

中国医药

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

优于大市
(维持)

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2Q24 业绩情况，所关注的公司涉及临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游。我们发现，2023 年各子板块业绩出现分化，后期阶段 CXO 业绩好于早期阶段 CXO，非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。但 1Q24 各子板块业绩差异减小，2Q24 业绩差异继续缩窄，同时生命科学上游和 C(D)MO 公司的业绩表现较好。值得注意的是，2Q24 仅有生命科学上游公司管理层继续预计 24 年下半年需求将复苏。

■ **生命科学上游和 C(D)MO 公司的 2Q24 业绩表现较好。**我们认为药企将更多资源用于推进重点临床后期临床项目、新冠药物需求造成 C(D)MO 业绩基数高、以及疫情后 C(D)MO 产能利用率相对较低导致了 2023 年子板块业绩分化。从 1Q24 开始各子板块业绩差异持续减小，我们认为有三个原因：1) 临床 CRO 公司 2023 年业绩基数高；2) 临床项目的需求逐渐走弱；3) 重资产的 C(D)MO 公司控制支出策略带来的利润端改善效果在 1H24 持续显现。生命科学上游公司在 2Q24 业绩表现较好，受益于下游客户稳步去库存带来的订单节奏常态化恢复以及新冠高基数影响的逐渐消除；C(D)MO 公司则受益于持续强劲的商业化生产需求。

■ **24 年业绩指引存在下修压力，但仍预期利润端改善。**受到持续充满挑战的宏观环境和融资复苏对业绩的滞后影响，2Q24 海外管理层对全年业绩指引仍然偏谨慎，2Q24 超过一半 (6/11) 的公司下调全年收入指引，但大部分公司维持或者上调全年利润指引，反映出从 2023 年就开始的成本控制措施带来的正面效果持续显现。

■ **生命科学上游公司继续预计 24 年下半年需求复苏。**在今年初的年报电话会议上，有多家海外公司管理层首次明确表示 24 年下半年有望看到行业需求和公司业绩的复苏。而在 2Q24 财报后，仅有生命科学上游公司管理层明确维持了这一判断。我们发现多家海外具有代表性的生命科学上游公司管理层均对 24 年下半年需求复苏持乐观态度，特别是客户遍及全球的头部公司，如 Thermo Fisher、Danaher 和 Merck KGaA。

■ **我们对于子板块的判断。**我们认为，海外生命科学上游和 C(D)MO 公司的业绩复苏确定性高，主要由于下游客户去库存基本结束、产能利用率提升以及商业化生产外包需求景气度高。海外临床 CRO 需求虽继续增长，但部分临床 CRO 公司的订单增速放缓，未来增长可能承压。海外临床前 CRO 仍面临需求压力，仍需等待宏观环境转好带来的订单复苏信号。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)			PEG
			US\$b	23-26E	23-26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E
Thermo Fisher	TMO US	未评级	228.8	4.5%	6.1%	27.5	24.9	22.3	4.5
Danaher	DHR US	未评级	193.0	4.8%	8.1%	35.2	30.7	27.5	4.3
IQVIA	IQV US	未评级	42.2	5.6%	9.7%	20.7	18.6	16.5	2.1
Charles River	CRL US	未评级	10.0	2.4%	4.8%	19.5	18.1	15.9	4.1
Lonza	LONN SW	未评级	45.4	8.8%	14.8%	40.7	33.2	27.8	2.7
Samsung Bio	207940 KS	未评级	48.7	16.9%	19.3%	64.8	54.8	45.4	3.4

资料来源：彭博；数据截至 2024 年 8 月 13 日

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

1. [海外 CXO/生命科学上游 1Q24 业绩剖析：订单走弱，但 24 年下半年需求复苏仍是共识 - 2024 年 5 月 28 日](#)
2. [海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 年下半年需求复苏渐成共识 - 2024 年 3 月 15 日](#)
3. [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](#)
4. [GLP-1 产业链蕴藏巨大潜力 - 解析全球研发趋势，把握产业链投资机遇 - 2023 年 11 月 16 日](#)
5. [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](#)
6. [Revenue growth accelerated in 1Q22 and valuation at historical low - 2022 年 3 月 15 日](#)
7. [China CDMO players to play a vital role in global market - 2022 年 2 月 16 日](#)
8. [Deep dive into valuation of China CXO sector - 2021 年 11 月 26 日](#)
9. [China CDMO players to play a vital role in global market - 2022 年 2 月 16 日](#)

目录

利润端修复快于收入端，上游和 C(D)MO 表现亮眼 3

海外各子板块业绩差异继续减小3

海外公司继续控制成本.....4

股价对 2Q24 业绩的反馈出现分化.....5

24 年业绩指引存在下修压力，但仍预期利润端明显改善..... 7

全球需求复苏依然受到宏观环境波动的影响.....10

生命科学上游公司继续看好 24 年下半年需求复苏.....10

海外公司的订单增长仍旧乏力13

全球医疗健康融资在波动中继续企稳14

海外主要 CXO 公司 2Q24 业绩概况与电话会要点.....17

Thermo Fisher17

Danaher.....20

Sartorius23

IQVIA26

Medpace.....29

Charles River.....32

Samsung Bio36

Lonza.....39

利润端修复快于收入端，上游和 C(D)MO 表现亮眼

海外各子板块业绩差异继续减小

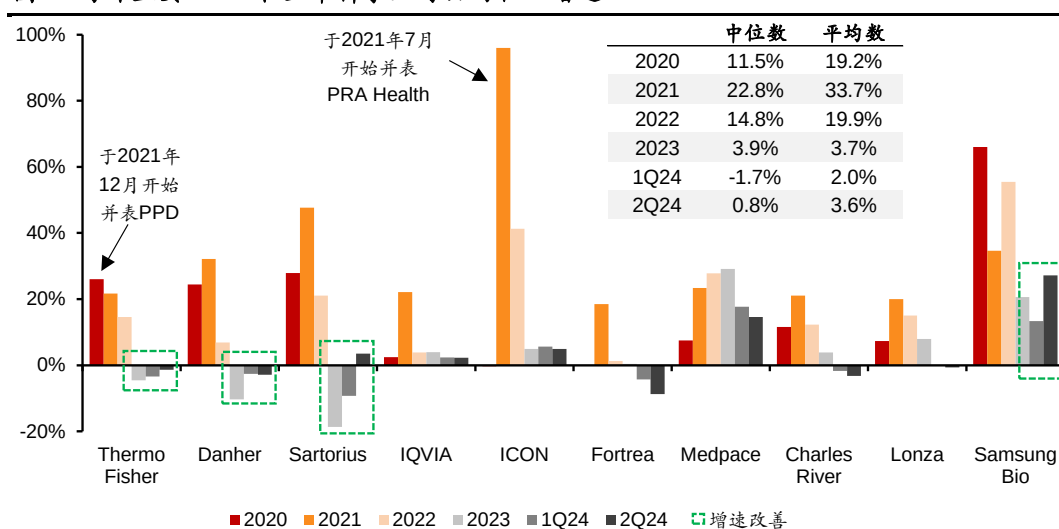
虽然新冠收入带来的高基数效应已基本消除，但受 biotech 融资的初步复苏尚未完全传导至订单和收入层面的影响，我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司整体上 2Q24 收入和利润增速仍然承压，大部分公司（7/10）收入端增速相比 1Q24 继续减速，但所有公司的利润端增速均出现改善。

具体来看，2Q24 收入同比增速的中位数/平均数分别为+0.8%/ +3.6%（vs 1Q24: -1.7%/ +2.0%），利润同比增速的中位数/平均数分别为+3.9%/ +8.7%（vs 1Q24: +0.2%/ -3.3%），2Q24 的平均业绩表现好于 1Q24。我们认为海外公司 2023 年由于需求走弱和固定支出（比如人工和折旧/摊销等）造成的巨大利润端压力、成本压力将在 2024 年得到持续缓解，有效支撑各家公司的利润端表现。

通过比较海外 CXO 和生命科学上游公司的 2023 业绩，我们发现季度业绩持续出现分化（跟自身过往对比）。大致可分为两种情况：1）按照主要业务所专注的药物研发阶段，临床 CXO 的业绩好于临床前 CXO，而临床前 CXO 业绩又好于生命科学上游，即后期阶段 CXO 业绩好于早期阶段 CXO；2）按照服务类型来看，CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 业绩好于生产类 CXO。然而，各子板块业绩差异在 1Q24 开始缩小，在 2Q24 继续缩窄，生命科学上游和 C(D)MO 公司的业绩在 2Q24 开始企稳或改善，而此前增长良好的临床 CRO 公司业绩增长则面临更多压力。

分公司来看，2Q24 业绩改善较明显的公司包括 Thermo Fisher 和 Sartorius（均为生命科学上游）以及 Samsung Bio（CDMO）。我们认为 Thermo Fisher 和 Sartorius 均受益于下游客户稳步去库存带来的订单节奏常态化恢复以及新冠高基数影响的逐渐消除，Samsung Bio 则受益于强劲商业化新签订单带来的快速产能爬坡。2Q24 业绩表现较弱的公司包括仍在药物临床前研发需求疲弱中煎熬的 Charles River（安评和药物发现业务）以及业绩增速普遍放缓的临床 CRO 公司。

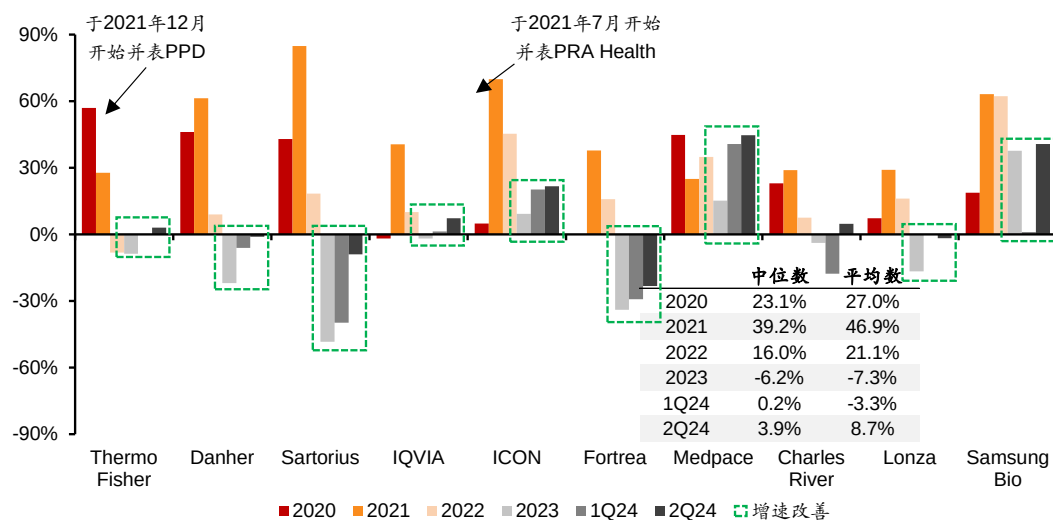
图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: Lonza 的 2Q24 收入增速指 1H24 收入增速。

图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。

注: Lonza 2Q24 利润增速指 1H24 的利润增速。对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于 Non-IFRS 净利润; 对于 Sartorius, 利润增速基于相关(relevant)净利润; 对于 Fortrea, 利润增速基于 Non-GAAP EBITDA; 其余公司利润增速基于 Non-GAAP 净利润。

海外公司继续控制成本

回顾 2023 年海外公司业绩分化, 我们认为有 5 个原因: 1) 疫情期间, 新冠相关药物的研发占据大量的临床资源, 造成一些非新冠相关临床项目的延期; 2) 由于全球医疗健康领域融资明显下滑, biotech 公司面临持续的资金挑战, 为了提高研发资金的使用效率, biotech 公司将更多资源用于推进少数重点临床项目; 3) 受新冠药物相关收入大幅减少以及 IRA 药价谈判的预期影响, 大药企也开始管控成本投入, 也导致更多资源集中到商业化潜力更明朗的后期项目上, 大药企的研发投入相较 biotech 仍更具稳定性; 4) 新冠疫情期间 C(D)MO 公司获得巨量新冠药物生产订单, 造成 2022 年业绩的高基数, 而新的收入增长点(如 GLP-1 药物) 仍需时间达到有意义的收入体量; 5) C(D)MO 成本相对刚性, 新冠疫情过后, 非新冠药物暂时难以有效利用新冠期间大量的新增产能, 造成 C(D)MO 产能利用率低, 折旧成本对利润端产生较大影响; 而 CRO 最大的成本是人力成本, 可以通过人员优化灵活调整成本支出, 已经稳定的欧美劳动力市场也为 CRO 企业调整员工人数提供了便利。

对于 1H24 各子板块业绩差异减小的现象, 我们认为可归因为: 1) 相对于业务集中在早期阶段的公司而言, 临床 CRO 公司 2023 年业绩增长强劲, 因而带来了更高的业绩基数压力, 生命科学上游和早期研发的基数压力则小得多; 2) 2023 年初至今早期研发需求走弱叠加宏观环境不确定性的持续扰动, 开始影响临床项目的需求, 多家临床 CRO 公司新签订单增速在 1H24 放缓甚至负增长(参考图 10-13); 3) 相对重资产的生命科学上游和 C(D)MO 公司从 2022 年后开始的控制支出(包括人员和 capex 支出调整)策略, 带来的利润端改善效果在 1H24 持续显现。

我们汇总了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的历年毛利率、折旧&摊销以及 capex 趋势, 发现总体上毛利率在 1H24 改善, 而折旧/摊销和 Capex 投入占收入比重则在下降。海外公

公司的毛利率在疫情暴发的前两年普遍提升，而 2022/2023 年毛利率更多呈现下降趋势，重资产公司的 1Q24 毛利率恶化趋势更加明显。为了应对新冠期间大增的需求，CXO 和生命科学上游公司普遍增加资本支出（capex）来提升产能，capex 增加的趋势直到 2022 年末终止，并持续下降至 1H24。根据各公司管理层的指引，预计 2024 年 capex 占收入比重普遍将继续下滑。持续大量的 capex 投入提高了折旧和摊销对财务的影响，2023 年折旧和摊销占收入比重显著上升。得益于 2023/1H24 管理层对 capex 投入强度的持续控制，我们预计 2024 年折旧和摊销对财务的压力将逐渐减小，2025 年将看到明显缓和。

为了应对收入增速下滑背景下的成本端快速增长的压力，除了控制 capex 投入，海外公司也启动了人员调整、产能调整、提升自动化应用率等措施来提升产出效率。我们预计这些成本控制措施将在 2024 年逐步显示作用并延续到 2025 年，海外管理层对 2024 年利润端指引普遍好于收入端，这也反映了成本缩减的趋势（参考图 6）。

图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司毛利率、折旧&摊销以及 capex 趋势

公司	毛利率变化趋势									折旧&摊销占收入比重变化趋势									Capex占收入比重变化趋势									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	-	-	+	+	+	-	-	-	-	-	-
Danaher	+	+	-	+	+	-	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
IQVIA	+	+	-	-	-	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
ICON	+	-	-	-	-	+	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-
Medpace	-	-	-	+	+	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	+	+	+	-	-	+	+	-
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Inovio	+	+	+	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Lonza	+	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-
Catalent	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
Samsung Bio	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
平均值(所有)	+	-	+	+	+	-	-	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
中位值(所有)	+	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
平均值(重资产)	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
中位值(重资产)	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年度以红色标注, 减少的年度以绿色标注, 没有数据的年度以灰色标注。2024E 利润变化基于公司管理层给予的最新业绩指引。重资产公司包括生命科学上游 (Thermo Fisher, Danaher, Sartorius) 和 C(D)MO (Lonza, Catalent, Samsung BIO)。

股价对 2Q24 业绩的反馈出现分化

海外主要 CXO 和生命科学上游公司在公布 2Q24 业绩后, 股价反应出现分化, 生命科学上游和 C(D)MO 的股价表现明显好于临床前和临床 CRO, 表明市场看好需求趋势转好的生命科学上游以及后端生产板块。2Q24 市场关注的要点包括 2024 业绩指引调整、大药企需求变化趋势、下游客户去库存进展等。大部分公司预期整体市场需求将维持健康甚至改善。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 2Q24 业绩后股价表现及市场反馈

