仅供内部参考，请勿外传

医药生物

报告日期：2026 年 10 月 26 日

“M 端”大考：康龙化成 CDMO 的六个信号灯

——从毛利率、管线转化到 FDA 合规，透视追赶头部 CDMO 的进度分析

分析师：孔令岩
执业证书号：S1230526080005
konglingyan@stocke.com.cn

分析师：杨陶然
执业证书号：S1230522100004
yangtaoran@stocke.com.cn

摘要

- **康龙化成（300759）作为 CXO 头部企业，长期以实验室服务见长，近年则加速向 CDMO 生产端渗透，局部正在追赶，整体仍与药明康德等 CDMO 龙头之间有差距。要判断其 CDMO 能力是否真正兑现、是否已形成头部竞争力，可重点观察几个“信号灯”：毛利率、项目管线、订单、资本开支&产能爬坡、FDA 合规记录和新分子布局。**

- **风险提示**
  投融资修复不及预期、产能利用率不及预期、下游商业化放量不及预期

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 CDMO 能力判断“信号灯”.....4
1.1 维度一：盈利指标，毛利率及其趋势.....4
1.2 维度二：项目管线与生态位指标，项目阶段分布及向后期转化速度.....4
1.3 维度三：订单能见度与结构质量.....5
1.4 维度四：资本开支和产能爬坡节奏.....5
1.5 维度五：FDA 合规记录.....5
1.6 维度六：新分子实体（多肽/ADC 等）平台和生产布局.....6

2 展望.....7

3 风险提示.....7
3.1 投融资修复不及预期.....7
3.2 产能利用率不及预期.....7
3.3 下游商业化放量不及预期.....7

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1： 药明康德 vs 康龙化成·毛利率对比（2021~2026H1） 4
图 2： 药明康德 vs 康龙化成·小分子 CDMO 项目管线阶段对比（2025 年） 4
图 3： 药明康德 vs 康龙化成·小分子反应釜体积对比（2025 年） 5
图 4： 药明康德 vs 康龙化成·创新药 API 商业化生产项目（2025 年） 6
图 5： 全球多肽治疗市场规模（2025 & 2033E） 6

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

1 CDMO 能力判断“信号灯”

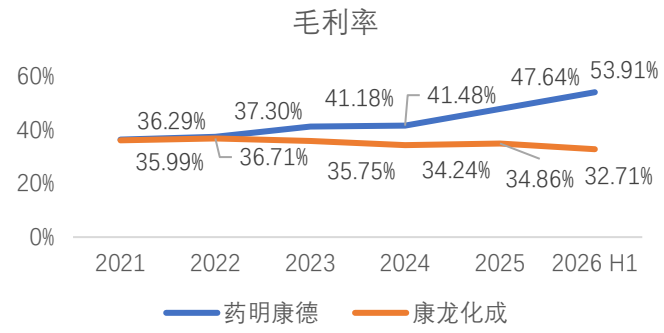
康龙化成（300759）作为 CXO 头部企业，长期以实验室服务见长，近年则加速向 CDMO 生产端渗透，局部正在追赶，整体仍与药明康德等 CDMO 龙头之间有差距。要判断其 CDMO 能力是否真正兑现、是否已形成头部竞争力，可重点观察几个“信号灯”：毛利率、项目管线、订单、资本开支&产能爬坡、FDA 合规记录和新分子布局。

1.1 维度一：盈利质量指标，毛利率及其趋势

康龙化成 2025 年小分子 CDMO 服务实现营收 34.8 亿元，公司毛利率 34.86%；2026 年上半年公司毛利率为 32.71%。药明康德 Chemistry 业务 2025 年小分子 D&M 收入 199.2 亿元，公司毛利率达 47.64%，2026 年上半年公司毛利率为 53.91%。两者差距从 2021 年的相差无几，到 2026 年相差约 21 个百分点，有一定差距。

