医药

海外 CXO/生命科学上游 3Q26 业绩剖析：新签订单维持增长，再次普遍上调 2026 年业绩指引

优于大市
（维持）

海外 CXO 和生命科学上游公司的 3Q26 业绩基本维持了过去 6 个季度逐季度改善的趋势，基于积极的 3Q26 业绩和订单情况，海外公司管理层在 3Q26 再次普遍上调全年业绩指引。分板块来看，临床前 CRO 订单在 3Q26 保持快速增长，增长的订单已开始向收入转化，预示着 2027 年业绩良好的前景；临床 CRO 订单在 3Q26 同样继续增长，但海外大型临床 CRO 公司均对在手订单数字进行了下修，订单数字可靠性存疑，需 2027 年业绩指引披露来再次印证订单数字的可靠性；商业化生产需求仍旺盛，但高基数造成生物药 CDMO 业绩增速放缓；生命科学上游的生物工艺业务增速在 3Q26 出现分化，但管理层对生物工艺长期增长逻辑保持信心，设备收入将是 2027 年收入增长的额外驱动力。海外 CXO 和生命科学上游公司在 3Q26 继续受益于改善的宏观环境。创新药融资在 3Q26 放缓，但 9M26 融资额仍同比增长 42%，26 年全年预计达成实质性反弹。大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求。3Q26 全球大药企延续了增长的投入强度，叠加头部 biotech 公司也在增加研发支出，预示着医药行业对于 CXO 和生命科学上游公司的积极的研发生产外包需求前景。

- **3Q26 业绩基本维持改善趋势，再次普遍上调业绩指引。**海外 CXO 和生命科学上游公司的 3Q26 业绩基本维持了过去 6 个季度逐季度改善的趋势，3Q26 海外公司收入同比增速的中位数/平均数分别为+8.3%/ +6.2%（vs 2Q26：+7.1%/ +8.1%），adj. EPS 同比增速的中位数/平均数分别为+13.4%/ +8.8%（vs 2Q26：+9.9%/ +10.6%）。分板块来看，生命科学上游的业绩改善幅度最明显，CDMO 业绩增速受高基数影响增速放缓，临床前 CRO 和临床 CRO 业绩增速改善虽不明显，但具备显著改善潜力（基于订单增速）。全行业新签订单继续维持增长态势，表明需求周期仍在上行阶段，特别是临床前 CRO 和临床 CRO 的新签订单增长动能强劲。IQVIA 的 3Q26 新签订单同比增长 15%，ICON 则同比大增 51.1%，两家头部临床 CRO 公司的新签订单均维持了上半年的趋势。Charles River 的 3Q26 新签订单同比增长 32.0%，延续了 2Q26（+38.5% YoY）的趋势。基于积极的 3Q26 业绩和订单情况，海外公司管理层在 3Q26 业绩后再次普遍上调全年业绩指引。值得注意的是，基于全年业绩指引推算出的 4Q26E 业绩增速存在普遍放缓的迹象，我们认为这主要由于去年同期业绩高增速（2025 年海外公司业绩呈现明显的逐季度加速趋势，增速在 4Q25 达到年内最高）带来的高基数效应，并非说明海外公司的业绩增长将失速。基于 26 年前三季度的新签订单趋势，我们认为海外公司 2027E 业绩仍具备改善的空间，特别是临床前 CRO 公司。
- **临床前 CRO 订单快速增长，增长的订单已开始向收入转化。**3Q26 临床前 CRO 赛道继续看到积极的宏观市场环境，包括持续改善的 biotech 融资和大药企客户完成管线调整后的持续投入，因此客户需求端保持良好态势。3Q26 Charles River 的收入同比下滑 2.2%，但内生收入同比增长 4.7%，其中安评和药物发现板块（DSA）内生收入同比增长 5.9%。3Q26 新签订单 6.5 亿美元，同比增长 32.0%，环比下降 7.0%。新签订单同比增速维持了 2Q26（+38.5% YoY）的强劲趋势，虽然环比下降，但单季度新签订单绝对金额连续 4 个季度超过 6 亿美元，显著好于 2023-24 年的单季度不到 5 亿美元的低谷，表明客户需求改善持续反映在新签订单的增长中。Charles River 管理

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 2Q26 业绩剖析：早研需求已达实质性向上拐点，普遍上调 2026 年业绩指引 – 2026 年 8 月 19 日
2. 海外 CXO/生命科学上游 1Q26 业绩剖析：宏观不确定性下维持 26 年业绩指引，早研需求弱复苏，商业化需求维持强劲 – 2026 年 5 月 13 日
3. 海外 CXO/生命科学上游 4Q25/2025 业绩剖析：早研需求现复苏端倪，2026 年业绩指引偏谨慎 – 2026 年 3 月 20 日
4. 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 8 月 18 日
5. 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
6. 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
7. 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
8. 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
9. 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
10. 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
11. 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
12. 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

层表示新签订单的持续增长已经开始体现在 3Q26 收入中，因此预计 2H26 DSA 板块将可维持中单位数的内生增速，相比 2024/25 年（-6.2%/ 2.6%）显著改善。随着订单的持续转化，管理层对于未来几年的增速同样保持乐观，认为 2027 年的内生增速将较 2026 年（>1.5% YoY）改善，2028 年有望提升至 5-7%的目标区间。管理层表示目前新签订单增长主要由量的增长驱动，公司正在适度收紧订单折扣，但价格的正向影响将在 2H27 体现，也将是 2027E 业绩改善的一个支撑因素。叠加公司实施的成本控制措施，我们预计 Charles River 的利润端也将随收入同步改善。我们认为临床前 CRO 业绩改善将是 2027 年海外 CXO 中最显著的。

