

中国医药

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

我们总结了海外主要 CXO 公司的 2Q23 业绩以及管理层对于全球医药行业融资和需求展望，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。我们发现海外 CXO 业绩出现一定程度的分化，按照海外 CXO 公司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 的业绩好于早期阶段 CXO；按照 CXO 公司的服务类型来看，CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。由于中国 CXO 公司已深度融入全球医药研发产业链，我们希望通过分析海外 CXO 行业为理解中国 CXO 行业的发展趋势提供更加全面的视角。

- **海外 CXO 公司 2Q23 业绩出现分化。**我们发现后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段 CXO，同时非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。我们认为有四个原因导致业绩分化：1) 在后疫情时代，前期因新冠而积压的非新冠项目得以重新推进；2) 全球医疗健康融资额明显减少，biotech 公司调整项目管线，将更多资源用于推进少数重点后期项目；3) 新冠治疗药物需求的空前增长造成 22 年业绩的高基数，特别是对于 C(D)MO 公司而言；4) C(D)MO 的成本相对刚性，疫情后非新冠药物暂时难以填补新冠药物留出的产能空白，产能利用率低造成折旧压力大，而非生产类 CRO 可通过人员优化灵活调整成本。
- **海外 CXO 需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳，管理层对 23 年业绩预期偏谨慎。**关于融资，尽管有海外 CXO 管理层表示 biotech 融资出现恢复的迹象，但早期研发仍受到客户资金紧张的影响。关于行业需求，由于客户进行了管线优化，导致对临床 CRO 的需求提高，但临床前、药物发现以及生命科学上游的需求较弱。尽管上调和下调业绩的海外 CXO 公司基本各占一半，但业绩上调幅度有限，而业绩下调幅度较明显。
- **海外 CXO 仍在等待业绩拐点。**海外 CXO 公司的业绩在 3Q21 大范围出现增速下滑，22 年 2 月密集公布的 4Q21 业绩进一步强化了市场对于业绩将要放缓的预期，股价和估值随后进入下降通道。因此我们认为未来业绩向上的拐点可能也需要 2 个季度的业绩连续改善之后确认行业趋势。
- **对中国 CXO 行业的启示。**中国医疗市场的融资目前仍未出现明显的复苏迹象。基于海外 CXO 的整体表现，我们认为中国 CXO 短期可能面对海外需求带来的挑战，而中国本土的需求也同样可能较为疲弱。中国 CXO 公司在这一轮业绩减速时间点相比海外同行滞后约 2 至 4 个季度，主要可能是由于新冠订单节奏的影响。考虑到 23 年业绩增速受到 22 年高基数的影响，我们预计中国主要 CXO 公司最快将在 2024 年重新进入业绩加速通道。自 2022 年底以来，美国实验用猴供应问题一直没有得到解决。考虑到中国一直是全球食蟹猴的重要产地，未来中国同行或可在美国本土实验用猴供应紧缺的情况下获得部分高质量的海外安评订单。我们认为，今年以来海外安评订单有初步流向中国的趋势，但是目前规模有限，海外客户从询单到签单再到转换成收入仍需时间。

优于大市
(维持)

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. [WuXi AppTec: Impressive margin improvement in 1H23 – 2 Aug 2023](#)
2. [WuXi Bio: 2023E growth outlook remains intact – 21 Jun 2023](#)
3. [Revenue growth accelerated in 1Q22 and valuation at historical-low – 15 Mar 2022](#)
4. [China CDMO players to play a vital role in global market – 16 Feb 2022](#)
5. [Deep dive into valuation of China CXO sector – 26 Nov 2021](#)

目录

海外 CXO 2Q23 业绩出现分化：后期>早期；CRO>C(D)MO	3
海外 CXO 全年业绩指引变化：临床 CRO 一枝独秀	5
海外需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳	7
海外 CXO 管理层对融资和需求的趋势判断偏谨慎	7
对中国 CXO 行业的启示：等待曙光	9
海外 CXO 仍在等待业绩拐点	11
海外 CXO 业绩拐点仍需时间	11
对中国 CXO 行业的启示：业绩节奏滞后于海外同行，估值处于历史底部	12
美国实验用猴供应限制问题	16
实验用猴价格近年来价格快速上涨	16
柬埔寨出口美国实验用猴由于动物走私原因被叫停	17
美国 NHP 供应问题对海外 CXO 公司的影响目前可控	17
对中国 CXO 行业的启示：海外安评订单转移至中国落地仍需时间	19
海外 CXO 公司 2Q23 业绩概况与电话会要点	20
Thermo Fisher	20
IQVIA	23
ICON	26
Fortrea	28
Medpace	30
Charles River	32
Inotiv	36
Lonza	38
Samsung Bio	41

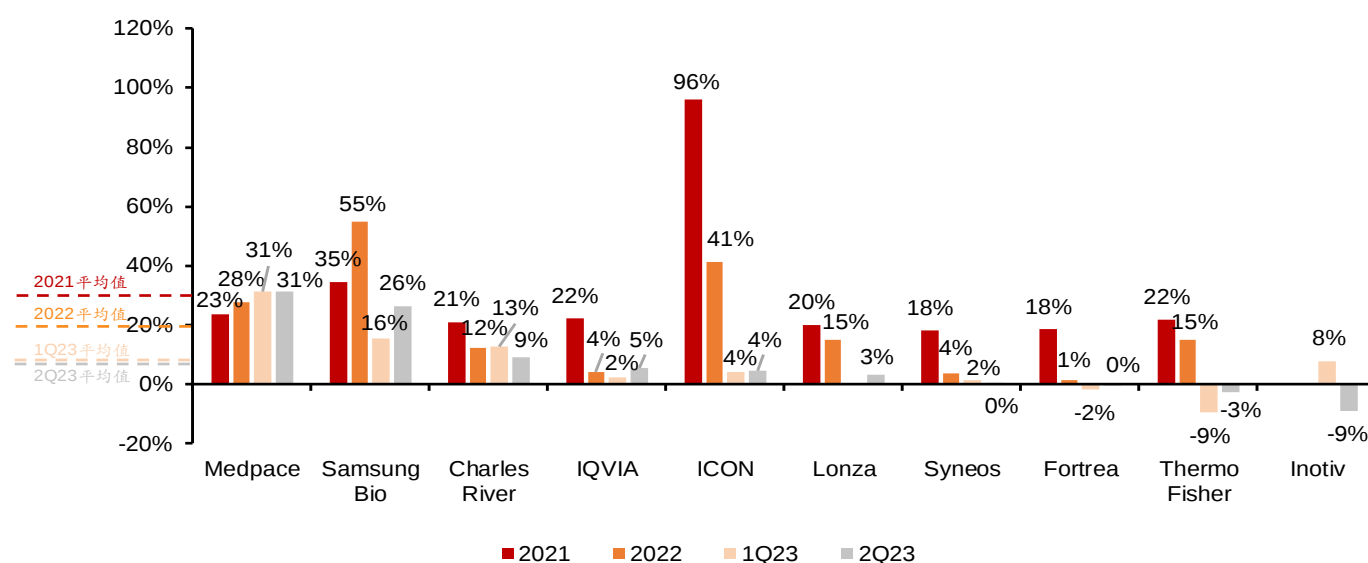
海外 CXO 2Q23 业绩出现分化：后期>早期；CRO>C(D)MO

受新冠需求显著下降、biotech 融资处在低谷的影响，海外主要 CXO 的 2Q23 收入和利润增速相比 2022 年明显减速。具体来看，对于收入端，大部分公司的收入增速继续维持在个位数，少部分公司出现收入负增长；如果剔除新冠收入、收并购以及汇率的影响，部分公司的核心业务增速仍维持在健康水平，但是低于新冠疫情期间的增速。对于利润端，由于固定支出的存在（比如人工和设备折旧等），大部分公司的利润在 2Q23 出现负增长，部分公司连续两个季度出现负增长。

