仅供内部参考，请勿外传

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

证券研究报告|行业深度

2026年10月01日

CXO板块2026H1总结分析：业绩增长加速，订单向好支撑景气上行

分析师 张雪

执业证书编号：S0680526020006

邮箱：zhangxue1@gszq.com

分析师 李慧瑶

执业证书编号：S0680526020005

邮箱：lihuiyao@gszq.com

分析师 徐雨涵

执业证书编号：S0680524040006

邮箱：xuyuhan@gszq.com

打造极致专业与效率

仅供内部参考，请勿外传

摘要：收入增长加速，订单向好支撑景气持续上行

□ CXO板块收入增长加速，CDMO核心盈利持续提升

2026H1 CXO板块整体营业收入616亿元，同比增长19.6%，归母净利润139亿元，同比增长13.6%，扣非归母净利润138亿元，同比增长58.2%。2026Q2板块营业收入333亿元，同比增长23.8%，收入增速进一步提升。其中，CDMO板块2026H1营收529亿元，同比增长21.4%，Q2营收同比增长27.2%，呈现逐季加速态势。CDMO板块H1扣非净利润127亿元，同比增长55.4%，毛利率达到45.6%，经营性净现金流131亿元，核心业务贡献度提升，回款质量健康。

□ 头部企业增长强劲，CRO收入修复、归母与扣非利润走势分化

药明康德、康龙化成2026Q2营收分别同比增长47.71%、20.19%，均上调全年收入指引。新兴业务持续放量，凯莱英H1新兴业务收入同比增长72.49%，药明生物复杂分子项目收入占H1收益超过50%。CRO样本企业H1营收87亿元，同比增长9.3%，归母净利润5亿元，同比下降36.2%，扣非归母净利润11亿元，同比增长101.6%。临床前CRO订单修复，利润分析需区分主营经营与生物资产公允价值变动的影响。

□ 投融资累计回暖，订单增长支撑后续业绩兑现

根据动脉智库不完全统计，8月单月全球融资金额环比下降。截至2026年6月底，药明康德持续经营业务在手订单664.3亿元，同比增长25.2%。康龙化成H1 CDMO服务新签订单同比增长超过50%，凯莱英期末在手订单同比增长53.77%，昭衍新药H1新签订单同比增长98.0%。订单增长叠加ADC、GLP-1、核酸药物等新兴领域产能进入收获期，为后续收入增长提供支撑，订单转化及利润兑现值得持续跟踪。

□ 相关标的： 药明康德，药明合联，康龙化成，凯莱英，药明生物，普洛药业

□ 风险提示： 订单执行不及预期风险，医药研发需求下降风险，地缘政治风险，汇率变动风险。

CXO行业：整体业绩稳健，景气有望持续向上

图表：CXO行业主要财务指标情况（亿元）

资料来源：wind，国盛证券研究所

	2026H1	2026Q2	2025Q2	2025A	2024A	2023A
营业收入/亿元	616	333	269	1085	997	1035
营业收入同比增速	19.6%	23.8%	10.2%	8.8%	-3.7%	
毛利率	43.4%	45.2%	39.9%	39.6%	36.5%	39.5%
销售费用率	2.5%	2.3%	2.8%	2.9%	3.0%	2.7%
管理费用率	7.9%	7.5%	8.1%	8.6%	9.4%	9.1%
研发费用率	4.3%	4.1%	4.9%	5.0%	5.8%	5.7%
归母净利润/亿元	139	75	69	257	146	190
归母净利润同比增速	13.6%	8.9%	46.9%	76.7%	-23.3%	
扣非净利润/亿元	138	79	50	187	144	180
扣非净利润同比增速	58.2%	57.6%	21.4%	29.9%	-19.9%	
应收账款/亿元	252	252	207	211	214	202
经营性净现金流/亿元	142	88	73	298	218	265
经营性净现金流/净利润	101%	117%	105%	116%	151%	139%

CXO板块景气度持续提升中，业绩端普遍向上。2026年H1整体营业收入616亿元，同比+19.6%；归母净利润139亿元，同比+13.6%；扣非归母净利润138亿元，同比+58.2%。2026 年 Q2 收入增速进一步抬升，药明康德、康龙化成、凯莱英等头部企业体量较大，增速稳健，对板块整体拉动明显，盈利质量改善。2026Q2 CXO板块整体营业收入333亿元，同比+23.8%；归母净利润75亿元，同比+8.9%；扣非净利润79亿元，同比+57.6%。我们认为行业复苏趋势明确，随着前期订单逐步交付带动营收持续上行。板块盈利能力修复，现金流保持稳健。2026H1板块毛利率提升至43.4%；经营性净现金流142亿元，对净利润形成良好支撑。展望未来，26H1多家企业订单趋势大好，如药明合联未完成订单总额21.56亿美元，同比增长62.2%，为未来一段时间的业绩增速打下坚实基础。

仅供内部参考，请勿外传

CDMO整体业绩梳理

图表：CDMO行业主要财务指标情况（亿元）

资料来源：wind，国盛证券研究所

	2026H1	2026Q2	2025Q2	2025A	2024A	2023A
营业收入/亿元	529	288	226	914	832	857
营业收入同比增速	21.4%	27.2%	12.6%	9.9%	-2.9%	
毛利率	45.6%	47.6%	41.1%	41.4%	37.3%	39.4%
销售费用率	2.3%	2.1%	2.6%	2.7%	2.9%	2.7%
管理费用率	7.3%	7.0%	7.6%	8.0%	9.0%	8.8%
研发费用率	3.9%	3.6%	4.5%	4.6%	5.3%	5.4%
归母净利润/亿元	133	74	64	241	140	165
归母净利润同比增速	17.3%	16.5%	54.1%	71.6%	-15.0%	
扣非净利润/亿元	127	72	46	177	136	163
扣非净利润同比增速	55.4%	56.4%	31.3%	29.9%	-16.3%	
应收账款/亿元	209	209	167	169	175	168
经营性净现金流/亿元	131	80	66	274	199	238
经营性净现金流/净利润	98%	108%	103%	114%	143%	144%

CDMO板块业绩逐季提升，26Q2整体表现亮眼。2026H1 CDMO板块营收529亿元（同比+21.4%），2026Q2单季同比+27.2%，呈现逐季加速态势。2026H1 CDMO板块毛利率45.6%，2026Q2 毛利率达到47.6%，规模效应凸显。利润质量尤为亮眼，扣非净利润127亿元，同比大增55.4%，远超归母净利17.3%的增速，反映核心业务贡献度提升；经营性净现金流131亿元，净利润覆盖率98%，回款质量健康。往后看，ADC、GLP-1、核酸药物等新兴领域产能进入收获期，叠加海外订单快速增长，其中，药明康德持续经营业务在手订单664.3亿元（yoy+25.2%），康龙化成CDMO新签订单yoy+50+%，均体现了良好的未来业绩弹性，行业有望维持较高增速，毛利率向历史中枢修复。

仅供内部参考，请勿外传

CRO 整体业绩表现

- **2026H1 CRO样本企业收入端延续修复，但归母与扣非利润走势明显分化。**样本企业合计实现营业收入87亿元，同比增长9.3%；其中第二季度收入45亿元，同比增长5.6%。上半年归母净利润5亿元，同比下降36.2%，扣非归母净利润11亿元，同比增长101.6%；经营活动现金流净额12亿元。
- **临床CRO需求逐步改善，国内业务恢复速度快于海外业务。**泰格医药上半年中国区收入21.06亿元，同比增长24.0%，海外收入16.02亿元，同比增长3.2%；新增含DCT元素订单超过3亿元。康龙化成临床研究服务收入10.69亿元，同比增长13.75%，新签订单同比增长超过30%。
- **临床前CRO订单修复更为显著，但利润改善需区分主营经营与生物资产公允价值变动。**昭衍新药上半年收入7.04亿元，同比增长5.27%；新签订单约20.2亿元，同比增长98.0%，期末在手订单约37亿元，同比增长60.9%。公司归母净利润7.48亿元，利润大幅增长主要受实验模型价格上涨带来的生物资产公允价值变动影响；实验室服务及其他业务净利润仍亏损0.37亿元，较上年同期亏损0.65亿元有所收窄。
- **订单端改善幅度普遍快于同期收入增长，后续收入转化及利润兑现值得持续跟踪。**康龙化成临床研究新签订单增长超过30%，高于该业务13.75%的收入增速；昭衍新药新签订单增长98.0%，高于5.27%的收入增速。

表：CRO行业主要财务指标情况（亿元）

	2026H1	2026Q2	2025A	2024A	2023A
营业收入/亿元	87	45	43	171	165
营业收入同比增速	9.3%	5.6%	-0.9%	3.6%	-7.2%
毛利率	29.7%	30.2%	33.6%	30.0%	32.9%
销售费用率	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.3%
管理费用率	11.3%	11.1%	11.0%	11.7%	11.6%
研发费用率	6.8%	7.1%	6.9%	6.9%	8.1%
归母净利润/亿元	5	1	5	16	5
归母净利润同比增速	-36.2%	-81.4%	-5.7%	217.5%	-78.9%
扣非净利润/亿元	11	6	4	10	8
扣非净利润同比增速	101.6%	74.0%	-38.1%	28.8%	-55.0%
应收账款/亿元	43	43	40	42	39
经营性净现金流/亿元	12	7	7	24	19
经营性净现金流/净利润	151%	1573%	119%	153%	352%

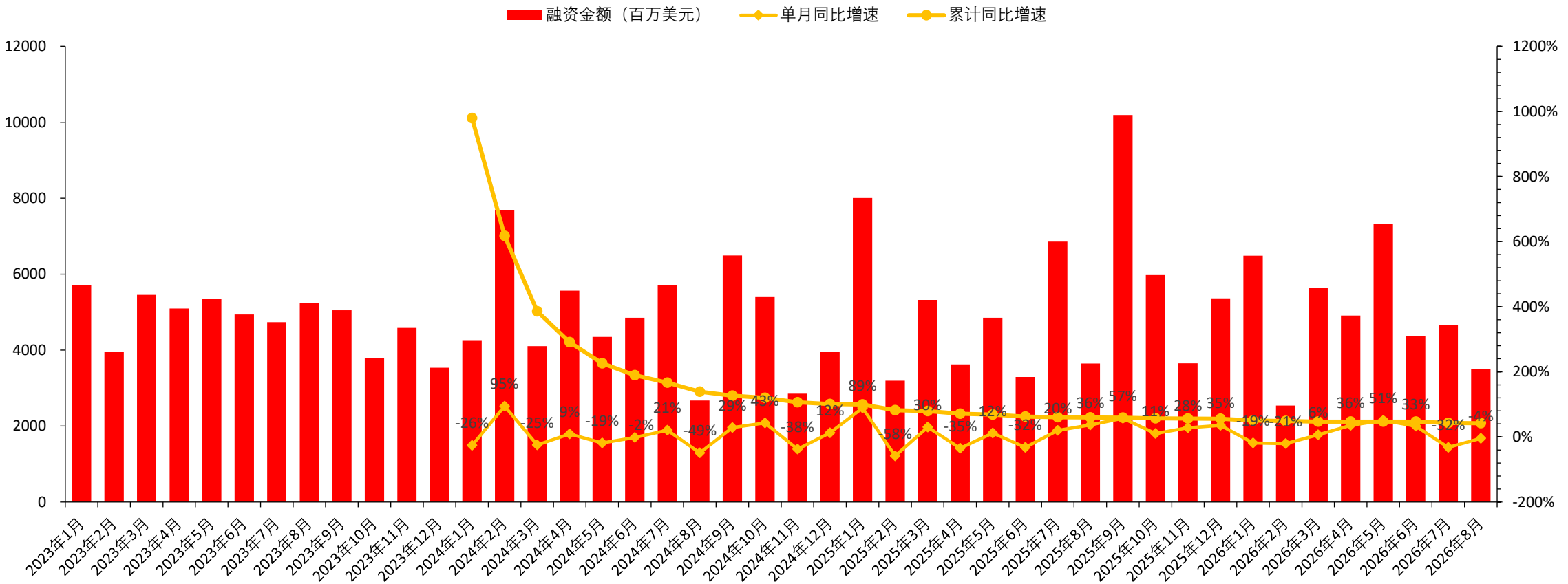
资料来源：wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