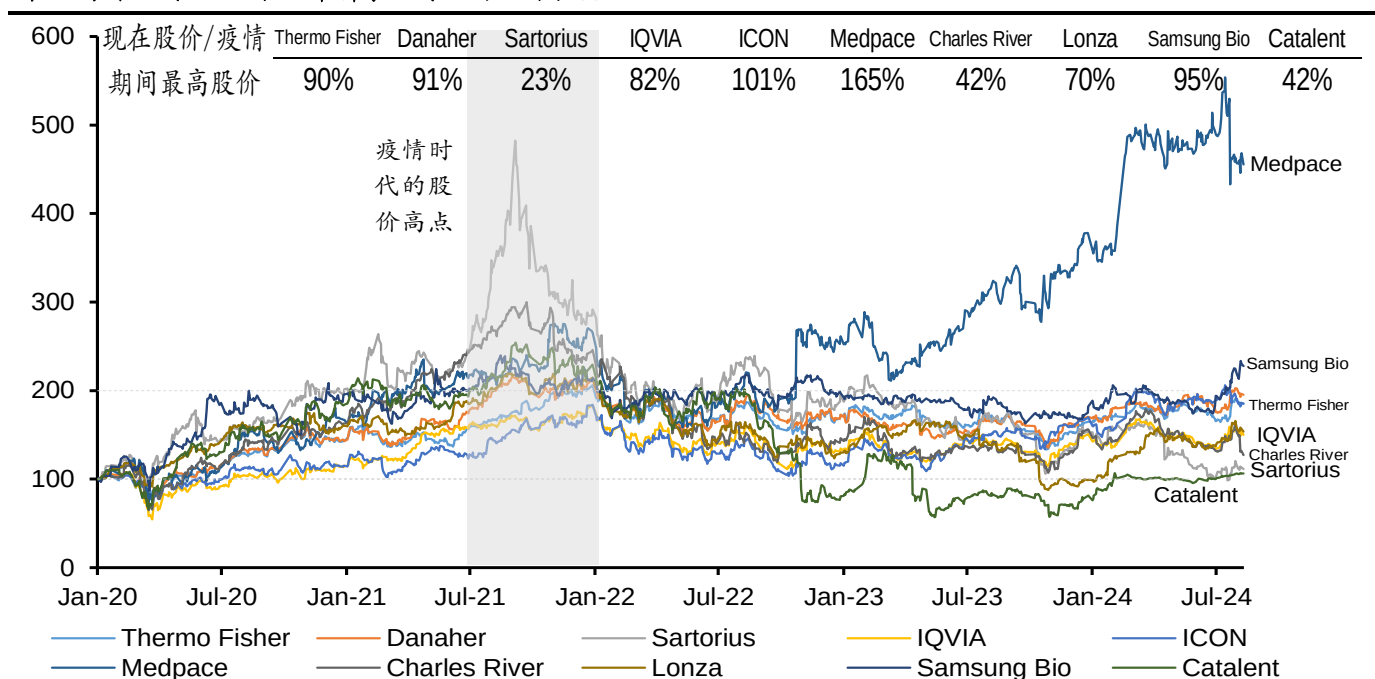
公司	核心业务	业绩发布后股价变化			海外分析师观点
		1 天	1 周	2 周	
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	4.1%	11.4%	6.4%	收入符合预期, adj. EPS 超预期, 投资者对于需求复苏有更多信心, 认为复苏仅有时间上的不确定性, 但管理层对需求看法仍偏保守。
Danaher	生命科学上游	5.3%	8.3%	7.2%	收入和 adj. EPS 均超预期, 尽管对需求复苏的担忧有所上升, 但生物工艺业务复苏趋势维持不变, 下游客户去库存基本结束。
Sartorius	生命科学上游	-11.3%	-4.1%	3.4%	收入符合预期, adj. EBITDA 低于预期, 业绩指引下调幅度大于投资者预期, 虽然 24 业绩达成风险降低, 但是 25 业绩仍难以确定。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	9.2%	6.7%	4.0%	收入符合预期, adj. EPS 超预期, 大药企客户的商业化需求企稳是积极信号, 临床 CRO 业务表现稳定。
ICON	临床 CRO	-5.6%	-1.0%	-5.6%	收入符合预期, adj. EPS 超预期, 非新冠收入好于预期, 大药企需求支持健康的市场需求趋势, 2Q 业绩波动不会改变行业趋势。

Fortrea	临床 CRO	-20.3%			收入和 adj. EPS 均低于预期，大药企客户需求强劲，但 biotech 客户订单下降带来业绩确定性下降，公司需在业务执行端有所改善，利润端仍有改善空间。
Medpace	临床 CRO	-18.3%	-11.9%	-13.1%	收入符合预期，EPS 超预期，公司再次上调指引；但股价受到项目取消率突然上升的影响，认为取消率上升为特殊情况且可控。
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型	-12.6%	-11.1%		收入符合预期，adj. EPS 低于预期，药物发现和安评业务显著低于预期，业绩下调幅度大于市场预期，大药企需求突然恶化值得关注，25 年趋势仍不明确。
Lonza	CDMO	7.1%	12.4%	6.8%	收入符合预期，核心 EBITDA 超预期，生物药业务的表现表明健康的行业需求趋势，上半年业绩降低了全年业绩达成压力，但维持全年业绩指引稍显保守。
Samsung Bio	CMO	4.1%	10.5%	13.2%	收入和净利润均超预期，需求环境非常有利于公司的发展，预计抗体药外包生产需求将持续增长，地缘政治因素导致客户寻求低风险的 CDMO 合作伙伴，以确保供应链稳定。

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

得益于 2023 年至今行业需求和市场情绪的改善，部分海外 CXO 和生命科学上游公司的股价已经接近甚至超过新冠疫情期间的历史高点，然而整个行业的基本面仍然在恢复初期。疫情后股价表现较好的公司有 Thermo Fisher（生命科学上游 & CXO）、Danaher（生命科学上游）、IQVIA/ ICON/ Medpace（均为临床 CRO）和 Lonza/ Samsung Bio（C(D)MO）；股价表现较差的公司有 Sartorius（生命科学上游）、Charles River（药物发现和安评）、和 Catalent（CDMO）。

图 5: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司股价表现



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

24 年业绩指引存在下修压力，但仍预期利润端明显改善

海外 CXO 和生命科学上游公司给予的 2024 年业绩指引整体偏谨慎，主要反映管理层对 2H23 较弱市场需求可能会在 2024 年内延续的担忧。受到持续充满挑战的宏观环境和融资复苏对业绩的滞后影响，2Q24 海外管理层对全年业绩指引仍然偏谨慎。2Q24 超过一半（6/11）的公司下调全年收入指引，但大部分公司维持或者上调全年利润指引，反映出从 2023 年就开始的成本控制措施带来的正面效果正持续显现。

作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 在 2Q24 看到下游客户去库存的积极进展以及 CXO 业务强劲的商业化需求，2Q24 核心内生收入增速从 4Q23/1Q24 的负增长中恢复至持平。尽管 Thermo Fisher 管理层对客户去库存的趋势较为谨慎，但仍小幅度上调了 24 年业绩指引。相比较而言，Danaher 管理层对于下游客户去库存则给出了更明确的乐观判断，认为客户已经基本完成去库存工作，但考虑到从订单到收入的转化时间，Danaher 管理层维持 24 年的业绩指引。与之相反，德国生命科学上游公司 Sartorius 对客户需求展望偏负面，下调全年业绩指引。我们认为 Sartorius 的负面需求展望更多反映公司自身客户情况，全球大多数生命科学上游公司管理层对下半年需求展望均持乐观态度（参考图 8），但 Sartorius 对 24 年业绩指引偏负面，表明客户需求改善到转化成订单和收入仍需时间。

受 2023 年业绩高基数以及订单增速放缓影响，临床 CRO 公司普遍下调 24 年收入指引，但上调利润指引以反映成本控制成果。临床 CRO 公司 Medpace 主要服务中小 biotech 公司，其 2Q24 收入增速连续四个季度减速，但利润增速连续三个季度加速。2Q24 管理层下调收入指引，但再次大幅度上调利润指引。Medpace 是过去 4 年海外临床 CRO 中业绩增速最快的，其业绩持续增长显示对资金敏感的 biotech 客户对临床研发的投入的韧性。全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的临床业务板块的收入增速连续四个季度下滑，但其商业化业务面临的大药企客户需求不足的压力正在减小，管理层表示客户的决策流程在 2Q24 有提速，因此 IQVIA 管理层小幅上调了全年业绩指引。其他临床 CRO 公司比如 ICON 和 Fortrea 下调了全年业绩指引。

药物发现和临床前需求持续不足。虽然全球医药融资在 1H24 同比增长，但季度增速有所放缓（参考图 14、15、16），导致相关业务需求持续疲软。全球安评龙头 Charles River 的收入增速连续 3 个季度出现负增长，在手订单已连续 6 个季度减少，公司的业绩仍显著受到全球早期研发需求尚未复苏叠加高基数的影响。基于药物发现和安评业务需求不足，Charles River 管理层下调 2024 年业绩指引。另一个涉足早期研发的公司 Labcorp 也小幅下调其相关板块的收入增速指引。

C(D)MO 公司正从新冠收入锐减造成的产能利用率低下的阴霾中走出来。同时，药企持续专注于临床后期和商业化项目也带来了强劲的外包生产需求，有力支撑了 C(D)MO 公司的业绩。Lonza 的 1H24 收入同比仅减少 0.7%，强劲的生物药和化学药商业化需求抵消了此前大订单取消带来的负面影响。若剔除取消的新冠 mRNA 疫苗合同的影响，1H24 整体收入同比增长 6%，生物药板块收入则同比增长~15%，反映了稳健的基本业务需求。因此，Lonza 管理层维持 24 年业绩指引。Samsung Bio 的 CMO 业务 2Q24 收入和利润增速相比 4Q23 和 1Q24 均有大幅度提升，考虑到其在 2023 和 1H24 签订的多个大订单，预计 Samsung Bio 的后续业绩增长将得到有力保障，管理层暂时维持全年业绩指引。Charles

River 的生产板块也是其三个业务板块中表现最亮眼的，管理层基于充足的新签订单，再次上调了生产板块的收入增速指引。

图 6: 海外公司 2024 年业绩指引汇总

公司	核心业务	2Q24 收入 (YoY)	2024 收入指引 (YoY)		指引变化	2Q24 利润 (YoY)	2024 利润指引 (YoY)		指引变化
			更新后	更新前			更新后	更新前	
Thermo Fisher	生命科学上游, 临床 CRO, CDMO	• -1.4% (表观) • +0.5% (内生)	• (-1.1%) ~ (+1%) (表观) • (-1%) ~ (+1%) (内生)	• (-1.3%) ~ (+1%) (表观) • (-1%) ~ (+1%) (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 维持 (内生) ▬	+0.2%	(-1.2%) ~ (+2.4%)	(-1.9%) ~ (+2.2%)	上调 ↑
Danaher	生命科学上游	• -2.9% (表观) • -3.5% (内生)	低单位数下降 (核心)	低单位数下降 (核心)	维持 ▬	27.3% (Non-GAAP 运营利润率)	29.0% (Non-GAAP 运营利润率)	29.0% (Non-GAAP 运营利润率)	维持 ▬
Sartorius	生命科学上游	• +3.5% (表观) • +3.6% (CC)	持平 (表观)	中到高单位数增长 (表观)	下调 ↓	27.5% (underlying EBITDA 利润率)	27-29% (underlying EBITDA 利润率)	>30% (underlying EBITDA 利润率)	下调 ↓
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	• +2.3% (表观) • +3.5% (内生)	• (+2.9%) ~ (+3.6%) (表观)	• (+2.3%) ~ (+3.9%) (表观)	• 上调 (表观) ↑	+7.3%	(+8.8%) ~ (+10.8%)	(+7.4%) ~ (+10.3%)	上调 ↑
ICON	临床 CRO	+4.9%	(+4.1%) ~ (+5.3%)	(+4.4%) ~ (+7.4%)	下调 ↓	+21.7%	(+17.3%) ~ (+18.8%)	(+14.5%) ~ (+18.5%)	上调 ↑
Fortrea	临床 CRO	-8.8%	(-3.2%) ~ (-4.9%)	(-1.9%) ~ (+0.5%)	下调 ↓	-23.2%	(-10.2%) ~ (-17.7%)	(-2.7%) ~ (-10.2%)	下调 ↓
Medpace	临床 CRO	+14.6%	(+12.7%) ~ (+15.3%)	(+14.0%) ~ (+16.4%)	下调 ↓	+44.7%	(+27.6%) ~ (+35.4%)	(+22.7%) ~ (+30.5%)	上调 ↑
Labcorp (生物制药实验室板块)	生物制药实验室业务	+1.1%	(+3.7%) ~ (+5.0%)	(+3.7%) ~ (+5.7%)	下调 ↓				
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型	• -3.2% (表观) • -3.2% (内生)	• (-2.5%) ~ (-4.5%) (表观) • (-3.0%) ~ (-5.0%) (内生)	• (+1.0%) ~ (+4.0%) (表观) • (+0.0%) ~ (+3.0%) (内生)	• 下调 (表观) ↓ • 下调 (内生) ↓	+4.8%	(-4.4%) ~ (-7.2%)	(+2.2%) ~ (+6.8%)	下调 ↓
Charles River (DSA 板块)	DSA	• -1.7% (表观) • -3.9% (内生)	高单位数下降	持平至低单位数增长 (内生)	下调 ↓				
Charles River (生产板块)	CDMO	• +3.1% (表观) • +3.7% (内生)	中到高单位数增长	中单位数增长	上调 ↑				
Samsung Bio	CMO	+27.2%	(+10%) ~ (+15%)	(+10%) ~ (+15%)	维持 ▬				
Lonza	CDMO	• -0.7% (表观) • +1.8% (CC)	持平 (CC)	持平 (CC)	维持 ▬	29.2% (核心 EBITDA 利润率)	27-29% (核心 EBITDA 利润率)	27-29% (核心 EBITDA 利润率)	维持 ▬

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 内生增速为剔除收并购、资产剥离、汇率转换影响后的收入增速。CC: constant currency 即固定汇率。对于 Medpace, 利润增速基于 GAAP 净利润, 利润指引基于 GAAP EPS; 对于 Samsung Bio, 收入指引指其 CMO 业务; 对于 Fortrea 和 Lonza, 2Q24 利润增速以及 2024 利润指引基于经调整 EBITDA; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润, 利润指引基于 non-GAAP EPS。对于 Lonza, 2Q24 收入和利润增速均指 1H24。

与年初指引相比，海外公司的最新全年业绩指引以向下调整为主，但利润端的调整明显好于收入端，上调利润的公司以临床 CRO 公司为主，反映了这些人力成本占比较高的公司在调整运营成本上，相比于重资产的生命科学上游和 C(D)MO 更高的灵活性。

图 7: 海外 CXO 2024 年业绩指引变化情况

公司	核心业务	2024 收入指引变化		全年至今趋势	2024 利润指引变化		全年至今趋势
		1Q24	2Q24		1Q24	2Q24	
Thermo Fisher	生命科学，临床 CRO，CDMO	—	—	不变	↓	↑	下降
Danaher	生命科学上游	—	—	不变	↓	—	下降
Sartorius	生命科学上游	—	↓	下降	—	↓	下降
IQVIA	临床 CRO，数据服务	↓	↑	下降	—	↑	上升
ICON	临床 CRO	—	↓	下降	↑	↑	上升
Fortrea	临床 CRO	↓	↓	下降	↓	↓	下降
Medpace	临床 CRO	—	↓	下降	↑	↑	上升
Labcorp (实验室业务)	实验室业务	↓	↓	下降			
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)，动物模型，CDMO	—	↓	下降	—	↓	下降
Charles River (DSA 业务)	DSA	—	↓	下降			
Charles River (生产板块)	CDMO	↑	↑	上升			
Samsung Bio	CMO	—	—	不变			
Lonza	CDMO	—	—	不变	↓	—	下降

资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注: 季度间指引变化方向基于公司指引中值。对于 Thermo Fisher 和 Danaher，收入指引基于核心内生增速；对于 Charles River，收入指引基于内生增速；其余公司收入指引基于表现增速。对于 Danaher，利润指引基于 Non-GAAP 运营利润；对于 Sartorius 利润指引基于 underlying EBITDA 利润率；对于 Medpace，利润指引基于 GAAP EPS；对于 Fortrea，利润指引基于 Non-GAAP EBITDA；对于 Lonza，利润指引为核心 EBITDA 利润率；其余公司利润指引基于 Non-GAAP EPS。

全球需求复苏依然受到宏观环境波动的影响

生命科学上游公司继续看好 24 年下半年需求复苏

在今年初的年报电话会议上，有多家海外公司管理层首次明确表示 24 年下半年有望看到行业需求和公司业绩的复苏。而在 2Q24 财报后，仅有生命科学上游公司管理层维持了这一需求复苏的判断。我们发现多家海外具有代表性的生命科学上游公司管理层均对 24 年下半年需求复苏持乐观态度，特别是收入规模大、客户遍及全球的头部公司，如 Thermo Fisher 管理层表示 2Q24 订单环比增长。此外，Danaher、Merck KGaA 和 Avantor 管理层明确表示下游客户去库存已基本结束。我们认为，这反映出这些公司管理层对行业复苏的一些早期信号（比如融资）的肯定态度。但从融资恢复转化成收入仍需时间，大部分公司的 2024 年业绩指引仍然保持谨慎基调，2Q24 以维持和小幅度下调全年指引为主，主要反映之前较弱的签单情况。

图 8: 海外代表性生命科学上游公司管理层对需求/业绩改善趋势的看法

公司	对需求/业绩改善趋势的看法	管理层态度
Thermo Fisher	生物工艺业务（bioproduction）2Q24 订单和收入按照公司的预期均出现环比增长，特别是收入端表现更亮眼，订单收入比（book-to-bill）也朝着健康方向发展。	乐观
Danaher	管理层认为客户已经基本上完成耗材去库存工作，其中欧美的中大型客户正回到正常的下单节奏中。	乐观
Merck KGaA	大部分客户（2/3）的去库存工作已经完成。生物工艺订单连续两个季度同、环比正增长，订单收入比维持在 1x 左右，有信心在下半年恢复内生销售的增长。	乐观
Avantor	客户已经基本上（largely）解决了过多库存的问题，生产活动正在恢复，但还未恢复到正常水平。生物工艺业务持续增长势头，积极的订单趋势转化成收入环比高单位数增长，耗材已恢复同比正增长，预计年末将恢复至中到高单位数增长。	乐观
Sartorius	现在行业仍未达到后疫情时代的业务正常化状态，但耗材需求的复苏好于设备上半年耗材订单增长 15% 左右（mid-teens），设备订单下降 10% 左右。24 年的业绩将继续受到客户去库存的负面影响。	悲观
Agilent	订单收入比大于 1x，24 财年第二季度（即 24 年 2 至 4 月）新签订单是过去 7 个季度以来第一次同比正增长，但仍未看到转折点。	中性偏乐观
Waters	客户投入稳健改善，特别是在 6 月份，2Q 订单情况好于收入。	中性偏乐观
Revvity	基于客户沟通和订单情况，谨慎乐观的认为现在已经到达了业绩低谷，预计 3Q 收入将持平，4Q 将恢复正增长。	乐观

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

注: 管理层态度为招银国际环球市场的定性判断

相比生命科学上游的乐观需求预期，药物发现和临床前需求仍然疲弱，临床研究需求虽持续增长，但部分临床 CRO 公司的订单增速放缓，CDMO 继续看到强劲的商业化生产需求。

IQVIA 作为全球最大的临床 CRO 公司，其业务的基本面变化对行业趋势具有重要指导性意义。IQVIA 的临床 CRO 业务板块 2Q24 的询单量（RFP）延续 1Q24 趋势保持单位数增长，但低于 2023 年（按季度分别为+15%/+8%/+10%/+13%）的增速，这导致 IQVIA 的 1H24 新签订单仅同比增长 0.5%，我们认为 IQVIA 的临床 CRO 业务正在面对需求端高基数压力。与之相比，IQVIA 的商业化业务需求出现改善，主要得益于大药企客户继续关注商业化项目的推进，相关决策流程加快。IQVIA 管理层表示，根据 BioWorld 数据，2Q24 新兴生物

