

中国医药

中国生命科学上游行业景气度上行

我们认为中国生命科学上游行业正受益于多个积极的行业趋势，包括下游医药研发投入增长、创新药融资复苏以及持续的中国创新药出海热潮。我们认为国产替代仍具备可观空间，将长期驱动国内上游行业的增长。国内上游公司依托持续的技术投入，已在一些细分领域缩小与海外巨头的技术差异，并持续获得客户认可和市场份額。相关国内标的包括纳微科技（688690 CH，未评级）、诺唯赞（688105 CH，未评级）、奥浦迈（688293 CH，未评级）等。

- **中国生命科学上游行业迎来景气度上行。**医药行业已成为生命科学上游的最重要客户。中国医药研发需求在波动中维持了增长势头。我们认为，景气度复苏主要由于以下三个指标：1) 新冠疫情后，中国大型药企和 biotech 的研发支出维持健康增长，CXO 公司的 capex 支出下滑趋势则在 1H25 出现明显反转。2) 中国创新药出海交易在 25 年进一步爆发。根据医药魔方数据，今年前 10 个月，本土创新药出海总交易金额和首付款占全球同期交易规模的 38%和 50%，显著高于 2020 年的 5%和 3%。3) 中国创新药出海热潮驱动国内创新药融资额复苏。医药魔方数据显示，中国 3Q25 创新药融资同比大增 443.6%。此外，全球创新药融资在降息背景下逐步企稳，3Q25 同比增长 8.6%。随着中国创新能力在全球认可度提高，我们预计国内创新药融资将恢复健康增长，支撑国内创新药的研发，进而推动生命科学上游景气度复苏。
- **国产替代仍具备可观空间。**全球生命科学上游行业的龙头为欧美巨头，例如 Danaher (DHR US，未评级) 和 Thermo Fisher (TMO US，买入)。中国上游行业仍面临小而散的格局。新冠疫情期间，由于全球供应链出现波动，中国的上游公司迎来快速增长机遇。部分中国上游公司在 19-24 年的收入 CAGR 超过 30%，远超欧美同行 (<10%)。国产替代仍是主旋律，其中试剂和耗材国产化率提高较快，例如培养基的国产化率在 21 年已提升至 33.7%，远高于疫情前的 20%（奥浦迈招股书）。但是，高端仪器设备由于技术瓶颈替代速度较慢，例如质谱仪的国产化率仅 10%左右（禾信仪器 24 年年报）。
- **本土企业凭借技术壁垒、成本优势以及政策机遇持续提升份额。**1) 技术壁垒：头部中国上游公司在 1H25 的平均研发费用率为 13.0%，超过疫情时期的水平。凭借持续的研发投入，多家头部公司建立了技术壁垒。例如，纳微科技是色谱填料/层析介质领域国产替代的核心供应商，其产品在粒径、孔径、机械强度等方面性能优异，甚至超过国际品牌。2) 成本优势：由于集采等政策压力的影响，本土医药制造企业降低成本的需求迫切，因此给国产厂商带来了增加份额的机会。3) 政策机遇：由于地缘政治风险，高端设备的国产替代需求强烈。例如，作为国产企业，谱育科技（未上市）享受政府研发补贴，参与国家科研项目，并借助国家推进设备更新的机遇在国内扩大市场份额。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 (US\$m)	目标价 (LC)	上行/下行空间	收入 CAGR FY24-27E	净利润 CAGR FY24-27E	P/E (x) FY25E FY26E FY25E	PEG
Thermo Fisher	TMO US	买入	217,426	654	13%	5.1%	6.2%	25.4 23.4	4.1
Danaher	DHR US	未评级	156,252	na	na	4.3%	6.0%	28.7 26.3	4.8
纳微科技	688690 CH	未评级	1,707	na	na	21.3%	62.4%	85.0 54.3	1.4
诺唯赞	688105 CH	未评级	1,335	na	na	14.1%	na	186.1 80.2	na
奥浦迈	688293 CH	未评级	941	na	na	29.7%	183.1%	102.1 71.6	0.6