通过比较海外 CXO 公司过去一段时间的增速变化以及不同海外 CXO 的同期业绩增速，我们发现海外 CXO 公司的 2Q23 业绩出现一定程度的分化，可分为两种情况：1) 按照海外 CXO 公司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 CXO 公司的服务类型来看，CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 业绩好于生产类 CXO。

我们认为有以下 4 个原因导致上述细分领域的业绩分化：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项目的延期。在后疫情时代，前期积压的非新冠项目的推进得以恢复；2) 由于全球医疗健康领域融资明显下滑，biotech 公司面临资金挑战，为了提高研发资金的使用效率，biotech 公司调整项目管线，包括优化早期研发项目以及预计未来价值不高的后期项目，将更多资源用于推进少数重点后期项目；3) 新冠疫情期间全球对新冠治疗药物的需求空前增长，特别是在 2022 年，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；4) C(D)MO 成本相对刚性，为了应对快速增加的新冠药物需求，C(D)MO 在疫情期间新增大量产能，然而疫情过后，非新冠药物暂时难以填补产能空白，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。

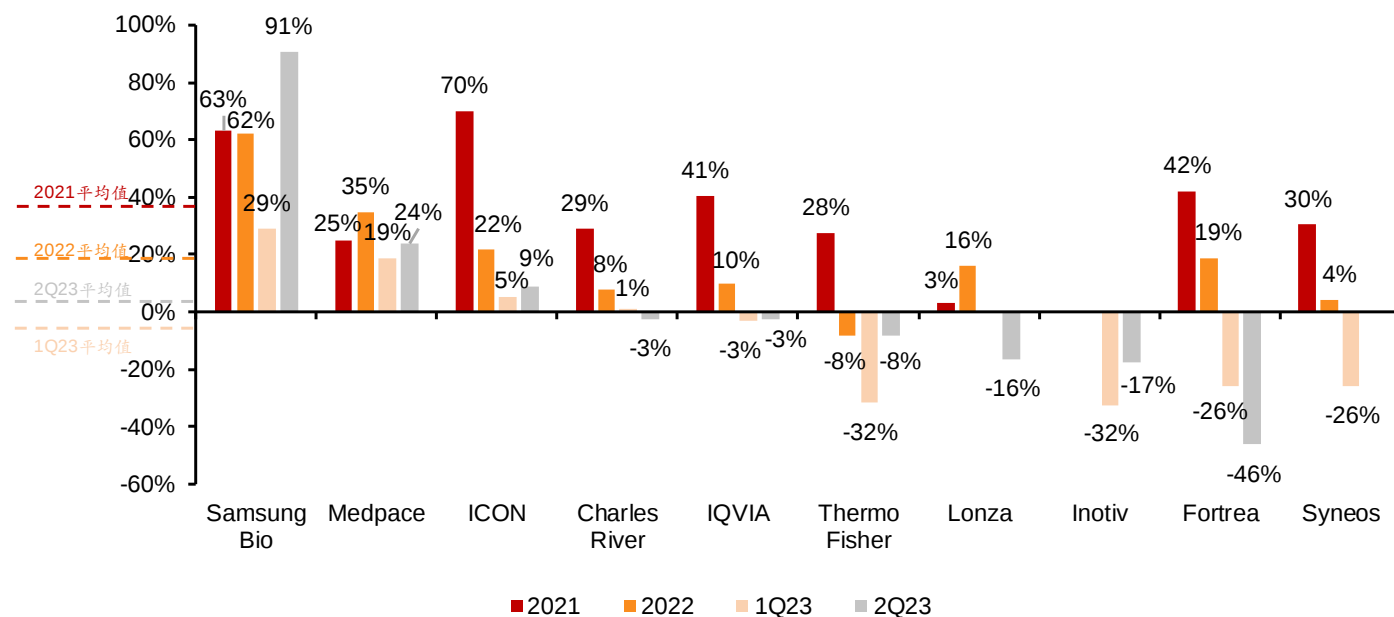
图 1: 海外 CXO 收入增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：Lonza 2Q23 收入增速实际指 1H23 收入增速。Inotiv 财年结束于每年的 9 月 30 日，其 2Q23 收入增速实际指 FY3Q23 增速。Inotiv 在 FY22 完成一系列收并购，当年收入增速为 511%，没有放入图中。

图 2: 海外 CXO 净利润增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: Lonza 2Q23 利润增速实际指 1H23 利润增速。Inotiv 财年结束于每年的 9 月 30 日, 其 2Q23 利润增速实际指 FY3Q23 增速。Inotiv 在 FY22 完成一系列收购, 当年 Non-GAAP EBITDA 增速为 871%, 没有放入图中。Syneos 股东于 2023 年 8 月批准其私有化计划, 暂停公布 Non-GAAP 净利润。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 Inotiv, 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 CXO 全年业绩指引变化：临床 CRO 一枝独秀

海外 CXO 管理层对 2023 年全年业绩的指引变化情况，与按照主要业务所专注的药物研发阶段以及服务类型的各家公司的 2Q23 业绩情况是基本一致的，即临床>临床前>生命科学上游，以及 CRO>C(D)MO。我们发现，尽管上调和下调业绩的海外 CXO 公司基本各占一半，但业绩上调幅度有限，而业绩下调幅度较明显。

临床 CRO 是 2Q23 业绩表现较好的 CXO 细分板块。主要服务中小 biotech 的临床 CRO Medpace 是海外 CXO 中业绩表现最亮眼的，上半年收入增速超过 30%，管理层基于询单和签单的改善也大幅度上调了业绩指引。Medpace 的业绩表现说明对资金敏感的 biotech 客户正在重新启动临床研发项目，然而由于 Medpace 整体收入体量不大，对行业的代表性有限。全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的临床业务是其三个业务板块中增速最快的，剔除新冠和汇率影响的核心内生增速达到 12%。公司维持全年临床 CRO 业务的收入预期，但是下调公司整体的收入预期，以反映非临床 CRO 板块收入的减慢。

全球安评龙头 Charles River 的 2Q23 收入增速超过预期，主要得益于公司通过其全球安评网络有效对冲了美国实验用猴供应限制的负面影响，公司也因此上调了全年收入指引的下限。然而其核心业务增速相比于 1Q23 仍有大幅度的减慢（1Q23 的+23.6% YoY vs 2Q23 的+11.7% YoY，参考图 47）。另一家较小规模的美国安评和实验动物公司 Inotiv 则由于实验用猴销售量的减少以及早期业务需求下滑下调全年业绩预期。

作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 的收入受到客户持续去库存的影响，2Q23 的核心内生收入仅增长 2.0%，不仅低于 2021/2022 年的+14%，也低于疫情前的高单位数增速（参考图 24）。Thermo Fisher 的管理层下调全年收入和利润预期，反映了管理层对于行业需求的谨慎和担忧。

全球 CDMO 龙头 Lonza 也同样下调了全年业绩预期，以反映新冠收入的下滑、CGT 业务不及预期以及早期业务需求不足造成的产能利用率低的问题。然而，剔除新冠收入、客户项目取消补偿收入以及其他一次性项目影响后的基础业务收入在 2Q23 仍增长了 10%，反映常规业务需求非常稳健。

图 3: 海外 CXO 业绩指引总结

公司	核心业务	2Q23 收入	2023 收入指引 (YoY)		指引变化	2Q23 利润	2023 利润指引 (YoY)		指引变化
		(YoY)	更新后	更新前		(YoY)	更新后	更新前	
Thermo Fisher	生命科学, 临床 CRO, CDMO	• -2.6% (表现) • +2% (核心内生)	• (-3.4%) ~ (-2.0%) (表现) • (+2%) ~ (+4%) (核心内生)	• +1% (表现) • +7% (核心内生)	下调 ↓	-8.1%	(-4.1%) ~ (-2.2%)	+2%	下调 ↓
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	• +5.3% (表现) • +5.5% (CC) • +9% (核心内生)	• (+4.4%) ~ (+5.3%) (表现) • (+8%) ~ (+9%) (核心内生)	• (+5.1%) ~ (+6.9%) (表现) • (+9%) ~ (+11%) (核心内生)	下调 ↓	-2.6%	• (+0.4%) ~ (+2.9%) (表现) • (+12%) ~ (+15%) (核心内生)	• (+1.0%) ~ (+3.9%) (表现) • (+11%) ~ (+14%) (核心内生)	下调 ↓
		• +7.5% (表现) • +7.6% (CC) • +12% (核心内生)	(+10%) ~ (+12%) (核心内生)	(+10%) ~ (+12%) (核心内生)	不变				

ICON	临床 CRO	+4.4% (CC: +4.3%)	(+4.3%) ~ (+6.1%)	(+2.6%) ~ (+7.7%)	不变 (中值)	+8.9%	(+7.5%) ~ (+9.9%)	(+5.5%) ~ (+11.1%)	上调 (中值) ↑
Syneos	临床 CRO	+0.4%	未提供	(-7.8%) ~ (-4.0%)	NA	-99.0%	未提供	(-30.1%) ~ (-24.1%)	NA
Fortrea	临床 CRO	+0.0%	(-2.0%) ~ (+0.0%)	未提供	NA	-37.1%	(-37.0%) ~ (-29.6%)	未提供	NA
Medpace	临床 CRO	+31.2% (CC: +31.0%)	(+26.0%) ~ (+28.8%)	(+19.5%) ~ (+23.6%)	上调 ↑	+23.7%	(+4.3%) ~ (+10.4%)	(+0.0%) ~ (+7.6%)	上调 ↑
Labcorp (实验室 业务)	实验室业 务	• +3.1% (核心内生: +2.1%)	(+3.0%) ~ (+4.5%)	未提供					
Charles River	药物发现 和安全性 评价 (DSA), 动 物模型	+8.9% (核心内生: +11.2%)	• (+2.5%) ~ (+4.5%) • (+5.5%) ~ (+7.5%) (核心内生)	• (+2.0%) ~ (+4.5%) • (+5.0%) ~ (+7.5%) (核心内生)	上调 (下限) ↑	-2.5%	(-8.3%) ~ (-2.9%)	(-11.8%) ~ (-2.9%)	上调 ↑
Charles River (DSA 业 务)	DSA	+12.1% (核心内生: +11.7%)	中单位数增长 (核心内生)	低到中单位数 增长 (核心内生)	上调 ↑				
Inotiv	DSA, 动 物模型	-8.8%	> +4.1%	> +5.9%	下调 ↓	-17.5%	< -34.0%	< -23.0%	下调 ↓
Lonza	CDMO	• -3.2% (表观) • +5.6% (CC) • +10% (基础业务)	中至高单位数 (CC)	高单位数 (CC)	下调 ↓	30.0% (核心 EBITDA 利润率)	28-29% (核心 EBITDA 利润率区间)	30-31% (核心 EBITDA 利润率区间)	下调 ↓

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 核心内生增速: 剔除收并购、资产剥离、汇率转换以及新冠收入的影响。CC: constant currency 固定汇率。基础业务: 剔除新冠收入、客户项目取消补偿收入以及其他一次性项目影响后的收入。对于 Inotiv, 收入指引针对截止 2023 年 9 月的 2023 财年。对于 Medpace 和 Syneos, 2Q23 利润增速基于 GAAP 净利润, 利润指引基于 GAAP EPS; 对于 Lonza, 2Q23 收入、利润增速指 2023 年上半年, 利润增速基于 Non-IFRS 净利润; 对于 Fortrea 和 Inotiv, 2Q23 利润增速及全年利润指引基于 Non-GAAP EBITDA; 其余公司 2Q23 利润增速基于 Non-GAAP 净利润, 利润指引基于 Non-GAAP EPS。

海外需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳

海外 CXO 管理层对融资和需求的趋势判断偏谨慎

海外 CXO 管理层对现阶段融资情况、客户需求以及未来趋势的看法同样遵循我们在前面提到的顺序，即临床>临床前>生命科学上游，以及 CRO>C(D)MO。综合来看，关于融资，尽管有海外 CXO 管理层表示 biotech 融资出现一些恢复的迹象，但整体早期研发仍受到客户资金紧张的影响；关于行业需求，由于客户进行了管线优化，优先推进后期核心项目，导致对临床 CRO 的需求提高（也由于新冠后员工招聘的正常化），但临床前、药物研发以及生命科学上游的需求较弱。

IQVIA 和 ICON 是全球最大的两家临床 CRO 公司。IQVIA 的临床 CRO 业务的 2Q23 核心内生增速为 12%，其管理层表示 2Q23 新签订单为公司历史第二高（仅次于 1Q23），2Q23 询单（RFP）同环比继续增长，询单量为公司历史最高。ICON 管理层表示 2Q23 询单继续环比改善，特别是 2Q 末看到 biotech 客户询单的显著提升，7 月询单量继续维持增长势头，对下半年订单持续改善持谨慎乐观态度。然而两家公司的管理层均表示客户的需求一定程度上受到融资的负面影响，但已看到融资恢复的趋势。主要服务中小 biotech 的临床 CRO Medpace 管理层表示新签订单、询单和整体商业环境均有较大程度的恢复，显示出行业内对资金较为敏感的 biotech 客户群体正在恢复的研发趋势。

临床前巨头 Charles River 虽然预计受到的实验用猴供应限制的影响将小于之前的预期，然而在全球临床前和药物发现阶段需求减少的背景下，公司的业绩持续受到负面影响。专注于生命科学上游业务的 Thermo Fisher 的管理层对于行业需求持悲观态度，且认为客户面临的融资问题较之前更为严重，公司下调全年业绩指引反映了客户对于 R&D 上游需求的疲弱，客户仍处在去库存过程中。

CDMO 公司由于 2022 年庞大的新冠需求，2023 年上半年的业绩在高基数下增速明显放缓（增速低于不涉及生产业务的 CRO），然而剔除新冠的常规业务仍维持健康增速。Lonza 管理层表示其生物药 CDMO 板块取得稳健的基本业务增长（双位数）且仍看好 CGT 业务的长期发展前景，但早期业务受到融资影响导致产能利用率低于预期。