制药公司融资额同比增长 32% (vs 2023/ 1Q24: +17%/ + 200% YoY) , 1H24 融资额已达到 2023 全年金额。

主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 的管理层表示 2Q24 询单同环比均增长 16%，但新签订单同比减少 4.1%，主要由于项目取消率大幅上升所致。项目取消率上升原因包括客户的管线优先级调整、申办方财务状况恶化、以及一个客户被大药企收购并将正在进行的项目转移至其他 CRO，预计 3Q24 新签订单仍将承压。但 Medpace 管理层认为整体的商业环境远好于项目取消率反映出来的情况。

全球临床前 CRO 巨头 Charles River 继续面临药物发现和安全性评价 (DSA) 需求下滑导致的签单和在手订单的减少。Biotech 客户需求持续改善，只是改善速度慢于之前的预期，DSA 询单和签单年内均有改善。但跨国药企由于 IRA 和专利悬崖的压力更加关注临床后期和商业化项目，早期研发需求意外得迅速下滑，DSA 需求显著减少。此外，Charles River 的小型试验动物继续在欧洲和中国市场看到高需求，生产业务需求也按照预期复苏。Charles River 管理层表示融资在年初的强势开局后出现降温的趋势，客户仍在担忧资金获取的持续性，并倾向于更保守的财务预算。

C(D)MO 行业继续获得强劲商业化需求的支撑。Lonza 管理层表示生物药和化学药业务继续看到强劲的商业化需求，对从 Roche 收购的 Vacaville 生物药生产设施，公司的现有和新客户均表现出强烈兴趣。管理层认为全球未来几年将投产的哺乳动物细胞生产产能是不足的，有信心 2025 年市场将恢复至历史增速水平。Samsung Bio 在 1H24 延续了 2023 年的强劲签单趋势，年初至今签署的重大合同包括某美国药企签订 9.5 亿美元合同，以及与礼来签署 2.2 亿美元合同。

由于全行业需求仍在恢复初期，我们在 2Q24 观察到日趋激烈的价格竞争。临床 CRO 公司和临床前 CRO 管理层普遍认为现阶段持续观察到客户端的价格压力，一方面是大药企客户面临 IRA 价格谈判带来的成本控制压力，另一方面是中小 biotech 客户仍在面对资金紧张的局面。这造成市场需求向临床后期和商业化项目倾斜，有利于 C(D)MO 业务和生命科学上游公司的生物工艺业务的定价，例如，生命科学上游公司 Danher 和 Sartorius 管理层在 2Q24 的电话会议上均指出已经上调服务定价，Lonza 管理层表示今年依然执行了涨价，但价格涨幅将低于 22 和 23 年，基于下行的原材料价格。

图 9: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层如何看融资与客户需求

公司	核心业务	管理层观点	
		融资	行业需求
Thermo Fisher	生命科学上游, 临床 CRO, CDMO	• 24 年上半年融资改善, 考虑到行业特征, 融资恢复将更多体现在 25 和 26 年收入上。	• 中大型客户关注供应链的稳定性, 小型客户由于融资改善而带来订单的增长。 • <u>生物工艺业务 2Q24 订单按预期出现环比增长, 订单收入比也朝着健康方向发展。</u> • CDMO 业务的无菌灌装需求十分强劲, 公司仍在转化新冠产能的过程中。 • 临床 CRO 业务维持正的内生增速, 商业化业务保持强劲势头。 • 中国市场 2Q24 中单位数增长, 主要由于低基数效应。客户对于设备更新刺激政策非常活跃, 但收入将主要体现在 25 年。
Danaher	生命科学上游	• 整体融资环境在改善, biotech 客户仍在调整管线优先级, 特别是 CGT 领域的客户在努力应对资金问题。 • 中国的客户仍旧在应对资金问题。	• 生物工艺业务看到持续的积极趋势, 季度内订单环比高单位数增长, 订单收入比约 0.9, 其中欧美市场持续改善, 中国的需求低但环比维持稳定。 • <u>客户已基本上完成耗材去库存工作, 但对于设备的投入仍受资金限制。</u> • 认为行业内临床三期和商业化产能长期看不足以应对需求。 • 2Q24 公司整体提价 100 个基点, 预计全年提价将超过历史平均 (75-100 个基点)。

Sartorius	生命科学上游		• 中国市场看到 BD 管线和询单的改善，主要由于设备更新刺激政策，但对 24 年收入不会产生影响。中国客户在等待政策落地，导致现在的购买决策有推迟。 • 整体需求环境仍未看到显著改善趋势，行业仍未达到后疫情时代的正常化状态。 • <u>耗材需求的复苏好于设备</u>，上半年耗材订单增长 15% 左右 (mid-teens)，但仍受到客户去库存的负面影响；设备订单下降 10% 左右，但在先进疗法（细胞基因治疗）领域看到明显的需求增长。 • 24 年的业绩将很大程度上受短期因素影响，比如后疫情时代的高波动性，一些客户仍在去库存过程中，同时一些客户的产能过剩问题导致设备的需求低。 • 中国市场现在的状况较去年持平，保持稳定状态。 • 今年已经回到了之前年份采取的低单位数涨价的节奏中。
IQVIA	临床 CRO，数据服务	• 根据 BioWorld 数据，2Q24 新兴生物制药公司 (EBP/emerging biopharma) 融资额为 229 亿美元，同比增长 32% (vs 2023/ 1Q24: +17%/ + 200% YoY)。1H24 融资额约 700 亿美元，相当于 2023 全年金额。	• 行业基本面维持健康，商业化业务开始逐渐好转，客户相关决策速度在加快。 • 在手订单再创历史新高，新签订单、询单、管线数量均保持增长，<u>其中询单保持单位数增长</u>。 • 数据业务维持稳健的低单位数增长，其他业务包括咨询、分析和真实世界研究的收入为中到高单位数增长，特别是真实世界研究收入显著提速。 • 尽管有 IRA 影响，大药企客户需求仍稳健，但导致项目取消率高于正常水平。 • 大药企客户对于资金使用更加节制，对公司两大板块的定价均有影响。
ICON	临床 CRO	• 由于 1Q24 过于强劲的增速，biotech 融资在 2Q 环比走弱，但全年至今趋势是正面的和具有建设意义的。	• <u>询单持续增长，且询单中的取消比例下降</u>，其中大药企询单低双位数增长。 • 继续预计订单收入比维持在 1.2-1.3 (1Q/2Q24: 1.27/1.22)。 • 尽管仍面临挑战的宏观环境和紧张的预算，大药企客户仍表现强劲，继续聚焦在推进后期项目。 • 行业内对于 GLP-1 的研发需求主要来自大药企。 • 定价压力在增加，特别是针对大药企客户的项目，少数竞争对手采取低价策略，但整体市场没有跟随。
Fortrea	临床 CRO		
Medpace	临床 CRO		• 整体行业环境仍旧稳健，有足够的业务机会去挖掘。 • <u>询单维持强劲增长，同比和环比均增长 16%</u>。项目竞标成功率保持正常，环比 1Q 有提高。 • 新签订单同比下降主要由于明显上升的项目取消率，原因包括客户的管线优先级调整、申办方财务状况恶化、正在进行的项目转移至其他 CRO。整体的商业环境远好于项目取消率反映的情况。 • 确实看到行业内有一些公司采取非常激进的定价策略，但现在的环境比几个季度前要好，降价不是行业的主流趋势。
Labcorp (生物制药实验室业务)	生物制药实验室业务		• 生物制药实验室业务 2Q24 收入增长 1.1%，其中中心实验室增长 9% (vs 1Q24: +13% YoY)，早期开发下降 15% (vs 1Q24: -4% YoY)。 • <u>2Q24 早期开发业务恢复速度较慢，但是订单收入比是强劲的，订单和项目取消率均环比改善，认为此业务已经触底，预计在年末可回归正增长。</u>
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)，动物模型 (RMS)，CDMO	• 上半年 biotech 融资保持强劲趋势，特别是 1Q。2Q 相对一般 (OK)，7 月看起来不算好 (not great)，表明融资热度在降温。 • 客户仍在担忧资金获取的可持续性，并倾向于更保守的财务预算。	• <u>Biotech 客户需求持续改善</u>，只是改善速度慢于之前的预期，客户的 DSA 询单和签单年内均有改善。 • 由于 IRA 和专利悬崖的压力，跨国药企需求意外的迅速下滑，客户的 DSA 询单和签单显著减少，预计将持续影响 25 年 DSA 收入增速。 • 2Q24 DSA 订单收入比保持过去几个季度的水平，仍旧低于 1x。 • 小型实验动物收入持续增长，特别是在中国和欧洲市场。 • 生产板块各细分业务均出现增长，预计 CGT CDMO24 年双位数增长。 • 2Q24 的定价仍有小幅度提升，但预计 DSA 定价在年末会小幅度下调。
Lonza	CDMO	• 看到更加积极的融资趋势，促使早期阶段业务需求出早期恢复信号。	• 剔除取消的新冠 mRNA 疫苗合同的影响，生物药板块收入同比增长~15% (mid-teens)，增长主要来自哺乳动物细胞生产和 ADC 业务的商业化需求。 • <u>生物药板块看到健康的签单趋势，主要来自商业化需求。</u> • 公司的现有和新客户均对从 Roche 收购的 Vacaville 工厂表现出强烈兴趣。 • CGT 客户仍然受到资金紧张的限制。 • 认为全球未来几年将投产的哺乳动物细胞生产产能是不足的。 • 有信心认为 2025 年市场将恢复至历史增速趋势。

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

海外公司的订单增长仍旧乏力

在经历了新冠疫情带来的研发需求大增以及全球生物医药行业持续的融资低迷后，海外 CXO 和生命科学上游公司的订单增长情况从 2023 年起开始恶化，并且 1H24 也没有显示出明显的改善迹象。在公布数据的 7 家海外 CXO 和生命科学上游公司中，有 4 家公司的新签订单相比 1Q24 出现环比下降，平均下降了 8%（vs 1Q24：4 家，平均下降 19%）。新签订单增长的公司中，Samsung Bio 实现了 20% 的新签订单增长，IQIVA 的新签订单由于 biotech 需求复苏而增长 6%。整体上来说，新签订单增速放缓或者负增长导致各家公司在手订单金额增速放缓或者负增长。

海外公司管理层认可 biotech 融资在 1H24 的恢复态势，考虑到从融资转化到签单的时间滞后，我们认为海外 CXO 和生命科学上游公司的订单增长压力可能在 3Q24 有所缓解。如果融资的普遍恢复趋势可以持续，我们预计订单情况可能在 24 年末开始显现一定程度的好转。

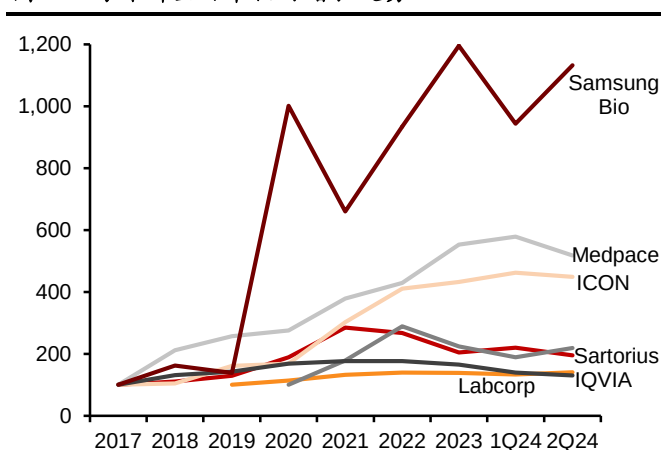
图 10: 新签订单变化趋势

公司	新签订单变化趋势											
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Sartorius	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-
IQVIA			+	+	+	-	-	-	+	+	-	+
ICON	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-
Medpace	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	-
Inotiv				+	+	-	-	-	-	+	-	+
Labcorp	+	+	+	+	+	-				+	-	-
Samsung Bio	+	-	+	-	+	+	+	-	+	-	+	+

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年度以红色标注, 减少的年度以绿色标注, 没有数据的年度以灰色标注。Labcorp 的 2023/1Q24/2Q24 变化情况假设 Labcorp 没有拆分其临床 CRO 业务 (即 Fortrea)。下同。

图 11: 海外新签订单相对增长趋势



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

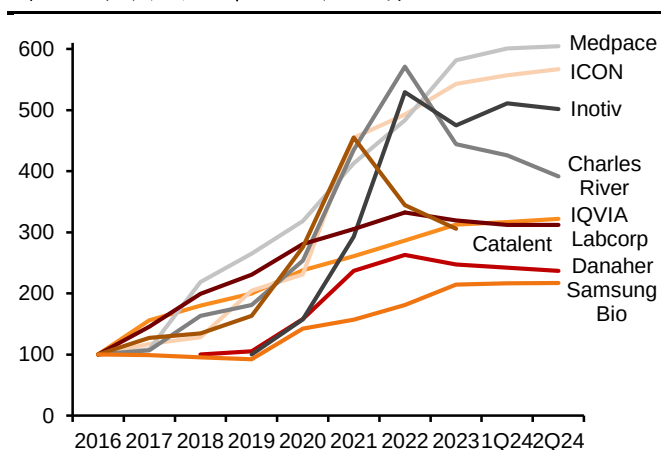
注: 基期数值为 100。Labcorp 的 2023/1Q24/2Q24 变化情况假设 Labcorp 没有拆分其临床 CRO 业务 (即 Fortrea)。下同。

图 12: 海外在手订单变化趋势

公司	在手订单变化趋势													
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	
Danaher			+	+	+	+	-	-	-	+	-	-	-	
IQVIA	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
ICON	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Medpace	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Charles River	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	
Inotive				+	+	+	-	-	+	-	+	-	-	
Labcorp	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	
Catalent	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	
Samsung Bio	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 13: 海外在手订单相对增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

全球医疗健康融资在波动中继续企稳

根据动脉橙数据，2023 年全球医疗健康（包括 biotech）融资额同比下降 21%，下降速度相比 2022 年（-43% YoY）有缓和，且 2023 年内下降速度逐季度减速。此恢复趋势延续到了 1Q24，1Q24 全球医疗健康融资额同比/环比分别增长 12%/30%，季度融资额接近 2Q22 以来的最高点。但 2Q24 全球医疗健康融资额同比/环比增速再次转负，分别下降 8%/7%。

此外，医药魔方的月度数据显示全球创新药投融资在 2024 年 4 月同比增长 42%，连续 6 个月实现正增长，但 5-7 月的融资额同比负增长。这些数据表明全球医药融资恢复趋势并非一蹴而就。

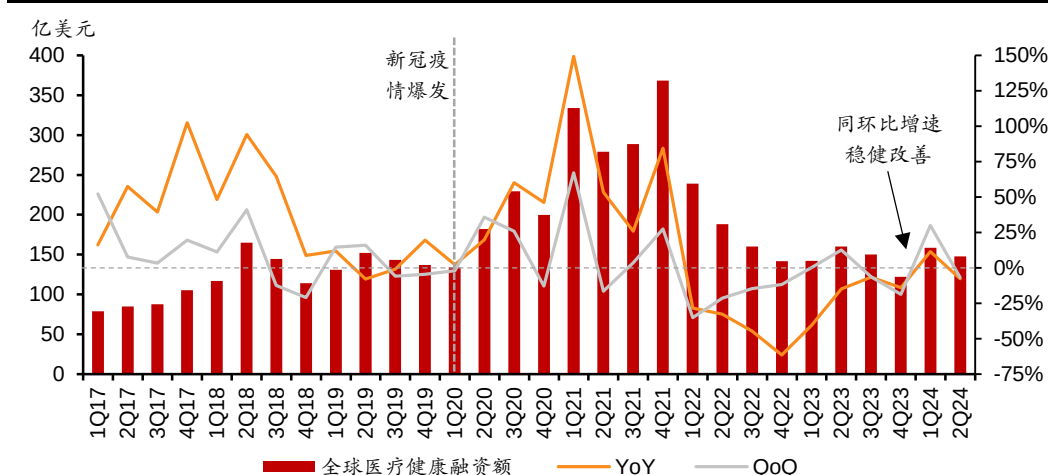
我们持续认为全球医疗健康融资恢复初现苗头，但趋势尚未站稳。展望 2024 年，随着美国加息见顶并逐渐进入降息通道，全球 biotech 融资有望迎来反弹。我们预计，从融资改善到 CXO 业绩反弹，将经历一定的时间周期。我们认为随着融资逐步改善，全球 CXO 行业或将于 2024 年下半年或 2025 年迎来需求周期的向上拐点。此外，我们认为 C(D)MO 公司以及生命科学上游企业的需求景气度将好于临床 CRO 和临床前 CRO。

图 14: 全球医疗健康融资额（年度）



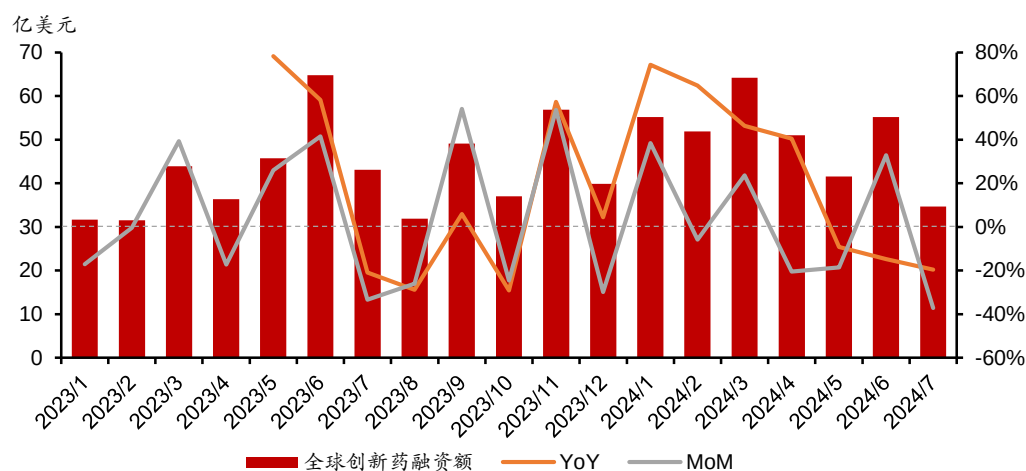
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 15: 全球医疗健康融资额（季度）