CXO: 全球投融资单月回落

□2026年8月，根据动脉智库不完全统计，全球医疗健康领域共发生159起融资事件（不包括IPO、定向增发等），披露融资总额约34.94亿美元（yoy -4%），月度融资金额环比有所下降，累计融资金额同比yoy +42% 。（累计值口径为每年度1月开始统计）

图：全球投融资金额



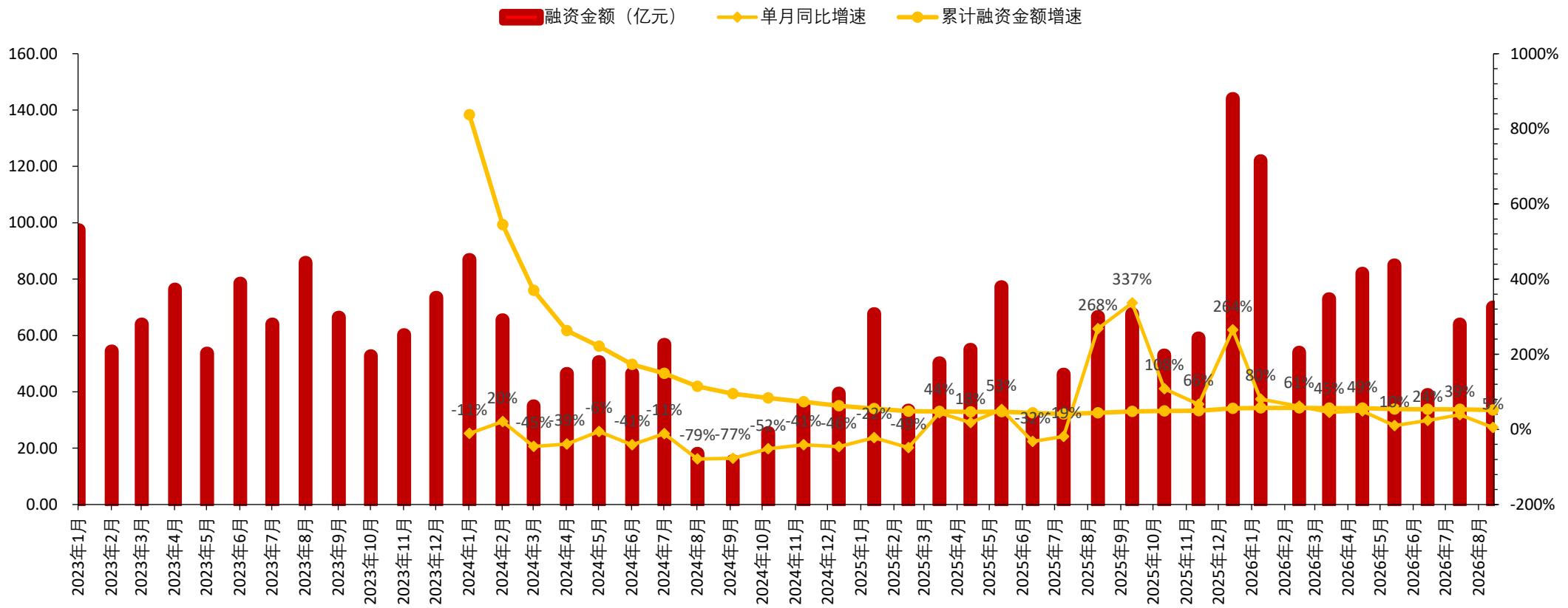
资料来源：动脉网，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

CXO: 国内投融资金额持续回暖

■根据动脉智库不完全统计，2026年8月，国内医疗健康领域共发生75起融资事件（不包括IPO、定向增发等），披露融资总额约10.25亿美元（yoy+5%），月度融资金额环比有所上升，累计融资金额同比yoy +51%。（累计值口径为每年度1月开始统计）

图：国内投融资金额



资料来源：动脉网，Finscope，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

订单情况：市场需求蓬勃，订单承接向好

图表：2024-2026H1CXO企业订单状况

类型	证券代码	证券简称	2024年订单	2025Q1订单	2025H1订单	25Q1-3订单	2025年订单	2026Q1订单	2026H1订单
CDMO	603259.SH	药明康德	在手订单yoy+47%，TIDES在手订单yoy+104%	在手订单yoy+47%，TIDES在手订单yoy+106%	在手订单yoy+37.2%，TIDES在手订单yoy+48.8%	在手订单yoy+41.2%，TIDES在手订单yoy+17.1%	持续经营业务在手订单580.0亿元，yoy+28.8%	在手订单597.7亿元，yoy+23.6%；TIDES收入23.8亿元，yoy+6.1%	持续经营业务在手订单664.3亿元，yoy+25.2%
CDMO	2269.HK	药明生物	在手订单持平	未披露	整体恢复增长	/	未完成订单总额237亿美元	未披露	未完成订单总额251亿美元
CDMO	2268.HK	药明合联	在手订单yoy+71%	未披露	在手订单yoy+58%	/	未完成订单总额14.9亿美元，yoy+50.3%	未披露	未完成订单总额21.56亿美元，yoy+62.2%
CDMO	300759.SZ	康龙化成	新签yoy+20%（实验室+15%，CMC+35%）	新签yoy+10%（实验室+10%，CMC+10%）	实验室新签yoy+10%；CMC新签yoy+20%	新签yoy+13%（实验室+12%，CMC+20%）	新签订单yoy+14%（实验室+12%，CMC+13%）	新订单yoy+30%+（实验室+20%+，CMC+50%+）	新签订单yoy+30%（实验室+20%+，CDMO+50+%）
CDMO	603456.SH	九洲药业	稳步增长	未披露	稳步增长	1-2年内保持较快增长	稳步增长	未披露	TIDES业务在手订单金额同比增长 32%
CDMO	300363.SZ	博腾股份	在手订单yoy+30%	未披露	未披露	市场需求相对乐观	小分子原料药业务新签订单询盘1,500+个，已签项目671个	新分子业务新签订单约5,700万元，yoy+66%	小分子制剂业务新签订单6725万元，同比增长约5%；细胞与基因治疗业务新签订单约9188万元，同比增长约75%；新分子业务新签订单约7700万元，同比增长约84%
CDMO	300725.SZ	药石科技	新签金额yoy+12.43%，数量yoy+31.12%	未披露	未披露	CDMO新签金额yoy+15%，新业务订单yoy+超100%	在手订单金额增长20%+	在手订单金额增长20%+	CDMO在手订单金额增长20%+
CRO	603127.SH	昭衍新药	在手订单金额约人民币22亿元	2025Q1新签订单4.3亿元；在手订单22亿元	新签订单10.2亿元，yoy+13.3%；在手订单23亿元	累计新签订单yoy+17%	在手订单约26亿元；新签订单约26亿元	新签订单9.1亿元，yoy+111.6%；在手订单31亿元，yoy+40.9%	在手订单约37亿元，同比增长60.9%；新签订单约20.2亿元，同比增长98%
CRO	300347.SZ	泰格医药	新增合同金额101.2亿元；净新增合同金额84.2亿元，yoy+7.3%；累计待执行合同金额157.8亿元，yoy+12.1%	未披露	未披露	未披露	争新增订单101.6亿元，yoy+20.7%；截至报告期末累计待执行合同金额182.0亿元，yoy+15.3%	未披露	净新增订单较2025年同期加速增长

资料来源：巨潮资讯网，iFinD，各公司公告，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

资本开支与合同负债：整体景气度维持高水位

图表：2025-2026H1CXO企业资本开支与合同负债情况

类型	证券代码	证券简称	2025H1资本开支	yoy	2026H1资本开支	yoy	2025H1合同负债（百万元）	yoy	2026H1合同负债（百万元）	yoy
CDMO	603259.SH	药明康德	21.0亿元	39.1%	29.6亿元	40.9%	2,522.7	13.3%	3,754.4	48.8%
CDMO	2269.HK	药明生物	19.0亿元	持平	28亿元	47.4%	2,917.3	4.4%	3,499.0	19.9%
CDMO	2268.HK	药明合联	/	/	/	/	234.5	-56.9%	1,008.9	330.2%
CDMO	300759.SZ	康龙化成	11.5亿元	21.5%	13.68亿元	18.6%	797.0	-25.6%	1,168.1	46.6%
CDMO	603456.SH	九洲药业	2.87亿元	-40.1%	2.31亿元	-19.5%	/	/	/	/
CDMO	300363.SZ	博腾股份	2.3亿元	-23.9%	0.49亿元	-78.9%	/	/	/	/
CDMO	300725.SZ	药石科技	0.62亿元	4.4%	1.77亿元	183.9%	/	/	/	/
CRO	603127.SH	昭衍新药	0.89亿元	-31.3%	4.01亿元	349.4%	1,128.5	25.9%	1,311.6	16.2%
CRO	300347.SZ	泰格医药	1.0亿元	-50.1%	1.06亿元	5.2%	772.2	-18.1%	1,354.7	75.4%

资料来源：wind，各公司业绩演示材料，国盛证券研究所　注：除药明生物资本开支摘自业绩演示材料外，其余公司皆以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金作为计算资本开支的基础，可能未完全反映CAPEX情况

仅供内部参考，请勿外传

海外CXO公司经营梳理

公司	收入、利润	订单情况	指引变化
Lonza	2026H1销售额33.74亿瑞郎，按实际汇率同比+11.2%（按固定汇率+16.0%）；CORE EBITDA 11.75亿瑞郎，同比+27.4%。	商业需求持续；扩大与一家美国头部生物药企的长期、多基地战略合作；Stein无菌ADC制剂扩产获长期客户承诺。未披露量化在手订单。	全年CORE EBITDA率由“高于32%”上调至33%–34%；固定汇率收入增速11%–12%不变。
Samsung Biologics	2026H1收入2.578万亿韩元，同比+28%；营业利润1.1672万亿韩元，同比+29%。	成立以来累计签约额217亿美元，累计CMO 115项、CDO 176项。	全年收入增长15%–20%区间维持不变，公司预计可达区间上限。
FUJIFILM Diosynth / Biotechnologies	2026年4–6月Bio CDMO收入577亿日元，同比+6.4%；fy26 Q1营业亏损处于200多亿日元高位。	大型北卡基地长期客户合同仍在，但产能爬坡慢于预期；北卡中小规模基地因监管检查非计划停产；早期临床开发订单不足。	Bio CDMO全年收入由3000亿下调至2800亿日元；全年营业亏损由原预计略低于400亿扩大至约700亿日元。
Thermo Fisher / Patheon / PPD	2026H1 Laboratory Products and Biopharma Services分部收入127.29亿美元、分部利润17.14亿美元（该分部还包含实验室产品，并非纯Patheon/PPD口径）	临床研究业务收入与authorizations均实现强劲有机增长；Patheon Q2温和增长，年初受益于多项回流赢单；未披露可比订单金额。	集团全年收入指引由473亿–481亿美元上调至474亿–481亿美元；调整后EPS由24.64–25.12美元上调至24.93–25.33美元。
AGC Biologics	2026H1 Life Science分部收入723亿日元，同比+13.9%；营业亏损61亿日元，上年同期亏损119亿日元。（该分部包含小分子药、农化与生物药CDMO及分部间交易）	生物药CDMO合同订单增长带动销售；哥本哈根基地订单及生产率改善。横滨基地与全球头部生物药企签署长期制造协议，合同期内总收入预计达数百亿日元。	集团维持全年指引

资料来源：各公司官网，各公司公告，业绩演示及问答、电话会,国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

药明康德：业绩表现持续亮眼，大幅上调全年指引

2026H1药明康德实现营业总收入288.97亿元，同比增长38.93%；归母净利润110.80亿元，同比增长29.43%；扣非归母净利润105.72亿元，同比增长89.39%。2026年第二季度药明康德实现营业总收入164.62亿元，同比增长47.71%；归母净利润64.29亿元，同比增长31.49%；扣非归母净利润62.97亿元，同比增长93.57%。2026H1持续经营业务收入同比增长48.0%，经调整Non-IFRS归母净利润同比增长83.2%。截至2026年6月底，持续经营业务在手订单达到664.3亿元，同比增长25.2%，保持高速增长。

- **分业务板块观察**：1）化学业务实现收入249.9亿元，同比增长53.3%，2026H1经调整non-IFRS毛利率持续提升至56.4%，同比提升7.4pcts，小分子CDMO管线持续扩张，2026H1小分子D&M业务收入149.9亿元，同比增长72.7%。2026H1实现TIDES业务收入72.6亿元，同比增长44.3%，预计全年TIDES业务收入将实现~45%增长；2）测试业务实现收入24.8亿元，同比增长31.5%，新分子业务收入占比进一步提升至35%+；3）生物学业务实现收入13.9亿元，同比稳健增长11.2%。

展望下半年有望继续保持良好经营趋势，大幅上调指引。预计2026年药明康德整体收入由513-530亿元上调至585-605亿元，持续经营业务收入同比增速由18-22%上调至35-39%，有信心在2026年保持稳定且有韧性的经调整non-IFRS归母净利率水平。药明康德预计2026年资本开支由65-75亿元上调至75-85亿元。

图表：2024-2028E药明康德盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	39,241	45,456	60,153	72,929	87,404
增长率 yoy（%）	-2.7	15.8	32.3	21.2	19.8
归母净利润（百万元）	9,450	19,151	21,130	25,526	30,780
增长率 yoy（%）	-1.6	102.6	10.3	20.8	20.6
EPS最新摊薄（元/股）	3.11	6.31	6.96	8.41	10.14
净资产收益率（%）	16.1	24.0	21.7	21.1	20.6
P/E（倍）	51.6	25.5	23.1	19.1	15.8
P/B（倍）	8.3	6.1	5.0	4.0	3.3

资料来源：wind，国盛证券研究所　注：股价为2026年9月29日收盘价

风险提示：订单执行不及预期风险，医药研发需求下降风险，地缘政治风险，汇率变动风险等

仅供内部参考，请勿外传

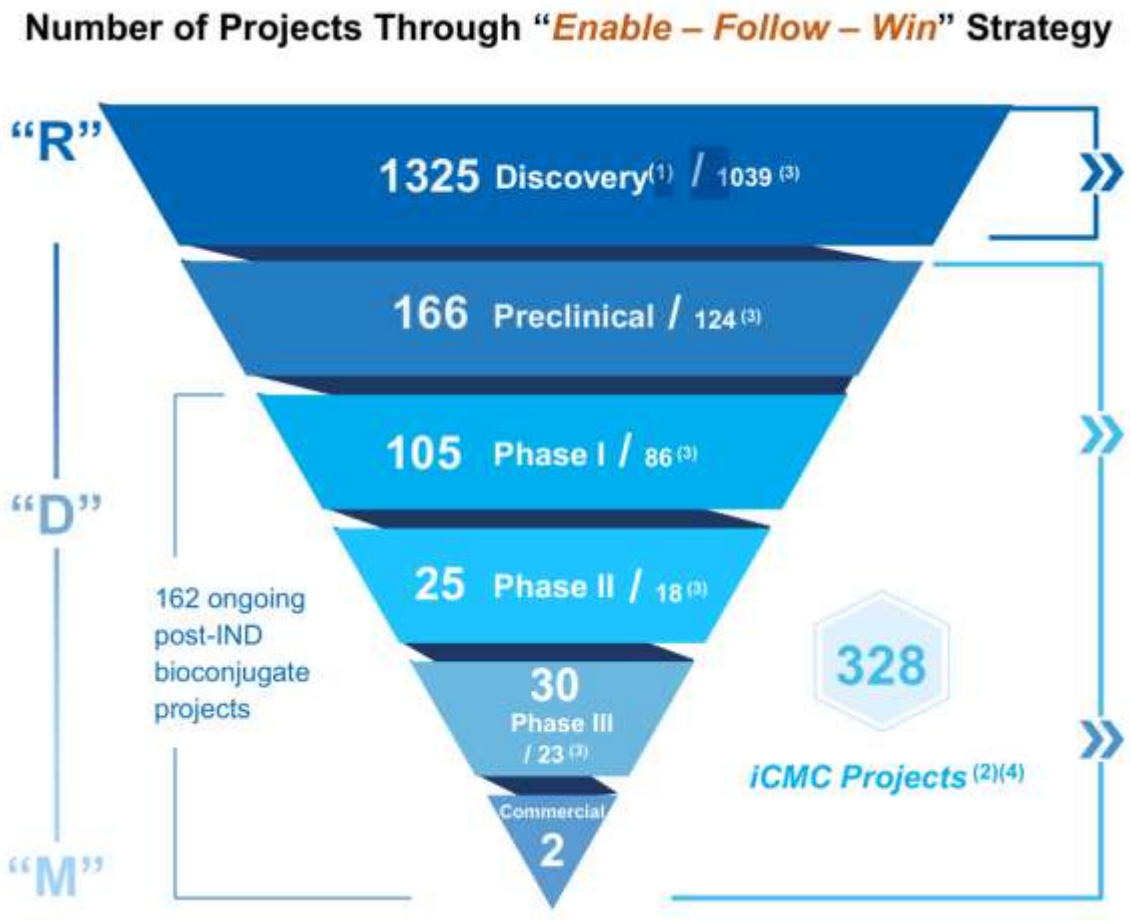
药明合联：产能持续投放升级，项目管线稳步推进

药明合联2026年上半年实现营收37.01亿元，同比+37.04%，净利润8.19亿元，同比+9.87%，Non-IFRS经调整归母净利润10.27亿元，AER同比+37.4%。扣除来自东曜药业的收益，药明合联独立收益达35.56亿元，AER同比增长31.7%。

- 截至2026年6月30日，药明合联未完成服务订单19.98亿美元，同比+50.4%，正在进行的iCMC项目328个，其中PPQ项目21个，商业化项目2个，为业绩长期稳健增长奠定基础。

- **产能推进全球化布局，扩产进程有序开展**：1）新加坡基地mAb/BCM3及DP4生产线已于2026年8月取得GMP放行，XBCM4产线预计2026年末投入GMP生产，海外一体化能力正逐步落地；2）无锡基地XPLM1 Line2项目建设工作稳步推进，预计2026年末-2027年初投入运营；制剂新产线XDP5/XDP6则分别规划于2027年上半年、2028年上半年完成GMP放行；3）东曜药业：2026年一季度公司完成东曜药业的收购工作，从而新增五个单克隆抗体及抗体中间体设施、三个 DS 设施、两个 DP 制剂车间。药明合联计划2026-2030年累计投入约80亿元用于资本开支，以应对全球对生物偶联药物开发日益增长的需求。

图表：2026H1药明合联项目漏斗



资料来源：药明合联2026中报业绩交流材料，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

康龙化成：CDMO业务加速兑现，上调全年业绩指引

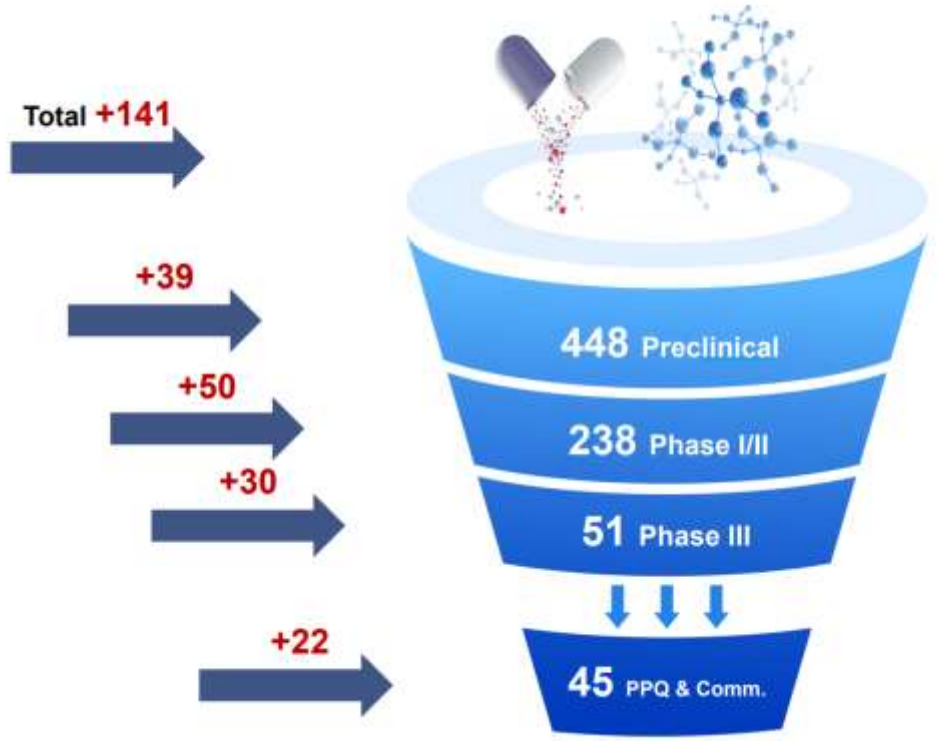
康龙化成2026H1实现营收75.95亿元，同比+17.92%，经调整Non-IFRSs归母净利润9.09亿元，同比+20.3%。其中，2026Q2实现营收40.17亿元，同比+20.19%，经调整Non-IFRSs归母净利润5.03亿元，同比+23.8%，Q2业绩显著加速。根据当前良好的新签订单状态和业务趋势，公司预计2026年营收同比增长15%-20%，较此前有所上调，彰显出对未来业绩的坚定信心。