- **临床 CRO 订单继续增长，但订单数字可靠性存疑。**临床 CRO 公司管理层对于 3Q26 市场需求表达出一致的乐观看法，认为无论是大药企还是 biotech 公司均受益于积极的宏观因素，且强劲的询单意味着未来几个季度的签单将继续保持强劲势头。3Q26 海外临床 CRO 新签订单增速基本维持了 1H26 的快速增长趋势，龙头公司 IQVIA 的 3Q26 新签订单同比增长 15.0%，与 1H26（+16.7% YoY）保持一致，26 年全年新签订单有望扭转过去三年的负增长颓势。另一家头部公司 ICON 的新签订单在 3Q26 同比大增 51.1%，但主要服务 biotech 公司的 Medpace 的 3Q26 新签订单同比增长 10.6%，相比 1H26（+26.2% YoY）有明显降速，但 3Q26 的新签订单金额达 8.7 亿美元，连续两个季度刷新公司历史最高值。从另一个角度看，海外临床 CRO 的订单收入比在 3Q26 大多维持在 1.2x 以上的健康区间，且均继续呈现逐季度提升的趋势，进一步表明当下增长的客户需求。在需求维持增长的情况下，我们注意到 IQVIA 和 Fortrea 在 3Q26 对在手订单金额进行了下修，主要剔除了不活跃项目，ICON 也曾在今年 5 月调整了订单确认政策并下修了历史在手订单，至此，海外大型临床 CRO 公司（除 Medpace 外）均对在手订单数字进行了下修。管理层强调下修在手订单对于历史财务、26 年业绩指引和未来 12 个月的收入转化没有影响，是在保持现有订单确认政策不变的前提下进行的主动调整措施，使在手订单更好地反映未来收入能见度。同时，管理层表示目前的客户取消率仍在历史正常区间内，与本次在手订单下修没有因果关系。虽然临床 CRO 公司在 3Q26 业绩后普遍上调全年业绩指引，但我们认为这种订单下修仍引起了市场对订单数字可靠性以及未来收入可预见性的质疑，管理层在明年 2 月给出的 27 年业绩指引将是应对这种质疑的最佳方式。

- **商业化生产需求仍旺盛，但高基数造成生物药 CDMO 业绩增速放缓。**全球头部生物药 CDMO 在 3Q26 仍旧维持了有韧性的业绩增长，但由于高基数效应，收入增速在 3Q26 和 2H26E 出现减速。三星生物 3Q26 收入同比增长 18.4%，相比 1H26（+28.0% YoY）显著放缓，但将全年收入增速指引从 15-20%上调至 20%，推算出 4Q26 的预计收入增速仅有同比 8.9%。Lonza 管理层在 3Q26 定性业绩分析会上重申全年固定汇率下 11-12%的收入增长目标，同样较 1H26（+16.0% YoY）的增速有放缓。两家头部生物药 CDMO 公司的 2H26 预期收入增速放缓并不反映需求端走弱，相反，我们认为需求仍旧维持旺盛。三星生物的 1-4 号工厂维持满产状态，5 号工厂持续爬坡中，年初从 GSK 收购的美国 Rockville 设施已产生收入贡献。基于累计签单计算出的三星生物 3Q26 新签订单仅有约 2 亿美金，同环比大降 85-95%。我们认为季度新签订单波动与订单签订时点有关，三星生物在 11 月 2 日披露与某全球药企签订 5 年初步金额 3.2 亿美元的合同，表明全球大药企的合作需求仍维持高位。Lonza 管理层同样认为 3Q26 的业务维持良好的动能，抗体原液和制剂业务维持健康趋势，小分子和偶联市场持续看到绝佳的业务机遇。Lonza 管理层提到美国客户对偶联业务有高需求，但市场供给不足，因此公司在 11 月 3 日宣布以数亿美元收购德国 Merck 位于美国的 CDMO 设施，强化 Lonza 在美国

的偶联、载荷连接子和病毒载体的产能。这是继 Lonza 在 2024 年 12 月以 12 亿美元收购 Roche 美国工厂后对美国本土产能的再次重大加码。Lonza 管理层再次重申大药企对美国本土的投资规划不会影响与 CDMO 的合作，这些规划预示着投资资金从美国以外转向美国国内，但不影响全球投资总额，另外其金额中仅有约 5%用于产能建设，且大部分投向 GLP-1 领域。Lonza 再次购买美国产能不仅仅是对未来需求的积极展望，也是希望能更好的适应全球生产供应区域化的未来趋势。

- **生命科学上游的生物工艺业务增速出现分化。**3Q26 海外生命科学公司管理层对终端客户需求仍持有积极的看法，认为大药企客户需求维持稳健，biotech 客户需求持续改善，学术/政府机构需求看到改善的初步信号。然而，在需求上行的趋势下，生物工艺业务增速却出现分化。2024 年后持续高涨的全球商业化生产需求推动生物工艺业务率先从新冠疫情后的需求下行周期中走出来，是过去两年生命科学上游公司业绩增长的核心驱动力。但此轮生物工艺收入强劲增长的势头或已经开始面临高基数压力。Thermo Fisher 的生物工艺增速在 3Q26 放缓，管理层表示主要由高基数导致，重申该业务长期可保持高单位数至低双位数的增速，长期增长逻辑未变。与 Thermo Fisher 不同的是，Danaher 的生物工艺业务 3Q26 的核心收入同比中单位数（偏上限）增长，较 2Q26 的低单位数增长有加速，且生物工艺订单连续保持 mid-teens 的增长，管理层基于此认为生物工艺收入增速将在 2027 年继续改善，但 3Q26 业绩会上管理层维持了生物科技板块（包括生物工艺业务）的业绩指引。我们仍旧认为全球商业化生产需求仍将保持旺盛，支持生物工艺业务的长期健康增长。此外，上游公司管理层一致认为设备需求在 3Q26 得以弱复苏，延续了 2Q26 的趋势，例如 Danaher 的设备订单在 3Q26 继续保持强劲双位数增长。我们认为设备收入的复苏将是2027年生命科学上游公司收入增长的额外推动力，但认为产能回流美国对设备收入的正向影响最快将在 2028 年才能体现。

- **AI 制药将带来额外 CXO 业务需求，临床前 CRO 将占得先机。**AI 对于 CXO 行业的影响已经从年初的“替代恐慌”转变为现在的“新增未来业务需求”。AI 制药的新增需求已经体现在早期的序列和蛋白合成阶段，生命科学上游公司已经看到订单和收入。Danaher 管理层在 3Q26 业绩会上表示 AI 带来更多自动化实验室需求，正在协助 AI 公司更高效地产生更多高质量数据，且AI已带来少许订单和收入贡献。我们预计未来研发需求将跟随AI分子的研发推进而进入到产业链中游的 CXO 服务体系内，临床前 CRO 预计将是下一个显著受益于AI制药带来新增业务需求的细分CXO赛道，预计药效、药代、安评等服务的新增需求将在未来 1-2 年内集中释放，相关公司的业绩有望获益。Charles River 的管理层在 2026 年 9 月提到制药行业高管预计 AI 制药在未来 3-5 年带来 12%的新增湿试验药物研发管线，在 3Q26 电话会上管理层提到 AI 制药公司通常有更多的在研项目，预计将有更多分子进入受监管的药物开发流程中（包括安评），未来几年对公司业务是持续正向影响。同时，CDMO 公司将在临床前阶提供 CMC 服务，但由于 CMC 服务价值量小于 API 生产，对 CDMO 公司的业绩影响将比较有限。考虑到临床前研究通常持续 1-3 年，临床 CRO 看到 AI 制药带来的新增项目需求预计仍需等待至少 3-4 年。整体来看，现阶段 AI 对于 CDMO 和临床 CRO 而言的获益集中在服务效率和内部管理效率的提升而非额外业务机会。