资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

优于大市

中国医药行业

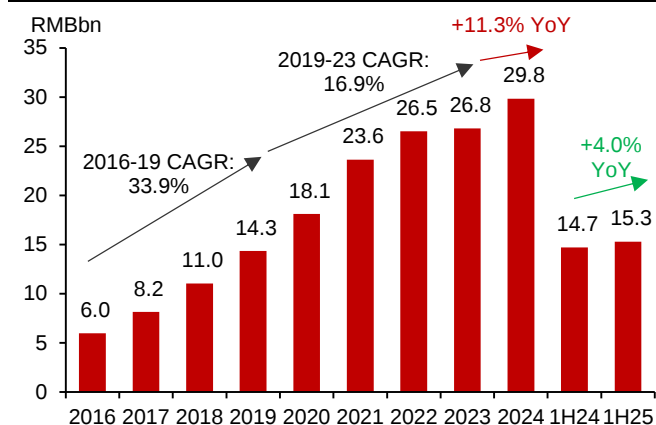
武煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA
huangbenchen@cmbi.com.hk

相关报告

- 海外 CXO&生命科学上游 1H25 业绩剖析：关税影响小于预期，临床 CRO 订单意外增长，普遍上调业绩指引 - 2025 年 9 月 18 日
- 海外 CXO&生命科学上游 2024 和 4Q24 业绩剖析：C(D)MO 和生命科学上游表现亮眼，临床 CRO 需求滑坡 - 2025 年 3 月 12 日
- 药明康德(603259 CH)深度报告：地缘政治扰动有限，业绩企稳复苏 - 2024 年 10 月 21 日
- 海外 CXO/生命科学上游 2Q24 业绩剖析：生命科学上游继续预期需求复苏 - 2024 年 8 月 20 日
- 海外 CXO/生命科学上游 1Q24 业绩剖析：订单走弱，但 24 下半年需求复苏仍是共识 - 2024 年 5 月 28 日
- 海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 下半年需求复苏渐成共识 - 2024 年 3 月 15 日
- 海外 CXO 行业 3Q23 业绩剖析：业绩继续分化；融资复苏仍需时间；临床需求展望持续改善 - 2023 年 12 月 11 日
- GLP-1 产业链蕴藏巨大潜力 - 解析全球研发趋势，把握产业链投资机会 - 2023 年 11 月 16 日
- 海外 CXO 2Q23 业绩综述：业绩出现分化；融资复苏尚需时间；需求展望有所改善 - 2023 年 8 月 23 日

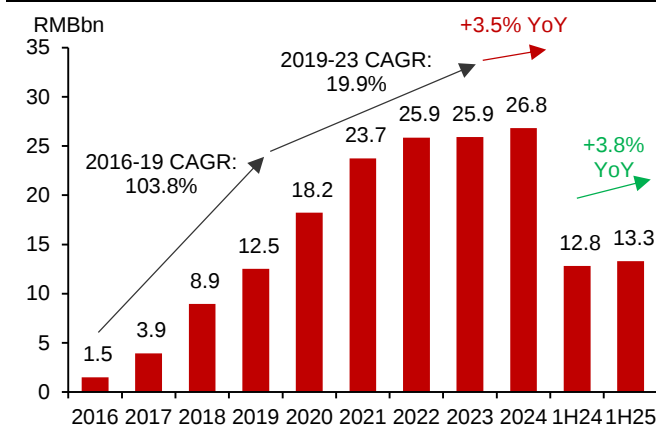
图 1: 中国 10 家主要大型药企合计 R&D 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 中国 10 家主要大型药企包括恒瑞医药 (600276 CH, 未评级)、中国生物制药 (1177 HK, 买入)、石药集团 (1093 HK, 买入)、三生制药 (1530 HK, 买入)、复星医药 (600196 CH, 未评级)、海思科 (002653 CH, 未评级)、科伦药业 (002422 CH, 未评级)、长春高新 (000661 CH, 未评级)、智飞生物 (300122 CH, 未评级)、丽珠医药 (000513 CH, 未评级) 等。

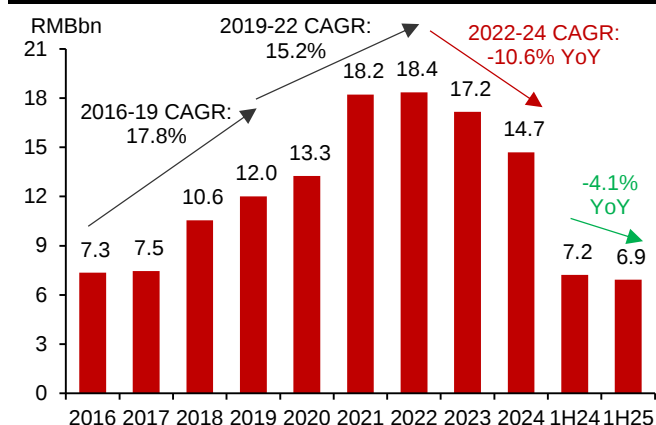
图 2: 中国 10 家头部 biotech 合计 R&D 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

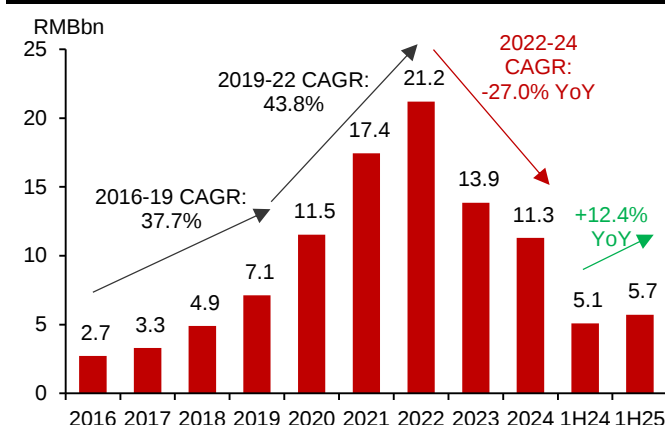
注: 中国 10 家头部 biotech 公司包括百济神州 (ONC US, 买入)、信达生物 (1801 HK, 买入)、康方生物 (9926 HK, 买入)、再鼎医药 (9688 HK, 未评级)、复宏汉霖 (2696 HK, 买入)、亚盛医药 (6855 HK, 未评级)、诺诚健华 (9969 HK, 买入)、荣昌生物 (9995 HK, 买入)、和黄医药 (13 HK, 买入) 等。

图 3: 中国 10 家主要大型药企合计 capex 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

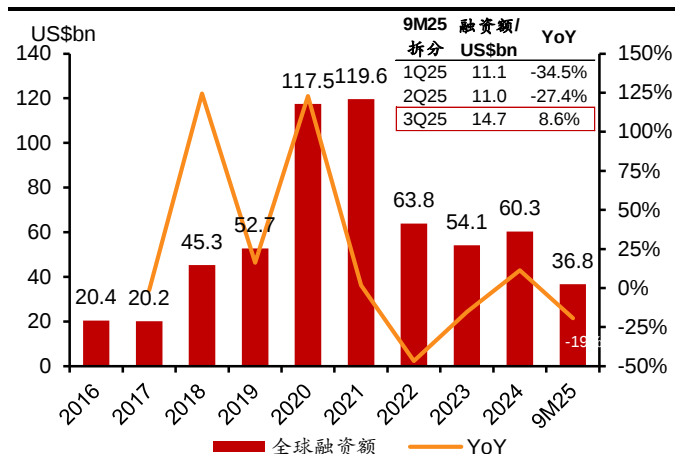
图 4: 中国 5 家主要 CXO 公司合计 capex 投入



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

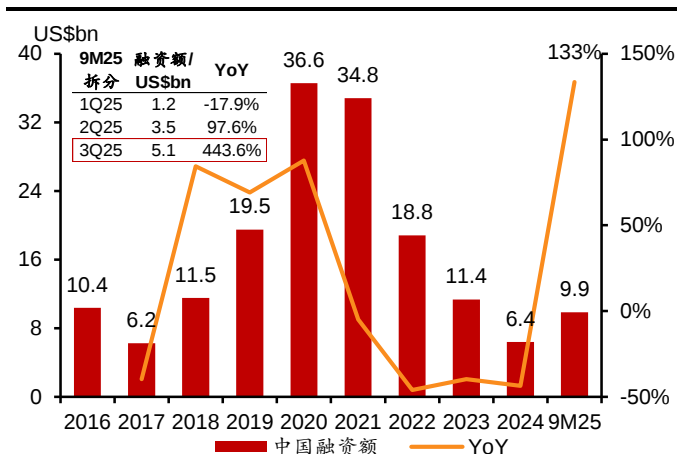
注: 中国 5 家主要 CXO 公司分别为药明康德 (603259 CH, 买入)、康龙化成 (300759 CH, 未评级)、昭衍新药 (603127 CH, 未评级)、药明生物 (2269 HK, 买入)、凯莱英 (002821 CH, 未评级)。

图 5: 全球创新药融资额



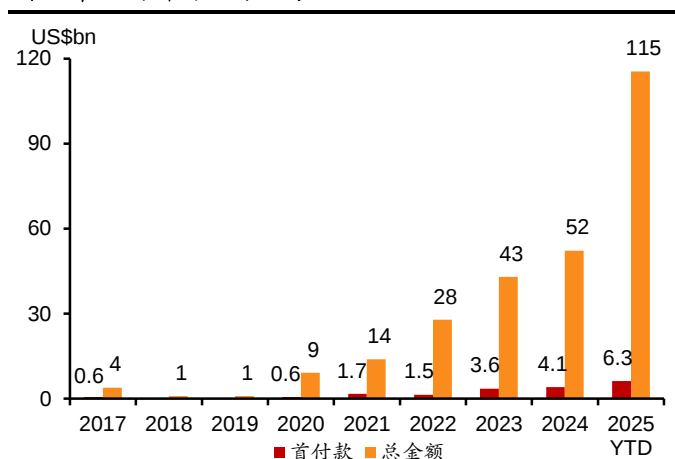
资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 6: 中国创新药融资额



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

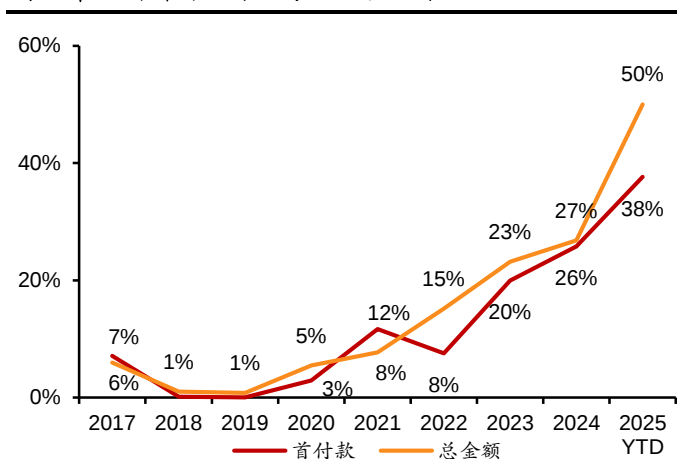
图 7: 中国创新药出海交易规模



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

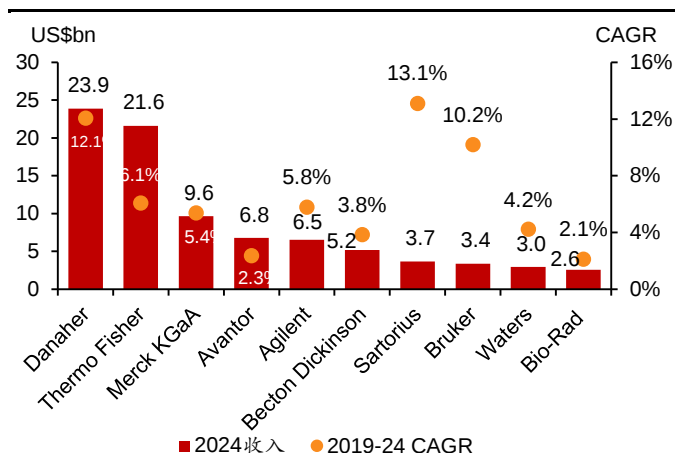
注: 2025 YTD 指截至 2025 年 10 月底, 下同。

图 8: 中国创新药出海交易规模占全球的比重



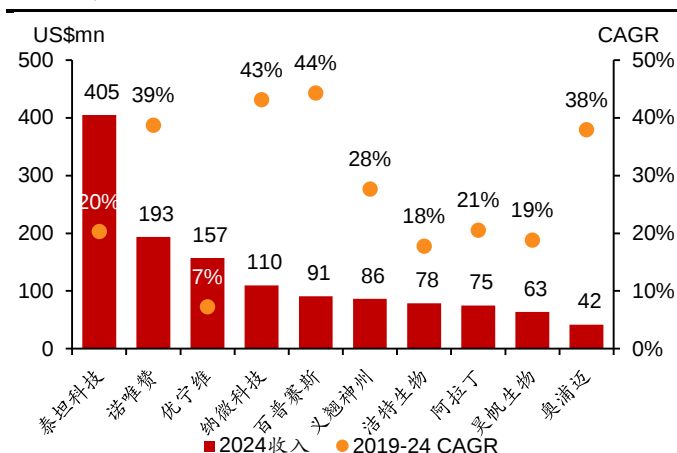
资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 9: 海外生命科学上游主要公司收入规模



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 10: 中国生命科学上游主要公司收入规模



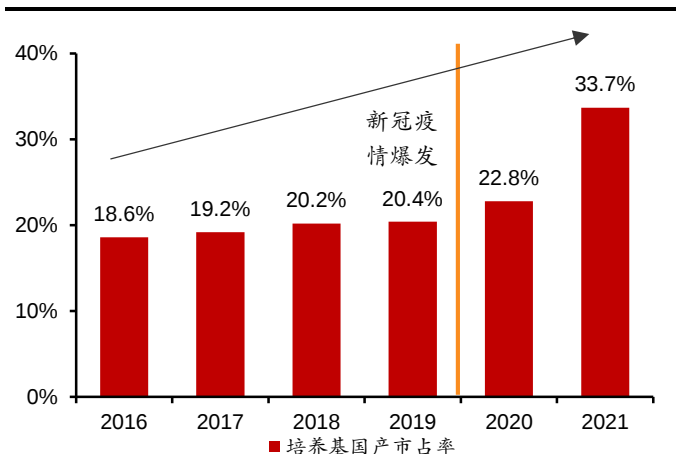
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 11:部分产品的国产化率

产品类别	国产份额	数据年份
培养基	33.7%	2021
色谱介质	>50%	2023
层析柱/层析树脂	24.7%	2021
NGS 文库构建原料酶及试剂	33.2%	2021
一次性产品	32.5%	2021
过滤	20.40%	2021
实验室纯水系统	19.60%	2021
质谱仪	~10%	2024
基因测序仪	>60%	2024
生物反应器	27.7%	2021

资料来源: 相关公司财报和招股书, 招银国际环球市场

图 12:培养基国产化率趋势



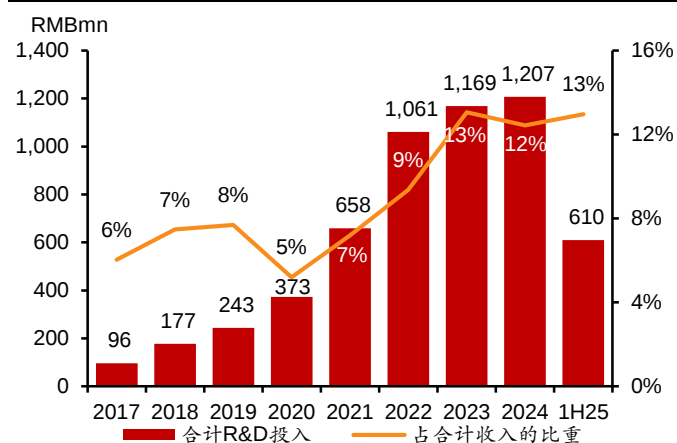
资料来源: 相关公司财报和招股书, 招银国际环球市场

图 13:国内生命科学上游公司收入同比变化

收入YoY	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
泰坦科技	63%	39%	24%	21%	56%	20%	6%	4%	-13%
诺唯赞			57%	483%	19%	91%	-64%	7%	-7%
优宁维		40%	30%	8%	31%	8%	3%	-9%	-9%
纳微科技		44%	57%	58%	118%	58%	-17%	33%	22%
百普赛斯		48%	48%	138%	56%	23%	15%	19%	29%
义翘神州		37%	30%	783%	-40%	-40%	12%	-5%	6%
洁特生物	35%	24%	19%	104%	70%	-29%	-24%	21%	13%
阿拉丁		31%	26%	12%	23%	31%	7%	32%	15%
昊帆生物					31%	21%	-13%	16%	20%
奥浦迈				114%	70%	38%	-17%	22%	24%
赛分科技						37%	15%	29%	20%
近岸蛋白				400%	90%	-23%	-42%	-17%	21%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

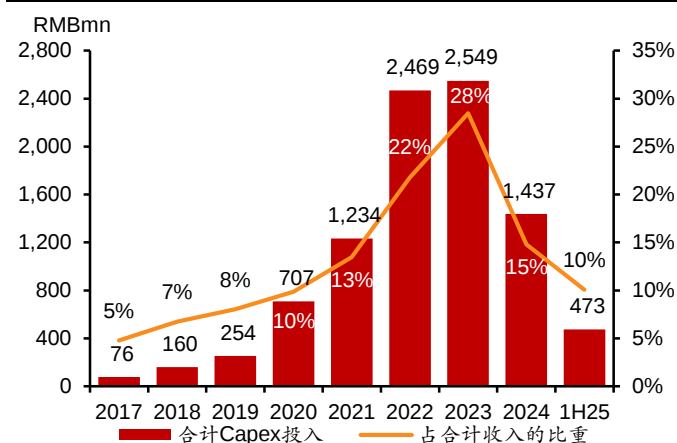
图 14:国内 Top10 上游公司 R&D 支出



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 国内 Top 10 上游公司分别为泰坦科技 (688133 CH, 未评级)、诺唯赞 (688105 CH, 未评级)、优宁维 (301166 CH, 未评级)、纳微科技 (688690 CH, 未评级)、百普赛斯 (301080 CH, 未评级)、义翘神州 (301047 CH, 未评级)、洁特生物 (688026 CH, 未评级)、阿拉丁 (688179 CH, 未评级)、昊帆生物 (301393 CH, 未评级)、奥浦迈 (688293 CH, 未评级)。

图 15:国内 Top10 上游公司 Capex 支出



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。