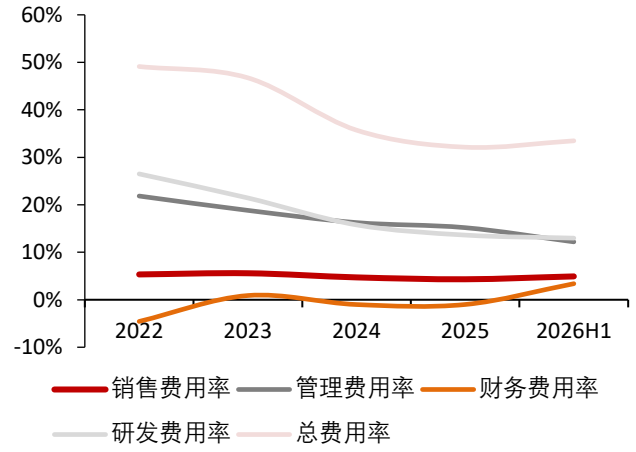
收入端量质齐升、成本费用管控成果显著，盈利能力继续提升。2026H1 公司毛利率 54.7%，同比+0.9pct，主要得益于高毛利 DEL 主业的相对高增长下的结

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

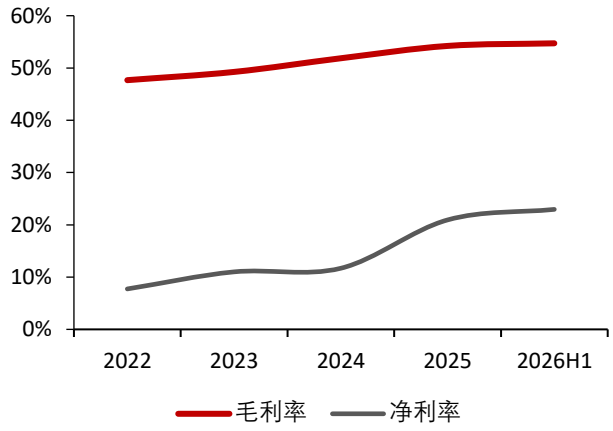
构变化、占比较大的 DEL 及 FBDD/SBDD 业务毛利率增长。销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.9%/12.2%/13.0%/3.4%，分别同比 +0.9pct/-4.1pct/+0.3pct/+8.5pct，变化最大的财务费用率主要由汇兑损失所致，管理费用率变化主要因管理费用增幅小于营收增幅的规模效应所致，销售费用率变化主要因拓展商务人员与子公司并表所致。综上影响，2026H1 年公司实现净利率 23.0%，同比+1.1pct。

图12：2022-2026H1 公司期间费用率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图13：2022-2026H1 公司盈利能力



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2 产业机会：创新供给平台进入窗口期

国内：制药产业正处于“仿制为主”向“创新引领”的时代浪潮之下，数千家传统制药企业迫切需要创新转型，但多数缺乏人才、体系与底层技术，快速而确定地搭建创新管线是创新的重中之重。

国外：小核酸、邻近诱导药物、肽类药物等新路径逐渐成熟/明晰，技术革命叠加部分专利到期，全球药企对新分子、新管线的研发、采购需求将持续景气。

两类客户都需要外部创新资产供给，只是采购能力、合作形式和对分子形态的偏好不同。平台型创新输出企业基于其在特定研发环节、特定分子类型中可复用（低边际成本）的技术能力，成为药企在化合物早研过程中最重要的助力者，有望受益于国内、国外新一轮产业浪潮。

在这一产业背景之下，我们认为若公司能够稳定、批量地输出创新品种，将完成从少数环节 CRO 到 “创新资产供给平台”的转向，定价与估值逻辑或重构。

2.1 国内产业升级下仿制药企创新转型迫在眉睫，平台型创新输出企业将受益

中国制药产业时代二元论：长时间以来，我国制药行业以仿制药的研发/生产/流通为主，而全球跨国大药企在产业链中主导了新药研发的环节，但产业格局不会永久不变：

一方面，过去 5 年中国 liscense out BD 交易潜在总金额由 2021 年的 134 亿美元增长至 2025 年的 1357 亿美元，越来越多的创新分子获得了 MNC 的青睐，**部分优质企业已展现出突出的创新能力与成果。**

另一方面，随着药品支付端的变化、仿制药集中带量采购扩围、医院院内政策的趋严，仿制药市场环境持续承压，**创新转型寻找新增量成为仿制药企在产业升级浪潮中的必然的、迫切的选择。**

2.1.1 集采常态化、仿制药市场收缩，药企创新转型迫切；国内数千家制药企业正站转型与升级的十字路口

集采扩围/常态化，仿制药价格与利润空间受到冲击：自 2018 年“4+7”带量采购试点启动以来，国家医保局已累计开展 11 批国家组织药品集采，累计成功采购 490 个药品品种，覆盖了临床主流用药，目前国家、区域性药品集中带量采购已进入常态化制度化阶段。从历次集采药品价格降幅来看，全国第一批至第十一批集采药品价格平均降幅达 54%，部分中标企业通过以量换价对冲了部分负面影响、提高了市场份额，但集采品种价格、销售额与产品盈利能力遭受了一定的负面

影响，最终体现在仿制药企业的利润表。

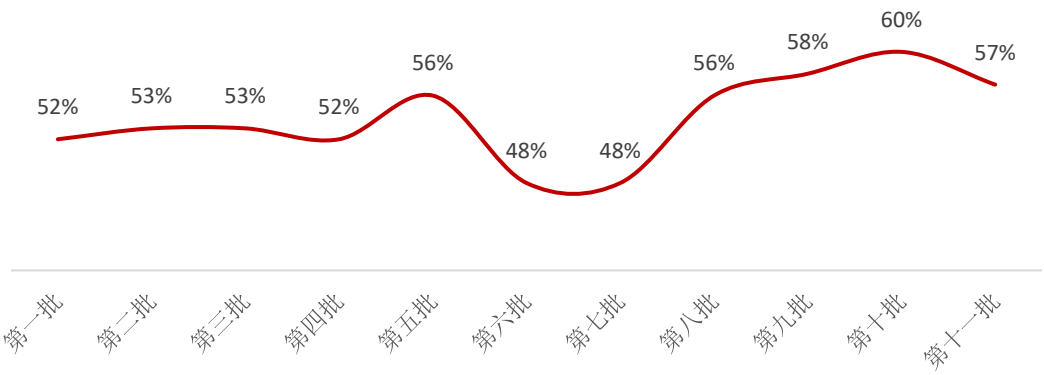
表1：前十批集采情况

集采批次	拟集采品种数（个）	中选品种数（个）	参与企业数（个）	中选企业数（个）
"4+7"	31	25	49	15
"4+7" 扩围	25	25	77	45
第二批	33	32	191	77
第三批	56	55	194	125
第四批	45	45	152	118
第五批	62	61	201	148
第六批	16	16	11	11
第七批	61	60 (59) *	295	217
第八批	40	39	251	174
第九批	42	41	205	160
第十批	62	62	439	234

* 注：第七批盐酸溴己新注射液中选企业资格被取消

资料来源：中国医药工业信息中心，国联民生证券研究所

图14：全国第一至第十一批集采药品平均降价幅度

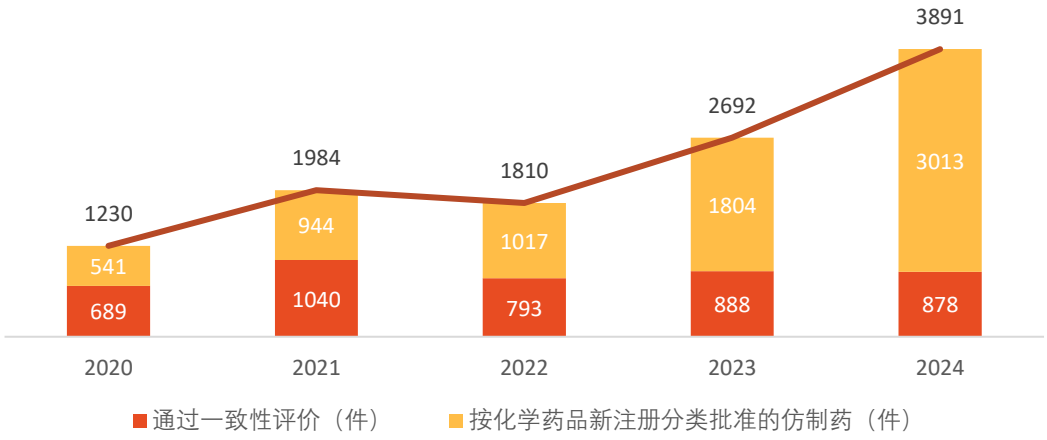


资料来源：新华网、国家医疗保障局、新浪财经、新华社、人民日报、经济参考报、滕州医保公众号，国联民生证券研究所

过评数量快速增长，竞争加剧：国家组织药品集中带量采购通过质量和疗效一致性评价作为仿制药参加集采的门槛，以有效促进一致性评价过评的药品广泛替代未过评药品。截至 2024 年底，通过一致性评价以及按化学药品新注册分类批准的仿制药批文累计已超 10000 件，拥挤度持续提升，近两年呈加速趋势。