- **创新药融资在 3Q26 放缓，但 26 年全年预计达成实质性反弹。**全球创新药融资增速在 3Q26 放缓。根据医药魔方数据，26 年前三季度全球创新药一级市场融资额同比增长 42%，但 3Q26 的增速已放缓至 26%。其中， 26 年前三季度中国创新药一级市场融资同比大增 95%，但 3Q26 的增速仅有 7% 。26

年中国创新药融资大幅度反弹的核心动力源自中国药物出海进程的丰硕成果，显著增强了本土创新的动力与估值预期。我们认为，强劲且持续的中国创新药出海 BD 将推动中国创新药融资重回可持续、高质量的增长轨道。虽然美联储刚在今年 9 月进行了加息，但美国民主党获得美国国会控制权后预计将限制财政扩张节奏，从而压制中长期美债收益率的上行，这可能带动市场加息预期降温，我们认为这将有利于 biotech 融资的持续复苏。

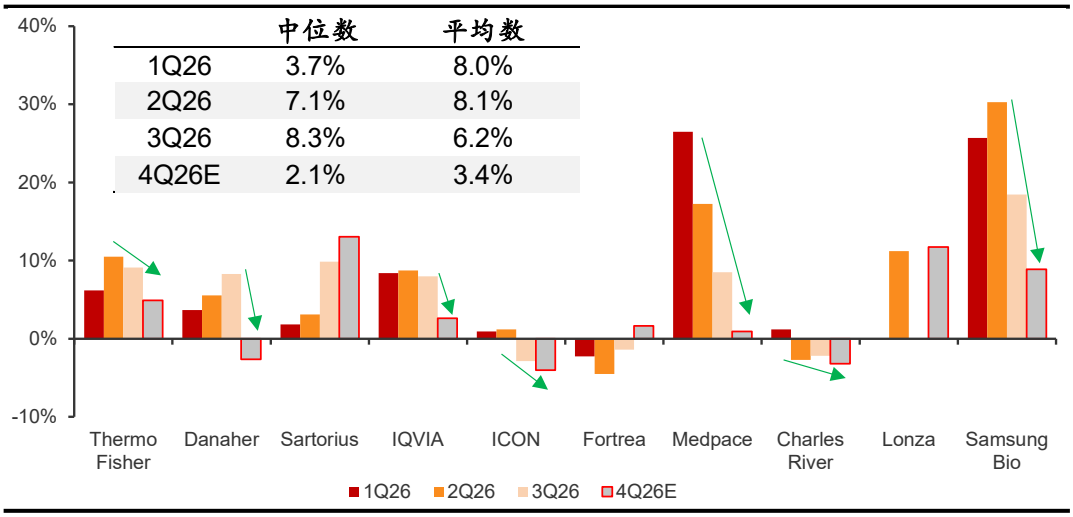
- **大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求**。新冠疫情至今，得益于全球大药企的稳健投入，全球医药行业的研发和资本支出 (capex) 总体上仍呈稳健增长趋势，为 CXO 和上游公司的长期业绩增长奠定了扎实基础，特别是在 biotech 融资仍旧有波动的当下，大药企的压舱石作用愈加明显。3Q26 全球大药企延续了持续的投入强度增长，我们统计的 10 家全球大药企的合计研发支出同比增长 20.4%（1H26：+40.6% YoY）至 380 亿美元，合计 capex 同比增长 14.6%（1H26：+12.1% YoY）至 114 亿美元。虽然 3Q26 的研发支出增速较1H26有所放缓，但3Q26的增速仍显著高于2024/25（-1.9%/+1.1% YoY），且全部纳入统计的10家大药企的研发支出在3Q26均同比增长。若剔除 Merck（Merck 将收购支出纳入研发支出，且 1H26 发生大型收购，造成 1H26 研发支出同比大涨 191%），其余 9 家的合计研发支出在 3Q26 同比增速为 22.5%，较 1H26（+17.2% YoY）提速，显示出大药企对于研发投入热情进一步提升。在产能端，众多全球大药企在 25 年宣布对美国的长期投资计划，包括产能建设。3Q26 大药企的合计 capex 虽然有所加速，但若剔除大举投入 GLP-1 类药物产能建设的礼来和诺和诺德，剩余 8 家大药企的合计 capex 在 1H26/3Q26 分别仅同比增长 6.0%/7.4%，慢于 2025 年（+11.8% YoY）。因此我们认为，大药企 capex 增长主要由全球旺盛的商业化生产需求推动，对美国的投资承诺仍需较长时间才会落地，具有不确定性。美国政府主张的“制造业回流”政策将推动全球医药产能投资的区域再分配，不会带来实质性的额外新增产能，且考虑到在美建厂需要较长时间，我们认为 MNC 的对美投资规划对于 C(D)MO 需求不会产生负面影响。此外，我们统计的 10 家全球头部 biotech 的合计研发支出在 3Q26 同比增长 34.5%至 72 亿美元，较 1H26 的温和增长（+3.3% YoY）提速；合计 capex 同比增长 32.5%至 5.5 亿美元，扭转了 2025/1H26 的连续下降（-38.0%/ -3.3% YoY）趋势。我们仍旧认为 biotech 对 capex 投入仍持谨慎态度，但正在加大对研发端的投入，因此预计 biotech 将提升对 CXO 服务的需求，特别是对于生产端来说。

估值表

			市值	目标价	上行/	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E(x)		PEG(X)	ROE (%)
公司名称	股份代码	评级	US$bn	(LC)	下行空间	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
Thermo Fisher	TMO US	买入	257.4	800	15.1%	4.2%	7.9%	27.4	25.6	3.5	16.4
Lonza	LONN SW	未评级	56.8	na	na	11.0%	19.7%	36.2	30.1	1.8	15.6
Samsung Bio	207940 KS	未评级	52.0	na	na	16.2%	15.7%	39.7	33.7	2.5	20.7
IQVIA	IQV US	未评级	44.8	na	na	6.7%	8.5%	21.0	19.1	2.5	26.9
Charles River	CRL US	未评级	16.2	na	na	2.3%	11.0%	29.4	26.0	2.7	15.7