- **分业务板块观察**：1）实验室服务实现营业收入463,351.09万元，同比增长13.72%；实现毛利率40.89%，同比下降 1.79个百分点，主要受报告期内人民币兑美元升值影响。公司实验室服务新签订单同比增长超过20%。2）CDMO服务实现营业收入188,410.27万元，同比增长32.78%；实现毛利率25.72%，同比提高2.57个百分点。康龙化成在小分子 CDMO大规模生产方面持续取得重要进展，带动板块收入快速增长、毛利率持续提升。随着项目数量的增加以及客户产品管线持续向后期推进，CDMO服务新签订单同比增长超过50%。3）临床研究服务实现营业收入106,852.07万元，同比增长 13.75%，新签订单同比增长超过 30%。

- **分客户区域看**：北美客户收入占比62%，欧洲占比17%，中国大陆占比18%，北美、欧洲和中国大陆客户收入同比增速分别为14.8%、6.0%和41.9%。TOP 20药企收入增长32.0%，MNC客户贡献度显著提升。

风险提示：研发需求波动、订单转化不及预期、汇率波动风险。

图表：2026H1康龙化成小分子CDMO服务项目情况



资料来源：康龙化成2026中报业绩交流材料，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

凯莱英：新兴业务高增，下半年集中交付支撑全年目标

经营业绩及全年展望

- 2026H1实现营收36.07亿元，同比增长13.13%，恒定汇率下同比增长16.20%；经调整归母净利润7.53亿元，同比增长12.90%；毛利率42.27%，恒定汇率下同比提升0.31pct。

新兴业务快速放量，小分子基本盘稳健

- 新兴业务收入13.04亿元，同比增长72.49%，占比提升至36.16%；毛利率32.50%，同比提升2.71pct，持续成为核心增长引擎。
- **化学大分子CDMO**收入7.36亿元，同比增长94.14%，在手订单同比增长163.47%；服务多肽、寡核苷酸及毒素连接体项目分别60个、74个和58个。
- **生物大分子CDMO**收入2.00亿元，同比增长122.82%，在手订单同比增长88.71%；服务BLA项目7个、PPQ项目4个。制剂CDMO收入1.78亿元，同比增长50.93%，累计11个产品实现商业化供应。**小分子CDMO**收入22.97亿元，同比下降5.44%，毛利率47.83%；交付商业化项目48个、临床及临床前项目337个，其中临床III期项目51个。公司预计下半年将有13个小分子PPQ项目。

订单及产能效率

- 截至半年报披露日，公司在手订单总额16.73亿美元，同比增长53.77%；新签订单同比增长54.59%，化学大分子及生物大分子订单增长较快。公司2026H1经营活动现金流净额8.22亿元，同比增长17.18%。
- 新增5条高活产线已投产；预计2026年底多肽固相反应合成总产能将增至69,000L，持续匹配多肽等化学大分子项目需求。奉贤二期抗体车间及ADC商业化车间已投产，进一步补强生物大分子及ADC商业化交付能力。

表：公司财务指标

关键指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	7,825.19	5,804.66	6,670.18	8,077.45	9,847.31	11,950.39
增长率(%)	-23.70	-25.82	14.91	21.10	21.91	21.36
归母净利润(百万)	2,268.81	948.95	1,132.57	1,396.27	1,802.94	2,300.19
增长率(%)	-31.28	-58.17	19.35	23.28	29.13	27.58
PE	18.92	29.48	29.59	46.43	35.96	28.19

资料来源：wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年9月29日收盘价 注：盈利预测数据来源于wind一致预期

风险提示：临床项目失败、商业化销售不及预期、监管及汇率风险

药明生物：CRDMO项目持续扩容，复杂分子驱动成长

经营业绩

- **2026H1**实现收益**118**亿元，**同比增长18.4%**，按美元计同比增长23.4%；经调整毛利**57**亿元，经调整毛利率**48.4%**，同比提升2.8 pct；经调整归母净利润33亿元，同比增长38.4%。

CRDMO项目漏斗及业务进展

- **项目持续扩容：**2026H1新增综合项目169个；综合项目总数达1,064个。其中新增内生综合项目123个，同比增长43%；药明合联并购东曜药业带来46个综合项目。
- **复杂分子占比提升：**新增项目中超70%、总项目中50%以上为复杂分子。
- **研究与开发业务：**研究业务已赋能超过50个可收取里程碑付款及销售提成的活跃项目；开发业务上半年支持68个IND申报，预计2027年起每年可支持300个IND申报项目。
- **生产业务推进：**公司支持78个临床III期项目、28个商业化生产项目，其中包括5个上半年转入的“赢得分子”项目。

