



康龙化成

300759.SZ

一体化 CXO 平台持续深化

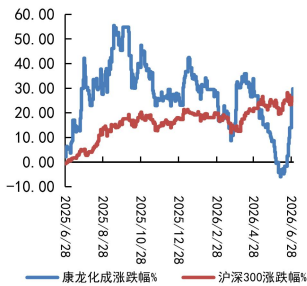
小分子 CDMO 商业化能力逐步验证

基础数据:

截至 2026 年 7 月 1 日

当前股价	29.97 元
投资评级	买入
评级变动	首次覆盖
总股本	18.37 亿股
流通 A 股	14.20 亿股
总市值	550.63 亿元
流通 A 股市值	425.58 亿元

相对市场表现:



分析师:

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 010-68085205

分析师 魏钰琪

weiyuqi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200525060001

联系电话: 010-68099389

公司地址:

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层

主要观点:

◆一体化 CXO 平台能力持续深化，实验室服务入口与小分子 CDMO 转化共同构筑增长主线。公司是国内领先的全流程、多疗法、一体化的 CXO 服务商，在中国、英国、美国和新加坡布局 28 个研发中心和生产基地，可为全球客户提供全流程一体化的药物研究、开发及生产服务。依托“全流程、一体化、国际化、多疗法”战略，公司持续巩固小分子药物研发与生产服务优势，并将服务能力拓展至多肽、寡核苷酸、ADC、大分子及细胞与基因治疗等新分子和新疗法领域。随着前端药物发现项目向后端 CMC 和商业化生产环节推进，公司一体化平台的客户黏性、项目延展和跨环节协同价值有望进一步体现。

◆收入规模持续扩张，扣非利润修复与订单加速验证增长延续性。2025 年，公司实现营业收入 140.95 亿元，同比增长 14.82%，收入增速重回双位数；扣非归母净利润 15.38 亿元，同比增长 38.85%，反映主营业务盈利能力有所改善。进入 2026 年，公司订单端增长进一步加快，2026Q1 新签订单同比增长超过 30%，为后续收入增长提供较强支撑。从业务结构看，公司已形成以实验室服务为基本盘、小分子 CDMO 服务为核心增长引擎、临床研究服务为重要补充、大分子和 CGT 服务为前瞻布局的多元业务结构。

◆行业需求修复与平台化趋势共振，一体化平台价值重新凸显。2022-2023 年全球 CXO 行业景气承压后，融资周期与高基数扰动逐步缓和，行业需求底部修复趋势渐明；同时，MNC 研发投入、中国创新药出海及新分子类型项目增长共同推动外包需求呈现结构性修复。随着客户供应商管理趋于精简、项目复杂度提升和全球合规要求强化，客户对 CXO 服务商的要求正从单一环节执行，转向跨阶段协同、质量体系、全球合规和项目交付确定性。一体化平台能够在相对统一的质



量体系和项目管理框架下推进跨阶段服务，降低数据移交摩擦和重复验证成本，具备客户基础、一体化平台深度和全球交付能力的头部公司有望承接更多高质量项目。

◆**实验室服务稳居公司第一大业务板块，前端项目入口的导流价值持续凸显。**实验室服务作为公司收入与客户拓展基本盘，覆盖药物发现、实验室化学、生物科学、DMPK/ADME、药理药效、安全性评价及生物分析等多个环节。2025 年，公司实验室服务实现收入 81.59 亿元，同比增长 15.78%，毛利率 45.10%，对应毛利约 36.79 亿元，占公司总毛利额的比例约 75.0%，仍为公司毛利贡献的核心基础。行业层面，实验室服务 CRO 的竞争重心正从单点服务报价、人员规模和交付效率，逐步转向多学科协同、全球质量体系和一体化项目承接能力；在供应商管理趋于精简、项目复杂度提升和全球合规要求强化的背景下，具备客户基础、平台深度和全球交付能力的头部公司有望承接更多高质量项目。公司实验室化学保持传统优势，生物科学与新分子类型打开增量空间，前端药物发现服务有望继续发挥客户入口与项目储备功能。

◆**小分子 CDMO 迈入项目兑现阶段，后期和商业化项目有望接力成长动能。**小分子 CDMO 服务承接前端项目向后端开发及生产阶段转化的需求，伴随客户项目向临床后期和商业化阶段推进，有望成为公司收入结构优化和增长动能释放的核心方向。行业层面，小分子 CDMO 的核心壁垒已由单纯产能与成本优势，逐步转向项目管线、质量体系、复杂工艺开发、全球监管合规及商业化交付能力的综合比拼。2025 年，公司小分子 CDMO 服务收入 34.83 亿元，同比增长 16.50%；截至 2025 年末，公司小分子 CDMO 服务项目包括 34 个工艺验证和商业化项目、47 个 III 期项目、271 个 I/II 期项目和 750 个临床前项目，项目结构持续向后期推进。宁波和绍兴 API 生产车间通过 FDA 审计，首个供应美国市场的创新药 API 项目获批，并与礼来公司签订口服 GLP-1 制剂 Orforglipron 商业化生产协议，商业化项目与国际监管验证陆续落地，后续产能爬坡和项目放量有望支撑该板块持续成长。



### 投资建议：

我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 20.15/25.00/30.33 亿元, EPS 分别为 1.10/1.36/1.65 元/股, 当前股价对应 PE 为 27/22/18 倍。考虑公司一体化 CXO 平台能力持续深化, 实验室服务基本盘稳固, 小分子 CDMO 项目结构向后期及商业化阶段推进, 商业化 API、制剂合作及国际监管验证等里程碑逐步落地, 有望支撑公司收入结构优化与盈利能力改善, 我们首次给予其“买入”评级。

### 风险提示：

汇率波动风险；海外政策、监管合规及质量体系风险；全球医药研发投入及创新药投融资恢复不及预期风险；小分子 CDMO 后期及商业化项目兑现不及预期风险；新产能投放、资本开支及利用率爬坡不及预期风险；临床研究服务、大分子和 CGT 服务盈利修复不及预期风险；商誉减值风险。

### 主要财务数据及预测：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,095.08	16,309.34	18,784.98	21,460.55
增长率(%)	14.82	15.71	15.18	14.24
归母净利润（百万元）	1,663.90	2,015.12	2,500.36	3,032.84
增长率(%)	-7.22	21.11	24.08	21.30
EPS（元/股）	0.91	1.10	1.36	1.65
市盈率（P/E）	33.09	27.32	22.02	18.15
市净率（P/B）	3.66	3.05	2.75	2.46

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



## 目录

<b>一、一体化 CXO 平台能力持续深化，实验室服务与小分子 CDMO 构筑增长主线</b>	<b>7</b>
1. 从小分子药物发现服务起步，逐步拓展为全流程、多疗法、一体化的 CXO 平台	7
2. 创始团队管理层共同实际控制，股权结构多元化支撑治理延续性	8
3. 财务分析：收入规模持续扩张，业务结构优化驱动盈利能力改善	10
<b>二、行业需求修复与平台化趋势共振，一体化平台价值重新凸显</b>	<b>16</b>
1. CXO 行业阶段性扰动逐步消化，需求底部修复趋势渐明	16
2. MNC 研发投入与中国创新药出海共振，外包需求修复更具结构性	17
3. 一体化平台优势凸显，高质量项目有望向头部 CXO 服务商倾斜	19
<b>三、实验室服务：收入基本盘稳固，前端项目入口价值持续凸显</b>	<b>21</b>
1. 实验室服务稳居公司第一大业务板块，构成收入与客户拓展基本盘	21
2. 实验室化学保持传统优势，生物科学与新分子类型打开增量空间	22
3. 实验室服务竞争格局：由价格竞争转向全球质量体系与平台化能力比拼	23
<b>四、小分子 CDMO 迈入项目兑现阶段，后期和商业化项目有望接力成长动能</b>	<b>25</b>
1. 小分子 CDMO 竞争格局：项目管线、质量体系与商业化交付能力构筑核心壁垒	25
2. 项目结构持续向后期推进，中期收入增长基础有望更趋稳固	26
3. 商业化项目与国际监管验证陆续落地，产能爬坡支撑后续交付能力	28
4. 新分子类型 CDMO 能力建设推进，前端复杂分子项目积累为中长期服务拓展奠定 基础	30
<b>五、风险提示</b>	<b>32</b>
<b>六、盈利预测（单位：百万元）</b>	<b>34</b>



## 图目录

图 1 : 公司的全球化研发生产网络布局 .....	7
图 2 : 公司发展历程与里程碑事件 .....	8
图 3 : 公司股权结构 (包括公司与实际控制人之间的产权及控制关系, 截至 2026Q1 末) .....	8
图 4 : 公司营业收入 (左轴) 及 YoY (右轴) .....	10
图 5 : 公司分季度营业收入 .....	10
图 6 : 公司归母净利润 (左轴) 及 YoY (右轴) .....	11
图 7 : 公司扣非归母净利润 (左轴) 及 YoY (右轴) .....	11
图 8 : 公司营业收入 (按业务结构拆分, 单位: 亿元) .....	12
图 9 : 公司营业收入结构 .....	12
图 10 : 公司各项业务毛利率 .....	12
图 11 : 使用公司多业务板块服务客户贡献收入及占比 .....	13
图 12 : 公司新增客户和原有客户贡献收入 .....	13
图 13 : 按客户类型拆分收入结构 .....	14
图 14 : 按区域拆分收入结构 .....	14
图 15 : 公司新签订单增速情况 .....	14
图 16 : 公司期间费用率变化情况 .....	15
图 17 : 全球生物医药融资规模及结构 (2016-2025 年) .....	16
图 18 : 全球 I-III 期临床试验启动数量 (2016-2025 年) .....	17
图 19 : 全球制药研发支出 (2015-2034E) .....	18
图 20 : 全球医药研发外包市场规模 (2015-2034E) .....	18
图 21 : 国内外一体化 CXO 平台竞争格局定位 .....	20
图 22 : 实验室服务收入 (左轴) 及占营收比例 (右轴) .....	21
图 23 : 实验室服务毛利额 (左轴) 及毛利率 (右轴) .....	21
图 24 : 公司实验室服务中生物科学收入占比 .....	22
图 25 : 公司实验室服务员工及化学研究员数量 .....	22
图 26 : 小分子 CDMO 服务收入 (左轴) 及占营收比例 (右轴) .....	27
图 27 : 小分子 CDMO 服务毛利额 (左轴) 及毛利率 (右轴) .....	27
图 28 : 公司小分子 CDMO 服务项目阶段分布变化 .....	28



## 表目录

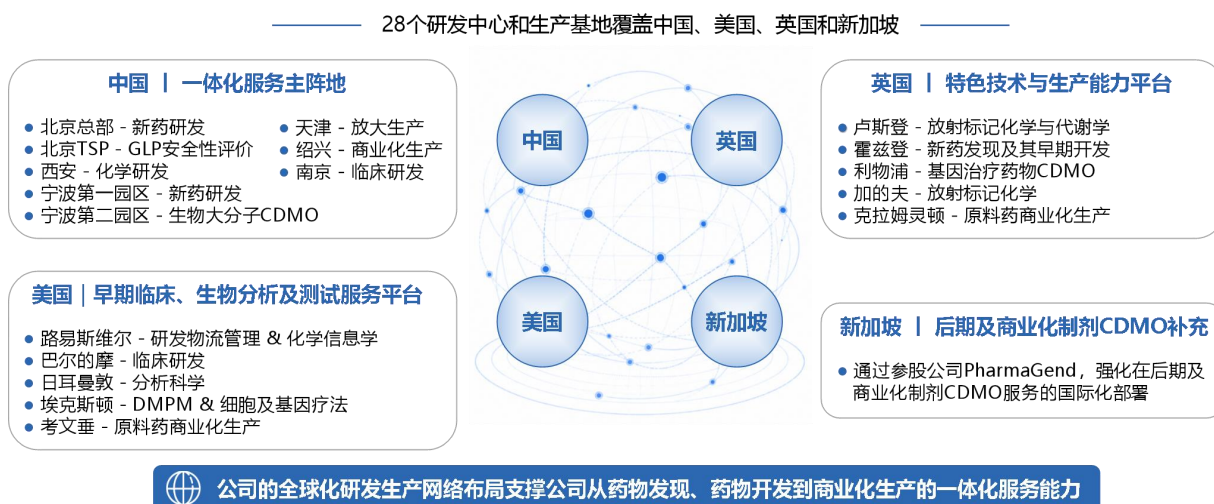
表 1：公司前十大股东持股情况（截至 2026Q1 末） .....	9
表 2：国内外主要 CRO 公司实验室服务链条覆盖对比 .....	23
表 3：国内外主要小分子 CDMO 服务企业竞争定位对比 .....	25
表 4：公司 CDMO（API 及制剂）的产能情况 .....	29
表 5：公司的新分子类型药物服务及 CDMO 能力 .....	31

## 一、一体化 CXO 平台能力持续深化，实验室服务与小分子 CDMO 构筑增长主线

### 1. 从小分子药物发现服务起步，逐步拓展为全流程、多疗法、一体化的 CXO 平台

公司是国内领先的全流程、多疗法、一体化的 CXO 服务商。公司总部位于北京，在中国、英国、美国和新加坡布局 28 个研发中心和生产基地，可为全球客户提供全流程一体化的药物研究、开发及生产服务。依托“全流程、一体化、国际化、多疗法”战略，公司在持续巩固小分子药物研发与生产服务优势的同时，服务能力逐步拓展至多肽、寡核苷酸、ADC、大分子及细胞与基因治疗（CGT）等新兴领域。随着业务布局由前端药物发现向 CMC（小分子 CDMO）、临床研究服务及商业化生产等后续开发环节延伸，公司逐步形成纵向覆盖研发阶段、横向协同多学科能力的综合服务平台，国际化交付能力和多疗法服务能力持续完善。

图 1：公司的全球化研发生产网络布局

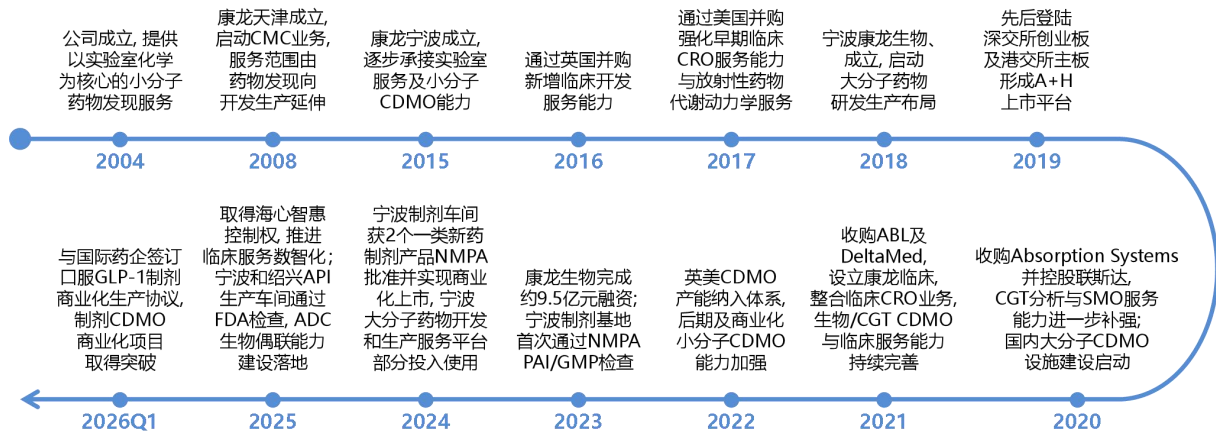


资料来源：公司公告，公司官网，长城国瑞证券研究所整理

从前端小分子药物发现服务，成长为一体化 CXO 平台。公司前身康龙有限成立于 2004 年，为康比医药与 Boliang Lou（楼柏良）先生共同出资设立的中外合资经营企业，于 2016 年整体变更设立为股份有限公司，并于 2019 年先后在深交所创业板和港交所主板上市，形成 A+H 上市平台。自成立以来，公司主要业务和核心技术的演变可主要分为四个阶段：**(1)起步期**：2004 年至 2008 年，公司主营业务聚焦于以实验室化学为核心的小分子药物发现 CRO 服务，逐步积累研发服务经验并拓展跨国药企客户。**(2)扩张期**：2008 年至 2013 年，随着业务规模持续扩大，公司服务范围逐步覆盖药物发现全领域，并向药物开发生产服务延伸，进一步完善产业链覆盖。**(3)快速发展期**：2014 年至 2018 年，公司依托自身业务拓展以及围绕合适标的开展收并购整合，持续推进业务布局并提升研发服务能力，业务进一步延伸至临床试验服务领域，CMC 体系逐步完善，临床前和临床药物代谢动力学检测等服务能力持续增强。**(4)一体化平台深化期**：2019 年

至今，公司在一体化 CXO 平台能力持续完善的基础上，进一步向多疗法、多基地方向延伸，一方面持续巩固小分子全流程研发生产服务体系的优势，另一方面加快布局大分子、ADC 及细胞与基因治疗等新分子和新疗法领域，推动中国、英国、美国及新加坡多地研发和生产资源协同，国际化平台型竞争优势持续强化。

图 2：公司发展历程与里程碑事件

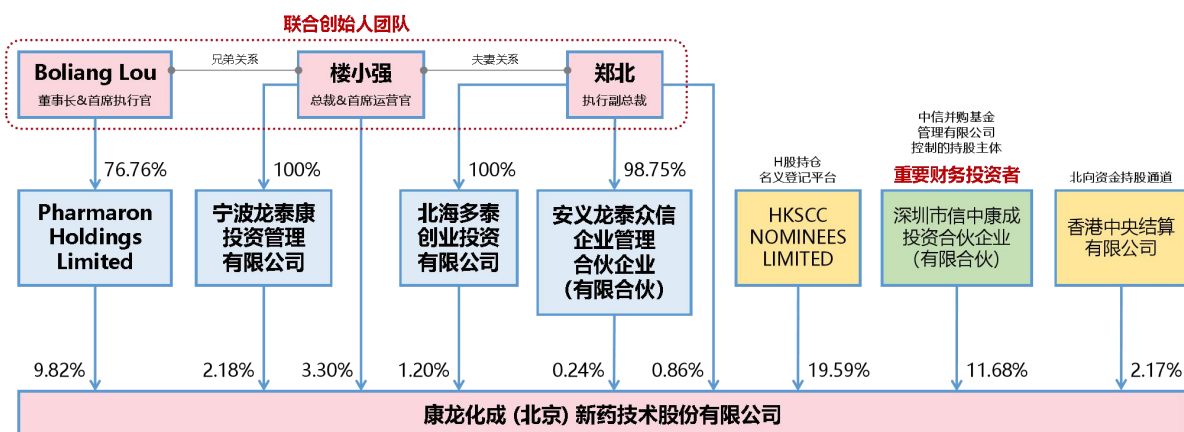


资料来源：公司公告，公司招股书，公司业绩演示材料，公司官网，Wind，长城国瑞证券研究所整理

## 2. 创始团队管理层共同实际控制，股权结构多元化支撑治理延续性

公司当前股权结构的核心特征为：无控股股东的格局下，由创始团队通过持股平台、核心管理岗位与长期协同关系维持共同实际控制。截至 2026Q1 末，公司不存在持股比例超过 50% 或对股东会决议产生重大影响的单一股东，因此无控股股东；与此同时，Boliang Lou、楼小强、郑北三人合计控制公司约 17.60% 股权，为公司实际控制人。从任职安排看，Boliang Lou 担任公司董事长兼首席执行官，楼小强担任公司首席运营官、总裁及执行董事，郑北担任执行副总裁，创始团队通过股权持有及核心管理岗位对公司治理和经营决策保持重要影响。整体来看，创始团队共同实际控制的治理结构有助于维持公司长期战略执行的连续性。

图 3：公司股权结构（包括公司与实际控制人之间的产权及控制关系，截至 2026Q1 末）



资料来源：公司公告，Wind，长城国瑞证券研究所



公司前十大股东结构呈现多元化特征，创始团队、财务投资者及境内外机构资金共同构成主要持股力量。截至 2026Q1 末，公司前十大股东合计持有 1,037,390,490 股，占总股本比例约 56.47%。从构成上看，前十大股东既包括 H 股名义持有人平台 (HKSCC NOMINEES LIMITED)，也包括创始团队及相关持股平台 (Pharmaron Holdings Limited、宁波龙泰康、北海多泰)，同时还包括公司的重要财务投资者 (信中康成)，以及主动公募、被动指数资金和北向资金通道。整体来看，公司前十大股东并非由单一类型资本主导，而是呈现出“创始人团队及相关平台+财务投资者+境内外机构资金”并存的混合型结构。

进一步看，创始团队相关持股平台稳定性较高，且为公司重要持股力量，有助于维持公司治理与战略执行的连续性；另一方面，中欧医疗健康等主动型公募、华宝中证医疗 ETF 等被动资金，以及香港中央结算有限公司所代表的北向资金在前十大股东中占有一定比例，因此公司的二级市场表现除受经营基本面变化影响外，也更容易受到医药板块风险偏好、跨市场资金流向及指数资金再平衡等多方面因素影响。作为 A+H 两地上市的 CXO 龙头企业，公司资本市场定价兼具基本面属性与资金面特征。

表 1：公司前十大股东持股情况（截至 2026Q1 末）

No.	股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股数量 (股)	期末参考市值 (亿元人民币)	质押、标记或冻结情况
1	HKSCC NOMINEES LIMITED	境外法人	19.59	359,943,380	100.71	——
2	深圳市信中康成投资合伙企业 (有限合伙)	境内非国有法人	11.68	214,597,333	60.04	——
3	PHARMARON HOLDINGS LIMITED	境外法人	9.82	180,496,500	50.50	——
4	中欧医疗健康混合型证券投资基金	其他	3.72	68,295,159	19.11	——
5	楼小强	境内自然人	3.30	60,540,050	16.94	质押 30,724,000 股
6	宁波龙泰康投资管理有限公司	境内非国有法人	2.18	40,135,026	11.23	质押 12,780,000 股
7	香港中央结算有限公司	境外法人	2.17	39,778,670	11.13	——
8	华宝中证医疗交易型开放式指数证券投资基金	其他	1.95	35,897,386	10.04	——
9	北海多泰创业投资有限公司	境内非国有法人	1.20	21,956,986	6.14	质押 3,190,000 股
10	郑北	境内自然人	0.86	15,750,000	4.41	质押 7,350,000 股
合计			56.47	1,037,390,490	290.26	——

资料来源：公司公告，Wind，长城国瑞证券研究所

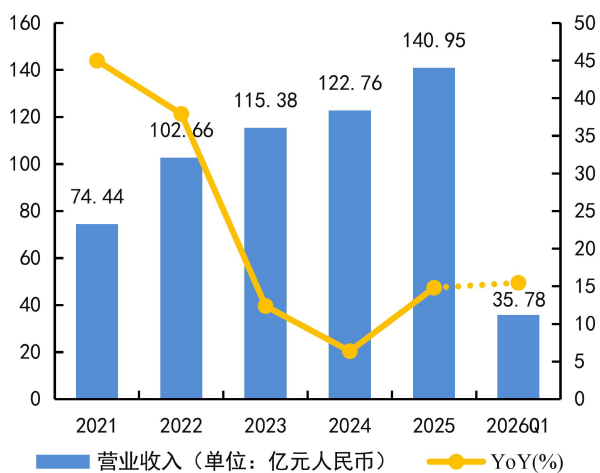
(1)上述股东关联关系或一致行动的说明：公司股东楼小强持有宁波龙泰康 100%的股权，楼小强的兄弟 Boliang Lou 为 Pharmaron Holdings Limited 的董事，楼小强的配偶郑北持有北海多泰创业投资有限公司 100%的股权。除上述情况以外，公司未知前 10 名股东之间是否存在关联关系或一致行动。(2)其他说明：上述股东中，公司股东楼小强持有有限售股 45,405,037 股，公司股东郑北持有有限售股 11,812,500 股，限售原因均为董高锁定股。

### 3. 财务分析：收入规模持续扩张，业务结构优化驱动盈利能力改善

#### 3.1 总体表现：收入规模稳健增长，扣非利润回升体现主营盈利修复

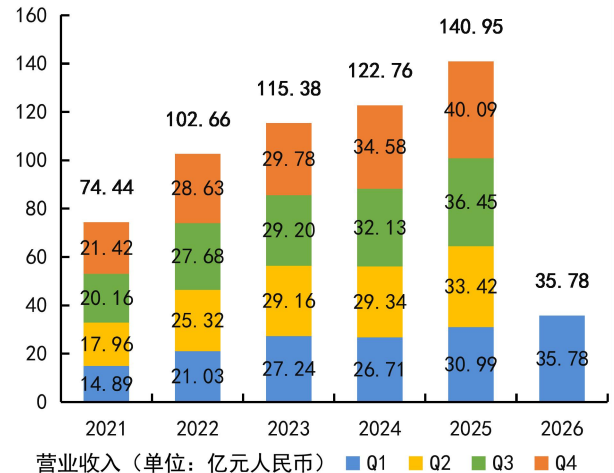
2021-2025 年收入规模持续扩张，2025 年收入增速重回双位数。2021-2025 年，公司营业收入由 74.44 亿元增长至 140.95 亿元，期间 CAGR=17.30%，收入规模实现连续增长。分阶段来看，2021-2022 年，在全球医药研发外包需求增长背景下，公司前期产能建设和服务能力扩张逐步转化为收入增长，收入分别同比增长 45.00%和 37.92%；2023-2024 年，受全球医药行业投融资阶段性调整、客户需求增速放缓等因素影响，收入增速回落至 12.39%和 6.39%，但仍保持正增长；2025 年，在新签订单增长、全球前 20 大制药企业客户收入提升以及项目管线持续推进的带动下，公司收入同比增长 14.82%，收入增速重新回到双位数水平。进一步从季度节奏看，2025Q1-Q4 公司收入分别为 30.99 亿元、33.42 亿元、36.45 亿元和 40.09 亿元，呈现逐季提升趋势；2026Q1 公司收入 35.78 亿元，同比增长 15.48%，且新签订单同比增长超过 30%，初步验证 2025 年以来收入增长趋势的延续，公司收入增长的持续性仍需结合后续订单交付和收入确认节奏进一步验证。

图 4：公司营业收入（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 5：公司分季度营业收入



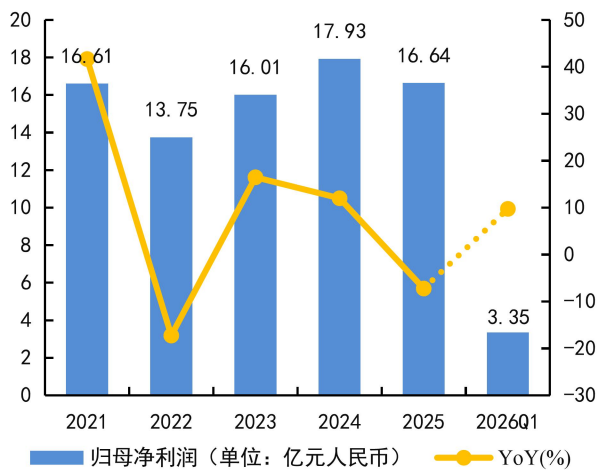
资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

归母净利润受非经常性损益扰动有所波动，扣非归母净利润改善反映盈利能力修复。

2021-2025 年，公司归母净利润分别为 16.61 亿元、13.75 亿元、16.01 亿元、17.93 亿元和 16.64 亿元，整体呈现阶段性波动；同期扣非归母净利润分别为 13.41 亿元、14.21 亿元、15.14 亿元、11.08 亿元和 15.38 亿元，2024 年明显承压后，于 2025 年恢复增长。具体来看，2024 年公司归母净利润同比增长 12.01%，但扣非归母净利润同比下降 26.82%，主要系处置参股公司 Proteologix, Inc. 股权、回购可转换债券及理财产品相关收益等非经常性损益贡献较多；2025 年公司归母净利润同比下降 7.22%，主要系上年同期处置 Proteologix, Inc. 股权产生较大投资收益

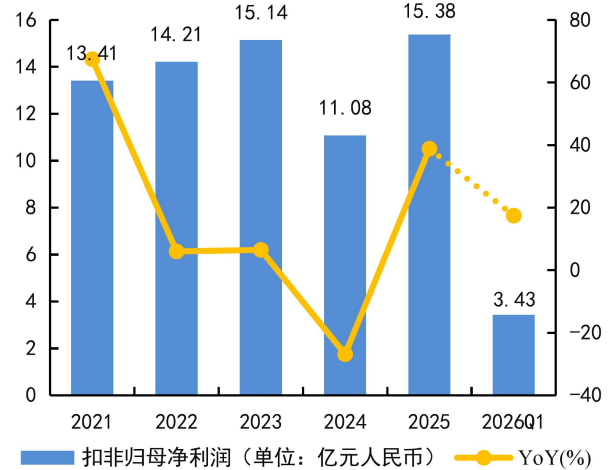
形成高基数，但扣非归母净利润同比增长 38.85%至 15.38 亿元，反映公司主营业务的盈利能力有所改善。从现金流端看，2025 年公司经营活动现金流量净额为 32.21 亿元，同比增长 25.01%，与扣非归母净利润改善方向一致，显示当年利润增长具备较好的现金流支撑。2026Q1 公司扣非归母净利润同比增长 17.45%至 3.43 亿元，但经营活动现金流量净额同比下降 29.13%至 6.04 亿元，主要系为支持业务交付，采购大幅增加所致，后续仍需关注采购备货、订单交付、收入确认与回款节奏对经营现金流的影响。

图 6：公司归母净利润（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 7：公司扣非归母净利润（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

### 3.2 分业务结构与盈利能力：实验室服务稳固基本盘，小分子 CDMO 服务贡献增长动能

公司主营业务涵盖四大板块，目前已形成以实验室服务为基本盘、小分子 CDMO 服务为核心增长引擎、临床研究服务为重要补充、大分子和细胞与基因治疗服务为前瞻布局的多元业务结构。2025 年，公司实现营业收入 140.95 亿元，其中实验室服务、小分子 CDMO 服务、临床研究服务及大分子和 CGT 服务收入占比分别为 57.88%、24.71%、13.88%和 3.37%。

从收入结构看：**(1)实验室服务**目前仍为公司收入核心，该板块作为药物发现和临床前研究阶段的前端入口，持续贡献稳定客户资源和项目储备。**(2)小分子 CDMO 服务**承接前端项目向后端开发及生产阶段转化的需求，伴随客户项目向临床后期和商业化阶段推进，有望成为公司收入结构优化和增长动能释放的核心方向。**(3)临床研究服务**已具备一定收入规模，但短期仍受国内价格竞争及订单结构影响，盈利改善节奏仍需观察。**(4)大分子和 CGT 服务**则更多体现公司围绕复杂分子和新疗法领域的长期能力储备，当前收入占比仍低，短期对公司收入增量和盈利能力改善的贡献仍相对有限。整体来看，公司业务结构已经从实验室服务主导逐步转向“实验室服务+小分子 CDMO 服务”双轮驱动，小分子 CDMO 服务收入占比提升、项目管线推进及商业化订单落地情况，将成为后续收入结构优化的核心变量。

图 8：公司营业收入（按业务结构拆分，单位：亿元）

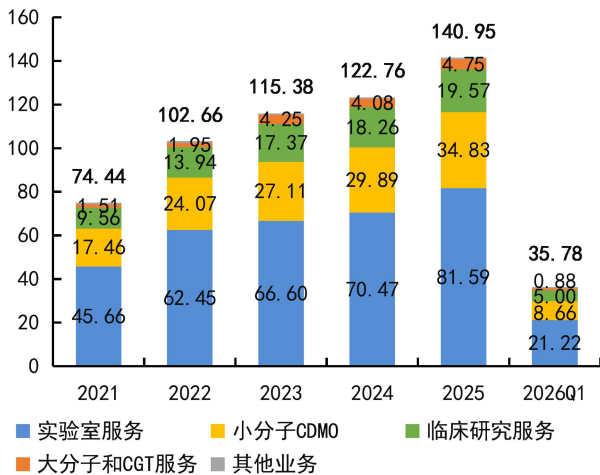
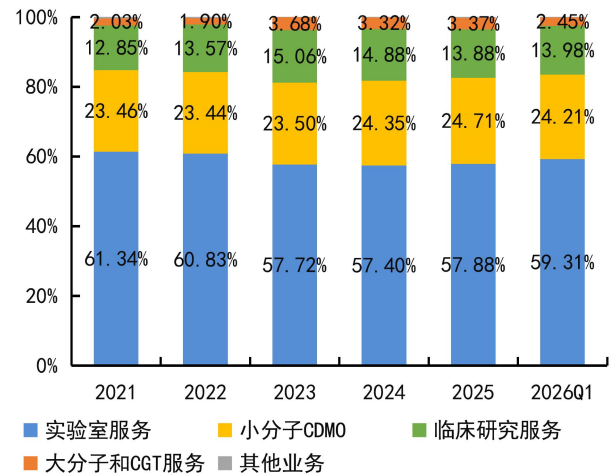


图 9：公司营业收入结构

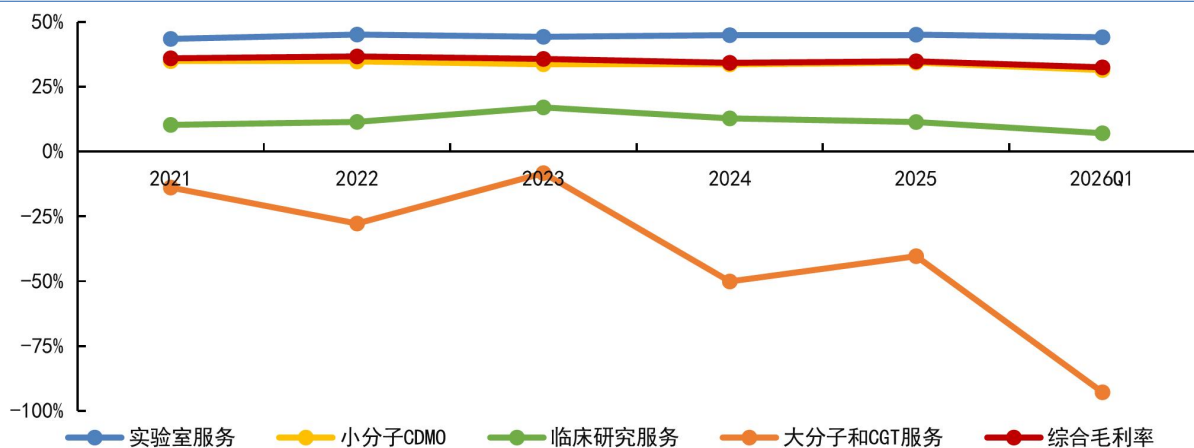


资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所

实验室服务维持较高毛利率水平，小分子 CDMO 服务毛利率改善是后续盈利能力提升的重要观察点。分业务看，公司盈利能力呈现较明显的板块分化特征。2025 年，实验室服务毛利率为 45.10%，仍显著高于其他业务板块，是公司毛利贡献的核心基础，体现出成熟前端业务较强的规模效应和盈利能力；小分子 CDMO 服务毛利率为 34.31%，同比提升 0.69pct，虽低于实验室服务，但伴随项目管线向临床后期及商业化阶段推进，收入规模扩大和项目结构优化有望带动其盈利能力继续改善。相比之下，临床研究服务毛利率为 11.41%，同比下降 1.41pct，仍处于相对低位，国内临床研究服务市场竞争、价格压力及订单结构是影响该板块盈利能力的重要因素；大分子和 CGT 服务毛利率为-40.31%，虽同比提升 9.76pct，但仍为负值，该业务目前仍处于投入和爬坡阶段，相关工厂运营成本及折旧摊销较高，对公司整体盈利能力形成一定拖累。整体来看，公司当前盈利基本盘仍由实验室服务支撑，而后续盈利能力改善的关键在于小分子 CDMO 服务规模效应释放及项目结构优化带来的毛利率改善；临床研究服务毛利率修复、大分子和 CGT 亏损收窄仍需时间验证。

图 10：公司各项业务毛利率

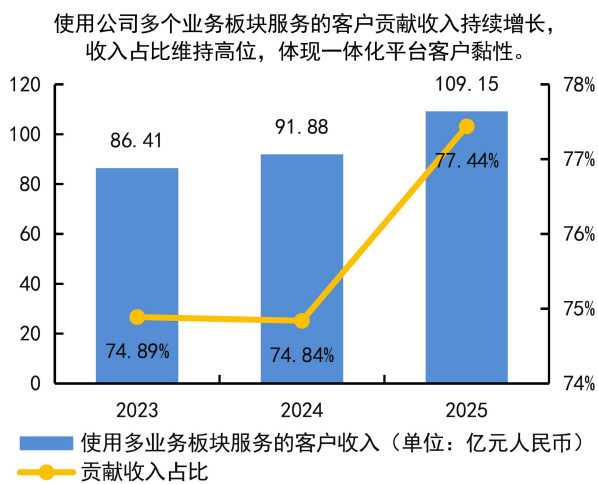


资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所

### 3.3 客户结构：全球前 20 大药企客户贡献提升，存量客户合作持续深化

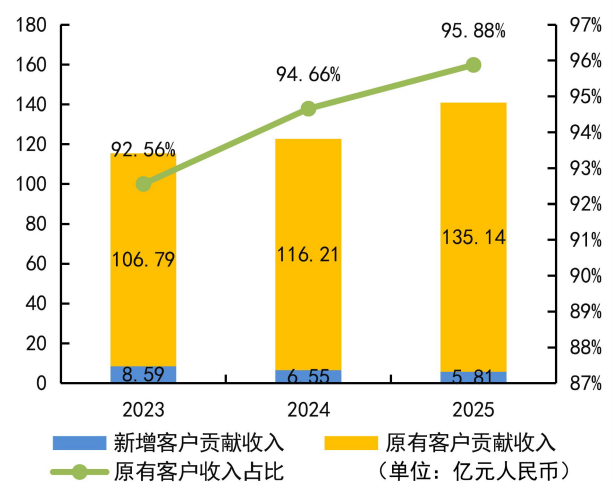
公司客户基础较为广泛，原有客户贡献占比较高，多业务板块交叉服务体现平台客户黏性。2025 年，公司服务全球客户超过 3,300 家，其中使用公司多个业务板块服务的客户贡献收入 109.15 亿元，占公司营收的 77.44%；新增客户超过 950 家，贡献收入 5.81 亿元，占公司营收的 4.12%；原有客户贡献收入 135.14 亿元，同比增长 16.30%，占公司营收的 95.88%。从客户结构看，公司收入主要来自存量客户持续合作和多业务板块交叉转化，体现出全流程一体化平台在客户留存和服务延伸方面的优势。

图 11：使用公司多业务板块服务客户贡献收入及占比



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 12：公司新增客户和原有客户贡献收入

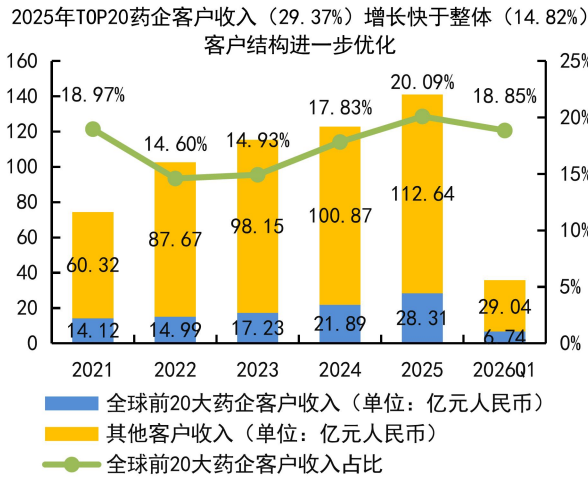


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

全球前 20 大药企客户收入较快增长，带动客户结构优化。2025 年，公司来自全球前 20 大药企客户的收入为 28.31 亿元，同比增长 29.37%，增速显著高于公司整体收入增速（14.82%），占营收 20.09%。2026Q1，公司来自全球前 20 大药企客户的收入为 6.74 亿元，同比增长 47.98%，占营收 18.85%，延续较快增长趋势。全球大型药企通常具备更稳定的研发预算和更长周期的项目合作需求，TOP20 药企客户收入较快增长有助于优化公司客户结构，并提升后续项目延展和订单持续性。

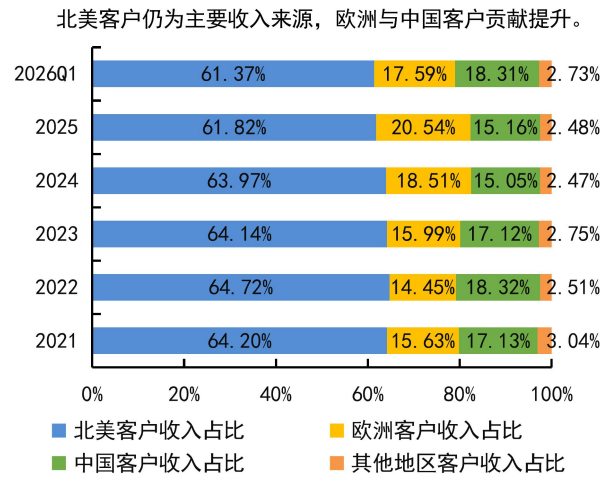
区域结构仍以北美客户为主，中国客户收入贡献有所改善。2025 年，公司来自北美客户收入 87.14 亿元，同比增长 10.97%，占营收 61.82%，仍为公司最大收入来源；欧洲客户收入 28.95 亿元，同比增长 27.42%，占比提升至 20.54%；中国客户收入 21.37 亿元，同比增长 15.69%，占比为 15.16%。2026Q1，公司来自北美、欧洲和中国客户收入分别同比增长 9.61%、10.66%和 43.41%，其中中国客户收入增速较快，占比提升至 18.31%。整体来看，公司仍具有较强国际化收入属性，北美客户为主要收入来源；同时中国客户贡献自 2025 年以来恢复增长，收入区域结构趋于更加均衡。

图 13：按客户类型拆分收入结构



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 14：按区域拆分收入结构

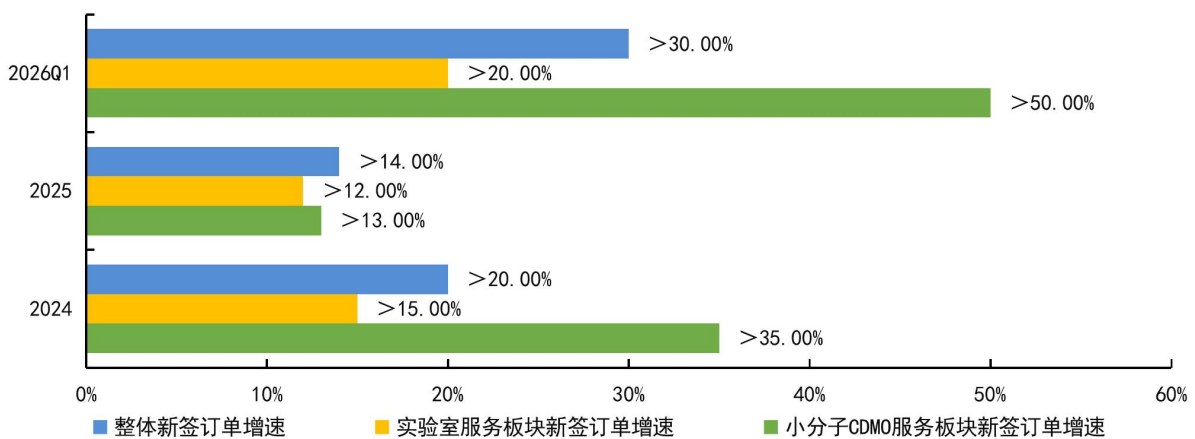


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

### 3.4 订单情况：整体新签订单保持增长，小分子 CDMO 服务新签订单表现突出

整体新签订单延续增长，为后续收入增长提供较强支撑。2025 年，公司新签订单同比增长超 14%，与收入同比增长（14.82%）的趋势基本匹配；进入 2026 年，公司订单端增长进一步加快，2026Q1 新签订单同比增长超 30%，明显高于同期收入增速（15.48%），显示公司订单储备对后续收入增长形成一定支撑。分板块来看，**(1)实验室服务订单保持较快增长**：2025 年，公司实验室服务新签订单同比增长约 12%；2026Q1 同比增长超 20%，反映前端研发服务需求仍具备较强韧性。**(2)小分子 CDMO 服务新签订单表现突出**：2025 年，公司小分子 CDMO 服务新签订单同比增长约 13%，增速较前三季度有所放缓，主要由于大规模生产订单签订时点影响，该订单已于 2026Q1 完成签订；2026Q1 同比增长超 50%，主要受大规模生产订单签订带动。小分子 CDMO 订单高增进一步强化该板块在公司后续增长中的重要性，但其对收入和盈利能力的贡献仍取决于项目交付节奏、产能匹配及商业化订单兑现情况。

图 15：公司新签订单增速情况



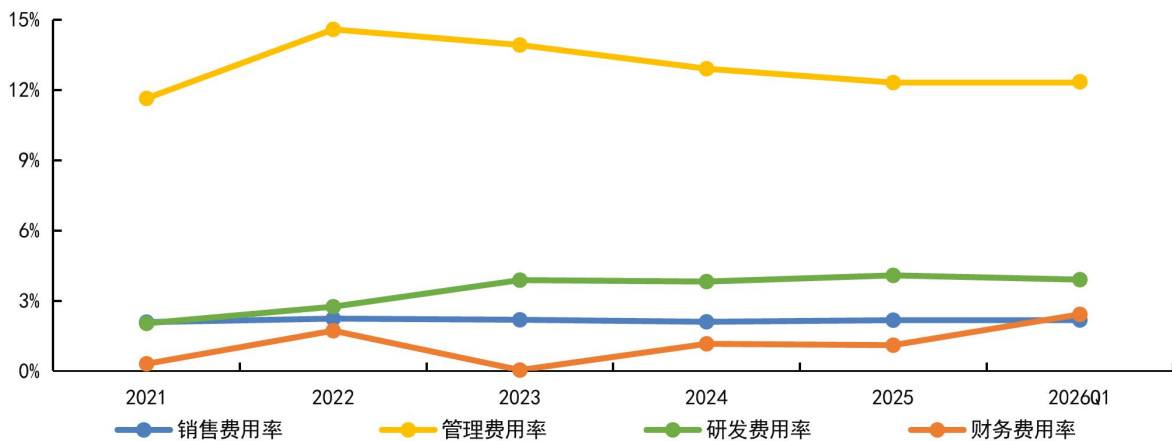
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



### 3.5 期间费用率整体保持稳定，汇率波动加大财务费用扰动

公司销售、管理及研发费用率整体保持相对稳定，财务费用率波动更为明显。从期间费用率变化看，2021-2026Q1，公司销售费用率基本维持在2%左右，整体处于较低水平，主要由于公司所处的CXO行业以B2B项目制服务为主，客户拓展更多依赖技术平台、质量体系、项目交付能力和战略客户合作深度，销售费用投入强度相对可控。管理费用率在2022年有所抬升后逐步回落，2025年及2026Q1均处于12%左右，反映随着收入规模扩张，人员管理、园区运营、质量体系及全球化运营相关成本逐步被摊薄。研发费用率自2022年以来整体稳定在4%左右，主要围绕新分子类型服务能力、工艺技术平台、自动化及数字化能力等方向持续投入，为公司长期服务能力拓展提供支撑。

图 16：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

财务费用率波动较为明显，汇率因素是短期利润端的重要扰动变量。公司财务费用主要受利息收支及汇兑损益的影响。由于公司海外客户收入占比较高，且主要以美元等外币计价，人民币兑美元等汇率波动不仅会影响收入折算和毛利率表现，也会通过汇兑损益影响财务费用，进而对利润端形成阶段性扰动。2025H1，公司财务费用同比增长69.37%，主要系汇兑损失增加所致；进入2026年，财务费用扰动进一步显现，2026Q1公司财务费用为8,673.40万元，较2025Q1的4,657.77万元明显增加，财务费用率由1.50%提升至2.42%，结合公司2026Q1外汇相关亏损同比扩大的情况，汇率波动对财务费用及利润端的阶段性扰动仍需关注。

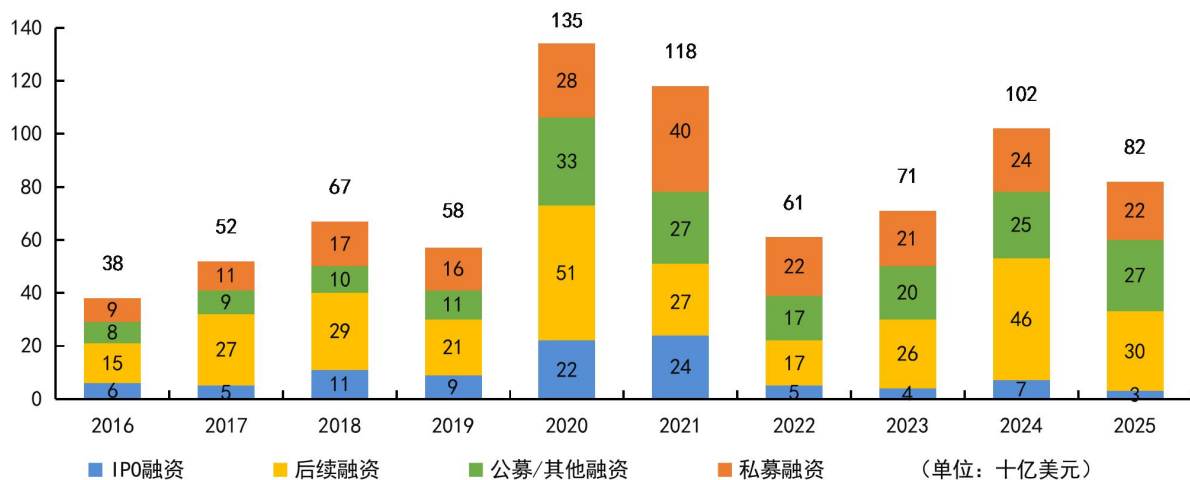
整体来看，公司费用率表现较为稳定，销售、管理和研发费用率后续有望随收入规模扩张保持平稳或体现一定规模效应；财务费用则需重点关注汇率假设和外币敞口变化。考虑公司海外业务占比较高，若人民币阶段性升值，可能从收入折算、毛利率及汇兑损益多个维度影响利润表现；若后续汇率趋于稳定或外汇套期保值对冲效果改善，财务费用扰动有望缓和。

## 二、行业需求修复与平台化趋势共振，一体化平台价值重新凸显

### 1. CXO 行业阶段性扰动逐步消化，需求底部修复趋势渐明

融资周期与高基数扰动逐步缓和，2025 年全球生物制药融资虽较 2024 年有所回落，但仍处于相对健康区间。2022-2023 年，全球 CXO 行业景气承压，主要源于全球生物制药融资自 2020-2021 年高位大幅回落及疫情相关非常规需求消退；但该承压阶段已在 2024 年前后明显改观。根据 IQVIA/BioWorld 的数据，2025 年全球生物制药融资总额为 820 亿美元，虽较 2024 年有所放缓，但仍较疫情前平均水平高出 44%；过去五年（2021-2025 年）融资总额达 4,340 亿美元，较前五年（2015-2019 年）的 2,830 亿美元提升 53%。尽管全球生物医药 IPO 融资仍处于低位，但私募与公募/其他融资保持稳定，行业整体资金面并未重新回到 2022-2023 年的低谷状态，有助于推动早期研发投入和新项目立项节奏逐步恢复，叠加大型药企研发投入维持高位，CXO 需求底部修复基础逐步夯实。

图 17：全球生物医药融资规模及结构（2016-2025 年）

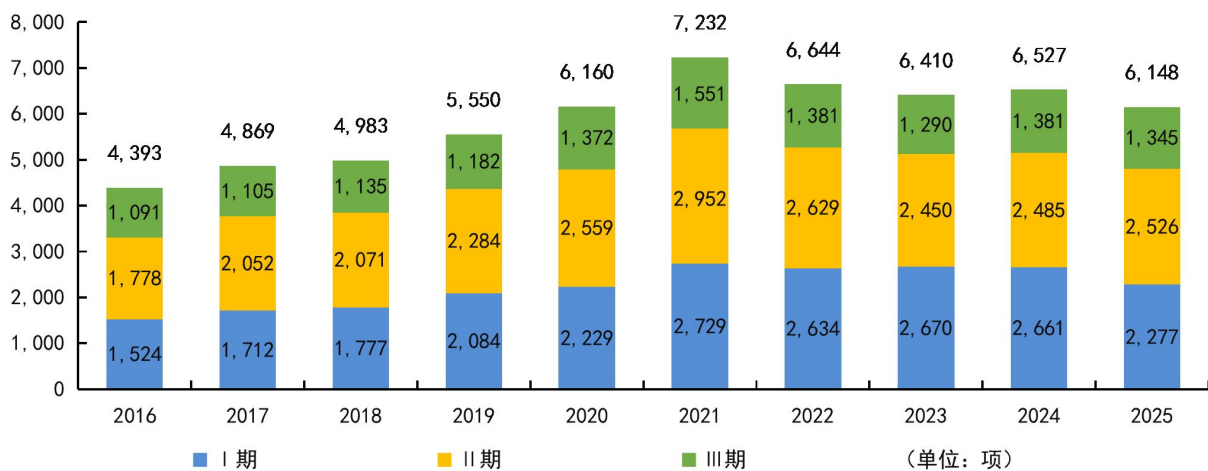


资料来源：IQVIA, BioWorld, 长城国瑞证券研究所

临床研发活动维持高位，进一步印证 CXO 需求修复趋势。根据 IQVIA/Citeline 数据，2025 年全球 I-III 期临床试验启动数量为 6,148 项，虽较 2024 年下降 6%，但较疫情前 2019 年仍增长 11%；分阶段看，I 期、II 期和 III 期临床试验启动量较 2019 年分别增长 9%、11%和 14%，显示全球临床研发活动仍处于高于疫情前的活跃水平。考虑到临床试验启动是药企管线推进和研发预算投放的重要体现，临床活动维持高位意味着研发外包需求的底部支撑仍然较强。与 2020—2021 年由流动性和 biotech 融资高景气驱动的扩张周期不同，本轮需求修复的主要动力或更多来自跨国药企管线补充压力下战略外包需求的持续提升，以及中国创新药国际化带来的增量服务需求。需求驱动结构的变化，使本轮修复更强调质量体系、全球合规、项目管理和跨阶段服务能力，并为一体化 CXO 平台价值重新凸显提供铺垫。



图 18：全球 I-III 期临床试验启动数量（2016-2025 年）



资料来源：IQVIA, Citeline, 长城国瑞证券研究所

## 2. MNC 研发投入与中国创新药出海共振，外包需求修复更具结构性

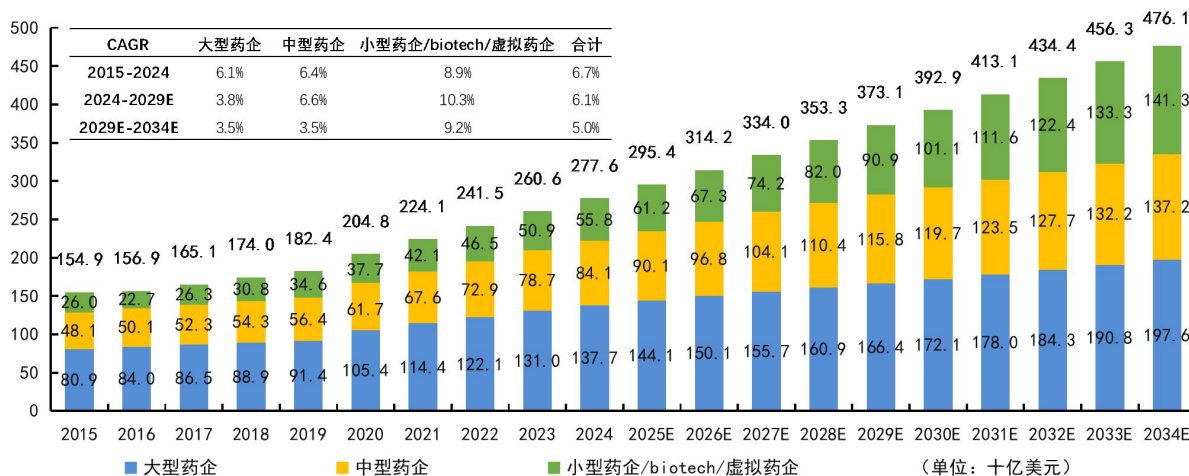
在 CXO 行业需求底部修复的基础上，本轮需求回升更体现为驱动结构切换。不同于 2020-2021 年由 biotech 融资高景气带动早期项目快速扩张的情形，当前外包需求的修复主要来自大型药企研发投入保持韧性、产业链专业化分工深化，以及中国创新药国际化带来的新增服务需求。上述变化意味着，本轮修复并非低端外包量的简单恢复，而更偏向高质量客户、高价值项目和高确定性交付，对服务商的全球合规体系、跨阶段服务能力和项目管理经验提出更高要求。

专利悬崖强化大型药企管线补充压力，外部创新与专业化外包的战略价值持续提升。未来数年专利到期压力仍将是推动大型药企加快管线补充的重要行业背景，根据 Evaluate 分析，到 2030 年大型药企或将面临高达 3,000 亿美元的潜在销售损失。面对较大规模的收入缺口和管线补充压力，大型药企在维持内部研发能力的同时，更倾向于通过外部创新获取、授权合作、并购整合和专业化外包提升管线补充效率及研发资本配置效率。在此背景下，CXO 服务不再只是阶段性的成本压降工具，而是在复杂研发环境下帮助药企提升研发效率、优化资源配置和增强项目推进确定性的重要外部能力。根据 Frost & Sullivan 数据，全球医药研发支出预计在 2024-2029 年保持约 6.1% 的复合增长，大型及中型药企当前仍贡献约 80% 的研发支出；与此同时，全球 CRO 外包渗透率已在 2024 年超过 50%，并预计到 2034 年提升至 65% 以上。研发投入维持高位保障了大型药企需求基础的稳定性，外包渗透率持续提升则反映专业化分工深化仍在推进，共同支撑大型药企外包需求的中长期韧性。从市场规模来看，全球医药研发外包市场预计将保持快于整体研发支出的增长节奏。2024 年全球医药研发外包市场规模约为 1,365 亿美元，预计至 2029 年增至约 2,395 亿美元，对应 2024-2029 年 CAGR 约为 11.9%，显著高于同期



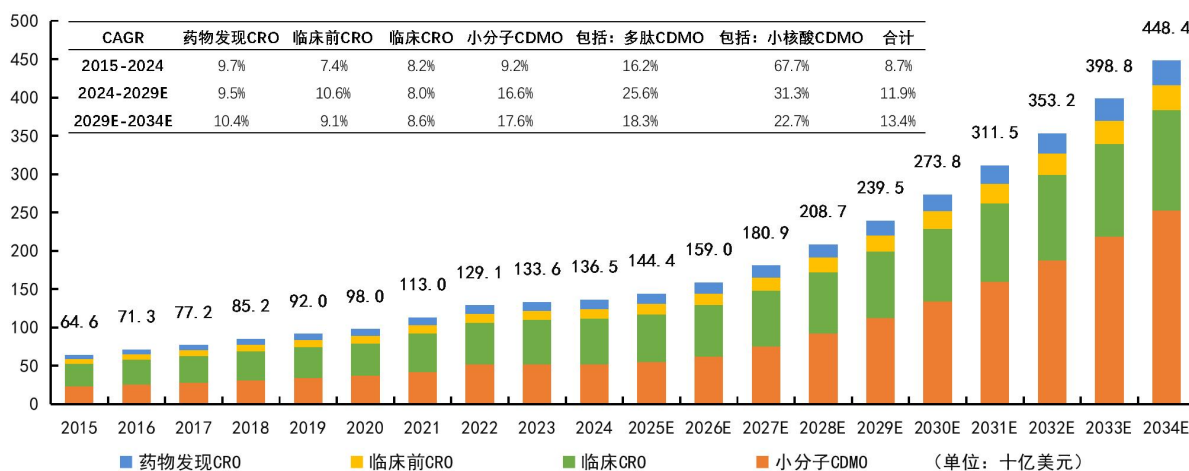
整体医药研发支出约 6.1% 的增速；其中新分子类型相关的 CDMO 细分市场增速尤为突出，多肽 CDMO 和寡核苷酸 CDMO 的 2024-2029 年复合增速分别约达 25.6% 和 31.3%，反映出需求结构升级对高技术壁垒服务环节的拉动效应。

图 19：全球制药研发支出（2015-2034E）



资料来源：Frost & Sullivan，药明康德公开演示材料，长城国瑞证券研究所

图 20：全球医药研发外包市场规模（2015-2034E）



资料来源：Frost & Sullivan，药明康德公开演示材料，长城国瑞证券研究所

中国创新药国际化加速，带动临床前、CMC、临床开发与注册生产等全链条服务需求提升。IQVIA 数据显示，2025 年共有 94 笔涉及中国企业或资产的国际并购及授权交易，其中 68 笔与北美或欧洲合作伙伴相关；中国研发资产的收购或授权已成为显著且持续增长的趋势。随着中国创新药走向“全球授权、全球开发、全球注册”，项目从立项、临床前研究、CMC 开发到临床试验设计和注册申报均需更早满足 FDA、EMA 等国际监管体系要求，由此带动高质量、跨区域、跨阶段外包需求释放。对于资源相对有限的创新药企业而言，具备国际合规体系、跨阶段服务能力和全球交付经验的一体化 CXO 平台，有望在中国创新药全球化进程中承接更多临床前、CMC、临床开发与注册申报的增量需求，提升在客户管线推进过程中的参与深度。

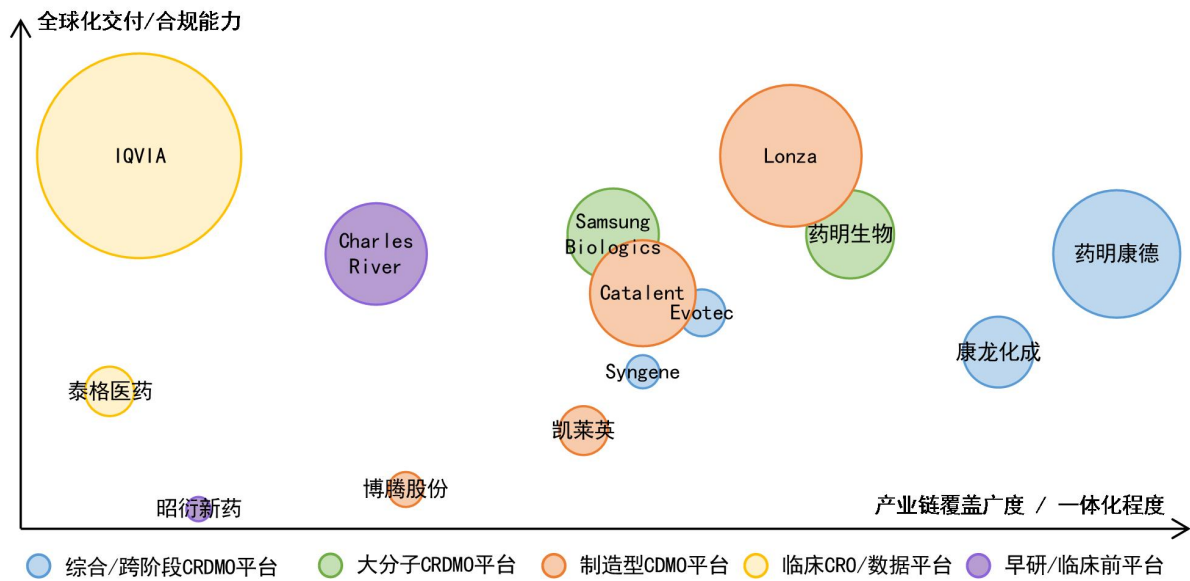
### 3. 一体化平台优势凸显，高质量项目有望向头部 CXO 服务商倾斜

一体化外包模式有助于提升客户研发效率与合作黏性，复杂项目需求下平台型 CXO 服务价值进一步凸显。随着 MNC 战略外包和中国创新药国际化需求提升，客户对 CXO 服务商的要求正从单一环节执行，逐步转向跨阶段协同、质量体系、全球合规和项目交付确定性。一体化平台能够在相对统一的质量体系和项目管理框架下推进跨阶段服务，使早期研究阶段积累的化合物特性、安全性评价、工艺参数和分析方法等信息更顺畅地导入后续开发环节，降低数据移交摩擦和重复验证成本；随着合作深入，服务商在客户项目中沉淀的历史数据、工艺路径和质量控制参数亦将持续强化客户粘性，推动合作关系由单项目委托向多阶段、多业务线延伸。在研发项目复杂度提升、客户供应商管理趋于精简的背景下，高质量项目和核心客户资源有望进一步向具备跨阶段协同、质量体系 and 全球交付能力的一体化平台型 CXO 服务商倾斜。

从全球竞争格局看，一体化 CXO 平台并非单一形态，而是围绕不同产业链环节形成差异化平台化路径。海外头部企业通常基于自身优势环节向上下游延伸：(1)IQVIA、ICON 等临床 CRO 及数据平台依托全球临床执行网络、真实世界数据和数字化系统，在临床运营、数据管理、注册支持和商业化服务环节形成壁垒；(2)Lonza、Catalent、Samsung Biologics 等制造型 CDMO 平台围绕生物药、复杂制剂、ADC/偶联药物、新疗法及商业化生产环节构建规模化交付能力；(3)Charles River 以研究模型、药物发现、非临床评价和制造质量支持为核心，形成早研及临床前平台优势；(4)Evotec、Syngene 等则更多体现为以早期研发能力为基础，向开发和制造服务延伸的跨阶段研发平台。相比而言，中国头部 CXO 企业的一体化路径更多由化学和早期研发能力向后端 CMC/CDMO 延伸，竞争重心集中在药物发现、临床前研究、工艺开发、临床用药生产及商业化生产之间的纵向衔接能力

中国 CXO 行业已逐步形成“综合平台+垂直龙头”的分层竞争格局，头部企业在不同环节形成差异化定位。药明康德布局药物发现、测试、化学开发和生产等多环节，作为国内领先的综合型 CRDMO 平台具有突出的规模优势；药明生物聚焦大分子生物药 CRDMO，在大分子发现、开发及商业化生产环节形成端到端服务能力；凯莱英、博腾股份等企业主要围绕小分子 CDMO 及新分子类型工艺开发与生产构建差异化优势；泰格医药在临床 CRO 环节具备较强临床运营、SMO、数据统计和注册服务能力；昭衍新药则在非临床安全性评价领域具有较强行业地位。整体来看，国内头部 CXO 服务商已不再单纯依靠单点产能或成本优势竞争，而是围绕各自优势环节向上下游延伸，平台化、专业化与全球化能力成为竞争分化的重要方向。

图 21：国内外一体化 CXO 平台竞争格局定位



资料来源：各公司公告，公开报道，长城国瑞证券研究所

注：(1)横轴为产业链覆盖广度及一体化程度，主要参考企业在药物发现、临床前、CMC、CDMO、临床 CRO 及新分子类型等环节的覆盖情况；纵轴为全球化交付/合规能力，主要参考企业海外收入、海外运营布局、国际客户结构及全球监管合规经验；气泡大小按各公司最新完整财年收入折算为美元后近似表示，仅用于示意比较，不代表单项业务能力或全球综合排名。

(2)Catalent 因已私有化，采用 FY2024 最新完整年度收入；Syngene 采用 FY2025 财年收入；Lonza 采用剔除拟退出 CHI 业务（偏胶囊、健康营养成分等）后的持续经营 CDMO 业务的收入口径。

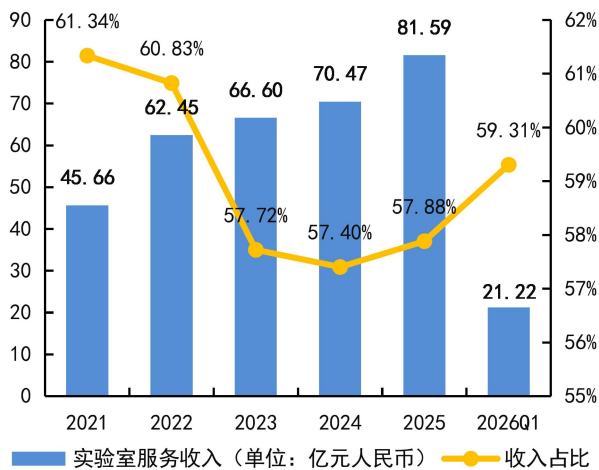
公司的一体化平台价值主要体现在早期项目入口向后端开发生产的持续转化。与后端 CDMO、临床 CRO 或非临床安评等垂直龙头相比，公司差异化在于以实验室服务为核心入口，向小分子 CMC/CDMO、临床研究服务以及大分子和 CGT 服务延伸，形成以早期研发能力为基础、前后端协同推进的一体化服务体系。公司实验室服务长期作为业务基本盘，能够在药物发现和临床前阶段较早介入客户项目，并在项目推进过程中沉淀化合物性质、安全性评价、工艺路线、分析方法和质量研究等信息，为后续 CMC 开发及 CDMO 生产承接提供基础。随着客户项目从早期研发向临床后期及商业化阶段推进，平台内跨阶段衔接能力有望提升客户粘性，并支撑公司小分子 CDMO 业务收入占比和盈利能力持续提升。尤其在 MNC 战略外包需求增强、中国创新药出海项目增多以及复杂分子类型研发需求提升的背景下，具备多学科协同、全球质量体系 and 跨阶段交付能力的一体化平台，有望在优质订单和核心客户资源竞争中获得更高份额。

### 三、实验室服务：收入基本盘稳固，前端项目入口价值持续凸显

#### 1. 实验室服务稳居公司第一大业务板块，构成收入与客户拓展基本盘

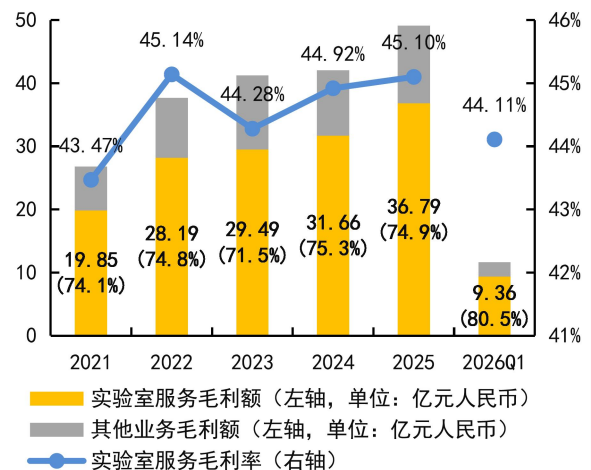
实验室服务收入保持稳健增长，毛利贡献构成公司盈利基本盘。2025 年，公司实验室服务实现收入 81.59 亿元，同比增长 15.78%，增速略高于公司整体收入增速（14.82%），占公司总收入 57.88%，稳居第一大业务板块。盈利能力方面，2025 年实验室服务毛利率为 45.10%，同比提升 0.18pct，维持四大业务板块中较高水平，体现该板块在收入扩张过程中仍保持较为稳健的盈利基础。从毛利贡献看，2025 年实验室服务毛利绝对额约为 36.79 亿元，占公司总毛利额的比例约为 75.0%；2026Q1，实验室服务毛利额约为 9.36 亿元，毛利贡献占比进一步提升至约 80.5%。尽管该比例受到大分子和 CGT 服务阶段性毛利为负等因素影响，但仍可反映实验室服务在公司盈利结构中的核心支撑作用。

图 22：实验室服务收入（左轴）及占营收比例（右轴）



资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所

图 23：实验室服务毛利额（左轴）及毛利率（右轴）



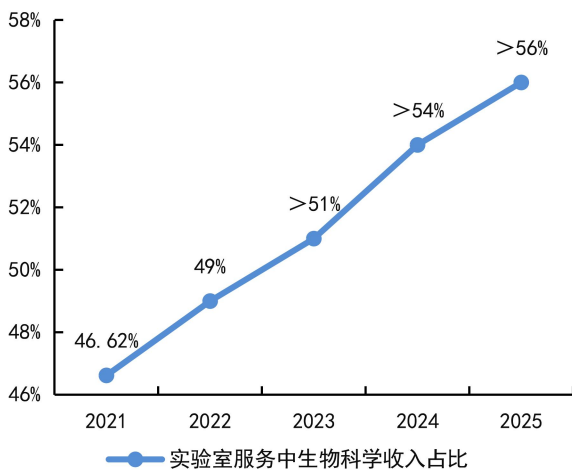
资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所  
注：2026Q1 为单季度数据，与年度毛利率数据可比性有限。

实验室服务处于药物研发早期环节，是公司一体化平台的重要项目入口。从药物研发流程来看，实验室服务主要覆盖药物发现及临床前研究阶段，是公司较早介入客户项目、建立合作关系并沉淀项目理解的关键环节。随着项目由早期发现向后续开发阶段推进，部分客户需求有望进一步延伸至 CMC 工艺开发、小分子 CDMO 生产及临床研究服务等环节，从而带动公司不同业务板块之间形成协同。2025 年，公司小分子 CDMO 服务超过 84% 的收入来自药物发现服务的现有客户，在一定程度上体现前端实验室服务对后端 CDMO 业务的客户导流和项目转化作用。由此看，实验室服务不仅是公司当前收入和利润的重要来源，也是公司全流程一体化服务平台发挥协同价值的重要前端支点。

## 2. 实验室化学保持传统优势，生物科学与新分子类型打开增量空间

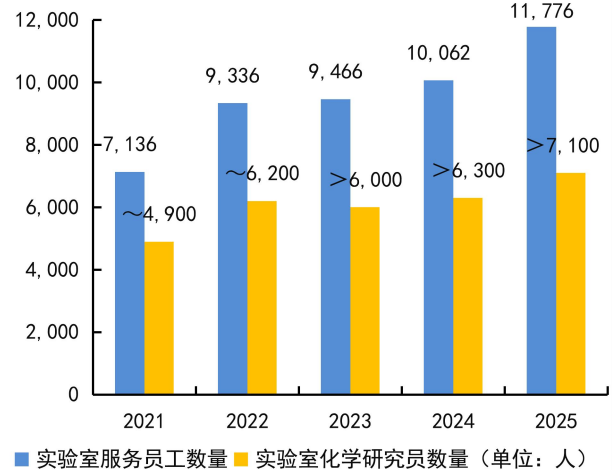
生物科学收入占比持续提升，实验室服务内部结构向协同体系升级。公司实验室服务涵盖实验室化学和生物科学两大方向，其中实验室化学是公司的传统优势业务，服务内容覆盖药物化学、合成化学、生物有机化学、分析及纯化化学和计算机辅助药物设计等。截至2025年末，公司拥有超过7,100名实验室化学研究员，为公司维持实验室化学服务交付能力、承接多类型药物发现项目提供人员和经验基础。生物科学服务则覆盖体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学及药物安全性评价等环节，为客户提供靶点确认、结构生物学、构效关系研究、候选化合物确认及成药性研究等服务。2021-2025年，公司实验室服务中生物科学收入占比由46.62%提升至超过56%，已成为实验室服务的主要收入来源，反映公司药物发现服务能力正由传统化学合成优势，向化学合成、生物评价、成药性研究等多环节协同体系延伸。

图 24：公司实验室服务中生物科学收入占比



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所  
注：2023-2025年为公司披露的“超过”口径，图中按51%、54%、56%作趋势示意。

图 25：公司实验室服务员工及化学研究员数量



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所  
注：实验室化学研究员数量为公司披露的“近/超过”口径，图中按披露基准数作示意，不用于精确同比测算。

新分子类型打开服务增量空间，AI与自动化应用提升研发交付效率。在小分子业务的技术优势基础上，公司实验室服务持续拓展新分子实体研发服务能力，覆盖多肽、寡核苷酸、抗体、蛋白、ADC以及CGT产品等相关早期研发需求，服务内容涵盖从早期筛选到临床前申报的全流程。相较于传统小分子项目，新分子类型在合成、表征、生物评价、药代及安全性研究等环节通常对服务平台的综合能力提出更高要求，有助于提升单项目服务深度和客户合作粘性。同时，公司积极推进AI与自动化技术在实验室化学和生物科学环节的应用，并加强“智慧实验室”、新方法学、类器官和器官芯片等平台建设，相关布局有望提升研发效率和交付质量。由此看，实验室服务的增长驱动正在从单纯人员规模扩张，逐步转向技术平台升级、项目复杂度提升和研发效率优化，进而增强公司在前端药物发现服务中的长期竞争力。

### 3. 实验室服务竞争格局：由价格竞争转向全球质量体系与平台化能力比拼

实验室服务 CRO 竞争重心正在从单点服务能力，转向跨环节协同、全球质量体系与一体化项目承接能力。实验室服务覆盖药物发现、实验室化学、生物科学、DMPK/ADME/生物分析、药理药效、安全性评价及 CMC 衔接等环节，各公司因业务基础、客户结构和服务链条不同，形成了差异化竞争路径：

海外实验室服务市场发展更成熟，头部公司通常围绕优势环节构建平台化服务能力：Charles River 是以研究模型、DMPK、药效及安评毒理为核心的“药物发现-临床前评价”一体化平台；Evotec 更偏靶点驱动和早期药物发现，强调药物化学、计算化学、DMPK 及体内外药理协同；Labcorp 则主要定位于中央实验室、生物分析、临床样本检测及临床阶段药物开发支持。

国内 CRO/CXO 企业则主要从实验室化学、研发人员规模、项目响应效率和成本优势等不同环节切入全球创新药研发链条，并在客户合作深化过程中向生物科学、CMC/CDMO 等环节延伸：药明康德和康龙化成代表从药物发现向后端开发制造衔接的全链条平台，美迪西侧重药物发现与临床前研究一体化，昭衍新药、益诺思等则以非临床评价和安评能力为核心。

在 MNC 战略外包比例提升、研发项目复杂度上升及 biotech 客户资金使用效率要求提高的背景下，客户筛选服务商的标准已不再局限于单项报价、人员规模和响应速度，而更重视服务商能否在统一质量体系和项目管理框架下完成跨阶段、连续性的研发服务交付。

表 2：国内外主要 CRO 公司实验室服务链条覆盖对比

分类/公司	2025 年 相关业务收入	靶点 验证	苗头 化合物 发现	先导 化合物 优化	DMPK /ADME	体内外 药效	安全性 评价	IND 申报 支持	CMC /CDMO 衔接
<b>一、药物发现 - 临床前 - CMC/CDMO 全链条一体化平台型</b>									
康龙化成 300759.SZ 03759.HK	81.59 亿元人民币 (实验室服务)	●	●	●	●	●	●	●	●
药明康德 603259.SH 02359.HK	119.0 亿元人民币 (小分子药物发现 R 业务 +测试业务+生物学业务)	●	●	●	●	●	●	●	●
<b>二、药物发现 - 临床前一体化平台型</b>									
美迪西 688202.SH	11.63 亿元人民币 (公司总收入)	○	●	●	●	●	●	●	○
Charles River CRL.N	24.03 亿美元 (Discovery & Safety Assessment)	○	●	●	●	●	●	●	○
Evotec EVO.O	5.289 亿欧元 (Discovery & Preclinical)	●	●	●	●	●	○	○	○



EVT.DF	Development)								
<b>三、非临床评价/安评型</b>									
昭衍新药 603127.SH 06127.HK	15.77 亿元人民币 (药物非临床研究服务)	○	○	○	●	●	●	●	△
益诺思 688710.SH	7.81 亿元人民币 (非临床 CRO 业务)	△	△	△	●	●	●	●	△
<b>四、实验室检测/中央实验室偏重型</b>									
方达控股 01521.HK	2.567 亿美元 (公司总收入)	△	○	○	●	○	○	●	○
Labcorp LH.N	30.982 亿美元 (Biopharma Laboratory Services)	△	△	○	○	△	○	○	△

资料来源：各公司公告，各公司官网，长城国瑞证券研究所整理

- 强覆盖：该环节是公司核心能力或公开披露中长期深耕的重点方向；
- 部分覆盖：该环节有布局、有服务能力，但不是最核心竞争优势，或覆盖深度相对有限；
- △ 弱覆盖/非核心：并非公司核心实验室服务方向，或主要依赖外部协同。

注：本表选取药物发现、临床前研究、实验室检测及开发支持领域具有代表性的国内外 CRO 平台进行对比，重点比较药物发现至临床前评价及 CMC/CDMO 衔接能力，不构成全球实验室服务市场全部参与者清单。各公司相关业务口径差异较大，收入仅用于量级参考，不构成严格可比。

国内实验室服务 CRO 竞争有所加剧，行业分化方向更有利于具备客户基础、平台深度和全球交付能力的头部公司。过去几年，受全球医药融资环境波动、本土创新药企业资金约束及项目筛选趋严等因素影响，国内实验室服务 CRO 需求呈现结构性分化；对于客户结构偏本土 biotech、服务链条较短、能力布局相对单一的实验室服务 CRO 而言，其经营表现更容易受到项目节奏放缓和单价下行影响。相比之下，平台型 CRO 具备更深的客户池、更丰富的服务环节和更长的项目承接周期，能够在早期药物发现阶段建立客户粘性，并通过 DMPK、药效评价、安全性评价及后续 CMC/CDMO 服务延长项目生命周期，从而在一定程度上稀释单一环节价格波动对收入和盈利能力的影响。随着客户供应商管理趋于精简、质量合规要求持续提高，头部平台凭借更完整的服务体系、更稳定的交付记录和更高的跨区域服务能力，有望承接更多高质量项目，行业份额亦有望继续向平台型企业集中。

公司的实验室服务处于中国头部、全球前列位置，其差异化优势在于前端药物发现入口、持续强化的生物科学能力，以及后端小分子 CDMO 导流能力。相较服务环节相对单一的实验室服务 CRO，公司实验室服务不仅覆盖实验室化学和生物科学等早期研发关键环节，也能够通过一体化平台将客户项目进一步延伸至 CMC 服务和小分子 CDMO 业务。2025 年，公司小分子 CDMO 超过 84% 的收入来自药物发现服务现有客户，验证了实验室服务作为前端项目入口的战略价值。后续随着复杂分子项目需求提升、全球质量体系要求强化及客户供应链稳定性诉求提高，实验室服务有望继续承担公司收入基本盘与一体化平台项目入口的双重角色。

## 四、小分子 CDMO 迈入项目兑现阶段，后期和商业化项目有望接力成长动能

### 1. 小分子 CDMO 竞争格局：项目管线、质量体系与商业化交付能力构筑核心壁垒

小分子 CDMO 竞争正在由产能与成本比拼，转向项目管线、工艺开发、质量体系和商业化交付能力的综合竞争。小分子 CDMO 服务覆盖早期工艺路线开发、工艺优化、分析方法开发、临床用药生产、验证批/注册批生产以及商业化供应等多个环节。随着创新药项目向临床后期及商业化阶段推进，CDMO 服务商在质量体系、供应可靠性和商业化生产经验方面的差异将进一步放大，行业竞争也逐步从“谁能生产”转向“谁能长期、稳定、合规地支撑客户项目推进”。

从代表性企业能力侧重看，国内外小分子 CDMO 企业已形成不同竞争路径：海外龙头更偏全球商业化供应网络和多法域质量体系，国内头部企业则在工程化效率、项目响应速度、一体化平台及特色工艺能力方面持续强化布局，具体来看：

海外龙头更侧重全球商业化供应网络和多法域质量体系，是小分子 CDMO 高端商业化能力的重要参照。Lonza、Thermo Fisher/Patheon、Siegfried、CordenPharma、Cambrex 等海外企业在高端商业化生产、多区域产能布局和复杂工艺交付方面积累较深。海外龙头的优势主要体现在全球商业化项目执行记录、多法域质量体系 and 跨区域供应能力上。

国内头部平台依托工程化效率和项目响应速度持续提升在全球创新药供应链中的参与度，但各家能力侧重不同。药明康德/合全药业依托 CRDMO 一体化平台，在国内小分子研发生产一体化服务中形成明显领先优势，项目管线规模和后期项目密度均居国内前列；凯莱英在连续反应、生物催化及商业化项目交付方面积累较深；博腾股份在小分子原料药 CDMO 和高活化合物及中美两地联动方面具备特色；九洲药业则兼具特色原料药底盘和创新药 CDMO 项目承接能力。整体来看，国内头部 CDMO 企业正由偏中间体/API 制造，逐步向临床后期、商业化项目及更高技术壁垒环节延伸。

表 3：国内外主要小分子 CDMO 服务企业竞争定位对比

公司	2025 年相关业务收入	核心竞争力
药明康德 合全药业 <sup>(1)</sup> 603259.SH / 2359.HK	199.2 亿元人民币 (小分子 D&M 业务)	全球化小分子 CRDMO 头部平台，优势在于超大规模项目管线、从药物发现到工艺开发及商业化生产的一体化承接能力，以及突出的临床后期和商业化项目储备。
康龙化成 300759.SZ / 3759.HK	34.83 亿元人民币 (小分子 CDMO 业务)	依托实验室服务和药物发现入口向 CMC 环节导流，核心特征是前端客户基础与小分子 CDMO 后端承接协同，并通过中英美生产网络和 FDA/商业化 API 项目验证持续补齐后期交付能力。
凯莱英 002821.SZ / 6821.HK	47.35 亿元人民币 (小分子 CDMO 业务)	技术驱动型小分子 CDMO 平台，优势在高通量筛选、连续化学、光电化学等工艺技术，一流运营及质量体系，以及较丰富的临床后期和商业化项目交付经验。



博腾股份 300363.SZ	30.92 亿元人民币 (小分子原料药业务) 1.50 亿元人民币 (小分子制剂业务)	以小分子 API/中间体 CDMO 为核心, 优势在工艺路线开发、定制化生产及多类型化学工艺技术积累, 并具备一定临床后期和商业化项目基础; 但整体规模和全球平台化能力相较头部平台仍有差距。
九洲药业 603456.SH	41.76 亿元 (CDMO 业务) <sup>(2)</sup>	特色原料药与 CDMO 双轮驱动, 优势在成熟 API 商业化供应、国际化合规生产体系、绿色制药技术平台, 以及较丰富的临床后期和商业化 CDMO 项目储备。
Lonza LONN.SIX	16.11 亿瑞士法郎 (Advanced Synthesis) <sup>(3)</sup>	全球高端 CDMO 平台代表, Advanced Synthesis 覆盖 Small Molecules 与 Bioconjugates, 优势在全球 cGMP 生产网络、复杂小分子/HPAPI 与生物偶联能力, 以及丰富的临床后期和商业化项目交付经验。
Thermo Fisher (Patheon) <sup>(4)</sup> TMO.N	未单独披露 Patheon 或小分子 CDMO 收入 <sup>(4)</sup>	全球综合型药物开发与生产服务平台, 优势在制剂开发与生产、临床供应、商业化药物制造及全球客户网络; 小分子 CDMO 是其 Pharma Services 能力的一部分, 但未单独披露收入。
Siegfried SFZN.SIX	9.163 亿瑞士法郎 (Drug Substances) <sup>(5)</sup>	欧洲 API 与制剂一体化 CDMO 平台, 优势在商业化 API 供应、受控物质生产、API 与制剂端到端服务能力, 以及全球多基地 cGMP 合规生产体系。
SK pharmteco	未披露 <sup>(6)</sup>	SK Inc. 旗下全球 CDMO 平台, 优势在欧美及韩国小分子生产基地、API/中间体商业化生产、高活小分子及 ADC payload/linker 能力, 并向病毒载体/基因治疗制造服务延伸。
Divi's Laboratories NSE: DIVISLAB	未单独披露 <sup>(7)</sup>	印度大型 API/中间体及定制合成企业, 优势在 API-only 模式、后向一体化、成本效率、规模化化学合成和商业化 API 供应, 并深度参与全球仿制药及创新药供应链。

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 长城国瑞证券研究所整理

(1)合全药业为药明康德旗下小分子药物工艺研发、开发与生产服务的核心平台, 相关业务主要对应药明康德的化学业务 (WuXi Chemistry) 下的小分子 D&M 业务口径。

(2)九洲药业 2025 年报披露的“合同定制类”收入为 CDMO 相关宽口径, 相关业务覆盖小分子化学药物、多肽药物、偶联药物和小核酸药物等服务, 公司未单独披露纯小分子 CDMO 收入。

(3)Lonza 的 Advanced Synthesis 包含 Small Molecules 与 Bioconjugates 两大技术平台, 覆盖小分子 API/HPAPI、ADC/生物偶联、linker-payload、复杂化学和粒子工程等服务; 该口径宽于普遍意义上的小分子 CDMO。

(4)Patheon 于 2017 年被 Thermo Fisher 收购, 现作为其旗下 CDMO / Pharma Services 服务品牌, 非独立上市公司; Thermo Fisher 未单独披露 Patheon 或小分子 CDMO 收入; 可参考 Pharma Services 收入 71.42 亿美元 (该口径覆盖小分子和大分子药物的开发、生产及临床试验服务, 不等同于 Patheon 或单纯的小分子 CDMO 收入), 亦可参考 LPBS 分部收入 239.84 亿美元 (包括药物开发、临床研究、临床试验服务和商业化药物生产等外包服务, 仅作为集团相关业务分部的更宽口径参考)。

(5)Siegfried 的 Drug Substances 口径主要覆盖 API、中间体及受控物质的开发与生产, 包括 exclusive synthesis/custom API manufacturing 及 API portfolio offering, 不等同于单纯的小分子 CDMO 收入。

(6)SK pharmteco 为 SK Inc. 旗下非独立上市 CDMO 平台, 未公开披露 2025 年整体收入或小分子 CDMO 收入。

(7)Divi's Laboratories 未单独披露 Custom Synthesis/小分子 CDMO 收入。

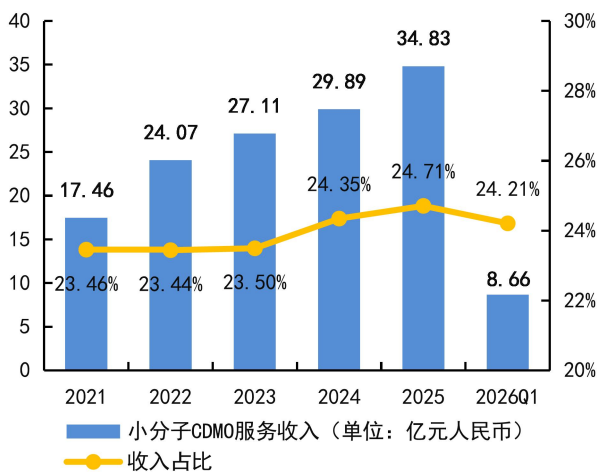
## 2. 项目结构持续向后期推进, 中期收入增长基础有望更趋稳固

小分子 CDMO 服务为公司第二大业务板块, 承担公司从早期研究向中后端开发生产延伸的重要角色。小分子 CDMO 服务直接承接客户项目向工艺开发、临床用药生产、验证批及商业化生产阶段推进, 是公司一体化平台价值向中后端转化的重要业务载体。2021-2025 年, 公司小分子 CDMO 服务收入由 17.46 亿元增长至 34.83 亿元, CAGR 约 18.8%, 业务规模实现接近翻



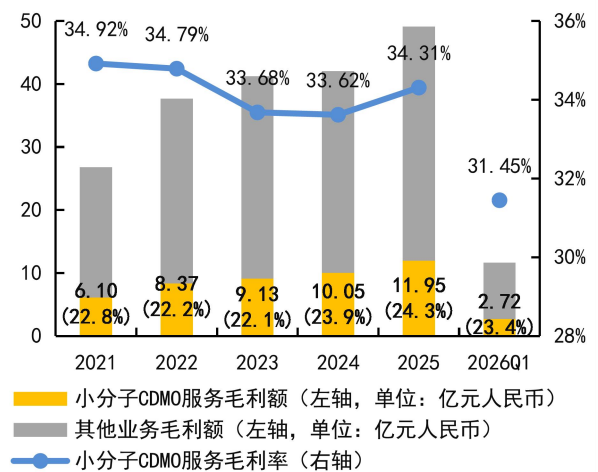
倍,毛利率整体维持在 33-35% 区间;2025 年,公司该板块实现收入 34.83 亿元,同比增长 16.5%,占公司总收入的 24.71%,增速略高于公司整体收入增速(14.82%)。进入 2026 年,小分子 CDMO 服务增长进一步加快,2026Q1 实现收入 8.66 亿元,同比增长 25.01%,高于公司同期整体收入增速(15.5%),占公司总收入的 24.21%;毛利率 31.45%,同比提升 1.01pct,由于季度数据受项目交付节奏和产能利用率影响较大,不宜与全年毛利率直接比较。同期,小分子 CDMO 服务新签订单同比增长超过 50%,延续 2025 年全年新签订单同比增长约 13% 的改善趋势;2025 年小分子 CDMO 服务板块超过 84% 的收入来自药物发现服务现有客户,表明板块增长更多来自存量客户项目向 CMC 环节延伸和阶段后移,一体化平台向中后端转化的路径进一步验证。

图 26: 小分子 CDMO 服务收入(左轴)及占营收比例(右轴)



资料来源: Wind, 公司公告, 长城国瑞证券研究所

图 27: 小分子 CDMO 服务毛利额(左轴)及毛利率(右轴)

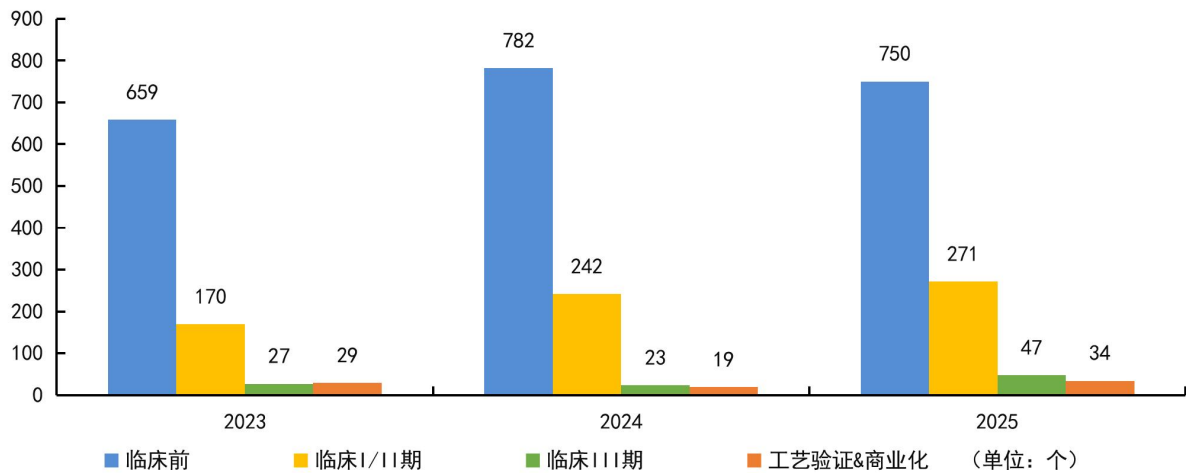


资料来源: Wind, 公司公告, 长城国瑞证券研究所  
注: 2026Q1 为单季度数据, 与年度毛利率数据可比性有限。

项目管线持续扩容且阶段结构向后期推进, 为后续收入转化提供基础。2025 年, 公司小分子 CDMO 服务涉及药物分子或中间体 1,102 个(同比增加 36 个), 其中临床前项目 750 个(同比减少 32 个)、临床 I/II 期项目 271 个(同比增加 29 个)、临床 III 期项目 47 个(同比增加 24 个)、工艺验证及商业化项目 34 个(同比增加 15 个), 项目结构后移趋势较为明确。对于小分子 CDMO 服务而言, 项目阶段越靠后, 对工艺放大、质量体系、注册支持和稳定供应能力的要求越高, 单项目服务金额和合作周期通常也更具持续性。公司当前工艺验证及商业化项目已形成一定基础, 但相较药明康德/合全药业、凯莱英、九洲药业等后期及商业化项目储备更厚的平台, 商业化项目绝对规模仍处于追赶阶段; 后续临床前及临床阶段项目向 III 期、验证批和商业化生产阶段的转化节奏, 将决定板块中长期收入基础的稳固程度。



图 28：公司小分子 CDMO 服务项目阶段分布变化



资料来源：公司业绩演示材料，长城国瑞证券研究所

### 3. 商业化项目与国际监管验证陆续落地，产能爬坡支撑后续交付能力

国际监管验证是小分子 CDMO 服务承接商业化项目的重要前提，公司质量体系验证取得阶段性进展。对于临床后期及商业化阶段项目而言，客户选择 CDMO 服务商时不仅关注工艺开发和生产成本，更重视其是否具备符合 FDA、EMA、NMPA 等主要监管要求的质量管理体系和稳定交付记录。目前，公司小分子 CDMO 服务已具备 API 和制剂产品的 GMP 商业化生产能力，质量体系已获国际监管验证。2025 年，公司 QA 团队通过现场检查 and 远程审计等方式共完成质量审计 175 次，具体来看，宁波原料药生产车间于 2024 年 11 月完成 FDA 新药批准前检查 (PAI)，并于 2025 年 4 月收到最终现场检查报告 (EIR)；绍兴厂区于 2025 年 6 月完成 FDA PAI，并于 2025 年 9 月收到 EIR。这些国际监管节点表明，公司小分子 CDMO 服务的质量体系和商业化生产能力已获得进一步验证。

商业化 API 项目和制剂商业化订单陆续落地，公司商业化能力验证进入实际项目承接阶段。2025Q4，公司为合作伙伴生产的创新药原料药项目成功在美国获批上市，成为公司首个供应美国市场的商业化 API 生产项目，表明公司小分子 CDMO 服务在商业化生产和国际注册支持方面取得关键项目验证。制剂 CDMO 方面，2026 年 3 月，公司与礼来达成生产合作协议，将为礼来首个注册申报的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 Orforglipron 提供制剂商业化生产服务；礼来预期投资公司 2 亿美元并支持其技术能力建设，未来将根据后续发展情况进一步扩大合作规模。Orforglipron 已于 2025 年底在国内提交用于治疗 2 型糖尿病与肥胖症的 NDA，并于 2026 年 1 月获 CDE 受理，目前仍处于注册审评阶段。我们认为，该合作是公司制剂 CDMO 业务的重要里程碑，有助于验证公司在复杂口服固体制剂商业化生产端的承接能力，后续收入贡献仍需结合产品注册进展、订单交付节奏和产能爬坡情况持续观察。



全球 CDMO 产能布局持续完善，有望支撑公司从临床用药生产向商业化交付延伸。目前，公司已在中国、英国、美国建立覆盖工艺开发、中间体、API 和制剂生产的 CDMO 产能网络，并通过新加坡参股平台补充国际化制剂生产与多市场供应能力，为客户提供从临床阶段到商业化阶段的一体化研发生产服务。产能支撑方面，公司宁波和绍兴 API 生产车间先后通过 FDA 新药批准前检查并收到最终现场检查报告，北京第二园区制剂商业化生产车间建设完成，英国 Cramlington、美国 Coventry 等海外商业化 API 基地亦具备成熟的监管检查记录和规模化生产能力；后续随着绍兴二期、杭州新药商业化生产和 CDMO 研发生产服务基地、“年产 200 吨医药中间体及 API 项目”等新增产能持续推进，公司临床后期及商业化项目承接能力有望进一步增强。整体来看，公司商业化能力已从质量体系验证逐步进入项目落地阶段，但与后期项目储备更充分的头部 CDMO 平台相比，商业化项目规模仍需继续积累；后续仍应重点关注现有商业化项目放量节奏、口服小分子 GLP-1 制剂订单收入兑现进度以及新增产能利用率爬坡情况。

表 4：公司 CDMO（API 及制剂）的产能情况

区域	核心基地	功能定位	产能状态/规划
中国	绍兴	商业化 API 吨级生产核心基地，全球商业化 API 供应网络的重要组成部分。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 现有产能方面，600m<sup>3</sup>商业化产能已于 2022 年陆续投入使用。</li> <li>• 绍兴二期产能建设持续推进，部分小分子新药生产车间已陆续投入使用。</li> <li>• 远期扩产方面，公司拟投资建设年产 200 吨医药中间体及 API 项目，项目总投资 30 亿元，新征用地 253 亩，分两期建设，一期预计 2028 年投用，二期预计 2030 年投用，覆盖肥胖症、糖尿病、肿瘤等热门治疗领域的药物中间体及原料药。</li> </ul>
	天津	中国区小分子 API cGMP 放大生产基地，主要承担原料药生产及工艺放大职能。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 已投入运营：总反应釜体积 176m<sup>3</sup>，反应釜规格覆盖 20L-8,000L。</li> </ul>
	北京	制剂 CDMO 能力建设及早期 CMC 协同基地。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 北京第二园区主要从事 CMC（小分子 CDMO）服务，制剂商业化生产车间已建设完成，并于 2026Q1 承接口服小分子 GLP-1 受体激动剂 Orforglipron 制剂商业化生产合作。</li> <li>• 北京第三园区已逐步投入使用，主要补充实验室服务及小分子 CMC 相关能力。</li> </ul>
	宁波	多元化研发生产平台，覆盖实验室服务、小分子 CDMO、大分子 CDMO 及 ADC/生物偶联等能力。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 宁波第一园区主要从事实验室服务和 CMC 服务，具备小分子 API 中试及口服固体制剂 GMP 生产能力；API cGMP 中试反应釜规模最高 500L，口服固体制剂 GMP 生产批量最高 140kg。</li> <li>• 宁波第二园区主要从事大分子药物开发和生产服务，可提供 200L-2,000L 规模的中试至商业化阶段原液及制剂生产服务，目前仍处于持续建设和能力爬坡阶段。</li> <li>• 宁波第三、四园区主要从事实验室服务，其中宁波第三园区强化安评、DMPK、药理学等动物实验服务能力。</li> <li>• ADC/生物偶联方面，早期临床 GMP 生物偶联车间已投用，可提供 I/II 期 ADC 临床试验用药一体化生产服务，中后期及商业化生物偶联和 ADC 制剂产能持续建设中。</li> </ul>



	杭州	新药商业化生产和 CDMO 研发生产服务基地，重点提升小分子药物及新型分子药物商业化生产和 CDMO 研发生产服务能力。	2026 年 5 月 27 日，公司与杭州市钱塘区招商服务中心签订了《投资协议》，拟投资约 20 亿元建设杭州新药商业化生产和 CDMO 研发生产服务基地；拟选址临江片区约 200 亩，预计 2029 年投入使用；项目拟由新设全资子公司负责投资建设运营，主要负责高级中间体及原料药的工艺研发、生产和销售。
英国	Hoddesdon	英国早期研发及 CMC 一体化协同基地。	运营中，是欧洲早期研发项目向 CMC、API 及制剂临床样品制备延伸的重要协同节点。覆盖药物发现、早期开发、工艺化学、API/GMP 生产、制剂处方开发及临床用药品 GMP 生产。未单独披露反应釜规模、年产能或商业化吨级生产能力。
	Cramlington	公司在欧洲的商业化 API 核心生产基地，提供从中试至吨级商业化规模的 cGMP 原料药生产服务。	运营中；拥有超过 100m <sup>3</sup> 商业化反应釜产能，生产规模覆盖 10L-10,000L，配备公斤级实验室（GMP/non-GMP）、中试车间（250L-1,000L）、主生产车间（4,000L-10,000L）及生产技术转移团队，可支持中间体至原料药的工艺放大和吨级商业化生产交付。
美国	Coventry	美国商业化 API 生产基地，支持临床 II/III 期至商业化阶段 GMP API 生产	运营中；反应釜总容量 76,000L，氢化反应规模最高 7,600L，持有 Schedule I-V 受控物质许可，可支持从中试公斤级至吨级商业化规模 API 生产。
新加坡	PharmaGend	公司参股布局的国际化后期及商业化制剂平台，强化海外高标准制剂生产、放行及多市场供应能力。	<ul style="list-style-type: none"> <li>运营中；土地面积约 59,708m<sup>2</sup>、建筑面积约 29,448m<sup>2</sup>，拥有两条覆盖制粒、压片、胶囊填充、包衣、检测、瓶装及泡罩包装的完整生产线。</li> <li>新包装中心设有 7 条包装线，未来最多可新增 7 条特殊剂型生产线，总后道区域约 10,500m<sup>2</sup>，产品组合规划覆盖鼻喷剂、乳膏/软膏、滴眼液、注射剂等特殊剂型。</li> </ul>

资料来源：公司公告，公司官网，PharmaGend 官网，公开报道，长城国瑞证券研究所整理

#### 4. 新分子类型 CDMO 能力建设推进，前端复杂分子项目积累为中长期服务拓展奠定基础

新分子类型项目增长对 CDMO 服务能力提出更高要求，公司前端复杂分子项目积累有望向后端开发生产环节延伸。随着全球创新药研发从传统小分子向多肽、寡核苷酸、ADC、PROTAC、分子胶等新分子类型持续拓展，相关项目对 CDMO 服务商的要求不再局限于常规合成放大和生产交付，而是进一步延伸至复杂合成路线开发、高活化合物处理、连接子与弹头分子制备、生物偶联、分析方法开发及 GMP 质量控制等多环节能力。在此背景下，公司小分子 CDMO 服务能力正从传统小分子化学合成向多肽、ADC 等新分子类型相关环节延伸。公司已在前端实验室服务中持续拓展新分子类型相关服务能力和项目入口，前端服务基础有助于公司更早参与客户分子设计、工艺路线探索和成药性优化过程；若相关项目后续持续推进至 IND、临床及后期开发阶段，公司小分子 CDMO 服务有望延伸承接工艺开发、临床用药生产和后续放大生产需求。

围绕 ADC、多肽等方向的工艺开发与生产服务能力建设持续推进,有望打开小分子 CDMO 中长期服务边界。ADC 方向,公司已建立“抗体制备-弹头分子合成-连接子合成-生物偶联-生物测试”的一体化 ADC 服务平台,并在连接子、高活化合物生产基础上,进一步加强宁波园区 ADC GMP 偶联能力建设,用于早期临床用药生产的生物偶联车间已通过 GMP 验证,后续公司将继续推进中后期临床用药和商业化的生物偶联及 ADC 制剂生产能力建设。多肽方向,公司多肽业务已完成自动化合成平台搭建,并陆续建立多肽分析室、多肽纯化分离实验室;在现有 GMP 多肽中试车间基础上,更大规模的多肽原料药固相合成车间预计将于 2026 年建成。整体来看,新分子类型 CDMO 仍处于能力建设和项目转化早期阶段,短期收入贡献仍取决于客户项目推进节奏;但从中长期看,若前端复杂分子项目持续积累并向临床及商业化阶段推进,公司一体化平台的服务边界有望随之扩展,为 CDMO 板块打开新的增量空间。

表 5: 公司的新分子类型药物服务及 CDMO 能力

新分子类型	现有能力基础	产能/建设进展
ADC/ 生物偶联	公司已建立“抗体制备-弹头分子合成-连接子合成-生物偶联-生物测试”的一体化 ADC 服务平台。 公司实验室服务可覆盖 ADC, CMC 服务可支持连接子和毒性分子等产品的工艺开发和生产需求。	连接子、高活化合物生产的基础上,公司在宁波园区进一步加强 ADC 的 GMP 偶联能力建设。其中,用于早期临床用药生产的 GMP 生物偶联车间已投入使用,可以为客户提供 I/II 期临床试验用药的一体化 ADC 生产服务。 公司将继续推进中后期临床用药和商业化的生物偶联以及 ADC 制剂生产能力建设,为客户提供 ADC 药物从研发到商业化生产的一体化服务。
多肽	公司实验室服务已覆盖多肽, CMC 服务可支持多肽等不同类型产品的工艺开发和生产需求。 多肽业务已完成自动化合成平台搭建,并陆续建立配套的多肽分析室、多肽纯化分离实验室,服务能力已初具规模。	公司在实验室合成和早期生产服务基础上进一步加强多肽产能建设;在公司现有的 GMP 中试车间的基础上,新的、更大规模的多肽原料药固相合成车间,预计将于 2026 年建成。
寡核苷酸 及核酸相关	公司实验室服务已覆盖寡核苷酸, CMC 服务可支持寡核苷酸等不同类型产品的工艺开发和生产需求;寡核苷酸类药物(包括 Oligonucleotides、siRNA、ASO 等)服务已具备相当的前沿技术服务能力。	公司计划进一步巩固和发展寡核苷酸类药物等新型药物的实验室服务能力和生产服务能力,打造端到端的全流程服务平台;目前公开资料暂未披露寡核苷酸/核酸 API 专项产能的具体建设地点、投产时间、年产能或设备规模。

资料来源:公司公告,公司业绩演示材料,公司官网,长城国瑞证券研究所整理



## 五、风险提示

**1. 汇率波动风险。**公司海外客户收入占比较高，且主要以美元等外币计价，而公司主要运营成本以人民币列支。若人民币对主要外币持续升值，公司在收入端和利润端均可能受到不利影响；公司虽开展外汇套期保值业务，但套保规模有限，2025年末公司美元远期外汇合约名义金额为2.70亿美元，以年末名义金额与2025年北美及欧洲客户收入合计约116亿元的量级对比，套保覆盖比例有限，无法完全覆盖公司外币收入敞口。

**2. 海外政策、监管合规及质量体系风险。**公司业务高度国际化，在地缘政治不确定性和部分国家对中国药物研发服务供应链审查趋严的背景下，若相关政策变化导致公司新项目导入受阻或海外客户采购决策趋于保守，公司海外业务拓展可能受到制约。此外，随着公司业务向API、制剂、ADC等后端GMP生产环节延伸，FDA、NMPA等监管检查、客户质量审计及数据完整性要求进一步提升，若监管检查或质量合规出现问题，可能影响项目交付和客户合作关系。

**3. 全球医药研发投入及创新药投融资恢复不及预期风险。**若全球生物医药研发投入景气度下行、跨国药企研发预算收缩，或中国创新药国际化进程放缓，公司实验室服务、临床研究及早期CDMO项目的需求可能受到影响，进而对公司订单增长和收入确认节奏形成压力。

**4. 小分子CDMO后期及商业化项目兑现不及预期风险。**小分子CDMO收入增长依赖后期项目的持续推进、客户候选药物获批上市及商业化放量。若重点项目临床试验或注册审评进展不及预期、客户产品商业化销量不及预期，或大额订单签订及收入确认时点出现波动，可能影响公司订单转化效率和盈利能力改善节奏。

**5. 新产能投放、资本开支及利用率爬坡不及预期风险。**公司正处于绍兴二期、北京制剂车间、多肽及ADC等多项产能建设同步推进阶段，资本开支规模较高。若后期项目导入速度、订单交付节奏慢于新产能释放进度，可能带来阶段性产能利用率不足；与此同时，持续较高的资本开支也可能对公司现金流形成阶段性压力。

**6. 临床研究服务、大分子和CGT服务盈利修复不及预期风险。**临床研究服务仍面临订单结构变化及价格竞争压力，若订单价格修复节奏慢于预期或市场份额提升不足，业务规模难以有效扩张，规模效应释放受限，临床板块盈利修复可能低于预期。大分子和细胞与基因治疗服务仍处于业务投入和项目爬坡阶段，项目连续性仍待验证，单个一体化项目的交付进度可能对季度及年度收入产生较大影响。



7. **商誉减值风险。**截至 2025 年末，公司商誉账面价值为 35.86 亿元，占总资产比例为 13.24%，占归属于母公司股东净资产比例约 23.8%，商誉规模相对较高。公司商誉主要来自过往对海外实验室服务、海外商业化 API 生产、大分子和基因治疗 CDMO、临床研究服务及新近收购的数智化临床服务、复杂靶标蛋白服务等相关资产的并购。根据 2025 年报，公司已对相关资产组进行商誉减值测试，2025 年末新增计提商誉减值；但商誉减值测试对收入增长率、毛利率、折现率等关键假设较为敏感。考虑到公司部分被收购业务仍处于投入、整合或产能爬坡阶段，若后续相关资产组订单拓展、产能利用率提升、业务协同或盈利改善不及预期，公司仍可能面临商誉减值风险，并对当期利润产生不利影响。

## 六、盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,017.48	1,177.32	1,456.55	3,115.90	营业收入	14,095.08	16,309.34	18,784.98	21,460.55
应收账款	2,707.11	3,272.99	3,614.84	4,254.03	营业成本	9,185.45	10,649.48	12,074.68	13,594.43
预付账款	18.92	18.72	23.95	24.09	营业税金及附加	145.95	163.09	187.85	214.61
存货	1,472.30	1,604.21	1,884.03	2,043.25	营业费用	306.46	358.81	403.88	450.67
其他	2,562.36	2,509.90	2,509.90	2,509.90	管理费用	1,736.30	1,989.74	2,235.41	2,489.42
<b>流动资产合计</b>	<b>7,778.17</b>	<b>8,583.14</b>	<b>9,489.27</b>	<b>11,947.17</b>	研发费用	576.02	652.37	751.40	858.42
长期股权投资	639.86	639.86	639.86	639.86	财务费用	156.09	195.71	216.03	246.80
固定资产	9,105.41	10,609.57	11,815.83	12,814.70	资产减值损失	-22.48	-24.46	-28.18	-32.19
在建工程	2,365.41	2,640.25	2,484.15	2,081.28	公允价值变动收益	65.72	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,196.61	1,234.94	1,272.80	1,310.19	投资净收益	-101.69	50.00	50.00	50.00
其他	6,008.32	5,971.22	5,960.27	5,931.11	其他	79.83	80.00	80.00	80.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,315.62</b>	<b>21,095.83</b>	<b>22,172.90</b>	<b>22,777.14</b>	营业利润	1,928.47	2,348.59	2,951.81	3,628.89
资产总计	27,093.78	29,678.97	31,662.18	34,724.31	营业外收入	2.18	2.00	2.00	2.00
短期借款	1,265.40	1,245.47	750.00	800.00	营业外支出	17.94	18.00	18.00	18.00
应付账款	1,399.05	1,647.88	1,840.36	2,086.92	利润总额	1,912.71	2,332.59	2,935.81	3,612.89
其他	5,699.55	2,823.36	3,146.95	3,515.24	所得税	357.52	431.53	543.13	668.39
<b>流动负债合计</b>	<b>8,364.00</b>	<b>5,716.71</b>	<b>5,737.30</b>	<b>6,402.16</b>	净利润	1,555.19	1,901.06	2,392.69	2,944.51
长期借款	1,771.81	4,100.00	4,200.00	4,300.00	少数股东损益	-108.71	-114.06	-107.67	-88.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,663.90	2,015.12	2,500.36	3,032.84
其他	1,219.44	1,230.00	1,250.00	1,270.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,991.24</b>	<b>5,330.00</b>	<b>5,450.00</b>	<b>5,570.00</b>	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>11,355.25</b>	<b>11,046.71</b>	<b>11,187.30</b>	<b>11,972.16</b>	营业收入	14.82%	15.71%	15.18%	14.24%
少数股东权益	674.38	560.31	452.64	364.31	营业利润	-8.36%	21.78%	25.68%	22.94%
股本	1,778.20	1,837.20	1,837.20	1,837.20	归属于母公司净利润	-7.22%	21.11%	24.08%	21.30%
资本公积	4,950.23	6,094.77	6,094.77	6,094.77	<b>获利能力</b>				
留存收益	13,518.41	16,234.75	18,185.03	20,550.65	毛利率	34.83%	34.70%	35.72%	36.65%
其他	-232.45	0.00	0.00	0.00	净利率	11.80%	12.36%	13.31%	14.13%
<b>股东权益合计</b>	<b>15,738.53</b>	<b>18,632.26</b>	<b>20,474.87</b>	<b>22,752.16</b>	ROE	11.05%	11.15%	12.49%	13.55%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>27,093.78</b>	<b>29,678.97</b>	<b>31,662.18</b>	<b>34,724.31</b>	ROIC	11.22%	11.36%	12.81%	14.77%
<b>现金流量表</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>偿债能力</b>				
经营活动现金流	3,221.05	3,219.56	3,946.90	4,791.24	资产负债率	41.91%	37.22%	35.33%	34.48%
资本支出	3,310.03	3,020.60	2,586.10	2,447.87	流动比率	0.93	1.50	1.65	1.87
长期投资	-9.12	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.75	1.22	1.33	1.55
其他	-7,675.30	-6,001.77	-5,142.20	-4,865.73	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,374.39</b>	<b>-2,981.16</b>	<b>-2,556.10</b>	<b>-2,417.87</b>	应收账款周转率	5.51	5.45	5.45	5.45
债权融资	6,660.99	5,795.47	5,450.00	5,650.00	存货周转率	10.89	10.60	10.77	10.93
股权融资	-12.50	1,240.28	-216.03	-246.80	总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.65
其他	-6,271.48	-7,114.32	-6,345.55	-6,117.23	<b>每股指标（元）</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>377.00</b>	<b>-78.56</b>	<b>-1,111.58</b>	<b>-714.02</b>	每股收益	0.91	1.10	1.36	1.65
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.75	1.75	2.15	2.61
<b>现金净增加额</b>	<b>-776.34</b>	159.84	279.22	1,659.35	每股净资产	8.20	9.84	10.90	12.19

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在 -10%~+10% 之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。