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测。市场数据截至 2026 年 11 月 6 日

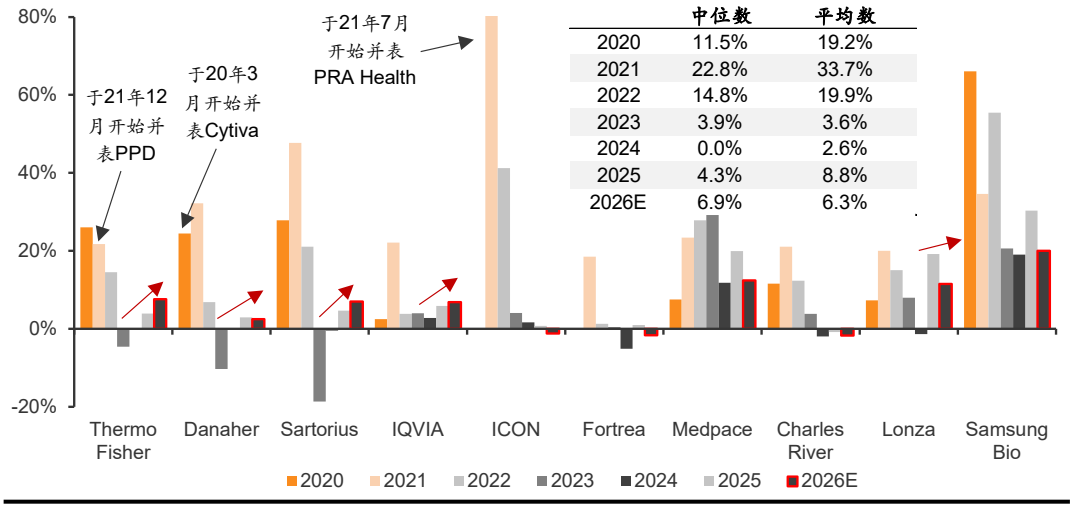
图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司 2026 年收入增速（季度）



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注: 4Q26 增速基于公司全年指引。所有公司的收入增速均基于表观收入。图中箭头表示 2026 年收入增速逐季度变化的趋势。

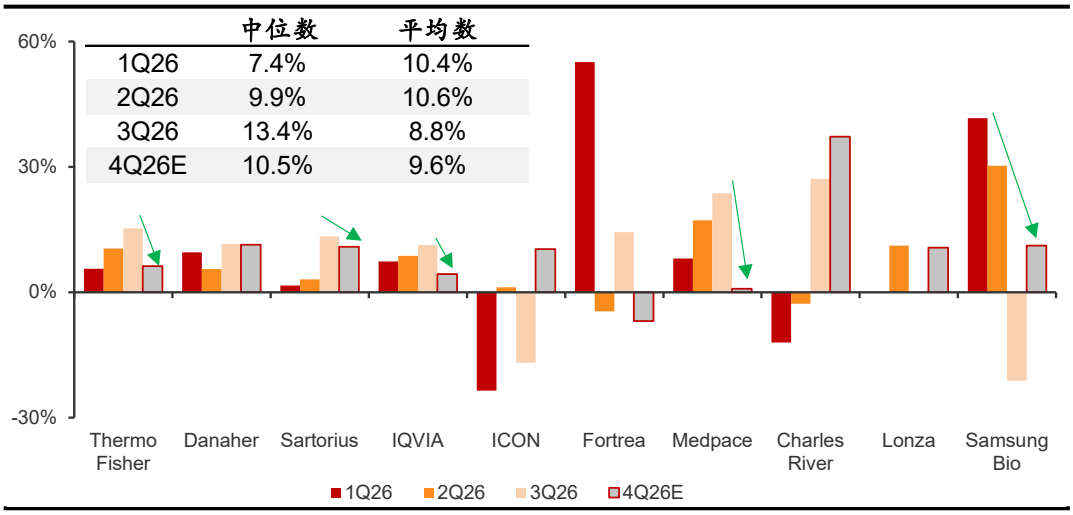
图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速（年度）



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注: 2026 增速为公司指引。所有公司的收入增速均基于表观收入。图中箭头表示 2025-26 年收入增速相比 2023-24 年出现改善。

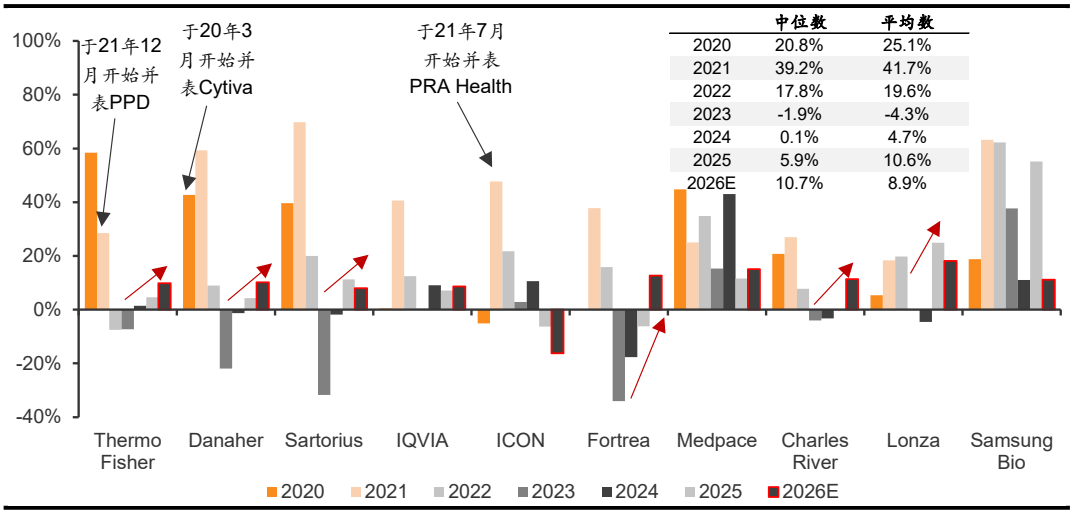
图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司 2026 年净利润增速（季度）



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：4Q26 增速基于公司全年指引。对于 Medpace 和 Samsung Bio，利润增速基于表观净利润；对于 Lonza、Sartorius 和 Fortrea，利润增速基于 non-GAAP EBITDA；其余公司利润增速基于 non-GAAP EPS。图中箭头表示 2025 年净利润增速相比 2023-24 年出现改善。由于 Samsung Bio 不给全年利润指引，假设 4Q26E 利润增速与 9M26 一致。图中箭头表示 2026 年净利润增速逐季度变化的趋势。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速（年度）



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2026 增速为公司指引。对于 Medpace 和 Samsung Bio，利润增速基于表观净利润；对于 Lonza、Sartorius 和 Fortrea，利润增速基于 non-GAAP/core EBITDA；对于 Fortrea，利润增速基于 non-GAAP EBITDA；其余公司利润增速基于 non-GAAP EPS。由于 Samsung Bio 不给全年利润指引，假设 2026E 利润增速与 9M26 一致。图中箭头表示 2025 年净利润增速相比 2023-24 年出现改善。