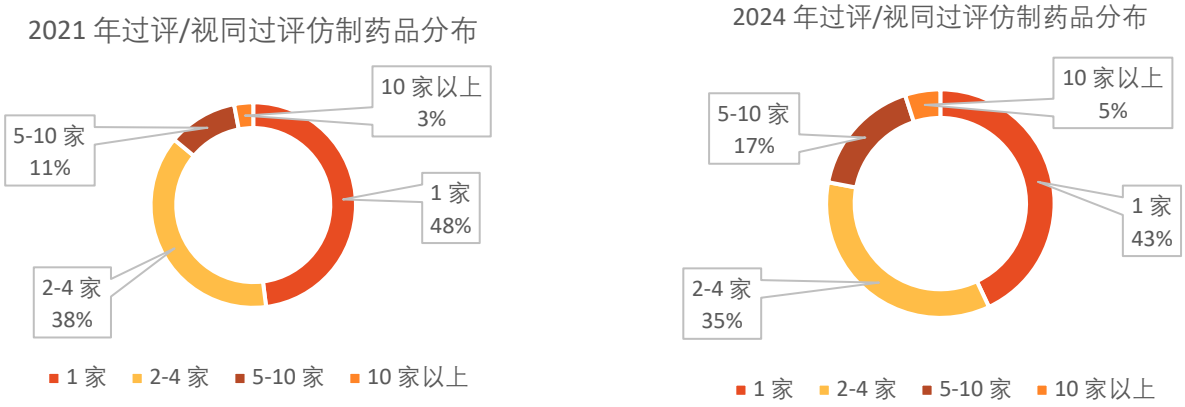
仅供内部参考，请勿外传

图15：2020-2024 年过评/视同过评的药品批文数（单位：件）



资料来源：中国医药工业信息中心，国联民生证券研究所

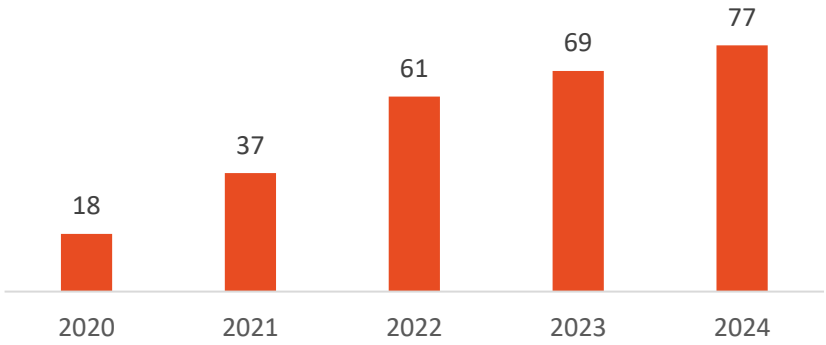
图16：2021/2024 年过评/视同过评仿制品种家数



资料来源：中国医药工业信息中心，国联民生证券研究所

生物类似药相对化学仿制药格局更优，部分领域或已出现竞争前置。我国生物类似药 3.3 类注册申请受理数量由 2020 年的 18 项增长至 2024 年的 77 项。主要集中在代谢（司美格鲁肽、度拉糖肽等）、自免（乌司奴单抗、奥马珠单抗、度普利尤单抗）、肿瘤(达雷妥尤单抗、帕妥珠单抗等)领域。因生物药行业目前处于高速发展阶段，生物类似药产业尚未进入类似化学仿制药的竞争红海，但部分靶点/品种已出现竞争前置的势头。

图17：2020-2024 年 CDE 受理的生物类似药注册申请数量（件）



资料来源：中国医药工业信息中心，国联民生证券研究所

综上影响，药品市场结构持续变化，数千家仿制药企业处于产业变革与企业转型的十字路口。

仿制药市场规模与占比逐年下降。在上述集采为首的产业变化影响之下，自 2018 年起，仿制药市场空间持续收缩，2024 年化学仿制药市场规模约 8683 亿元，较 2018 年的 9341 亿元显著减小，同时随着创新药的商业化、生物药的崛起，化学仿制药在药品市场/化学药市场中的占比均呈现出了逐年下降的趋势。

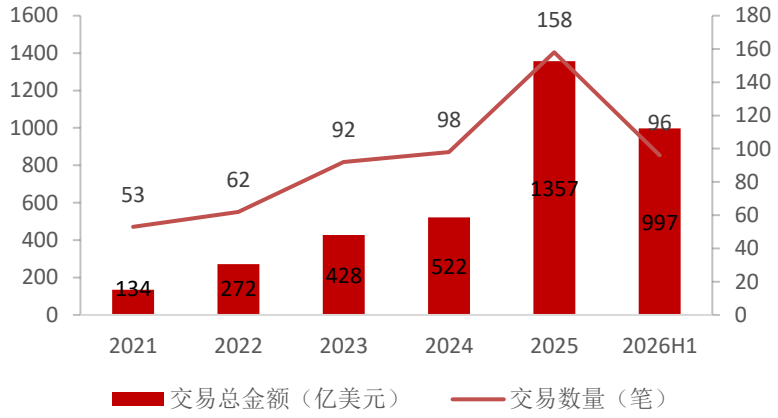
创新药市场高速增长。2025 年，全球医药市场中创新药占比首次突破 50%，市场规模超过 1.2 万亿美元。我国创新药市场增速显著高于全球平均水平，2025 年国内获批上市创新药达 76 个，较 2024 年的 48 个大幅增长，再创历史新高；市场规模达 5500 亿-6000 亿元，同比增长 18%-22%，创新成为药品产业的核心驱动力。

从前瞻指标来看，中国创新药研发持续上行：

BD 交易火热。2026H1 中国 License-out 出海总金额达 997 亿美元，近 2024 年两倍、已达 2025 年的 73%，今年有望再创新高。

仅供内部参考，请勿外传

图18：中国新药 BD 情况



资料来源：医药魔方，国联民生证券研究所

IND 数量高增，中国新药研发活跃。2025 年 CDE 创新药化学药、生物制品、中药 IND 承办数量合计达 1840 项，同比+15.0%，再创新高，Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 395/410/526/509 项，活跃度逐季度提升。抗体与偶联药物、多肽、小核酸等新分子类型为重要方向。

图19：中国新药 IND 数量（个）

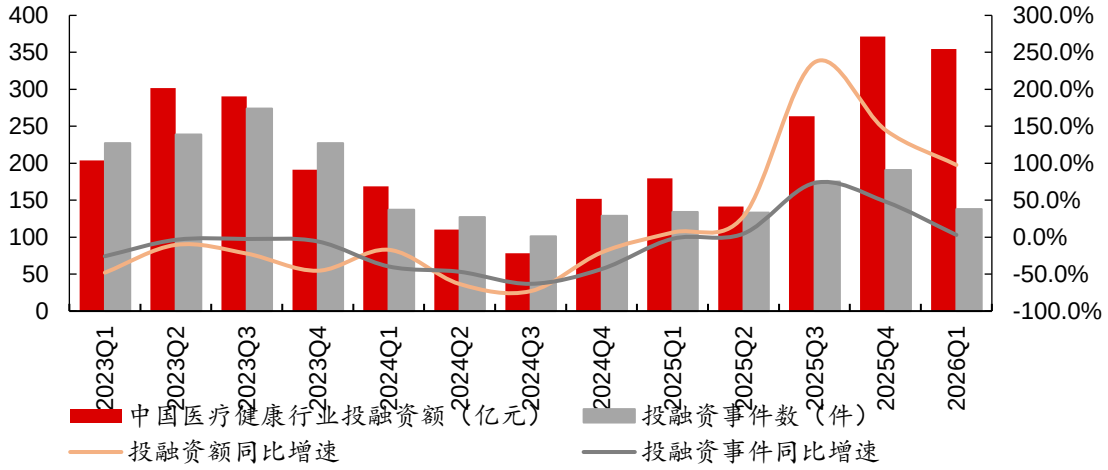


资料来源：医药魔方，国联民生证券研究所

中国医药生物投融资活动已复苏。从药企可投入研发资金的角度来看，2025 年三季度以来，中国医疗健康投融资金额显著回暖，景气度未来将持续向产业链上游传导。

仅供内部参考，请勿外传

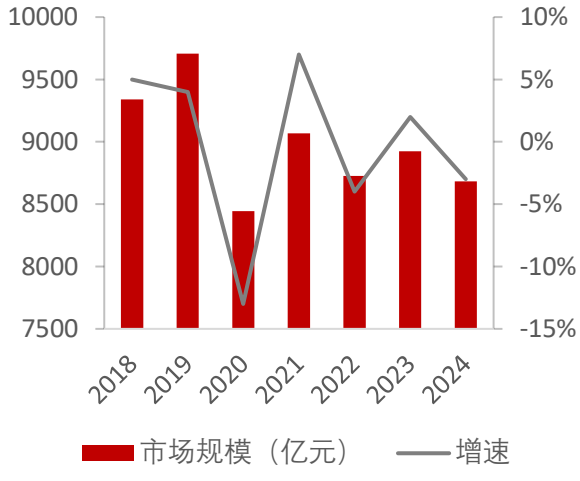
图20：中国医疗健康投融资金额



资料来源：药智网，国联民生证券研究所

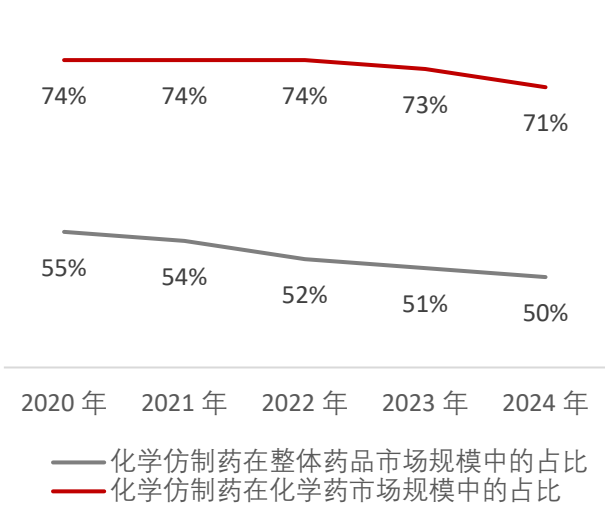
在“仿制药为主”向“创新引领”的产业变革中，4000-5000+家制药企业正站在创新转型的十字路口，对创新分子/管线的前瞻需求较大。根据国家药监局，截至2024 年底，中国共有 5924 家原料药及制剂企业，其中包括 5219 家制剂生产企业、4760 家化学药生产企业。根据中国医药工业信息中心等统计，从事化药仿制药的生产企业超过 4000 家。全国数千家制药企业处在产业升级的浪潮之中。