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 16: 全球创新药融资额（月度）



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

XBI 指数反映美国生物科技公司的股价走势。在新冠疫情暴发后，伴随着全球对医药需求的急剧上升，该指数大幅度上升。XBI 指数在 2021 年 2 月后开始下行，伴随全球医疗健康融资走弱，该指数在 2022 年继续下滑。进入 2023 年，XBI 指数企稳，全球医疗健康融资也逐渐筑底。2023 年 10 月底以来，市场开始预期美国降息，导致 XBI 指数最高时反弹超过 52%，但由于随后美国降息预期出现波动，导致 XBI 出现调整，但仍维持在历史均值之上。截至 2024 年 8 月 13 日，XBI 指数相对 2023 年 10 月底的涨幅超过 49%。我们认为，XBI 指数的企稳反弹反映出市场预期美国即将进入降息周期带来的医药融资的预期回暖，融资复苏将会提振全球医药行业的研发需求，CXO 行业也更有望看到客户需求的回暖。

图 17: XBI 指数走势



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2024 年 8 月 13 日。

图 18: 全球估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入	净利润	P/E(x)			PEG(x)	PB(x)	ROE	Dividend
			US\$bn	CAGR 23-26E	CAGR 23-26E	24E	25E	26E	24E	24E	24E	yield 24E
海外												
Thermo Fisher	TMO US	未评级	228.8	4.5%	6.1%	27.5	24.9	22.3	4.5	4.6	17.0%	0.2%
Danaher	DHR US	未评级	193.0	4.8%	8.1%	35.2	30.7	27.5	4.3	3.7	10.0%	0.4%
Sartorius	SRT GR	未评级	17.0	7.0%	9.9%	45.2	35.0	27.0	4.6	3.6	11.1%	0.4%
IQVIA	IQV US	未评级	42.2	5.6%	9.7%	20.7	18.6	16.5	2.1	6.1	29.4%	0.0%
ICON	ICLR US	未评级	25.8	6.6%	14.0%	20.7	18.0	16.1	1.5	2.6	11.3%	0.0%
Fortrea	FTRE US	未评级	1.8	-2.2%	12.2%	39.0	14.6	12.3	3.2	1.1	3.5%	0.0%
Medpace	MEDP US	未评级	11.7	13.1%	18.1%	32.3	28.8	24.8	1.8	12.3	49.6%	na
Charles River	CRL US	未评级	10.0	2.4%	4.8%	19.5	18.1	15.9	4.1	2.5	13.6%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	18.8	5.5%	6.8%	15.2	14.1	12.7	2.2	2.3	15.2%	1.3%
Lonza	LONN SW	未评级	45.4	8.8%	14.8%	40.7	33.2	27.8	2.7	4.1	9.3%	0.8%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	48.7	16.9%	19.3%	64.8	54.8	45.4	3.4	6.2	10.0%	0.0%
Catalent	CTLT US	未评级	10.8	4.7%	22.4%	nm	50.7	33.6	na	2.9	0.6%	na
Bachem	BANB SW	未评级	6.8	20.1%	20.3%	50.1	39.2	30.3	2.5	4.3	8.8%	1.1%
海外平均				7.5%	12.8%	34.2	29.3	24.0	3.1	4.3	14.6%	0.4%
国内												
药明康德	603259 CH	买入	16.2	5.5%	4.7%	12.1	10.8	9.6	2.6	2.0	15.4%	2.3%
康龙化成	300759 CH	未评级	4.7	11.1%	11.9%	21.7	18.8	16.2	1.8	2.7	12.5%	1.1%
泰格医药	300347 CH	买入	6.2	16.0%	19.3%	28.6	23.7	18.9	1.5	2.2	7.5%	1.2%
昭衍新药	6127 HK	买入	1.5	9.5%	9.5%	15.1	12.2	8.2	1.6	0.7	4.2%	0.0%
药明生物	2269 HK	买入	6.2	10.8%	12.3%	9.1	7.9	6.9	0.7	1.0	11.6%	0.0%
凯莱英	002821 CH	未评级	3.5	2.9%	-4.9%	21.6	16.6	13.2	na	1.4	6.6%	1.2%
国内平均				9.3%	8.8%	18.0	15.0	12.2	1.6	1.6	9.6%	1.0%

数据来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 药明康德、泰格医药、昭衍新药、药明生物数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测 (截至 2024 年 8 月 13 日)。

海外主要 CXO 公司 2Q24 业绩概况与电话会要点

Thermo Fisher

2Q24 业绩概况:

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 2Q24 业绩，收入同比下降 1.4% 至 105 亿美元 (vs 2023/1Q24: -4.6%/-3.4% YoY)，剔除收购、汇率以及新冠检测收入的影响，核心内生收入同比持平 (vs 2023/1Q24: +1%/-3% YoY)。毛利率同比提升 1.2 个百分点至 42.1% (vs 2023/1Q24: 41.0%/41.6%)。Non-GAAP 净利润同比增长 3.0% 至 20.6 亿美元 (vs 2023/1Q24: -8.7%/+0.2% YoY)。

分板块: 1) 生命科学解决方案板块收入同比下降 4.4% (内生增速: -3%) 至 23.6 亿美元, 占总收入的 21.4%; 2) 分析仪器板块收入同比增长 1.9% (内生增速: +3%) 至 17.8 亿美元, 占总收入的 16.2%; 3) 专科诊断板块收入同比增长 0.7% (内生增速: +1%) 至 11.2 亿美元, 占总收入的 10.1%; 4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO 和 CDMO 服务) 收入同比下降 1.3% (内生增速: -1%) 至 57.6 亿美元, 占总收入的 52.3%。

2024 年指引: 公司小幅上调了 2024 年业绩指引, 预计收入同比下降 1.1% 至增长 1.0% (此前指引为同比下降 1.3% 至增长 1.0%), 其中核心内生收入同比下降 1% 至同比增长 1% (与此前指引一致); 预计 Non-GAAP EPS 同比下降 1.2% 至增长 2.4% (此前指引为同比下降 1.9% 至增长 2.2%)。维持 13-15 亿美元的 Capex 投入, 按照中值计算将小幅低于 2023 年规模 (14.8 亿美元)。

3Q24 指引: 预计核心内生收入同比增长 1%。

业绩电话会要点:

- 客户需求趋势:** 对于公司的中大型客户来说, 他们关注供应链的稳定性以避免新冠暴发时所面临的单个内部产能无法运转的问题, 所以看到很多客户将 Thermo Fisher 的设施作为第二产能。同时, 这些客户继续关注创新以及 Thermo Fisher 可以为他们的创新提供的帮助。对于小型客户来说, 23 年他们关注如何应对资金紧张, 24 年上半年由于融资的改善, 这些客户的信心更充足, 反映在临床订单增长, 预计下半年此趋势将持续。
- 去库存进展:** 生物工艺业务 (bioproduction) 2Q24 订单和收入按照公司的预期均出现环比增长, 特别是收入端表现更亮眼, 订单收入比也朝着健康方向发展。
- CDMO 业务:** 作为 CDMO 业务的最大细分业务, 无菌灌装需求十分强劲, 公司正在扩建多条生产线以应对需求, 同时仍在将新冠产能转换到其他产品的过程中, 这些因素会影响 24 年的收入增长和利润率, 但随着产能投产和项目转移完成, 预计 25 和 26 年的增长会更好。
- 临床 CRO 业务:** 尽管面对新冠收入减少带来的巨大增长压力, 临床 CRO 业务维持正的内生增速, 商业化业务保持强劲势头。1Q24 看到的一些 biotech 融资改善

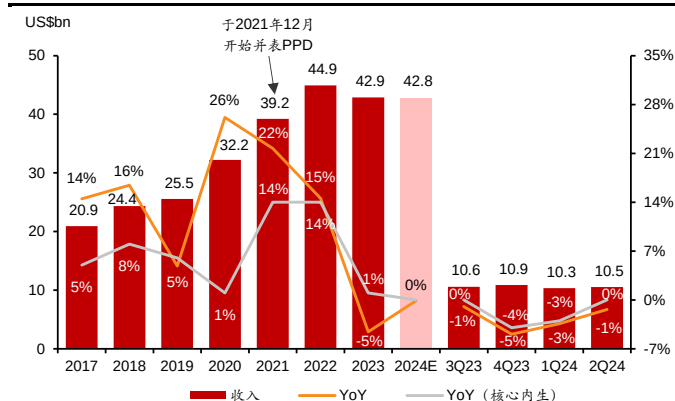
信号已开始在反映在 2Q24 的客户订单上。考虑到行业特征，融资恢复将更多体现在 25 和 26 年收入上。

- 5) **分析仪器板块**：分析仪器板块 2Q24 收入增长 3%，市场的整体发展情况符合公司预期，但仍未达到正常水平，尤其是中国市场仍然表现较弱。在一些具有技术优势的产品上，比如电子显微镜和质谱仪，看到强劲的客户需求。
- 6) **分区域的 2Q24 收入增速拆分**：北美中单位数下降（vs 2023 高单位数下降；1Q24：中单位数下降），欧洲低单位数增长（vs 2023 低单位数下降；1Q24：低单位数下降），亚太中单位数增长（vs 2023 低单位数下降；1Q24：低单位数下降），其中**中国市场单位数增长**（vs 2023 高单位数下降；1Q24：低单位数下降）。
- 7) **分终端客户类型的 2Q24 收入增速拆分**：各终端市场的表现符合公司预期。药企和 biotech 终端低单位数下降（vs 2023：-1% YoY；1Q24：低单位数下降），新冠疫苗和治疗药物收入减少影响 4 个百分点的增长，临床 CRO 和生物科学（在生命科学板块内）表现良好。学术和政府终端低单位数增长（vs 2023：高单位数增长；1Q24：低单位数下降）。工业和应用终端低单位数增长（vs 2023：低单位数增长；1Q24：低单位数增长）。诊断和医疗健康终端低单位数下降（vs 2023：-30% YoY；1Q24：高单位数下降），主要受到新冠收入减少影响。
- 8) **中国市场**：中国市场 2Q24 中单位数增长，主要由于低基数效应，整体市场需求情况仍旧较弱（muted）。对于中国政府推出的设备更新刺激政策，公司看到非常活跃的客户反馈，客户对于公司的产品很有兴趣，正在帮助客户走申请流程来推动采购进展，并没有看到政策推进的暂停。但预计该刺激政策对收入的影响将主要体现在 25 年，4Q24 收入也可能小幅受益。

国内市场对标企业：

建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈等；建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药。

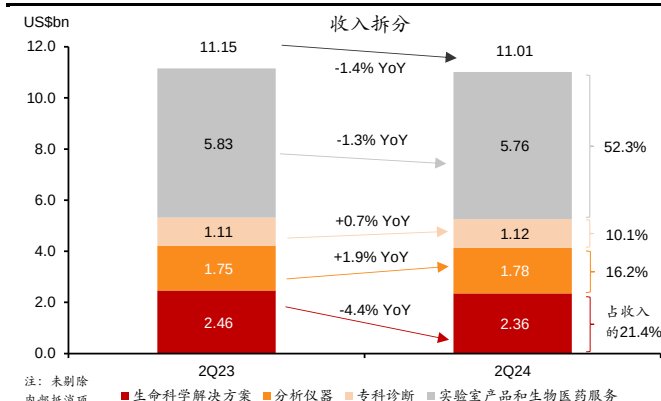
图 19: Thermo Fisher：历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：2024 年收入基于公司指引中值

图 20: Thermo Fisher：收入拆分



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

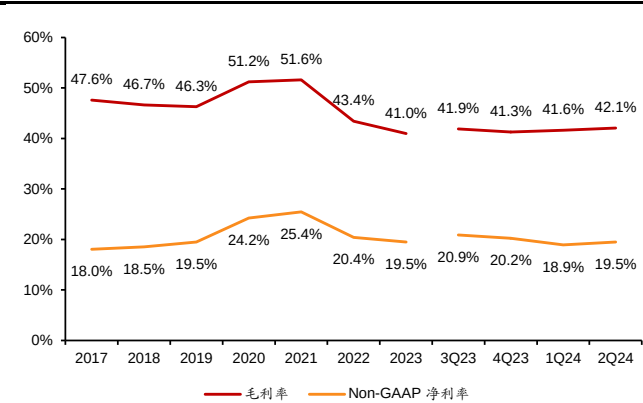
图 21: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

收入增速拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24
报表端增速	16%	5%	26%	22%	15%	-5%	-3%	-1%
-收购	7%	1%		2%	18%	1%	0%	0%
-汇率	1%	-2%	1%	2%	-3%	0%	0%	-1%
内生增速	8%	6%	25%	18%	0%	-5%	-4%	-1%
-新冠检测收入			24%	5%	-13%	-6%	-1%	-1%
+PPD收购 pro forma影响					1%			
核心内生增速	8%	6%	1%	14%	14%	1%	-3%	0%

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

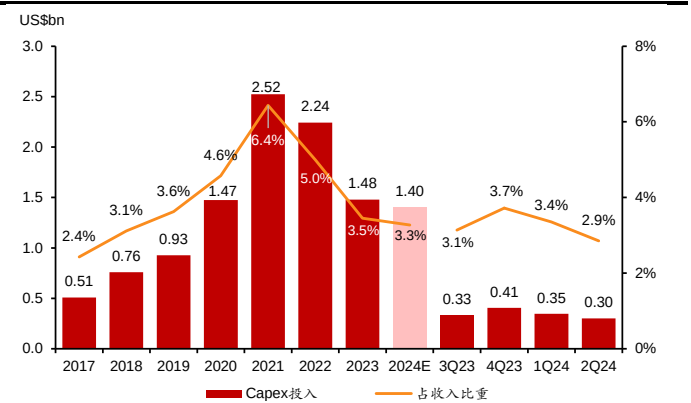
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 22: Thermo Fisher: 历年毛利率及净利率



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 23: Thermo Fisher: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024 年 Capex 基于公司指引中值

Danaher

2Q24 业绩概况:

全球生命科学上游龙头 Danaher 公布 2Q24 业绩，收入同比下降 2.9%至 57.4 亿美元（vs 2023/1Q24: -10.3%/-2.6% YoY，可比口径，下同），剔除收购、剥离和汇率转换的影响但不剔除新冠检测收入的核心收入同比下降 3.5%。毛利率同比提升 3.6 个百分点至 59.7%（vs 2023/1Q24: 58.7%/60.2%），经调整运营利润率同比提升 0.7 个百分点至 27.3%（vs 2023/1Q24: 28.7%/30.1%），Non-GAAP 净利润同比下降 1.1%至 12.7 亿美元（vs 2023/1Q24: -21.9%/-6.0% YoY）。

截至 2Q24，剩余履约金额（Remaining Performance Obligations）为 45 亿美元，同比下降 6.3%（vs 2023/1Q24: -6.0%/-6.1% YoY），环比下降 2.2%，公司预计其中 51%将在未来 12 月内转化成收入，26%将在之后的 12 个月内转化成收入。

分板块：1) 生物科技板块收入同比下降 9.1%（核心：-7.0%）至 17.1 亿美元，占总收入的 29.8%；2) 生命科学板块收入同比下降 1.4%（核心：-5.5%）至 17.7 亿美元，占总收入的 30.8%；3) 诊断板块收入同比增长 1.3%（核心：+3.0%）至 22.6 亿美元，占总收入的 39.4%。

2024 年指引：公司维持 2024 年业绩指引，预计核心收入同比低单位数下降，经调整运营利润率约为 29.0%。

3Q24 指引：公司预计 3Q24 核心收入同比低单位数下降，经调整运营利润率约为 26.0%。

业绩电话会要点:

- 1) 行业需求：**2Q24 收入和利润均超预期，特别是生物工艺业务（bioprocessing）看到持续的积极趋势。季度内，生物工艺订单环比高单位数增长，订单收入比约 0.9（符合公司预期），其中欧美市场持续改善，中国的需求低但环比维持稳定，中国的客户仍旧在应对资金问题。在生命科学板块，客户对于设备的投入仍旧受资金限制，但耗材的需求相对稳定。诊断板块看到全球范围内的健康需求趋势。
- 2) 生物科技板块：**板块 2Q24 核心收入同比下降 7%，其中生物工艺业务高单位数下降（vs 1Q24 的 17-19%（high teens）下降），药物发现和医疗业务中单位数下降（vs 1Q24: -20% YoY）。生物工艺收入仅环比温和下降，管理层认为客户已经基本上完成耗材去库存工作，其中欧美的中大型客户已经完成了大部分多余耗材库存的消耗，并正在回到正常的下单节奏中，很多客户正看到后期管线的强劲增长势头。Biotech 客户仍旧在调整管线优先级，特别是 CGT 领域的客户在努力应对资金问题，但公司很高兴看到整体融资环境在改善。基于大客户和 biotech 客户的情况以及板块收入和订单环比持续改善，公司继续预计 24 年生物工艺业务的核心收入将低单位数下降，并且预计 24 年末该业务可恢复至高单位数增长。
- 3) 生命科学板块：**板块核心收入同比下降 5.5%，其中设备业务由于行业延续 1Q24 的较弱趋势而高单位数下降，耗材和服务业务表现相对更好。大药企和 biotech 客

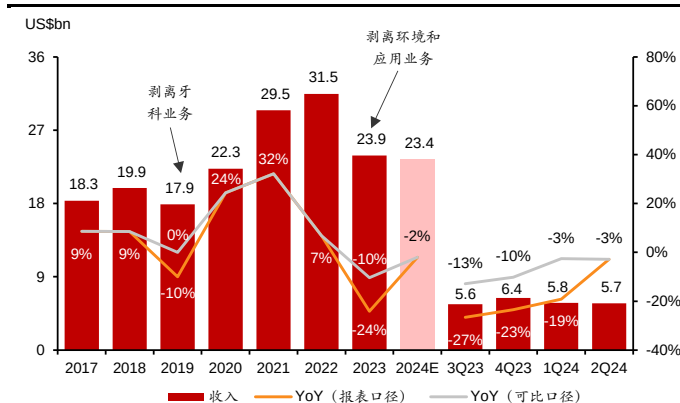
户的需求持续疲软，学术市场需求环比走弱，工业市场表现相对较好。中国市场看到 BD 管线和询单的改善，主要由于中国政府提出的设备更新刺激政策。然而，由于政策仍处在早期执行阶段，公司预计这些政策在 2024 年内不会转化成订单。值得注意的是，中国客户在等待政策落地，导致现在的购买决策也相应有所推迟。预计生命科学板块在下半年将继续企稳。