图 5: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 3Q26 业绩后股价表现

公司	核心业务	3Q26 业绩发布后股价变化			季度收入 vs 一致预期			季度利润/EPS vs 一致预期		
		1 天	1 周	2 周	1Q26	2Q26	3Q26	1Q26	2Q26	3Q26
Thermo Fisher	生命科学上游、CXO	+1.0%	+0.8%	+1.6%	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat
Danaher	生命科学上游	+4.3%	+3.5%	+2.6%	In-line	Beat	In-line	Beat	In-line	Beat
Sartorius	生命科学上游	+4.7%	+12.0%	+10.5%	In-line	Miss	Miss	Miss	In-line	Miss
IQVIA	临床 CRO	-0.8%	-5.5%		Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat
ICON	临床 CRO	+17.0%	+11.4%		Beat	Beat	In-line	Beat	Beat	Beat
Medpace	临床 CRO	-1.3%	+4.6%	-0.9%	Beat	Beat	In-line	Beat	Beat	Beat
Charles River	药物发现和安评、动物模型	-7.3%			Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat
Lonza	C(D)MO	+3.4%	+10.3%	+12.3%		In-line			Beat	
Samsung Bio	CMO	-4.0%	-3.2%	+5.5%	In-line	In-line	Beat	Beat	Miss	Miss

资料来源: 彭博，招银国际环球市场

注：实际增速相比一致预期的差异在-1%至 1%内的季度业绩为符合预期（inline）。

图 6: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司 2026 年业绩指引的变化趋势

公司	核心业务	2026 收入指引变化			2026 利润指引变化		
		1Q26	2Q26	3Q26	1Q26	2Q26	3Q26
Thermo Fisher	生命科学，临床 CRO，C(D)MO	表观 ↑ 内生 —	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ↑ 内生 ↑	↑	↑	↑
Danaher	生命科学上游	—	↓	↓	↑	↑	↑
-生物科技板块	生命科学上游	—	↓	—			
-生命科学板块	生命科学上游	↑	↑	—			
Sartorius	生命科学上游	—	—	—	—	—	—
-生物工艺板块	生命科学上游	—	—	—	—	—	—
-实验室板块	生命科学上游	—	—	↑	—	—	↑
IQVIA	临床 CRO	—	↑	↑	↑	↑	↑
ICON	临床 CRO	—	—	↑	—	—	—
Fortrea	临床 CRO	—	↑	↑	—	↑	↑
Medpace	临床 CRO	—	↑	—	—	↑	↑
Labcorp (实验室业务)	实验室业务	↑	↑	↑			
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)，动物	表观 ↓ 内生 —	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ↑ 内生 ↑	—	↑	↑
-RMS 板块	RMS	表观 ↓ 内生 —	表观 — 内生 —	表观 ↑ 内生 ↑			
-DSA 板块	DSA	表观 ↓ 内生 —	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ↑ 内生 —			
-生产板块	C(D)MO	表观 ↓ 内生 —	表观 ↑ 内生 ↑	表观 — 内生 ↑			
Samsung Bio	C(D)MO	—	—	↑			
Lonza	C(D)MO	—	—	—	—	↑	—

资料来源：公司资料，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，向上箭头表示上调，向下箭头表示下调，横线表示持平。对于 Danaher，收入指引变化基于核心收入增速；对于 Sartorius 和 Lonza，收入指引变化基于固定汇率下增速；对于 IQVIA、ICON、Fortrea、Medpace、Labcorp（实验室业务）和 Samsung Bio，收入指引变化基于表观增速。对于 Medpace，利润指引变化基于 GAAP 净利润；对于 Fortrea、Sartorius 和 Lonza，利润指引变化基于 non-GAAP/core EBITDA；其余公司利润指引变化基于 non-GAAP/adjusted EPS。

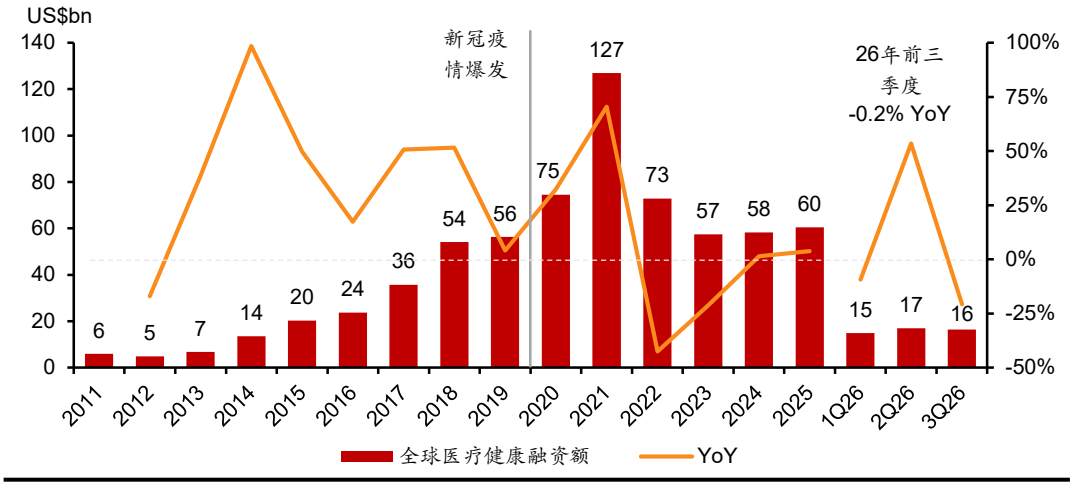
图 7：新签订单变化趋势

新签订单YoY	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
Thermo Fisher			32.0%	46.8%	-20.3%	-1.8%	-5.2%	18.0%	2.6%	-1.6%	-16.9%	-2.6%	5.1%	7.5%	30.8%	27.7%	21.4%	13.2%	-5.6%
Danaher			29.3%	32.9%	3.3%	-26.2%	-0.5%	8.5%	-2.6%	-2.9%	-0.5%	3.8%	4.3%	12.3%	6.2%	10.9%	1.9%	33.6%	6.6%
IQVIA			13.6%	15.7%	5.6%	-0.3%	-5.6%	-1.8%	-0.6%	1.6%	0.2%	-9.6%	-16.8%	-9.6%	-1.5%	8.1%	13.3%	19.4%	15.0%
ICON	4.4%	54.0%	4.8%	79.6%	35.8%	5.3%	0.3%	-9.4%	9.9%	6.6%	-9.8%	-4.7%	-23.8%	-20.2%	-10.4%	18.9%	42.4%	51.6%	51.1%
Fortrea					10.1%	8.9%	-20.8%	-11.2%			-6.0%	2.0%	-9.6%	-11.8%	-4.5%	-20.0%	10.2%	28.1%	-2.3%
Medpace	111.1%	21.7%	7.4%	37.1%	13.6%	28.8%	-5.4%	18.7%	10.8%	-4.1%	-12.7%	-13.8%	-18.8%	12.6%	47.9%	39.1%	23.7%	28.2%	10.6%
Charles River	59.9%	5.6%	30.2%	38.9%	2.9%	-40.1%	5.6%	12.8%	-0.8%	4.0%	12.5%	7.2%	21.3%	5.0%	-5.4%	30.4%	1.0%	38.5%	32.0%
Labcorp (实验室板块)							0.7%	15.8%	-47.0%	-6.2%	74.4%	-46.6%	152.5%	80.9%	-30.1%	51.2%	-23.1%	-29.6%	57.9%
Samsung Bio	62.3%	-14.5%	621.8%	-34.1%	41.5%	28.0%	69.7%	14.0%	19.6%	-2.6%	-15.4%	950.0%	200.0%	50.0%	27.3%	-47.6%	-86.7%	222.2%	-85.7%