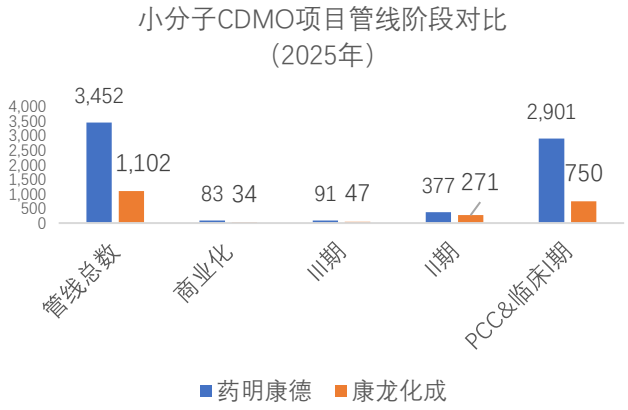
观察信号：康龙化成指出，小分子 CDMO 收入放量与项目结构后移，将共同驱动该板块毛利率上行。若毛利率逐步突破 40%+，可视为其“M”端能力兑现的重要信号——生产端能力大幅提升，CDMO 生产环节的竞争力随之增强。

图1：药明康德 vs 康龙化成·毛利率对比（2021~2026H1）



资料来源：wind，浙商证券产业研究院

图2：药明康德 vs 康龙化成·小分子 CDMO 项目管线阶段对比（2025 年）



资料来源：康龙化成&药明康德公司年报，浙商证券产业研究院

1.2 维度二：项目管线与生态位指标，项目阶段分布及向后期转化的速度。

截至 2025 年底，康龙化成小分子 CDMO 在手项目总数 1,102 个，其中工艺验证和商业化阶段项目由 2024 年底的 19 个增至 34 个（+79%），临床 III 期由 23 个增至 47 个。药明康德小分子 D&M 管线总数 3,452 个，商业化项目 83 个、临床 III 期 91 个。从“管线总数+商业化项目占总管线比重”看，康龙化成生态位仍处于“追赶但尚未逼近”阶段。

观察信号：未来两年内，临床 III 期项目能否以每年 30%以上的速度向工艺验证/商业化阶段迁移，以及每年新增商业化项目是否达到 5 个以上。若连续两年商业化项目数停滞不前，说明漏斗底部可能存在“堵点”，可能指向产能或合规交付能力的瓶颈。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

1.3 维度三：订单能见度与结构质量

在手订单是 CDMO 业务最直接的前瞻指标，但“总量”之外，订单的“阶段构成”和“客户类型构成”更能反映业务的真实质量。

药明康德 2025 年度在手订单 580 亿元，同比增长 28.8%，其中 TIDES（多肽/寡核苷酸）业务增长尤为强劲。康龙化成同期 CDMO 业务新签订单同比增长约 13%，实验室业务新签订单增长超过 12%。

康龙化成 2025 年新增客户超过 950 家，活跃客户超过 3,300 家，全球前 20 大制药企业客户收入同比增长 29.4%。MNC 客户收入增速显著高于整体增速，说明 CDMO 能力正在被高价值客户群认可。

观察信号：MNC 客户收入占比能否从 20%逐步提升至 30%以上，同时 CDMO 新签订单增速能否持续跑赢实验室服务新签订单增速。如果 CDMO 订单增速长期低于实验室业务，说明“M 端”的吸引力尚未形成独立驱动力，收入结构转型可能慢于预期。

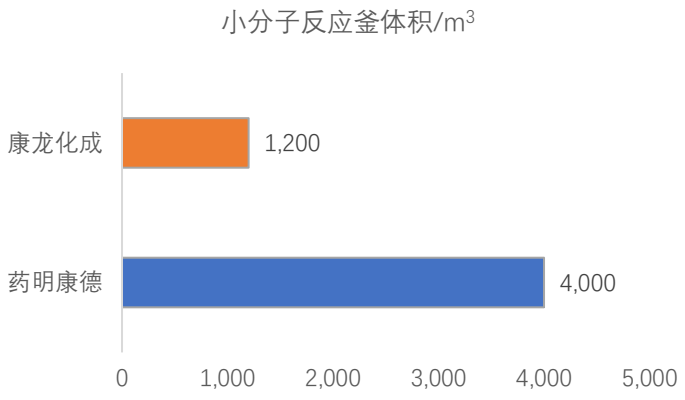
1.4 维度四：资本开支和产能爬坡节奏

康龙化成 2025 年底小分子原料药反应釜总体积 1,200 立方米，其中包括英国基地 100 立方米左右产能。另据金融界报道公司计划在浙江省绍兴市杭州湾上虞经济技术开发区内建设年产 200 吨医药中间体及原料药(包括治疗肥胖症、糖尿病、肿瘤等药物中间体及原料药)的生产能力。绍兴项目总投资人民币 30 亿元，一期工程预计将于 2028 年投入使用，二期工程预计将于 2030 年投入使用。

