下载日志已记录，仅供内部参考

凯莱英（002821）

证券研究报告
2026 年 10 月 20 日

伴随复杂新分子浪潮，技术优势转为业绩释放

技术领先，已经构建创新药一体化服务创新生态圈

凯莱英是全球领先、技术驱动型的 CDMO 一站式综合服务商，公司以高效和高质量的研发与生产服务，加快创新药的临床研究与商业化应用，是全球排名前列的创新药原料药 CDMO 公司。

化学小分子：明星分子带动市场扩容，新冠影响消化后公司业绩加速增长

公司依托行业领先的技术优势和一流的运营管理及质量体系，以及良好的项目交付记录，小分子业务呈现出高质量的发展态势。从 orforglipron 等改变传统药物治疗手段的新的化学小分子药物看，其分子复杂度相较于传统化学小分子药物大大提升。在众多具有较大市场潜力的药物密集上市的背景下，公司化学小分子业务有望持续增长。

新兴业务：药物研发复杂性持续提升，综合技术龙头有望加速获益

以 ADC、双特异性抗体、寡核苷酸和多肽为代表的新分子类型正成为全球新药研发的主流。这些新型分子动辄拥有更大的分子量、更复杂的空间结构和更长的合成步骤，其研发与生产的技术门槛更高。公司正以全流程一体化整合模式，推动制造能力从“单点技术优势”走向“全链条系统能力”，有望在新药日益复杂的背景下持续获益。

2026H1 公司新兴业务取得跨越式增长，实现收入 13.04 亿元，同比增长 72.49%。从布局看，化学大分子（多肽及小核酸）、生物大分子、制剂 CDMO、临床 CRO 等业务布局均取得优异进展。

盈利预测与投资评级

考虑到公司中报情况，我们调整盈利预测：预计公司 2026-2028 年收入为 80.77/101.01/124.65 亿元（前值 80.07/98.09/119.21 亿元）；预计 2026-2028 年归母净利润为 13.60/19.17/24.14 亿元（前值 13.60/19.28/24.50 亿元）。

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司在小分子、多肽、小核酸、生物大分子及制剂 CDMO 领域竞争能力出色，我们将康龙化成、博腾股份、皓元医药、药明合联作为可比公司。

公司在新分子领域综合实力强，M 端优势明显、在 ADC、多肽、小核酸等领域布局齐全，综合性领先地位有望带动公司业绩持续高增长，给予公司 2027 年 36 倍 PE，目标价 190.64 元/股，将评级上调至“买入”评级。

风险提示：医药研发服务市场需求下降的风险、医药研发服务行业竞争加剧的风险、全球化经营及国际政策变动风险、汇率风险、可比公司选取跨市场风险、股价异动风险、服务的主要创新药上市销售低于预期的风险及生命周期更替的风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,804.66	6,670.18	8,076.81	10,100.92	12,465.39
增长率(%)	(25.82)	14.91	21.09	25.06	23.41
EBITDA(百万元)	1,926.74	2,425.32	2,272.24	2,830.82	3,322.92
归属母公司净利润(百万元)	948.95	1,132.57	1,360.26	1,916.69	2,413.60
增长率(%)	(58.17)	19.35	20.10	40.91	25.93
EPS(元/股)	2.58	3.14	3.76	5.30	6.67
市盈率(P/E)	59.51	48.90	40.87	29.00	23.03
市净率(P/B)	3.35	3.14	2.97	2.80	2.57
市销率(P/S)	9.73	8.30	6.88	5.50	4.46
EV/EBITDA	9.95	10.15	20.14	15.81	12.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	153.46 元
目标价格	190.64 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	334.11
流通 A 股股本(百万股)	316.88
A 股总市值(百万元)	51,273.16
流通 A 股市值(百万元)	48,627.82
每股净资产(元)	49.17
资产负债率(%)	14.81
一年内最高/最低(元)	200.00/88.46

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

刘一伯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080001
liuyibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1《凯莱英-季报点评:2026Q1 新兴业务延续高增，新兴业务加速放量》2026-05-29

2《凯莱英-年报点评报告:新兴业务加速放量，订单与产能共振支撑成长》2026-04-15

3《凯莱英-季报点评:2025Q1 收入和利润率均稳健增长，新兴业务毛利率上升》2025-04-28

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 凯莱英：全球领先的 CDMO 一站式综合服务商 6
1.1. 技术领先，已经构建创新药一体化服务创新生态圈 6
1.2. 业绩加速增长，在手订单充裕 8
2. CRDMO 市场持续扩容，“中国”“龙头”有望持续受益 10
2.1. 全球医药市场持续增长，不同类型市场增速有别 10
2.2. 全球新药研发逐步恢复，带动 CXO 市场持续扩容 12
2.2.1. 新药投融资逐步恢复，海外节奏快于国内 13
2.2.2. 全球 Pharma 研发需求稳定增长，大客户订单有望持续 15
2.2.3. 药物研发复杂性持续提升，外包率有望持续获益 16
2.3. 中国话语权持续提速，产业链+人才核心竞争优势明显 16
3. 化学小分子：明星分子带动市场扩容，新冠影响消化后公司业绩加速增长 17
3.1. 占据重要市场地位，产品持续推陈出新 17
3.2. 明星分子带动市场持续扩容 19
3.3. 小分子 CDMO：凯莱英技术领先，项目储备数量多 21
4. 新兴业务：药物研发复杂性持续提升，综合技术龙头有望加速获益 23
4.1. 化学大分子：体系化要求持续提升，公司优势持续体现 25
4.1.1. 多肽类 CDMO：市场高速放量，重磅新品层出不穷 25
4.1.2. 小核酸 CDMO：热度持续提升，CDMO 市场进入快速增长期 30
4.2. 生物大分子：抗体偶联赛道快速发展，公司业绩快速释放 34
4.2.1. 抗体偶联药物发展逐步成熟，进入商业化兑现期 34
4.2.2. 抗体偶联药物开发流程复杂，公司 CDMO 进展迅速 38
4.3. 制剂 CDMO：市场格局分散，新分子提出更高要求 42
4.4. 临床 CRO：项目数量持续增长，CRDMO 一体化能力持续建设 43
5. 盈利预测 44
5.1. 盈利预测 44
5.2. 投资评级 46
6. 风险提示 46

图表目录

图 1：公司核心业务图 6
图 2：公司全球化布局 6
图 3：2021-2026H1 公司营业收入（亿元）及同比（%） 8
图 4：2021-2026H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%） 8
图 5：2021-2026H1 公司毛利（亿元）及同比（%） 9
图 6：2021-2026H1 公司毛利率&净利率（%） 9
图 7：2021-2026H1 公司各项费用率（%） 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：2021-2026.8.24 公司未完成订单金额（亿美元）.....9
图 9：全球医药市场按区域划分明细（十亿美元），2018-2030E.....10
图 10：全球医药研发支出按中国、美国及其他拆分（十亿美元），2018-2030E.....10
图 11：2015-2034E 全球新药研发支出（十亿美元）.....11
图 12：CRO 及 CMO/CDMO 在药品研发阶段的主要业务.....12
图 13：2017Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境外新药投融资金额（亿美金）.....13
图 14：2018Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境外新药投融资金额同比（%）.....13
图 15：2017Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境内新药投融资金额（亿美金）.....14
图 16：2018Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境内新药投融资金额同比（%）.....14
图 17：2015-2025 全球 TOP10 MNC 收入（亿美元）及增速（%）.....15
图 18：2015-2025 全球 TOP10 MNC 研发费用（亿美元）及增速（%）.....15
图 19：2015-2025 全球 TOP10 资本支出（亿美元）及增速（%）.....15
图 20：2015-2034E 全球医药研发外包率.....16
图 21：创新药产业链及中国优势领域.....16
图 22：中国的工程师红利.....17
图 23：2024 年 FDA 新药批准数量及分类.....18
图 24：2022-2025H1 不同类型药物投资金额（亿美元）.....18
图 25：小分子药物生产制造链图示.....19
图 26：口服司美&orforglipron 上市后处方量情况.....21
图 27：全球小分子化药 CDMO 市场规模及增速（2015 –2034E，十亿美元）.....22
图 28：凯莱英小分子工艺开发与生产.....22
图 29：新分子类型.....23
图 30：凯莱英新兴业务.....24
图 31：2021-2026H1 年公司新兴业务收入（亿元）及同比（%）.....25
图 32：2021-2026H1 年公司新兴业务毛利率.....25
图 33：多肽药物合成技术迭代更新.....26
图 34：不同类型合成技术的特点.....26
图 35：液相合成法一般原理.....27
图 36：固相合成法示意图.....27
图 37：2024-2030E 全球多肽药物市场规模（十亿美元）.....28
图 38：2022Q1-2026Q2 全球减重类多肽药物收入放量情况（亿美元）.....28
图 39：2021-2025 年全球头部多肽 CDMO 企业（及相关部门）收入（亿元）.....29
图 40：从简单到复杂的分子，从实验室合成到 GMP 生产，先进成熟的技术平台提供可靠高效的工艺开发和药品生产服务.....29
图 41：凯莱英多肽固相反应合成总产能（升）.....29
图 42：通过 RISC 降解靶 mRNA 抑制蛋白表达.....30
图 43：2019-2033E 小核酸疗法市场规模（亿美元）.....31
图 44：2017Q1-2026Q1 全球小核酸药物交易情况.....32
图 45：公司小核酸产能建设情况（mol）.....33
图 46：ADC 的结构特征.....34
图 47：抗体效应机制.....35

下载日志已记录，仅供内部参考

图 48：ADC 作用机制 35
图 49：从传统 ADC 到更广泛的生物偶联药物(XDC)的转变 36
图 50：2017-2026.1 到 8 月全球抗体偶联药物交易数量（个）、金额（亿美元） 36
图 51：2017-2026.1 到 8 月全球抗体偶联药物交易数量、金额占整个药物类型比重（%） 36
图 52：2021-2026.1 到 8 月中国抗体偶联药物 license-out 交易数量（个）、金额（亿美元） 37
图 53：ADC 开发流程 38
图 54：ADC 生产的具体工艺流程 39
图 55：ADC CRDMO 外包市场提供的服务概览 40
图 56：2018-2030E 全球 ADC 外包服务市场规模 41
图 57：2018-2030E 中国 ADC 外包服务市场规模 41
图 58：公司奉贤生产基地 41
图 59：2015-2024 年全球制剂 CDMO 竞争格局 42
图 60：公司制剂 CDMO 技术布局 43

表 1：公司发展历程图 7
表 2：凯莱英 2026 年 7 月 A 股激励首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-26Q3 披露前目标 7
表 3：凯莱英 2026 年 7 月 A 股激励首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-26Q3 披露后目标 7
表 4：解除限售比例安排 8
表 5：CRDMO 的分类 11
表 6：全球不同 CDMO 赛道市场规模，增速及主要企业 12
表 7：大分子和小分子药物的区别 18
表 8：CDMO 细分领域产品及技术要求 19
表 9：口服小分子 GLP-1 药物研发情况（仅筛选进入临床 II 期，截至 2026 年 5 月 17 日） 20
表 10：2021-2025 年全球头部小分子 CDMO 企业对应部门收入（亿元） 22
表 11：公司小分子管线分布 23
表 12：公司复杂分子一体化布局 24
表 13：多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较 26
表 14：siRNA、ASO 与适配体：三类小核酸药物的特性对比 30
表 15：siRNA、小分子和抗体药物的区别 31
表 16：国内 CDMO 公司小核酸领域布局 32
表 17：三代 ADC 设计 35
表 18：中国抗体偶联药物授权情况 37
表 19：ADC 生产的质量控制 39
表 20：2022-2026H1 公司生物大分子 CDMO 业绩进展 42
表 21：2022-2026H1 公司制剂 CDMO 业绩进展 43
表 22：2022-2026H1 公司临床 CRO 业务进展 44
表 23：2023-2028E 公司主要业务盈利预测（百万元） 45
表 24：2023-2028E 公司主要业务毛利率预测（%） 46

下载日志已记录，仅供内部参考

表 25：可比公司估值 46

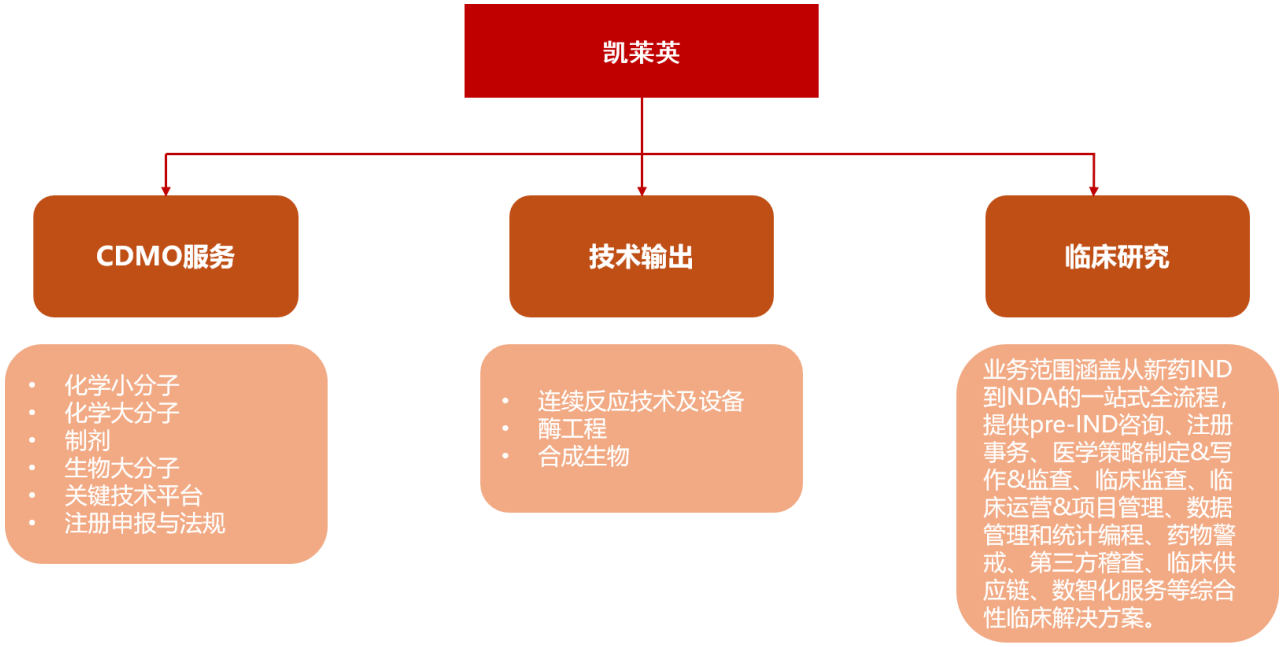
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 凯莱英：全球领先的 CDMO 一站式综合服务商

1.1. 技术领先，已经构建创新药一体化服务创新生态圈

凯莱英是一家全球领先、技术驱动型的 CDMO 一站式综合服务商，为全球超 1300 家客户提供了药品全生命周期的一站式服务。凯莱英以高效和高质量的研发与生产服务，加快创新药的临床研究与商业化应用，是全球排名前列的创新药原料药 CDMO 公司，实现“A+H”双市场上市。公司核心业务包括 CDMO 服务、技术输出和临床研究三部分。

图 1：公司核心业务图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司在中国天津、吉林、辽宁、上海、江苏，美国 Boston，英国 Sandwich 等多个国家和地区建有研发生产基地，覆盖化学小分子药、TIDES、生物药、制剂、技术输出及合成生物等诸多业务领域。公司与全球前 20 大跨国制药公司中的 16 家建立了紧密合作关系，服务其中的 6 家跨国制药公司超过 20 年，10 家公司超过 15 年，构建起创新药一体化服务创新生态圈。

图 2：公司全球化布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司成立于 1998 年，自 2020 年起先后落地镇江、泰兴项目，拓展小分子及新技术能力；2023 年波士顿研发中心投用，2024 年收购前辉瑞英国基地，2025 年上海奉贤生物药基地启用，全球产能稳步升级。

表 1：公司发展历程图

年份·	事件
2020	加速布局创新药全产业链服务能力，新项目落户镇江经开区
2022	全资子公司——凯莱英药业（江苏）有限公司在泰兴开工，拓展小分子 CDMO 药物制剂、药物研发、新技术推广应用等项目建设
2023	波士顿研发中心正式投用
2024	取得前辉瑞英国 Sandwich Site 的 API Pilot Plant 及 R&D Laboratory，完成公司首个欧洲研发生产基地布局
2025	上海奉贤的生物药 CDMO 研发及商业化生产基地正式启用

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2026 年 7 月，公司同步推出 A 股及 H 股限制性股票激励计划，以建立健全公司长效激励机制，调动公司核心团队的积极性，吸引和留住优秀人才。其中 A 股计划拟授予限制性股票 338.80 万股，占总股本 1.02%，其中首次授予 271.10 万股，首次授予的激励对象共计 622 人，包括在公司（含子公司）任职的核心技术（业务）人员以及在本公司的子公司任职的董事、监事、总经理；H 股计划将予授出的所有激励股份的相关 H 股总数不超过 431.49 万股，其中新发行股份约 163.03 万股。H 股计划的合资格参与者包括集团任何成员公司之董事、高级管理人员或雇员，并同时设定绩效目标条件以确保激励的约束性。

表 2：凯莱英 2026 年 7 月 A 股激励首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-26Q3 披露前目标

解除限售期	对应考核年度	以 2025 年营业收入为基数的年度营业收入增长率（业绩考核目标 A）		以 2025 年净利润为基数的年度净利润增长率（业绩考核目标 B）	
		Am	An	Bm	Bn
首次授予部分第一个解除限售期	2026 年	15.00%	10.00%	15.00%	10.00%
首次授予部分第二个解除限售期	2027 年	30.00%	20.00%	30.00%	20.00%
首次授予部分第三个解除限售期	2028 年	40.00%	30.00%	40.00%	30.00%
首次授予部分第四个解除限售期	2029 年	50.00%	40.00%	50.00%	40.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注 1：上述“营业收入”以恒定汇率计算的营业收入且剔除由于并购重组或者资产剥离造成的合并范围变动对收入的影响作为计算依据，下同。（恒定汇率指：2025 年营业收入平均汇率）注 2：上述“2025 年净利润”、“净利润增长率”以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，并剔除汇率波动相关损益影响、该计划及其他股权激励计划或员工持股计划等实施所产生的激励成本的数据为计算依据

若预留部分在 2026 年度三季报披露前授予，则预留授予部分公司层面业绩考核与首次授予部分公司层面业绩考核一致；若预留部分在 2026 年度三季报披露后授予，则预留授予限制性股票的业绩考核年度为 2027-2030 年四个会计年度，具体业绩考核目标如下：

表 3：凯莱英 2026 年 7 月 A 股激励首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-26Q3 披露后目标

解除限售期	对应考核年度	以 2025 年营业收入为基数的年度营业收入增长率（业绩考核目标 A）		以 2025 年净利润为基数的年度净利润增长率（业绩考核目标 B）	
		Am	An	Bm	Bn
预留授予部分第一个解除限售期	2027 年	30.00%	20.00%	30.00%	20.00%
预留授予部分第二个解除限售期	2028 年	40.00%	30.00%	40.00%	30.00%

下载日志已记录，仅供内部参考

预留授予部分第三个解除限售期	2029 年	50.00%	40.00%	50.00%	40.00%
预留授予部分第四个解除限售期	2030 年	60.00%	50.00%	60.00%	50.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据上述指标各年度的考核目标完成情况，各期公司层面可解除限售比例（X）与考核年度营业收入增长率（A）以及净利润增长率（B）相挂钩，具体解除限售比例安排如下：

表 4：解除限售比例安排

考核指标	业绩完成度	考核指标对应解除限售比例（X）
考核年度营业收入增长率（A）或考核年度净利润增长率（B）	A≥Am 或 B≥Bm	X=100%
	An≤A＜Am 或 Bn≤B＜Bm	X=75%
	A＜An 且 B＜Bn	X=0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

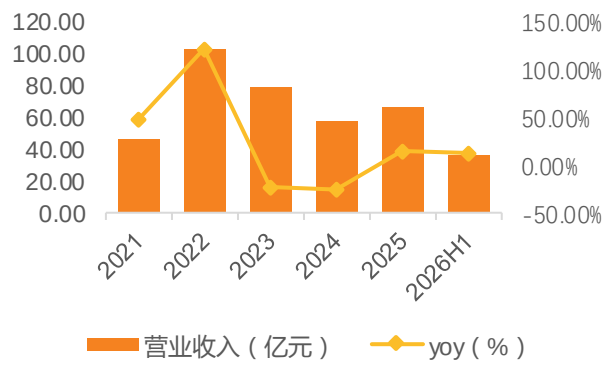
为实现公司战略规划、经营目标、保持综合竞争力，该计划公司层面业绩考核指标设置了营业收入增长率或净利润增长率，营业收入增长率作为公司核心财务指标，是公司经营成果的重要表现，同时也是衡量企业经营状况、预测企业经营业务拓展趋势的重要标志；净利润增长率指标反映了未来能带给股东的可分配利润的增长速度，用以衡量公司盈利能力的成长性，衡量一个公司经营效益的重要指标。该业绩指标的设定考核具有一定激励作用，该指标一方面有助于提升公司竞争能力以及调动员工的工作积极性，另一方面，指标的设定兼顾了激励对象、公司、股东三方的利益，对公司未来的经营发展将起到积极的促进作用。

1.2. 业绩加速增长，在手订单充裕

公司近五年营收从 2021 年的 46.39 亿元波动增长至 2025 年的 66.7 亿元。其中 2022 年营收达到 102.55 亿元的高位后连续两年下降，主要系同期大订单数量减少所致。2025 年公司营收增长至 66.7 亿元，2026H1 实现营收 36.07 亿元，同比增长 13.13%，保持较稳定的增长率。

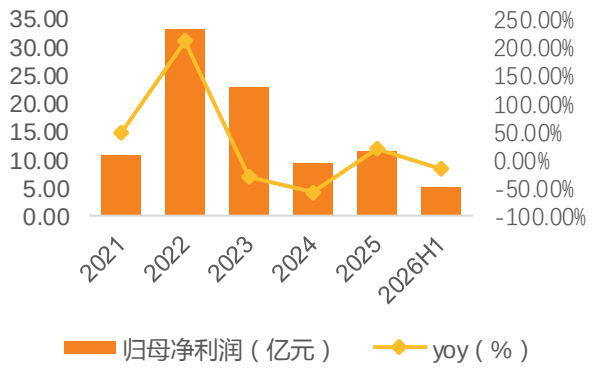
公司 2021-2024 年归母净利润呈先增后降态势，2024 年受大订单减少、新兴业务产能利用率较低、研发费用投入较多等影响，归母净利润降至 9.49 亿元。2025 年增长至 11.33 亿元，同比增长率增至 19.35%。

图 3：2021-2026H1 公司营业收入（亿元）及同比（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：2021-2026H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

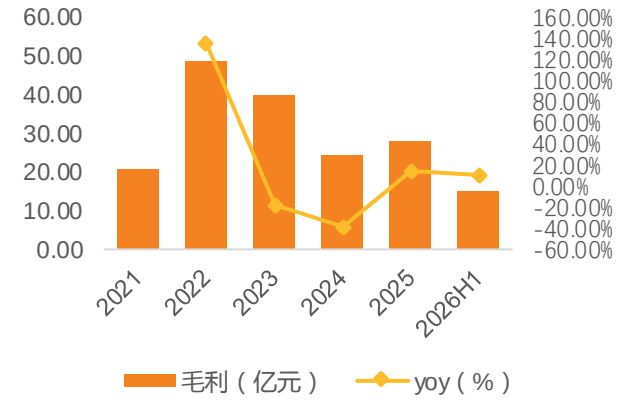
公司近五年毛利呈波动增长态势，毛利率整体保持稳定。2023 年毛利率达 51.16%，主要系商业化项目后期交付的大订单毛利率较高，汇率因素，以及公司采取各项措施提高效率、控制成本，以减缓产能利用率下降带来的影响所致。