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

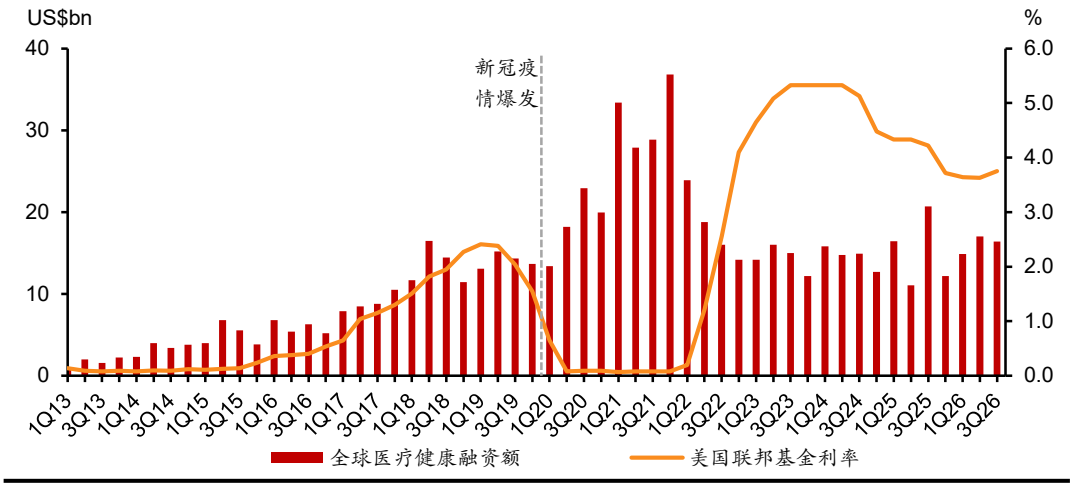
注：对于 Thermo Fisher、Danaher 和 Labcorp（实验室板块），新签订单基于在手订单计算而来；对于其他公司，新签订单基于公司披露数据。