图 4: 海外 CXO 管理层如何看融资与客户需求

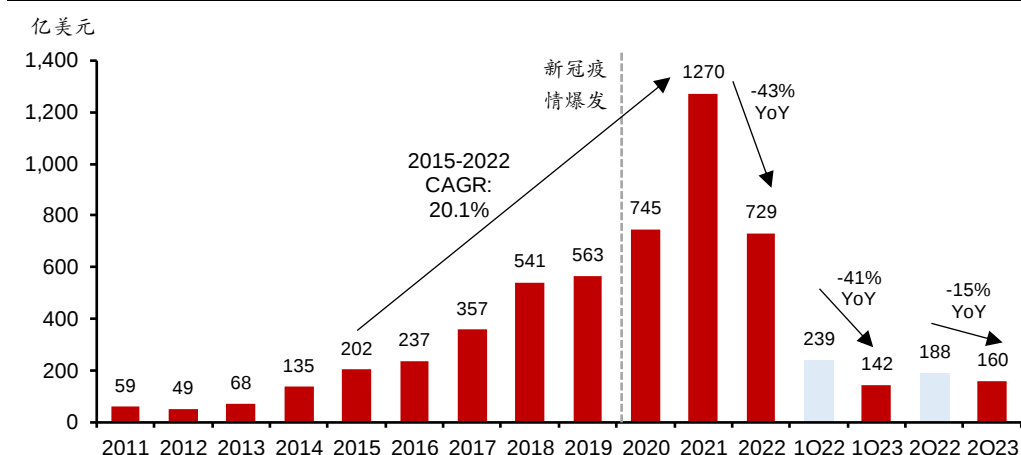
公司	核心业务	管理层观点	
		融资	客户需求
Thermo Fisher	生命科学，临床 CRO，CDMO	- Biotech 融资相比之前更艰难，对于投入更加谨慎 - 看到一些融资好转的迹象，比如新公司的成立和额外融资	- 药企和 biotech 终端市场收入持平（1Q23 为中单位数增长） - 全球范围内的商业投入更谨慎，下调行业整体增速预期至 0-2%（1Q23 时为 4-6%） - 中国市场收入双位数下降（1Q 为小幅下降），中国经济活动减弱，管理层改变 1Q 时认为的中国市场全年可维持恢复的预期
IQVIA	临床 CRO，数据服务	- 根据 BioWorld 数据，2Q23 Biotech 融资同比增长 33%（1Q 同比双位数增长），环比增长 10% - 预计 23 年将是过去十年 M&A 投入最多的年份之一，上半年 M&A 投入约 900 亿美元	- 行业总体需求继续维持在健康水平，公司业务需求维持健康增速。2Q 研发解决方案（临床 CRO 业务）核心内生增速为 12%。 2Q 新签订单为公司历史第二高（仅次于 1Q23），2Q 询单（RFP）同比增长 8%，环比增长 6%（1Q 环比增长 15%），询单量为公司历史最高。 2Q 关键性临床的启动数量环比增长 10% - 长期基本面是正向的，但短期来看，客户由于宏观环境的不确定性，对投入持续持谨慎态度，影响公司的商业化板块增长
ICON	临床 CRO	- 看到 Biotech 融资恢复的迹象 - 从融资恢复到影响公司业绩仍需	- 得益于所有客户群体显示出的积极趋势，行业需求得以维持稳健 - 询单（RFP）继续环比改善，特别是 2Q 末看到 Biotech 客户询单的显著提升。7 月询单量继续维持增长势头，对下半年订单持续改善持谨慎乐观态度。

		要时间，预计对 2024 年收入产生正面影响，公司对此保持乐观。	- 注意到行业内对于投入的谨慎以及决策的延期 - 看到中国市场不断增多的业务机会
Fortrea	临床 CRO	• 询单 (RFP) 是受分拆影响最大的，也同时叠加较弱的 biotech 融资以及缺少新的大客户的影响	• 3Q 已看到询单和签单的改善，7 月的新签订单是 2021 年以来的最好的季度首月表现之一 • 上半年的项目取消率与历史水平保持一致，其中 2Q 取消率为低单位数，低于 1Q
Medpace	临床 CRO		• 2Q23 询单在 1Q23 强劲增长的基础上继续增长，新签订单、询单和整体商业环境都有较大程度 (quite a bit) 的恢复 • 观察到 2Q23 更活跃的临床研究活动，主要得益于不断改善的临床中心员工招聘以及更趋于正常化的临床运营效率。 • 临床项目正进入快速入组阶段，推进进度在 1Q23 后开始加速
Charles River	药物发现和安全性评价，动物模型	• 2Q 是过去 7 个季度以来第一次看到 biotech 融资同比正增长 (基于 TTM)	• 所有客户群体的收入延续增长，跨国制药公司客户的需求连续两个季度超过中大型 biotech 客户，biotech 客户对项目筛选更严格以降低资金消耗速度 • 药物发现和安全性评价板块在手订单和新签订单持续减少，项目取消率上行并在 2Q 有所加速，主要由于前期客户下单进度过于提前 • 药物发现收入同比减少 • 实验动物持续在北美和欧洲市场看到稳健的需求和定价
Inovative	药物发现和安全性评价，动物模型	• 受整体 biotech 融资下降影响，FY3Q23 (4-6 月) 药物发现服务收入下降 • 药物发现业务是 FY4Q23 (即 6-9 月) 上半季度的几个业务强点之一，意味着 biotech 融资在恢复以及客户在重新启动项目。	• FY3Q23 的新签订单非常强劲，是历史上最好的季度之一。但是项目取消仍维持在高位。管理层认为由于客户对于投入非常谨慎，此项目取消趋势将持续。 • 安评服务没有受到行业 NHP 短缺的影响。 • 行业对 NHP 的需求仍然很高，管理层预计此状况仍会继续。来自柬埔寨和中国之外区域的 NHP 供应量不足以补充柬埔寨 NHP 进口限制带来的供应缺口
Lonza	CDMO		• 得益于偶联、哺乳动物和微生物业务的驱动，生物药 CDMO 板块取得稳健的基本业务增长 (双位数)。 • 上半年生物药 CDMO 板块保持健康的新签订单增长。 • 受 Biotech 融资影响，生物药 CDMO 早期服务增速低于预期，导致相关产能利用率低。 • CGT 板块持续受到 Biotech 融资问题带来的低需求的负面影响，但现在 CGT 市场正明显趋于稳定状态

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

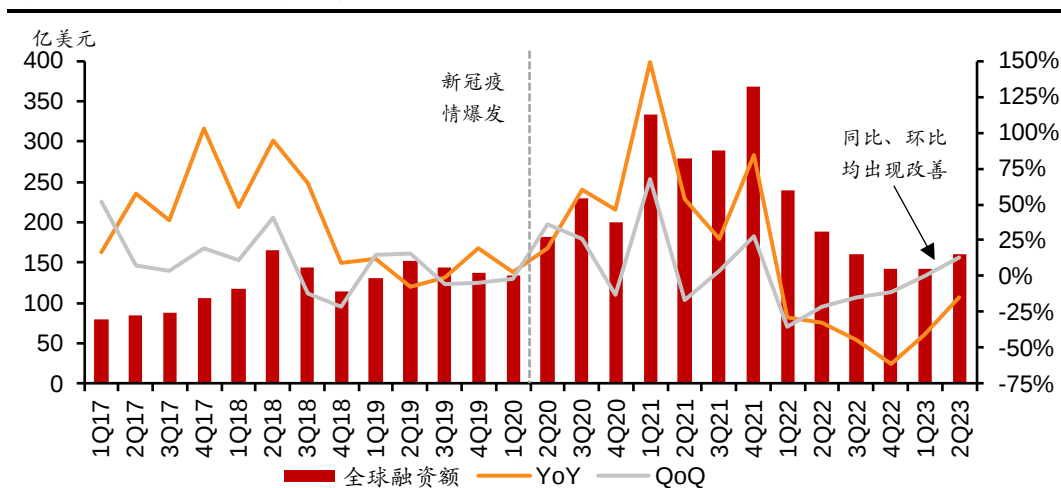
根据动脉橙数据, 全球医疗健康 (包括 biotech) 融资额在 2Q23 同比下降 15%, 相对于 1Q23 的同比下降 41% 以及 2022 年的同比下降 43% 均有明显放缓。值得注意的是, 季度融资额环比增速已转正, 2Q23 出现自 4Q21 以来的首次季度环比正增长 (+13%)。我们认为全球医疗健康融资恢复初现苗头, 但趋势尚未站稳。

图 5: 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 6: 全球医疗健康融资额 (季度)

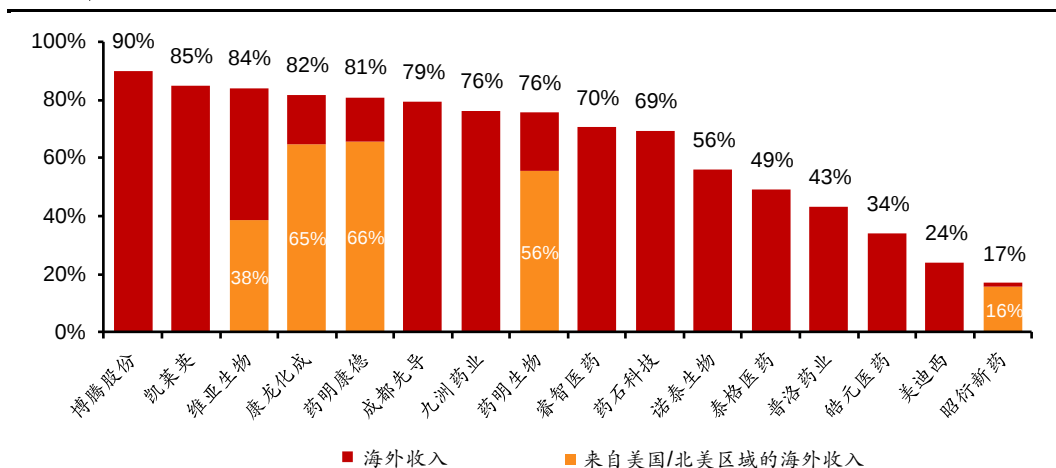


资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

对中国 CXO 行业的启示: 等待曙光

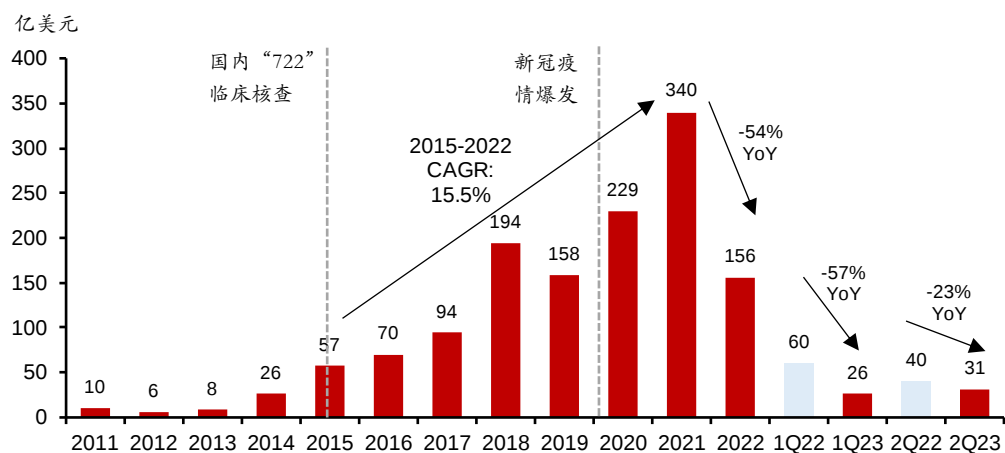
中国 CXO 行业已深度融入全球医药研发产业链, 大部分主要中国 CXO 公司有超过一半的收入来自海外, 因此, 全球医药融资和医药研发需求趋势对中国 CXO 行业有重要影响。根据动脉橙数据, 中国医疗健康融资额在 2Q23 同比下降 23%, 相对于 1Q23 的同比下降 57% 以及 2022 年的同比下降 54%, 融资额降幅明显放缓。同时, 季度融资额在 2Q23 已连续两个季度环比正增长。总体来说, 中国医疗市场的融资仍处在低谷。我们认为中国 CXO 短期将面对海外需求疲弱带来的挑战, 而国内的融资环境也将导致国内的药物研发需求短期难有起色。

图 7: 中国 CXO 公司海外收入占比 (2022)



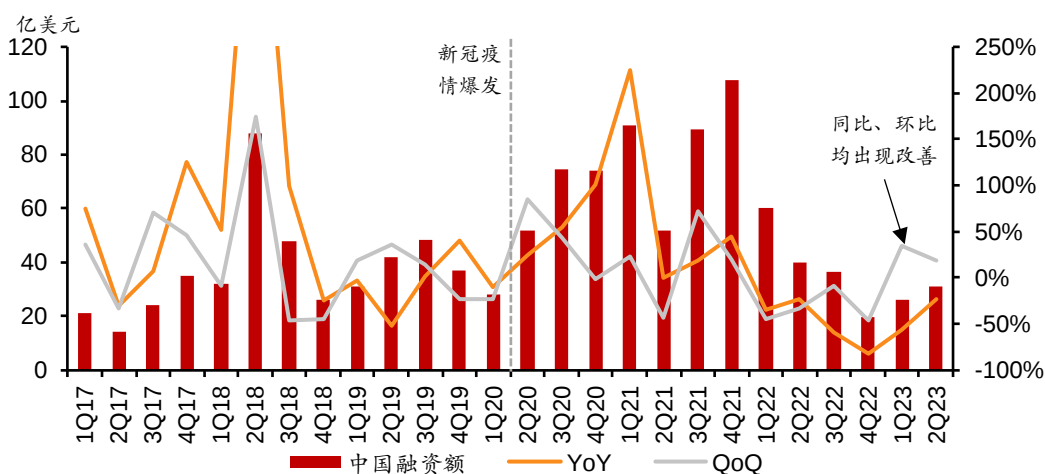
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 8: 中国医疗健康融资额 (年度)



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 9: 中国医疗健康融资额 (季度)



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

海外 CXO 仍在等待业绩拐点

海外 CXO 业绩拐点仍需时间

我们汇总了海外主要 CXO 公司自 1Q20 后的季度收入和利润的变化情况，由于新冠疫情爆发显著催生了医药研发需求，海外主要 CXO 的季度业绩在 2Q20 开始后的 3 至 4 个季度呈现出加速上涨的趋势，这些公司的股价和估值也随之连续上涨。海外 CXO 公司的业绩在 3Q21 大范围出现增速放缓，然而公司股价和估值继续走高。当海外 CXO 公司管理层开始在 21 年底给与市场相对保守的 22 年业绩展望后，海外 CXO 的股价和估值在进入 22 年后开始出现下降，而 22 年 2 月密集公布的 4Q21 业绩继续减速也进一步强化了业绩将放缓的预期，股价和估值进入下降通道。

从海外 CXO 过去 3 年的业绩和股价复盘来看，当连续两个季度业绩出现减速，才会对行业趋势预期，进而对股价和估值产生影响。因此我们认为未来业绩向上的拐点可能也需要 2 个季度的业绩连续改善之后确认行业趋势。从 1Q23 和 2Q23 海外 CXO 业绩来看，改善趋势还未完全形成，个别公司的业绩改善幅度相对较小，但是 P/E 估值已经从底部反弹约 28%。我们预计一旦业绩改善趋势确立，股价和估值仍有显著上涨空间。

图 10: 海外主要 CXO 收入增速变化

收入增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
IQVIA (临床CRO板块)	+	-	-	+	-	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-	-	+
ICON	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	-	+	-	+
Labcorp (药物开发板块)	+	-	+	+	-	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+
Medpace	+	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	+	-	+	-	+	+
Syneos	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-
Charles River	+	-	-	+	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	-	-
Inotiv	-	+	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
Thermo Fisher	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	-	-	+
Lonza	-	-	+	+	-	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-
Samsung Bio	-	+	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+	-	+	-	+	+	-	+
Catalent	+	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	-	-	-	-

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期增速 (YoY) 相比于上期增速 (YoY) 有提速, “-”表示有降速。提速的年度/季度以红色标注, 降速的年度/季度以绿色标注, 没有数据的年度/季度以灰色标注 (下图类似)。例如 Medpace 2022 年度收入增速相比 2021 年度提速, 则用红色标注; Medpace 4Q22 收入增速相比 3Q22 降速, 则用绿色标注。Labcorp 于 7 月 3 日正式完成对其临床 CRO 业务 (命名为 Fortrea) 的分拆, 其 2Q23 药物开发板块 (包含临床 CRO 业务) 收入增速实际为 Fortrea 报告的收入增速。2023E 增速变化情况基于公司管理层给与的业绩指引。收入增速均基于表现收入。数据截止 2023 年 8 月 18 日。

图 11: 海外主要 CXO 利润增速变化

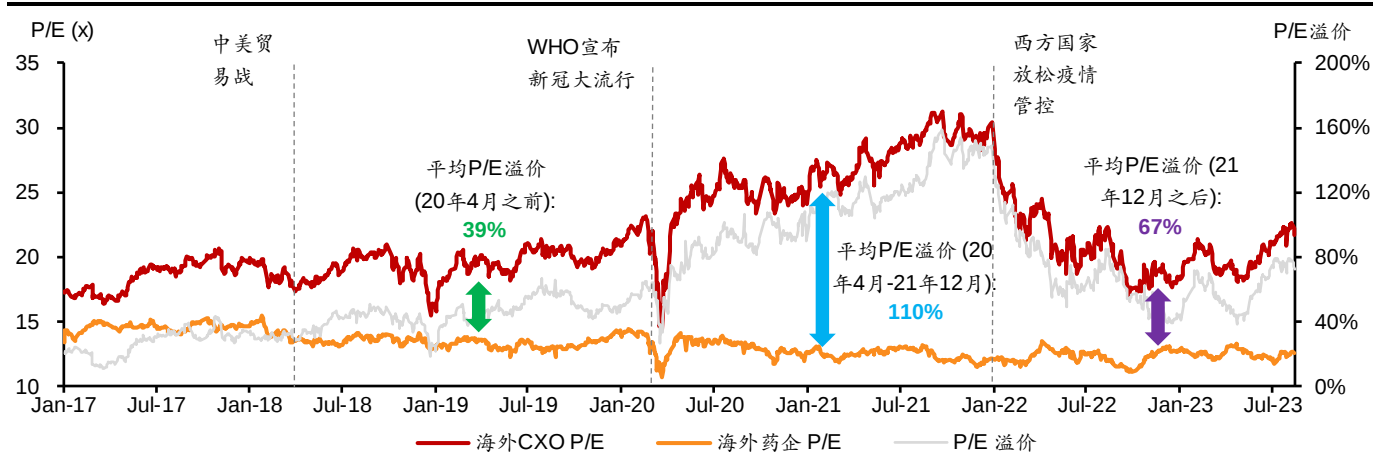
净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
IQVIA	-	-	-	+	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	-	+
ICON	+	-	-	+	-	-	-	+	+	+	+	-	-	+	-	+	+	-	+
Labcorp	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	-
Medpace	-	-	+	-	+	-	-	-	+	+	+	-	-	+	-	+	+	-	+
Syneos	+	-	-	+	-	-	-	-	+	+	+	-	+	-	+	-	-	-	-
Charles River	-	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	-	-	+	-	-	+	-	+
Inotiv	-	+	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+
Thermo Fisher	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	-	-	+
Lonza	-	-	+	-	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	-	+	-	-
Samsung Bio	-	-	+	+	-	-	-	+	-	+	+	+	-	+	-	+	+	-	+
Catalent	+	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: Syneos 股东于 2023 年 8 月批准其私有化计划, 暂停公布 Non-GAAP 净利润。对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表现净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于 Non-IFRS 净利润; 对于 Inotiv, 利润增速基于 Non-GAAP EBITDA; 其余公司利润增速基于 Non-GAAP 净利润。2023E 利润变化情况基于公司管理层给与的业绩指引。数据截止 2023 年 8 月 18 日。

CXO 行业由于平均业绩增速比药企快，所以平均 P/E 估值比药企高。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月，海外主要 CXO 相对海外主要药企的平均 P/E 溢价为 39%；在新冠疫情防控期间（2020 年 4 月至 2021 年 12 月），P/E 溢价大幅度提升到 110%；但随着海外 CXO 业绩见顶，2021 年 12 月之后，P/E 溢价回落至 67%。

图 12: 海外主要 CXO 前瞻（12 个月）市盈率以及相对主要药企的前瞻市盈率溢价



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 例如上图的海外主要 CXO 公司包括: Catalent (CTLT.US), Charles River (CRL.US), ICON (ICLR.US), IQVIA (IQV.US), LabCorp (LH.US), Lonza (LONN.SW), Medpace (MEDP.US), PRA Health (PRAH.US), PPD (PPD.US), Syneos (SYNH.US), 以及 Thermo Fisher (TMO.US)。海外主要药企包括: AbbVie (ABBV.US), Amgen (AMGN.US), AstraZeneca (AZN.LN), Bayer (BAYN.GR), BMS (BMY.US), GSK (GSK.LN), J&J (JNJ.US), Merck (MRK.US), Novartis (NOVN.SW), Pfizer (PFE.US), Roche (ROG.SW), 以及 Sanofi (SAN.FP)。数据截止 2023 年 8 月 18 日。

对中国 CXO 行业的启示: 业绩节奏滞后于海外同行, 估值处于历史底部

中国 CXO 行业同样受益于全球新冠爆发带来的额外研发需求, 主要中国 CXO 的 2021 年业绩增速较 2020 均显著提速。但受到 21 年高基数以及全球 biotech 融资下降和地缘政治因素带来的海外需求下滑的影响, 主要中国 CXO 公司的 2022 年业绩增长出现减速, 特别是在 2Q22 和 4Q22。相比于海外主要 CXO 在 3Q21 开始出现业绩减速, 中国 CXO 公司在这一轮新冠周期内的业绩减速时点相比滞后约 2 至 4 个季度。考虑到 2022 年仍有新冠收入造成的高基数影响, 我们预计中国主要 CXO 公司最快在 2024 年重新进入业绩加速通道。

图 13: 中国主要 CXO 收入增速变化

收入增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
药明康德	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-	-	+	+	-	+	-	-
药明康德 (剔除新冠)	-	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	+	+	-
药明生物	-	+	-	+	-	-	-	-	+	-	+	-	-	-	+	-	-	-
药明生物 (剔除新冠)	-	+	-	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	+	-	-	-
泰格医药	-	+	-	+	-	-	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	+
泰格医药 (剔除新冠)	-	-	-	+	-	-	+	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-
昭衍新药	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	+	+	-	-
康龙化成	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	-	-	-	+	-	-	-	-
凯莱英	-	+	+	+	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-
美迪西	-	+	-	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	+	-	+	-	+
九洲药业	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-
维亚生物	+	-	+	+	-	-	-	-	+	-	+	-	-	-	-	-	+	-

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期增速 (YoY) 相比于上期增速 (YoY) 有提速, “-”表示有降速。提速的年度/季度以红色标注, 降速的年度/季度以绿色标注, 没有数据的年度/季度以灰色标注 (下图类似)。历史收入增速均基于表观收入。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2023E 增速变化情况基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预期 (截止 2023 年 8 月 22 日)。

图 14: 中国主要 CXO 利润增速变化

净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
药明康德		+	+		+		+	+	+	+				+		+	+	
药明生物	-	-		+					+		+				+			
泰格医药	-	+	-	+			+		+	+		+	+	-	-	+	-	+
昭衍新药	-			+	+		+	+		+	-	+	+	-	+	+		+
康龙化成			+				+	+					+	+	+	+		
凯莱英	+	+		+	+		+	+	-	+		+	+	+	+	+	-	-
美迪西	+	-	+	+			+		+	+	-	+				+	-	+
九洲药业	-	-	+	+			+	+	+	+		+	-	+	-			+
维亚生物				+		+					+							

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于药明康德、药明生物和康龙化成, 历史净利润增速均基于 Non-IFRS 净利润; 对于昭衍新药, 历史净利润增速基于归母净利润; 其他公司净利润增速基于扣非归母净利润。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2023E 净利润变化情况基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预期 (截止 2023 年 8 月 22 日)。

类似海外 CXO 和海外药企的情况, 相较于国内药企, 国内 CXO 享受更高的 P/E 估值。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月, 国内主要 CXO 相对国内主要药企的平均 P/E 溢价为 55% (vs 海外的 39%); 在新冠疫情防控期间 (2020 年 4 月至 2022 年 12 月), 此 P/E 溢价大幅度提升到 116% (vs 海外的 110%); 但随着国内 CXO 业绩陆续见顶, 2022 年 12 月之后, P/E 溢价回落至 30% (vs 海外的 67%)。可见, 在 2022 年 12 月之前, 国内 CXO 相对于药企的估值溢价高于海外, 而在 2022 年 12 月之后, 国内 CXO 相对药企的估值溢价显著低于海外, 我们认为这意味着国内 CXO 现阶段估值被相对低估。

图 15: 中国主要 CXO 前瞻 (12 个月) 市盈率以及相对主要药企的前瞻市盈率溢价



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 列入上图的中国主要 CXO 公司包括: 凯莱英 (002821.CH/6821.HK), 睿智化学 (300149.CH), 方达控股 (1521.HK), 成都先导 (688222.CH), 九洲药业 (603456.CH), 昭衍新药 (603127.CH/6127.HK), 美迪西 (688202.CH), 药石科技 (300725.CH), 康龙化成 (300759.CH/3759.HK), 博腾股份 (300363.CH), 泰格医药 (300347.CH/3347.HK), 维亚生物 (1873.HK), 药明康德 (603259.CH/2359.HK), 以及药明生物 (2269.HK)。中国主要药企包括: 贝达药业 (300558.CH), 石药集团 (1093.HK), 复星医药 (600196.CH/2196.HK), 翰森制药 (3692.HK), 恒瑞医药 (600276.CH), 康弘药业 (002773.CH), 科伦药业 (002422.CH), 丽珠集团 (000513.CH/1513.HK), 中国生物制药 (1177.HK), 以及上海医药 (601607.CH/2607.HK)。由于大多数中国上市的 biotech 公司仍未实现连续盈利, 暂未放入统计范围。数据截止 2023 年 8 月 18 日。

中国 CXO 公司估值的相对低估可从三个角度看: 1) 中国 CXO 公司的估值相对自身历史的估值 (参考图 16)。此指标在新冠疫情期间达到历史最高峰, 部分公司的 12 个月前瞻 P/E 超过 100 倍。然而随着海外需求下行、全球医药融资趋紧以及地缘政治因素, 中国 CXO 公司的估值自 21 年中开始下降。目前, 中国 CXO 的 12 个月前瞻 P/E 处在历史最低

值。2) 中国 CXO 的估值相对海外 CXO 的估值 (参考图 17)。得益于中国 CXO 相对海外同行更高的业绩增速, 在 2017-21 年的大部分时间内, 特别是在新冠疫情爆发的前两年, 此指标明显高于过往 5 年的平均值, 然而此指标在 2022 年内徘徊在低于过往 5 年平均值 1 个标准差的水平, 并在 2023 年 4 月后加速下降, 现在已明显低于过往 5 年平均值 1 个标准差; 3) 中国 CXO/药企的估值溢价相对海外 CXO/药企的估值溢价 (参考图 18)。由于 CXO 公司的业绩增速比药企高, CXO 公司往往享受着相对药企的估值溢价。中国 CXO 相对药企的估值溢价在 2017 年后的绝大部分时间内均高于海外, 然而此情况在 2023 年 4 月后出现明显反转。

图 16: 中国头部 CXO 的 12 个月前瞻 P/E



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截止 2023 年 8 月 18 日。

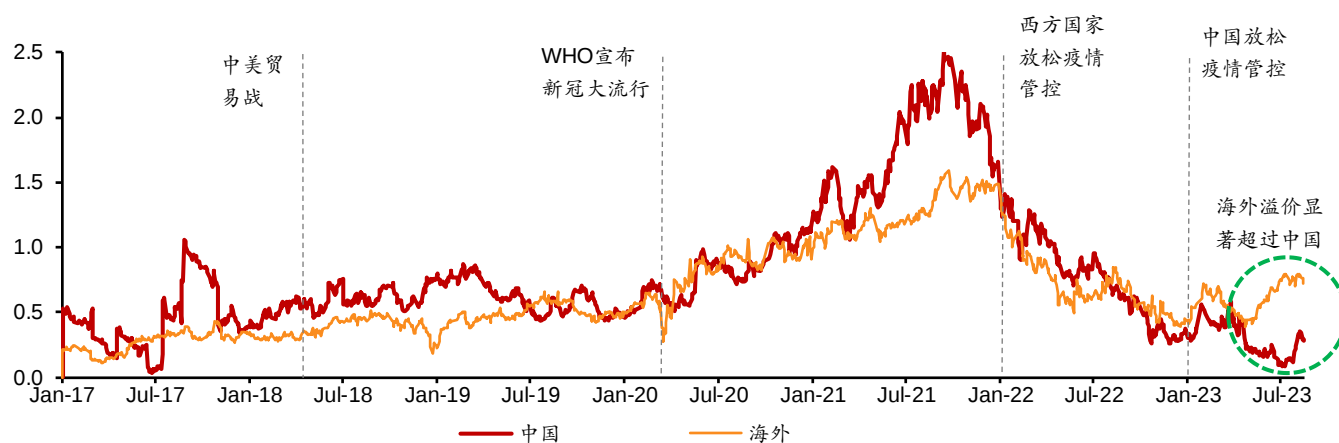
图 17: 相对 P/E 估值: 中国 CXO vs 海外 CXO



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 相对 P/E: 中国 CXO 的 12 个月前瞻 P/E 除以 海外 CXO 的 12 个月前瞻 P/E。数据截止 2023 年 8 月 18 日。

图 18: CXO 相对药企的 P/E 估值溢价：中国 vs 海外



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：CXO 相对药企的 P/E 估值：CXO 的 12 个月前瞻 P/E 除以药企的 12 个月前瞻 P/E。数据截止 2023 年 8 月 18 日。