图21：2018-2024 年我国化学仿制药市场规模及增速



资料来源：中国医药工业信息中心，国联民生证券研究所

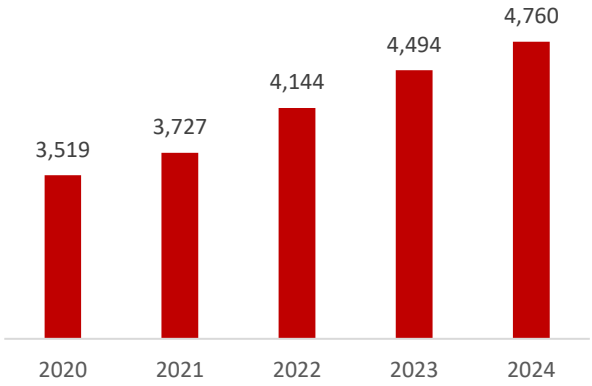
图22：2018-2024 年我国化学仿制药市场规模占比变化



资料来源：中国医药工业信息中心，国联民生证券研究所

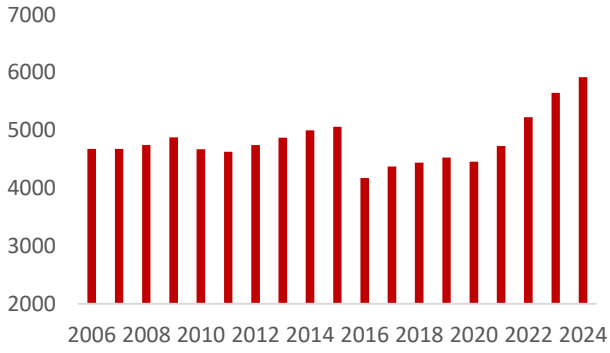
仅供内部参考，请勿外传

图23：生产化学药企业数量（家）



资料来源：药监局，国联民生证券研究所

图24：原料药及制剂生产企业数量（家）



资料来源：药监局，国联民生证券研究所 注：2015 年底新版 GMP 认证截止

2.1.2 平台型创新输出企业是“仿转创”最重要的助力之一，有望受益于本轮产业升级

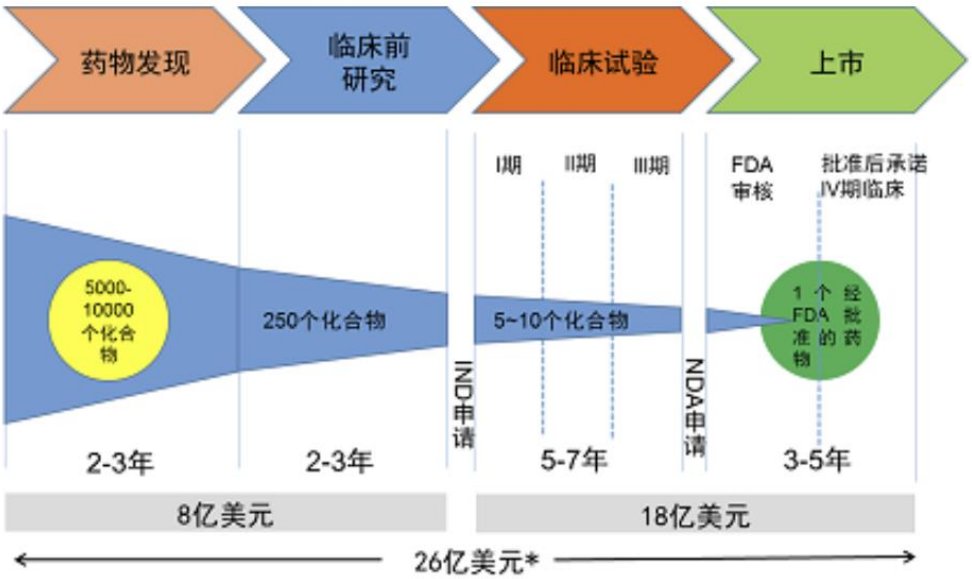
仿制药企业创新转型可以通过自主研发，也可以通过外部引进。自主研发的优势在于可拓展性强、自主性强、建立庞大的研发体系后单项目分摊成本低，但需从底层技术能力的构建出发，且回报周期相对更长；外部引进的方式可跳过产出效率低的早期阶段，回报周期短，并对冲了一定的不确定性，但对企业项目评估能力、外部资源协同整合能力提出了要求。

仿制药企业走纯自主创新道路，资金、时间成本与风险较高，技术搭建复杂：

从药物创新与研发地过程来看，从靶点验证、苗头化合物筛选、体外/体内生物学测试筛选、先导化合物优化到 PCC 确认、DMPK、安全性评价、PD 研究、工艺开发，再到 **IND 进入临床，大约需要 4-6 年的时间，临床试验通常需要数年时间，研发周期较长，资金投入较大。**

仅供内部参考，请勿外传

图25：药品创新成本高、周期长



资料来源：中国科学院上海药物研究所科学普及，国联民生证券研究所

药品创新风险较高，各阶段均存在失败与终止的风险。在临床前需从海量分子中找到合适的候选分子，进入临床后，I 期转 II 期成功率 52%、II 期转 III 期 28.9%、III 期递交 NDA 转化率 57.8%、NDA 获批通过率 85%，最终成药的比例近个位数。

图26：药品创新临床各阶段成功率（按疾病领域）

Phase Success	Phase I to II		Phase II to III		Phase III to NDA/BLA		NDA/BLA to Approval	
	n	Phase POS	n	Phase POS	n	Phase POS	n	Phase POS
Hematology	92	69.6%	106	48.1%	82	76.8%	72	93.1%
Metabolic	136	61.8%	149	45.0%	66	63.6%	48	87.5%
Infectious disease	403	57.8%	414	38.4%	197	64.0%	156	92.9%
Others	154	63.6%	228	38.6%	90	60.0%	69	88.4%
Ophthalmology	88	71.6%	200	35.5%	82	51.2%	45	91.1%
Autoimmune	413	55.2%	471	31.4%	219	65.3%	202	94.1%
Allergy	55	56.4%	92	28.3%	34	64.7%	20	100.0%
Gastroenterology	45	46.7%	73	34.2%	35	57.1%	33	90.9%
All indications	4414	52.0%	4933	28.9%	1928	57.8%	1453	90.6%
Respiratory	179	55.9%	215	21.9%	62	64.5%	45	95.6%
Psychiatry	150	52.7%	164	26.8%	71	56.3%	57	91.2%
Endocrine	319	43.3%	293	26.6%	151	66.2%	124	86.3%
Neurology	516	47.7%	504	26.8%	226	53.1%	165	86.7%
Oncology	1628	48.8%	1732	24.6%	495	47.7%	324	92.0%
Cardiovascular	214	50.0%	252	21.0%	105	55.2%	80	82.5%
Urology	22	40.9%	40	15.0%	13	69.2%	13	84.6%

资料来源：BIO，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

部分原仿制药企业已通过外部合作，引进管线成功实现了创新品种的快速布局。如华东医药于 2020 年自 Immunogen 引进的 FRα ADC 索米妥昔单抗已于 2024 年在中国获批上市销售。恩华药业引入多款分子快速完善了其在精神分裂领域长效制剂的布局。(对于华东医药、恩华药业等大型/头部制药企业，也会凭借其在部分赛道的差异化积累大量他开展自主研发，并取得了诸多研发成果。对于这类药企，外部引进与自主研发同步进行，在价值兑现节奏等方面各有定位)。**而对于大量的相对优势并不突出的仿制药企业，管线引入/技术能力的引入成为了创新转型相对更可行的选择。**

表2：部分仿转创药企外部产品引进案例

公司	合作方	项目名称	作用机制	引进时间	(预计)获批时间
丽珠集团	鑫康合生物	莱康奇塔单抗注射液	IL-17A/F	/	2026 年
	Jeil Pharma	JP-1366	P-CAB	2023 年 3 月	2026 年
恩华药业	绿叶制药	注射用利培酮微球（II）	抗精神病长效针剂	2025 年 12 月	2021 年
		棕榈酸帕利哌酮注射液			2025 年
		棕榈酸帕利哌酮注射液			2024 年
华东医药	ImmunoGen/AbbVie	索米妥昔单抗	FRα ADC	2020 年 10 月	2024 年
	英派药业	塞纳帕利	PARP	2023 年 12 月	2025 年

资料来源：丽珠集团，恩华药业公告，wind，药渡数据，医药魔方，证券日报，国联民生证券研究所

平台型创新输出企业助力仿转创企业更快、更好地建立创新管线。

平台型企业的价值并不体现在某一个重磅创新分子，**而在于其对于众多制药企业的“赋能“能力，**这种“赋能”既可以是管线培育、孵化与授权，也可以是技术能力的支持与服务。也**在于其具有差异化优势的、可迁移的底层技术能力，**如**阳光诺和**的小核酸创新药研发平台、AI+多肽创新药平台等；如**成都先导**积累的 DEL 分子库与 FBDD/SBDD 平台；如**晶泰控股** AI+药物发现能力；如**百奥赛图**的动物模型。

近年来，平台型创新输出企业已与国内外各类药企达成了一系列合作与 BD：

仅供内部参考，请勿外传

图27：百奥赛图部分对外合作

	在研项目	靶点	适应症	临床前	IND	Ⅰ期	Ⅱ期	Ⅲ期	合作方
临床阶段药物	YH001	CD40	肿瘤						Syncromune,Inc.
	YH003	CTLA-4	肿瘤						Syncromune,Inc.
	YH002	OX40	肿瘤						Syncromune,Inc.
	YH004	4-1BB	肿瘤						
	YH008	PD1 x CD40双抗	肿瘤						微芯新域（中国权益）
	YH013	EGFR x MET双抗ADC	肿瘤						多玛医药
临床前阶段药物	YH012	HER2 x TROP2双抗ADC	肿瘤						Radiance Biopharma
	YH015	CD40抑制剂	自身免疫						
	YH016	髓系细胞表面受体单抗	肿瘤						Gilead Sciences
	YH017	T细胞/NK细胞表面细胞因子受体单抗	自身免疫						Neurocrine Biosciences