图 8：全球医疗健康融资额



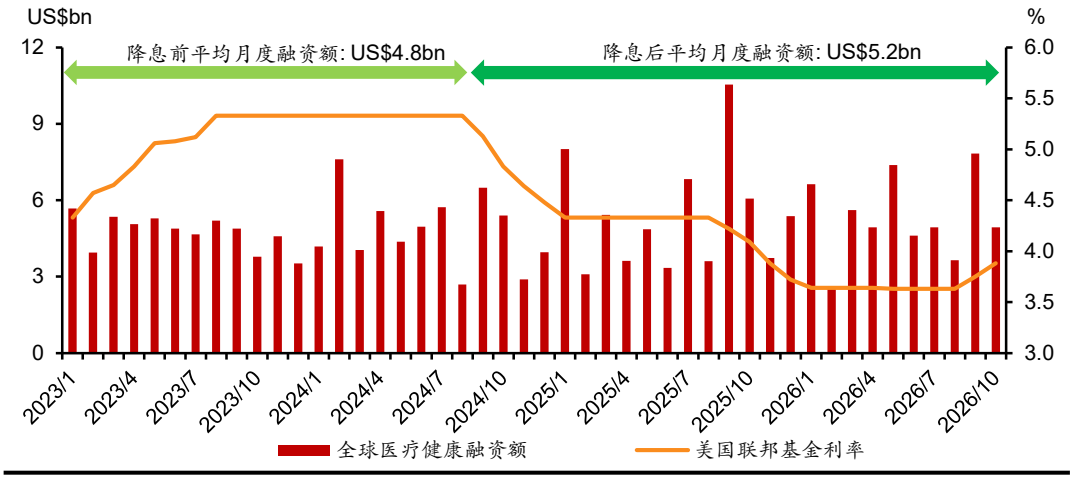
资料来源：动脉橙，招银国际环球市场

图 9: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（季度）



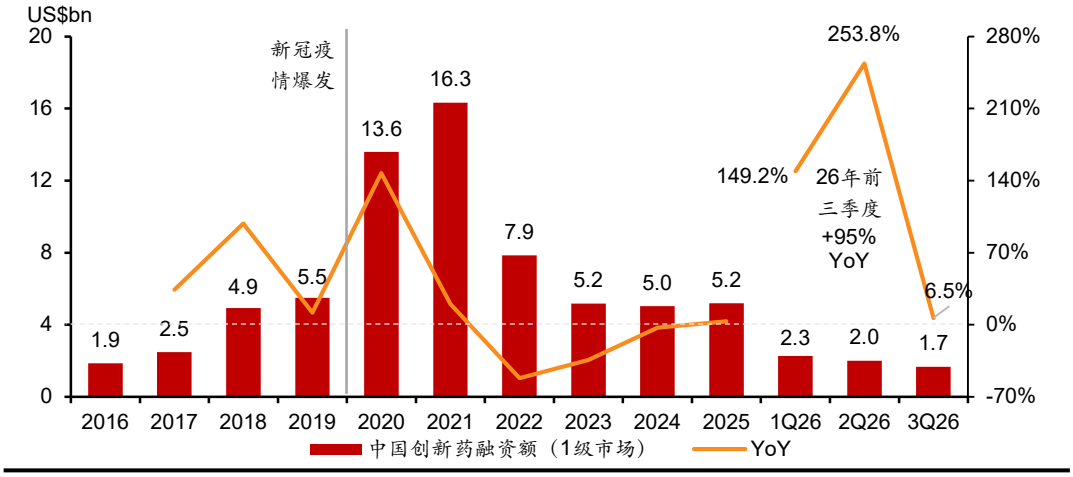
资料来源: 动脉橙，FRED，招银国际环球市场

图 10: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（月度）



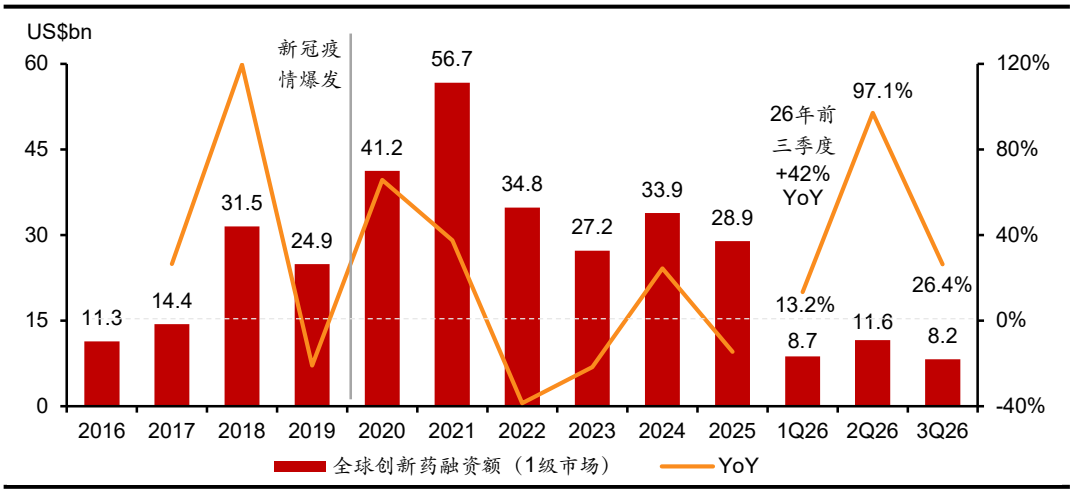
资料来源: 动脉橙，FRED，招银国际环球市场

图 11: 中国创新药融资额



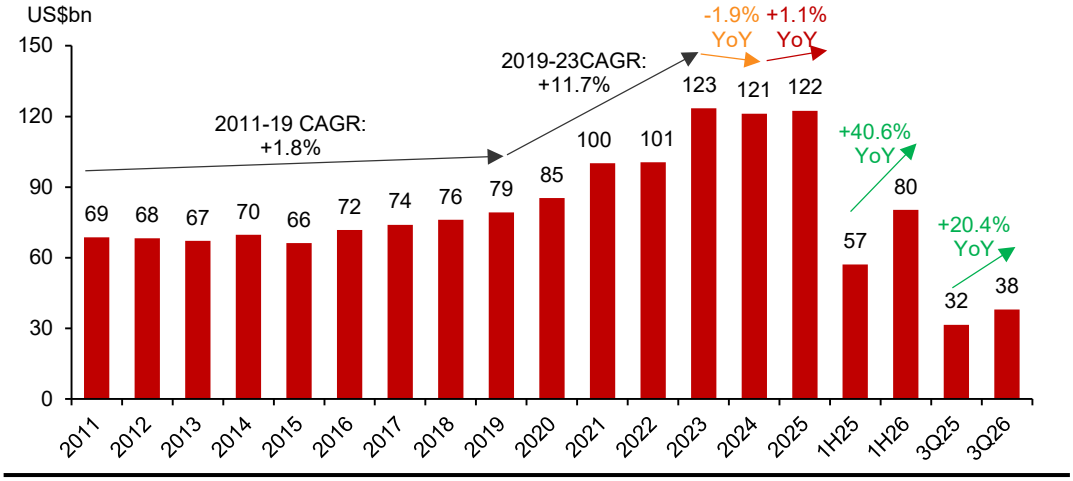
资料来源: 医药魔方，招银国际环球市场

图 12: 全球创新药融资额



资料来源: 医药魔方，招银国际环球市场

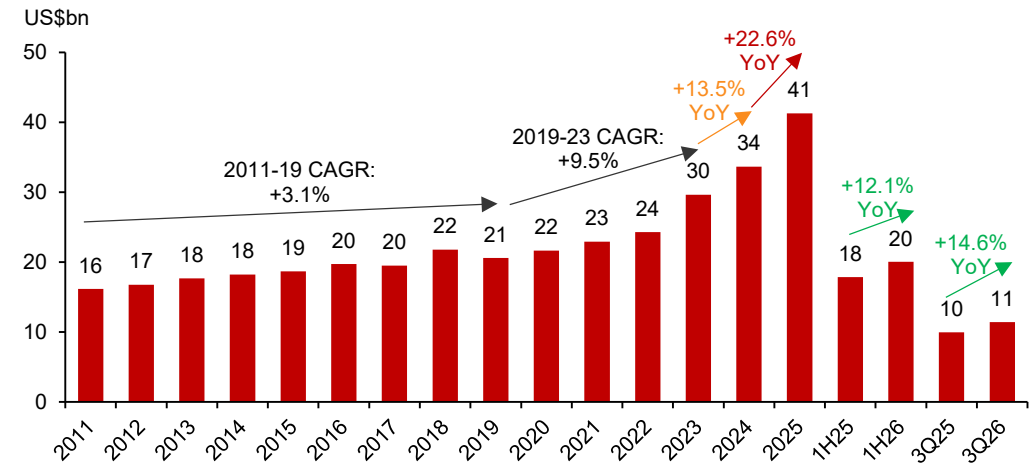
图 13: 全球主要大药企的研发费用



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：选取了收入、市值、研发投入大的 10 家 MNC 药企，分别为：Pfizer (PFE US, 买入)、J&J (JNJ US, 未评级)、Roche (ROG SW, 未评级)、Novartis (NOVN SW, 未评级)、GSK (GSK LN, 未评级)、Sanofi (SAN FP, 未评级)、Astrazeneca (AZN LN, 未评级)、Eli Lilly (LLY US, 未评级)、Novo Nordisk (NVO US, 未评级)、Merck & Co (MRK US, 未评级)，下同。由于 Roche 不披露 3Q 数据，故假设 3Q26&3Q25 研发费用均为上半年两个季度的平均值。全部上述 10 家公司 3Q26 年研发费用同比增长。