- 4) **收入拆分：**发达国家市场的核心收入同比低单位数下降，主要由于生物科技和生命科学板块的下滑。新兴市场同比高单位数下降，其中中国市场同比下滑 17-19% (high-teens)。
- 5) **定价：**对公司的行业竞争力有信心。2Q24 公司整体提价 100 个基点，预计全年提价将超过历史平均水平 (75-100 个基点)。对于生物工艺业务来说，2Q24 提价 2.5%，疫情期间由于供应链紧张和高通胀，每年的提价为 4-5%，现在随着这些负面因素的消退，公司的提价幅度也相应下调，并不是因为公司遇到更大的价格压力。从公司历史上来看，生物工艺业务每年提价 1-2%。
- 6) **全球药物产能：**管理层认为临床三期和商业化产能仍将增长，行业内现有的产能（包括大量的 CDMO 公司产能）不足以应对长期需求，这也将有利于公司的设备订单展望。

国内市场对标企业：

建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、义翘神州等。

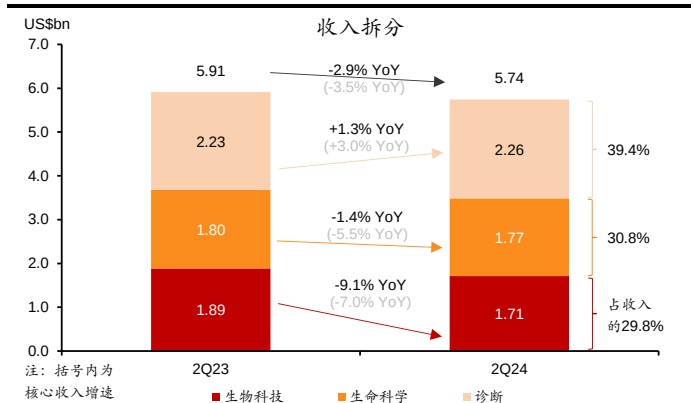
图 24: Danaher：历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

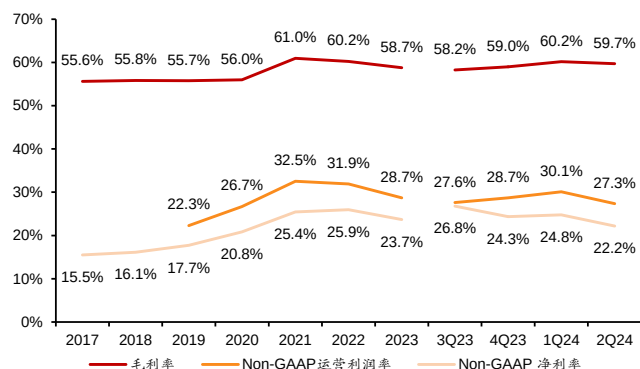
注：2024 年收入基于公司指引中值

图 25: Danaher：收入拆分



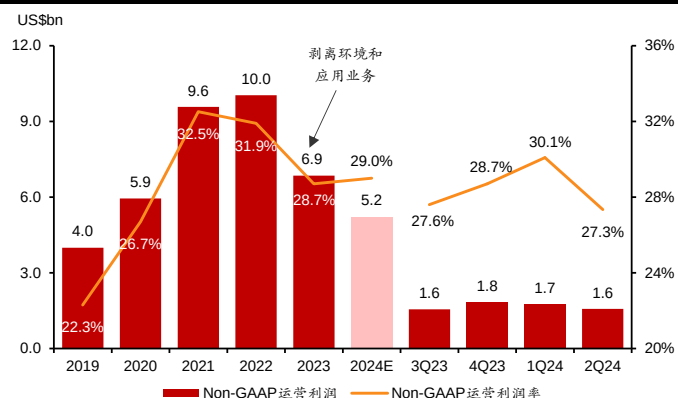
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 26: Danaher: 历年毛利率及净利率



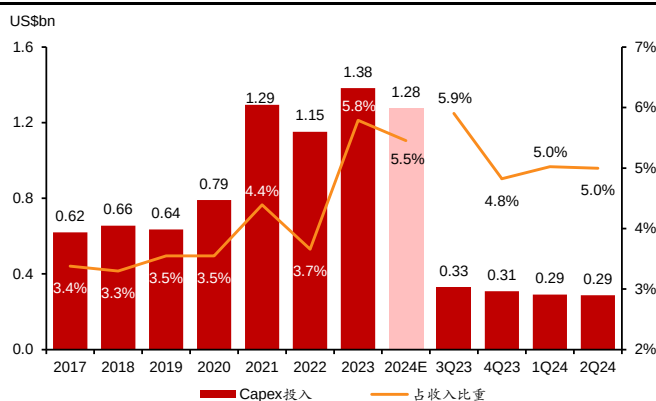
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 27: Danaher: 历年 Non-GAAP 运营利润



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

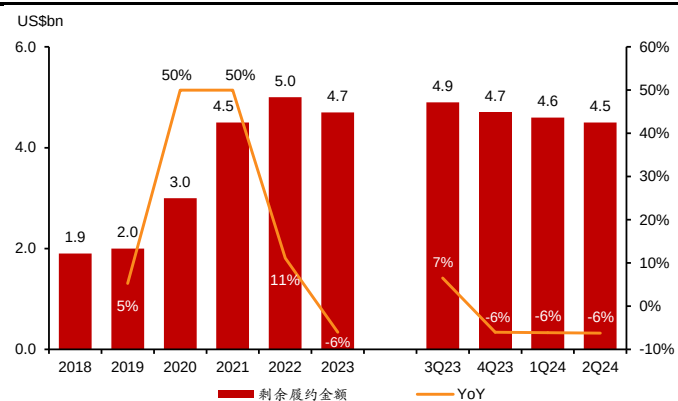
图 28: Danaher: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024 年 Capex 基于公司指引: 过去三年平均值

图 29: Danaher: 剩余履约金额



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Sartorius

2Q24 业绩概况:

欧洲生命科学上游龙头 Sartorius 公布 2Q24 业绩, 收入同比增长 3.5%至 8.6 亿欧元 (vs 2023/1Q24: -18.7%/ -9.3% YoY), 固定汇率 (constant currency/ CC) 下收入同比增长 3.6%。毛利率同比减少 3.8 个百分点至 45.1% (环比减少 3.2 个百分点), underlying EBITDA 利润同比下降 3.2%至 2.4 亿欧元 (vs 2023/1Q24: -31.7%/ -13.9% YoY), 经调整净利润同比下降 9.0%至 7,850 万欧元 (vs 2023/1Q24: -48.4%/ -39.8% YoY)。

2Q24 新签订单同比增长 6.9%至 7.3 亿欧元 (vs 2023/1Q24: -23.5%/ +8.0% YoY), 环比减少 11.4%, 同比增速自 2Q22 以来首次连续两个季度正增长。

分板块: 1) 生物工艺解决方案收入同比增长 5.0% (CC: +5.1%) 至 6.8 亿欧元, 占总收入的 79.5%; 2) 实验室产品和服务收入同比下降 2.1% (CC: -1.7%) 至 1.8 亿欧元, 占总收入的 20.5%。

2024 年指引: 公司下调全年业绩指引, 预计收入与 2023 年持平 (此前指引为中到高单位数增长), underlying EBITDA 利润率为 27-29% (此前指引为小幅高于 30%), Capex 占收入比重为 12% (此前指引为 13%)。

业绩电话会要点:

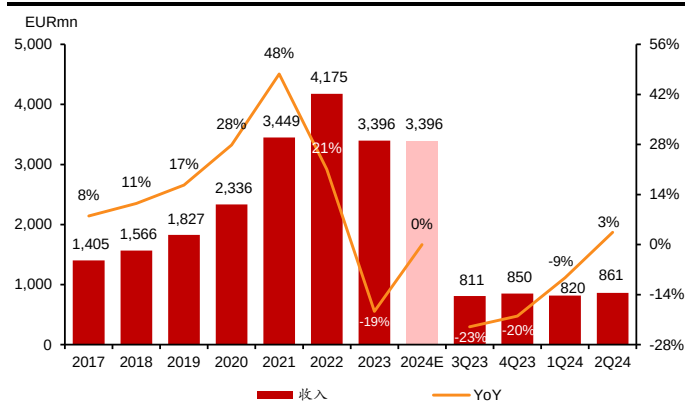
- 1) 需求:** 整体需求环境仍然没有看到显著改善趋势。仍旧看到巨大的市场波动和非常低的确定性, 客户也在调整预期, 因此现在行业仍未达到后疫情时代的业务正常化状态。耗材需求的复苏好于设备, 上半年耗材订单增长 15%左右 (mid-teens), 设备订单下降 10%左右。项目取消率在 2Q 小幅度下降, 订单取消主要来自设备。客户仍在留存现金并推迟对设备的投入, 同时进一步调低目标存货水平。仍旧看到客户对于购买设备的兴趣, 公司的销售团队仍然很忙, 但客户由于 Capex 原因被迫推迟采购。另外客户仍在采购具备新功能的设备, 而不是增加现有设备规模。
- 2) 下调业绩指引:** 下调全年业绩指引是基于上述不及预期的行业复苏趋势以及较低的业绩确定性做出的谨慎调整, 现在管理层预计需求增长将发生在 4Q24。全年业绩指引也考虑了下半年较低的产能利用率 (公司主动降低自身产出以控制自身存货水平)。认为行业的长期增长动力仍在, 但是 24 年的业绩将很大程度上受到短期因素的影响, 比如后疫情时代的高波动性, 一些客户仍在去库存过程中, 同时一些客户的产能过剩问题也导致设备的需求走低。
- 3) 分板块业务发展:** 1) 生物工艺解决方案的 2Q 收入显示出很好的增长 (1Q 为负增长), 主要得益于经常性收入 (耗材) 的推动, 但收入增速仍然受到客户去库存的负面影响。客户在设备上的投入仍然很弱 (muted), 但在先进疗法 (细胞基因治疗) 领域看到明显的需求增长。2) 实验室产品和服务收入负增长, 反映出疲弱的终端市场需求, 特别是中国市场。设备需求仍旧较弱, 特别是生物制药相关设备, 实验室必需品的需求相对较好, 但此业务利润率较低。

- 4) **成本控制**: 上半年 EBITDA 低于预期, 主要由于收入增速放缓、产品销售组合变化以及较低的产出。公司正在执行的效率提升计划预计可以节约超过 1 亿欧元成本(相当于 2023 年 EBITDA 的 10.4%), 预计其中的 40% 发生在 24 上半年, 60% 发生在下半年, 特别是在 4Q24。Capex 占收入比重会低于之前的规划, 一些在建的产能扩张项目的投入时间点有调整。
- 5) **价格**: 今年已经回到了之前年份采取的低单位数涨价的节奏, 截至目前涨价后的业务表现良好, 但是承认看到更多的价格压力。
- 6) **中国市场**: 中国市场现在的状况跟去年持平, 保持稳定状态, 去判断中国政府的刺激政策何时会对行业产生影响仍旧为时过早。预计未来中国市场会有所恢复, 但预计主要不会发生在今年。由于 Biosecure Act, 确实看到一些客户在准备转移项目, 但这些客户更多是在准备阶段, 需要时间来判断未来事态的发展。行业的产能过剩情况主要在中国, 但欧美市场也有同样的问题。

国内市场对标企业:

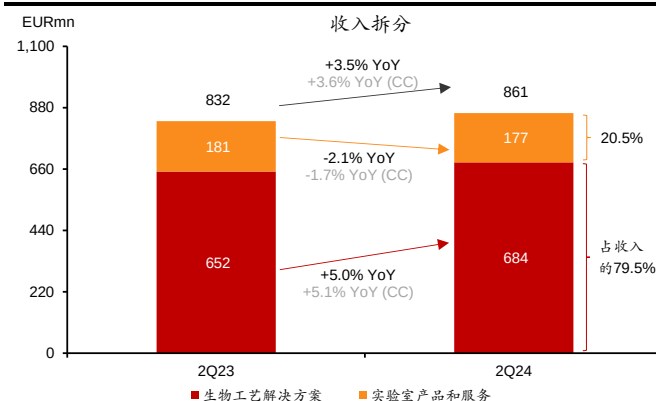
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商, 比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、义翘神州等。

图 30: Sartorius: 历年收入及增速



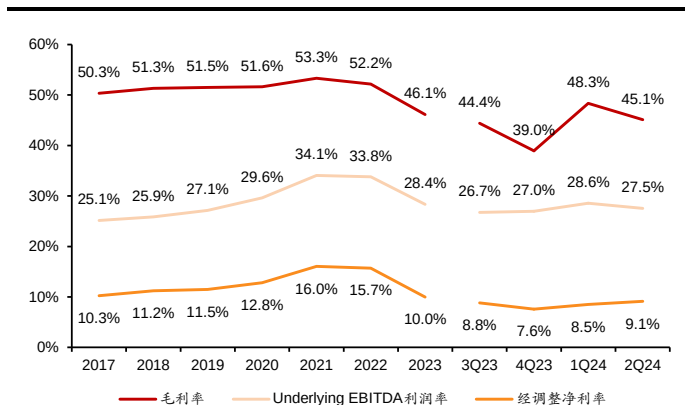
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
 注: 2024 年收入基于公司指引中值

图 31: Sartorius: 收入拆分



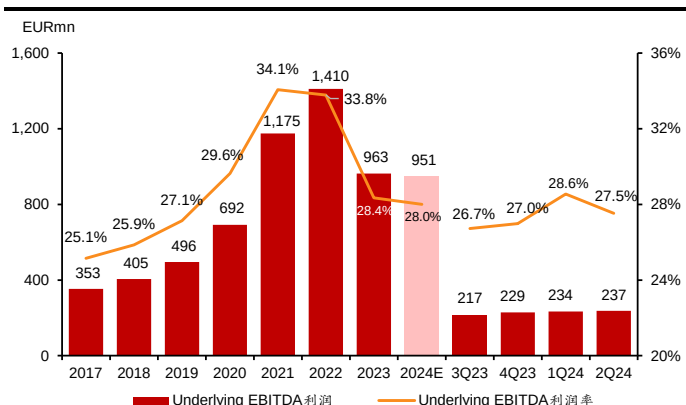
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 32: Sartorius: 历年毛利率及净利率



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

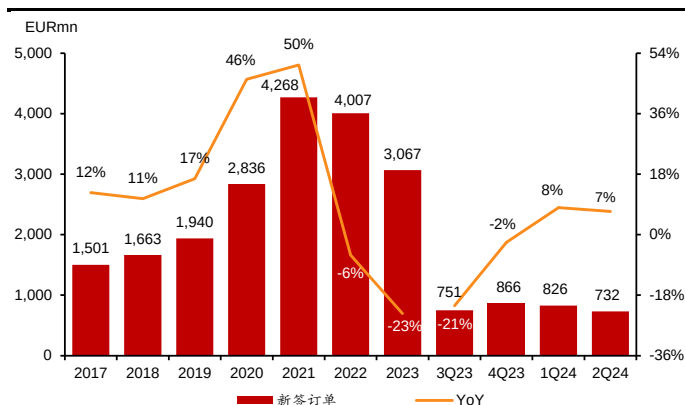
图 33: Sartorius: 历年 underlying EBITDA



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

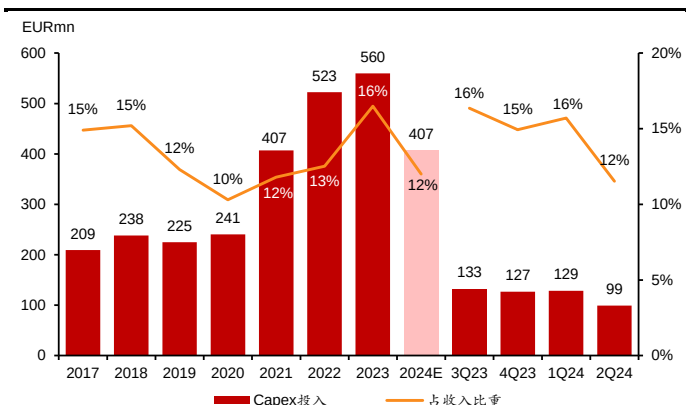
注: 2024 年 underlying EBITDA 基于公司指引

图 34: Sartorius: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 35: Sartorius: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024 年 Capex 基于公司指引

IQVIA

2Q24 业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2Q24 业绩, 收入同比增长 2.3%至 38.1 亿美元 (vs 2023/1Q24: +4.0%/ +2.3% YoY)。剔除新冠收入、汇率和收并购影响, 内生收入同比增长 3.5% (vs 2023/1Q24: +7.5%/+5% YoY)。毛利率同比提升 0.3 个百分点至 34.8% (vs 2023/1Q24: 35.0%/ 34.6%), Non-GAAP 净利润同比增长 7.3%至 4.9 亿美元 (vs 2023/1Q24: -1.9%/ +1.3% YoY), Non-GAAP 净利润率同比提升 0.6 个百分点至 12.8% (vs 2023/1Q24: 12.7%/ 12.5%)。

截至 2Q24, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 306 亿美元, 继续创公司历史记录, 同比增长 7.7% (vs 2023/1Q24: +9.2%/ +7.9% YoY), 环比增长 1.7%, 预计其中的 78 亿美元 (约 25%) 将在接下来 12 个月内转化为收入。2Q24 订单收入比 (book-to-bill) 为 1.27x (vs 2023/1Q24: 1.28x/ 1.23x), 新签订单为 27.3 亿美元, 同比增长 1.6% (vs 2023/1Q24: -0.3%/ -0.6% YoY), 环比增长 5.8%。

分板块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 2.7%至 15.0 亿美元, 占总收入的 39.2%; 2) 研发解决方案收入同比增长 2.4%至 21.5 亿美元, 占总收入的 56.3%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比下降 2.3%至 1.7 亿美元, 占总收入的 4.5%。

2024 年指引: 公司小幅上调 2024 年业绩指引 (按照中值), 预计收入同比增长 2.9%-3.6% (此前指引为增长 2.3%-3.9%), Non-GAAP EPS 同比增长 8.8%-10.8% (此前指引为增长 7.4%-10.3%)。

3Q24 指引: 预计 3Q24 收入同比增长 2.5%-3.9%, Non-GAAP EPS 同比增长 10.8%-14.9%。

业绩电话会要点:

- 需求:** 行业基本面维持健康。商业化业务开始逐渐好转, 尽管客户对于资金使用仍旧谨慎, 但客户更加专注在包括新药上市这样的重要事件和重要项目的推进上, 相关的决策速度在加快。在手订单再创历史新高, 新签订单、询单、管线数量均保持增长, 其中询单保持单位数增长 (vs 1Q24: +6%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +15%/+8%/+10%/+13%)。
- 融资:** 根据 BioWorld 数据, 2Q24 新兴生物制药公司 (EBP/ emerging biopharma) 融资额为 229 亿美元, 同比增长 32% (vs 2023/ 1Q24: +17%/ + 200% YoY)。1H24 融资额约 700 亿美元, 相当于 2023 全年金额。
- 板块表现:** 科技与分析解决方案 (TAS) 表现好于预期, 与之前正在改善的领先指标相符。数据业务维持稳健的低单位数增长, 其他业务包括咨询、分析和真实世界研究的收入为中到高单位数增长, 特别是真实世界研究收入显著提速。在临床 CRO 方面, 尽管大药企在过去一年调整管线并将资金分配至最核心的管线上以应对 IRA, 2Q24 大药企的需求仍然维持稳健。由于 IRA 相关的原因, 最近几个季度

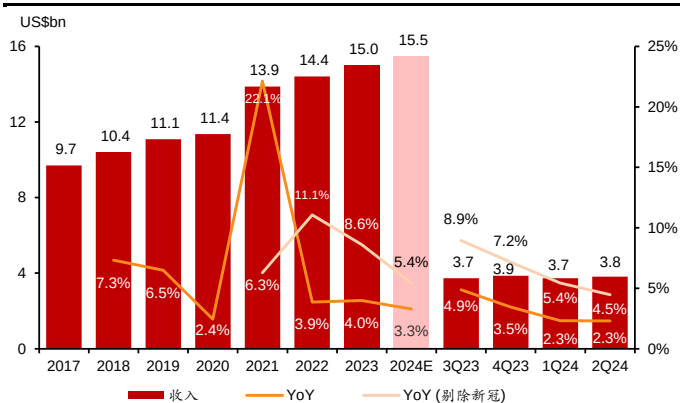
的项目取消高于通常水平。从过往长期数据来看，项目取消率为 15% 左右。

- 4) **定价。**大药企客户对于资金使用更加节制，对公司两大板块的定价均有影响。同时行业内的一些小临床 CRO 公司为了生存会提供较低的报价，会分流一些客户订单。公司通过提高效率、削减成本以及 AI 应用来应对更严峻的定价环境，这些措施将需要一定时间来显示出效果。
- 5) **订单转化速度：**肿瘤是公司临床业务的最大收入来源，但肿瘤临床的执行周期较长，这导致在手订单中积累更多的肿瘤（以及罕见病）订单，减慢了公司的整体订单转化收入的速度。这也是整个行业的共同趋势，同行的订单转化速度也在减慢。

国内市场对标企业：

国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

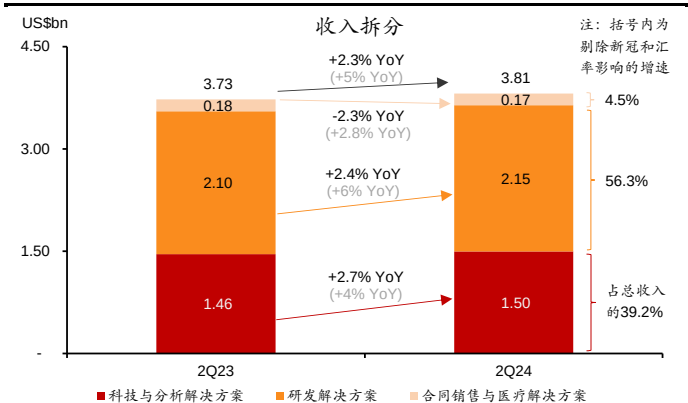
图 36: IQVIA: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

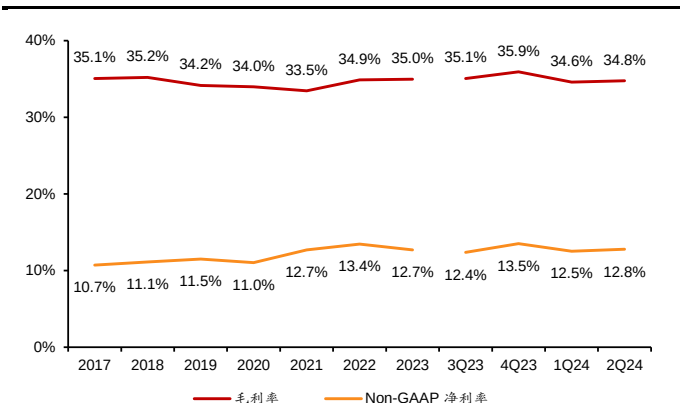
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 37: IQVIA: 收入拆分



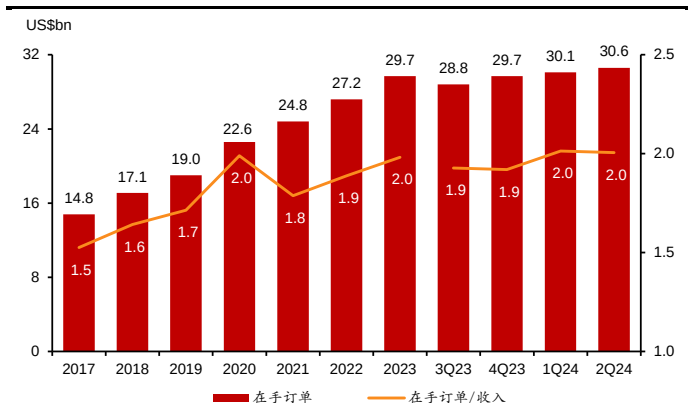
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 38: IQVIA: 历年毛利率及净利率



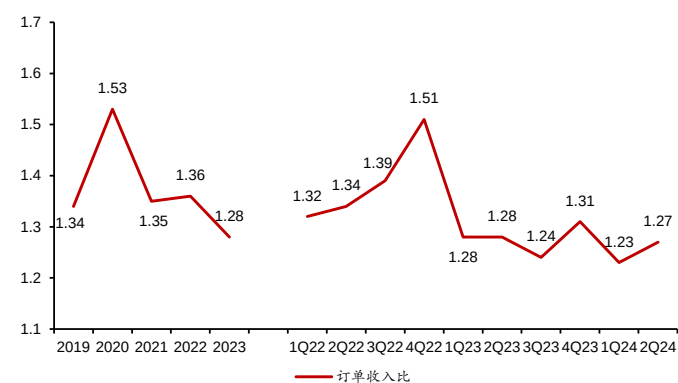
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 39: IQVIA: 历年在手订单



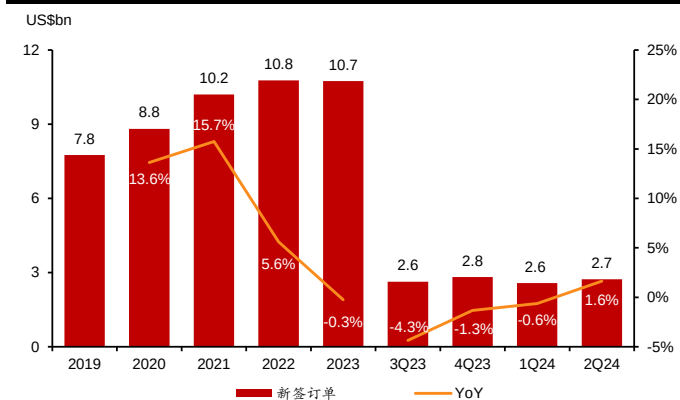
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 40: IQVIA: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 41: IQVIA: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 新签订单根据订单出货比计算得出, 与公司披露口径 (如有) 有差异

Medpace

2Q24 业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 2Q24 业绩, 收入同比增长 14.6%至 5.3 亿美元 (vs 2023/1Q24: +29.2%/+17.7% YoY)。毛利率同比提升 2.2 个百分点至 29.1% (vs 2023/1Q24: 27.8%/30.4%), GAAP 净利润同比增长 44.7%至 0.88 亿美元 (vs 2023/1Q24: +15.3%/40.7% YoY), GAAP 净利率同比提升 3.5 个百分点至 16.7% (vs 2023/1Q24: 15.0%/20.1%)。

截至 2Q24, 在手订单金额达到 29.3 亿美元, 同比增长 13.7% (vs 2023/1Q24: +20.2%/18.2% YoY), 环比增长 0.6%。2Q24 新签订单 5.5 亿美元, 同比下降 4.1% (vs 2023/1Q24: +28.8%/+10.8% YoY), 环比下降 10.5%。截至 2Q24, 员工人数为 5,821 人, 同比增长 3.9% (vs 2023/1Q24: +13.6%/+8.0% YoY), 环比增长 0.1%。

2024 年指引: 公司下调 2024 年收入指引但上调利润指引, 预计收入同比增长 12.7%-15.3% (此前指引为增长 14.0%-16.4%), 上调 GAAP 净利润增速至 27.6%-35.4% (此前指引为增长 22.7%-30.5%)。

业绩电话会要点:

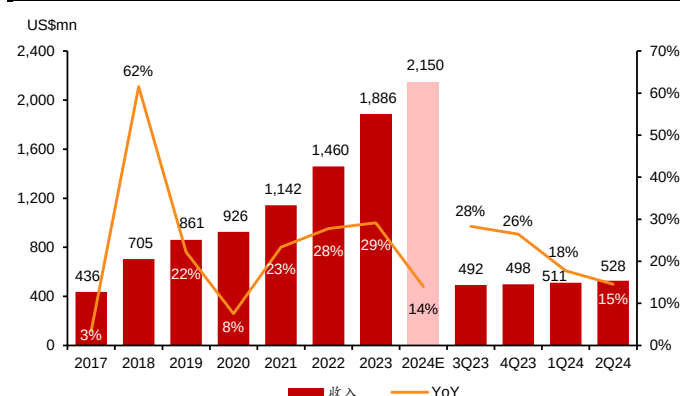
- 1) 行业需求:** 整体行业环境仍旧稳健, 有足够的业务机会去挖掘, 公司对于未来继续保持乐观。考虑到突然提高的项目取消率, 认为需要几个季度的时间转化潜在项目从而使在手订单回归正常增速。项目取消有一定随机性, 除此之外的其他业务指标 (询单量和询单项目质量、初始订单量、竞标成功率等) 均保持正常, 预计 4Q24 取消率会开始恢复正常。询单维持强劲增长, 同比和环比均增长 16%。项目竞标成功率保持正常, 环比 1Q 有提高。整体的商业环境远好于项目取消率反映出来的情况, 这有利于公司重建项目管线。虽然现在有一些订单缺口, 但没有看到任何长期的行业问题。
- 2) 项目取消率提高:** 新签订单同比下降主要由于明显上升的项目取消率, 2Q 的项目取消率是 2023 年的两倍以上 (正常的取消率为<4.5%), 取消项目中的 50-55% 是过手费项目。包括取消项目在内的毛新签订单 (gross bookings) 继续维持强劲增长势头。项目取消增多主要发生在 6 月份, 4/5 月的表现仍符合之前的预期。项目取消原因包括客户的管线优先级调整、申办方财务状况恶化、以及一个客户被大药企收购并将正在进行的项目转移至其他 CRO。7 月至今订单情况正常, 但预计 3Q 的订单收入比 (book-to-bill) 将继续受 2Q 过高的项目取消率的负面影响。
- 3) 定价:** 考虑到现在的行业竞争情况, 确实看到行业内有一些公司采取非常激进的定价策略。但现在的环境比几个季度前要好, 降价不是行业的主流趋势。
- 4) 员工招聘:** 在令人意外的项目取消和持续的效率提升的背景下, 公司会继续按照计划扩充团队, 预计 24 年人员将中单位数增长。现在的员工留存率持续维持在健康水平。

5) Biotech 客户被并购对项目的影响：因为收并购而丢失一个正在执行中的项目在行业内是非常少见的，更常见的情况是收并购会导致原供应商无法就客户未来的项目继续合作。

国内市场对标企业：

建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

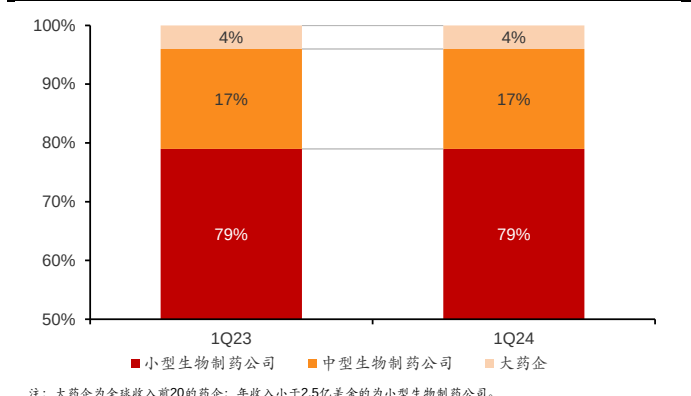
图 42: Medpace: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024 年收入基于公司指引的中值

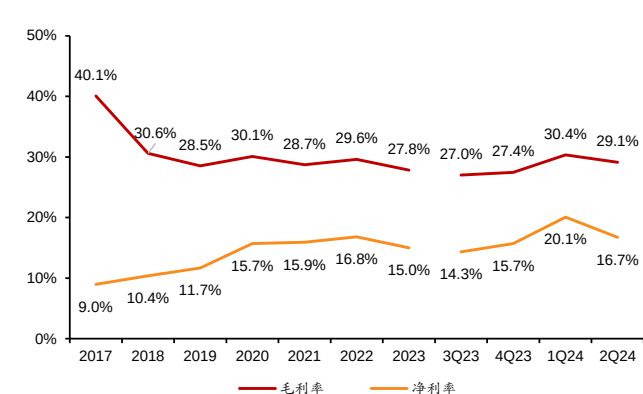
图 43: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



注: 大药企为全球收入前20的药企; 年收入小于2.5亿美金的为小型生物制药公司。

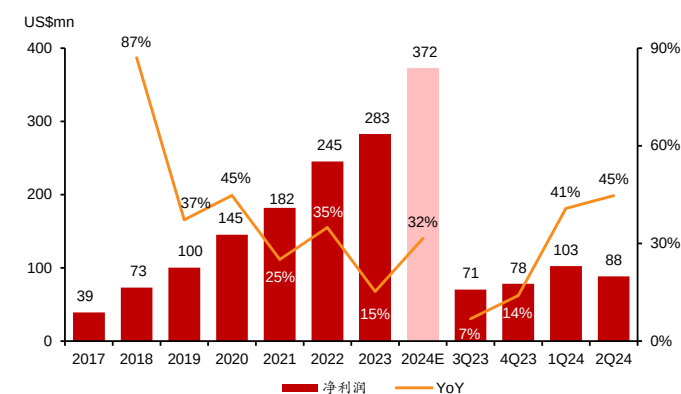
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: Medpace: 历年毛利率及净利率



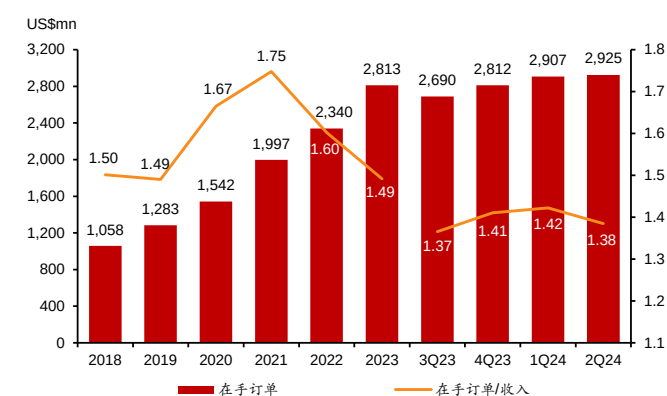
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 45: Medpace: 历年净利润及增速



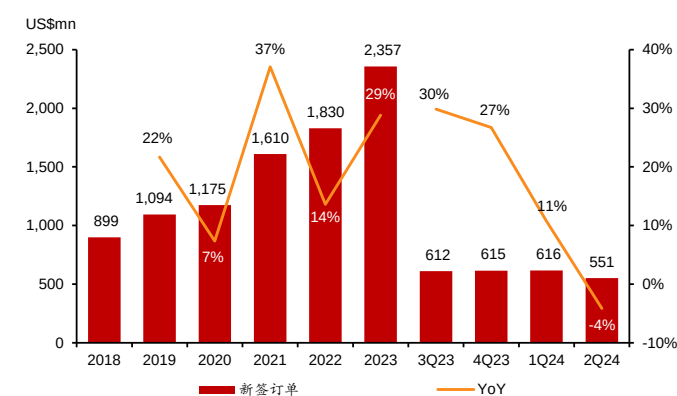
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 46: Medpace: 历年在手订单



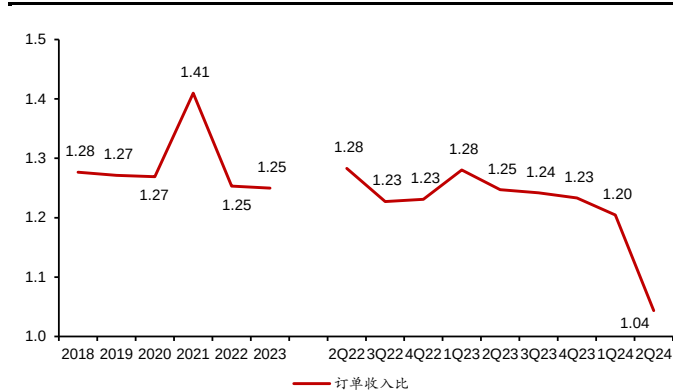
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 47: Medpace: 历年新签订单



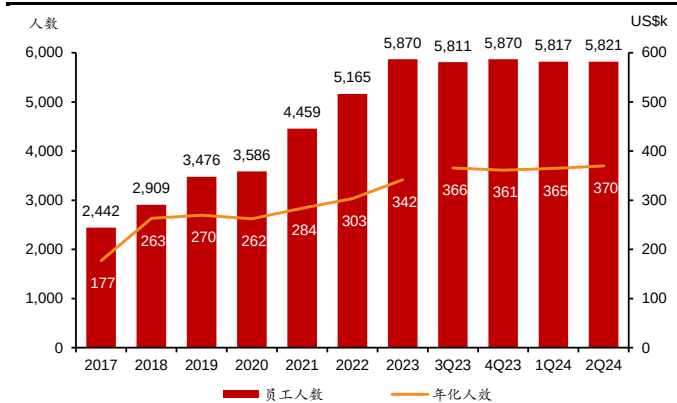
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 48: Medpace: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 49: Medpace: 历年员工人数



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Charles River

2Q24 业绩概况:

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 2Q24 业绩，收入同比下降 3.2% 至 10.3 亿美元 (vs 2023/1Q24: +3.9%/-1.7% YoY)，剔除收购、资产剥离、汇率影响的内生收入同比下降 3.2% (vs 2023/1Q24: +6.5%/-3.3 YoY)。毛利率同比减少 3.2 个百分点至 34.5% (vs 2023/1Q24: 36.4%/34.1%)，Non-GAAP 净利润同比增长 4.8% 至 1.5 亿美元 (vs 2023/1Q24: -3.8%/-17.7% YoY)。

截至 2Q24，药物发现与安评板块的在手订单金额为 21.6 亿美元，同比下降 22.9% (vs 2023/1Q24: -22.2%/21.7% YoY)，环比下降 8.1%。

分板块：1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比下降 1.7% (内生: -3.9% YoY) 至 2.1 亿美元，占收入的 20.1%；2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比下降 5.4% (内生: -5.0% YoY) 至 6.3 亿美元，占收入的 61.1%；3) 生产板块收入同比增长 3.1% (内生: +3.7% YoY) 至 1.9 亿美元，占收入的 18.7%。

2024 年指引：公司全面下调 2024 年业绩指引，预计收入同比下降 2.5%-4.5% (此前指引为增长 1.0%-4.0%)，内生收入同比下降 3.0%-5.0% (此前指引为增长 0.0%-3.0%)，Non-GAAP EPS 同比下降 4.4%-7.2% (此前指引为增长 2.2%-6.8%)。

分板块内生收入增速，预计 RMS 板块持平至低单位数增长 (维持)，DSA 板块高单位数下降 (下调，此前指引为持平至低单位数增长)，生产板块中高单位数增长 (上调，此前指引为中单位数增长)。

3Q24 指引：预计 3Q24 收入同比中单位数下降，内生收入同比中单位数下降，Non-GAAP EPS 同比低双位数下降。

业绩电话会要点:

- 客户需求分化：**Biotech 客户需求持续改善，只是改善速度慢于之前的预期。跨国药企需求在 23 年和 1H24 持续强劲，但现在看到需求出乎意料的迅速下滑，行业内大药企几乎都宣布了预算控制计划。
- 跨国药企：**由于 IRA 和专利悬崖的压力，绝大多数跨国药企 (除了诺和诺德和礼来) 都已宣布了重大调整计划，导致这些客户今年的预算紧张以及额外的管线调整。虽然 2Q 跨国药企收入增长，但这些客户的 DSA 询单和签单显著减少，与 biotech 客户的需求相比出现显著分化。预计大药企客户的调整措施 (特别是继续聚焦临床管线的推进) 将导致对早期研发投入的持续放缓，预计将持续影响 2025 年的 DSA 收入增速。大多数大药企在 IRA 价格谈判后 (今年 7 月底) 认为未来可能的收入下降幅度是可接受的。pre-IND 工作对于研发至关重要，仅占药物研发成本的很小比例，所以管理层认为客户在未来会重新分配资源至 pre-IND 研发。
- 中小型 Biotech 客户：**上半年需求已经稳定，甚至有一定程度的改善，反映出稳健的融资环境以及降息预期带来的客户情绪的改善。Biotech 客户贡献 40% 左右的总

收入，超过一半的 DSA 收入。客户的 DSA 询单和签单年内均有改善，2Q 的签单改善正是基于此前较好的询单。但管理层对于 biotech 的未来需求复苏持谨慎乐观态度，因现在复苏仍旧缓慢，还不足以支撑整个 DSA 板块在下半年改善，认为下半年 biotech 客户收入将不会在上半年的基础上继续改善。

- 4) **融资**：上半年 biotech 融资保持强劲趋势，特别是 1Q，2Q 相对一般（OK），7 月看起来也不算好（not great），表明融资热度在降温。客户仍在担忧资金获取的持续性，并倾向于更保守的财务预算。
- 5) **药物发现与安评板块（DSA）**：DSA 板块 2Q24 收入同比下降 5.4%，药物发现和安评收入均出现下滑。安评业务的课题数量减少，但服务价格有所提升，整体客户需求趋势与过去几个季度类似，唯一不同是跨国药企和 biotech 客户的需求出现显著分化。2Q24 订单收入比保持过去几个季度的水平，仍旧低于 1x。项目取消率与过往几个季度一致，但仍未恢复到目标水平，其中 Biotech 客户的项目取消率在 2Q 环比改善，跨国药企的项目取消率环比恶化。由于预计需求在下半年不会改善，叠加跨国药企的预算压力增加，下调 DSA 板块的全年收入指引。预计下半年 DSA 内生收入将同比下降 10% 左右，主要由于需求疲软，此外 DSA 定价预计在年末会小幅度下调。
- 6) **实验模型板块（RMS）**：RMS 板块 2Q24 收入同比下降 1.7%，主要由于 NHP 收入减少（由于交付时间波动），剔除 NHP 收入的板块收入基本持平。小型实验动物收入持续增长，特别是在中国和欧洲市场，其中通过中国境内的区域扩张实现了中国市场份额提升。服务收入小幅度下滑，反映了整体生物医药需求环境较弱。认为 RMS 的市场环境将维持稳定，所以维持板块收入指引。
- 7) **生产板块**：生产板块 2Q24 收入同比增长 3.1%，所有细分业务均出现增长。CGT CDMO 业务的复苏已经持续一年，基于新订单情况预计 2H24 将加速增长，特别是细胞疗法。CGT 业务的第三个商业化项目于上月获得监管批准上市，预计 CGT CDMO 全年保持双位数增长。由于行业内的 M&A 以及潜在地缘政治因素，部分行业竞争格局正在转变，将有利于公司的生产质控业务（生物药检测和微生物检测），其中微生物业务已看到下游客户去库存结束并恢复对试剂耗材的购买。基于上述趋势，上调生产板块的全年收入指引。
- 8) **应对业绩下滑的措施**：优化销售策略，注重交叉销售，有效利用科技手段与客户沟通。将积极管理成本结构，保证产能和人员规模匹配现在的需求环境。会继续大幅度减少 Capex 投入，已完成几个小规模设施的整合。人员成本占总成本的一半，已经做了一些裁员，预计今年下半年到明年将有更多裁员。预计在 3Q24 开始执行这些措施，预计在 2025 年节约 1.5 亿美元的成本（相当于运营费用的 5%）。此外，公司正在制定一份多年战略规划来进一步优化全球布局和提升运营效率。
- 9) **定价和市场竞争**：公司对于定价是有区别的，对于一些只有公司能做的业务，不会有折扣，其他领域会通过价格调整来稳定课题数量。2Q24 的价格仍有小幅度提升，但预计 DSA 定价在年末会小幅度下调。项目赢得率保持与过往长期一致的高水平，通常情况下公司都会赢的项目，除非客户由于资金紧张而非常在意价格，有一些非常小的竞争对手几乎完全通过价格跟 CRL 竞争，但 CRL 通常不会参与这种竞标。

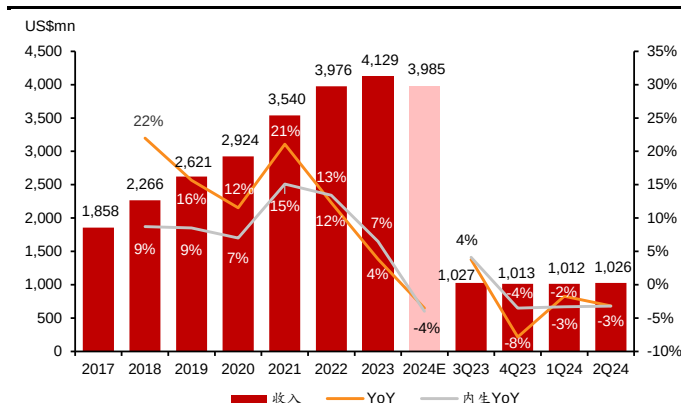
10) NHP 价格: DSA 板块使用的 NHP 价格在 2Q 小幅度增长, 但仍低于去年的高点, 预计下半年价格将小幅度下滑。RMS 板块的对外销售的 NHP 价格分成中国市场和全球市场, 中国市场的 NHP 价格已下降, 预计将维持在现在水平; 针对全球市场的 NHP 价格保持稳定, 由于长期供应合同的存在, 预计今年没有价格压力。

11) Biosecure Act: 长期来看预计 Biosecure Act 将有利于公司, 但截至现在仅仅看到非常少的由此产生的客户对话和业务兴趣。对于法案的潜在影响现在趋于谨慎, 需要看到法案最终落地的具体形式。

国内市场对标企业:

国内涉及药物安评的 CXO, 如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。

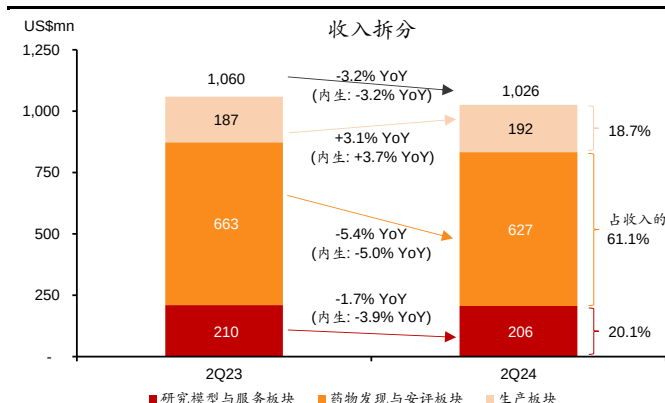
图 50: Charles River: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 51: Charles River: 收入拆分



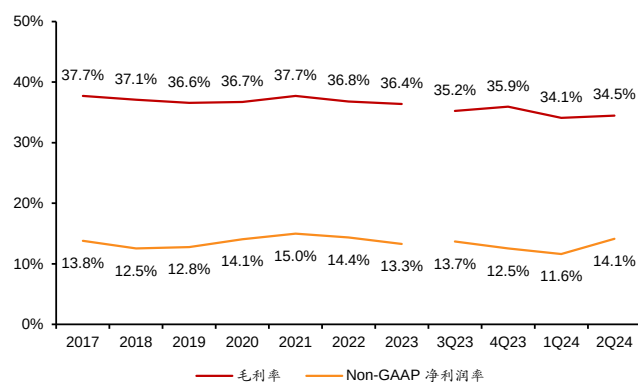
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: Charles River: 收入增速拆分

收入增速拆分	2022		2023		2024E	
	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速
总收入	12.3%	13.4%	3.9%	6.5%	(2.5%) - (4.5%)	(3.0%) - (5.0%)
研究模型与服务板块	7.1%	9.0%	7.2%	5.9%	中单位数增长	持平至低单位数增长
药物发现与安评板块	16.1%	17.5%	6.9%	7.9%	高单位数下降	高单位数下降
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	中到高单位数增长	中到高单位数增长

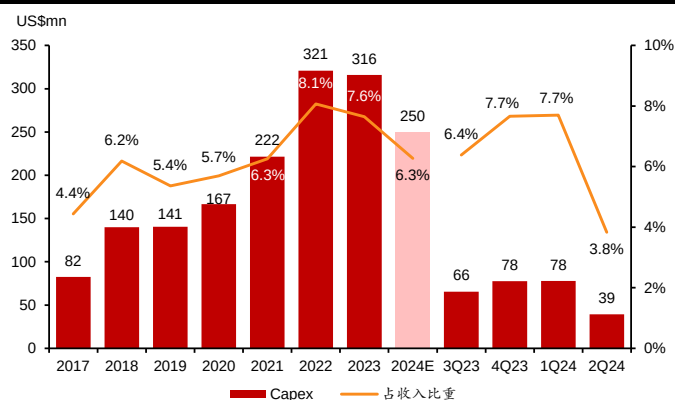
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 53: Charles River: 历年毛利率及净利率



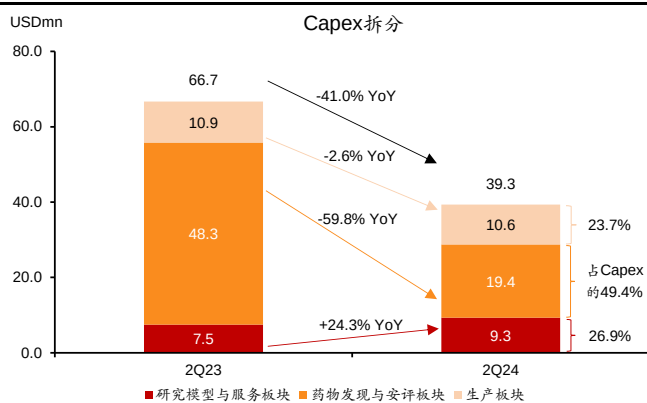
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 54: Charles River: 历年 Capex 占比



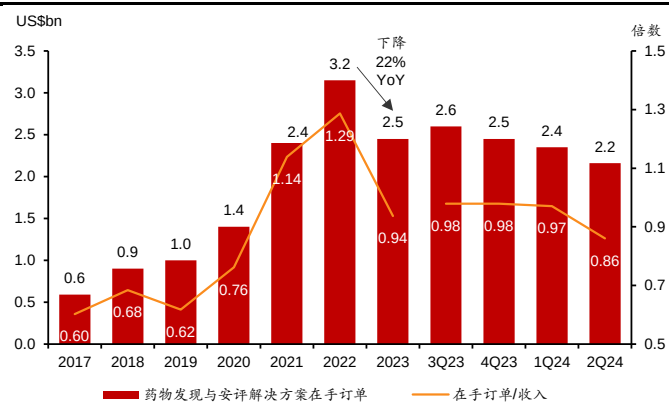
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 55: Charles River: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 56: Charles River: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Samsung Bio

2Q24 业绩概况

财务：全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 2Q24 业绩，收入（仅包括 CMO 业务，下同）同比增长 27.2%（vs 2023/1Q24: +20.6%/+13.4% YoY）至 8,100 亿韩元（约 5.9 亿美元）。毛利率同比提升 0.5 个百分点至 50.0%（vs 2023/1Q24: 50.7%/44.8%）。净利润同比增长 40.7%（vs 2023/1Q24: +37.7%/+1.1% YoY）至 2,730 亿韩元（约 2.0 亿美元），净利率同比提升 3.2 个百分点至 33.7%（vs 2023/1Q24: 32.2%/27.5%）。

2024 年业绩指引：维持全年业绩指引，预计 CMO 收入同比增长 10-15%。

订单：截至 2Q24，公司的 CMO 合同累计额达到 131 亿美元，同比增长 24.8%（vs 2023/1Q24: +26.8%/+26.5%），环比增长 4.8%。基于累计合同额计算出 2Q24 新签订单约 6 亿美元，与去年同期持平，环比增长 20%。

2024 年的重大订单包括：与某美国药企签订 9.5 亿美元合同；与礼来签署 2.2 亿美元合同；与 Biotech 公司 Kiniksa Pharmaceuticals 签署 1.5 亿美元合同；与默沙东签署 1.2 亿美元合同。

2023 年的重大订单包括：与辉瑞签署 10.8 亿美元的生物类似药生产合同；与诺华签署 3.9 亿美元合同；与 BMS 新签订价值 2.7 亿美元的抗体肿瘤药原料药的生产合同；与某美国药企签署 1.13 亿美元合同，与某欧洲药企签署 8,100 万美元合同。

项目管线：截至 2Q24，公司管线内有 93 个 CMO 项目（vs 2023 年底的 88 个），120 个 CDO 项目（vs 2023 年底的 112 个）。公司在 2022 年正式推出双抗开发平台（S-DUAL 和 DEVELOPICK）。2023 年推出 S-CHOsient（瞬时基因表达平台），S-Glyn（工艺开发平台）和 CMC package 服务。2024 年推出 S-tensify（细胞培养平台）和 SelecTailor（定制开发服务）。

产能：4 号工厂的 24 万升产能于 2023 年 6 月全部投产，于 3Q23 开始贡献收入，公司位于韩国仁川 Bio Campus I 的总产能已达到 60.4 万升（全部为不锈钢反应罐），占当时全球产能的 30%（根据公司数据）。此外，公司正在 4 号工厂内增加 ADC 产线，将按计划于 2024 年投产。

公司已在韩国仁川购买额外土地建设其 Bio Campus II（计划总投资额接近 60 亿美元）。于 2023 年 3 月决定建设 5 号工厂，投资约 15 亿美元，总产能 18 万升（12*15k L），预计 2025 年 4 月投产（比最初计划提前 5 个月），届时公司总产能将超过 78 万升。公司预计待 Bio Campus II 在 2032 年全部完工后，总产能将达到 132.4 万升。

公司同时计划在全球寻找合适的收购标的来推进全球产能扩张，以更接近客户。

国内市场对标企业:

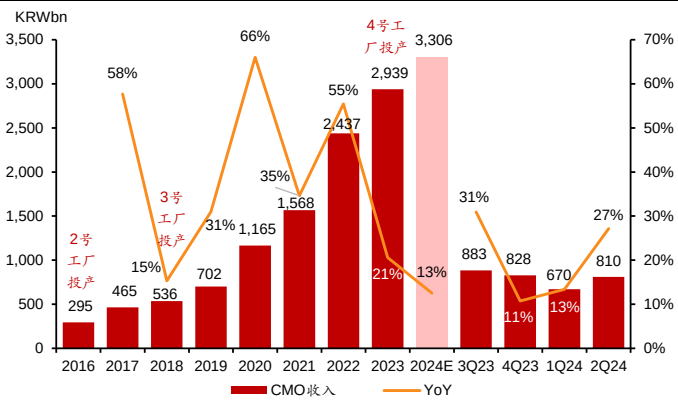
全球市场认可度高且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场竞争对手对国内生物药 CDMO 公司在获取海外订单上的潜在影响。

图 57: Samsung Bio: 产能建设规划

工厂	工厂#1	工厂#2	工厂#3	工厂#4	工厂#5
位置	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川
产能	3 万升	15 万升	18 万升	24 万升	18 万升
投资额	3 亿美元	6.5 亿美元	7.4 亿美元	约 14.7 亿美元	约 15 亿美元
开工建设日期	2011 年 4 月	2013 年 9 月	2015 年 11 月	2020 年 11 月	2023 年 3 月
GMP 投产日期	2013 年 6 月	2016 年 2 月	2018 年 10 月	2023 年 6 月	2025 年 4 月
工厂状态	商业运营中	商业运营中	商业运营中	商业运营中	建设中

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

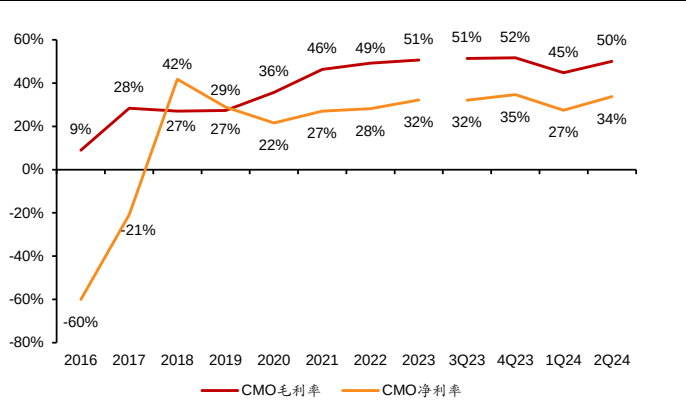
图 58: Samsung Bio: CMO 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

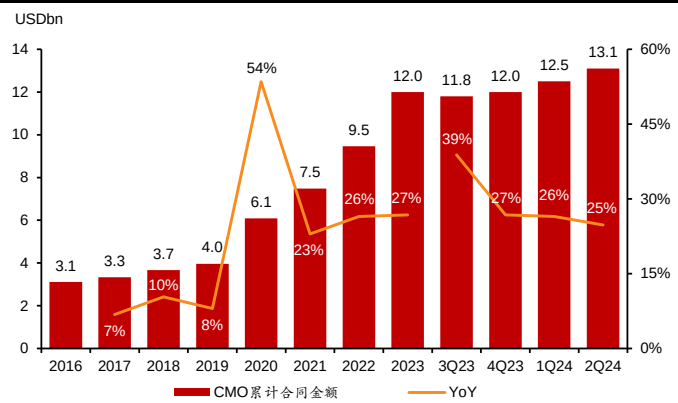
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 59: Samsung Bio: CMO 历年毛利率及净利率



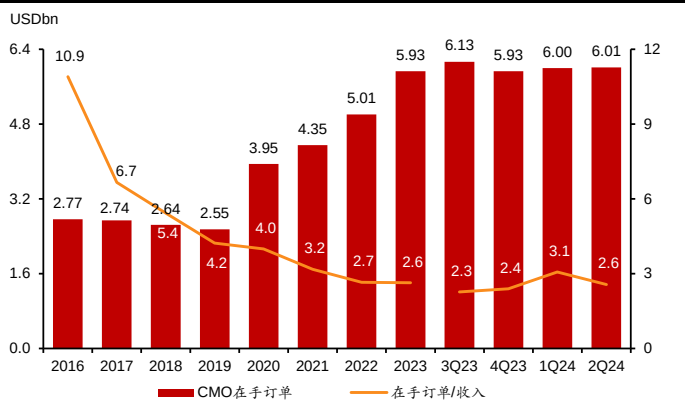
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 60: Samsung Bio: CMO 累计合同金额



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

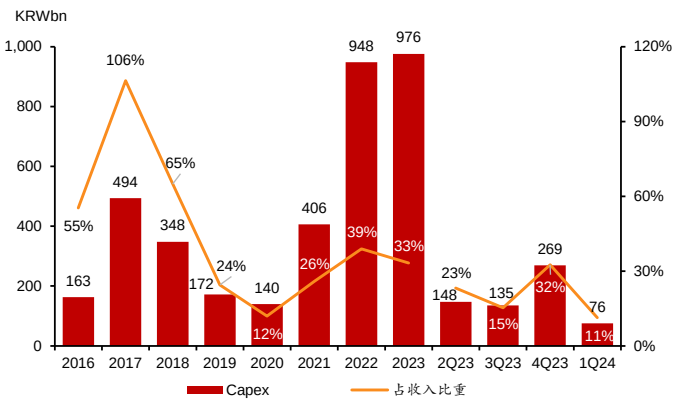
图 61: Samsung Bio: CMO 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

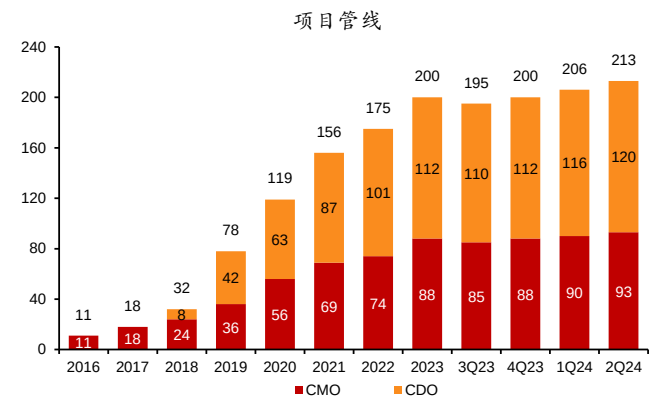
注: 2Q24 在手订单计算方法为: 期初在手订单 + 期间新签订单 - 期间收入, 其中期间新签订单计算方法为: 期末累计合同金额 - 期初累计合同金额。其余年份/季度在手订单为公司披露数据。

图 62: Samsung Bio: 历年 Capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 63: Samsung Bio: CMO 历年管线项目数量



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Lonza

1H24 业绩概况:

全球生物药 CDMO 龙头 Lonza 公布 1H24 业绩, 收入同比下降 0.7% (固定汇率/CC: +1.8%; vs: 2023: +10.9% YoY) 至 30.6 亿瑞士法郎, **剔除取消的新冠 mRNA 疫苗合同的影响, 1H24 收入同比增长 6%**。核心 EBITDA 利润同比下降 3.1% (vs: 2023: +0.2%) 至 8.9 亿瑞士法郎, 核心 EBITDA 利润率同比减少 0.7 个百分点至 29.2% (vs 2023: 29.8%)。核心净利润同比下降 1.8% (vs: 2023: -16.7%) 至 5.0 亿瑞士法郎, 核心净利润率同比提升 1.6 个百分点至 16.4% (vs 2023: 13.6%)。

分板块: 1) 生物药板块收入同比增长 7.3% (CC) 至 17.1 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 19.9% 至 3.9 亿瑞士法郎; 2) 小分子板块收入同比增长 2.5% (CC) 至 4.0 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 17.8% 至 0.6 亿瑞士法郎; 3) CGT 板块收入同比下降 6.6% (CC) 至 3.3 亿瑞士法郎, Capex 同比增长 46.2% 至 0.6 亿瑞士法郎; 4) 胶囊与保健原料板块收入同比下降 6.1% (CC) 至 5.4 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 15.2% 至 0.3 亿瑞士法郎。

2024 年指引: 维持 2024 年收入与 2023 年持平 (CC) 的指引, 维持核心 EBITDA 利润率在 27-29% (high 20s)。预计全年 Capex 占收入比重将低于 25% (vs 2023: 25.0%)。

2024-28 指引: 预计 2024-28 年收入复合增速为 12-15% (此前指引为 11-13%, 1Q24 收购 Roche 美国工厂后上调), 核心 EBITDA 利润率在 32-34% (维持)。

业绩电话会要点:

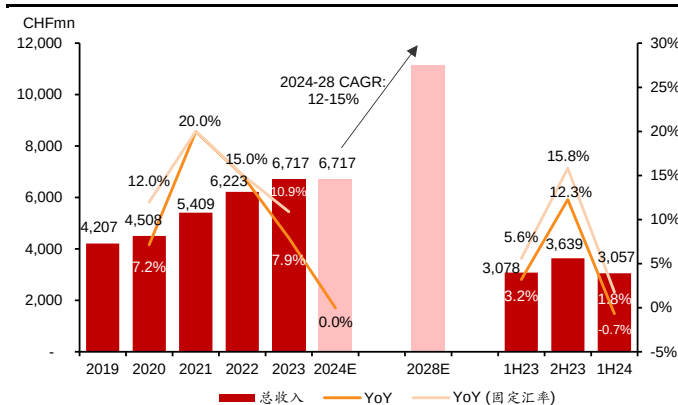
- 1) 行业环境:** **1H24 看到健康的新签订单情况**。受益于更加积极的融资趋势, 生物药早期项目需求出现早期复苏信号, 但 CGT 客户仍然受到资金紧张的限制。经历过去年两年的市场波动, 管理层有信心认为 2025 年市场将恢复至历史增速趋势。公司持续认为全球未来几年将投产的哺乳动物细胞生产产能是不足的。
- 2) 业绩指引:** 维持全年业绩指引, 预计 CDMO (生物药+化学药) 收入将在下半年环比增长, 抵消去年下半年的高基数压力 (由于 Moderna 订单取消获得的 1 亿瑞士法郎赔偿计入去年下半年收入), 下半年利润率将环比下降, 受到产品组合 (利润率产品交付增加) 的负面影响。预计 CGT 业务将在下半年企稳, 胶囊与保健原料板块将在 25 年复苏。
- 3) 收购 Roche 的美国工厂:** 基于强劲的哺乳动物细胞生产需求, 公司在 1Q 收购了 Roche 位于美国 Vacaville 的生产设施 (产能 33 万 L), 此收购将使 Lonza 的全球哺乳动物细胞产能翻番, 并显著提高 Lonza 在美国市场的竞争力。公司预计在 4Q24 完成此次收购交易, 所以预计对 2024 年业绩不会产生显著影响。公司的现有和新客户均对从 Vacaville 设施获得额外产能表现出强烈兴趣, 已经与一个关键客户签署该设施的第一个合作意向书, 是对于公司收购此生产设施的商业逻辑的肯定。Vacaville 设施的产能爬坡将需要数年时间, 公司的 Capex 投入也将聚焦在 Vacaville 设施, 除此之外没有其他商业化产能的投资计划。

- 4) 生物药板块：**剔除取消的新冠 mRNA 疫苗合同的影响，生物药板块收入同比增长 ~15% (mid-teens)。生物药板块看到健康的新签订单趋势，主要来自商业化需求，同时临床阶段的需求出现早期恢复信号。生物药板块的增长主要来自哺乳动物细胞生产和 ADC 业务的商业化需求。哺乳动物细胞生产业务持续看到强劲的商业化需求，早期业务需求也展现出早期恢复信号，这得益于从年初至今的融资恢复趋势。ADC 业务看到不错的临床和商业化需求，公司正聚焦于扩张商业化产能。客户对公司通过收购 Synaffix 后获得的 ADC 连接子技术表现出强烈的签单兴趣，收购 Synaffix 显著提高公司在 ADC 早期业务的布局。
- 5) CGT 板块：**CGT 板块收入同比下降 6.6%，如果剔除 Codiak 订单取消的影响，收入同比增长 10%。CGT 业务的询单显示出好的趋势，跟一个关键客户签订一项重要的商业化供应合同。Technology (CDMO 业务) 服务表现良好，得益于运营效率提升和强劲的商业化生产，但 Bioscience (上游生命科学业务) 服务表现一般，主要受 CGT 客户的资金紧张限制。
- 6) 生物安全法案：**公司对于 Biosecure Act (生物安全法案) 的观点没有变化。修订版的法案允许客户的现有合同可执行至 2032 年，这在一定程度上缓解了客户需要立马行动的压力，**但客户必须从更具有战略性的角度去思考供应链问题。**公司正在跟客户就客户的可选应对措施、潜在转移时间或者平行供应链等话题进行很多对话，但这不会带来任何近期的新业务，这些事情需要时间。公司认为 Biosecure Act 不会对短期财务产生任何影响，潜在利好 (如有) 将更多会是中期维度的事。
- 7) 价格：**今年的原材料价格压力下降，导致公司的价格涨幅低于 22 和 23 年。公司可以把很多成本转嫁给客户，所以价格变化对公司的影响有限。

国内市场对标企业

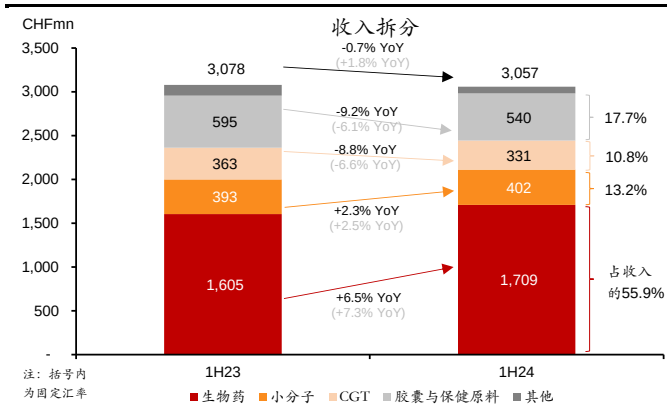
建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注头部 CGT CDMO 公司，如药明康德、金斯瑞、博腾股份，提示注意 CGT CDMO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目推进风险相对较高。

图 64: Lonza: 历年收入及增速



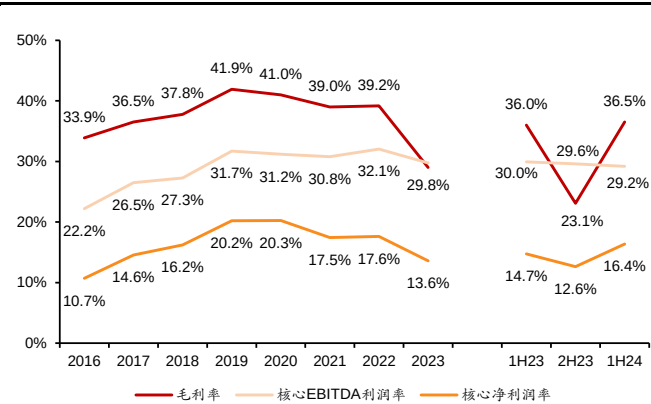
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入指引为持平

图 65: Lonza: 收入拆分



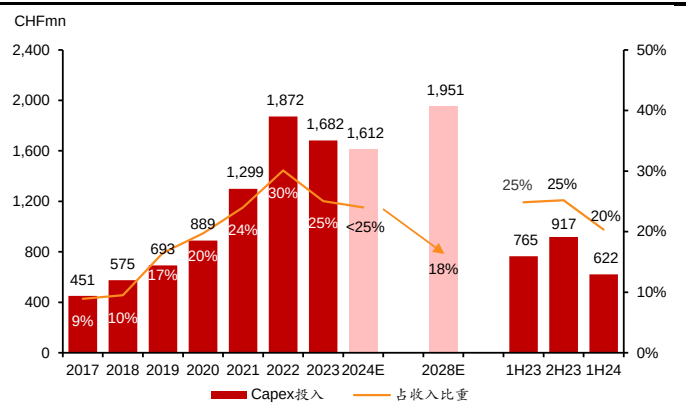
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 66: Lonza: 历年毛利率及净利率



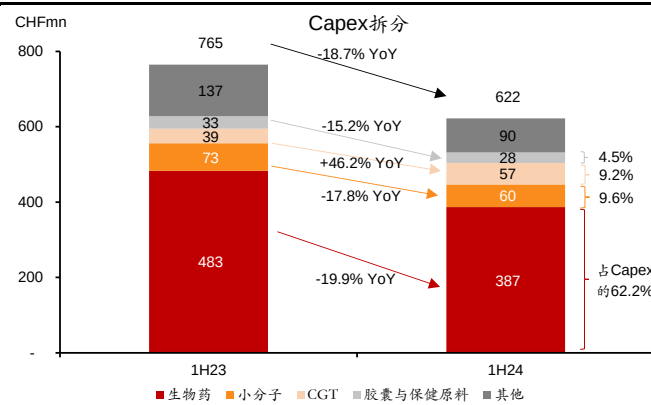
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 67: Lonza: 历年 capex 投入



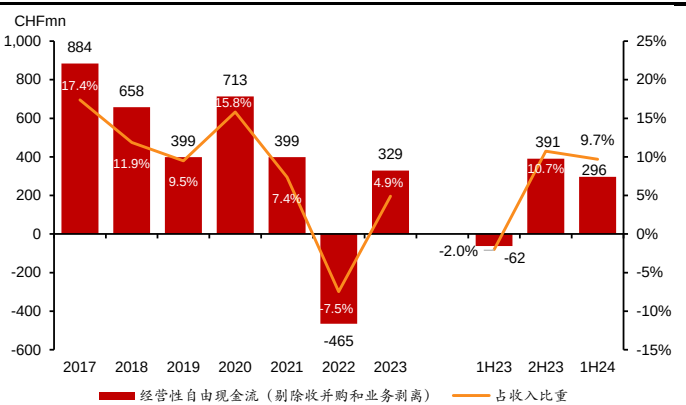
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 68: Lonza: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 69: Lonza: 历年经营性自由现金流



资料来源: 公司财报, 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误差、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。