注：已授权转让/合作开发药物　肿瘤管线　非肿瘤管线

资料来源：百奥赛图招股书，国联民生证券研究所

图28：阳光诺和部分对外合作

分子及适应症	时间	BD对象/金额
STC007注射液术后镇痛适应症	2025年6月	与乐旷惠霖达成商业化合作，乐旷惠霖以合同里程碑付款累计总金额2亿元（含税）取得该项目20%权益
STC007注射液瘙痒适应症	2026年3月	与信立泰达成合作协议，公司将获得首付款及研发里程碑款总金额不超过1.25亿元，销售里程碑累计不超过7.25亿元，以及按一定比例支付的销售提成
STC008注射液肿瘤恶液质适应症	2025年12月	与浙江星浩控股合伙企业（有限合伙）达成合作协议，公司将获得人民币5,000万元首付款及后续里程碑付款，累计总金额为5亿元（含税），以及销售净额（不含税）8%的销售分成

资料来源：公司公告、每日经济新闻网，wind，国联民生证券研究所

图29：成都先导对外合作伙伴（部分）



资料来源：成都先导官网，国联民生证券研究所

图30：晶泰科技部分对外合作

时间	合作方	合作内容
2022年11月	溪砾科技	共同开发基于 DEL 和 AI 技术的靶向 RNA 小分子药物发现平台
2022年	辉瑞	帮助加速新冠药物Paxlovid批准上市
2022年	联邦制药	合作开展慢病新药研发

资料来源：医药魔方，晶泰科技官网及微信公众号，国联民生证券研究所

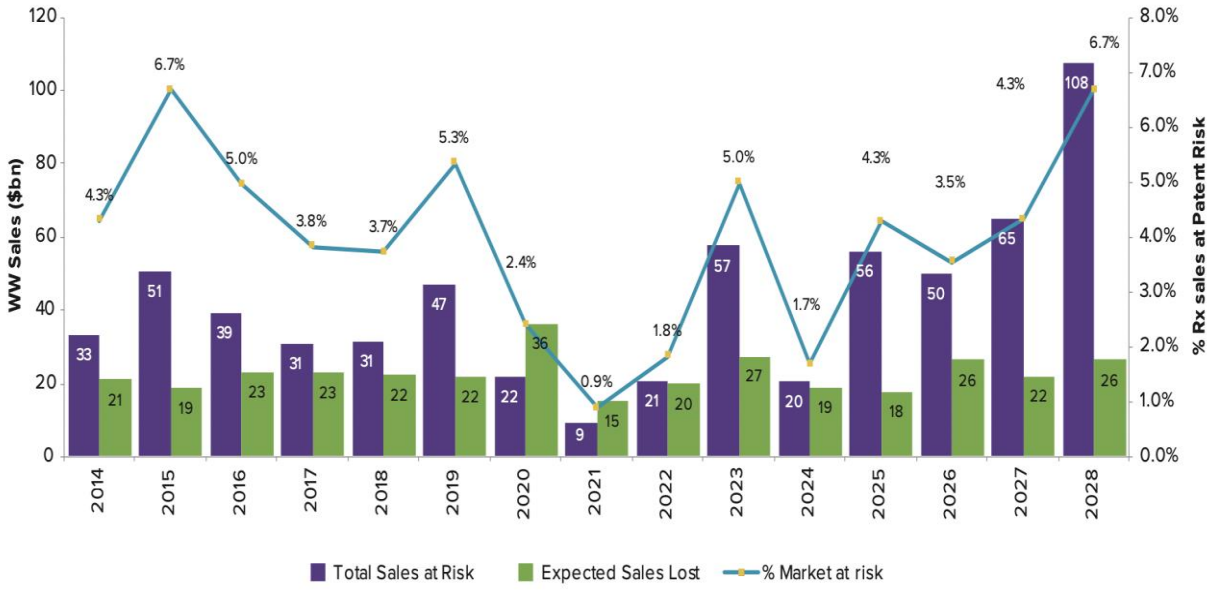
综上，目前我国药品产业正处于“仿制主导”向“创新引领”的产业升级关键时间点，全国 4000-5000+家企业身处其中，迫切需要创新转型，而自主创新周期长/成本高/风险大，且需要完备的底层技术，仿制药企业很难完全具备自主创新的能力，平台型创新输出企业既可以为广大仿制药企业孵化/培育有潜力的管线，也可为其直接提供技术支持与服务，有望很大程度上受益于本轮产业升级。

2.2 部分专利到期叠加新技术突破，全球药企对新分子/新管线的研发与采购需求将持续景气

部分专利到期下，全球新药研发、采购需求有望持续景气。据 Evaluate Pharma 和 Fierce Pharma 统计， 2020-2030 年间有合计千亿级销售额的创新药即将专利到期，其中包括了 Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和 Eliquis（阿哌沙班）等重磅品种。在此周期下，我们认为全球药企对新分子/新管线的研发与采购需求将持续景气。

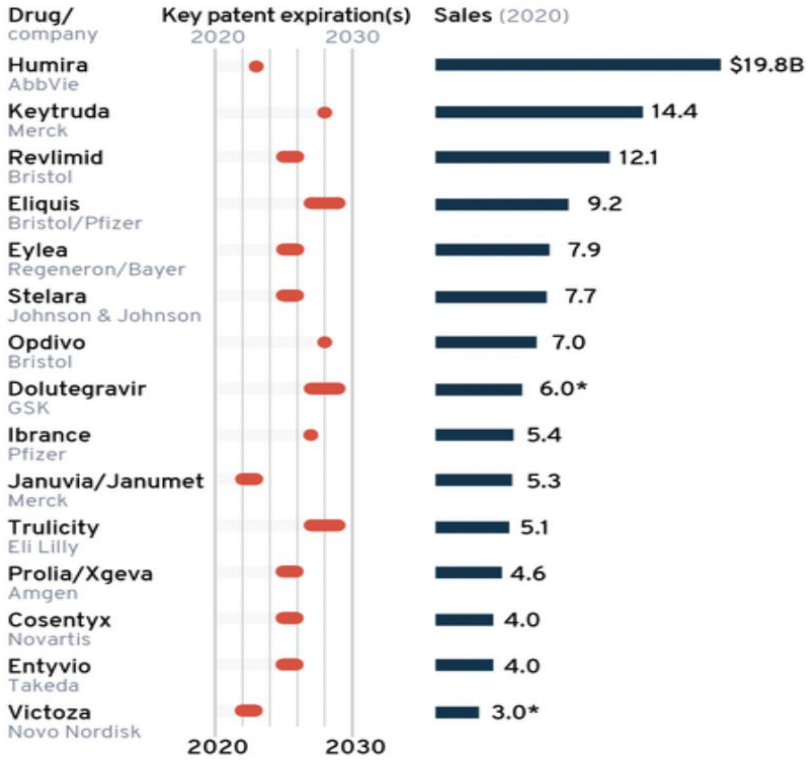
仅供内部参考，请勿外传

图31：专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，国联民生证券研究所

图32：2020-2030 将面临部分专利到期的重磅原研品种



资料来源：Fierce Pharma，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

新分子引领技术变革，供给催生需求：

以小核酸药物为例，目前 MNC 小核酸管线已全面覆盖心血管、慢性乙肝、神经系统等疾病，引领新一轮全球研发布局，并且一些小核酸药物已经兑现了临床疗效和商业化价值。

在心血管领域，诺华 PCSK9 抑制剂英克司兰展示出不弱于 PCSK9 单抗的降 LDL-C 效果，销售额呈现指数级增长。在次级风险管理赛道，诺华、礼来、安进、罗氏布局的 Lp(a)、AGT、补体 B 因子相关小核酸药物皆已进入三期临床，未来三年临床数据或将密集披露。

在肥胖-代谢-糖尿病领域，目前没有推进至临床后期的小核酸管线，但礼来、诺和诺德分别达成代谢领域的小核酸合作，已经开始布局。随着肥胖靶点 INHBE 与 ALK7 的验证，糖尿病靶点 GRB14 与 GYS2 临床数据逐步读出，小核酸疗法在代谢性疾病领域的开发潜力也或将进一步得到验证。

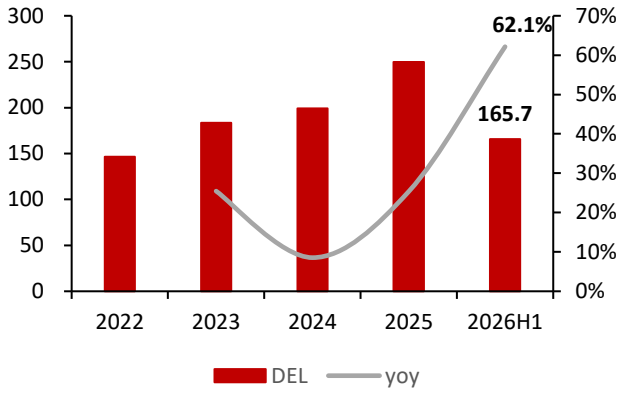
传染病领域，以 GSK 的 bepirovirsen 为代表，有望推动慢性乙肝逐步进入功能性治愈新时代。其 II 期临床数据显示其单药与联合干扰素疗法皆展现出有竞争力的慢乙功能性治愈效果，GSK 于年初宣布 bepirovirsen 在 III 期临床试验已经达到终点，将在全球申报上市，此药在中国与日本的上市申请已经获得快速审批受理。

仅供内部参考，请勿外传

3 核心基本盘：工业级 DEL 护城河

2026H1 公司 DEL 业务 2026H1 收入 1.7 亿元，同比增长 62.1%，毛利率 77.4%维持高位。是公司收入与毛利贡献最大的基本盘。

图33：DEL 业务收入（百万元）及增速



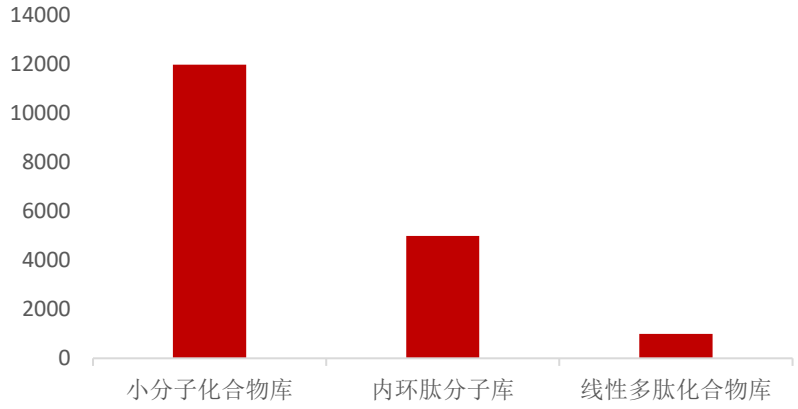
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

3.1 技术与资产：公司拥有规模领先的 DEL 库，多重优势护航

纵观全球 DEL 供应商，格局较为集中，**成都先导、药明康德、X-Chem 等少数企业处于第一梯队，**下游药企客户在 DEL 筛选服务商的选择有限，先导凭借库规模靠前、交付速度领先等优势，持续赢得项目。这一格局的根源在于 DEL 工业化的多重技术与资产门槛：DNA 编码化学与合成、工业验证、分子库、客户与数据积累、商业成熟度等。

成都先导构拥有全球最大 DEL 库规模，构筑第一道护城河。从 DEL 库的规模维度来看，截至 2025 年末，公司小分子化合物库>1.2 万亿个（全球已公开的工业级 DEL 库中规模最大）、类环肽分子库>3500 亿个、线性多肽化合物库>1000 亿个。截至 2026H1，公司类环肽库容再次增长至 5000 亿。目前库容数量级的差距不仅是规模优势，也是苗头化合物筛选空间的跃升——化合物库越大，发现高活性 Hits 的概率越高。

图34：成都先导不同分子类型 DEL 化合物库规模（亿个）



资料来源：公司公告、公司官网，国联民生证券研究所整理

除分子库的规模与技术积累的壁垒外，公司还在客户、项目经验、实验数据等维度形成多重先发优势：截至 2025 年末，公司累计为全球**超过 600 家客户**赋能了数千个研发项目，包括了辉瑞、强生、默沙东、BMS、赛诺菲、武田制药在内的**众多 MNC 客户**。公司**筛选靶点超过 1000 个，**近三年公司 DEL **筛选成功率维持在 75%以上**的高水平，并积累了**海量的、在标准流程下形成的（质量高）、在公域无法获取**的专有数据，为公司构筑了极高的先发优势。

图35：公司 DEL 已形成先发优势

优势	具体表现
库的规模与多样性	万亿级分子库；包括小分子、类环肽、线性肽等多种分子库
工业验证	近三年筛选成功率 75%以上、筛选靶点超过 1000 个等
客户	全球 600 家以上的客户、众多 MNC 客户
数据	积累了海量的、在标准流程下形成的（质量高）、在公域无法获取的专有数据。

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所整理

3.2 OpenDEL 提供自助筛选选择，5.0 升级后拓宽分子/靶点边界

OpenDEL 是公司的一种自助筛选服务产品，经过不断的更新，全新升级的 OpenDEL 所含分子结构具有更好的多样性和类药性。OpenDEL 与公司传统 DEL 大库相比，建库的基本技术一样。但是 OpenDEL 库的内容，库的个数以及每个库

仅供内部参考，请勿外传

包含的分子结构类型和数量不一样（成都先导的传统 DEL 大库有 1.2 万亿分子数量，OpenDEL®分子数量目前约 40 亿）。库的使用商业条款也不一样，比如，成都先导传统 DEL 大库，对靶点和筛选出的分子结构是排他性使用，而 OpenDEL 对靶点和分子结构都是开放及非排他。通过 OpenDEL，用户可以在自主完成筛选实验后经过测序、数据分析、苗头化合物（Hit）合成与验证最终得到筛选结果。

图36：OpenDEL 试剂盒



资料来源：公司微信公众号，国联民生证券研究所

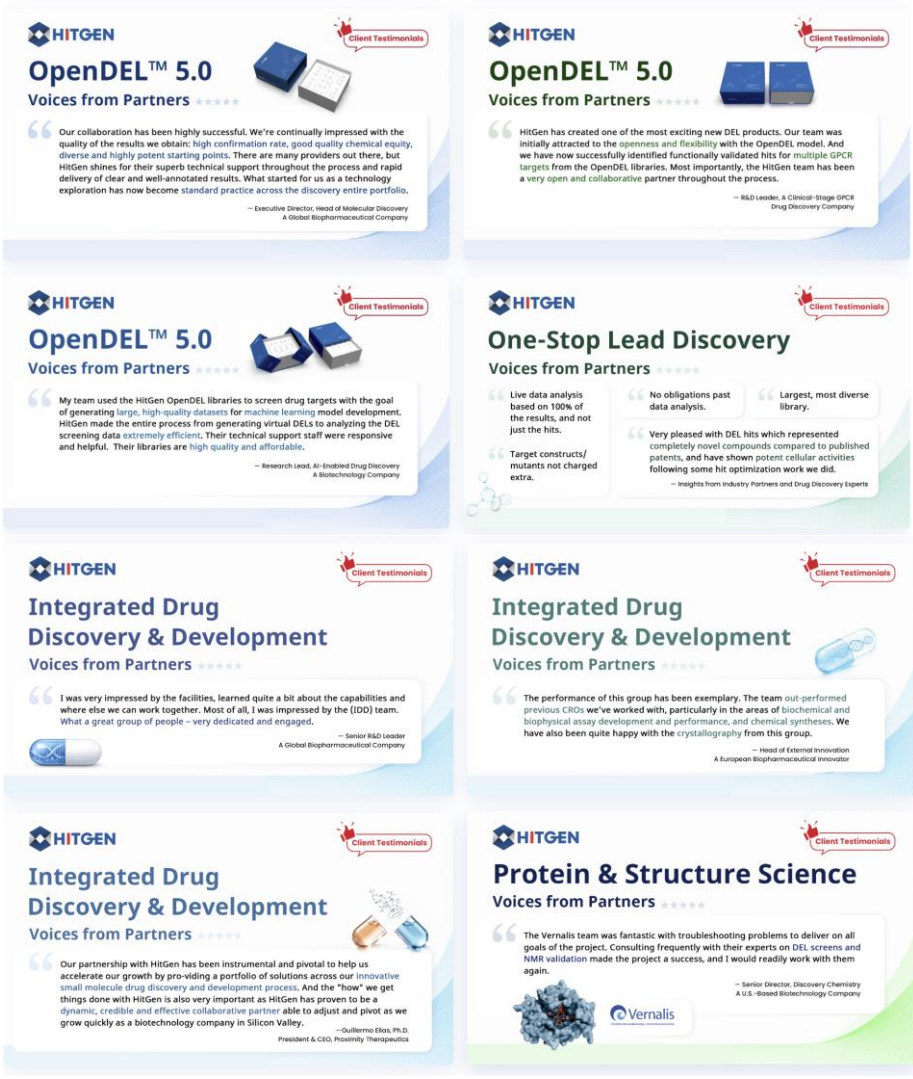
2025 年，OpenDEL 完成 5.0 版本迭代，新增大环化合物（macrocycle）库功能，为研发创新疗法或挑战难成药靶点的客户，提供全新筛选策略。同时，化合物总量突破 40 亿，包含 38 亿小分子化合物（较上一版本数量增加 25%）和 2 亿环肽/线性肽化合物，覆盖更广阔化学空间。

目前 OpenDEL 已具备数据输出能力与难成药靶点的筛选能力。Broad Institute（哈佛-麻省理工博德研究所）发表的研究成果对 OpenDEL 5.0 在 GPCR 等难成药靶点上的筛选效果进行了独立验证。结果显示 HitGen OpenDEL 具有三大优势：1）化学空间覆盖广——HitGen OpenDEL 覆盖的化学空间更广，且绝大多数分子具有类药性特征预测准确；2）通过 HitGen OpenDEL®训练出的 AI 模型对未知化合物预测准确率最高验证可靠；3）基于 HitGen OpenDEL®训练的模型所预测的 DEL 库外化学空间的分子，验证成功率最高，并发现多个纳摩尔级的化合物。

截至目前，**OpenDEL 及升级后的 OpenDEL 5.0 已获得了全球各类客户的广泛好评。**

仅供内部参考，请勿外传

图37：OpenDEL 及 OpenDEL5.0 客户证言/评价（部分）



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

3.3 基于湿试验独特优势，结合 AI、自动化，形成干湿结合的药物发现新引擎

HAILO（High-throughputAI-driven Lead Optimization）是公司自主研发的“DEL+AI+自动化”一体化分子优化平台，整合了药物化学、计算科学/AI、体外体内生物学评价、药代动力学、分析化学、药学研究等研发能力，通过高通量 DMTA（设计-合成-测试-分析）循环及 AI 驱动的分子设计和数据分析能力。

HAILO 平台将先导传统的 DEL 筛选流程从"线性递进"升级为"干湿闭环"，加速药物发现、实现更精准的化合物预测与优化：

成都先导的 DEL+AI 能够为未知结构的靶点产生海量的数据，同时以已有上千个靶点的海量高质量化合物-靶点相互作用数据作为训练和参照，干湿实验结合，

仅供内部参考，请勿外传

实现更为精准的化合物活性预测和优化。

公司基于 AI 模型主要聚焦两个方向的研究：（1）利用成都先导已经积累的 DEL 筛选项目的大量数据集，构建靶点-万亿化合物的亲和力预测模型，赋能高质量苗头化合物发现环节；（2）成都先导聚焦 AI 分子生成和评估、高精度结合自由能计算以及 AI 成药性评估，结合公司搭建的高效化学合成和高通量化合物检测平台，建设 DEL+AI+自动化的“设计-合成-测试-分析”（DMTA）分子优化的能力平台（HAILO），干湿结合加速化合物优化环节，旨在通过建设迭代式的 DMTA 循环模式以加速临床前候选药物发现及优化过程。

图38：HAILO 平台“设计-合成-测试-分析”（DMTA）闭环



资料来源：公司 2026H1 中报，国联民生证券研究所

成都先导在人工智能 AI 加速药物研发方面相较于 AI 制药企业的差异化优势在于专有的海量高质量实验数据、及对实验数据与研发需求的理解：

1）成都先导的 AI 模型具有更为海量的真实实验数据（这些数据在公域无法获得）；

2）均为在标准流程下产生的高质量实验数据；

3）实验数据不依赖于蛋白质的三维结构；

4）成都先导能更好地理解药物研发场景与需求，提供高效和实用的药物研发工具。

仅供内部参考，请勿外传

4 类环肽（CPM）及邻近诱导药物研发（TPD）：公司具有差异化的、需验证的增长曲线

4.1 类环肽（CPM）独具潜力，公司基于 DEL 的类环肽创新平台领先行业水平

传统小分子可入胞、可口服，但在大面积蛋白—蛋白相互作用界面上可能缺乏足够亲和力；抗体亲和力高，却难以进入细胞。环肽试图在两者之间取得"兼具两端优点"的平衡：**更大的结合表面、高亲和力、一定的透膜与稳定性，并保留部分口服潜力。**

类环肽的应用：递送载体：类环肽分子可作为递送载体用于核素和小核酸的靶向递送；**可口服环肽：**口服多肽药物是当前最热门的研发方向之一，糖尿病、减重等大适应症驱动大量资本涌入。类环肽在保持多肽活性的同时，通过结构优化改善透膜性，有望实现口服给药，突破多肽药物长期依赖注射的瓶颈。此外，类环肽还可作为双功能抗体的替代方案，同时具备其它应用潜力。

图39：类环肽、小分子、抗体性质对比

能力	小分子	抗体	类环肽（目标状态）
进入细胞	较强	通常不能	部分可实现
亲和力/结合界面	相对受限	高	可接近抗体
口服潜力	较好	弱	部分分子可能
胞内 PCTI 靶点	受分子尺寸限制	受入胞限制	潜在优势场景

资料来源：PubMed，国联民生证券研究所整理

成都先导已建立领先的、差异化的类环肽分子库与类环肽 DEL 筛选经验。公司已建成 5000 亿类环肽库，为针对复杂靶点的苗头化合物发现提供了更加广阔的化学空间：

第一，区别于 mRNA 展示和噬菌体展示等传统展示技术，DEL 技术能够高效引入非天然氨基酸作为分子砌块。截至目前，类环肽 DEL 库已囊括超过 1,500 种非天然氨基酸，显著拓展了环肽的结构多样性；

第二，在环化策略方面，成都先导开发了十余种不同类环肽的环化方式，涵盖侧链交联、硫醚键、酰胺键、碳-碳键、杂环形成等多种化学连接类型，部分成果已发表两篇同行评议研究论；

第三，该平台的类环肽分子环内氨基酸个数覆盖 3 至 15 个，分子类型涵盖

仅供内部参考，请勿外传

小环肽、中环肽、大环肽及双环肽；

第四， 除 DEL 库构建与筛选外，成都先导初步搭建了类环肽的高通量合成、优化及评价平台，并基于多个项目解析了靶点-类环肽的结构信息，以指导分子的理性优化；围绕分子优化，公司已建立自有类环肽数据库及人工智能技术平台，目前已积累近 9,000 个类环肽分子的数据。成都先导开发了高通量肽合成方法和 logP 测试方法，该框架通过同时建模原子级和片段级图结构，在膜渗透性预测和 DEL 富集建模任务中均取得了优于传统方法的性能。此外，团队已开发多个模型用于类环肽透膜性预测，为药物化学优化提供有效指导。

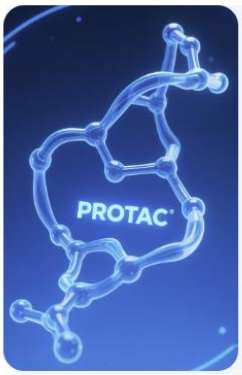
随着 CPM 平台的逐步转化，类环肽有望成为公司有望为公司打开新的增长曲线。

4.2 邻近诱导药物 TPD：蛋白降解与 DEL 技术契合，公司优势突出

蛋白降解剂与 DEL 筛选的技术原理契合。蛋白降解剂需要特异性地结合靶点蛋白，与 DEL 筛选的技术原理契合，并且 DEL 分子的延伸连接位点已知，因此在蛋白降解领域的应用方面有特殊优势。DEL 技术也是一种高效、性价比高的方法发现开发新的 E3 泛素连接酶配体，以提高降解活性和降低毒副作用。目前，嵌合体蛋白降解分子（PROTAC）开发的难点之一，在于找到能够同时结合目标蛋白以及 E3 连接酶的小分子，而成都先导的 DEL 技术加之多年的蛋白筛选经验，为合适的配体分子提供可优化的起点。除此之外，DEL 分子中 DNA 标签的连接，已经为下一步 linker 的连接探明位点。

公司工具分子积累深厚，并在 TPD 领域持续深耕。截至 2025 年，公司已经累计完成了超过 50 种新颖 E3 泛素连接酶，构建了超过 100 个蛋白质构建体。通过 DEL 技术，成都先导在 TPD 的高价值靶点以及 E3 泛素连接酶上成功筛选出了活性小分子配体，用于 PROTAC 和分子胶的发现与优化。2025 年，公司成功新增了基于分子胶（Molecular Glue）技术的筛选项目，进一步扩展了其药物筛选技术的应用范围。TRIM21 完成分子胶机制验证，以独特的降解机制展示了特异性肿瘤细胞杀伤作用，相关的学术文章的发表引起业界关注。同时，公司探索多种邻近诱导药物分子的开发路径，完成新型 RIPTAC 分子的多靶点概念验证，为 TPD 业务扩展奠定基础。

图40：公司蛋白降解剂能力（部分）



靶向蛋白降解平台

成都先导借助于DNA编码化合物库技术，识别具有亲和力的小分子配体，且DNA标签的连接位点可用于linker的连接。结合多种生物化学和生物物理实验验证，成都先导的靶向蛋白降解平台将服务于以蛋白降解为调节机制的创新药研发。



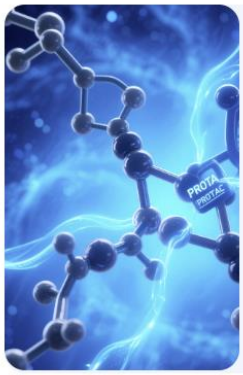
E3连接酶及其配体

成都先导致力于识别新型E3连接酶配体，来拓展可被利用的E3连接酶空间，进而为蛋白降解新药研发项目提供解决方案。



分子胶降解剂发现

成都先导已经表达、纯化并筛选了几十种E3连接酶，从成都先导万亿级DNA编码化合物库中也鉴定得到了许多特异性的E3结合分子，并发现了一些E3结合分子具有潜在的分子胶功能。



PROTAC发现

成都先导已筛选过41种靶点类型，包括蛋白-蛋白相互作用、连接酶、转录因子及其他种类的挑战型靶点。为缩短优化linker过程，成都先导开发了基于三元复合物的PROTAC-DEL筛选技术，以及基于多样性Linker储备的高通量PROTAC合成技术，加速PROTAC识别与优化。



蛋白降解剂评估

成都先导具有丰富的生物化学、生物物理、细胞生物、体内药代动力学、药效评价经验。针对蛋白降解技术的特点，成都先导开发出一系列相关实验，助力蛋白降级剂开发。

资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

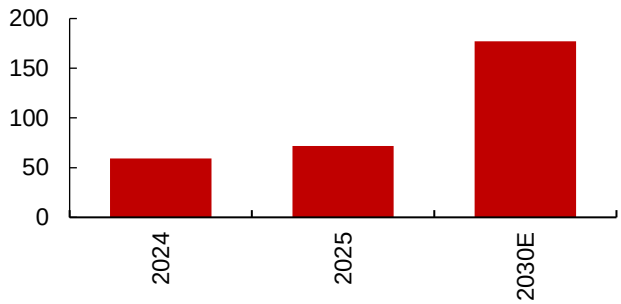
仅供内部参考，请勿外传

5 小核酸：OBT 收入放量、先衍创新管线注入估值弹性

5.1 寡核酸市场快速扩张，公司 OBT 强劲增长

全球寡核苷酸治疗市场正处于高速扩张期：2025 年市场规模 70+亿美元，Markets and Markets 预计到 2030 年将突破 177 亿美元，对应年复合增长率近 20%。小核酸药物在遗传性疾病、肿瘤、心血管代谢等治疗领域的应用边界持续拓宽，催生了大量从早期研发到后期 CMC 的 CDMO 服务需求。

图41：全球寡核苷酸市场规模（亿美元）



资料来源：Markets and Markets，国联民生证券研究所

DEL 积累核酸药物开发能力。公司在 DNA 编码化合物（DEL）应用过程中，积累了在序列设计，核酸合成和修饰领域大量的经验，能够设计、合成和优化针对特定基因的干扰核酸序列和反义核酸序列，满足高活性和高选择性的要求。在肿瘤和肿瘤免疫药物开发领域，公司同样积累了在分子水平，细胞水平和体内评价系统方面的经验。通过拓展，公司现已经具备了开发核酸药物临床候选化合物的能力。

公司已经建立的成熟可靠的编码/解码系统和多样性较大的分子库，为筛选和开发核酸药物递送系统配方和组织、细胞特异性配体提供了可能。公司正在基于已有基础，开发了多种核酸递送系统，如 GalNAc，C16 等，具有自主知识产权，用于潜在的肝靶向及肝外系统靶向等。报告期内，公司持续深耕递送系统研发，系统梳理核酸递送关键靶点，同步推进靶向递送的 DEL 库构建及多个靶点的筛选。

公司已拥有一支由核酸药物研发专家组建的核酸药物研发平台，并涵盖若干关键领域，包括生物信息学，核酸药物化学，RNA 生物学，分子与细胞生物学，转化研究等。该核酸药物研发平台不仅能提供高质量的定制化的 RNAi（RNA 干扰）技术服务，还能提供高质量的 siRNA/saRNA/ASO 设计、快速平行合成与化学修饰，并进行基因敲低活性测试、稳定性测试、脱靶风险评估及核酸药物体内分布、代谢及其他体内外药理药效评价等。成都先导持续推进客户的一站式小核酸定

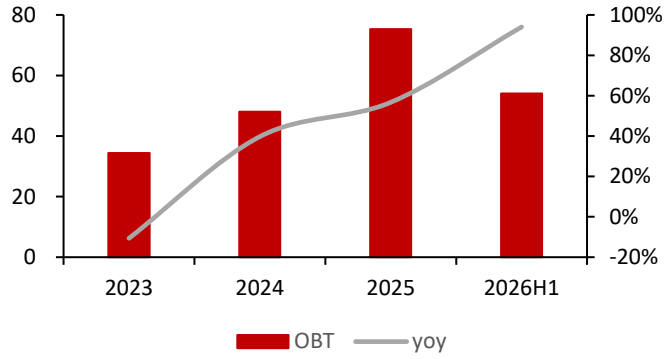
仅供内部参考，请勿外传

制项目。

公司控股子公司先东制药可提供商业化符合 GMP 条件的小核酸原料药 CDMO 服务，主要满足临床 I 期至III期的百克级需求以及商业早期的百克至公斤级需求，并可根据产品研发进度适时建立几十公斤级规模的生产线。

公司 OBT 业务增长强劲，2026H1 实现收入 0.5 亿元，同比大幅提升 94.0%，是 2026H1 年增速最快的板块，受益于核酸药物市场的持续活跃，2026H1 公司在上游核苷单体合成与序列设计、中游递送技术差异化开发、下游 CMC 服务等环节的业务均实现增长，同时小核酸一站式项目收入亦实现同比增长，共同驱动板块整体收入显著增加。

图42：OBT 业务收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

5.2 先衍生物创新管线注入潜在估值弹性

先衍生物作为公司孵化和参股的子公司，已经建立起包括新颖的小核酸修饰技术、肝外递送技术和单分子双靶点调节技术在内的创新技术体系，并聚焦慢病治疗领域，布局针对高血压、高血脂、高体脂等疾病的小核酸新药管线。

与母公司、先东制药协同，赋能先衍新药研发。先衍生物的研发效率受益于母公司平台能力，包括 DEL 库及公司自主开发的 GalNAc、C16 等核酸递送系统，为先衍生物的小核酸序列设计和递送优化提供支撑。同时，先东制药的 GMP 产能可实现 IND 申报、临床 I -III期及商业化早期阶段百克至公斤级的小核酸 API 生产，覆盖从早期发现到商业化量产的全流程需求。

多个潜力管线稳步推进：其针对 AGT 靶点的超长效降压药物 LDR2402 按计划进行临床 II 期；用于治疗肥胖的小核酸新药 LDR2515 注射液（INHBE 靶点）的临床 I 期试验亦在按计划有序推进。此外，LDR1259 IND 已受理，进一步丰富产品矩阵。

仅供内部参考，请勿外传

表3：先衍生物核心管线（截至 20260823）

项目	靶点	阶段
LDR2402	AGT（血管紧张素原）	II 期临床
LDR2515	INHBE	I 期临床
LDR1259	PCSK9/LP（a）	申请临床
其它新项目		推进中

资料来源：医药魔方、CDE、证券时报，国联民生证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

6 FBDD/SBDD 与 DEL 技术互补，里程碑兑现恢复增长

FBDD/SBDD 通常是对几千种结构多样的、分子尺寸较小的分子片段库进行亲和力筛选，找到能够与靶点蛋白活性位点相结合的分子片段，然后借助于结构生物学和药物化学，通过片段连接、片段合并或片段生长等技术手段，得到活性较高的先导化合物。由于分子片段尺寸较小，分子片段个数有限，对于大部分蛋白靶点，FBDD 都能较为快速的找到亲和力较弱的分子片段或片段组合，SBDD 则利用小分子片段与治疗靶点形成的复合物的三维结构信息，对分子片段进行传统药物化学优化，提升分子活性。

FBDD/SBDD 技术与 DNA 编码化合物库（DEL）技术存在很强的技术互补性，尤其在分子片段活性提升和先导化合物优化方面。FBDD 技术可以快速对靶点进行成药性评价，并且有可能快速得到具有亲和力的分子片段。DEL 技术也可以用于扩展 FBDD 所需要用到的分子片段库，大幅度提升其数量和多样性。SBDD 技术有利于 DEL 筛选产生的苗头或先导化合物向临床前候选物的快速转化。通过结构生物学的方法，可以获得 DEL 苗头或先导化合物与其靶点怎样结合的信息。该信息的有效使用有利于对苗头或先导化合物活性及其它成药性的优化。利用多样性的 DEL 中间体进行分子片段的优化，一个月之内将毫摩尔（mM）级别的分子片段优化为纳摩尔（nM）级别的苗头化合物，大大缩短了传统的分子片段的优化过程。

公司持续与 SGC 合作，积极参与“Target 2035”计划，并且在 2025 年 7 月，SGC 宣布，成都先导作为核心合作方，参与制定的“Target 2035 Phase 2 Roadmap”登上《Nature ReviewsChemistry》。截至 2025 年末，Vernalis 已加入 SGC，以此作为其对由 IHI 资助的 LIGAND-AI 联盟所作贡献的一部分。该公私合作项目汇集了来自九个国家的 18 家合作机构，旨在构建大规模、开放、高质量的蛋白-配体相互作用数据集，并用于训练人工智能模型，使其能够预测可与数千种人类蛋白有效结合的候选分子。

仅供内部参考，请勿外传

7 盈利预测、定位与相对估值

7.1 盈利预测假设与业务拆分

1）DEL：从行业来看，过去 5 年 liscense out BD 交易潜在总金额由 2021 年的 134 亿美元增长至 2025 年的 1357 亿美元，新药研发与 BD 持续活跃，国内外投融资金额显著复苏、邻近诱导药物等新技术路径/新分子类型的逐步明晰，预计行业层面的新药研发需求处于双位数增长的景气上行区间。

公司 DEL 处于全球领先地位与差异化的先发优势，随着公司多样性定制库的拓展、HAILO、类环肽等新平台的逐步商业化，预计 2026-2028 年公司维持成长态势，收入增速分别为 30%、30%、30%。

考虑到 DEL 分子库的可复用性与公司细分领域的竞争力，预计 2026-2028 年该板块毛利率稳定在 76%以上的高水平；

2）FBDD/SBDD：行业层面 FBDD/SBDD 与 DEL 同处景气向上的新药早研赛道。考虑到 FBDD/SBDD 与 DEL 等基石业务的协同效应、前期研究合同里程碑收入的持续兑现、新订单的持续签订，预计 2026-2028 年该板块收入增速分别为 25%、25%、25%。

考虑到公司收购 Vernalis 后子公司经营效率的提升、FBDD/SBDD 与其它业务协同与规模效应下盈利能力保持稳定，预计 2026-2028 年该板块毛利率分别为 42%、42%、42%；

3）OBT：考虑到行业层面寡核酸药物未来处于从研发到商业化的快速成长阶段、在心血管疾病/代谢类疾病等慢病领域的成熟、公司一站式服务商业化能力的转化、自研创新管线稳步推进，2026H1 公司 OBT 收入同比增速达 94%，预计 2026-2028 年公司 OBT 收入增速分别为 55%、40%、35%，毛利率分别为 32%、32%、32%；

TPD：考虑到邻近诱导药物中 PROTAC 蛋白降解剂的发展、公司 DEL 与 PROTAC 技术的契合、工具分子的积累，预计 2026-2028 公司 TPD 板块收入增速分别为 12.3%、12.3%、12.3%，毛利率分别为 41%、41%、41%；

综上，预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 7.1、9.0、11.5 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

表4：成都先导营业收入拆分及预测

业务	名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
DEL	营收（百万元）	199.3	249.8	324.8	422.2	548.8
	YoY	8.6%	25.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	74%	75%	76%	76%	76%
	毛利（百万元）	148.32	187.54	247.99	322.39	419.10
FBDD/SBDD	营收（百万元）	120.22	153.77	192.2	240.3	300.3
	YoY	31.0%	27.9%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	37%	38%	42%	42%	42%
	毛利（百万元）	44.70	58.22	79.96	99.95	124.94
OBT	营收（百万元）	48.03	75.26	116.7	163.3	220.5
	YoY	39.7%	56.7%	55.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	24%	34%	32%	32%	32%
	毛利（百万元）	11.45	25.96	37.41	52.38	70.71
TPD	营收（百万元）	18.20	16.43	18.5	20.7	23.3
	YoY	-1.7%	-9.7%	12.3%	12.3%	12.3%
	毛利率	40%	51%	41%	41%	41%
	毛利（百万元）	7.23	8.36	7.54	8.47	9.51
其它业务合计（2026 统计口径变化）	营收合计（百万元）	41.02	30.15	56.14	56.14	56.14
合计	营收（百万元）	426.8	525.4	708.2	902.6	1,149.1
	YoY	15.0%	23.1%	34.8%	27.5%	27.3%
	毛利率	52%	54%	55%	55%	56%
	毛利（百万元）	221.4	285.0	390.1	500.3	641.4

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所预测

7.2 费用率预测

公司收入规模持续扩大，2026 年及以后，公司的各项费用率将逐步被摊薄，未来各费用绝对值将随着研发投入、销售规模与新业务平台的建设而增长，费用率整体随收入规模增长稳步下降，预计 2026-2028 年公司销售费用率分别为 4.3%/4.3%/4.3%，公司管理费用率分别为 14.8%/14.0%/13.2%，研发费用率分别为 13.5%/13.0%/12.5%。

表5：费用率预测

项目/年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.7%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用率	16.2%	15.2%	14.8%	14.0%	13.2%
研发费用率	15.8%	13.6%	13.5%	13.0%	12.5%

资料来源：iFind，国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

7.3 估值分析与投资建议

我们选取 2 家聚焦新药早期研发的平台型创新输出企业百奥赛图、晶泰控股作为可比公司：从新药研发过程来看，成都先导更偏向临床前研究与药物发现阶段的早期研究。从盈利模式与潜在盈利模式来看，相较于同样拥有较大 DEL 分子库的药明康德与 X-Chem，成都先导并不是纯粹的 CXO 外包服务商，相较于 PeptiDream 等环肽公司，公司又具备平台型的创新输出与服务能力，并不是 Biotech 或创新药研发企业。综上，公司是一家平台型创新输出企业，对比可比公司来看，晶泰控股与百奥赛图均侧重临床前阶段的药物研发，同时具有批量化创新输出能力，基于各自可复制的差异化创新能力（如 DEL 库、AIDD、动物模型），为下游药企提供临床前研发服务、培育/筛选/优化新分子与新管线，并以此取得服务收入与授权收入/分成，3 者虽技术路径与技术侧重存在差异，但所跟随的市场需求（新药临床前研发需求）、中长期的底层成长逻辑与商业模式具有相似性。

考虑到 3 家公司的创新/科技属性、在 AI+DEL 等领域的投入与布局，平台型创新输出企业未来里程碑收入的增加、创新药管线的持续布局。这里综合考虑成都先导与可比公司的盈利情况（如晶泰控股 2025 年刚刚实现盈利），采用 PS 作为估值方法，可比公司 2026-2028 年平均 PS 估值为分别 27、20、15 倍，成都先导 2026-2028 PS 估值分别为 17、14、11 倍，低于可比公司及其平均水平。新药早研景气上行，看好公司 DEL 领域的核心优势与壁垒、HAILO、CPM、OBT、TPD 等新平台/新技术/新增长赛道带来的成长动能，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表6：可比公司相对估值

股票代码	公司简称	市值（亿元）	收入（亿元）			PS（X）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688796.SH	百奥赛图	458.37	19.8	26.5	34.3	23	17	13
2228.HK	晶泰控股	298.20	10.2	13.6	18.2	31	23	17
可比平均						27	20	15
688222.SH	成都先导	122.17	7.08	9.03	11.49	17	14	11

资料来源：iFind，国联民生证券研究所；

注：可比公司数据采用 iFind 一致预期，股价时间为 2026 年 9 月 11 日，1CNY=1.1576HKD

仅供内部参考，请勿外传

8 风险提示

新药研发需求波动风险：新药研发的短期景气度与创新药投融资环境等因素高度相关，具有一定不确定性。

汇率风险:公司北美地区收入占比较高，若美元持续贬值，将对海外业务收入产生影响。

各平台建设与商业化进度不及预期的风险：公司 HAILO 等新平台有望带来长期成长点，若其建设与商业化进度不及预期或影响公司长期预期。

仅供内部参考，请勿外传

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**526**	**708**	**903**	**1,149**
营业总收入增长率	23.1%	34.8%	27.5%	27.3%
营业成本	241	318	402	508
毛利	**285**	**390**	**500**	**641**
毛利率	54.2%	55.1%	55.4%	55.8%
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	23	30	39	49
管理费用	80	105	126	152
研发费用	72	96	117	144
财务费用	-5	24	13	13
投资收益	3	4	4	4
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损益	-20	0	0	0
其他收益	24	28	36	46
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**120**	**165**	**241**	**329**
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	121	165	241	329
所得税	11	15	22	30
净利润	**110**	**150**	**220**	**299**
少数股东损益	1	1	1	1
归属于母公司净利润	**110**	**149**	**218**	**298**
归母净利润率	20.8%	21.1%	24.2%	25.9%
归母净利润增长率	113.2%	36.2%	46.5%	36.3%
EBIT	132	185	250	338
EBITDA	190	247	322	418
EBITDA 增长率	35.2%	29.9%	30.1%	29.9%
每股收益（元）	0.27	0.37	0.55	0.74

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	110	150	220	299
折旧和摊销	58	63	72	80
营运资金变动	15	-23	-24	-30
经营活动现金流	**216**	**193**	**272**	**354**
资本开支	-161	-120	-133	-141
投资	109	30	0	0
投资活动现金流	**-41**	**-128**	**-128**	**-136**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	5	0	0
支付股利和利息	-34	-60	-79	-112
筹资活动现金流	**-10**	**-80**	**-146**	**-122**
现金净流量	**160**	**-15**	**-1**	**97**

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	624	609	608	704
应收账款及票据	106	143	182	232
存货	41	54	68	86
其他流动资产	439	420	432	448
流动资产合计	**1,210**	**1,226**	**1,291**	**1,470**
长期股权投资	9	7	7	6
固定资产	250	334	416	498
使用权资产	11	11	11	11
无形资产	75	75	75	75
在建工程	170	167	165	163
其他非流动资产	229	259	250	240
非流动资产合计	**745**	**854**	**924**	**993**
资产合计	**1,955**	**2,080**	**2,214**	**2,463**
短期借款	70	73	73	73
应付账款及票据	42	55	69	87
其他流动负债	144	206	234	270
流动负债合计	**256**	**334**	**377**	**430**
长期借款及应付债券	138	105	105	105
其他长期负债	53	50	50	50
非流动负债合计	**191**	**155**	**155**	**155**
负债合计	447	489	531	585
股本	401	401	401	401
少数股东权益	6	7	8	10
股东权益合计	**1,507**	**1,592**	**1,683**	**1,878**
负债和股东权益合计	**1,955**	**2,080**	**2,214**	**2,463**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	5.93	7.43	10.22	12.79
净资产收益率 ROE	7.30	9.41	13.04	15.93
偿债能力（%）				
付息债务率	14.32	13.69	12.86	11.56
资产负债率	22.88	23.49	24.00	23.75
经营效率				
应收账款周转天数	70.32	63.28	64.83	64.86
存货周转天数	55.54	53.71	54.77	54.82
应付账款周转天数	44.33	54.22	55.29	55.34
总资产周转率	0.28	0.35	0.42	0.49
估值分析（倍）				
P/E	112	82	56	41
P/S	23.2	17.3	13.5	10.6
P/B	8.1	7.7	7.3	6.5
EV/EBITDA	63	48	37	28
分红水平				
每股股利（元）	0.13	0.18	0.26	0.35
股利支付率（%）	47.57	47.57	47.57	47.57
股息收益率（%）	0.43	0.58	0.85	1.16

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

插图目录

图 1： 成都先导发展历程 4
图 2： 成都先导股权结构（截至 2026 年中报） 5
图 3： 公司业务全链条覆盖临床前新药研发 6
图 4： 公司自主研发新药管线（截至 2026 年中报） 6
图 5： 2022-2026H1 收入（亿元）及增速 7
图 6： 2022-2026H1 归母净利润（亿元）及增速 7
图 7： 2022-2026H1DEL 板块收入（百万元）及增速 7
图 8： 2022-2026H1FBDD/SBDD 板块收入（百万元）及增速 7
图 9： 2022-2026H1 OBT 板块收入（百万元）及增速 8
图 10： 2022-2026H1 TPD 板块收入（百万元）及增速 8
图 11： 成都先导分业务毛利率 8
图 12： 2022-2026H1 公司期间费用率 9
图 13： 2022-2026H1 公司盈利能力 9
图 14： 全国第一至第十一批集采药品平均降价幅度 11
图 15： 2020-2024 年过评/视同过评的药品批文数（单位：件） 12
图 16： 2021/2024 年过评/视同过评仿制品种家数 12
图 17： 2020-2024 年 CDE 受理的生物类似药注册申请数量（件） 13
图 18： 中国新药 BD 情况 14
图 19： 中国新药 IND 数量（个） 14
图 20： 中国医疗健康投融资金额 15
图 21： 2018-2024 年我国化学仿制药市场规模及增速 15
图 22： 2018-2024 年我国化学仿制药市场规模占比变化 15
图 23： 生产化学药企业数量（家） 16
图 24： 原料药及制剂生产企业数量（家） 16
图 25： 药品创新成本高、周期长 17
图 26： 药品创新临床各阶段成功率（按疾病领域） 17
图 27： 百奥赛图部分对外合作 19
图 28： 阳光诺和部分对外合作 19
图 29： 成都先导对外合作伙伴（部分） 19
图 30： 晶泰科技部分对外合作 20
图 31： 专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元） 21
图 32： 2020-2030 将面临部分专利到期的重磅原研品种 21
图 33： DEL 业务收入（百万元）及增速 23
图 34： 成都先导不同分子类型 DEL 化合物库规模（亿个） 24
图 35： 公司 DEL 已形成先发优势 24
图 36： OpenDEL 试剂盒 25
图 37： OpenDEL 及 OpenDEL5.0 客户证言/评价（部分） 26
图 38： HAILO 平台“设计-合成-测试-分析”（DMTA）闭环 27
图 39： 类环肽、小分子、抗体性质对比 28
图 40： 公司蛋白降解剂能力（部分） 30
图 41： 全球寡核苷酸市场规模（亿美元） 31
图 42： OBT 业务收入（百万元）及增速 32

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 前十批集采情况 11
表 2： 部分仿转创药企外部产品引进案例 18
表 3： 先衍生物核心管线（截至 20260823） 33
表 4： 成都先导营业收入拆分及预测 36
表 5： 费用率预测 36

仅供内部参考，请勿外传

表 6： 可比公司相对估值.....37
公司财务报表数据预测汇总.....39

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室