药明康德官网显示 2025 年底小分子原料药反应釜总体积已超 4,000 立方米，常州、泰兴及金山基地均以零缺陷通过 FDA 现场检查。产能与合规资质已经形成正向循环：产能越大，越能承接商业化大订单；合规记录越好，越能锁定 MNC 的长期供应协议。

观察信号：相比下，康龙化成的产能正处于建设爬坡中，2028 年后产能大幅度提升后，充足的产能将可以承接更多的项目，具有更大的增长弹性。

图3： 药明康德 vs 康龙化成 • 小分子反应釜体积对比（2025 年）



资料来源：康龙化成&药明康德公司年报，浙商证券产业研究院

1.5 维度五：FDA 合规记录

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

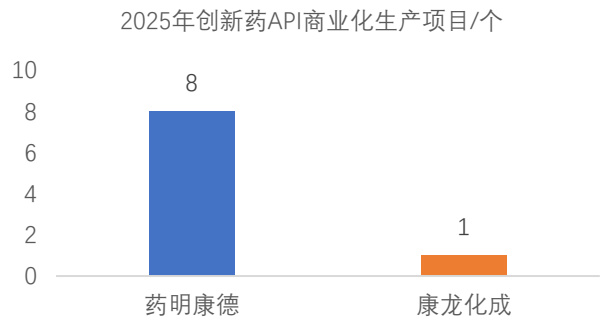
仅供内部参考，请勿外传

药明康德 2025 年支持了 8 个新药生产，根据药明康德在 2026 年 JPM 大会上的披露，其 2025 年支持了 FDA 批准的 30 个小分子新药中的 8 个，占比约 27%；过去五年，公司支持了约 21% 的 FDA 获批小分子新药。这是一个非常具体的“商业化合规项目”产出指标，直接体现了其从后期临床到商业化落地的体系化能力。药明康德的“8/30”代表的是已经常态化产出的商业化落地能力，其 CRDMO 漏斗每年都在稳定“出料”。

康龙化成年报显示 2025 年第四季度公司历史上首个供应美国市场的创新药 API 商业化生产项目获批，宁波和绍兴的 API 车间也历史性地通过了 FDA 批准前检查。

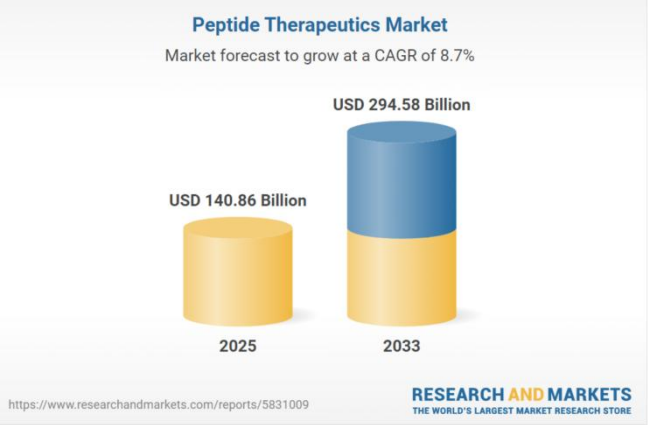
观察信号：康龙化成的“1 个”代表从 0 到 1 的能力认证，表明其合规体系和商业化产能已通过最严格的监管检验，但尚未形成规模化的获批产出记录。若每年能承接 3~5 个商业化 API 项目以支持新药生产，将证明其 GMP 工厂的合规能力，并使其“M”端竞争力生态位提升至更高层次。