订单及产能效率

- **PPQ项目储备充足：**2026年已排期34个PPQ项目、2027年已排期30个，迄今保持100% PPQ项目成功率，后期项目转化基础较为扎实。
- **在手订单高增：**截至2026年6月30日，未完成订单总额251亿美元；其中未来三年未完成订单55亿美元，同比增长约30%。
- **技术平台强化差异化：**WuXia™ TrueSite技术已应用于70多个项目，可提升开发效率、产量并降低成本，受到生物类似药项目青睐，并支撑“赢得分子”战略持续推进。

表：公司财务指标

关键指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	17,034.26	18,675.37	21,790.02	25,440.59	30,401.02	36,443.90
增长率(%)	11.56	9.63	16.68	16.75	19.50	19.88
归母净利润(百万)	3,399.73	3,356.08	4,908.34	5,597.22	7,105.78	8,774.13
增长率(%)	-23.09	-1.28	46.25	14.03	26.95	23.48
PE	33.59	19.89	23.88	33.81	26.63	21.57

资料来源：wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年9月29日收盘价。注：盈利预测数据来源于wind一致预期

风险提示：行业竞争、扩产进度、客户知识产权保护风险。

仅供内部参考，请勿外传

普洛药业：CDMO稳健增长，原料药盈利改善，项目储备持续扩容

经营业绩

- 2026H1公司实现营业收入48.23亿元，同比下降11.41%；归母净利润5.22亿元，同比下降7.22%；扣非归母净利润4.95亿元，同比下降4.88%。公司表示，原料药行业供给过剩格局尚未完全出清，传统原料药板块仍存在阶段性经营压力。

CDMO业务、原料药与药品

- 2026H1，CDMO业务实现营业收入14.12亿元，同比增长14.17%；实现毛利6.01亿元，同比增长10.45%；毛利率42.61%。公司CDMO项目结构“漏斗”模型持续扩大，进行中项目1,620个，同比增长37%；其中商业化阶段（含临床三期）项目417个，同比增长11%；研发阶段项目1,203个，同比增长50%。DS项目共175个，同比增长31%；ADC项目52个、多肽项目71个、产品322个。
- 原料药中间体业务实现营业收入28.51亿元，同比下降20.88%；实现毛利5.01亿元，同比增长1.56%；毛利率17.58%，同比上升3.88个百分点。药品业务实现营业收入5.33亿元，同比下降8.64%；实现毛利3.18亿元，同比下降10.71%；毛利率59.65%。

研发注册与产能建设

- 截止2026H1末，2026研发人员1,402名，占比19.79%；2026年H1，研发投入3.01亿元。公司持续完善流体化学、晶体和粉体、合成生物学及酶催化、多肽、泛偶联、高活化合物、制备与纯化、寡核苷酸合成等技术平台。
- 4个原料药品种实现国内外注册获批，6个CDMO项目获批；3个国内制剂产品获批上市，琥珀酸美托洛尔缓释片获得美国FDA注册批准；完成13个API品种DMF申报及5个制剂品种ANDA申报。公司已启动2栋CDMO生产车间建设项目、多肽生产线扩建项目及制剂CDMO研发服务平台综合建设项目。多肽生产线扩建完成后，产能规模预计提升至百公斤级。

表：公司财务指标

关键指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	11,474.16	12,021.86	9,783.60	10,350.65	11,438.48	12,852.10
增长率(%)	8.81	4.77	-18.62	5.80	10.51	12.36
归母净利润(百万)	1,055.34	1,031.12	890.68	1,057.31	1,260.80	1,537.43
增长率(%)	6.69	-2.29	-13.62	18.71	19.25	21.94
PE	17.19	18.44	21.16	29.10	24.40	20.01

资料来源：wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年9月29日收盘价。注：盈利预测数据来源于wind一致预期

风险提示：原料药供需价格、项目推进、环保安全生产风险。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- 订单执行不及预期风险：CXO企业在手订单向收入转化受到客户研发进度、临床试验结果、产品审批及商业化需求等因素影响。若客户项目出现延期、终止或订单缩减，或企业产能投放及项目交付进度不及预期，可能导致订单执行放缓，影响收入确认、产能利用率及利润释放。
- 医药研发需求下降风险：CXO行业需求与全球医药研发投入及生物医药投融资景气度密切相关。若生物医药企业融资恢复不及预期，或制药企业收缩研发预算、调整研发管线，可能减少研发外包需求，导致CXO企业新签订单增长放缓、项目储备减少，并对收入增长及盈利能力形成压力。
- 地缘政治风险：部分CXO企业海外客户收入占比较高，业务开展与跨境合作环境密切相关。若国际贸易摩擦加剧，相关国家或地区在市场准入、采购、投资及技术合作等方面的限制增加，可能影响客户合作意愿、订单获取及执行，并增加海外产能建设与运营成本，对企业经营产生不利影响。
- 汇率变动风险：部分CXO企业海外业务以美元等外币结算，汇率波动可能影响收入折算、毛利率及汇兑损益。若人民币对主要结算货币升值，或汇率出现较大幅度波动，且企业未能通过价格调整、成本匹配或套期保值等措施有效对冲，可能对收入及利润表现产生不利影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得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建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市丰台区丽泽路22号院新华社国家金融信息大厦西塔B座38层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com