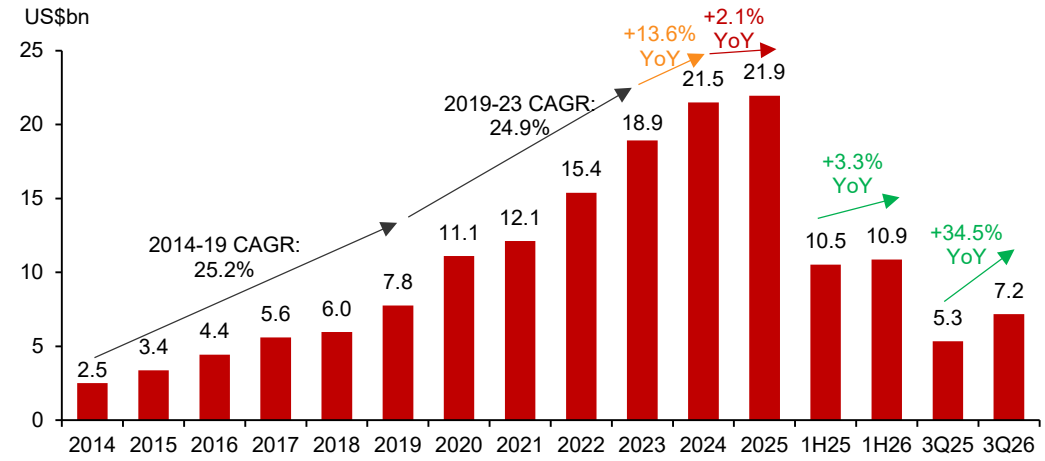
图 14: 全球主要大药企的资本支出



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：由于 Roche 不披露 3Q 数据，故假设 3Q26&3Q25 资本支出均为上半年两个季度的平均值。上述 10 家公司中的 6 家的 3Q26 资本支出同比增长。

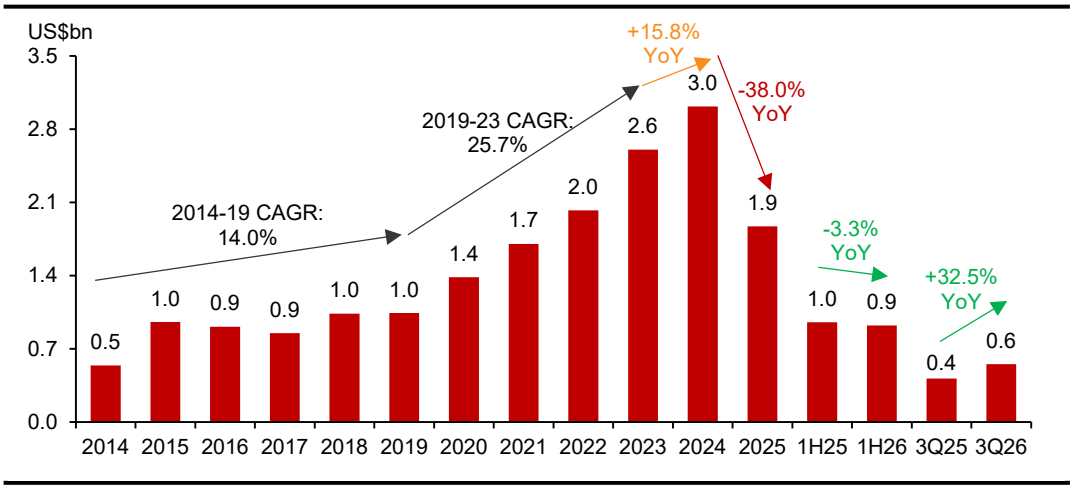
图 15: 全球头部 biotech 公司的研发费用



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：选取了收入、市值、研发投入大的 10 家 biotech 公司，分别为：Regeneron (REGN US, 未评级)、Moderna (MRNA US, 未评级)、BioNtech (BNTX US, 未评级)、Alnylam (ALNY US, 未评级)、Incyte (INCY US, 未评级)、Genmab (GMAB US, 未评级)、Beigene (ONC US, 买入)、Neurocrine (NBIX US, 未评级)、Sarepta (SRPT US, 未评级)、BioMarin (BMRN US, 未评级)，下同。上述 10 家公司中的 7 家的 3Q26 研发费用同比增长。

图 16: 全球头部 biotech 公司的资本支出



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：上述 10 家公司中的 5 家的 3Q26 年资本支出同比增长。

图 17: 全球 CXO/生命科学上游公司估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)		PEG (x)	PB (x)	ROE	股息率
			US$bn	25-28E	25-28E	26E	27E	26E	26E	26E	26E
海外											
Thermo Fisher	TMO US	买入	257.4	4.2%	7.9%	27.4	25.6	3.5	4.5	16.4%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	162.0	7.0%	9.0%	26.8	24.7	3.0	3.0	10.7%	0.6%
Lonza	LONN SW	未评级	56.8	11.0%	19.7%	36.2	30.1	1.8	5.3	15.6%	0.9%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	52.0	16.2%	15.7%	39.7	33.7	2.5	7.2	20.7%	0.0%
IQVIA	IQV US	未评级	44.8	6.7%	8.5%	21.0	19.1	2.5	7.5	26.9%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	29.8	5.6%	7.6%	19.8	18.6	2.6	3.3	15.7%	0.8%
Sartorius	SRT GR	未评级	21.4	8.4%	14.8%	43.0	35.9	2.9	5.2	11.5%	0.4%
Medpace	MEDP US	未评级	18.3	9.1%	10.9%	35.8	33.3	3.3	27.0	85.1%	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	16.2	2.3%	11.0%	29.4	26.0	2.7	4.9	15.7%	0.0%
ICON	ICLR US	未评级	15.3	3.2%	-0.6%	19.3	17.7	nm	1.7	8.1%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	7.3	25.7%	22.1%	32.9	26.5	1.5	3.8	11.9%	1.2%
海外平均				**9.0%**	**11.5%**	**30.1**	**26.5**	**2.6**	**6.7**	**21.7%**	**0.4%**
国内											
药明康德	603259 CH	买入	67.9	22.9%	31.8%	17.7	14.9	0.6	4.7	26.5%	1.8%
药明生物	2269 HK	买入	25.0	18.2%	19.4%	26.1	21.7	1.4	2.9	14.1%	0.0%
康龙化成	300759 CH	买入	11.5	18.6%	22.1%	37.8	30.5	1.7	4.6	12.1%	0.5%
药明合联	2268 HK	买入	11.4	33.7%	33.6%	39.4	30.1	1.2	6.3	18.4%	0.0%
凯莱英	008821 CH	未评级	8.2	21.8%	29.9%	41.3	31.3	1.4	3.0	7.4%	0.9%
泰格医药	300347 CH	买入	6.3	15.6%	21.1%	98.1	38.1	4.7	2.1	1.6%	0.2%
昭衍新药	603127 CH	未评级	4.6	25.9%	44.4%	37.2	49.3	0.8	3.7	9.7%	1.2%
国内平均				**22.4%**	**28.9%**	**42.5**	**30.8**	**1.7**	**3.9**	**12.8%**	**0.6%**

资料来源: 彭博，招银国际环球市场预测

注：Thermo Fisher、药明康德、药明生物、药明合联和康龙化成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（数据截至 2026 年 11 月 6 日）。

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之分析员，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于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按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，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，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

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之分析员，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。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篇制的报告。 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。