图4：药明康德 vs 康龙化成·创新药 API 商业化生产项目（2025 年）



资料来源：2026 年药明康德 JPM 交流大会&康龙化成公司年报，浙商证券产业研究院

图5：全球多肽治疗市场规模（2025 & 2033E）



资料来源：Grand View Research，浙商证券产业研究院

1.6 维度六：新分子实体（多肽/ADC 等）平台和生产布局

GLP-1 受体激动剂（如司美格鲁肽、替尔泊肽）在减重和糖尿病领域的强劲商业表现，为整个肽类药物平台注入了信心，并推动了制药公司对该领域的研发投入。全球肽类治疗药物市场规模在 2025 年约为 1408.6 亿美元（图 5），预计到 2033 年将达到 2945.8 亿美元，2026 年至 2033 年的复合年增长率（CAGR）为 8.73%。随着主要疾病领域对靶向性和高效治疗方案需求的不断增长，该市场正稳步扩张。

药明康德 TIDES 业务 2025 年收入 113.7 亿元（+96.0%），收入占比已经达到 25%，多肽固相合成反应釜总体积超 10 万升。康龙化成在 ADC、多肽等新分子领域的生产服务能力仍处于补足阶段，公司 2026 年投资计划中已明确包含新分子实体能力建设。这是判断康龙能否在“第二增长曲线”上建立差异化的关键观察指标。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

2 展望

2026 年上半年，康龙化成 CDMO 订单延续 50%以上的快速增长，印证了“一体化+CRDMO 漏斗模式”在 M 端订单转化上的高效性。随着漏斗入口的早期项目逐步向后期推进至商业化阶段，漏斗末端的商业化 API 项目有望推动公司迈入成熟的 M 端市场，为整体收入打开更大弹性空间。与此同时，“从实验室走向车间”的一体化战略持续落地，将进一步夯实公司在 CXO 市场中——作为稀缺的“端到端”全流程玩家的头部地位。

3 风险提示

3.1 投融资修复不及预期

CXO 需求最终取决于药企可投入的研发资金。融资回暖传导到新增订单和收入存在滞后，利率与降息预期反复又会打断修复节奏。客户结构中中小 biotech 占比高的早期 CRO、临床 CRO 更敏感，订单改善可能只是低基数下的弱反弹，后续存在证伪风险

3.2 产能利用率不及预期

供给端扩产节奏快于需求端消化能力，低端小分子产能压力更集中，价格竞争加剧。利用率下行会推高单位固定成本，进而降价抢单、压缩毛利，而折旧和人工等刚性支出不变，盈利恶化可能自我强化。新兴技术平台的高端产能仍相对偏紧，风险分布并不均匀。

3.3 下游商业化放量不及预期

后期商业化生产订单取决于创新药上市后的实际销售，医院准入、招投标、医保谈判等环节带来不确定性，价格下修会压缩药企回报预期并影响后续订单。客户集中度高、单一品种依赖强的 CXO 更突出。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

版权声明

以上文章版权归属浙商证券股份有限公司（下称本公司）产业研究院所有。非获得本公司产业研究院书面授权，任何媒体、单位或个人不得将本文章的全部或部分内容发表或者变相发表于任何公开媒体上，也不得授权任何媒体、单位及个人刊载或转发。

免责声明

本文章由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。

本文章提供的信息咨询内容基于本公司产业研究院丰富的行业数据库及信息资源网络产生，文章中涉及的数据信息等仅作参考，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不担保所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本公司已采取一切合理手段确保信息内容中未涉及他人或任何第三方的机密信息，包括上市公司的重大非公开信息和任何可能影响股价的敏感信息。本文章所涉及的数据信息、分析预测等不代表本公司的任何投资建议，内容仅供参考，本文章不能作为使用方做出投资决策的依据，使用人应自主作出投资决策并自行承担所有投资风险。本公司不对基于本文章信息内容的使用和决定负责，包括且不仅限于投资决定、买卖公开发行的股票或者任何其他商业决策。

本公司其他部门专业人士可能会基于不同的数据信息来源、依据不同假设和标准、采用不同的分析方法等而口头或书面发表与本文章信息或意见建议不一致的评论内容或观点。本公司没有将此意见及建议向文章使用人员进行更新的义务。其他业务部门存在可能独立做出与本文章中的意见或建议不一致决策的情况。

本文章仅供本公司授权的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本文章内容而视其为本公司的当然客户。除本页条款外，本文章其他内容和任何表述均属不具有法律约束力的用语，不具有任何法律约束力，不构成法律协议的一部分，不应被视为构成向任何人士发出的要约或要约邀请，也不构成任何承诺。

浙商证券产业研究院

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券：https://www.stocke.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster