



Research and
Development Center

CDMO 景气度持续，CRO 拐点可期 ——CXO 行业深度跟踪报告

2025 年 09 月 26 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

医药生物

投资评级 看好

上次评级 看好

唐爱金 医药首席分析师

执业编号：S1500523080002

邮箱：tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药联席首席分析师

执业编号：S1500524120003

邮箱：hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

CDMO 景气度持续，CRO 拐点可期

——CXO 行业深度跟踪报告

2025 年 09 月 26 日

本期内容提要：

➤ CXO 整体供需关系改善，市场景气度正在修复。

需求侧：CXO 行业本质上属于“卖水人”商业模式，其景气度和生物医药行业投融资高度相关。根据医药魔方统计，2025 年 1-8 月海外创新药融资金额达到 226 亿美元，同比下降约 36%；我们认为，降息预期延后导致海外融资情况略有回落，随着美联储降息重启，海外融资情况有望修复。根据医药魔方统计，2025 年 1-8 月国内创新药融资金额 77.50 亿美元，同比增长约 89%，其中二级市场融资金额 51.35 亿美元，同比增长约 304%；我们认为，国内创新药融资已经开始触底回升，其中港股回暖和 BD 出海发挥重要作用。

供给侧：2023 年以来 CXO 行业开始进入收缩周期，随着行业需求复苏，龙头公司有望重新进入扩张周期，例如药明康德预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿元，药明生物预计 2025 年资本开支约为 53 亿元，均同比 2024 年有显著提升，展现出龙头公司对于市场需求修复的信心。和龙头公司相比，中小 CXO 公司将面临更大竞争压力，行业周期底部的抗风险能力相对较弱，有望陆续逐步退出市场，行业竞争格局有望向头部集中。

➤ CDMO：布局新兴赛道，高景气度持续。

2024 年 Q4 以来 CDMO 龙头公司业绩普遍开始边际改善，我们认为主要有以下几方面原因：1) CDMO 公司普遍海外收入占比较高，2024 年以来海外投融资需求已经率先修复，新签订单已经开始改善，逐步转化到 2025 年的报表层面，2025 年上半年延续良好的订单趋势；2) CDMO 商业模式独特，龙头公司普遍拥有丰富的项目储备和完整的漏斗结构，项目管线自带放大逻辑，即便阶段性新签项目数量面临挑战，但是现有项目的推进同样可以带动业绩增长；3) 受益于多肽、ADC 等新分子需求旺盛，CDMO 龙头普遍已经开始布局这些新兴赛道，带动相关业务实现不断高增长，以药明康德的 TIDES 业务和药明联合的 ADC 业务最为典型。

➤ CRO：下游需求复苏在即，拐点可期。

与 CDMO 龙头公司不同，CRO 龙头公司业绩持续分化，部分公司已经开始回暖，我们推测主要与自身业务特点或经营周期有关。从季度趋势来看，2025 年 Q2 业绩整体处于改善过程中，尤其是从利润端来看，绝大多数公司已经实现扭亏为盈。尽管很多 CRO 公司业绩依然承压，但是订单作为前瞻指标已经先行改善，2025 年上半年大部分 CRO 公司的订单情况同比 2024 年均有一定程度的增长。2025 年以来实验用猴价格略有上涨，我们认为这或许预示着临床前 CRO 需求即将复苏，实验用猴属于紧缺资源，掌握实验用猴资源的 CRO 龙头公司值得重点关注。人工智能（AI）的应用，可以赋能新药研发各个环节，缩短研发周期，降低研发成本，提升研发效

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

率，国内 CRO 龙头公司普遍已经布局 AI+医药研发。

➤ **建议关注标的：**

参考 iFind 一致预期，目前大部分 CXO 龙头公司 PS 估值处于 5-10 倍区间，PE 估值处于 20-50 倍区间，综合主营业务特点、公司经营趋势、估值合理性等多重考虑，我们筛选出其中有代表性的 10 家公司，建议重点关注药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英、昭衍新药、普洛药业、皓元医药、阳光诺和、普蕊斯等。

- 1) 药明康德：TIDES 业务有望持续高增长
- 2) 药明生物：项目储备充足，PPQ 项目进入收获期
- 3) 药明合联：偶联药物市场需求高景气度持续
- 4) 康龙化成：前端 CRO 降息受益，后端 CMC 持续转化
- 5) 凯莱英：新兴业务有望成为高增长引擎
- 6) 昭衍新药：下游需求正在复苏，拥有实验用猴紧缺资源
- 7) 普洛药业：CDMO 业务有望持续超预期
- 8) 皓元医药：以 ADC 为特色，后端订单趋势良好
- 9) 阳光诺和：CRO 业务展现韧性，创新研发转型坚定
- 10) 普蕊斯：下游需求复苏，AI 赋能降本增效

➤ **风险因素：**创新药投融资不及预期的风险；新签订单不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；地缘政治和关税风险。

目 录

1、CXO 细分赛道和供需关系分析	6
1.1 CXO 细分赛道全景图分析	6
1.2 需求：海外融资略有波动，国内融资触底回升	7
1.3 供给：龙头公司重新进入扩张周期，中小公司加速出清	9
2、CDMO：布局新兴赛道，高景气度持续	11
2.1 业绩复盘：CDMO 龙头公司业绩普遍已经改善	11
2.2 订单跟踪：CDMO 龙头公司订单从 2024 年开始加速	11
2.3 CDMO 商业模式稀缺，项目管线自带放大逻辑	12
2.4 布局新兴赛道，持续享受高景气度	13
3、CRO：下游需求复苏在即，拐点可期	16
3.1 业绩跟踪：CRO 龙头公司业绩分化，边际改善趋势已现	16
3.2 订单跟踪：作为前瞻指标已经先行改善	16
3.3 实验用猴价格回暖，临床前 CRO 有望复苏	17
3.4 AI 赋能药物研发，提升研发效率	18
4、建议关注标的	20
4.1 药明康德：TIDES 业务有望持续高增长	20
4.2 药明生物：项目储备充足，PPQ 项目进入收获期	21
4.3 药明合联：偶联药物市场需求高景气度持续	22
4.4 康龙化成：前端 CRO 降息受益，后端 CMC 持续转化	22
4.5 凯莱英：新兴业务有望成为高增长引擎	23
4.6 昭衍新药：下游需求正在复苏，拥有实验用猴紧缺资源	23
4.7 普洛药业：CDMO 业务有望持续超预期	24
4.8 皓元医药：以 ADC 为特色，后端订单趋势良好	25
4.9 阳光诺和：CRO 业务展现韧性，创新研发转型坚定	25
4.10 普蕊斯：下游需求复苏，AI 赋能降本增效	26
5、风险因素	27

表 目 录

表 1：2021 年以来冲击 IPO 失败的 CXO 公司梳理	10
表 2：CDMO 龙头公司订单趋势情况	12
表 3：CDMO 龙头公司项目管线储备情况	12
表 4：CDMO 龙头公司新分子业务布局情况	15
表 5：CRO 龙头公司订单趋势情况	17
表 6：近期实验用猴中标价格趋势统计	18
表 7：CRO 龙头公司实验用猴资源布局情况	18
表 8：CRO 龙头公司 AI+布局情况	19
表 9：CRO 龙头公司盈利预测和估值情况	20

图 目 录

图 1：医药研发外包（CRO）示意图	6
图 2：医药研发生产外包（CDMO）示意图	6
图 3：CXO 细分赛道全景图（市场规模&复合增速）	7
图 4：海外创新药融资事件及同比增速	8
图 5：海外创新药融资金额及同比增速	8
图 6：美国联邦基金利率和 XBI 指数关系	8
图 7：美国联邦基金利率和申万医疗研发外包指数关系	8
图 8：中国创新药融资事件及同比增速	9
图 9：中国创新药融资金额及同比增速	9
图 10：港股医疗健康募集资金（IPO&配售）（亿港元）	9
图 11：中国创新药 BD 交易总金额（亿美元）及占比情况	9
图 12：CXO 龙头公司员工人数变化	10
图 13：CXO 龙头公司资本开支变化（单位：亿元）	10

图 14: CDMO 龙头公司单季度营业收入同比增速	11
图 15: CDMO 龙头公司单季度归母净利润同比增速	11
图 16: 药明康德项目管线储备	13
图 17: 药明生物项目管线储备	13
图 18: 药明合联项目管线储备	13
图 19: 全球 TIDES (含多肽和寡核苷酸等) CRDMO 市场规模	14
图 20: 全球 ADC 及更广泛偶联药物 CRDMO 市场规模	14
图 21: 中国 CDMO 不同细分赛道市场景气度对比	14
图 22: CRO 龙头公司单季度营业收入同比增速	16
图 23: CRO 龙头公司单季度归母净利润金额 (单位: 亿元)	16
图 24: 公开招标实验用猴价格走势	17
图 25: 药明康德 2025H1 业绩情况	21
图 26: 药明康德 2025H1 在手订单情况	21
图 27: 药明生物 2025H1 中报业绩情况	21
图 28: 药明生物项目储备情况	21
图 29: 药明合联 2025H1 中报业绩情况	22
图 30: 药明合联生物偶联药物项目数量	22
图 31: 康龙化成客户结构以 Biotech 企业为主	23
图 32: 康龙化成 CMC 服务项目管线	23
图 33: 凯莱英 2025H1 业绩拆分情况	23
图 34: 昭衍新药营业收入及同比增速	24
图 35: 昭衍新药净利润拆分 (单位: 亿元)	24
图 36: 普洛药业 CDMO 业务情况	24
图 37: 皓元医药 2025H1 中报业绩情况	25
图 38: 皓元医药 ADC 产能分布情况	25
图 39: 阳光诺和 2025H1 营业收入	26
图 40: 阳光诺和 2025H1 收入拆分	26
图 41: 普蕊斯 2025H1 中报业绩情况	26

1、CXO 细分赛道和供需关系分析

1.1 CXO 细分赛道全景图分析

医药合同外包服务行业包括医药研发外包（CRO）和医药研发生产外包（CDMO）两大赛道。其中：CRO 服务于从早期药物发现到新药注册申报的整个研发流程，根据阶段不同可以分为药物发现 CRO、临床前 CRO、临床 CRO 等不同环节，服务范围包括但不限于药物发现、药理药效、药动药代、安评毒理、生物分析、临床试验监测、临床现场管理（SMO）、数据统计等内容；CDMO 服务于研发阶段和商业化阶段的药品研发生产流程，根据项目类型不同，可以分为小分子 CDMO 和大分子 CDMO 两大方向，近年还衍生出 CGT、ADC、多肽、寡核苷酸等新分子方向。

图 1：医药研发外包（CRO）示意图



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图 2：医药研发生产外包（CDMO）示意图



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

CRO 市场景气度：根据弗若斯特沙利文，2023 年全球 CRO 市场规模为 821.1 亿美元，预计 2023-2026 年市场规模将以 9.0% 的年复合增速提升至 1,064.5 亿美元，2023 年中国 CRO 市场规模为 848.3 亿人民币，预计 2023-2026 年市场规模将以 9.9% 的年复合增速提升至 1,126.5 亿人民币。具体而言，药物发现、临床前 CRO、临床 CRO、安评等细分方向具备不同的市场规模和增长预期。

CDMO 市场景气度：根据弗若斯特沙利文，2023 年全球 CDMO 市场规模为 797 亿美元，预计 2023-2028 年市场规模将以 16.1% 的年复合增速提升至 1,684 亿美元；2023 年中国 CDMO 市场规模为 859 亿人民币，预计 2023-2026 年市场规模将以 19.4% 的年复合增速提升至 2,084 亿人民币。具体而言，小分子 CDMO、大分子 CDMO、ADC、TIDES 等细分方向具备不同的市场规模和增长预期。

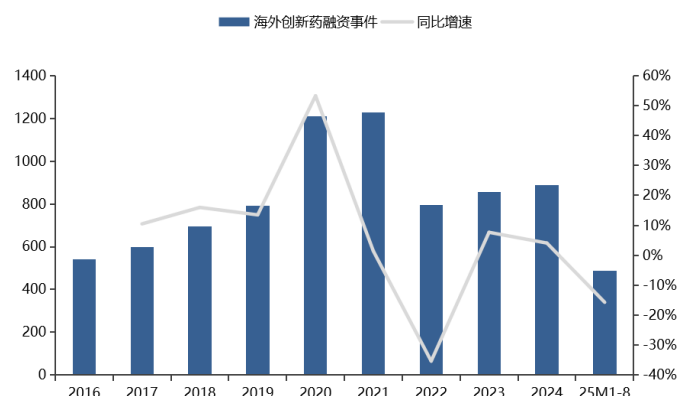
图 3：CXO 细分赛道全景图（市场规模&复合增速）

	CRO	药物发现	临床前CRO	临床CRO	安评	CDMO	小分子CDMO	大分子CDMO	ADC CRDMO	TIDES CRDMO
全球市场规模	821.1亿美元 (2023年)	121.1亿美元 (2023年)	122.5亿美元 (2023年)	577.5亿美元 (2023年)	78.4亿美元 (2022年)	797亿美元 (2023年)	555亿美元 (2023E)	196.8亿美元 (2023年)	10.3亿美元 (2022年)	55亿美元 (2023年)
全球市场增速	9.0% (2023-2026E)	12.4% (2023-2026E)	9.4% (2023-2026E)	8.2% (2023-2026E)	19.9% (2022-2027E)	16.1% (2023-2028E)	11.5% (2025E-2030E)	14.3% (2023-2029E)	28.4% (2022-2030E)	23.8% (2023-2032E)
中国市场规模	848.3亿人民币 (2023年)	183.5亿人民币 (2023年)	222.3亿人民币 (2023年)	442.4亿人民币 (2023年)	103.8亿人民币 (2022年)	859亿人民币 (2023年)	599亿人民币 (2023年)	261亿人民币 (2023年)	2.1亿美元 (2022年)	8亿美元 (2023年)
中国市场增速	9.9% (2023-2026E)	8.1% (2023-2026E)	10.1% (2023-2026E)	10.6% (2023-2026E)	31.5% (2022-2027E)	19.4% (2023-2028E)	16.3% (2023-2028E)	25.4% (2023-2028E)	41.0% (2022-2030E)	25.5% (2023-2032E)
代表公司	药明康德, 康龙化成, 泰格医药, 昭衍新药	药明康德, 维亚生物, 成都先导, 泓博医药	药明康德, 康龙化成, 昭衍新药, 美迪西, 益诺思	泰格医药, 药明康德, 康龙化成, 诺思格, 普蕊斯	药明康德, 昭衍新药, 益诺思, 美迪西	药明康德, 药明生物, 药明合联, 凯莱英	药明康德, 凯莱英, 博腾股份, 药石科技	药明生物, 东曜药业, 澳斯康	药明合联, 皓元医药, 东曜药业, 迈百瑞	药明康德, 凯莱英, 泰德医药, 诺泰生物, 圣诺生物

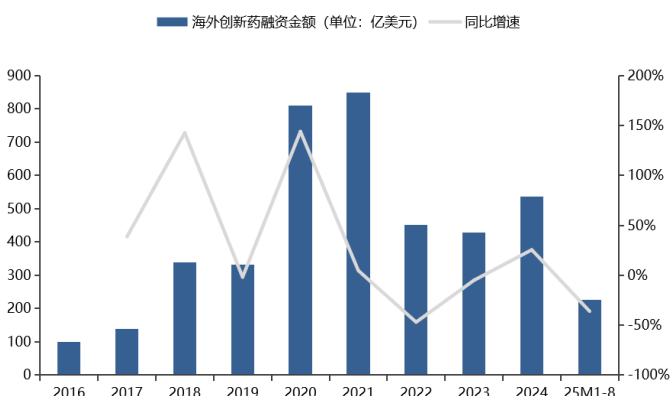
资料来源：弗若斯特沙利文，益诺思招股书，药明合联招股书，泰德医药招股书，信达证券研发中心

1.2 需求：海外融资略有波动，国内融资触底回升

海外融资略有波动，和降息节奏密切相关。CXO 行业本质上属于“卖水人”商业模式，其景气度和生物医药行业投融资高度相关。根据医药魔方统计，2024 年海外创新药融资金额达到 537 亿美元，同比增长约 26%；2024 年海外创新药融资事件达到 890 例，同比增长约 4%。2025 年 1-8 月海外创新药融资金额达到 226 亿美元，同比下降约 36%；2025 年 1-8 月海外创新药融资事件达到 489 件，同比下降约 16%。我们认为，海外融资和美联储降息节奏密切相关，2022 年以来利率持续位于高位，导致创新药融资出现断崖式下降，2024 年美联储启动降息后，海外融资情况曾经略有改善，后来随着降息预期延后，导致 2025 年 1-8 月海外融资情况略有回落。

图 4：海外创新药融资事件及同比增速


资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

图 5：海外创新药融资金额及同比增速


资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

美联储有望进入降息周期，海外需求景气度复苏在即。美联储加息/降息可以影响融资成本，进一步影响生物医药等风险行业的景气度。XBI 指数为纳普生物技术行业指数，可以用来反映生物技术行业的景气程度，2019 年美联储降息推动 XBI 指数大幅上涨，2022 年美联储加息推动 XBI 指数大幅下跌。中国 CXO 龙头服务全球生物医药公司，和 XBI 指数高度正相关，以申万医疗研发外包指数为例，2019 年美联储降息推动指数大幅上涨，2022 年美联储加息推动指数大幅下跌。2025 年 9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00%至 4.25%区间，这是美联储 2025 年第一次降息，根据美联储点阵图预测，2025 年内有可能还有两次降息，正式进入降息周期，我们认为海外需求景气度有望显著复苏。

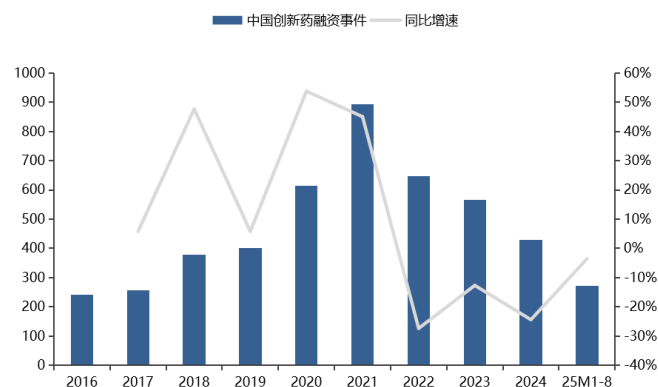
图 6：美国联邦基金利率和 XBI 指数关系


资料来源：iFind，信达证券研发中心

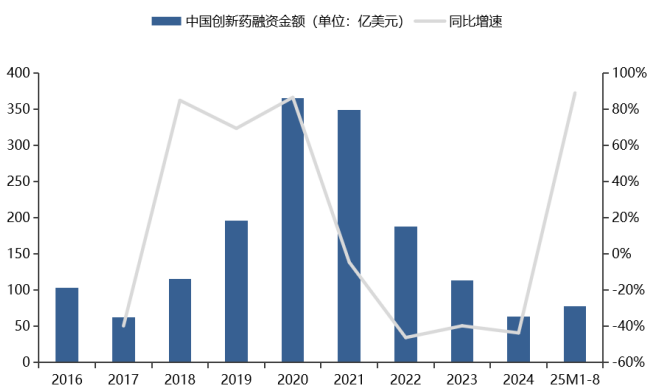
图 7：美国联邦基金利率和申万医疗研发外包指数关系


资料来源：iFind，信达证券研发中心

国内融资触底回升，行业需求复苏在即。根据医药魔方统计，2025 年 1-8 月国内创新药融资事件 273 件，同比下降约 4%；2025 年 1-8 月国内创新药融资金额 77.50 亿美元，同比增长约 89%，其中一级市场融资金额 26.16 亿美元，同比下降约 7%，二级市场融资金额 51.35 亿美元，同比增长约 304%。我们认为，2021 年国内创新药融资见顶以来，已经经历过连续 3 年大幅下滑，2024 年融资金额甚至跌至 2017 年同期水平，2025 年国内创新药融资已经开始触底回升，其中二级市场融资已经率先恢复，考虑到一二级市场具备联动性，我们预计一级市场融资情况有望跟随改善，国内行业需求复苏在即。

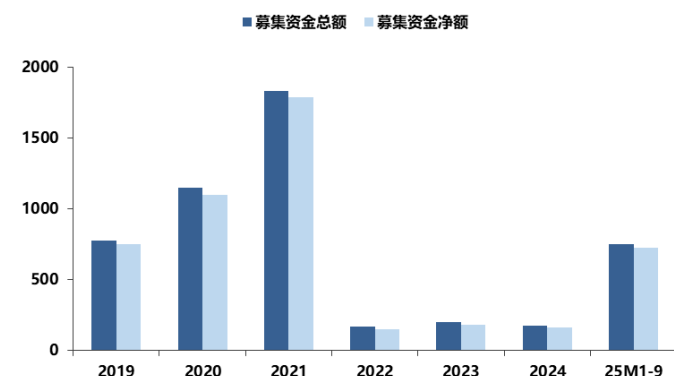
图 8：中国创新药融资事件及同比增速


资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

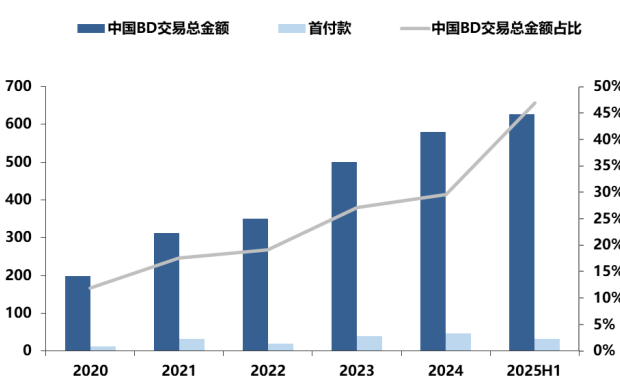
图 9：中国创新药融资金额及同比增速


资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

关注港股回暖和 BD 出海，有望促进国内需求恢复。2025 年以来港股生物医药行业涨幅领先，带动港股 IPO 和再融资回暖，根据 iFind 统计，截至 2025 年 9 月 20 日，2025 年港股医疗保健行业累计募集资金 746.02 亿港元，基本已经恢复至 2020 年同期水平，其中首发募集资金 240.96 亿港元，配售募集资金 504.84 亿港元。与此同时，中国创新药 BD 交易总金额创新高，企业具备自我造血能力。根据医药魔方统计，近年来中国创新药 BD 交易总金额保持大幅上涨趋势，其中 2025 年 H1 中国创新药 BD 交易总金额 627 亿美元，已经超过 2024 年全年总金额并创历史新高，而 2025 年 H1 全球创新药 BD 交易总金额为 1336 亿美元，中国创新药 BD 交易总金额占比已经达到 47%。

图 10：港股医疗健康募集资金（IPO&配售）（亿港元）


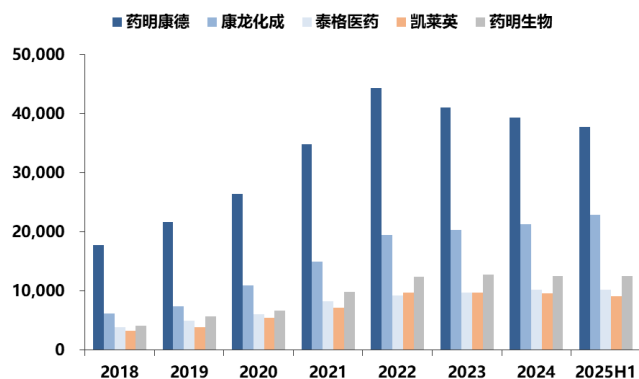
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 11：中国创新药 BD 交易总金额（亿美元）及占比情况


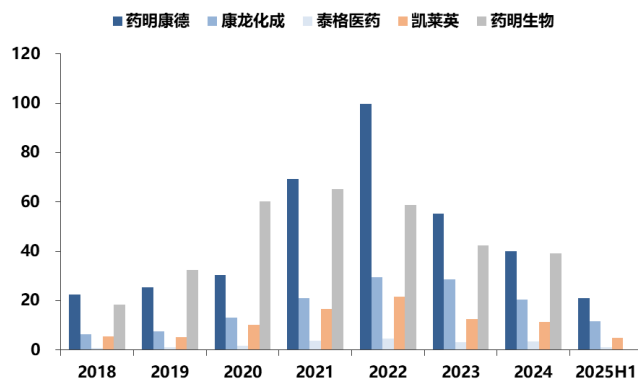
资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

1.3 供给：龙头公司重新进入扩张周期，中小公司加速出清

CXO 龙头正在从收缩周期进入扩张周期。从供给侧来看，2023 年以来 CXO 行业开始进入收缩周期，国内 CXO 龙头公司的员工人数和资本开支普遍呈现下降趋势。以药明康德为例，员工人数从 2022 年最高 4.44 万人减少至 2025 年 H1 的 3.78 万人，资本开支从 2022 年最高 99.66 亿元回落至 2024 年的 40.03 亿元，2025 年 H1 资本开支为 21.02 亿元。随着行业需求复苏，龙头公司有望重新进入扩张周期，例如：药明康德预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿元（参考公司官网投关材料），药明生物预计 2025 年资本开支约为 53 亿元（参考公司公告投关材料），均同比 2024 年有显著提升，这也展现出龙头公司对于市场需求修复的信心。

图 12：CXO 龙头公司员工人数变化


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：CXO 龙头公司资本开支变化（单位：亿元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

中小 CXO 有望陆续退出，竞争格局有望向头部集中。和龙头公司相比，中小公司将面临更大竞争压力，经过我们不完整统计，2021 年以来 IPO 失败的 CXO 公司超过 10 家，大部分公司收入体量不到 5 亿元，行业周期底部的抗风险能力相对较弱，同时多以国内业务为主，基于国内订单价格承压的内卷环境，我们推测这些公司大部分面临竞争压力。根据诺思格、博济医药等上市公司调研公告反馈，目前订单价格体系已经处于底部区间，中小企业存在运营困难、降薪裁员甚至停业清算等问题，我们推测中小 CXO 有望逐步退出市场，行业竞争格局有望向头部集中。

表 1：2021 年以来冲击 IPO 失败的 CXO 公司梳理（不完整统计）

公司名称	主营业务	营业收入	国内业务占比	拟上市板	受理日期	审核进度
吉凯基因	靶标发现及其衍生业务	2.43亿元 (2020年)	98.2% (2021年中)	科创板	2021-05-07	终止
六合宁远	小分子CRO，小分子CDMO	4.81亿元 (2024年)	78.2% (2024年)	创业板	2022-06-24	撤回
宏初医药	生物分析，数据统计	1.68亿元 (2021年)	99.9% (2021年)	创业板	2021-12-24	撤回
诺康达	药学研究，临床CRO	2.76亿元 (2022年)	100% (2022年)	创业板	2022-06-29	审核不通过
都正生物	临床CRO（临床运营、SMO）	4.17亿元 (2024年)	98.8% (2024年)	创业板	2023-06-28	撤回
思睦瑞科	临床CRO（临床运营、数据统计）	4.18亿元 (2024年)	100% (2024年)	创业板	2022-06-23	撤回
迈百瑞	大分子CDMO	5.08亿元 (2022年)	83.7% (2022年)	创业板	2022-09-28	撤回
施美药业	CRO（受托+自研转化）	4.03亿元 (2023年)	100% (2023年)	创业板	2023-06-28	撤回
澎立生物	临床前CRO（药效、药代）	3.31亿元 (2024年)	77.5% (2021年)	科创板	2023-03-27	终止
海纳医药	CRO（受托+自研转化）	2.71亿元 (2022年)	100% (2022年)	创业板	2023-06-30	撤回
和泽医药	药学研究，临床CRO	4.81亿元 (2021年)	99.8% (2021年)	创业板	2022-05-30	撤回
百诺医药	CRO（受托+自研转化）、CMO	5.79亿元 (2024年)	99.8% (2024年)	创业板	2023-06-20	撤回

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

2、CDMO：布局新兴赛道，高景气度持续

2.1 业绩复盘：CDMO 龙头公司业绩普遍已经改善

CDMO 龙头公司业绩普遍已经改善。从季度业绩复盘来看，2024 年 Q4 以来 CDMO 龙头公司业绩普遍开始边际改善，我们认为主要有以下几方面原因：1) CDMO 公司普遍海外收入占比较高，2024 年以来海外投融资需求已经率先修复，新签订单已经开始改善，逐步转化到 2025 年的报表层面；2) CDMO 商业模式独特，龙头公司普遍拥有丰富的项目储备和完整的漏斗结构，项目管线自带放大逻辑，即便阶段性新签项目数量面临挑战，但是现有项目的推进同样可以带动业绩增长；3) 受益于多肽、ADC 等新分子需求旺盛，CDMO 龙头普遍已经开始布局这些新兴赛道，带动相关业务实现持续高增长，以药明康德的 TIDES 业务和药明联合的 ADC 业务最为典型。

图 14：CDMO 龙头公司单季度营业收入同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
药明康德	6%	7%	0%	-1%	-11%	-7%	-2%	7%	21%	20%
康龙化成	30%	15%	5%	4%	-2%	1%	10%	16%	16%	14%
凯莱英	9%	-20%	-36%	-41%	-38%	-45%	-18%	15%	10%	27%
博腾股份	-5%	-61%	-46%	-65%	-51%	-30%	11%	41%	18%	22%
药石科技	14%	15%	-1%	6%	-2%	-20%	-14%	29%	21%	26%
皓元医药	39%	44%	42%	30%	21%	19%	14%	29%	20%	28%
普洛药业	47%	-1%	-1%	-1%	4%	13%	12%	-8%	-15%	-16%
九洲药业	27%	-5%	-7%	-12%	-16%	-14%	-9%	26%	1%	7%
诺泰生物	55%	44%	171%	20%	71%	147%	36%	15%	59%	1%
圣诺生物	1%	6%	26%	6%	28%	3%	18%	-18%	77%	62%
药明生物	18%		6%		1%		18%		16%	
药明联合	202%		71%		68%		111%		62%	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 15：CDMO 龙头公司单季度归母净利润同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
药明康德	32%	5%	1%	7%	-10%	-27%	-17%	91%	89%	113%
康龙化成	40%	30%	-6%	12%	-34%	102%	-13%	-20%	33%	-55%
凯莱英	26%	-15%	-47%	-90%	-55%	-79%	-60%	306%	16%	34%
博腾股份	-20%	-87%	-89%	-143%	-131%	-171%	-188%	56%	95%	142%
药石科技	-18%	-32%	-58%	-33%	-14%	-12%	-18%	103%	-28%	-25%
皓元医药	-26%	-10%	-44%	-74%	-64%	10%	213%	527%	272%	67%
普洛药业	57%	27%	14%	-39%	2%	5%	-2%	-21%	2%	-17%
九洲药业	35%	31%	25%	-63%	-16%	-30%	-55%	-137%	6%	16%
诺泰生物	31%	11%	172%	-6%	216%	672%	147%	-24%	130%	-2%
圣诺生物	-2%	41%	-28%	39%	17%	-13%	140%	-119%	186%	687%
药明生物	-11%		-40%		-34%		64%		56%	
药明联合	80%		85%		176%		447%		53%	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.2 订单跟踪：CDMO 龙头公司订单从 2024 年开始加速

CDMO 订单 2024 年开始加速，2025 年延续良好表现。CDMO 龙头公司普遍海外收入占比较高，考虑到 2024 年海外需求情况已经开始复苏，CDMO 龙头公司订单已经开始加速，逐步传导至 2025 年报表层面，同时 2025 年上半年订单延续良好表现。以药明系公司为

例：药明康德 2024 年在手订单约 493 亿元，同比增长约 47%，2025 年 H1 在手订单进一步增至 567 亿元，同比增长约 37.2%；药明生物 2024 年末完成订单为 184.9 亿美元，扣除默沙东疫苗订单后开始回升，2025 年 H1 未完成订单进一步增至 203.4 亿美元；药明合联 2024 年末完成订单为 9.91 亿美元，同比增长约 71.2%，2025 年 H1 未完成订单进一步增至 13.29 亿美元，同比增长约 57.9%。

表 2：CDMO 龙头公司订单趋势情况

公司	海外收入占比 (2024年)	2023	2024	2025H1
药明康德	79%	在手订单352亿元	在手订单493亿元 (同比+47%)	在手订单567亿元 (同比+37.2%)
药明生物	85%	未完成订单205.9亿美元 (扣除默沙东疫苗175.9亿美元)	未完成订单184.9亿美元	未完成订单203.4亿美元
药明合联	72%	未完成订单5.79亿美元	未完成订单9.91亿美元 (同比+71.2%)	未完成订单13.29亿美元 (同比+57.9%)
康龙化成	85%	在手订单同比+中位数	新签订单同比+20%以上	新签订单同比+10%以上
凯莱英	74%	在手订单8.74亿美元	在手订单10.52亿美元 新签订单同比+20%	在手订单10.88亿美元 (同比+12%)
博腾股份	74%		未完成订单同比+近30%	
药石科技	73%		CDMO新签订单同比+12.43%	CDMO新签订单同比+19.88%
皓元医药	38%	后端在手订单约4.3亿元	后端在手订单同比+18.5%	后端在手订单超5.9亿元 (同比+40.1%)

资料来源：iFind，各公司公告，药明康德官网，药明合联官网，信达证券研发中心

2.3 CDMO 商业模式稀缺，项目管线自带放大逻辑

CDMO 商业模式自带放大逻辑。CDMO 商业模式独特，很多项目从临床前开始合作，一路陪伴客户从临床一期、临床二期、临床三期最后到商业化上市，整个过程保持较强的客户粘性，并随着项目的临床进展订单量实现逐级放大。因此，我们认为 CDMO 受外部投融资环境的影响相对较小，即便阶段性新签项目数量面临挑战，但是凭借现有项目的推进同样可以带动业绩增长。根据我们统计，国内 CDMO 龙头企业普遍已经形成良好的项目储备和漏斗结构，临床前阶段、临床早期、临床后期、商业化阶段等项目数量分布合理，具备持续增长势能。

表 3：CDMO 龙头公司项目管线储备情况

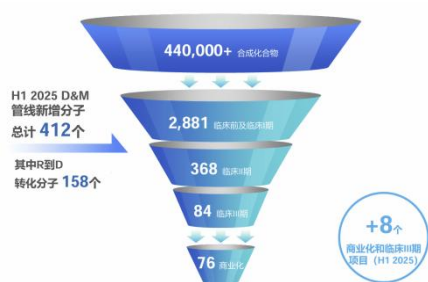
公司	项目管线储备情况
药明康德	截至 2025 年 H1，小分子 D&M 管线总数达到 3,409 个，包括 76 个商业化项目，84 个临床 III 期项目，368 个临床 II 期项目，2,881 个临床前和临床 I 期项目
药明生物	截至 2025 年 H1，公司临床前项目 429 个，临床 I 期项目 259 个，临床 II 期项目 85 个，临床 III 期项目 67 个，商业化项目 24 个
药明合联	截至 2025 年 H1，公司药物发现项目数量 858 个，临床前项目数量 122 个，临床 I 期项目数量 66 个，临床 II 期项目 17 个，临床 III 期项目 19 个，商业化项目 1 个，PPQ（工艺验证）项目 11 个
康龙化成	2025 年 H1 年公司 CMC 服务涉及药物分子或中间体 641 个，其中工艺验证和商业化阶段项目 23 个、临床 III 期项目 21 个、临床 I-II 期项目 188 个、临床前项目 409 个
凯莱英	2025H1 公司交付商业项目 44 个；临床前及临床项目 285 个，其中临床 III 期项目 52 个
博腾股份	2025H1 公司交付项目数 409 个，其中 170 个项目处于临床前及临床一期，55 个项目处于临床二期，42 个项目处于临床三期，16 个项目处于新药上市申请阶段，126 个项目处于已上市阶段

药石科技	2025 年 H1 公司服务早期（临床前至临床 II 期）项目数量超过 1,100 个；临床 III 期及商业项目数量 53 个
普洛药业	2025H1 公司 CDMO 进行中项目 1,180 个，同比增长 35%，其中：商业化阶段项目 377 个，同比增长 19%；研发阶段项目 803 个，同比增长 44%
九洲药业	截至 2025 年 H1 公司 CDMO 共承接 1,214 个项目，其中临床 I 期和 II 期项目 1,086 个；临床 III 期项目 90 个；商业化项目 38 个
圣诺生物	公司为 40 余个项目提供多肽创新药药学 CDMO 服务，其中 2 个多肽创新药已获批上市进入商业化阶段，2 个多肽创新药进入申报生产阶段，另有多个多肽创新药进入临床试验阶段
皓元医药	公司后端创新药累计承接 966 个项目，其中超 130 个项目已进入临床 II 期、临床 III 期及商业化阶段

资料来源：各公司公告，药明康德官网，药明合联官网，康龙化成官网，信达证券研发中心

以药明系 3 家公司为例，其独特的跟随&赢得分子战略确保公司保持良好的项目漏斗结构，研发管线储备丰富，抗风险能力大幅提升。1) 药明康德：截至 2025 年 H1，小分子 D&M 管线总数达到 3,409 个，包括 76 个商业化项目，84 个临床 III 期项目，368 个临床 II 期项目，2,881 个临床前和临床 I 期项目；2) 药明生物：截至 2025 年 H1，公司临床前项目 429 个，临床 I 期项目 259 个，临床 II 期项目 85 个，临床 III 期项目 67 个，商业化项目 24 个；3) 药明合联：截至 2025 年 H1，公司药物发现项目数量 858 个，临床前项目数量 122 个，临床 I 期项目数量 66 个，临床 II 期项目 17 个，临床 III 期项目 19 个，商业化项目 1 个，PPQ（工艺验证）项目 11 个。

图 16：药明康德项目管线储备



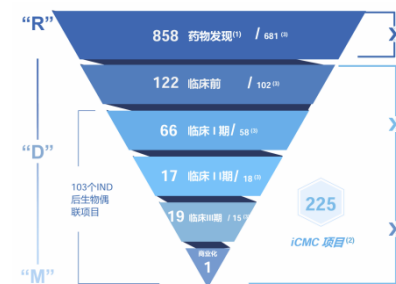
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 17：药明生物项目管线储备



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

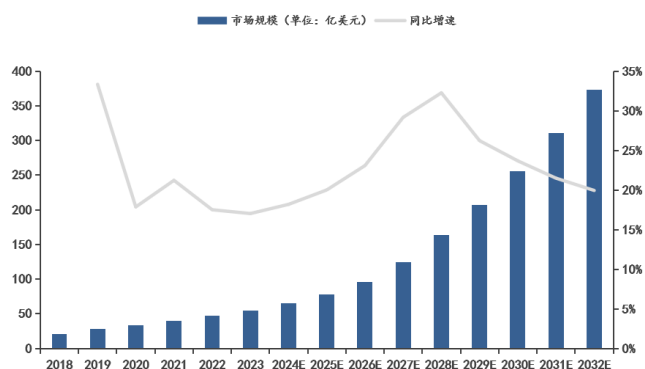
图 18：药明合联项目管线储备



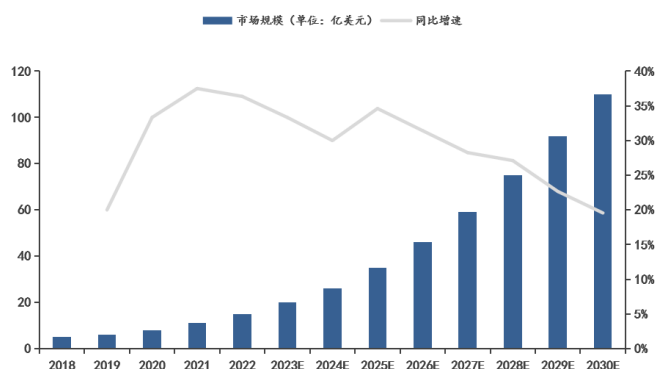
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2.4 布局新兴赛道，持续享受高景气度

把握新兴赛道机遇，持续享受高景气度。当前 CDMO 行业市场景气度最高的赛道包括 TIDES 和 ADC 两大方向：1) 根据弗若斯特沙利文统计，2023 年全球 TIDES（含多肽和寡核苷酸等）CRDMO 市场规模为 55 亿美元，预计 2032 年市场规模可以增长至 373 亿美元，2023-2032 年期间复合增长率达到 23.8%；2) 根据弗若斯特沙利文统计，2022 年全球 ADC 及更广泛偶联药物 CRDMO 市场规模为 15 亿美元，预计 2030 年市场规模可以增长至 110 亿美元，2022-2030 年期间复合增长率达到 28.4%。

图 19：全球 TIDES（含多肽和寡核苷酸等）CRDMO 市场规模


资料来源：弗若斯特沙利文，泰德医药招股书，信达证券研发中心

图 20：全球 ADC 及更广泛偶联药物 CRDMO 市场规模


资料来源：弗若斯特沙利文，药明合联招股书，信达证券研发中心

聚焦中国市场，新分子 CDMO 市场显著高于传统分子。根据弗若斯特沙利文发布的《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，小分子 CDMO、大分子 CDMO、CGT CDMO、ADC CDMO、多肽 CDMO 等细分赛道面临不同的景气度，其中大分子景气度明显高于小分子，CGT、ADC、多肽等新分子 CDMO 景气度明显高于传统分子。以多肽市场为例，2018-2023 年期间中国多肽 CDMO 市场规模从 10 亿人民币增长至 36 亿人民币，年复合增长率达到 28.2%，预计 2023-2028 年期间复合增长率达到 30.0%。

图 21：中国 CDMO 不同细分赛道市场景气度对比

	2018年市场规模	2018-2023 CAGR	2023年市场规模	2023-2028E CAGR	2028年市场规模 (预测)	2028E-2033E CAGR	2033年市场规模 (预测)
小分子CDMO	118亿人民币	38.3%	599亿人民币	16.3%	1,274亿人民币	20.8%	3,272亿人民币
大分子CDMO	42亿人民币	44.2%	261亿人民币	25.4%	809亿人民币	21.0%	2,096亿人民币
CGT CDMO	10亿人民币	13.9%	19亿人民币	28.1%	64亿人民币	31.6%	252亿人民币
ADC CDMO	0.1亿美元	114.1% (2018-2022)	2.1亿美元 (2022)	41.0% (2022-2026E)	8.3亿美元 (2026E)	31.1% (2026E-2030E)	24.5亿美元 (2030E)
多肽 CDMO	10亿人民币	28.2%	36亿人民币	30.0%	134亿人民币	21.5%	356亿人民币

资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

国内 CDMO 龙头公司加速布局新分子方向。根据我们统计，目前国内 CDMO 龙头企业多数已经开始布局多肽、ADC 等新分子业务，其中药明康德的 TIDES 业务和药明合联的 ADC 业务增长最为显著。1) 药明康德：2025 年上半年 TIDES 业务收入 50.3 亿元，同比增长 141.6%；截至 6 月底，TIDES 在手订单同比增长 48.8%；2) 药明合联：专注于偶联药物，截至 2025 年 H1 公司未完成订单总额达到 13.29 亿美元，同比增长 57.9%；2025 年 H1 公司新签合同金额同比增长 48.4%。

表 4：CDMO 龙头公司新分子业务布局情况

公司	新分子布局情况
药明康德	2025 年上半年 TIDES 业务收入 50.3 亿元，同比增长 141.6%；截至 6 月底，TIDES 在手订单同比增长 48.8%；持续推进泰兴多肽产能建设，预计 2025 年底多肽固相合成产能将提升至>100,000L
药明生物	双抗&多抗和抗体偶联药物贡献关键超过 70%新签项目，2025 年 H1 双抗&多抗项目 168 个，同比增长 36.6%；抗体偶联药物项目 225 个，同比增长 34.7%
药明合联	专注于偶联药物，2025 年 1-7 月 ADC 并购交易的被收购方有 75%是公司客户，截至 2025 年 H1 公司未完成订单总额达到 13.29 亿美元，同比增长 57.9%；2025 年 H1 公司新签合同金额同比增长 48.4%
康龙化成	在连接子、高活化合物生产的基础上，进一步加强 ADC 偶联能力，临床用药生物偶联车间将于 2H2025 投产
凯莱英	2025H1 新兴业务实现收入 7.56 亿元，同比增长 51.22%，在手订单金额同比增长超 40%；其中化学大分子 CDMO 收入 3.79 亿元，同比增长超 130%，在手订单金额同比增长超 90%，预计 2025 年底多肽固相合成总产能达到 45,000L
博腾股份	2025H1 新兴业务实现营业收入 1.15 亿元，同比增长约 22%，其中新分子业务收入 0.22 亿元，同比增长约 128%，2025H1 新分子业务新签订单 4,186 万元
药石科技	2025 年 H1 公司靶向蛋白降解药物（TPD）订单金额近 2,000 万；多肽相关业务订单金额超过 3,000 万；ADC 药物订单金额近千万
普洛药业	GLP-1 有四条管线处于二期、三期，其他的多肽 DS 参与了九条管线，均处于各期临床。公司的优势在于能将固相合成转化为液相合成，目前正在设计一条新的多肽产线，将结合固相加液相合成
九洲药业	公司全面布局多肽、偶联及小核酸药物等新分子业务，已搭建完整技术平台，2025 年 H1 新分子业务引入新客户 20 多家，其中海外订单增速较快，已完成十多个项目的交付工作
诺泰生物	多肽 601 车间 2025 年初正式投产，实现多肽产能 5 吨/年；寡核苷酸车间预计 2025 年 10 月完成建设，将形成年产寡核苷酸 1000 公斤
圣诺生物	公司募投“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”已顺利投产，106 车间于 2024 年四季度投产，107 车间、108 车间 2025 年上半年陆续投入运营
皓元医药	国内 ADC Payload-Linker 研究的先行者，通过上海、马鞍山、重庆“三位一体”战略布局，构建覆盖 Payload-Linker 开发、抗体发现、偶联工艺优化至商业化生产的全链条闭环服务体系

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、CRO：下游需求复苏在即，拐点可期

3.1 业绩复盘：CRO 龙头公司业绩分化，边际改善趋势已现

龙头公司业绩分化，边际改善趋势已现。与 CDMO 龙头公司不同，CRO 龙头公司业绩持续分化，部分公司已经开始回暖，我们推测主要与自身业务特点或经营周期有关。以康龙化成为例，其业务范围横跨 CRO 和 CDMO 两部分，同时以海外业务为主，前文 CDMO 章节已经阐明，公司 2024 年订单需求已经开始回暖，其业绩改善对于大部分 CRO 公司不具备参考性。从季度趋势来看，2025 年 Q2 业绩整体处于改善过程中，尤其是从利润端来看，绝大多数公司已经实现扭亏为盈。

图 22：CRO 龙头公司单季度营业收入同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
康龙化成	30%	15%	5%	4%	-2%	1%	10%	16%	16%	14%
昭衍新药	36%	27%	15%	-20%	-12%	-18%	-16%	-13%	-12%	-27%
益诺思					17%	13%	2%	8%	-29%	-46%
美迪西	27%	9%	-38%	-56%	-43%	-38%	-10%	29%	3%	4%
睿智医药	-30%	-4%	-16%	-1%	-13%	-20%	-12%	-14%	11%	18%
泰格医药	-1%	7%	7%	3%	-8%	-11%	-12%	-11%	-6%	-1%
诺思格	-5%	29%	14%	16%	10%	0%	12%	-7%	-3%	3%
博济医药	39%	28%	22%	36%	62%	35%	70%	-6%	-17%	28%
普蕊斯	30%	54%	25%	17%	17%	10%	2%	-3%	-4%	2%
阳光诺和	57%	30%	35%	32%	9%	36%	53%	-33%	-8%	16%
百诚医药	68%	75%	66%	63%	34%	18%	-32%	-74%	-40%	-34%
成都先导	-4%	30%	13%	13%	54%	1%	15%	2%	-1%	38%
泓博医药	16%	14%	3%	-17%	8%	16%	-3%	25%	30%	36%
维亚生物	3%		-20%		-14%		-1%		-15%	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 23：CRO 龙头公司单季度归母净利润金额（单位：亿元）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
康龙化成	3.48	4.38	3.53	4.62	2.31	8.83	3.08	3.72	3.06	3.96
昭衍新药	1.88	-0.97	2.37	0.69	-2.72	1.02	0.99	1.44	0.41	0.20
益诺思	0.66	0.48	0.67	0.14	0.57	0.39	0.37	0.15	0.06	-0.21
美迪西	1.02	0.65	-0.51	-1.48	-0.38	-0.33	-0.58	-2.02	-0.15	0.02
睿智医药	-0.25	0.10	-0.16	-8.85	-0.25	-0.37	0.01	-1.65	0.07	0.19
泰格医药	5.68	8.20	4.91	1.45	2.35	2.58	3.21	-4.08	1.65	2.18
诺思格	0.29	0.57	0.40	0.37	0.23	0.35	0.26	0.56	0.26	0.35
博济医药	0.12	0.06	0.05	0.01	0.17	0.14	0.13	-0.15	0.04	0.12
普蕊斯	0.25	0.37	0.39	0.34	0.23	0.32	0.17	0.34	0.07	0.47
阳光诺和	0.48	0.70	0.53	0.14	0.73	0.76	0.59	-0.30	0.30	1.00
百诚医药	0.35	0.84	0.82	0.70	0.50	0.84	0.07	-1.94	-0.26	0.29
成都先导	-0.09	0.15	0.12	0.22	0.14	-0.04	0.20	0.21	0.28	0.22
泓博医药	0.15	0.18	0.13	-0.08	0.04	0.12	-0.01	0.02	0.12	0.13
维亚生物	0.01		-2.91		1.17		0.50		1.22	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

3.2 订单跟踪：作为前瞻指标已经先行改善

2025 年上半年尽管很多 CRO 公司业绩依然承压，但是订单作为前瞻指标已经先行改善，例如昭衍新药、益诺思、美迪西、泓博医药、泰格医药、普蕊斯等公司订单情况同比 2024 年均有一定程度的边际改善。以昭衍新药为例，2025H1 营业收入同比下滑约 21%，实验室服务业务净亏损约 0.97 亿元，但是 2025H1 新签订单 10.2 亿元（同比增长约 13%），分季度来看，2025Q1 新签订单 4.3 亿元（同比增长约 7.5%），2025Q2 新签订单 5.9 亿元（同比增长约 18%）。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

表 5：CRO 龙头公司订单趋势情况

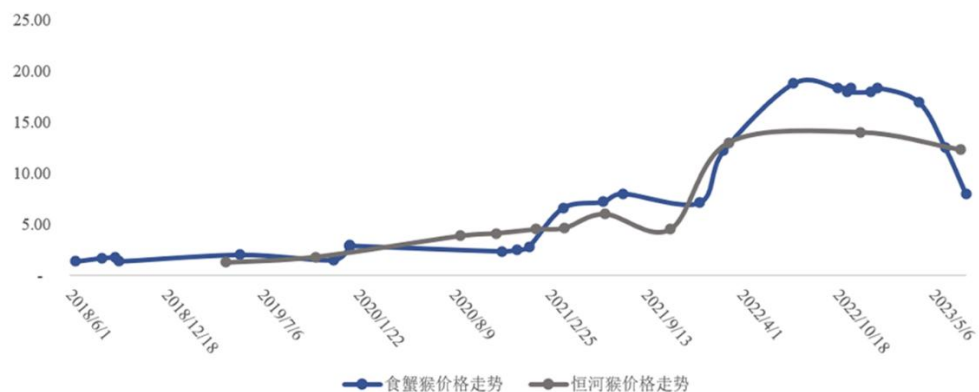
	2023年	2024年	2025H1
康龙化成		实验室服务新签订单同比+15%以上	实验室服务新签订单同比+10%以上
昭衍新药	在手订单33亿；新签订单23亿	在手订单22亿；新签订单18.4亿	在手订单23亿，新签订单10.2亿（同比+13%）
益诺思	在手订单13.27亿；新签订单9.76亿	在手订单9.73亿；新签订单8.19亿	在手订单11.12亿，新签订单5.32亿（同比+7.39%）
美迪西	药学新签订单9.68亿；临床前新签订单12.32亿	境外新签订单同比+超过20%	境外新签订单同比+约40%
泓博医药	在手订单3.08亿（同比-15.65%）	在手订单3.12亿（同比+1.18%）	服务新签订单3.69亿（同比+31%）
泰格医药	在手订单140.80亿；新签订单78.50亿（同比-18.80%）	在手订单157.80亿；新签订单84.20亿（同比+7.3%）	2025Q1新签订单20亿（同比+20%）
博济医药	在手订单20.95亿，新签订单11.65亿（同比+38.12%）	在手订单27.59亿；新签订单15.15亿（同比+30.07%）	在手订单31.95亿；新签订单8.70亿
普蕊斯	在手订单18.81亿；新签订单12.92亿（同比+23.89%）	在手订单18.89亿；新签订单10.00亿（同比-22.59%）	在手订单19.98亿；新签订单6.00亿（同比+40.12%）
阳光诺和	在手订单25.66亿；新签订单15.04亿（同比+36.50%）	在手订单32.73亿；新签订单17.86亿（同比+18.74%）	

资料来源：各公司公告，康龙化成公司官网，信达证券研发中心

3.3 实验用猴价格回暖，临床前 CRO 有望复苏

实验用猴价格开始回暖。实验用猴作为开展毒理安评业务的关键原材料，其价格走势有望成为临床前 CRO 行业的前瞻指标。根据益诺思 IPO 问询函回复公告，随着中国生物大分子早期研发项目的快速增多，叠加 COVID-19 相关疫苗和治疗药物对实验用猴的使用需求快速提升，2020-2022 年实验用猴的价格从约 2 万元/只快速上涨至 20 万元/只以上。2023 年以来，随着 COVID-19 相关需求断崖式减少，供需紧张情况大幅缓解，实验用猴价格高点不断回落。根据我们统计的公开招标信息来看，2025 年以来实验用猴价格略有上涨，2025 年 5 月最新中标价格约为 9-10 万左右，我们认为这或许预示着下游临床前 CRO 需求有望复苏。

图 24：公开招标实验用猴价格走势



资料来源：益诺思 IPO 问询函回复，信达证券研发中心

表 6：近期实验用猴中标价格趋势统计

时间	采购方	实验猴种类	数量	总价（万元）	单价（元）
2024 年 11 月 12 日	浙江大学	食蟹猴	15	135	90,000
2025 年 5 月 6 日	中国食品药品检定研究院	食蟹猴	50	460	92,000
2025 年 5 月 9 日	中国科学院武汉病毒研究所	食蟹猴	9	83.7	93,000

资料来源：中国政府采购网，信达证券研发中心

实验用猴属于紧缺资源，头部 CRO 企业纷纷布局。根据 2021 年中国实验灵长类养殖开发协会统计，全国食蟹猴和恒河猴存栏 24 万余只，年生产达到实验条件的只有 3 万只左右，实验用猴长期面临供给不足的格局，拥有实验用猴资源的 CRO 公司具备稀缺价值。2019 年以来龙头公司纷纷通过自建或并购等形式布局实验用猴资源，其中药明康德存栏量超过 2 万余只，昭衍新药存栏量约 2 万只左右，康龙化成存栏量接近 1 万只左右，益诺思存栏量约 2000-3000 万只。

表 7：CRO 龙头公司实验用猴资源布局情况

CRO 公司	实验用猴资源布局	实验用猴存栏量
药明康德	2019 年 8.04 亿元收购苏州康路生物科技有限公司及全资子公司广东春盛生物科技发展有限公司	食蟹猴饲养规模达 2 万余只
昭衍新药	自建梧州昭衍, 2022 年 8.30 亿元收购云南英茂生物科技有限公司; 2022 年 9.75 亿元收购广西玮美生物科技有限公司	根据实验模型资产推测，实验用猴存栏量约 2 万只左右
康龙化成	2021 年 1.1 亿元收购肇庆创药生物科技有限公司 50.01% 股权; 2021 年 2.06 亿元收购康瑞泰（湛江）生物技术有限公司	2021 年底实验用猴存栏量接近 1 万只左右
益诺思	2021 年合资新设控股子公司黄山益诺思，并收购黄山盛鹏与实验用猴繁育相关的经营性资产	截至 2023 年底共有繁殖猴 1235 只，配合对外引种形成 2000-3000 只规模

资料来源：益诺思 IPO 问询函回复，信达证券研发中心

3.4 AI 赋能药物研发，提升研发效率

AI 赋能药物研发，提升研发效率。人工智能（AI）的应用，可以赋能新药研发各个环节，缩短研发周期，降低研发成本，提升研发效率。在药物发现环节，通过 CADD（计算机辅助的药物设计）/AIDD（AI 驱动的药物设计）的应用，可以快速提升分子发现能力；在临床前研发环节，通过 AI 病理诊断、AI+类器官等应用，可以提升药物评价效率；在临床研发环节，通过 AI 赋能可以简化重复性工作，大幅提升人效。经过系统性梳理，我们发现目前 CRO 龙头公司普遍已经布局 AI+药物研发，以维亚生物为例，AI 赋能收入占 CRO 总收入比例已经达到 10% 左右。

表 8：CRO 龙头公司 AI+布局情况

公司	AI+药物研发布局情况
成都先导	2025 年 H1，依托 HAILO 平台推进 AI+药物研发，投入 406.48 万元（累计 1492 万元），重点支持模型迭代、平台建设及管线推进。
泓博医药	截至 2025 年 8 月，以 CADD/AIDD 技术平台（DiOrion 平台）推进 AI+布局，累计服务 95 个新药项目（7 个进入临床）45 家客户，在分子生成、成药性评估与专利规避等方面发挥核心价值。
维亚生物	截至 2025 年 H1，以 AIDD 累计服务 175 个项目、67 家客户，AI 赋能收入占 CRO 总收入 10%左右，达成细分领域合作与药企战略合作。
美迪西	截至 2025 年 H1，通过 AI 药物研发综合技术平台（MAIDD）整合多技术模块，在分子设计等领域形成壁垒，AI 在研项目累计投入超 1000 万元，技术覆盖从靶点发现到临床前评价的关键环节。
昭衍新药	将 AI 技术应用于智能化应用创新药物非临床及临床研究：开发数字病理辅助分析系统、提升类器官研究效率、加强数据资产的积累和管理。
益诺思	截至 2025 年 H1，通过 AI 病理诊断模型，进一步提升二分类识别准确率，深化实验室智能化管理建设。AI 在研项目累计投入超 136 万元，技术应用已覆盖毒性评价、数据管理等关键环节。
泰格医药	2025 年 H1，推出基于大语言模型（LLM）的脱敏工具，关键技术参数 F1 SCORE 达到 0.919 高分；将 E-Site System 和 Site Payment System 进行了融合，形成中心端信息管理平台。
普蕊斯	自主研发大数据建模系统，建模数据已通过 400+个 SSU 项目和 600+个入组项目做印证，匹配率分别为 97.89%和 94.38%，将临床试验执行策略构建时间缩短为 1 周。
诺思格	通过提前布局 AI 技术应用，结合精细化管理，推动人员效率提高，这一举措是公司毛利率回升的重要原因之一，助力业务运营优化。
阳光诺和	2025 年 H1，与华为云合作开发基于盘古大模型的 AI 多肽分子发现平台，借助 AIDD 技术提升分子发现与优化能力，加速多肽类创新药研发。

资料来源：公司公告，普蕊斯公司官网，信达证券研发中心

4、建议关注标的

参考 iFind 一致预期，目前大部分 CXO 龙头公司 PS 估值处于 5-10 倍区间，PE 估值处于 20-50 倍区间，综合主营业务特点、公司经营趋势、估值合理性等多重考虑，我们筛选出其中有代表性的 10 家公司，建议重点关注药明康德、药明生物、药明联合、康龙化成、凯莱英、昭衍新药、普洛药业、皓元医药、阳光诺和、普蕊斯等。

表 9：CRO 龙头公司盈利预测和估值情况

公司名称	市值 (亿人民币)	营业收入 (亿元)			PS估值		归母净利润 (亿元)			PE估值	
		2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E
药明康德	3,169.33	392.41	432.78	492.60	7.32	6.43	94.50	132.48	138.52	23.92	22.88
药明康德 (港股)	2,946.96	392.41	432.78	492.60	6.81	5.98	94.50	132.48	138.52	22.24	21.27
药明生物	1,493.25	186.75	213.96	247.30	6.98	6.04	33.56	43.14	49.41	34.62	30.22
药明联合	851.56	40.52	58.59	78.70	14.53	10.82	10.70	15.03	20.23	56.67	42.10
泰格医药	522.64	66.03	70.77	78.05	7.38	6.70	4.05	11.34	13.54	46.08	38.60
泰格医药 (港股)	376.32	66.03	70.77	78.05	5.32	4.82	4.05	11.34	13.54	33.18	27.79
康龙化成	615.26	122.76	137.80	156.13	4.46	3.94	17.93	17.83	21.22	34.51	28.99
康龙化成 (港股)	434.11	122.76	137.80	156.13	3.15	2.78	17.93	17.83	21.22	24.35	20.46
凯莱英	402.86	58.05	66.63	77.18	6.05	5.22	9.49	11.30	13.31	35.65	30.28
凯莱英 (港股)	314.21	58.05	66.63	77.18	4.72	4.07	9.49	11.30	13.31	27.81	23.62
昭衍新药	287.05	20.18	19.22	21.14	14.94	13.58	0.74	2.93	3.42	98.01	83.82
昭衍新药 (港股)	160.35	20.18	19.22	21.14	8.34	7.59	0.74	2.93	3.42	54.75	46.82
普洛药业	191.49	120.22	121.40	132.13	1.58	1.45	10.31	11.12	13.07	17.22	14.65
九洲药业	173.09	51.61	57.56	61.66	3.01	2.81	6.06	9.22	10.25	18.78	16.89
皓元医药	168.36	22.70	27.47	33.14	6.13	5.08	2.02	2.70	3.48	62.41	48.33
博腾股份	134.62	30.12	34.70	40.40	3.88	3.33	(2.88)	0.70	2.47	192.81	54.58
诺泰生物	129.36	16.25	21.97	28.55	5.89	4.53	4.04	5.52	7.23	23.45	17.90
圣诺生物	62.15	4.56	6.88	9.05	9.03	6.87	0.50	1.58	2.22	39.38	27.94
成都先导	97.73	4.27	5.08	6.08	19.24	16.08	0.51	0.80	1.02	122.46	95.81
药石科技	95.81	16.89	19.24	22.30	4.98	4.30	2.20	2.01	2.44	47.78	39.32
美迪西	91.27	10.38	11.48	13.03	7.95	7.01	(3.31)	(0.30)	0.38	-	240.17
阳光诺和	79.70	10.78	12.81	15.34	6.22	5.20	1.77	2.17	2.74	36.75	29.10
百诚医药	65.86	8.02	7.04	7.69	9.36	8.56	(0.53)	0.50	0.78	131.20	84.44
益诺思	69.81	11.42	10.94	12.31	6.38	5.67	1.48	1.01	1.57	69.12	44.56
诺思格	51.11	7.44	7.75	8.45	6.59	6.05	1.40	1.47	1.65	34.77	30.98
泓博医药	48.46	5.44	7.17	9.21	6.76	5.26	0.17	0.57	0.79	84.32	61.40
维亚生物	48.26	19.87	19.18	21.80	2.52	2.21	1.67	2.75	3.14	17.53	15.37
普蕊斯	37.50	8.04	8.44	9.30	4.44	4.03	1.06	1.11	1.26	33.79	29.65
博济医药	38.86	7.42	8.30	9.99	4.68	3.89	0.29	0.45	0.66	86.36	58.88

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心，截至 2025 年 9 月 25 日，盈利预测参考 iFind 一致预期

4.1 药明康德：TIDES 业务有望持续高增长

药明康德是一家全球领先的 CRDMO 一体化龙头企业，公司主营业务可以分为化学(WuXi Chemistry)、测试(WuXi Testing)、生物学(WuXi Biology)等方向。2025H1 药明康德实现整体收入 208 亿元，同比增长 20.6%；其中持续经营业务收入同比增长 24.2%；经调整归母净利润 63.1 亿元，同比增长 44.4%；截至 2025 年 6 月底，公司持续经营业务在手订单 566.9 亿元，同比增长 37.2%。公司上调 2025 年全年业绩指引，持续经营业

务收入增速目标从 10-15%上调至 13-17%，整体收入目标从 415-430 亿上调至 425-435 亿，公司有信心在 2025 年进一步提升经调整归母净利率水平。

我们认为药明康德主要看点来自于 **TIDES 业务（多肽&寡核苷酸）**：2024 年 TIDES 业务实现收入 58.0 亿元，同比增长 70.1%，在手订单同比增长 103.9%；2025 年上半年 TIDES 业务实现收入 50.3 亿元，同比增长 141.6%，在手订单同比增长 48.8%。公司预计 2025 年底多肽固相合成反应釜总体积将提升至 10 万升。根据前文分析，目前全球范围内 TIDES CRDMO 市场处于高景气度阶段，药明康德有望持续受益。

图 25：药明康德 2025H1 业绩情况



资料来源：公司官网 2025 年中期业绩演示材料，信达证券研发中心

图 26：药明康德 2025H1 在手订单情况



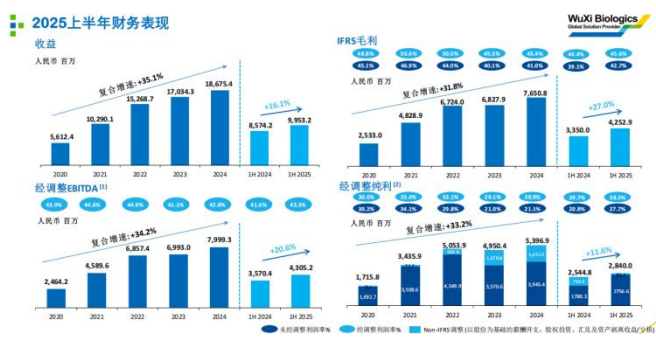
资料来源：公司官网 2025 年中期业绩演示材料，信达证券研发中心

4.2 药明生物：项目储备充足，PPQ 项目进入收获期

药明生物是一家全球领先的大分子 CRDMO 龙头企业，同时是药明联合的控股股东。2025H1 药明生物实现营业收入 99.53 亿元，同比增长 16.1%；实现毛利润 42.53 亿元，同比增长 27.0%，对应毛利率 42.7%，同比提升 3.6pct；实现经调整 EBITDA 43.05 亿元，同比增长 20.6%；实现经调整净利润 28.40 亿元，同比增长 11.6%。2025H1 公司新签项目 86 个，创历史 H1 新高；2025H1 获得 9 个“赢得分子”项目，其中包括 2 个临床三期项目，绝大多数是复杂生物药分子（多抗、双抗和抗体偶联药物）。基于中报业绩表现，公司将 2025 年收入增长指引从 12%-15%提升至 14%-16%。

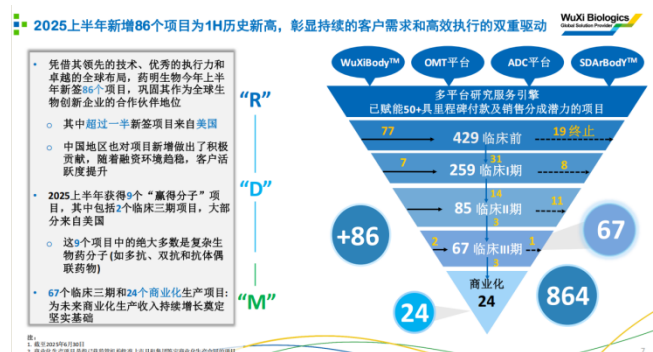
我们认为药明生物主要看点来自于丰富的 **PPQ 项目储备**：截至 2025H1，公司临床前项目 429 个，临床 I 期项目 259 个，临床 II 期项目 85 个，临床 III 期项目 67 个，商业化项目 24 个。公司预计 2025 年完成 25 个 PPQ 项目，累计完成 102 个 PPQ 项目。考虑到 PPQ 项目距离商业化仅差一步之遥，公司丰富的 PPQ 项目储备有望进入收获期。

图 27：药明生物 2025H1 中报业绩情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：药明生物项目储备情况



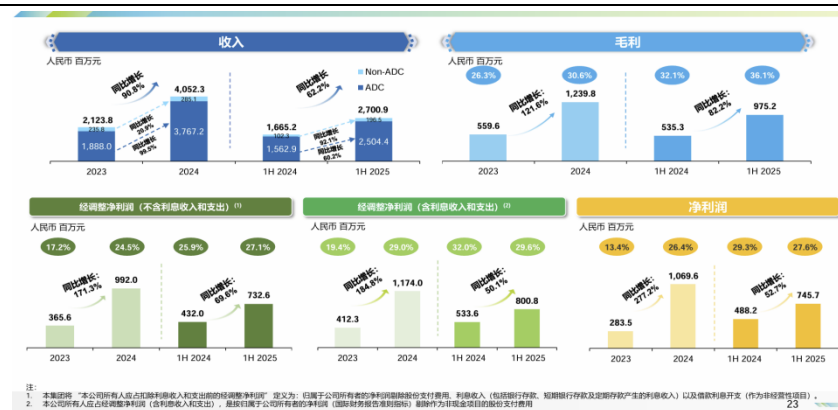
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.3 药明合联：偶联药物市场需求高景气度持续

药明合联是一家专注于 ADC 及其他生物偶联药物的 CRDMO 龙头，可以提供药物发现、早期工艺开发、后期开发及工艺验证的全流程服务。2025 年 H1 实现营业收入 27.01 亿元，同比增长 62.2%；实现毛利润 9.75 亿元，同比增长 82.2%，对应毛利率 36.1%；实现净利润 7.46 亿元，同比增长 52.7%，对应净利率 27.6%；实现经调整净利润 8.01 亿元，同比增长 50.1%，对应经调整净利率达到 29.6%；实现经调整净利润（不含利息收入和支出）7.33 亿元，同比增长 69.6%，对应经调整净利率（不含利息收入和支出）达到 27.1%。2025 年 H1 公司新签 iCMC 项目 37 个，赢得 iCMC 项目 13 个，赋能客户提交 IND 申请 12 个，新增 PPQ（工艺验证）项目 3 个；截至 2025 年 H1，公司药物发现项目数量 858 个，临床前项目数量 122 个，临床 I 期项目数量 66 个，临床 II 期项目 17 个，临床 III 期项目 19 个，商业化项目 1 个，PPQ（工艺验证）项目 11 个。

我们认为药明合联主要看点来自于偶联药物市场需求高景气度：根据前文分析，ADC 是景气度最高的 CDMO 细分赛道之一，作为全球领先的 ADC CDMO 龙头企业，公司有望持续受益，根据公司公告显示，公司市场占有率已经提升至 22.2%。2025 年 1-7 月 ADC 并购交易的被收购方有 75% 是公司客户；2025 年 1-7 月 ADC 对外授权金额超过 10 亿美元的交易中，药明合联客户贡献超过 75% 的交易总金额。

图 29：药明合联 2025H1 中报业绩情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30：药明合联生物偶联药物项目数量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

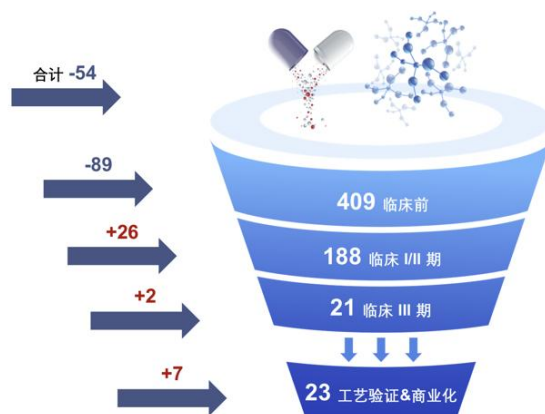
4.4 康龙化成：前端 CRO 降息受益，后端 CMC 持续转化

康龙化成是一家全球领先的全流程一体化医药研发服务平台，公司主营业务包括实验室服务、CMC（小分子 CDMO 业务）、临床研究服务、大分子和细胞与基因治疗服务四大业务板块。2025H1 公司实现营业收入 64.41 亿元，同比增长 14.9%；实现经调整归母净利润 7.56 亿元，同比增长 9.50%，其中实验室服务同比增长 15.5%，CMC 服务（小分子 CDMO）同比增长 18.2%，临床研究服务同比增长 11.4%，大分子同比基本持平。2025H1 公司新签订单同比增长 10% 以上，2025 年全年业绩指引为同比增长 10-15%。

我们认为康龙化成主要看点来自于降息预期和后端转化：1) 公司客户结构 80% 以上收入来自于 Biotech 企业，客户需求和降息节奏密切相关，随着美联储进入降息周期，我们认为公司有望充分受益；2) 公司 CMC 服务（小分子 CDMO）订单持续高增长，其中 2025H1 该业务新签订单同比增长 20% 左右，项目漏斗逐步转换为临床后期或商业化订单，盈利能力存在持续提升空间。

图 31：康龙化成客户结构以 Biotech 企业为主


资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

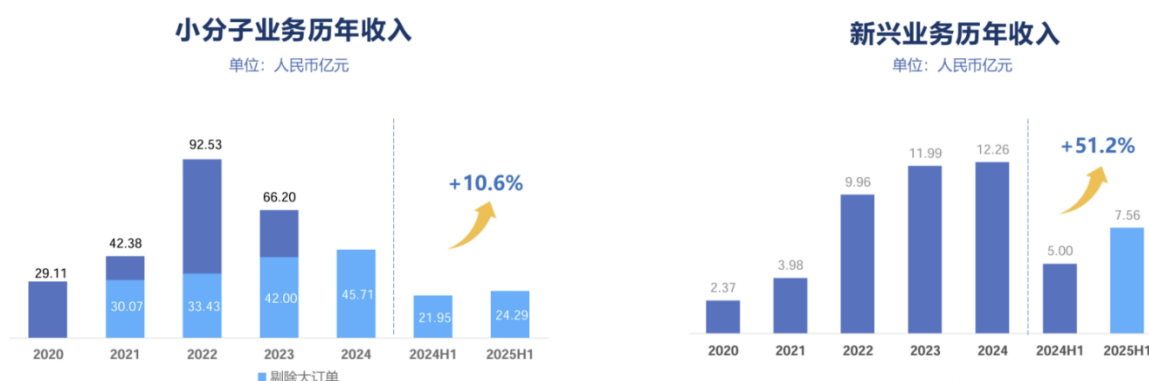
图 32：康龙化成 CMC 服务项目管线


资料来源：公司官网 2025 年中期业绩演示材料，信达证券研发中心

4.5 凯莱英：新兴业务有望成为高增长引擎

凯莱英是一家全球领先、技术驱动型的医药外包一站式综合服务商，公司主营业务可以分为小分子 CDMO 业务和新兴业务。2025H1 公司实现营业收入 31.88 亿元，同比增长 18.20%；实现归母净利润 6.17 亿元，同比增长 23.71%；实现扣非净利润 5.66 亿元，同比增长 26.29%。公司在手订单总额 10.88 亿美元，同比增长约 12%。公司预计 2025 全年收入实现 13%-15% 的增长，争取盈利增长超过收入增速。

我们认为凯莱英主要看点来自于新兴业务的高成长性：2025H1 凯莱英新兴业务实现收入 7.56 亿元，同比增长 51.22%，毛利率 29.79%，同比提升 9.5 个百分点。截至中报披露日，新兴业务在手订单金额同比增长超 40%，公司预计 2025 年下半年新兴业务板块验证批阶段（PPQ）项目达 9 个。公司新兴业务目前正处于高速成长期，项目管线和在手订单储备充足，有望成为拉动业绩增长的新引擎，随着收入体量的增长，盈利能力还有进一步提升的空间。

图 33：凯莱英 2025H1 业绩拆分情况


资料来源：公司公告投关材料，信达证券研发中心

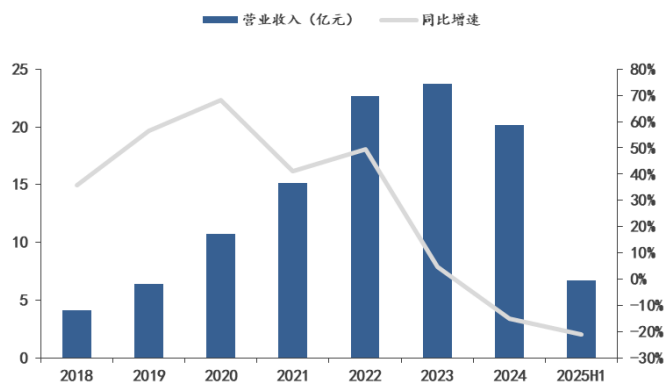
4.6 昭衍新药：下游需求正在复苏，拥有实验用猴紧缺资源

昭衍新药是一家全球领先的临床前 CRO 龙头企业，以毒理安评业务为特色。2025H1 公司实现营业收入 6.69 亿元，同比下滑 21.29%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比扭亏为盈；从业绩拆分来看，实验室服务业务贡献净利润约-0.97 亿元，主要是由于毛利率下降较多（2025H1 毛利率 24.03%，同比下降 6.34pct）；资金管理收益贡献净利润约 0.32 亿元；生物资产公允价值变动贡献净利润约 0.88 亿元。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

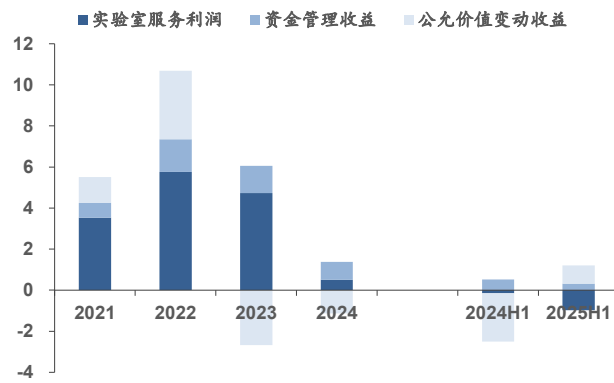
我们认为昭衍新药主要看点来自于实验用猴紧缺资源：1) 根据前文分析，实验用猴属于行业紧缺资源，公司通过收并购掌握约 2 万只实验用猴，2025 年以来实验用猴价格略有上涨，带动公司生物资产公允价值变动，2025 年上半年已经体现部分收益；2) 随着国内投融资回暖，下游需求正在复苏，公司 2025Q1 新签订单 4.3 亿元（同比增长约 7.5%），2025Q2 新签订单 5.9 亿元（同比增长约 18%）。

图 34：昭衍新药营业收入及同比增速



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图 35：昭衍新药净利润拆分（单位：亿元）



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

4.7 普洛药业：CDMO 业务有望持续超预期

普洛药业是国内领先的原料药+CDMO 一体化公司，主营业务包括原料药中间体、创新药研发生产服务 CDMO、制剂三大业务板块。2025H1 公司实现营业收入 54.44 亿元，同比下滑 15.31%；实现归母净利润 5.63 亿元，同比下滑 9.89%。公司整体业绩承压，主要受到原料药和制剂业务的阶段性拖累，其中原料药中间体业务实现营业收入 36.03 亿元，同比下降 23.41%，毛利率 13.70%，同比下降 2.52pct；药品业务实现营业收入 5.83 亿元，同比下降 14.20%。

我们认为普洛药业主要看点来自于 CDMO 业务成长性：2025H1 公司 CDMO 业务实现营业收入 12.36 亿元，同比增长 20.32%，实现毛利 5.45 亿元，同比增长 32.19%，实现毛利率 44.04%，同比提升 3.95pct。公司 CDMO 业务已经形成良好的“漏斗”模型，2025H1 公司 CDMO 进行中项目 1,180 个，同比增长 35%，其中：商业化阶段项目 377 个，同比增长 19%；研发阶段项目 803 个，同比增长 44%。

图 36：普洛药业 CDMO 业务情况



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

4.8 皓元医药：以 ADC 为特色，后端订单趋势良好

皓元医药主要业务包括小分子及新分子类型药物发现领域的生命科学试剂的研发，原料药、中间体、起始物料及制剂的药物研发，工艺优化及商业化生产，公司主营业务可以分为前端（生命科学试剂）和后端（原料药和中间体、制剂）两部分。2025H1 公司实现营业收入 13.11 亿元，同比增长 24.20%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 115.55%。按照业务类型拆分，2025H1 公司前端业务实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 29.2%，后端业务实现营业收入 3.99 亿元，同比增长 13.6%。

我们认为皓元医药主要看点来自于 **ADC 布局**：公司重点布局 ADC 方向，通过上海、马鞍山、重庆“三位一体”战略布局，构建覆盖 Payload-Linker 开发、抗体发现、偶联工艺优化至商业化生产的全链条闭环服务体系。2025 年上半年承接 ADC 项目数超 70 个，共有 14 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成美国 FDA •sec-DMF 备案，参与 5 个 BLA 申报。截至 2025 年中报，公司原料药和中间体、制剂业务在手订单金额超 5.9 亿元，同比增长 40.1%，有望成为公司加速增长的助推器。

图 37：皓元医药 2025H1 中报业绩情况



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

图 38：皓元医药 ADC 产能分布情况



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

4.9 阳光诺和：CRO 业务展现韧性，创新研发转型坚定

阳光诺和致力于为国内医药企业和科研机构提供全过程的一站式药物研发服务，公司业务类型包括药学研究、临床试验&生物分析、权益分成、知识产权授权。2025H1 公司实现营业收入 5.90 亿元，同比增长 4.87%；实现归母净利润 1.30 亿元，同比下降 12.61%；实现扣非净利润 1.20 亿元，同比下降 16.29%。分业务来看，药学研究服务实现营业收入 2.03 亿元，同比下滑 40.80%；临床试验和生物分析服务实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 29.05%；新增知识产权授权收入 1.00 亿元；权益分成实现营业收入 734 万元，同比增长 119.73%。

我们认为阳光诺和主要看点来自于**创新研发转型**：公司目前正处于业务转型的关键时期，已成功布局 20 余种具有自主知识产权的 1 类新药在研管线，广泛覆盖自身免疫性疾病、疼痛管理、心血管疾病、中枢神经系统疾病、肿瘤、代谢性疾病及呼吸系统疾病等多个重要治疗领域。其中研发管线进展最快的是 STC007 注射液，主要适应症为治疗术后疼痛及成人慢性肾脏疾病相关的中至重度瘙痒，其中针对腹部手术后中重度疼痛的 II 期临床试验已达成预期目标，III 期临床试验正按既定计划有序推进；针对瘙痒适应症的 II 期临床试验正在进行中，截至中报入组顺利。

图 39：阳光诺和 2025H1 营业收入



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

图 40：阳光诺和 2025H1 收入拆分



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

4.10 普蕊斯：下游需求复苏，AI 赋能降本增效

普蕊斯是国内领先的 SMO（临床试验现场管理）龙头公司，截至 2025 年中报期末，公司员工人数 4,157 人，其中业务人员近 4,000 人，公司累计服务 960 余家临床试验机构，临床试验机构可覆盖能力为 1,300 余家，服务范围覆盖全国 200 余个城市。2025H1 公司实现营业收入 3.90 亿元，同比下滑 1.08%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降 1.40%。从季度节奏来看，2025 年 Q1 公司阶段性承压，经过 1 个季度的调整，公司业绩边际显著改善；2025Q2 单季度实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 1.82%，环比增长 21.06%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 45.17%，环比 20 增长 528.73%。

我们认为普蕊斯主要看点来自于下游需求复苏：1) 2025H1 公司新签订单 6.00 亿元，同比增长 40%，2025Q2 公司业绩边际改善显著，随着国内需求逐渐复苏，公司业绩有望持续向好。2) SMO 行业存在较多手工重复工作，AI 应用可以大幅提升工作效率，公司积极探索人工智能在临床试验执行上的运用和创新，未来存在持续降本增效的空间。

图 41：普蕊斯 2025H1 中报业绩情况



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

5、风险因素

创新药投融资不及预期的风险：

CXO 商业模式本质属于“卖水人”，其需求高度依赖创新药企业研发投入，而研发投入与创新药投融资情况深度绑定。如果海外或国内投融资改善不及预期，导致药企缩减研发预算，可能会对整个 CRO/CDMO 行业景气度带来压力。

新签订单不及预期的风险：

CXO 公司新签订单高度依赖下游客户研发计划，如果药企由于研发失败或者管线调整等原因导致研发预算收缩，可能会导致 CXO 公司新签订单将不及预期。

行业竞争加剧的风险：

CXO 龙头公司正在重新进入扩张周期，如果错误预判行业趋势，有可能导致产能过剩和行业竞争加剧，引发价格战，拖累行业毛利率水平。

地缘政治和关税风险：

国内 CXO 龙头公司普遍海外收入占比较高，全球化成为重要发展战略，业务范围覆盖欧美市场，需要警惕地缘政治和关税风险。

研究团队介绍

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。