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1 公司毛利率达 42.27%，恒定汇率下同比提升 0.31pct，其中小分子 CDMO 恒定汇率下毛利率提升 1.76pct，新兴业务恒定汇率下毛利率提升 3.72pct，公司毛利率水平开始提升。

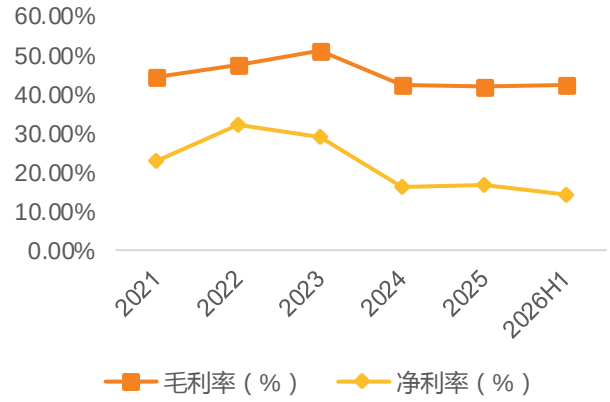
2026H1 公司净利率有一定下降，主要系汇率波动影响所致。

图 5：2021-2026H1 公司毛利（亿元）及同比（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

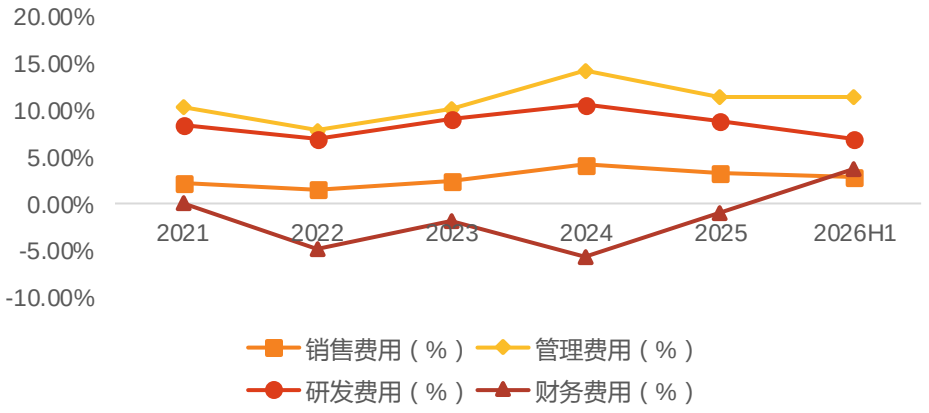
图 6：2021-2026H1 公司毛利率&净利率（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司研发费用和管理费用均呈先升后降趋势，整体保持稳定。销售费用率在 2023-2024 年有明显上升，主要系公司加速全球市场拓展，增加市场开拓相关费用所致，2025 年之后有所下降。财务费用率近几年波动幅度较大，主要系汇率波动导致的汇兑收益增加或减少所致。

图 7：2021-2026H1 公司各项费用率（%）

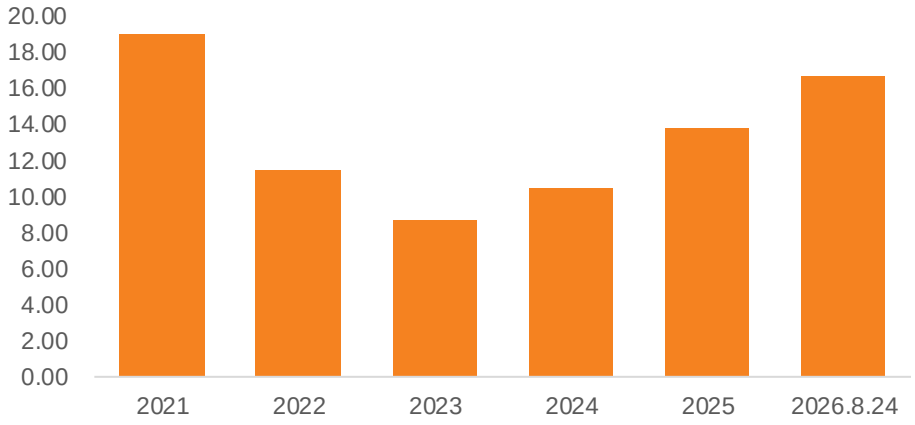


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司近五年在手订单数量呈先降后升趋势。2021 年受益于行业景气度高、公司竞争力持续提升， 公司订单强劲增长，在手订单金额达 18.98 亿美元。2021-2023 年在手订单数量连续下降至 8.74 亿美元。2024-2025 年公司持续加大业务开拓力度，2025 年在手订单金额增长至 13.85 亿元，其中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奠定坚实基础。

图 8：2021-2026.8.24 公司未完成订单金额（亿美元）

下载日志已记录，仅供内部参考



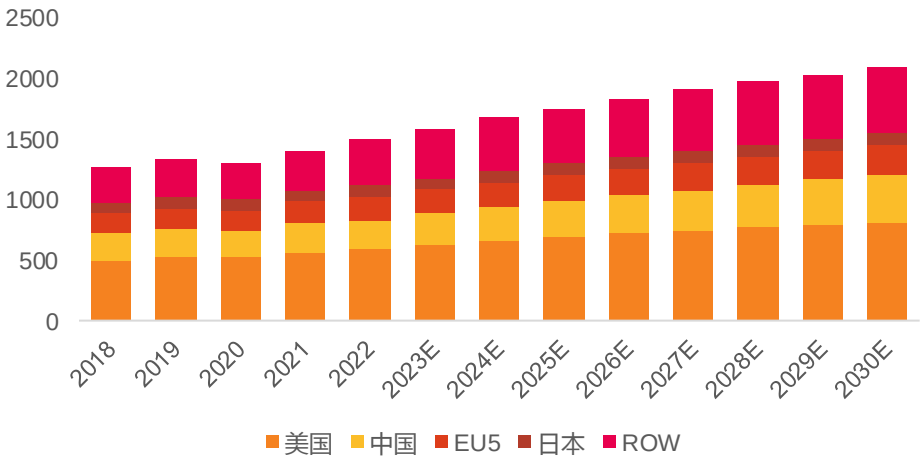
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. CRDMO 市场持续扩容，“中国”“龙头”有望持续受益

2.1. 全球医药市场持续增长，不同类型市场增速有别

根据弗若斯特沙利文数据，全球医药市场规模 2022 年达到 14,950 亿美元，并且预计 2030 年将增至 20,908 亿美元。除了领先的市场规模，美国和中国的医药市场相较于世界其它地区均显示出较高的增速。

图 9：全球医药市场按区域划分明细（十亿美元），2018-2030E



资料来源：弗若斯特沙利文，医药企业项目管理大会公众号，天风证券研究所

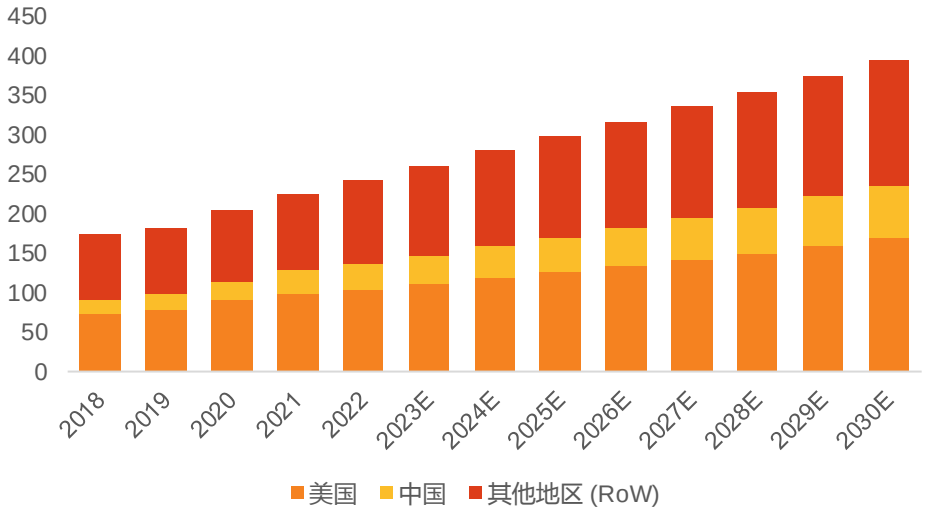
全球医药行业的研发投入主要来自于众多大型跨国药企，近些年增速保持平稳，2022 年的研发投入达到了 2,415 亿美元，随着中小型生物医药公司的快速发展，研发投入持续增长，根据弗若斯特沙利文数据，预计到 2030 年将增长至 3,943 亿美元，复合年增长率为 6.3%。

由于美国制药公司资助的临床试验增多，新兴治疗技术不断涌现，以及临床研究费用增加，美国制药研发规模占全球最大的市场规模，2022 年占比约为 42.6%。

与全球制药研发规模相比，中国制药市场在研发开支方面仍有较大的增长潜力。2022 年，中国制药研发投入总额为 326 亿美元，占全球药品研发开支的 13.5%。随着药物创新的需求增加、政策的鼓励加持、资金和专家的充足流入，根据弗若斯特沙利文预计，2030 年中国制药研发开支将达到 675 亿美元，2022 年至 2030 年期间复合年增长率约为 9.5%。

图 10：全球医药研发支出按中国、美国及其他拆分（十亿美元），2018-2030E

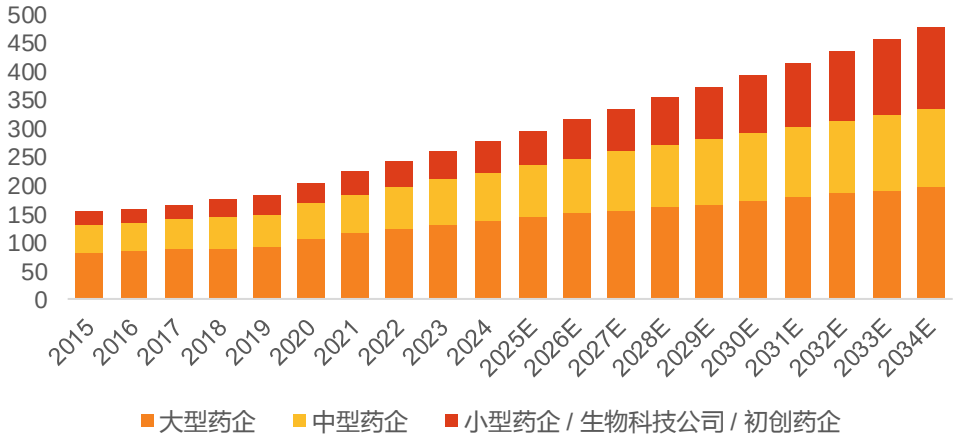
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：弗若斯特沙利文，医药企业项目管理大会公众号，天风证券研究所

Frost & Sullivan 数据显示：2024-2029E 全球研发支出将以 6.1%的年复合增长率持续增长，2030E-2034E 增速约 5.0%；分企业类型看，2024 年约 80%的支出由大型和中型药企贡献；小型药企/生物科技公司的支出占比预计将从约 20%提升至 2034E 的约 30%，年复合增长率约 9%。

图 11：2015-2034E 全球新药研发支出（十亿美元）



资料来源：药明康德 2025 年投资者日演示材料，天风证券研究所

CXO 指医药合同外包服务，主要包括医药合同研发服务（即 CRO）和医药合同生产服务（即 CDMO、CMO）。CXO 行业自 CRO 而起，CRO 行业起始于 20 世纪 70 年代，当时赫斯特集团（现在的赛诺菲-安万特集团 Sanofi-Aventis）聘请北卡罗莱纳大学生物统计学教授 Dennis Gillings 分析一种新型糖尿病药物的试验数据，最终分析指出需要将患有某些医疗疾病的患者排除在该药物的适用人群之外，从而得以针对适当的人群进行商业化推广；同一时期，还有一些研究机构为制药企业提供部分临床前及临床研究服务。全球 CXO 行业经历了 40 多年的发展，已经与药企形成战略合作或定制化合作关系，深度参与新药研发过程。CRO 公司和 CDMO/CMO 公司分别在研发条线、生产条线上贯穿药品生命周期。

表 5：CRDMO 的分类

维度	CRO	CMO/CDMO
服务客户	制药企业、医疗机构、中小医药医疗器械研发企业、各类政府基金等机构	制药企业、生物技术公司
核心业务	在基础医学和临床医学研发全流程中，提供专业	提供药物生产相关服务，覆盖工艺开发到成品交付全链

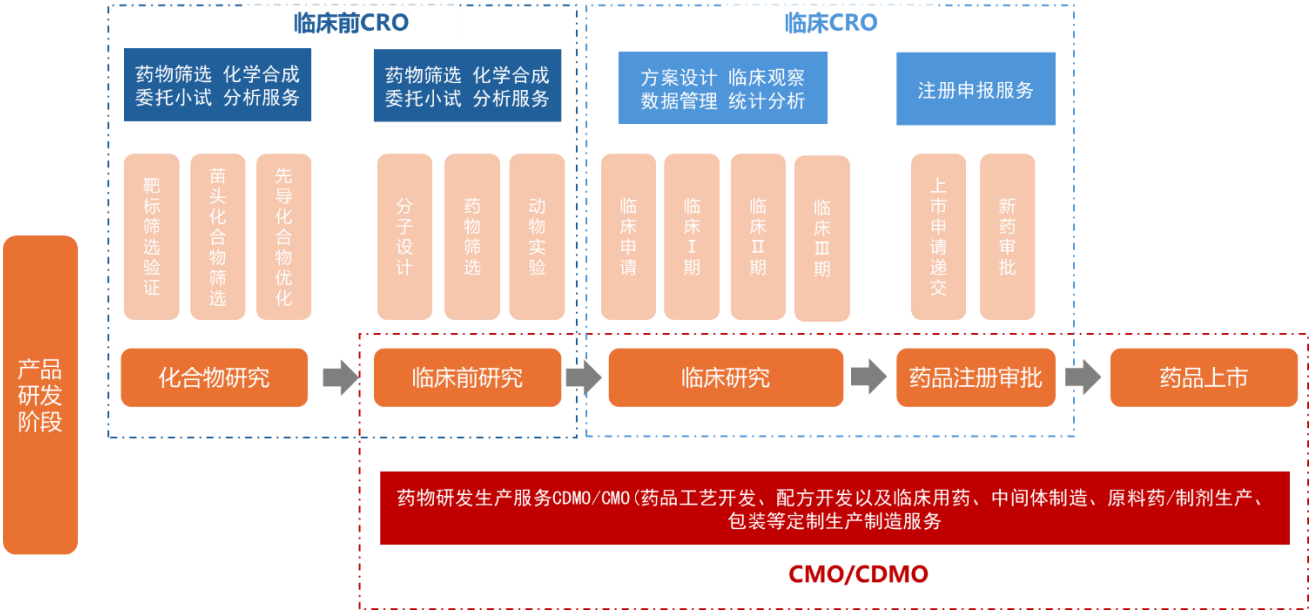
下载日志已记录，仅供内部参考

	化研发服务	条
细分分类	1.临床前研究（Pre-Clinical）CRO 2.临床研究 CRO	1.CMO：提供产品生产所需的工艺/配方开发、原料药/中间体/制剂生产、包装等服务 2.CDMO：提供药物（尤其是创新药）定制化的研发+生产一体化服务

资料来源：众诚智库公众号，天风证券研究所

按新药研发生产的生命周期所处的不同阶段，医药外包一般包括医药 CRO、医药 CMO/CDMO 和医药 CSO 服务等。其中，CRO 侧重于实验室阶段小批量新药化合物的合成，临床前研究以及各类临床试验服务；CMO 和 CDMO 侧重于临床及商业化阶段制药工艺的开发和药物的制备。

图 12：CRO 及 CMO/CDMO 在药品研发阶段的主要业务



资料来源：众诚智库公众号，天风证券研究所

根据 Frost&Sullivan、QYResearch、Business research insights 等数据，不同分子类型的 CDMO 赛道增速及规模有一定差异：小分子 CDMO 板块市场规模约 519 亿美元（2024 年数据），复合年增长率超 10%，其中主要企业包括药明康德、凯莱英、康龙化成、普洛药业；大分子 CDMO 板块市场规模约 360 亿美元（2025 年数据），复合年增长率约 10%，主要企业包括药明生物、lonza、三星生物、FUJI FILM；

增速较快的细分赛道包括 ADC CDMO 及多肽类 CDMO，市场规模分别在 30 亿美元（2024 年数据）、45 亿美元（2025 年数据）左右，同时增速约 20%。

表 6：全球不同 CDMO 赛道市场规模，增速及主要企业

市场	市场规模	复合年增长率	主要企业
小分子 CDMO	约 519 亿美元（2024）	超 10%	药明康德、凯莱英、康龙化成、普洛药业
大分子 CDMO	约 360 亿美金（2025）	约 10%	药明生物、lonza、三星生物、FUJI FILM
ADC CDMO	约 30 亿美元（2024）	约 20%	药明合联、lonza、FUJI FILM、三星生物
多肽 CDMO	约 45 亿美元（2025）	约 20%	药明康德、Bachem、Polypeptide、凯莱英

资料来源：Business Research Insights，QY Research，盖德视界公众号，药明康德演示材料，Frost&Sullivan 等，天风证券研究所

2.2. 全球新药研发逐步恢复，带动 CXO 市场持续扩容

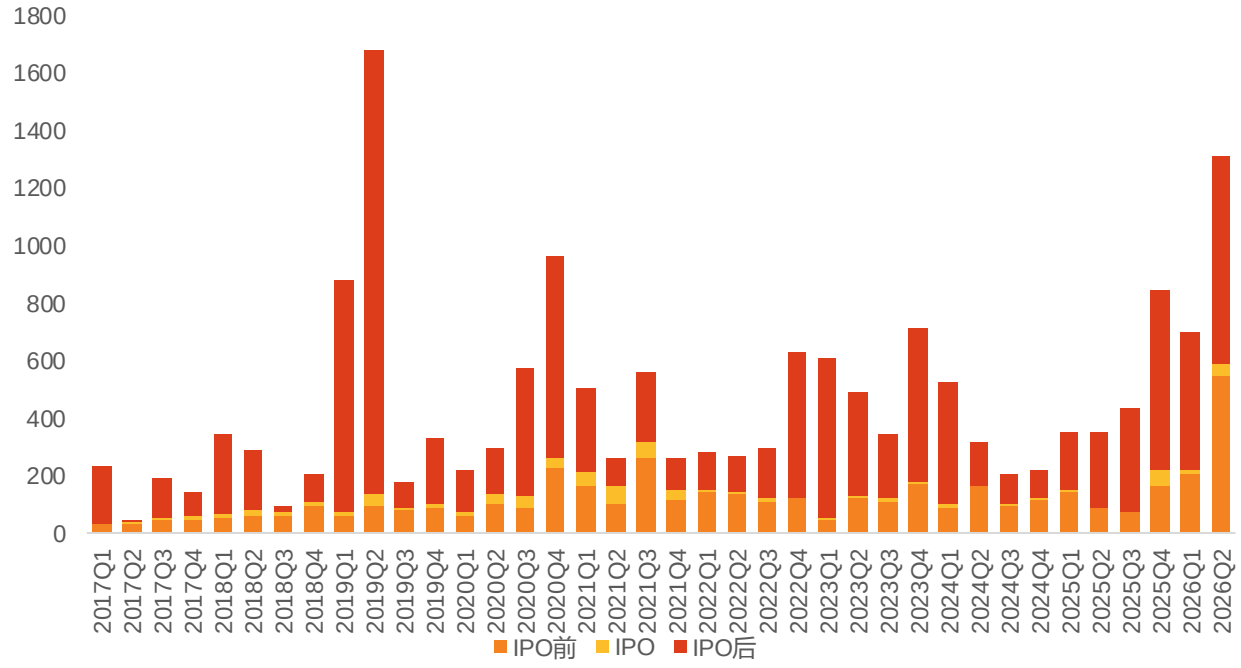
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.1. 新药投融资逐步恢复，海外节奏快于国内

从全球新药投融资金额看：2023 年境外新药投融资率先恢复，全年境外累计融资金额 2153 亿美元，同比增长 46%（同期境内 129 亿美金，同比下降 55%）；2025 年境外新药投融资金额 1981 亿美金，同比增长 56.5%；2026Q2 境外新药投融资金额 1310 亿美金，同比增长 271.1%；

如果仅考虑 IPO 前，2023 年全球 Pre-IPO 项目融资 452 亿美元，同比下降 10.8%；2025 年融资 458 亿美元，同比增长 0.2%；2026H1 Pre-IPO 项目融资 748 亿美元，同比增长 231.0%。我们认为 2025 年海外 Pre-IPO 融资额基本持平，可能和特朗普上台后整体政策的不稳定有关，随着时间推移，整体融资逐步恢复正常。

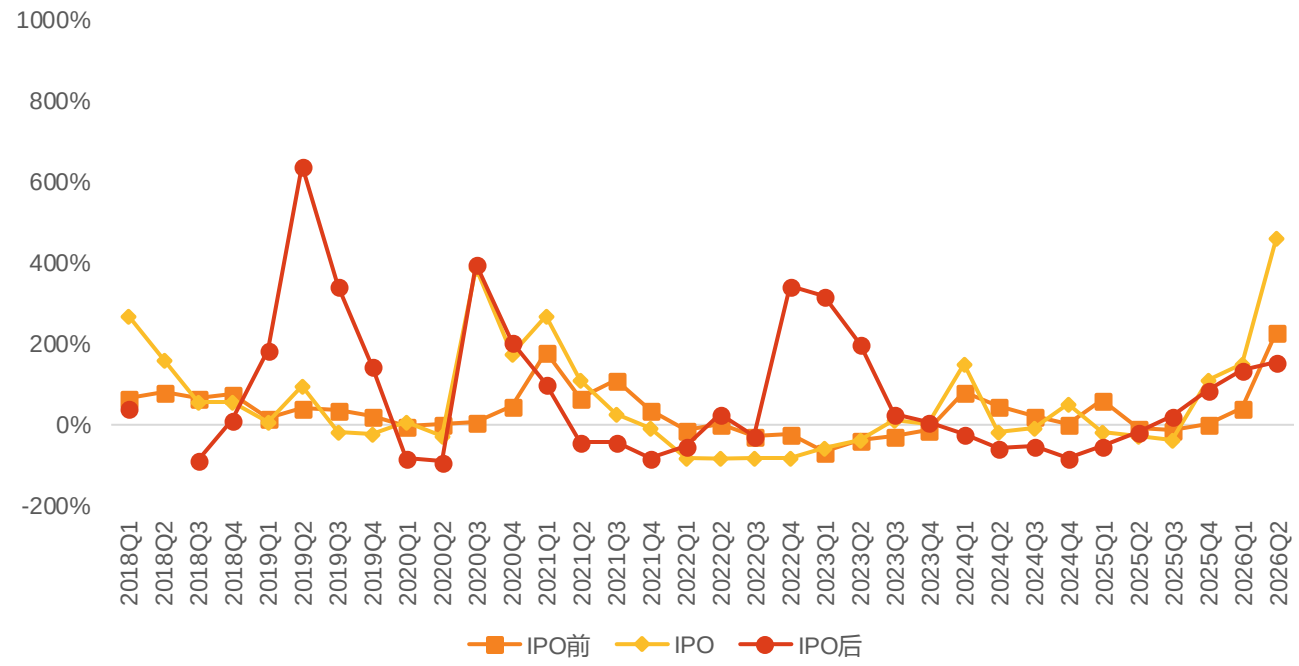
图 13：2017Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境外新药投融资金额（亿美金）



资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

图 14：2018Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境外新药投融资金额同比（%）

下载日志已记录，仅供内部参考

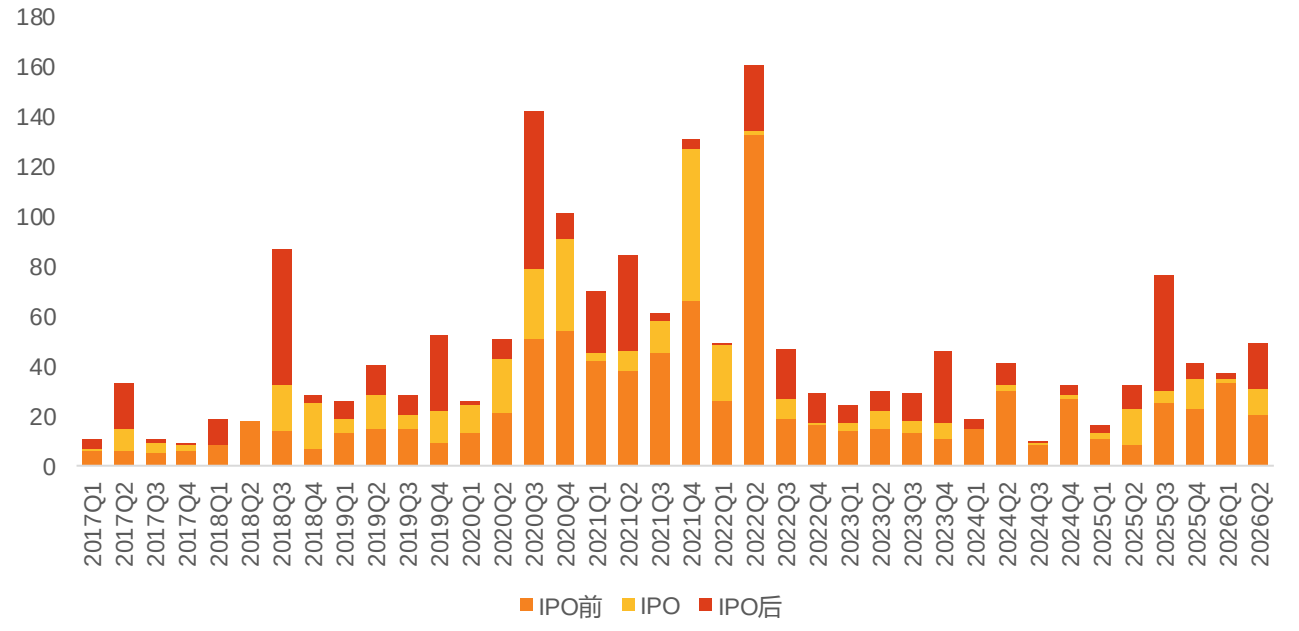


资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

从境内新药投融资金额看：2025 年境内新药投融资金额 165 亿美金，同比增长 63.3%（其中主要由 IPO 后带来）；2026Q2 境内新药投融资金额 49 亿美金，同比增长 53.1%；

如果仅考虑 IPO 前，2023 年境内 Pre-IPO 项目融资 53 亿美元，同比下降 72.5%；2025 年融资 67 亿美元，同比下降 16.3%；2026H1 Pre-IPO 项目融资 53 亿美元，同比增长 178.9%。我们认为 2026H1 起境内新药投融资快速增长，与创新药分子出海热潮直接相关，一级相关资金拥有二级上市以外新的退出路径。

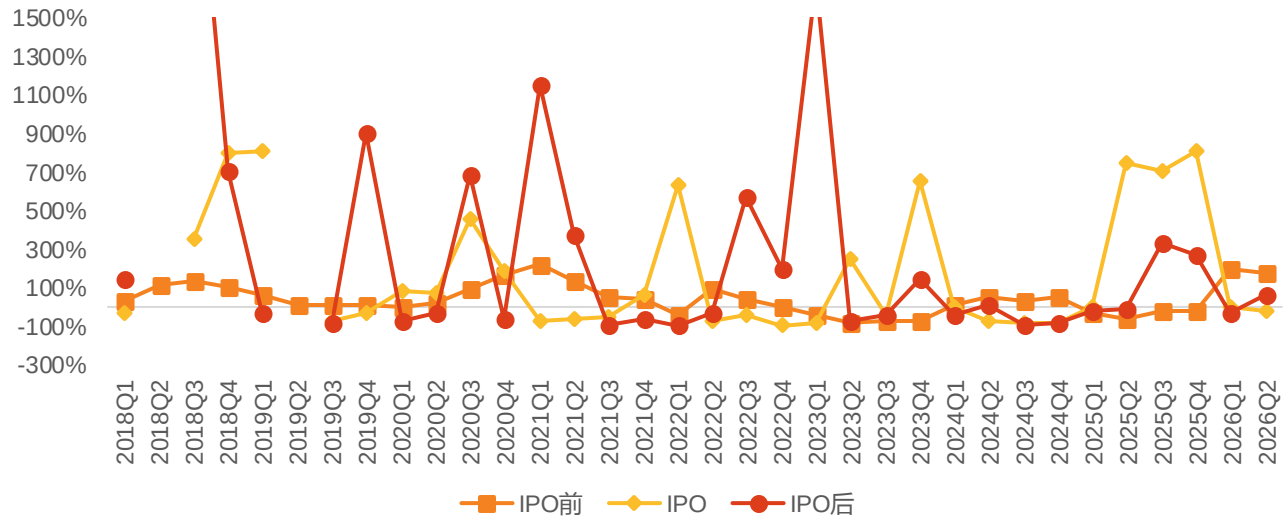
图 15：2017Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境内新药投融资金额（亿美金）



资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

图 16：2018Q1-2026Q2(截至 2026-6-30)境内新药投融资金额同比（%）

下载日志已记录，仅供内部参考



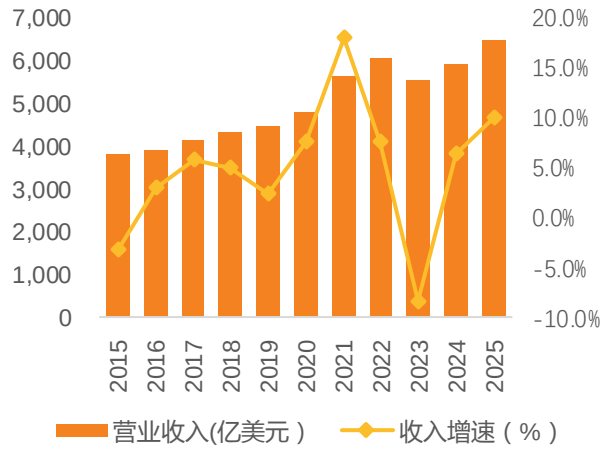
资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

2.2.2. 全球 Pharma 研发需求稳定增长，大客户订单有望持续

全球 TOP MNC 收入及研发费用持续增长。从全球营业收入前 10 的制药企业情况看，整体的营业收入及研发费均保持了较高的增速。营业收入从 2015 年的 3807 亿美元增长至 2025 年的 6462 亿美元，期间 CAGR 达 5.4%；同期研发费用从 684 亿美元增长至 1247 亿美元，期间 CAGR 达 6.2%，高于营业收入。

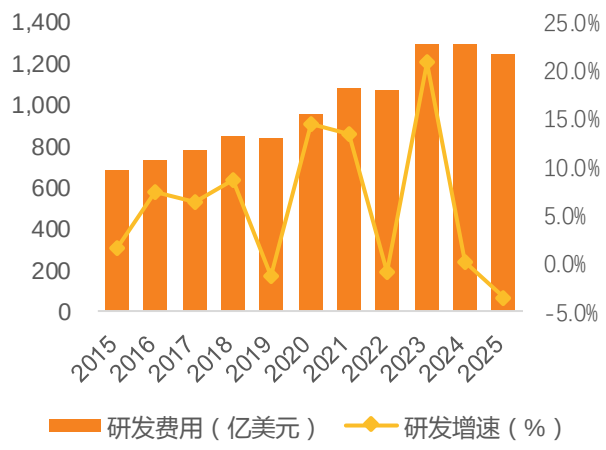
从收入和研发费用的角度看，我们认为目前全球大型跨国制药企业整体收入仍保持稳定增长，且研发投入增速较快，预计整体研发端需求有望保持较快增长速度。

图 17：2015-2025 全球 TOP10 MNC 收入（亿美元）及增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2015-2025 全球 TOP10 MNC 研发费用（亿美元）及增速（%）

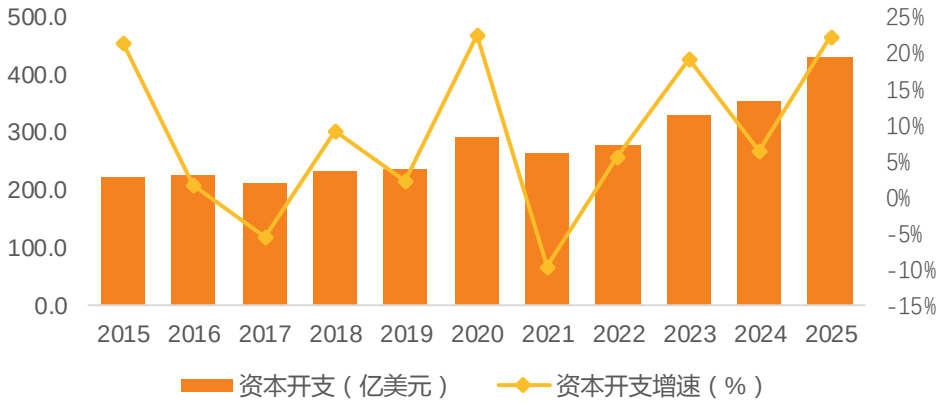


资料来源：Wind，天风证券研究所

TOP 10 MNC 资本支出增长增速较收入增速更快：资本支出从 2015 年的 221.4 亿美元增长至 2025 年的 431.7 亿美元，期间 CAGR 达 6.9%。

图 19：2015-2025 全球 TOP10 资本支出（亿美元）及增速（%）

下载日志已记录，仅供内部参考



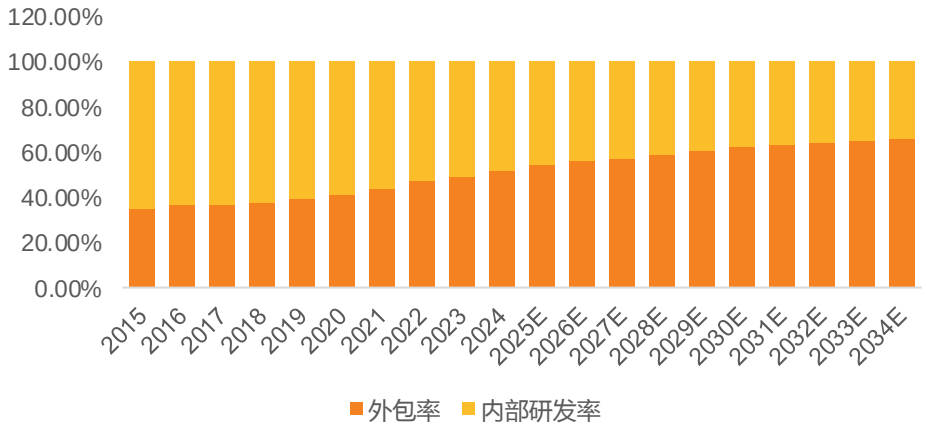
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.3. 药物研发复杂性持续提升，外包率有望持续获益

过去十年，新药研发成功率下降、周期拉长、成本难控，已成为全球制药行业普遍面临的现实困境。德勤对全球 TOP20 药企的长期跟踪显示，单个新药从发现到上市的平均成本已升至 22.3 亿美元，研发周期超过 100 个月，而全球新药研发的收益率（IRR）长期在 5.9%的低位徘徊。

根据 Frost & Sullivan 报告预测，全球医药研发投入外包比例将由 2024 年的 51.9%提升至 2029 年的 60.0%。我们认为，随着新药研发时长的提升，外包能够通过提升研发生产效率、优化资源配置、降低研发生产成本，从而得到更多药企的外包需求。

图 20：2015-2034E 全球医药研发外包率



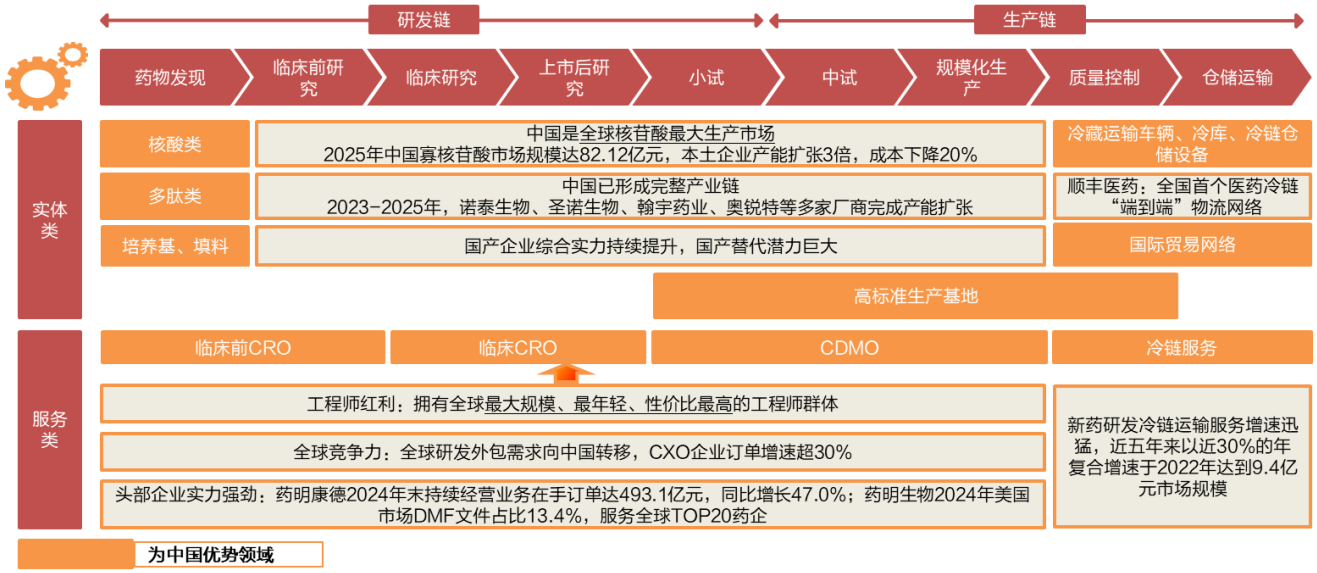
资料来源：Frost & Sullivan，药明康德演示材料，天风证券研究所

2.3. 中国话语权持续提速，产业链+人才核心竞争优势明显

中国医药产业凭借研发与生产优势，全球话语权持续提升。实体领域，中国是全球核苷酸最大生产市场，多肽药形成完整产业链，培养基等领域国产替代潜力大；在质量控制和仓储运输领域，冷链及物流、国际贸易网络进一步增强了创新药相关配套产业的活力；服务领域，中国工程师资源优势显著，研发外包需求向中国持续转移，药明康德等头部企业实力强劲，新药研发冷链服务增速近 30%。

图 21：创新药产业链及中国优势领域

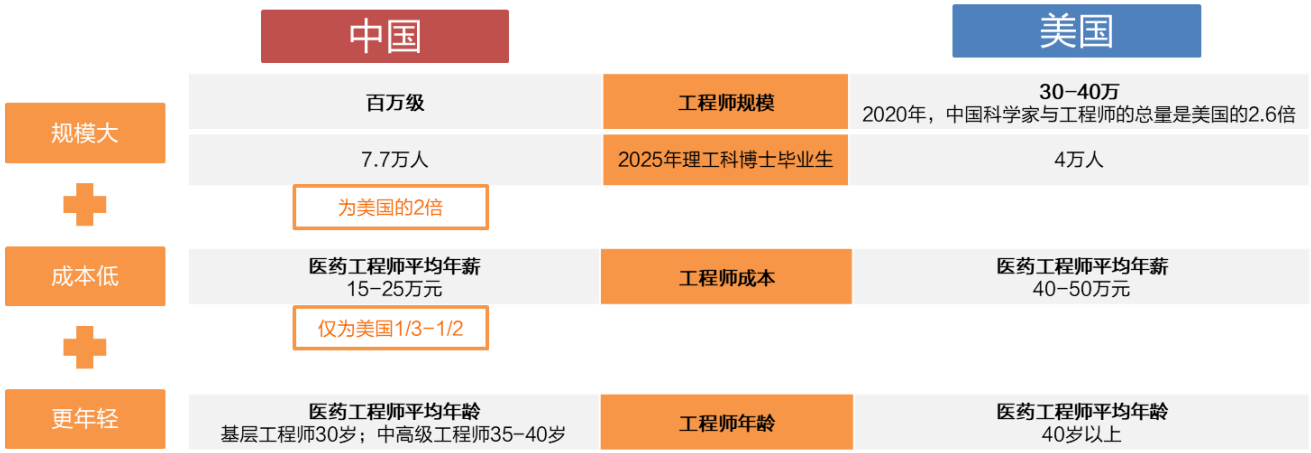
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：行业研究报告公众号，动脉网《中国创新药企：迈向全球市场的出海之王》，天风证券研究所

中国在医药工程师资源方面具备显著优势，表现为规模大、成本低、年龄轻三大特征。规模上，据 CSET 统计，中国理工科博士毕业生在 2004 年前后反超美国，并一路领先，根据预测，到 2025 年，中国大学毕业的理工科博士人数约为美国的两倍，除此之外，中国博士教育的质量也在持续提升。成本上，中国医药工程师的年薪仅为美国的 1/3-1/2；年龄上，中国比美国年轻近 10 岁。这三大优势共同构成了中国在医药工程师方面的“红利”，为未来科技和产业发展提供坚实支撑。

图 22：中国的工程师红利



资料来源：行业研究报告公众号，动脉网《中国创新药企：迈向全球市场的出海之王》，天风证券研究所

3. 化学小分子：明星分子带动市场扩容，新冠影响消化后公司业绩加速增长

3.1. 占据重要市场地位，产品持续推陈出新

小分子化学药占据医药市场重要地位，拥有口服给药便利等多种优势。小分子药物是指化学合成的活性物质小分子，小分子药物与生物大分子药物相比有着众多优点，如体积较小，凭借其小巧的结构，小分子药物一般可轻易穿透细胞膜，几乎可到达机体内的任一目标，而且可制成易于被机体吸收的各种剂型，尤其是口服制剂。口服给药是最简单的自我服用药物方法，患者的接受率依从性最高，并且能提供给患者更大的剂量灵活性。但是生物大分子药物（多肽、蛋白质等）却很难做成口服制剂，多数只能通过注射或其他非口服途径给药，皆因这些药物若通过口服给药途径会导致药物的吸收差，进入血液循环的药物浓度

下载日志已记录，仅供内部参考

很低。

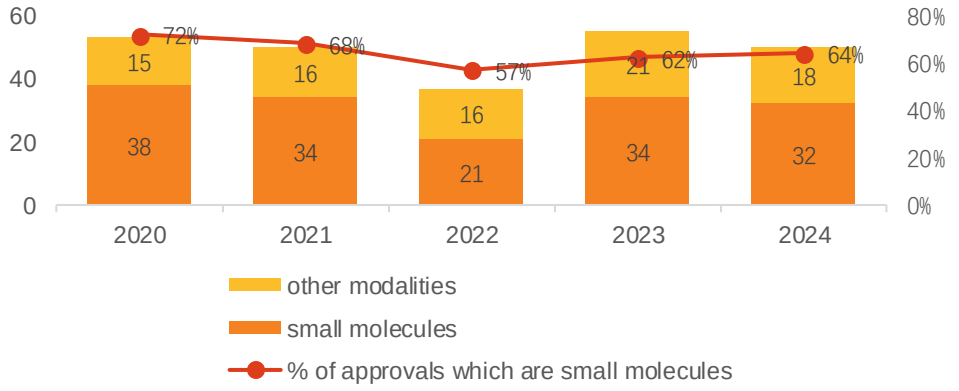
表 7：大分子和小分子药物的区别

特征	小分子	大分子
分子量	少于 900Da	数千到数百万 Da
结构	简单、定义明确	复杂、异质
生产	化学合成	生物生产
管理	口服（药丸、胶囊）	注射、输液
细胞通透性	可以穿过细胞膜	有限的细胞通透性
靶标特异性	广泛的目标范围	高特异性
稳定性	总体稳定	对温度、pH 值敏感
免疫应答	免疫原性风险低	免疫原性的潜力

资料来源：殷赋科技公众号，天风证券研究所

新化学小分子实体获批数量呈上升趋势。随着药物研究的深入开展，新化学分子实体的发现难度越来越大，导致新化学分子实体上市的步伐在一段时间内放缓，但随着高通量筛选技术的进步以及新一代的药物发现技术（如 FBDD/SBDD、DEL 等技术）的应用，促进了新化学分子实体研发效率的提高，新化学分子实体获批的数量又开始回升。根据 FDA《New Drug Therapy Approvals 2024》公布的数据，2024 年 FDA 共获批 50 款新药，其中新化学分子实体共 32 个，占比约 64%，生物制品 18 个，占比约 36%，预计未来 5 年，每年仍将有 30 到 40 个新化学分子实体推出市场。

图 23：2024 年 FDA 新药批准数量及分类

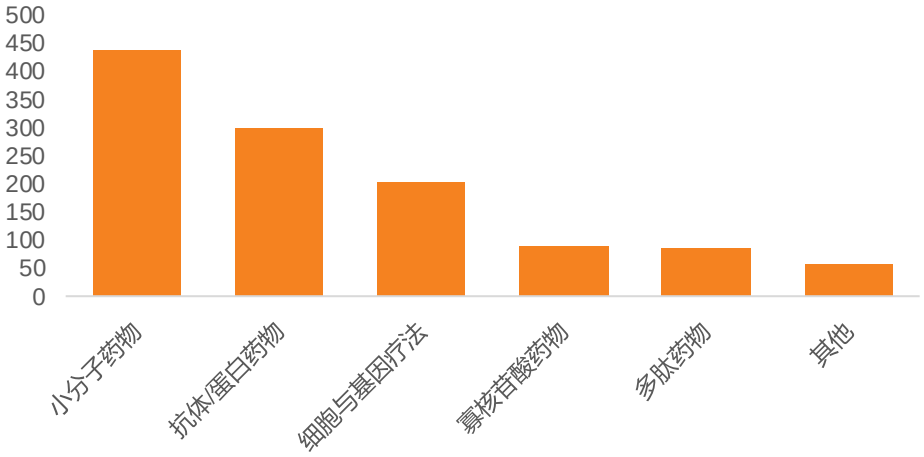


资料来源：成都先导年报，天风证券研究所

从 VC 投资角度看，小分子药物仍是最重要的分子形式。根据药明康德数据，从 2022-2025H1，全球 VC 投资数据看，小分子药物的投资金额在 437 亿美元，高于其他分子类型；抗体/蛋白药物投资额为 300 亿美元，居第二；寡核苷酸、多肽等新药物类型的投资额快速增长。

图 24：2022-2025H1 不同类型药物投资金额（亿美元）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：药明康德演示材料，天风证券研究所

小分子药物结构简单、化学合成步骤的可拆解性强，多数化合物具有稳定性高、转运方便的特点，因而小分子 CDMO 产品具备标准化流程，遵循 “基础化学品—Non-GMP 中间体—GMP 中间体—原料药—制剂” 的产品制备路径，生产路径易于产业化。

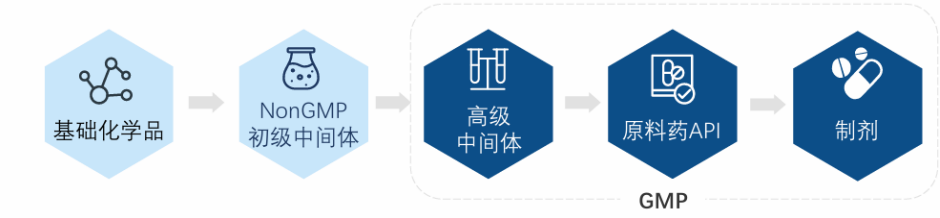
表 8：CDMO 细分领域产品及技术要求

CDMO 细分领域	主要服务内容	反应仪器	所需工艺技术
小分子 CDMO	化学药、中间体、原料药等研发生产服务	反应釜	连续反应技术、生物合成技术、酶催化技术、光化学和电化学、不对称合成化学技术等
大分子 CDMO	原材料、蛋白及抗体制备、稳定细胞系与工艺开发、生物制剂等生产和研发服务	一次性反应器和不锈钢罐	酶催化技术、无细胞合成技术、基因合成技术、密码子优化技术等
CGT CDMO	质粒、病毒及细胞产品从工艺开发到临床生产和研发服务	细胞培养仪器、分离仪器等	病毒载体相关技术、干细胞制备技术、细胞培养技术等

资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

小分子化药的生产过程大致可以分成以下几个阶段：偏精细化工阶段（nonGMP）→起始物料 RSM（nonGMP）→GMP 中间体、 高级中间体→API（GMP）→制剂（GMP）。化学制药的生产过程主要由原料药生产和药物制剂生产两部分组成，原料药是药品生产的物质基础，但必须加工制成适合于服用的药物制剂后成为药品。 近年来，随着对疾病机制研究的深入，药物研发逐渐进入针对靶点研发的精准治疗时代，相应的新药性质发生了较为明显的变化：药物具有更准确、更有选择性的靶向作用，高活性药物成分增多；药物结构更为复杂；药物的水溶性和渗透性变低。此外，新分子实体药物的探索发现难度增大，带来了更高的新药研发投入成本，风险因素增多。

图 25：小分子药物生产制造链图示



资料来源：沙利文，《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，天风证券研究所

3.2. 明星分子带动市场持续扩容

GLP-1 类药物目前销售额持续突破，但同时也面临着依从性、肌肉流失等问题，因此未来发展主要有以下几个方向：（1）口服小分子：目前已上市减重适应症的 GLP-1 产品给药方

下载日志已记录，仅供内部参考

式均为注射，在依从性方面，患者更倾向于注射以外的用药方式。目前技术路线主要分为礼来和辉瑞 2 类，辉瑞因为安全性问题临床中止；（2）长效注射剂：此前辉瑞和诺和诺德就 Metsera（其核心管线为长效 amylin）并购展开激烈竞争；（3）减脂增肌：目前礼来的 Bima、来凯的 LAE102 先后读出潜力数据；（4）小核酸：小核酸疗法直接干扰肥胖相关基因表达，兼具长效便捷、精准减重、与代谢性疾病共治这三大核心优势，有望成为未来的新 modality；（5）减重效率：多靶点注射剂的减重效率持续突破，目前礼来的 Retatrutide、诺和诺德/联邦的 UBT251、诺和诺德的 NNC0662-0419（GLP-1/GIP/AMYLN）有望角逐大体重减重细分赛道。

在依从性方面，患者更倾向于注射以外的用药方式。根据 Mirko V Sikirica et al.,(2017)，39.7%的受访者表示，相较于注射方式，他们更倾向于采用口服药物治疗，注射是其终止用药的原因。除此之外，用药方便程度也将影响依从性，患者普遍认为口服药物比注射带来更少困扰。

口服小分子 GLP-1 减重在研管线丰富。目前 GLP-1 口服制剂的研发方向可分为口服多肽与口服小分子两个主要方向。（1）从分子类型上看，大部分是化学药类型，数量近 30 个；其次是多肽，有 8 个在研，此外还有一个微生物的分子处于临床批准阶段；（2）从靶点上看，GLP-1R 占主导；GLP-1R/GIPR、GLP-1/GIPR/GCGR 等多靶点均为口服多肽类型。

表 9：口服小分子 GLP-1 药物研发情况（仅筛选进入临床 II 期，截至 2026 年 5 月 17 日）

药品成分	研发机构	靶点	项目全球最高状态	项目全球最高状态时间	项目中国内地最高状态	项目中国内地最高状态时间	项目境外最高状态	项目境外最高状态时间
奥氟格列隆	礼来制药	GLP1R	批准上市	2026-04-01	申请上市	2026-01-10	批准上市	2026-04-01
MDR-001	德睿智药科技	GLP1R	临床 III 期	2025-12-10	临床 III 期	2025-12-10	批准临床	2022-12-23
Conveglipron	华东医药	GLP1R	临床 III 期	2025-04-14	临床 III 期	2025-04-14	批准临床	2023-05-12
Bionetide	Biomed Industries	GLP1R | IGF1R	临床 III 期	2025-02-21	-	-	临床 III 期	2025-02-21
VCT220	闻泰医药&箕星药业	GLP1R	临床 III 期	2024-11-20	临床 III 期	2024-11-20	临床 II 期	2025-06-10
HRS-7535	恒瑞医药	GLP1R	临床 III 期	2024-09-13	临床 III 期	2024-09-13	临床 II 期	2026-03-27
Bioglutide	Biomed Industries	GCGR | GIPR | GLP1R | IGF1R	临床 II/III 期	-	-	-	临床 II 期	2024-08-21
RGT 274	齐鲁锐格	GLP1R	临床 II 期	2026-04-09	临床 II 期	2026-04-09	-	-
CT-996	罗氏&Carmot Therapeutics	GLP1R	临床 II 期	2025-07-24	临床 I 期	2026-02-10	临床 II 期	2025-07-24
ASC30	歌礼制药	GLP1R	临床 II 期	2025-06-04	-	-	临床 II 期	2025-06-04
HS-10501-2	翰森制药	GLP1R	临床 II 期	2025-05-06	临床 II 期	2025-05-06	-	-
HS-10501	翰森制药	GLP1R	临床 II 期	2025-05-06	临床 II 期	2025-05-06	-	-

下载日志已记录，仅供内部参考

DA-302168S	成都地奥制药	GLP1R	临床 II 期	2025-03-26	临床 II 期	2025-03-26	-	-
Aleniglipron	硕迪生物	GLP1R	临床 II 期	2024-11-18	批准临床	2025-09-30	临床 II 期	2024-11-18
SAL0112	信立泰	GLP1R	临床 II 期	2024-08-16	临床 II 期	2024-08-16	-	-
Elecoglipron	诚益生物	GLP1R	临床 II 期	2024-08-14	临床 I 期	2025-05-25	临床 II 期	2024-08-14
Naperiglipron	礼来制药	GLP1R	临床 II 期	2023-11-22	临床 I 期	2025-07-10	临床 II 期	2023-11-22
Lotiglipron	辉瑞制药	GLP1R	临床 II 期	2022-10-14	-	-	临床 II 期	2022-10-14
RGT-075	锐格医药	GLP1R	临床 II 期	2022-03-25	-	-	临床 II 期	2022-03-25
Danuglipron	辉瑞制药(非积极)	GLP1R	临床 II 期	2019-06-07	临床 I 期	2021-04-29	临床 II 期	2019-06-07

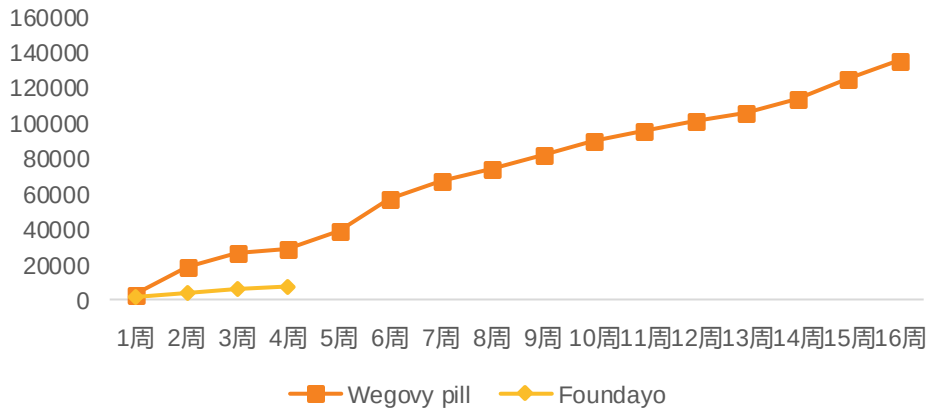
资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

2026 年 4 月 1 日，礼来宣布 FDA 已批准 Foundayo（orforglipron）用于治疗成人肥胖症或伴有体重相关疾病的超重患者。Foundayo 与低热量饮食和增加体育锻炼相结合，可帮助患者减轻多余体重并保持体重。Orforglipron 是目前唯一一款可在一天任何时间服用且不受进食或饮水限制的 GLP-1 口服药。

根据 IQVIA 数据，礼来口服 GLP-1 受体激动剂 Foundayo（orforglipron）上市首周表现强劲，获得 1390 张处方。这份统计数据是从 4 月 6 日开始的那一周得出的。相比之下，诺和诺德公司在 1 月份推出的口服 GLP-1 受体激动剂 Wegovy 上市首周获得了 3071 张处方，但仍超过了礼来注射剂 Zepbound (1100) 和诺和诺德注射剂 Wegovy (768) 各自在上市第一周的记录。据 Cortellis 数据库显示，分析师预测该药物到 2030 年的销售额将超过 150 亿美元。

我们认为，以 Orforglipron 为代表的口服 GLP-1 小分子药物拥有明显的依从性优势，且疗效稳健，安全性表现良好，有望成为新一代减重领域重磅产品，带动小分子 CDMO 板块加速增长。

图 26：口服司美&orforglipron 上市后处方量情况



资料来源：FIERCE Pharma，天风证券研究所

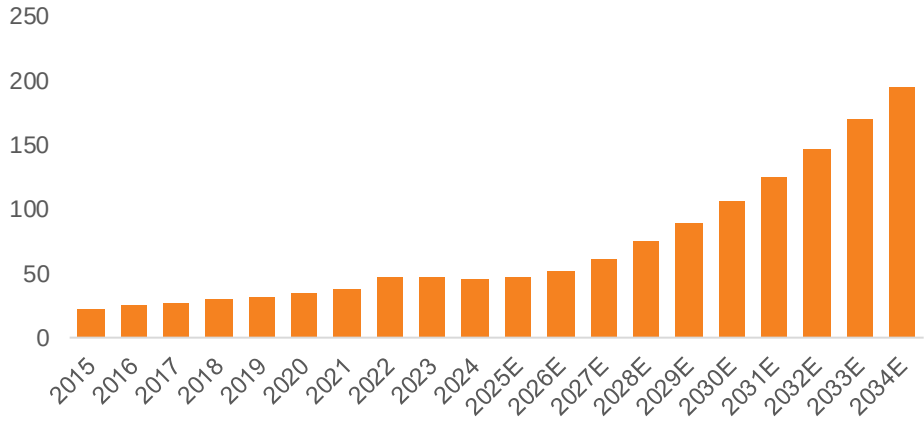
3.3. 小分子 CDMO：凯莱英技术领先，项目储备数量多

根据 Frost&Sullivan 数据：2015 年至 2024 年，全球小分子化药（不包括小核酸和多肽类）CDMO 市场规模从 225 亿美元增长至 455 亿美元，复合年增长率为 8.1%，预计 2030 年将

下载日志已记录，仅供内部参考

达到 1063 亿美元。

图 27：全球小分子化药 CDMO 市场规模及增速（2015-2034E，十亿美元）



资料来源：药明康德推介材料，天风证券研究所

基于化学药的成药性质，小分子化药易规模化生产，受益于全球产业链转移以及国内创新药研发热度上升，中国小分子化药 CDMO 近年来承接着大量的订单。

从竞争格局看，国内的头部 CDMO 企业，如药明康德、凯莱英、普洛药业、海外的 Lonza（小分子部门）、Siegfried、Divi's 等，收入规模及增速均以药明康德领先，展现出向龙头持续集中的趋势。

表 10：2021-2025 年全球头部小分子 CDMO 企业对应部门收入（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025
Lonza（小分子部门）	66.99	71.23	78.43	85.19	104.27
药明康德（化学业务）	140.87	288.5	291.71	290.52	364.66
凯莱英（定制研发生产）	42.38	95.53	66.20	45.71	47.35
九洲药业（专利原料药及中间体）	23.11	34.17	40.79	38.71	41.76
普洛药业（创新药研发生产服务）	13.94	15.77	20.05	18.84	21.98
Divi's（产品）	64.82	56.19	56.75	70.26	
Siegfried（药品生产服务收入）	35.87	34.9	35.66	41.23	38.68

资料来源：Wind，医药魔方公众号，天风证券研究所

注：2025 年 lonza 将化药及偶联部门合并，小分子部分收入为推测值

公司小分子 CDMO 业务聚焦在法规监管要求严、供货量级大的产品阶段，服务的项目覆盖抗肿瘤、抗病毒、抗感染、心血管、糖尿病等多个重大疾病治疗领域。2025 年小分子业务领域在高通量筛选、连续化学、光电化学核心技术纵深突破，更多新技术应用到公司所服务的临床和商业化项目中。

图 28：凯莱英小分子工艺开发与生产

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：凯莱英官网，天风证券研究所

公司依托行业领先的技术优势和一流的运营管理及质量体系，以及良好的项目交付记录，小分子业务呈现出高质量的发展态势。2025 年实现收入 47.35 亿元，同比增长 3.59%，实现毛利率 46.83%，交付商业化项目 59 个，临床及临床前项目 515 个，其中临床 III 期项目 70 个。2025 年参与减重相关小分子 GLP-1 临床阶段项目 5 个，其中 2 个处于临床后期。截至 2026 年 H1，公司根据在手订单预计 2026 年下半年小分子验证批（PPQ）项目有 13 个。

表 11：公司小分子管线分布

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
临床前及临床早期	147	235	297	317	383	515	337
临床III期	42	55	62	69	73	70	51
商业化	32	38	40	40	48	59	48

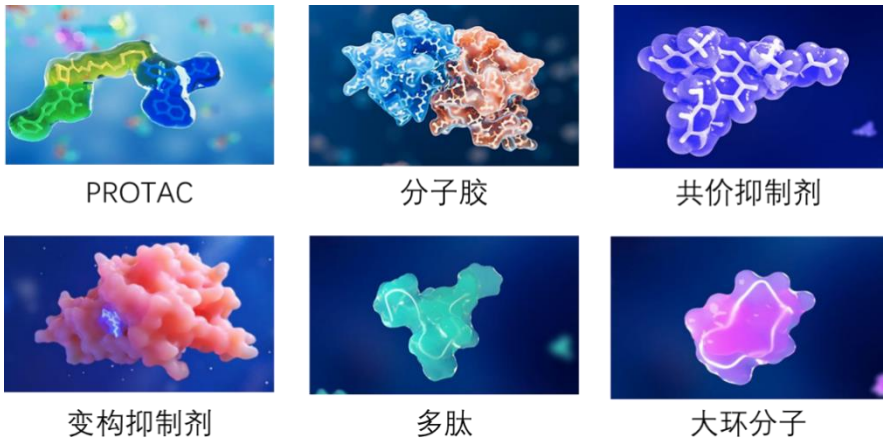
资料来源：凯莱英推介材料，凯莱英年报，天风证券研究所

4. 新兴业务：药物研发复杂性持续提升，综合技术龙头有望加速获益

随着创新药行业从 PD-1 等热门靶点的“内卷”，到目前“百花齐放”的新阶段，核心特征是药物分子本身的高度复杂化与差异化，以 ADC、双特异性抗体、寡核苷酸和多肽为代表的新分子类型正成为全球新药研发的主流。这些新型分子动辄拥有更大的分子量、更复杂的空间结构和更长的合成步骤，其研发与生产的技术门槛更高。

图 29：新分子类型

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：药明康德推介材料，天风证券研究所

传统生产模式正面临新的挑战，凯莱英拥有全流程一体化整合优势。随着分子结构越来越复杂，企业不仅要把药物“做出来”，还要在更早阶段就考虑未来能否稳定放大生产、保持质量一致、保障供应并快速交付。因此，单靠增加传统批次化生产方式或优化某一个工艺环节，已无法在产能、质量与速度等方面，满足下一代药物供应的多重需求。凯莱英正以全流程一体化整合模式，推动制造能力从“单点技术优势”走向“全链条系统能力”。

表 12：公司复杂分子一体化布局

板块	核心内容
上游工艺	Tag-LPPS/ Tag-LPOS 标签辅助液相合成平台；AI 驱动化学酶促合成应用于 TIDES；目标：长链及复杂 TIDES 分子可设计、可放大的合成路径
下游工艺	连续化生产理念延伸至裂解、沉淀、纯化等后处理环节；连续裂解与沉淀、多柱逆流溶剂梯度纯化；目标：提升生产效率、产品一致性、纯化能力
制剂开发	围绕口服多肽建立系统化制剂平台；盐型开发、热熔挤出、喷雾干燥、纳米研磨等技术路径；配套口服制剂生产能力，支持多种剂型开发及 GMP 生产

资料来源：凯莱英 Asymchem 公众号，天风证券研究所

公司新兴业务快速发展。凭借多年积累医药行业洞察力、技术优势、成熟的研发及生产能力、质量控制运营管理体系和卓越声誉，积极开拓新兴业务领域，公司已将小分子 CDMO 服务能力扩展至更多类别新药，如多肽、寡核苷酸、单克隆抗体(mAb)、抗体偶联药物（ADC）及信使 RNA（mRNA），以及其他服务范围，包括化学大分子 CDMO、临床 CRO、制剂 CDMO、生物大分子 CDMO、技术输出和合成生物技术等新兴业务板块发展，并取得卓著成效，铸就专业的全方位的创新药一站式定制服务平台。

图 30：凯莱英新兴业务

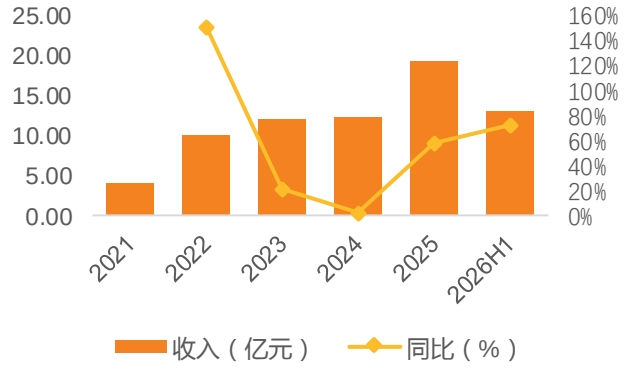
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司年报，天风证券研究所

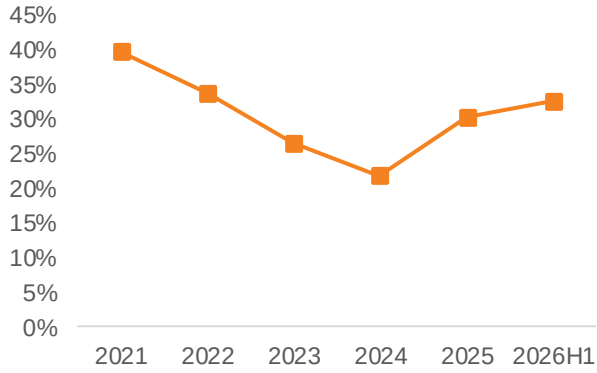
2026H1 新兴业务收入快速增长，毛利率快速提升。公司把握创新药行业变化趋势，快速推动新兴业务的市场开拓、能力建设和产能投建，新兴业务取得跨越式增长。2026H1 实现收入 13.04 亿元，同比增长 72.49%，恒定汇率下同比增长 75.10%，其中来自境外收入 4.40 亿元，同比增长 56.20%， 恒定汇率下同比增长 63.21%。新兴业务整体毛利率 32.50%，恒定汇率下同比提升 3.72 个百分点。

图 31：2021-2026H1 年公司新兴业务收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2021-2026H1 年公司新兴业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1. 化学大分子：体系化要求持续提升，公司优势持续体现

4.1.1. 多肽类 CDMO：市场高速放量，重磅新品层出不穷

多肽药物是指通过化学合成、基因重组或从动植物中提取的具有特定治疗作用的多肽，通常由 10-50 个氨基酸组成。多肽根据分泌部位可分为：内源性生物活性肽与外源性生物活性肽，即人体内存在的天然生物活性肽与人体外的肽类物质。

相较于小分子化药和蛋白类药物均具有优势：相较于小分子化药，多肽具有更高的活性和更强的选择性，在治疗复杂疾病方面优势明显，且由于多肽本身是氨基酸组成的化合物，其代谢产物为氨基酸，对人体一般没有副作用或副作用很小； 相对于蛋白质药物，多肽药物具有稳定性较好、纯度高、生产成本低、免疫原性较低或无免疫原性等优势。在药物研发阶段，还能通过化学修饰改进药物候选物的亲和力、溶解性、药代动力学性质（稳定性）、毒性等，支持多肽类药物候选物的快速筛选。

下载日志已记录，仅供内部参考

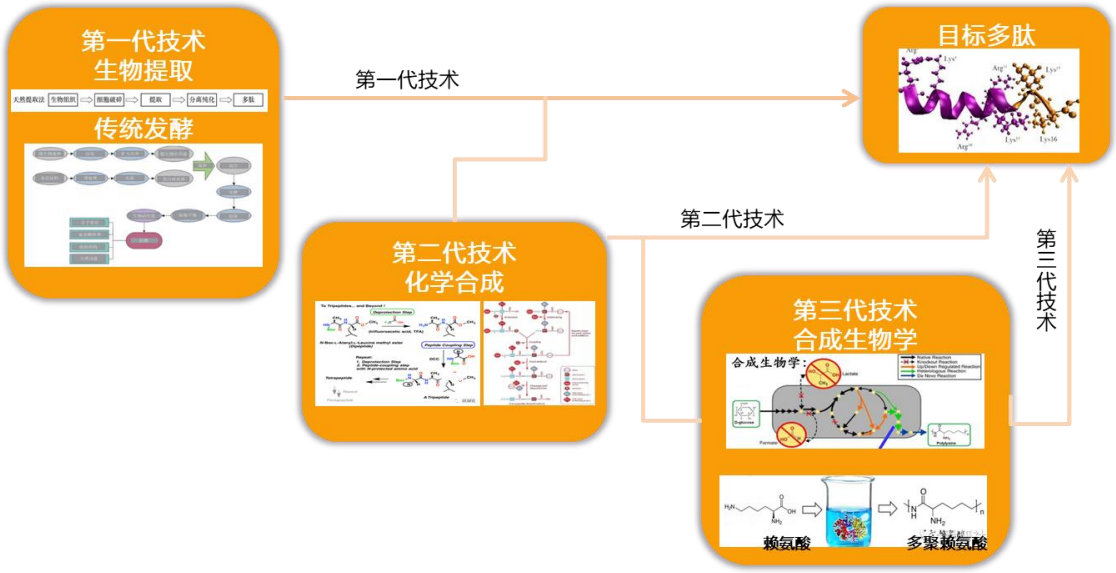
表 13：多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较

指标	传统小分子化药	多肽药物	蛋白质药物
相对分子量	一般不高于 500	500–10,000	一般高于 10,000
稳定性	好	较好	差
生物活性	较低	高	高
特异性	弱	强	强
免疫原性	无	无或低	有
纯度	高	高	较低
成本	低	高	更高
举例	阿司匹林 原子个数：21 相对分子量：180	利拉鲁肽 原子个数：531 相对分子量：3,751	单克隆抗体 原子个数：>25,000 相对分子量：~150,000

资料来源：《药学进展》，诺泰生物公司公告，天风证券研究所

目前多肽合成方法可分为生物合成法及化学合成法。随着基因重组技术的发展，多肽生物合成法除传统的天然提取法， 酶解法、基因重组法也在多肽合成中加速研发；多肽化学合成法通过氨基酸之间的缩合反应来实现氨基酸连接延长， 以获得特定序列的多肽。

图 33：多肽药物合成技术迭代更新



资料来源：肽研社公众号，天风证券研究所

图 34：不同类型合成技术的特点

下载日志已记录，仅供内部参考

	传统发酵	液相合成	固相合成	基因重组	酶催化
技术适用	2-10AA，天然AA	2-10AA	11-40AA	>40AA 天然AA	2-100AA
研发难度	中等	低	低	高	高
商业规模	百吨级/年	十吨级/年	百千克/年	吨级/年	百吨级/年
工业操作	操作简便	风险高	操作简便	难度大	操作简便
关键原料	淀粉便宜	保护氨基酸贵	保护氨基酸贵	培养基中等	氨基酸便宜
直接成本	数百元/Kg	近万元/Kg	近十万元/Kg	近百万元/Kg	数百元/Kg
环保风险	高	高	中等	低	低

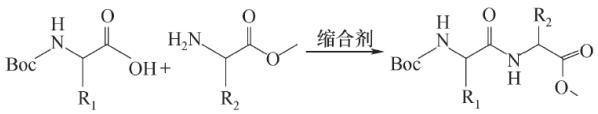
资料来源：肽研社公众号，天风证券研究所

化学合成：多肽化学合成法利用保护基团保护原料氨基酸中暂不反应的基团，保证反应按照设计方向进行，通过氨基酸之间的缩合反应来实现氨基酸连接延长，以获得特定序列的多肽。化学合成法可分为固相合成和液相合成，两种方法的主要区别在于是否使用固相载体树脂。

液相合成：液相合成法发展较早，分为逐步合成及片段缩合。①逐步合成通常是从多肽链的 C 端逐步添加连接氨基酸直至整个多肽链完成。②片段缩合一般先合成各个所需片段，再将各片段缩合合成目标多肽。液相方法由于污染大、纯化复杂等原因已逐步被固相合成方法所替代。基于单位成本较低等原因，通常在 10 个氨基酸以下的多肽合成中有较广泛的使用。

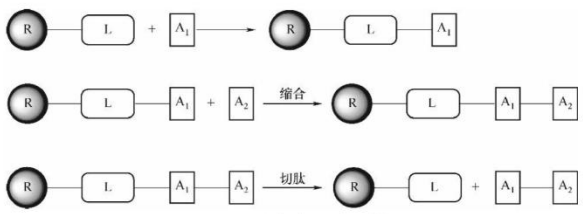
固相合成：多肽固相合成法已成为目前最主流的多肽药物合成方法，美国生物化学家 Merrifield 于 1963 年提出了固相合成法，并于 1984 年获得诺贝尔化学奖。目前主要可分为 Boc 固相合成法与 Fmoc 固相合成法。固相合成法中第一个氨基酸的 C 端预先固定在不溶性载体树脂上，通过缩合反应将该氨基酸脱保护的 N 端与羧基已活化的第二个氨基酸进行连接，重复操作（缩合→洗涤→脱保护→洗涤→下一轮缩合），达到所要合成的肽链长度，逐步连接氨基酸。接着进行切肽、修饰、分离纯化，最终获得目标多肽。相比液相合成法，固相合成法操作方便，产品收率和纯度较高，极大地促进了多肽药物的研究发展。

图 35：液相合成法一般原理



资料来源：《多肽药物制备工艺研究进展》郑龙，田佳鑫，张泽鹏，郭建，朱晖，谢慧翔，何润泽，洪文晶，天风证券研究所

图 36：固相合成法示意图



资料来源：《多肽药物制备工艺研究进展》郑龙，田佳鑫，张泽鹏，郭建，朱晖，谢慧翔，何润泽，洪文晶，天风证券研究所

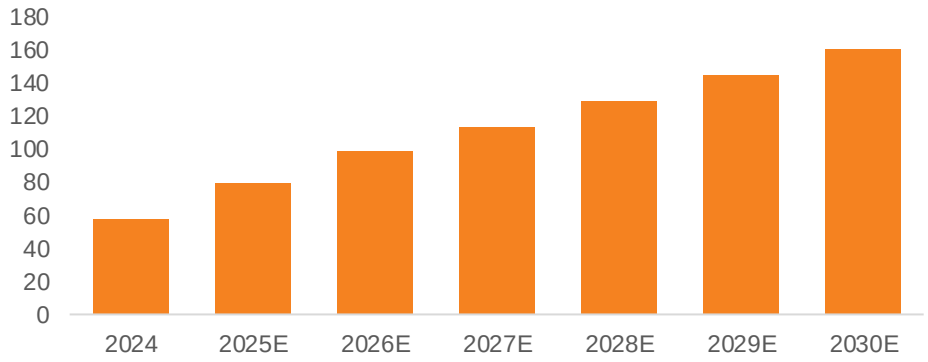
随着多肽结构修饰与化学改造方法迭代，叠加新靶点开发、新适应症拓展以及剂型优化，为多肽药物的市场空间带来新增量。与此同时，多肽药物氨基酸序列延长、非天然氨基酸改造以及侧链修饰带来多肽药物分子复杂程度大幅提升，多肽大规模制备面临工艺研发能力不足、商业化产能限制等难题，药企对多肽 CDMO 服务以及多肽原料药供应的需求有望逐步提升，我们认为具备多肽商业化生产经验以及领先技术能力的外包公司与原料药公司

下载日志已记录，仅供内部参考

将明显受益。

全球多肽治疗药物市场保持快速增长态势。根据 Evaluate Pharma 数据，GLP-1 多肽治疗药物，以及心脏治疗、免疫抑制剂、胃肠道治疗等其他主要适应症市场规模不断扩大；此外，多肽偶联治疗药物快速发展，多肽正日益成为其他治疗方式热门的递送载体。

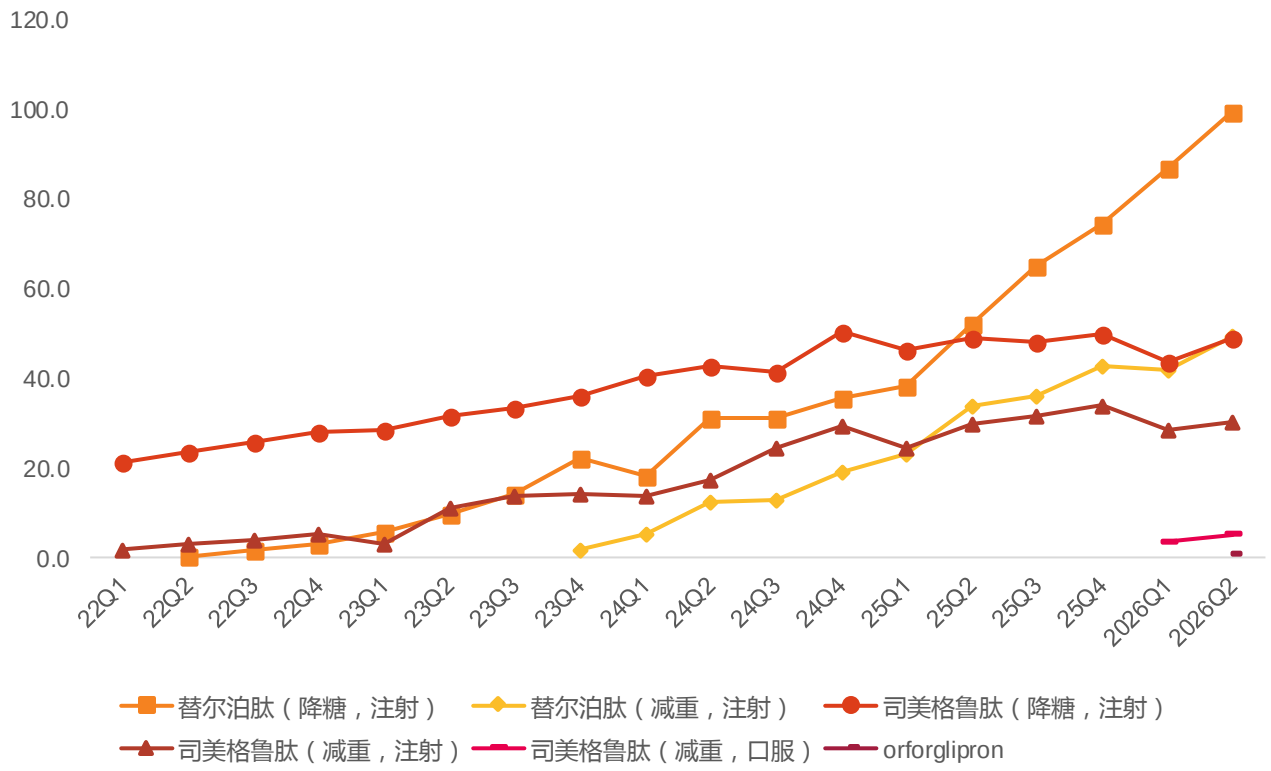
图 37：2024-2030E 全球多肽药物市场规模（十亿美元）



资料来源：药明康德业绩介绍材料，天风证券研究所

2026 年 8 月，礼来&诺和诺德均公布 26H1 业绩，口服司美格鲁肽实现收入 5.0 亿美元，替尔泊肽实现收入 277 亿美元（yoy+88%），减重市场持续放量，我们看好未来多肽类减重产品的持续放量潜力。

图 38：2022Q1-2026Q2 全球减重类多肽药物收入放量情况（亿美元）



资料来源：礼来财报，丁香园 Insight 数据库，Wind 等，天风证券研究所

根据沙利文数据，2017 年至 2021 年，全球多肽 CDMO 市场规模从 13 亿美元增长至 22 亿美元，复合年增长率为 13.2%，预计 2030 年将达到 118 亿美元。因产品和行业特性，多肽行业 CDMO 模式推动其研发和商业化。随着多肽药物研发热度上升，更多参与者进入 CDMO 赛道，以多肽仿制药起步的原料药生产商通过布局新技术平台而进入高附加值的

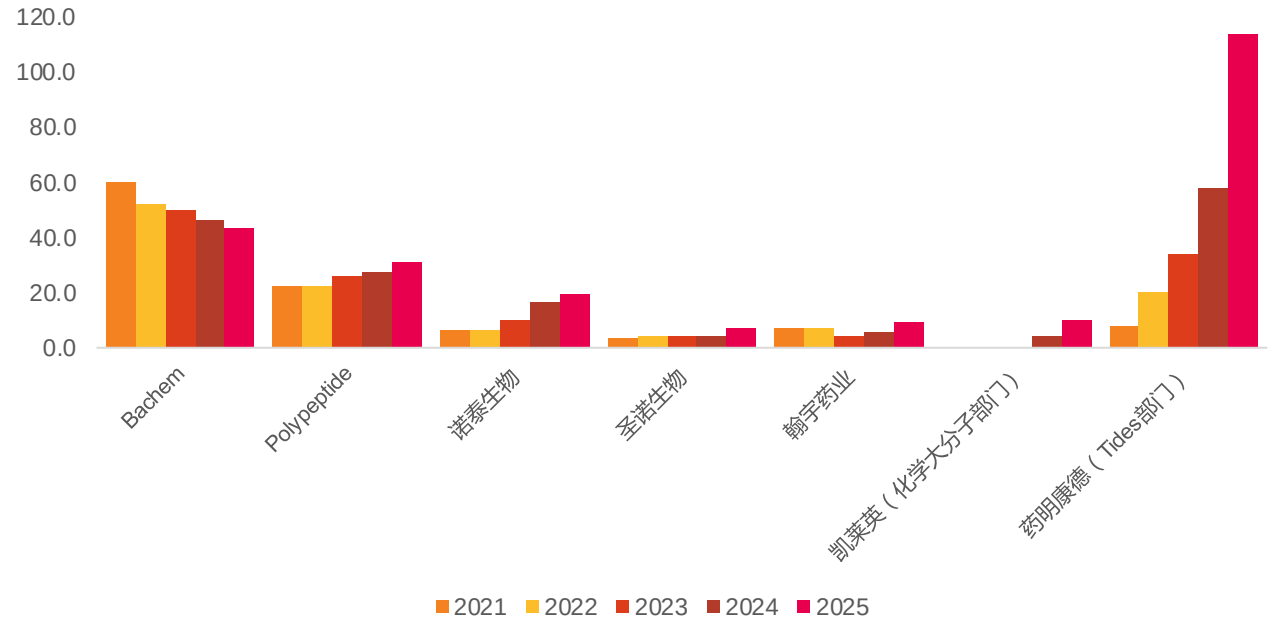
下载日志已记录，仅供内部参考

CDMO 行业，CDMO 行业头部企业也逐步拓展业务至多肽领域。

中国多肽 CDMO 市场规模从 2017 年至 2021 年由 10 亿人民币增长至 13 亿人民币，复合年增长率为 6.4%，预计 2030 年将达到 185 亿人民币。

国内的头部多肽 CDMO 企业包括药明康德、凯莱英、诺泰生物、圣诺生物、翰宇药业等，海外传统企业包括 Bachem、Polypeptide、Corden 等。从竞争格局看，国内多肽 CDMO 企业收入快速增长，优于海外，体现国内企业的产业优势。

图 39：2021-2025 年全球头部多肽 CDMO 企业（及相关部门）收入（亿元）



资料来源：Wind，盖德视界公众号，药明康德演示材料，天风证券研究所

加强技术储备，产能持续拓展。公司持续加强多肽、寡核苷酸技术储备，在片段酶连接、TAG 辅助液相合成、连续纯化、连续裂解等技术接连突破，持续深度赋能客户。

图 40：从简单到复杂的分子，从实验室合成到 GMP 生产，先进成熟的技术平台提供可靠高效的工艺开发和药品生产服务

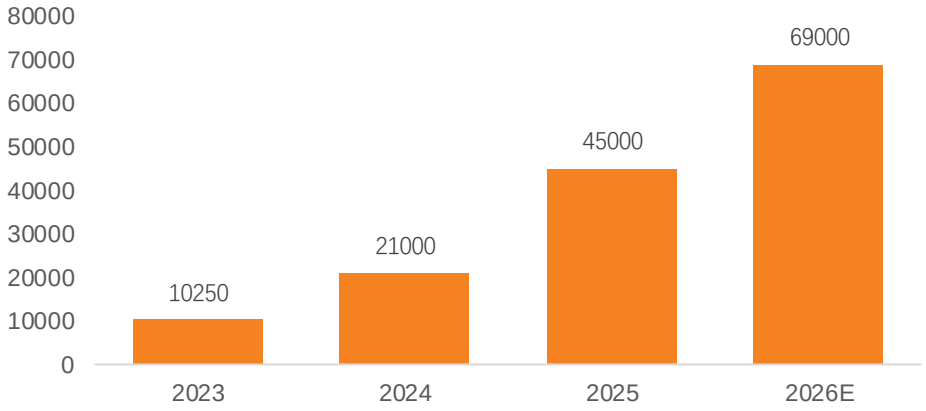


资料来源：凯莱英官网，天风证券研究所

产能持续拓展。截至 2025 年底，公司多肽固相反应合成总产能为 45,000L，公司预计 2026 年底多肽固相反应合成总产能将增至 69,000L。我们预计随着公司产能持续推进，公司承接多肽类产品的产能限制有望逐步解除，有望带动公司多肽类 CDMO 业绩继续增长。

图 41：凯莱英多肽固相反应合成总产能（升）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，天风证券研究所

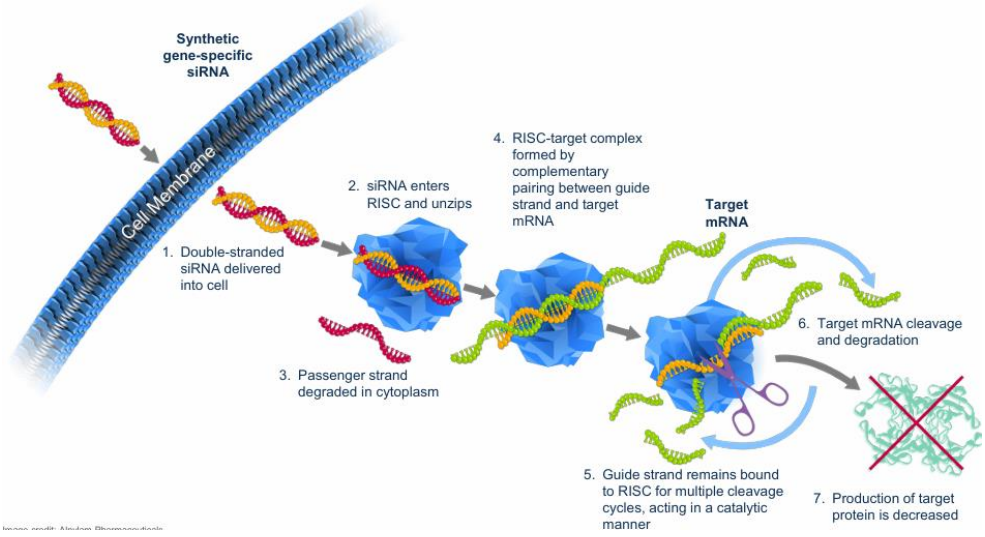
在手项目数量多，2026 年多个多肽业务进入 PPQ 阶段。根据公司 2026 中报，公司服务多肽药物 60 个，其中减重相关领域项目 25 个；按服务药物所处阶段划分，其中商业化项目 1 个，验证批（PPQ）项目 8 个，临床后期项目 13 个，临床早期项目 23 个，参与多个 MNC 未来具备重磅药潜力的项目。

4.1.2. 小核酸 CDMO：热度持续提升，CDMO 市场进入快速增长期

小核酸是化学合成的、短的（通常为 15-25 个核苷酸）核酸序列，用于调节基因表达水平，通过 mRNA 转录水平调节达到治疗疾病目的提供了一种直接方法。小核酸药物主要包括小干扰 RNA(siRNA)、反义小核酸（ASO）和适配体等，它们通过不同的机制发挥作用，调节基因表达和蛋白质水平，进而调控相应的蛋白质功能。

RNAi 疗法核心机制是减少靶蛋白的生成。以 siRNA 为例，双链 siRNA 进入细胞后，由 RISC 复合体加载并解链，保留的引导链与靶 mRNA 互补配对。引导链保留在 RISC 中，可进行多次切割循环，起到催化作用。靶 mRNA 被切割并降解，从而阻止目标蛋白的合成。由于一个 RISC 复合体可循环使用多个 mRNA，RNAi 疗法具有高效、特异性强、靶向精准的优势，适用于多种基因相关疾病的治疗。

图 42：通过 RISC 降解靶 mRNA 抑制蛋白表达



资料来源：Alnylam，天风证券研究所

表 14：siRNA、ASO 与适配体：三类小核酸药物的特性对比

	siRNA	ASO	适配体
结构	双链，通常为 20-25 个核苷酸	单链，通常为 15-30 个核苷酸	单链，通常为 20-80 个核苷酸，折叠成特定的三维结构
靶点	mRNA	主要是 mRNA	蛋白质；小分子

下载日志已记录，仅供内部参考

作用机制	加载到 RNA 诱导沉默复合体（RISC），识别并切割靶点 mRNA	通过 mRNA 结合和降解或空间位阻阻断基因表达，或空间位阻阻断基因转录	蛋白质结合和调节
优势	• 低浓度下的高效能 • 更好的稳定性 • 长期疗效 • 相对更容易获得强效 siRNA	• 更容易的体内递送和无载体要求 • 简单的化学修饰	• 高亲和力和特异性 • 强大的抑制潜力 • 低免疫原性
挑战	需要组织特异性递送技术	• 毒性一般高于 siRNA • 活性和长效性通常弱于 siRNA	• 复杂的筛选路径 • 半衰期短

资料来源：瑞博医药招股书，天风证券研究所

目前主流大小分子药物一般靶向致病蛋白，包括激酶、受体、抗原等，通过调节这些蛋白的功能实现治疗目的。

小核酸药物理论上能够调节任何基因的表达，有望直接从上游调控致病蛋白质的表达，从而源头上解决“致病”因素，并且无需面对蛋白质复杂结构带来的系列问题。

表 15：siRNA、小分子和抗体药物的区别

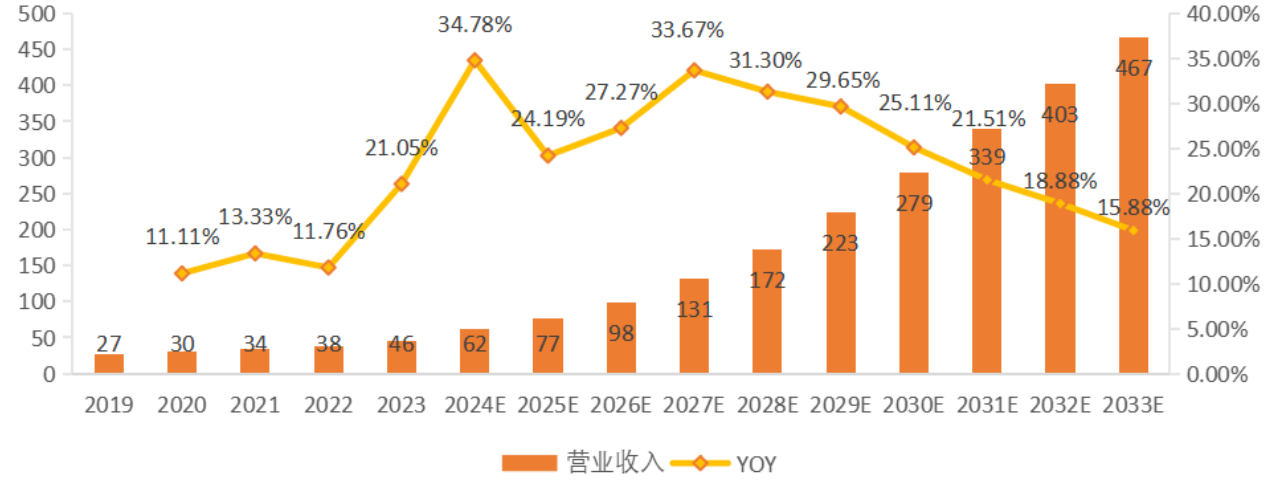
特性	siRNA	小分子	抗体
分子量	通常 >7 千道尔顿；~14 千道尔顿	通常<500 道尔顿	约>100 千道尔顿
作用靶点	主要为 RNA 分子，亦可作用于蛋白质/DNA	主要为蛋白质	特异性蛋白质或其缺陷
作用位点	细胞内（细胞质或细胞核）	细胞内/细胞外均作用	依靶点而定（细胞内/细胞外）
作用机制	基因表达的调控；ASO：调节 RNA 剪接/稳定性/翻译等；siRNA：通过 RNA 干扰（RNAi）降解靶 mRNA	蛋白质的调控；通过与特定靶点结合发挥作用	蛋白质的调控；特异性结合靶抗原：• 阻断受体-配体相互作用• 诱导受体内化• 激活免疫反应
特异性	高	低	高
影响持续时间	长	短	中
给药方式	静脉注射、皮下注射或局部给药	口服、静脉注射、局部给药等	静脉注射
给药频率	每月/季度/双季度	每日	每月/双月
生产方法/成本	合成技术/适中	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 ADA 开发	低	最小	高
药物相互作用	最小	常见	低
安全性/毒性	肝肾毒性	脱靶效应及潜在毒性	可能引发免疫相关不良反应

资料来源：瑞博医药招股书，Current status and trends in small nucleic acid drug development: Leading the future (Yuxi Miao et.al)，天风证券研究所

全球小核酸药物市场展现出强劲而持续的增长，从 2019 年的 27 亿美元增长到 2023 年的 46 亿美元，复合年增长率为 14.3%。在技术持续进步、上市批准及临床验证不断增加的推动下，弗若斯特沙利文预计全球小核酸药物市场将加速增长，从 2023 年起以 26.1%的复合年增长率在 2033 年达到 467 亿美元。

图 43：2019-2033E 小核酸疗法市场规模（亿美元）

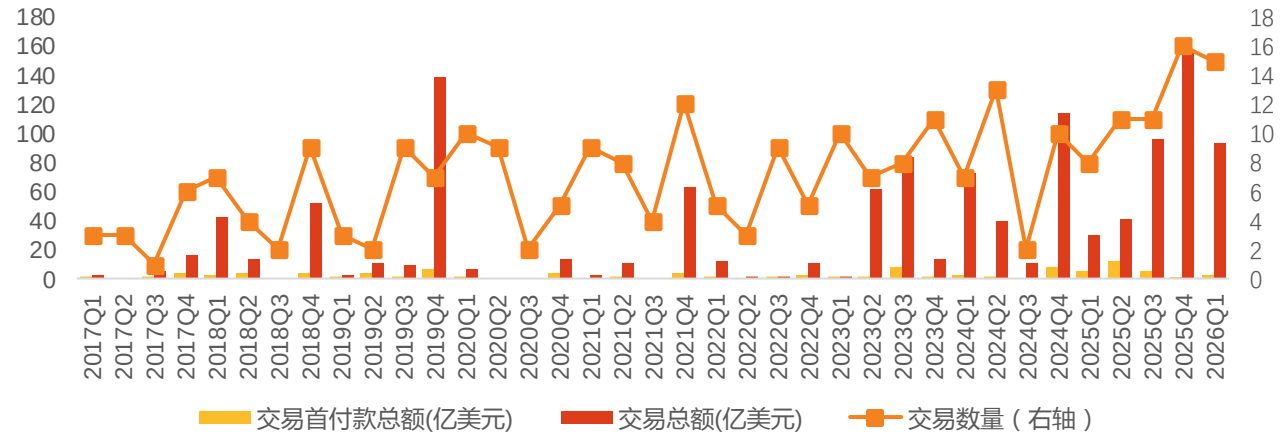
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：瑞博医药招股书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2025 年底，舶望制药与诺华达成潜在总金额超 90 亿美元的合作，成为非肿瘤领域 BD 交易的新标杆。瑞博生物、中国生物制药等企业也相继完成数亿美元级别的海外授权或并购。这些交易不仅反映了国际药企对中国创新的认可，更凸显了小核酸实现从技术向商业一大跨越。

图 44：2017Q1-2026Q1 全球小核酸药物交易情况



资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

小核酸药物的研发与生产，天然带有“高门槛、高复杂度”的属性。核心挑战主要聚焦在研发和生产两大环节。

（1）研发环节：从序列设计就需兼顾靶向效率与脱靶风险，其次化学修饰策略直接影响稳定性与免疫原性，而递送系统（如 GalNAc、LNP）更是决定成药性的关键。

（2）生产环节：固相合成工艺对杂质控制、收率和放大能力要求极高，且缺乏统一的行业标准，导致早期很多项目“卡”在从毫克级到公斤级的转化上。

传统 CRO/CDMO 模式难以完全覆盖小核酸需求。具备一体化 CRDMO 能力的服务商不仅能支持早期靶点验证与分子优化，又能打通临床前到商业化生产的全链条。国内 CXO 龙头药明康德的 TIDES 平台已支持多个 siRNA 项目进入临床阶段，凯莱英则通过自建 GalNAc 原料产能，缓解了国内企业在关键递送组件上的“断供”焦虑。国内还有许多 CXO 企业也努力利用自身技术优势竞逐赛道。

表 16：国内 CDMO 公司小核酸领域布局

企业	布局类	具体布局情况

下载日志已记录，仅供内部参考

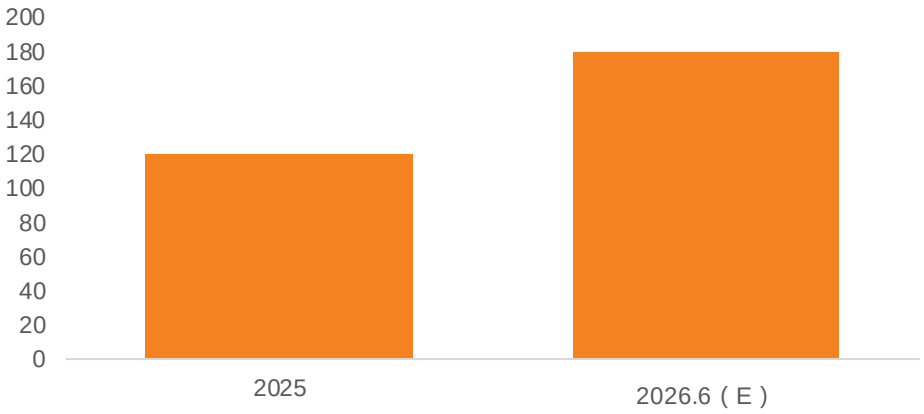
	型	
药明康德	CRO	合成能力：提供寡核苷酸及单体、偶联物、单体、配体和连接子的合成 服务范围：支持从序列设计到临床前候选药物筛选
	CDMO	全链路服务：提供从原料药到制剂的服务 规模灵活：能够实现 nmol 至 mol 级规模化灵活扩产
康龙化成	CRO	前沿技术：寡核苷酸类药物服务已具备相当的前沿技术服务能力
	CDMO	计划发展：公司计划将进一步巩固和发展寡核苷酸类药物的生产能力
凯莱英	CDMO	技术全面：服务涵盖 ASO、siRNA、CpG、Aptamer、PMO、PPMO、ApDC、POC 等 产能明确：布局 10 条中试 - 商业化生产线，具备 500kg / 年合成产能
博腾股份	CDMO	专业产线：拥有 50 kg 级 miRNA/siRNA 专线，实现 nmol→mol 全覆盖 服务目标：致力于更好完成海外 IND 整包服务
诺泰生物	CDMO	平台建设：已建立研发和中试平台 重大产能：吨级商业化生产车间于 2024 年开始建设，将形成年产寡核苷酸 1000 公斤等优质产能
九洲药业	CRO	两地平台：已完成美国和中国两个场地的小核酸药物研发平台建设，承接多项定制业务
	CDMO	产能建设：正加快推进小核酸 GMP 中试平台和 GMP 商业化车间建设
金斯瑞	CRO	全流程开发：提供涵盖设计、合成、递送、筛选和生物分析检测 4 大环节的小核酸药开发服务
	CDMO	GMP 产能：依托超 2000m² 寡核苷酸 GMP 车间、1000m² 质控实验室 生产级别：已实现从 IND 申报到商业化早期阶段的百克至公斤级原料药生产
成都先导	CRO	平台化服务：提供 siRNA/saRNA/ASO 设计、快速平行合成与化学修饰、活性测试、稳定性测试、脱靶风险评估及体内外药效评价等全链条服务
阳光诺和	CRO	专注递送：建立小核酸药物载药系统开发平台，专注于小核酸药物的递送系统研究
药石科技	CDMO	全链条支持：提供从上游原料到下游成品的全链条产品服务 阶段适配：支持从毫克级研发样品到百克级生产，中试车间正在规划中
皓元医药	CDMO	定制合成：提供 siRNA、miRNA、ASO 等多种小核酸药物从小试到中试的定制化合成服务
奥锐特	CRO	AI 赋能发现：与华东师范大学药学院共建 “AI 小核酸药物发现联合实验室”
	CDMO	先进工厂：建设商业化生产的 Oligo FlexFactory 产线，首条生产线于 2024 年成功上线
泓博医药	CRO	递送平台：自 2019 年建立小核酸药物靶向递送核心技术平台
	CDMO	合作开发：与默沙东、辉瑞等国际药企合作，提供涉及小核酸药物的工艺开发、杂质研究等 CDMO 服务
益诺思	CRO	非临床全项：服务涵盖早期成药性筛选、非临床药效 / 药代 / 安全性评价和临床生物分析
睿智医药	CRO	智能合成系统：联合发布全球首个适用于 ADC 与核苷酸单体合成的药物智造系统
昭衍新药	CRO	非临床研究（安评、药效）：GLP 毒理、组织分布、特殊模型支持（主要提供非临床安全性评价服务，不涉及合成与生产环节）

资料来源：药融圈公众号，天风证券研究所

公司持续加强寡核苷酸技术储备，在片段酶连接、TAG 辅助液相合成、连续纯化、连续裂解等技术接连突破，持续深度赋能客户。截至 2025 年底，寡核苷酸产能达 120mol，预计 2026 年 6 月底将增至 180mol，以提升项目交付能力。

图 45：公司小核酸产能建设情况（mol）

下载日志已记录，仅供内部参考



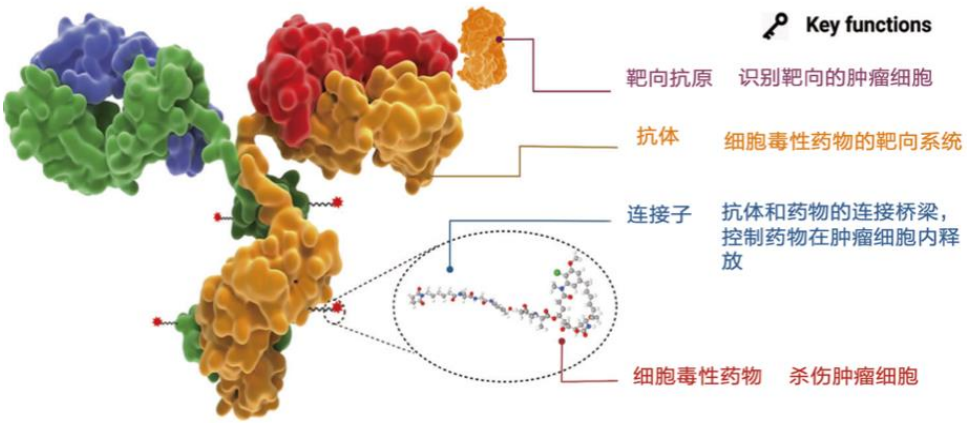
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 生物大分子：抗体偶联赛道快速发展，公司业绩快速释放

4.2.1. 抗体偶联药物发展逐步成熟，进入商业化兑现期

“ADC 导弹”精确制导，高效“摧毁”肿瘤。抗体偶联药物（Antibody–drug conjugates，ADC）通过特定的连接子将具有高度靶向性的单克隆抗体（mAb）同具有细胞毒性的有效载荷偶联，可以选择性地将细胞毒性药物有效递送至癌细胞，从而降低脱靶毒性并改善治疗窗，被誉为肿瘤治疗的“魔法子弹”。ADC 由确保特异性结合肿瘤细胞表面抗原的抗体、保证负载药物不会过早在血液中释放的连接子和可诱导肿瘤细胞凋亡的有效载荷三个关键部分组成。其中，抗体和靶点抗原的选择是决定药物适应症的关键，有效载荷决定了对肿瘤的杀伤效力，而连接子的稳定性影响了 ADC 的成药性。

图 46：ADC 的结构特征

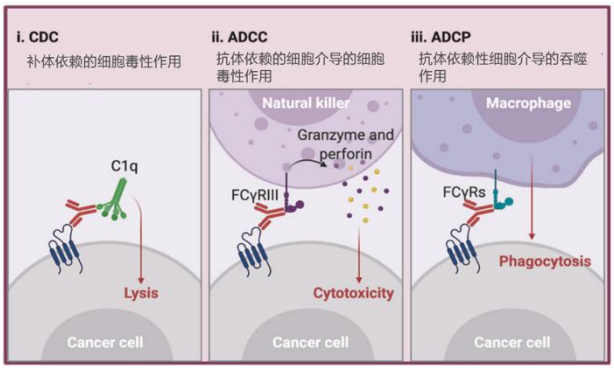


资料来源：Fu, Z., Li, S., Han, S. et al. Antibody drug conjugate: the “biological missile” for targeted cancer therapy，天风证券研究所

多重作用机制，“生物导弹”疗效。特异性 mAb 与靶向的细胞表面抗原结合，形成 ADC 药物和抗原的复合体，通过受体介导被肿瘤细胞内吞，形成被网格蛋白包裹的早期内体，随后成熟为晚期内体。经过溶酶体降解，细胞毒性药物被释放作用于细胞 DNA、微管，引发细胞凋亡。如果药物具有高细胞膜穿透性，可扩散至邻近细胞引发旁观者效应，增强 ADC 疗效。ADC 的抗体部分与免疫效应细胞相互作用，可以引发抗肿瘤免疫应答，包括细胞裂解依赖的细胞毒性作用（CDC）、抗体依赖的细胞毒性作用（ADCC）和抗体依赖的细胞吞噬作用（ADCP）。CDC 效应通过抗体与补体 C1q 结合，随后 C2-C9 被激活，形成攻膜复合物裂解靶细胞；ADCC 效应通过抗体的 Fab 段结合肿瘤细胞的抗原表位，Fc 段与杀伤细胞（NK 细胞、巨噬细胞等）表面的 FcR 结合，介导直接杀伤作用；ADCP 效应通过单核细胞、巨噬细胞、嗜中性粒细胞和树突细胞表达的 FcγRIIa（CD32a）、FcγRI（CD64）和 FcγRIIIa（CD16a）介导吞噬肿瘤细胞，其中 FcγRIIa 是参与该过程的主要 FcγR 受体。此外，抗体部分还可特异性结合癌细胞表达的抗原，抑制抗原受体下游信号转导，从而抑制肿瘤生长。

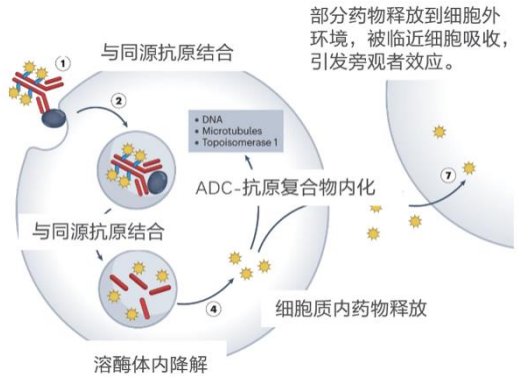
下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：抗体效应机制



资料来源： Fu, Z., Li, S., Han, S. et al. Antibody drug conjugate: the "biological missile" for targeted cancer therapy，天风证券研究所

图 48：ADC 作用机制



资料来源：Dumontet, C., Reichert, J.M., Senter, P.D. et al. Antibody–drug conjugates come of age in oncology.，天风证券研究所

经历三代技术变革，ADC 不断扩大治疗窗。抗体工程、生物偶联技术、肿瘤特异性抗原靶点和肿瘤内细胞毒性药物的释放机制的研究促使 ADC 研发技术得以快速发展，ADC 药物进入了黄金时代。第一代 ADC 采用鼠源抗体+高活性载荷+不稳定连接子+随机偶联策略，以吉妥珠单抗（Mylotarg®）和伊妥珠单抗（Besponsa®）为代表，然而其代谢不稳定，安全窗窄，成药挑战较高。第二代 ADC 采用人源化抗体+高活性载荷+稳定连接子+随机偶联策略，以维布妥昔单抗（Adcetris®）和恩美曲妥珠单抗（Kadcyla®）为代表，疗效和安全性有所提升，但是脱靶效应导致治疗窗较窄，高 DAR 导致的聚集和血浆清除过快成为了新一代 ADC 要重点解决的问题。第三代 ADC 采用全人源化抗体+高活性载荷+稳定连接子+定点定量偶联技术，以维泊妥珠单抗（Polivy®），维恩妥尤单抗（Padcev®），德曲妥珠单抗（Enhertu®）为代表。受益于位点特异性结合技术，第三代 ADC 药物 DAR 均一性良好，脱靶毒性弱且疗效佳。由第一三共和阿斯利康合作开发的靶向 HER2 药物德曲妥珠单抗（Enhertu®）用于治疗 HER2+/Low 表达/突变的实体瘤，被誉为多癌种战神，2022 全年收入约 15.56 亿美元，同比增长 217.5%。

表 17：三代 ADC 设计

	第一代	第二代	第三代
抗体	鼠源或嵌合人源化抗体	人源化抗体	全人源化抗体或 Fab
连接子	连接子不稳定，在血液中随机释放	可裂解/不可裂解连接子，特定部位释放	血液循环内稳定，精准释放
负载药物	疗效低，包括刺孢霉素、多卡霉素和阿霉素	疗效增强，如 auristatins 和 mytansinoids	高疗效，如 PBDs 和 tubulysin，以及新型药物
共轭方式	随机赖氨酸	优化的随机赖氨酸（链间半胱氨酸）	位点特异性结合
DAR	不可控（0-8）	4-8	2-4
优势	靶向性，一定程度上扩大治疗窗	提高靶向能力；更有效的药物负载；较低的免疫原性	在具有低抗原的癌细胞中具有更高的功效；DAR 提高，稳定性和 PK/PD 提高；更有效的有效载荷；减少脱靶毒性
劣势	异质性；疗效低；治疗窗狭窄；脱靶毒性；高免疫原性	异质性；高 DAR 值导致的快速清除；脱靶毒性；抗药性	高毒性有效载荷可能产生毒性；体内代谢的差异性；抗药性

资料来源：Fu, Z., Li, S., Han, S. et al. Antibody drug conjugate: the "biological missile" for targeted cancer therapy，天风证券研究所

泛偶联时代开启，XDC 辐射临床需求。生物偶联药物（XDC）是各种偶联药物的统称，由具有靶向性的载体（Carrier）、具有多种生物学功能的载荷（Payload）及连接子（Linker）组成。XDC 的适应症范围大大拓宽，除了针对癌症治疗，还有望给心血管、糖尿病、自身

下载日志已记录，仅供内部参考

免疫性疾病、罕见病等患者提供治疗选择，进一步增强了市场潜力。XDC 正在扩展到 ADC 之外，多肽偶联药物（PDC）、放射性核素偶联药物（RDC）、小分子偶联药物（SMDC）、抗体片段偶联药物（FDC）、核酸适体药物偶联物（ApDC）、小核酸偶联药物（XOC）、抗体－寡核苷酸偶联物（AOC）、纳米颗粒偶联物、Centyrin-siRNA 偶联疗法等在内的 XDC 在全球研发中的投资不断增加。RDC 通过载荷不同的放射性核素进行诊断或治疗，已成为继 ADC 之后新的抗肿瘤药物研发热点。2018 年，诺华的 Lutathera®获 FDA 批准上市，成为首个治疗胃肠胰神经内分泌肿瘤的放射性药物，已累计为诺华带来超 20 亿美元的销售额，具有发展潜力。

图 49：从传统 ADC 到更广泛的生物偶联药物(XDC)的转变



资料来源：弗若斯特沙利文，药明合联招股书，天风证券研究所

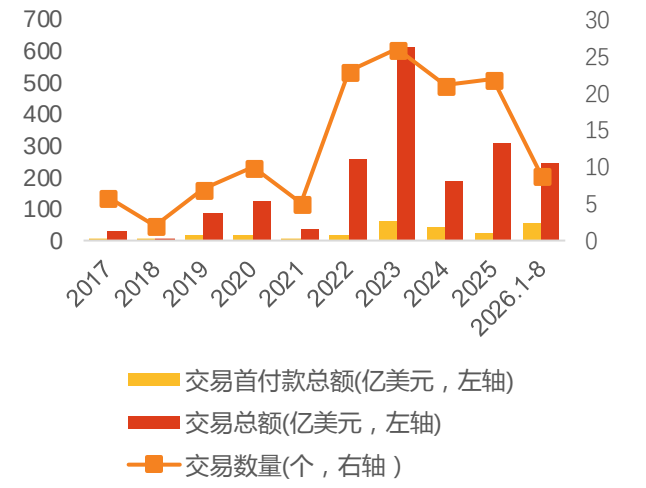
从 BD 交易层面看，抗体偶联药物的交易数量、金额持续增长。根据丁香园 Insight 数据库统计，2025 年全年全球抗体偶联药物合计交易数量 22 个（仅统计首付款金额在 500 万美金以上），合计首付款 25.38 亿美元，潜在总金额在 311.1 亿美元。同口径下，截至 2026 年 8 月 21 日，全球抗体偶联药物合计交易数量 9 个，合计首付款 57.9 亿美元，潜在总金额在 244.4 亿美元，首付款大幅度提升。

从占比情况看，抗体偶联药物交易占比持续提升，首付款占比尤其高，意味着抗体偶联药物进入发展盛期。2026 年 1-8 月，全球抗体偶联药物交易数量占比 6%，首付款为 15%，潜在总金额为 11.7%。首付款占比远高于交易数量和潜在总金额，我们认为可能是抗体偶联药物发展到了确定性更高的阶段，成药概率大幅度提升的背景下，药企愿意花费更多金钱在首付款上。

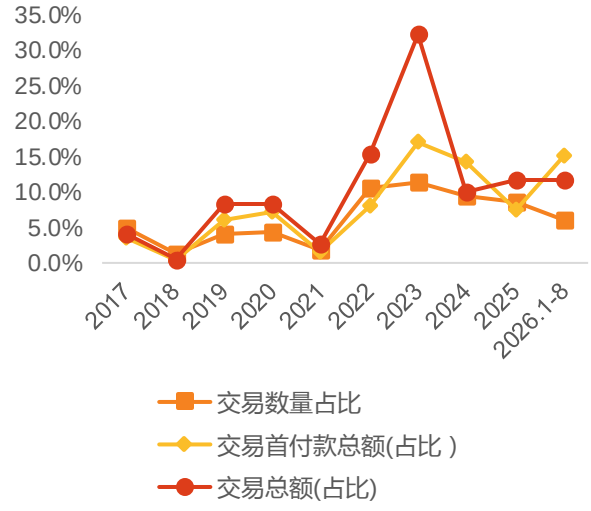
图 50：2017-2026.1 到 8 月全球抗体偶联药物交易数量（个）、金额（亿美元）

图 51：2017-2026.1 到 8 月全球抗体偶联药物交易数量、金额占整个药物类型比重（%）

下载日志已记录，仅供内部参考



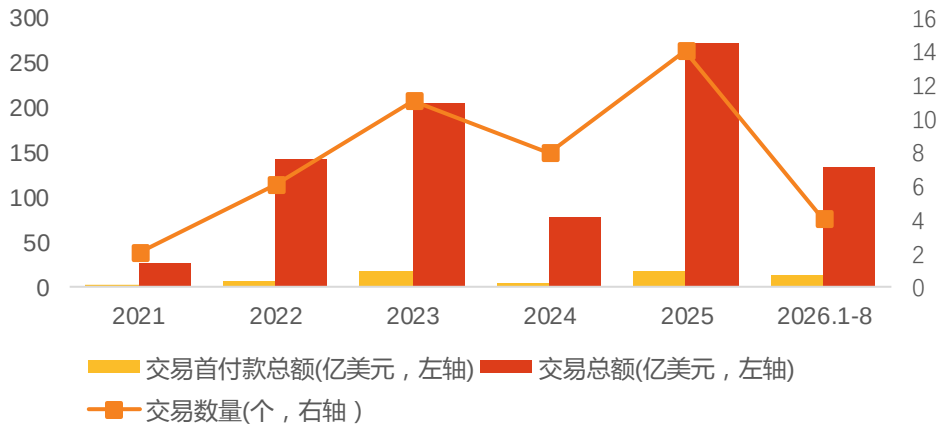
资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所



资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

中国抗体偶联药物出海持续进展。从 2021 年以来，中国抗体偶联药物出海进展持续，根据丁香园 Insight 数据库统计：2025 年全年中国抗体偶联药物合计交易数量 14 个（仅统计首付款金额在 500 万美金以上），合计首付款 17.98 亿美元，潜在总金额在 270.81 亿美元，占全球比重约 70%。同口径下，截至 2026 年 8 月 21 日，中国抗体偶联药物合计交易数量 4 个，合计首付款 13.95 亿美元，潜在总金额在 133.4 亿美元，仍保持较高绝对值。

图 52：2021-2026.1 到 8 月中国抗体偶联药物 license-out 交易数量（个）、金额（亿美元）



资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

表 18：中国抗体偶联药物授权情况

项目名称	靶点	转让方	受让方	交易状态更新时间	交易总额（单位：亿美元）	首付款（单位：亿美元）
BL-B01D1	EGFR，HER3	百利天恒药	百时美施贵宝制药	2023-12-12	84	8
4 项资产	-	信达生物	辉瑞制药	2026-05-28	105	6.5
YL201	B7-H3	宜联生物	罗氏制药	2026-01-09	5.7	5.7
Disitamabvedotin	HER2	荣昌生物	Seagen	2021-08-09	26	2
HS-20093	B7-H3	翰森制药	葛兰素史克制药	2023-12-20	17.1	1.85
七种不同在研临床前 ADC 候选药物项目，两项临床前 ADC 资产		科伦博泰生物	默沙东制药	2023-10-21	94.75	1.75

下载日志已记录，仅供内部参考

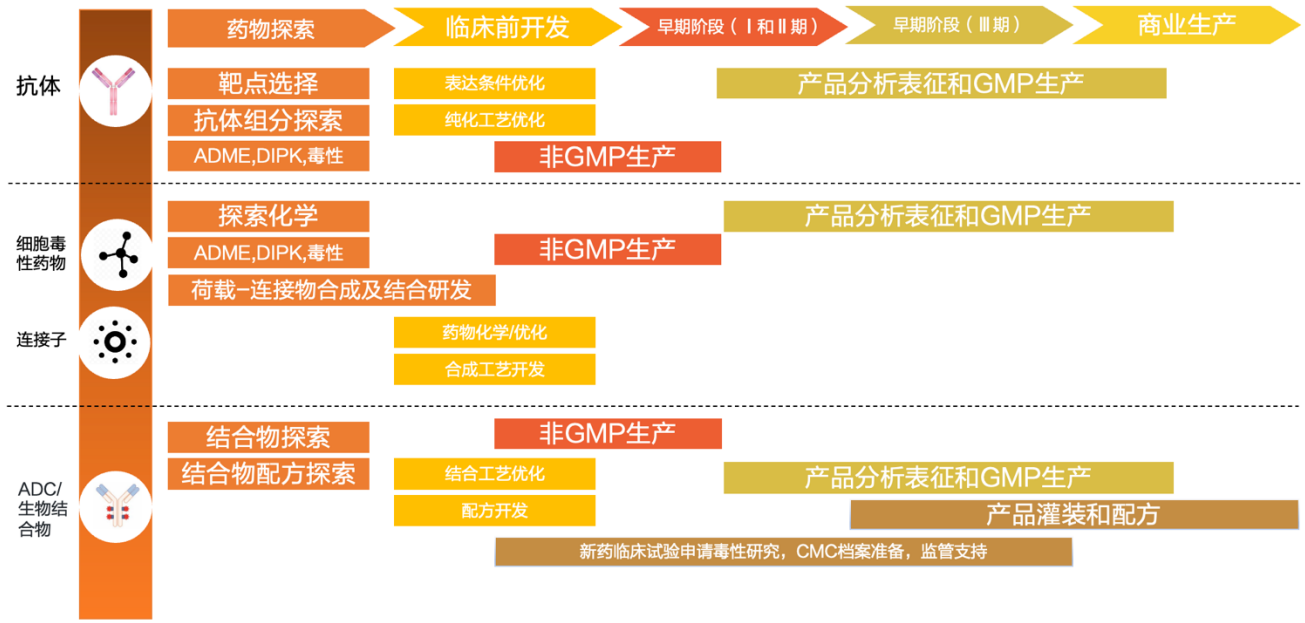
DB-1303，DB-1311	HER2，B7-H3	映恩生物	BioNTech	2023-04-03	16.7	1.7
SHR-A1904，HRS-1167	CLDN-18.2，PARP1	恒瑞医药	默克制药	2023-10-30	14.88	1.7
XNW27011	CLDN-18.2	信诺维	安斯泰来制药	2025-05-30	15.4	1.3
JSKN016	HER3，TROP2	康宁杰瑞	PathosAI	2026-08-03	22.18	1.25
SKB264 (XDC)	TROP2	科伦博泰生物	默沙东制药(NO.1)	2022-05-16	12.62	1.02
HS-20089	B7-H4	翰森制药	葛兰素史克制药	2023-10-20	15.7	0.85
HS-20110	CDH17	翰森制药	罗氏制药	2025-10-17	15.3	0.8
SKB105	ITGB6	科伦博泰生物	Crescent Biopharma	2025-12-04	13.3	0.8
IBI3009	DLL3	信达生物	罗氏制药	2025-01-02	10.8	0.8
SHR-4849	DLL3	恒瑞医药	IDEAYA Biosciences	2024-12-29	10.45	0.75
靶向 HER3 的 ADC 候选药物	HER3	宜联生物	BioNTech	2023-10-12	10.7	0.7
CMG901	CLDN-18.2	康诺亚	阿斯利康	2023-02-23	11.88	0.63

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

4.2.2. 抗体偶联药物开发流程复杂，公司 CDMO 进展迅速

ADC 开发全流程特殊复杂，面临多重挑战。ADC 从发现、开发到制造每个环节都具有复杂性、特殊性及成药的困难性，因此 ADC 的开发需要大分子及小分子化合物方面的跨形式专业知识以及对复杂供应链管理的深入了解。ADC 的发现过程涉及 6 个重要步骤，包括靶点选择、抗体中间体的发现、连接子及有效载荷发现化学、偶联发现、物理化学表征及可开发性发现和体外及体内生物功能活性研究，最终确定具有理想特性的临床前 ADC 候选药物。为了优化 ADC 的生产，确保生产一致性并成功扩大生产规模，ADC 的开发阶段内容包括优化抗体表达条件及纯化工艺、进行连接子及有效载荷药物化学分析及优化、开发有效连接子及有效载荷合成工艺、优化偶联工艺、开发制剂、非 GMP 制造、IND 筹备毒性研究、准备 CMC 资料及提供监管支持直至候选药物获得监管机构批准。而制造环节涵盖 ADC 所需组份的生产，包括单抗生产、小分子毒素/连接子生产及 ADC 原液和制品生产等。

图 53：ADC 开发流程



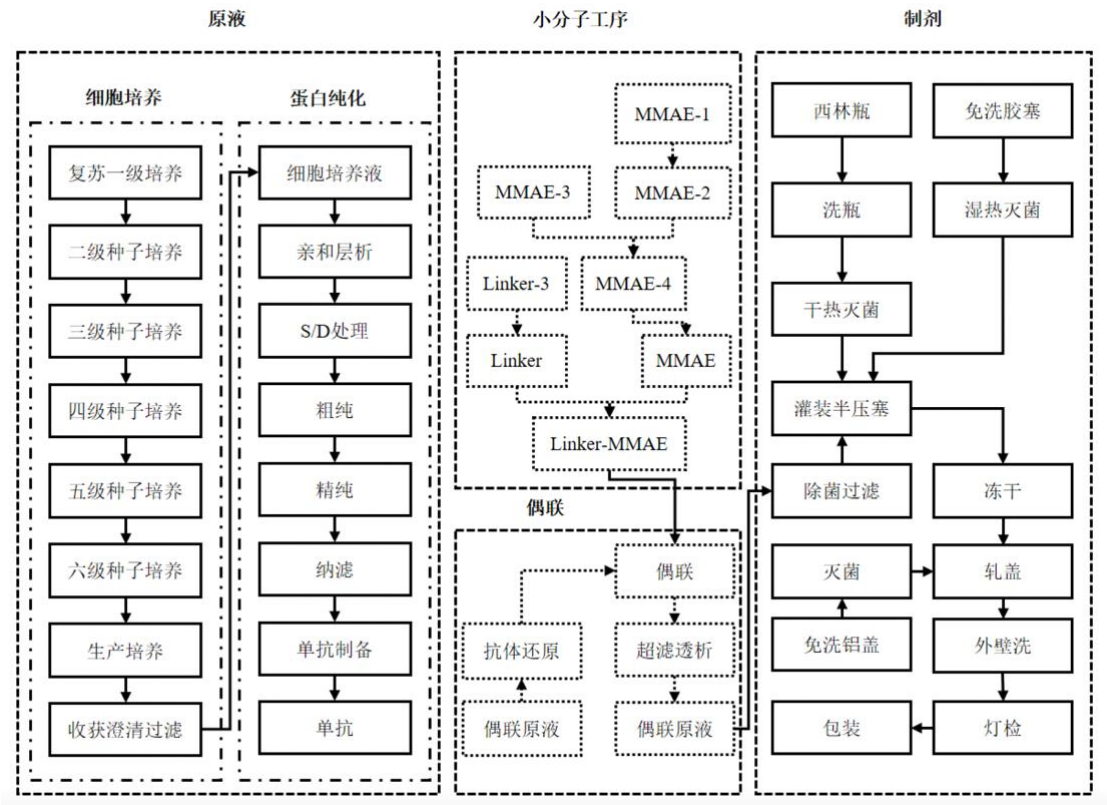
资料来源：药明合联公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

ADC 生产面临众多挑战，门槛较高。ADC 药物生产制造流程包括单抗生产、有效载荷/连

下载日志已记录，仅供内部参考

接子生产、ADC 原液和制品生产三大模块，均须进行工艺开发与验证。相较传统生物制品如单抗药物，复杂的制作工艺决定了 ADC 药物生产会面临更大的挑战，包括多重成分带来的生产场地复杂性，高活性物质带来的交叉污染并且需要进行清洁验证工序，人员暴露在毒性物质中的风险以及药物复杂工艺导致的生产质量检测问题等。其中，ADC 偶联生产环节引入的高活性的毒性物质，是 ADC 药物生产环节的一个重要风险点，也为 ADC 药物厂房设计和日常管理带来了更多挑战，在硬件设备、流程设计、人员培训方面都有较高的要求，需要大量的资本投入和技术储备，因此 ADC 的生产门槛较高。

图 54：ADC 生产的具体工艺流程



资料来源：荣昌生物招股书，天风证券研究所

建立有效的“质量管理体系”，保证制品的安全性和有效性。从质量控制、稳定性评价、储存和有效期上考虑，ADC 的结构复杂，除了抗体药物具有的质量属性外，还会引入与连接子、偶联工艺、小分子药物相关的其他关键质量属性，这给 ADC 药物的质量控制带来巨大的挑战。为了对 ADC 的结构特点、异质性、稳定性和活性等进行表征，需要采用特殊技术或和多种分析手段相结合。非临床研究中，在体内对各个作用环节进行评价，需根据 ADC 的结构特点和预期的生物学功能进行针对性的设计和分阶段的研究。ADC 设计的复杂性也对生产能力提出更高的要求，为了准确表征 ADC 的各个成分，确保最终产品的纯度、稳定性和 DAR，需要药企具备专业的先进制造设备、深厚的分析专有技术、谨慎的处理技术和完善的质量管理体系，以在保证临床安全性的前提下分阶段、有步骤地开展研究。

表 19：ADC 生产的质量控制

质量控制	项目类型	分析项目/质控项目	技术手段
特性分析	一级结构&药物偶联位点	评估偶联工艺对一级结构（如氨基酸序列完整性、二硫键连接、糖基化修饰和翻译后修饰等的影响&偶联位点的鉴定和分析	/
	DAR 值&载药量分布	每个抗体分子上偶联的细胞毒药物的平均数量&数量分布	UV、HIC-HPLC、RP-HPLC、CE、LC-MS
	分子大小变异体	评估片段化程度及疏水性细胞毒药物引起的 ADC 聚集程度	SEC-HPLC、SDS-PAGE、CE-SDS、AUC

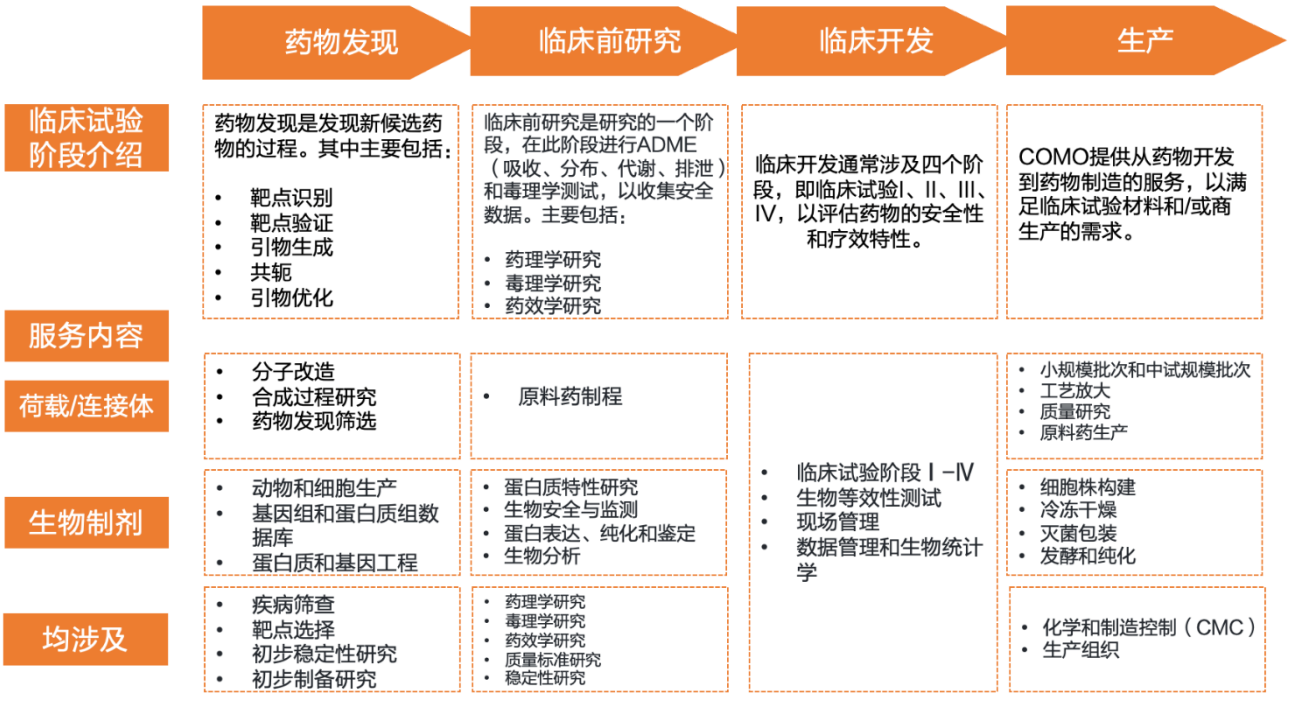
下载日志已记录，仅供内部参考

	电荷变异体	评估偶联后抗体的电荷异质性	CZE、IEX-HPLC、CIEF、iCIEF
	高级结构	评估偶联后抗体的结构异质性	CD、DSC、DLS、FT-IR
	免疫学性质	评估偶联后与目标抗原结合的特异性及各批次之间结合活性的一致性	ELISA、SPR
	生物学活性	评估靶点依赖性细胞毒性、Fc 介导的免疫活性（若有）	ELISA 或表面等离子体共振法
	工艺相关杂质和污染物	游离细胞毒药物及其相关物质、残留溶剂及重金属等杂质	/
制品检定	鉴别、DAR 和载药量分布、纯度和制品相关杂质、工艺相关杂质、效价、含量、安全性试验、其它项目（外观、可见异物、pH 值、渗透压等）		/
稳定性评价	长期稳定性、加速稳定性、强制条件试验		/

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，天风证券研究所

一站式 ADC 外包服务，高效赋能药物研发上市。ADC 发现、开发及制造过程中涉及许多难题，包括 ADC 设计及偶联发现的挑战性、进入 CMC 前的开发性评估、偶联过程优化、负载制剂开发、高活化合物的处理和复杂的供应链管理等，因此需要借助多个外包服务提供商。外包生产可以帮助生物制药公司降低成本，已成为该领域的首选业务策略，涵盖 ADC 开发过程中从发现到商业制造的每个阶段。ADC 的研发和生产跨度从大分子到小分子，需要掌握多种技术和工艺，制造难度较高，很多企业选择将生产外包给经验丰富的 CDMO 公司。

图 55：ADC CRDMO 外包市场提供的服务概览



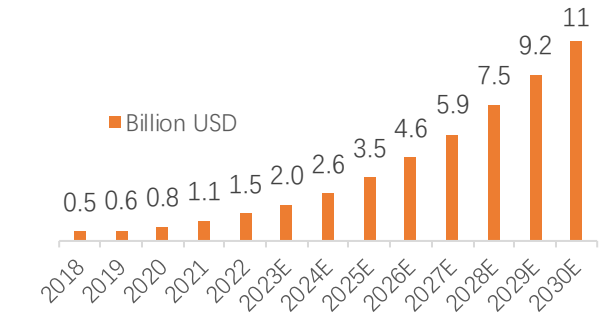
资料来源：药明合联公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

ADC 外包服务发展驱动力强劲，市场规模不断扩大。据弗若斯特沙利文数据，全球 ADC 外包服务市场规模自 2018 年的 5 亿美元上升至 2022 年的 15 亿美元，CAGR 达 34.5%，增速显著快于全球药品和医疗器械开发外包市场（2020-2025 CAGR 为 9.5%）。截至 2022 年底，ADC 药物外包率已达约 70%，明显高于整体生物制剂 34%的外包率。全球获批的 15 款 ADC 药物中，13 款由外包服务提供商制造，大多数外包给多家外包服务提供商。基于以下三大因素，我们认为：1）药品研发投入及销售额持续增加，驱动 ADC 外包市场扩容；2）大型药企：注重成本效益，外包深度提升；3）中小药企：发展程度日新月异，外包广

下载日志已记录，仅供内部参考

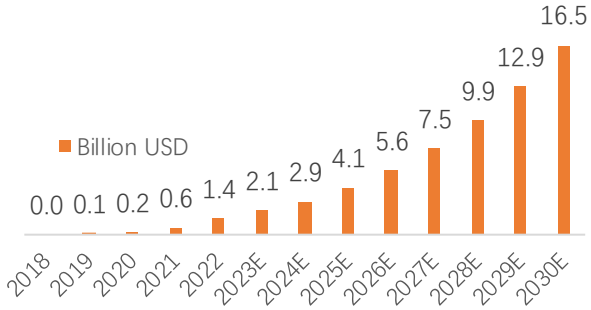
度提升，据弗若斯特沙利文预计，未来十年全球 ADC 外包市场将大幅扩张，2022-2030 年 CAGR 达 28.4%，2030 年市场规模将达到 110 亿美元。

图 56：2018-2030E 全球 ADC 外包服务市场规模



资料来源：药明合联公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 57：2018-2030E 中国 ADC 外包服务市场规模



资料来源：药明合联公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

当前全球 ADC 药物产能紧缺，凯莱英生物奉贤基地的投产有望满足全球生物药市场需求。公司奉贤基地规划总建筑面积超过 13 万平方米，重点布局以 ADC 为代表的偶联药物 NDCs、抗体/TCE、重组蛋白等生物药领域。抗体商业化产能（I 期 A 阶段）采用先进的自动化系统和生产设备，配备 200L/500L/2000L 一次性生物反应器生产线、20 ㎡冻干机，可承接 IND 及商业化后期项目。

NDCs 商业化产能（I 期 B 阶段）预计于 2026 年 1 月进行商业化投产，配备 100L-200L-500L 偶联反应器和 10 ㎡+15 ㎡+2x20 ㎡ 冻干机，可迅捷灵活的满足客户生产需求。作为生物药 CDMO 一站式服务的重要保障，奉贤基地整体质量体系建设符合 FDA、EMA、NMPA 等多监管体系要求，为全球客户提供无缝衔接的 CMC 服务与商业化生产支持。

图 58：公司奉贤生产基地



资料来源：凯莱英生物 AsymBio 公众号，天风证券研究所

2026H1 公司生物大分子 CDMO 业务板块收入 2 亿元，同比增长 122.8%，境外收入占比 26.6%，服务项目 162 个，其中 BLA 项目 7 个，验证批（PPQ）项目 4 个，IND 项目 64 个，研发服务项目 87 个，成功拿下首个双抗 ADC 的 BLA 订单，助力多家公司获得 FDA 临床许可及 FDA IND 批准。截至 2026 年中期报告披露日，生物大分子 CDMO 业务板块境外订单占比 49.2%。

公司在 2025 年承接首个抗体多肽偶联药物一站式服务项目、首个高浓度抗体制剂生产

下载日志已记录，仅供内部参考

IND 项目、助力首个 ADC BLA 后期项目海外成功授权，同时助力国内多家头部客户多个项目成功出海，彰显了国际化服务能力。

表 20：2022-2026H1 公司生物大分子 CDMO 业绩进展

	2022	2023	2024	2025	2026H1
收入（亿元）	1.01	1.33	1.51	2.94	2.00
同比（%）	/	31.29%	13.9%	95.76%	122.8%
在手项目数（个）	48（服务项目）	71	近 60	130（执行项目）	162（服务项目）
在手订单金额同比（%）	/	/	/	55.56%	88.7%
境外订单占比	/	/	/	39.92%	49.2%

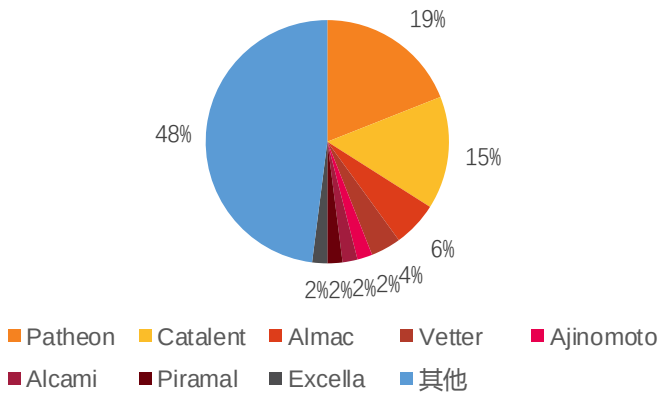
资料来源：公司公告，天风证券研究所　备注：在手订单同比，境外订单占比为截至报告披露日的数据

4.3. 制剂 CDMO：市场格局分散，新分子提出更高要求

根据 Frost&Sullivan，2020 年制剂 CDMO 市场空间约为 260 亿美元，制剂 CDMO 市场规模和渗透率（制剂 CDMO 外包）小于中间体及 API 市场。以中国为代表的新兴市场国家正处于医药外包行业的快速发展期，已成功切入全球创新药企 cGMP 供应链体系，逐渐挤占欧美 CMO/CDMO 市场空间，并处于中间体 CDMO 向 API 和制剂 CDMO 过渡阶段。

根据 DailyMed、FDA 等数据，制剂 CDMO 市场格局分散。2015-2024 年，行业前三家企业合计占据近 40%的市场份额，包括 Patheon，Catalent 等，其余企业市占率较低。

图 59：2015-2024 年全球制剂 CDMO 竞争格局



资料来源：DailyMed、FDA，天风证券研究所

制剂开发策略直接关乎药物稳定性、生物利用度和疗效。药物在临床应用之前必须制成适合于临床应用的给药剂型，需要在多种因素影响下寻找平衡，兼顾提升药物稳定性和降低毒副作用，从而使其充分发挥疗效。以难溶性药物的制剂开发为例，新药分子越来越复杂，溶解性差一直是制剂开发工作的一大考验，需要采用不同的增溶技术来提高药物的溶解度。

根据盖德视界，从行业视角来看，三重独立力量正同向驱动制剂 CDMO 景气上行，推动其从产业链配角，升级为创新的核心引擎：

（1）递送系统成为下一代疗法的技术基石。新药发现已经产出大量潜力分子——siRNA、mRNA 但这类分子有一个共同特点，带负电、分子量大、在血液中极易被降解，无法自行穿越细胞膜进入靶点发挥作用。成药的瓶颈已经从“发现分子”变成了“如何将分子安全、精准地送进目标细胞”。（即 LNP 递送系统要解决的核心问题）。具备这类递送技术积累的 CDMO，正在成为核酸药物管线推进过程中不可或缺的环节。同理，多肽口服载体、ADC 定点偶联等制剂技术需求快速攀升，也是具备深厚积累的制剂 CDMO 的核心战场。递送不再是后端辅助环节，直接决定候选药物能不能转化成商业化产品。

（2）专利悬崖倒逼药企强化生命周期管理。大批重磅原研药进入专利到期周期，直面仿制药的挤压。通过剂型创新实现产品迭代，成为全球药企的标准化策略之一：口服替代注

下载日志已记录，仅供内部参考

射、长效缓释替代每日给药、局部外用替代全身给药、复方制剂开发，都可以挖掘老分子新价值。芦可替尼乳膏、口服司美格鲁肽，都是这套战略落地的标杆，为制剂 CDMO 带来高附加值的改良新药订单。

（3）复杂制剂赛道出现结构性产能紧缺。如核酸药物的 LNP 生产、ADC 定点偶联、复杂外用制剂、多肽大规模合成，均面临工艺链条长、GMP 监管门槛高、人才稀缺、新建产线投入大且周期漫长的共同困境。市场需求快速提升，但合格产能供给严重滞后——掌握稀缺工艺能力的 CDMO，议价能力和行业地位正在持续抬升。而无菌灌装作为其中部分剂型的最终生产环节，同样面临高建设成本、长认证周期和供应链脆弱等问题，加剧了整体产能的供给紧张。

拥有复杂技术储备、合规稳定产能的公司有望持续受益：从当前制剂 CDMO 格局看，普通固体制剂 CDMO 处在内卷环境中，而真正吃透复杂递送、透皮外用、缓控释、高端多肽等核心工艺，同时拥有合规稳定产能的企业，有望在本轮浪潮中占据有利位置。

凯莱英制剂团队已经具备全面的口服制剂、外用制剂和无菌制剂开发和生产能力。涵盖的剂型包括片剂、胶囊、小丸、缓控释制剂、外用凝胶、外用乳剂、注射液、冻干粉针、滴眼液、鼻喷剂、吸入剂、脂质体及其他复杂制剂。公司具备丰富的难溶药物增溶经验，已构建起多种增溶技术，例如喷雾干燥、热熔挤出、纳米粉碎、环糊精包合等，以改善不同难溶性 API 的溶解度，从而提高药物的生物利用度。

图 60：公司制剂 CDMO 技术布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2026 年 H1 公司制剂 CDMO 业务板块收入 1.78 亿元，同比增长 50.9%，2026 年上半年新增客户 30 家，其中境外客户近 10 家，新增 2 个产品国内上市，同时 1 个产品成功登陆加拿大市场，目前累计已有 11 个制剂产品实现商业化供应，产品矩阵持续丰富，国际化发展步伐加速提速。2025 年公司制剂 CDMO 业务板块收入 2.84 亿元，同比增长 18.44%，共执行项目 200 个，新增客户 56 家，其中海外客户近 20 家。依靠可靠的质量体系，公司顺利通过 FDA、PMDA、NMPA 等核查，制剂商业化进展显著，2025 年新增 7 个制剂商业化项目，累计已有 9 个制剂商业化项目，其中有 2 个项目供应海外市场，持续加快国际化步伐。截至 2025 年度报告披露日，公司在手订单金额同比增长 49.13%，其中境外订单占 29.27%。

表 21：2022-2026H1 公司制剂 CDMO 业绩进展

	2022	2023	2024	2025	2026H1
收入（亿元）	2.29	2.710	2.40	2.84	1.78
同比（%）	84.73%	18.36%	-11.5%	18.44%	50.93%
商业化项目（个）（累计）	/	/	2	9	11
执行项目（个）	超 100	148	近 200	200	/
在手订单金额同比（%）	/	50%（签约订单）	30%	49.13%	30.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所　备注：在手订单金额同比为截至报告披露日的数据

制剂产能建设方面稳步推进。2025 年 β-内酰胺固体制剂车间与预充针制剂车间顺利投入 GMP 使用并实现多个项目交付；商业化吹灌封（BFS）车间及卡式瓶制剂车间建设按计划推进，预计 2026 年第二季度投入使用；PSD-3 喷雾干燥车间启动建设，预计 2026 年年底投入使用，为制剂业务提供更强的产能支持。

4.4. 临床 CRO：项目数量持续增长，CRDMO 一体化能力持续建设

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1 公司临床研究服务板块收入 1.43 亿元，同比增长 2.7%，正在进行的临床研究项目 286 个，新承接项目 135 个，其中新承接 II/III 期临床研究项目数量同比增长超 40%，项目结构持续向高价值后期阶段集中。2025 年公司临床研究服务板块收入 2.82 亿元，同比增长 26.53%，启动细胞治疗美国注册申报项目 3 项；助力客户成功获得 FDA IND 默示许可 3 项；助力 23 个项目获中国临床试验默示许可。新承接项目 216 个，其中新承接 II/III 期临床研究项目数量增长超 50%，海外业务发展持续推动，新增海外申报及临床订单 15 个，其中承接的海外客户项目落地中国项目已进入执行阶段，海外市场渗透力显著提升。持续强化肿瘤、免疫、抗感染、骨科、呼吸、血液、妇科等传统优势领域，保持在罕见病领域的深耕，并在精神、麻醉、神经、内分泌及代谢、眼科、心血管、消化、皮肤、肾病等领域实现了新的突破。截至 2025 年底，公司正在进行的临床研究项目 294 个，其中临床 II 期及以后的项目 122 个。

表 22：2022-2026H1 公司临床 CRO 业务进展

	2022	2023	2024	2025	2026H1
收入（亿元）	2.64	2.44	2.23	2.82	1.43
同比（%）	201.44%	-7.44%	-8.8%	26.53%	2.7%
新签项目数量（个）	260 余	347	197	216	135
在手项目数量（个）	/	356	269	294	286
临床 II - III 期在手项目数量（个）	/	123	94	122	/

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测

5.1. 盈利预测

（一）化学小分子业务：

公司依托行业领先的技术优势和一流的运营管理及质量体系，以及良好的项目交付记录，小分子业务呈现出高质量的发展态势。2025 年实现收入 47.35 亿元，同比增长 3.59%，实现毛利率 46.83%，交付商业化项目 59 个，临床及临床前项目 515 个，其中临床 III 期项目 70 个。2025 年参与减重相关小分子 GLP-1 临床阶段项目 5 个，其中 2 个处于临床后期。截至 2026 年 H1，公司根据在手订单预计 2026 年下半年小分子验证批（PPQ）项目有 13 个。

考虑到明星分子带动整体化学小分子市场持续扩容，公司综合能力优势显著，且临床后期阶段、PPQ 项目储备数量丰富，我们预测公司 2026-2028 年化学小分子业务收入分别为 48.29 亿元/50.71 亿元/54.26 亿元，同比增长 2%/5%/7%。毛利率分别为 47.5%/47.5%/47.5%。

（二）新兴业务：公司新兴业务包括化学大分子业务、生物大分子业务、制剂 CDMO 业务及临床 CRO 业务。公司把握创新药行业变化趋势，快速推动新兴业务的市场开拓、能力建设和产能投建，新兴业务取得跨越式增长。2026H1 实现收入 13.04 亿元，同比增长 72.49%，恒定汇率下同比增长 75.10%，其中来自境外收入 4.40 亿元，同比增长 56.20%， 恒定汇率下同比增长 63.21%。新兴业务整体毛利率 32.50%，恒定汇率下同比提升 3.72 个百分点。

（1）化学大分子：化学大分子业务进展迅速，我们预计公司丰富的管线储备匹配持续释放的产能，相关业绩有望进一步保持较高增速。

多肽领域：根据公司 2026 中报，服务多肽药物 60 个，其中减重相关领域项目 25 个；按服务药物所处阶段划分，其中商业化项目 1 个，验证批（PPQ）项目 8 个，临床后期项目 13 个，临床早期项目 23 个，参与多个 MNC 未来具备重磅药潜力的项目。公司预计 2026 年底多肽固相反应合成总产能将增至 69,000L。

小核酸领域，持续加大寡核苷酸项目开拓力度，根据公司 2026 中报，服务项目 74 个，其中验证批 (PPQ) 5 个，临床后期项目 20 个，临床早期项目 49 个；公司小核酸产能预计 2026 达 180mol。

下载日志已记录，仅供内部参考

考虑到公司在多肽及小核酸领域服务项目数量持续提升，且相关产能建设稳步推进，我们看好公司化学大分子业务后续业绩快速增长。

（2）生物大分子：截至 2026 年中期报告披露日，生物大分子 CDMO 业务板块境外订单占比 49.2%。2026 年 H1 境外收入占比 26.6%，服务项目 162 个，其中 BLA 项目 7 个，验证批（PPQ）项目 4 个，IND 项目 64 个，研发服务项目 87 个，成功拿下首个双抗 ADC 的 BLA 订单，助力多家公司获得 FDA 临床许可及 FDA IND 批准。

考虑到公司 2025 年完成了 APC 一站式服务项目，伴随多个国内头部客户完成出海，国际化服务能力持续提升。随着公司服务能力的持续验证+ADC 商业化产能释放，我们看好后续公司生物大分子板块业绩快速增长。

（3）制剂 CDMO：公司 2025 年共执行项目 200 个，新增客户 56 家，其中海外客户近 20 家。依靠可靠的质量体系，2025 年顺利通过 FDA、PMDA、NMPA 等核查，制剂商业化进展显著，新增 7 个制剂商业化项目，累计已有 9 个制剂商业化项目，其中有 2 个项目供应海外市场，持续加快国际化步伐。截至 2026 年中期报告披露日，在手订单金额同比增长 30.9%。

传统而言，制剂 CDMO 市场较分散，且制剂 CDMO 市场规模和渗透率（制剂 CDMO 外包）小于中间体及 API 市场。但随着分子复杂度提升，对制剂 CDMO 技术的要求也持续提升。凯莱英拥有坚实的制剂 CDMO 技术储备，且产能持续释放，有望进一步提升在制剂 CDMO 全球市场的市占率。我们看好公司制剂 CDMO 业务后续业绩较快增长。

（4）临床 CRO 业务板块：公司 2025 年启动细胞治疗美国注册申报项目 3 项；助力客户成功获得 FDA IND 默示许可 3 项；助力 23 个项目获中国临床试验默示许可。新承接项目 216 个，其中新承接 II/III 期临床研究项目数量增长超 50%，海外业务发展持续推动，新增海外申报及临床订单 15 个，其中承接的海外客户项目落地中国项目已进入执行阶段，海外市场渗透力显著提升。持续强化肿瘤、免疫、抗感染、骨科、呼吸、血液、妇科等传统优势领域，保持在罕见病领域的深耕，并在精神、麻醉、神经、内分泌及代谢、眼科、心血管、消化、皮肤、肾病等领域实现了新的突破。

考虑到公司临床 CRO 业务服务项目数量持续突破，收入/新签/在手情况均有较好改善，我们看好公司临床 CRO 业务后续业绩较快增长，且带动公司 CDMO 业务进一步增长。

（5）合成生物与新技术输出业务板块：2026H1，公司合成生物技术业务板块收入同比增长 60.42%，新增合作客户 13 家，多个项目从早期研发迈入实质性落地生产阶段，生物技术的商业化应用项目数占比约 20%，小分子 GLP-1 的酶技术应用持续推进中。常用酶突破 4,800 个，覆盖 50 余种反应类型；加大多肽生物合成平台技术投入，非天然氨基酸生物合成、多肽片段酶连接、发酵法合成多肽短片段、寡核苷酸酶连接技术逐渐落地应用，突破传统化学合成瓶颈，助力实现多肽药物的高收率、高纯度、低成本与绿色连续化生产；搭建寡核苷酸从头合成技术，已实现单体工艺的关键技术突破，完成关键底物与聚合酶延伸能力验证；生物大分子微生物表达方面成功构建了纳米抗体酵母表达技术,赋能创新药物的研发与商业化进程，已顺利交付 4 个 IND 申报及 1 个临床 II 期项目的 GMP 生产任务；全自动 AI 赋能无细胞平台全面落地，实现底物从低活性起点到高转化率的快速迭代；固定化酶连续反应技术聚焦高难度的酮还原酶非均相反应，实现项目吨级规模连续化生产。在连续性反应技术输出方面，持续推进医药、农药、材料等精细化工领域客户的项目有序落地，在执行订单 15 项，并持续扩充自研项目储备；持续优化管理运营体系，打造覆盖化学、化工、设备、工程等多学科的专业项目团队，聚力增效提升服务能力。我们看好公司合成生物与新技术输出业务后续业绩稳健增长。

表 23：2023-2028E 公司主要业务盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产品收入	7,825.19	5,804.66	6,670.18	8076.81	10100.92	12465.39
yoy		-26%	15%	21%	25%	23%
其中：定制研发生产	6,619.58	4,570.73	4,734.65	4829.34	5070.81	5425.77

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy		-31%	4%	2%	5%	7%
其中：新兴业务	1,199.33	1,226.37	1,929.13	3240.94	5023.45	7032.84
yoy		2%	57%	68%	55%	40%
其中：其他业务	6.28	7.56	6.40	6.53	6.66	6.79
yoy		20%	-15%	2%	2%	2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 24：2023-2028E 公司主要业务毛利率预测（%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产品收入	51.2%	42.4%	42.0%	42.1%	42.0%	41.7%
其中：定制研发生产	55.7%	48.0%	46.8%	47.9%	47.9%	47.9%
其中：新兴业务	26.5%	21.7%	30.1%	33.5%	36.0%	37.0%
其中：其他业务	10.7%	21.6%	39.1%	39.0%	39.0%	39.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到公司中报情况，我们调整盈利预测：预计公司 2026-2028 年收入为 80.77/101.01/124.65 亿元（前值 80.07/98.09/119.21 亿元）；预计 2026-2028 年归母净利润为 13.60/19.17/24.14 亿元（前值 13.60/19.28/24.50 亿元）。

5.2. 投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司在小分子、多肽、小核酸、生物大分子及制剂 CDMO 领域竞争能力出色，我们将康龙化成、博腾股份、皓元医药、药明合联作为可比公司。

公司在新分子领域综合实力强，M 端优势明显、在 ADC、多肽、小核酸等领域布局齐全，综合性领先地位有望带动公司业绩持续高增长，给予公司 2027 年 36 倍 PE，目标价 190.64 元/股，将评级上调至“买入”评级。

表 25：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值（亿元）	净利润（亿元）				PE(X)			
			2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
康龙化成	39.1	658.9	17.9	16.6	20.3	25.9	36.7	39.6	32.5	25.4
博腾股份	22.1	120.1	-2.9	1.0	-0.1	3.7	-41.7	124.7	-934.1	32.9
皓元医药	86.3	183.9	2.0	2.4	3.5	4.9	91.2	76.7	53.3	37.5
药明合联	75.9	963.7	10.7	14.8	20.0	28.5	90.1	65.1	48.2	33.8
可比公司平均	55.8	481.6	6.9	8.7	10.9	15.7	44.1	76.5	-200.0	32.4

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2026 年 10 月 20 日收盘数据。

6. 风险提示

医药研发服务市场需求下降的风险

公司的业务依赖于客户（包括跨国制药企业、生命科学公司、初创公司以及学者和非营利研究机构等）在药品的发现、分析测试、开发、生产等外包服务方面的支出和需求。过去，受益于全球医药市场不断增长、客户研发预算增加以及客户外包比例提升，客户对公司的服务需求持续上升。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对公司业务造成不利影响。此外，医药行业的兼并整合及研发预算调整，也可能会影响客户的研发支出和外包需求，并对公司业务造成不利影响。

医药研发服务行业竞争加剧的风险

目前，全球制药研发服务市场竞争日趋激烈。公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要

下载日志已记录，仅供内部参考

包括各类专业 CRO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外，公司还面临来自市场新入者的竞争，他们或拥有更雄厚的资金实力，或拥有更有效的商业渠道，或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

全球化经营及国际政策变动风险

公司新设或收购了多家企业以推进其全球业务的发展，多年来已积累了丰富的全球经营经验。公司全球收入占主营业务收入的比例较大。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规，且在一定程度上需要依赖原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

汇率风险

公司营业收入以美元结算为主，若人民币未来大幅升值，可能导致折算后的人民币收入相应减少；同时公司所持美元资产兑换为人民币时可能产生汇兑损失，进而直接影响公司的盈利水平。

可比公司选取跨市场风险

可比公司中选取药明合联，以体现公司 ADC CDMO 领域。药明合联为港股上市公司，与 A 股凯莱英相比，存在可比公司选取跨市场风险。

股价异动风险

公司前期股价有较明显涨幅，股价最高触及 200 元/股。半年报显示，公司依托小分子 CDMO 基本盘稳固与新兴业务板块的高速扩张，受益于多肽、寡核苷酸等增量需求爆发及在手订单大幅增长，报告期内业绩呈现营收稳健增长、利润受汇率扰动承压的特征；同时，新签订单同比增长 54.59%，为后续业绩释放奠定坚实基础。虽然目前公司未存在重大不确定事件，但存在股价异动风险。

服务的主要创新药上市销售低于预期的风险及生命周期更替的风险

即使客户在研药物未来获准上市并取得市场认可，其商业化前景依然存在不确定性，可能出现销售额低于市场预期的情形，从而对公司的商业化订单增长带来不利影响。同时，公司服务的主要为专利药销售阶段的创新药 cGMP 关键中间体、原料药，一旦专利到期或被仿制药公司实施专利挑战成功，客户将面临来自仿制药企业的激烈竞争，导致药品价格下降以及利润下滑，进而可能导致公司相关产品的销售价格及毛利率下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,789.41	6,320.95	7,340.42	8,239.17	9,895.19
应收票据及应收账款	1,837.28	1,977.49	2,285.27	1,642.86	2,512.27
预付账款	89.16	125.05	126.13	191.35	203.82
存货	1,193.35	1,470.88	1,386.24	1,544.24	1,683.16
其他	2,140.99	1,611.96	1,497.63	1,596.17	1,656.12
流动资产合计	**11,050.18**	**11,506.34**	**12,635.70**	**13,213.80**	**15,950.57**
长期股权投资	536.59	573.47	614.04	658.67	707.76
固定资产	3,973.95	4,496.05	4,541.45	4,742.59	4,643.35
在建工程	1,866.78	1,827.25	2,078.83	2,328.20	2,482.00
无形资产	430.17	421.80	408.02	394.24	380.46
其他	1,430.90	1,452.56	1,381.52	1,312.99	1,237.86
非流动资产合计	**8,238.38**	**8,771.13**	**9,023.87**	**9,436.68**	**9,451.43**
资产总计	**19,288.56**	**20,277.47**	**21,659.56**	**22,650.47**	**25,402.00**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	450.85	589.04	1,359.00	508.19	1,922.04
其他	1,258.50	1,379.45	956.42	1,623.28	1,270.29
流动负债合计	**1,709.35**	**1,968.49**	**2,315.43**	**2,131.47**	**3,192.33**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	716.64	662.84	611.95	663.81	646.20
非流动负债合计	**716.64**	**662.84**	**611.95**	**663.81**	**646.20**
负债合计	**2,425.98**	**2,631.33**	**2,927.38**	**2,795.28**	**3,838.53**
少数股东权益	17.19	11.04	(2.92)	(19.08)	(40.19)
股本	367.72	360.56	361.95	361.95	361.95
资本公积	9,396.27	9,066.93	9,091.64	9,091.64	9,091.64
留存收益	8,286.98	9,024.52	10,112.73	11,371.92	13,016.52
其他	(1,205.58)	(816.91)	(831.21)	(951.23)	(866.45)
股东权益合计	**16,862.57**	**17,646.14**	**18,732.19**	**19,855.19**	**21,563.47**
负债和股东权益总计	**19,288.56**	**20,277.47**	**21,659.56**	**22,650.47**	**25,402.00**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	935.76	1,126.64	1,360.26	1,916.69	2,413.60
折旧摊销	480.31	516.29	550.83	589.68	614.77
财务费用	(224.31)	19.26	151.04	(11.11)	(103.93)
投资损失	(82.56)	(89.05)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	353.27	(191.68)	148.04	314.96	29.54
其它	(208.12)	26.13	(39.79)	30.12	26.47
经营活动现金流	**1,254.34**	**1,407.59**	**2,080.39**	**2,750.33**	**2,890.46**
资本支出	1,034.46	1,057.23	884.93	974.54	673.17
长期投资	276.44	36.88	40.57	44.63	49.09
其他	(2,495.24)	(1,727.31)	(1,567.06)	(2,116.98)	(1,387.33)
投资活动现金流	**(1,184.33)**	**(633.20)**	**(641.57)**	**(1,097.81)**	**(665.07)**
债权融资	332.21	76.11	(162.59)	15.32	104.97
股权融资	(1,347.48)	(415.35)	(256.76)	(769.08)	(674.35)
其他	(912.92)	(5.60)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	**(1,928.19)**	**(344.83)**	**(419.35)**	**(753.77)**	**(569.37)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(1,858.18)**	**429.55**	**1,019.47**	**898.76**	**1,656.02**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,804.66**	**6,670.18**	**8,076.81**	**10,100.92**	**12,465.39**
营业成本	3,345.83	3,869.30	4,675.29	5,860.96	7,261.65
营业税金及附加	112.74	63.39	80.77	101.01	117.17
销售费用	243.39	210.44	234.23	282.83	349.03
管理费用	825.22	764.78	912.68	1,090.90	1,308.87
研发费用	614.49	593.26	565.38	727.27	922.44
财务费用	(330.75)	(65.63)	151.04	(11.11)	(103.93)
资产/信用减值损失	(76.56)	(130.82)	(73.45)	(93.61)	(99.30)
公允价值变动收益	39.57	21.96	(22.33)	54.71	57.45
投资净收益	82.56	89.05	90.00	90.00	90.00
其他	39.36	82.54	78.25	64.86	66.25
营业利润	**1,078.67**	**1,297.37**	**1,529.90**	**2,165.03**	**2,724.56**
营业外收入	0.77	0.15	6.00	2.31	2.82
营业外支出	7.06	11.14	2.70	6.96	6.93
利润总额	**1,072.38**	**1,286.39**	**1,533.20**	**2,160.37**	**2,720.45**
所得税	136.63	159.74	190.39	268.27	337.83
净利润	**935.76**	**1,126.64**	**1,342.81**	**1,892.09**	**2,382.62**
少数股东损益	(13.19)	(5.93)	(17.46)	(24.60)	(30.97)
归属于母公司净利润	**948.95**	**1,132.57**	**1,360.26**	**1,916.69**	**2,413.60**
每股收益（元）	2.58	3.14	3.76	5.30	6.67

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-25.82%	14.91%	21.09%	25.06%	23.41%
营业利润	-58.04%	20.27%	17.92%	41.51%	25.84%
归属于母公司净利润	-58.17%	19.35%	20.10%	40.91%	25.93%
获利能力					
毛利率	42.36%	41.99%	42.11%	41.98%	41.75%
净利率	16.35%	16.98%	16.84%	18.98%	19.36%
ROE	5.63%	6.42%	7.26%	9.64%	11.17%
ROIC	9.02%	13.42%	16.84%	21.18%	25.35%
偿债能力					
资产负债率	12.58%	12.98%	13.52%	12.34%	15.11%
净负债率	-34.08%	-35.52%	-38.97%	-41.27%	-45.67%
流动比率	6.46	5.85	5.46	6.20	5.00
速动比率	5.77	5.10	4.86	5.47	4.47
营运能力					
应收账款周转率	3.02	3.50	3.79	5.14	6.00
存货周转率	5.43	5.01	5.65	6.89	7.72
总资产周转率	0.30	0.34	0.39	0.46	0.52
每股指标（元）					
每股收益	2.58	3.14	3.76	5.30	6.67
每股经营现金流	3.41	3.90	5.75	7.60	7.99
每股净资产	45.81	48.91	51.76	54.91	59.69
估值比率					
市盈率	59.51	48.90	40.87	29.00	23.03
市净率	3.35	3.14	2.97	2.80	2.57
EV/EBITDA	9.95	10.15	20.14	15.81	12.96
EV/EBIT	13.04	12.73	26.58	19.97	15.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com