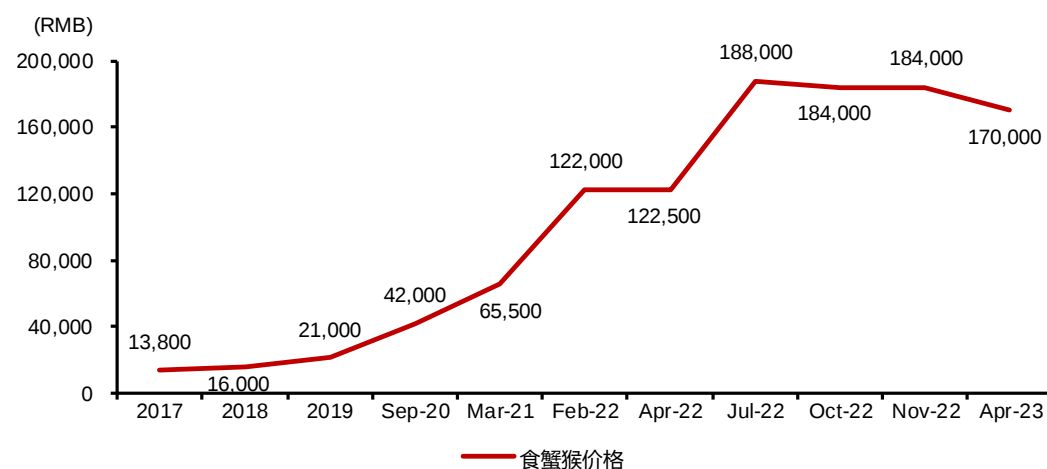
美国实验用猴供应限制问题

实验用猴价格近年来价格快速上涨

实验动物主要包括非人灵长类动物/Non-human primate (NHP，主要为食蟹猴和恒河猴)、猪、犬（比格犬）、鼠等，是药物临床前评价的主要实验对象，可用于评估药物安全性和有效性。由于非人灵长类动物与人类同源性最高（遗传物质有 75%~98.5%的同源性），在亲缘关系上和人类最接近，因此也是临床前实验中最接近人类的理想动物。其中，食蟹猴由于繁殖时间相对较短且体重较轻（意味着用药量小），实验用猴以食蟹猴为主。

2020 年爆发的新冠疫情极大的提高了全球疫苗和治疗药物的研发需求，对实验动物特别是 NHP 的需求量快速提升。但由于 NHP 繁殖周期长（母猴 3-5 年性成熟，怀孕半年），供给量很难在短时间内有大幅度的提升，造成严重的供不应求局面，NHP 价格也快速提高。根据 Frost & Sullivan 以及中国食品药品检定研究院数据，食蟹猴的价格从 2019 年的平均 2.1 万元/只迅速提高至 2022 年底的超过 18 万元/只。同时，自新冠疫情以来，中国暂停了实验用猴的出口，加之全球范围内的药物研发热潮，海外的实验用猴价格也出现大幅度上涨。根据 Inotiv 管理层在其 2023 年 8 月 10 日召开的 FY3Q23 业绩电话会的表述，美国 NHP 的销售价格在 3-4 万美元/只。

图 19: 中国食蟹猴价格走势



资料来源: Frost & Sullivan, 中国食品药品检定研究院, 招银国际环球市场

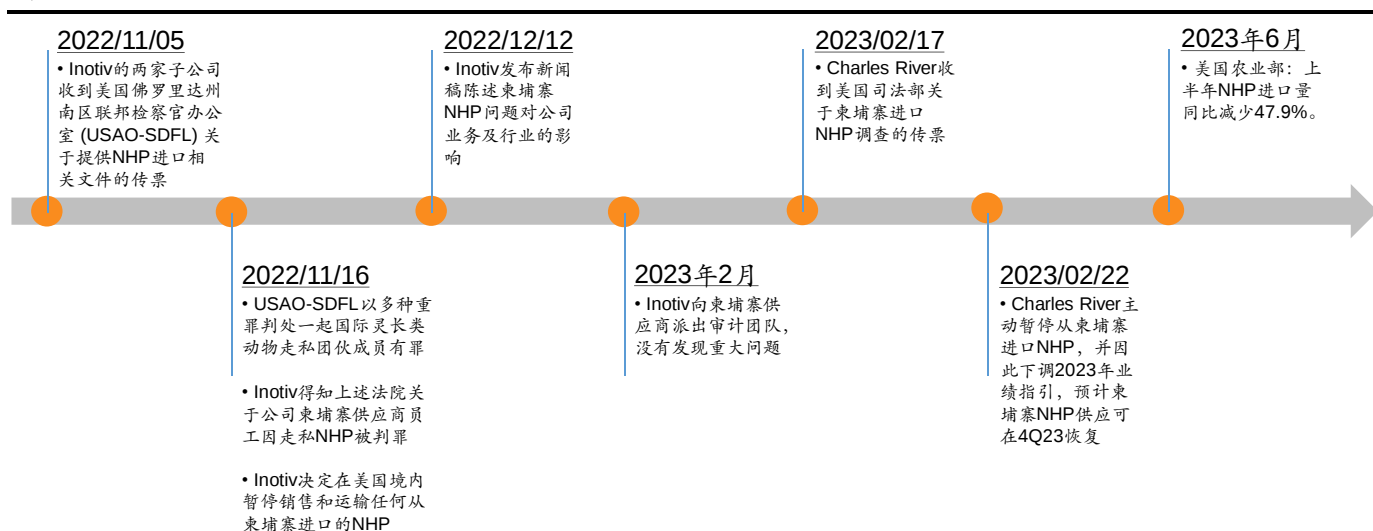
食蟹猴和恒河猴主要生活在中国、印度以及东南亚地区，中国和柬埔寨等东南亚国家是全球实验用猴的主要供应国，而欧美等国为主要需求国。根据公开资料，美国 2019 年进口的实验用猴中有 60%来自中国。中国暂停实验用猴出口后，美国增加了从东南亚地区的采购量，特别是柬埔寨。根据 Science 杂志的数据，在过去三年疫情期间，美国每年消耗了约 7 万只实验用猴。根据美国疾控中心的数据，在截止 2022 年 9 月的过往 12 个月内，美国有约 60%的 NHP 来自柬埔寨。

柬埔寨出口美国实验用猴由于动物走私原因被叫停

2022 年 11 月 16 日，美国佛罗里达州南区联邦检察官办公室以多种重罪判处一起涉及灵长类动物国际走私团伙成员有罪，该团伙利用美国进口 NHP 的审查漏洞，把在柬埔寨捕获的野生食蟹猴通过伪造文件伪装成人工培育食蟹猴，从而将不符合进口要求的食蟹猴销售至美国，在全球实验用猴价格处于高位的时代获取巨大利益。基于美国司法部门的判决，美国两个最大的实验用猴进口方，Inotiv 和 Charles River，分别于 2022 年 11 月和 2023 年 2 月主动暂停从柬埔寨进口 NHP。根据 Inotiv 管理层在其 FY3Q23 业绩电话会上引用的美国农业部（USDA）数据，上半年美国的 NHP 进口量同比减少 47.9%。NHP 进口问题正严重影响美国本土的药物研发活动，根据 Science 杂志的数据，美国接近 2/3 的研究人员已报告在获取 NHP 方面存在挑战。

Charles River 管理层表示，解决供应问题的核心是需要证明进口的 NHP 的亲子关系（parentage），即可以追溯所有子代至他们的母代并证明这些母代是专门繁育用来做相关药物实验的（purpose-bred）。需要开发出必要的检测方法快速确定哪些 NHP 是专门繁育的，检测方法并不复杂，有现成的基因检测试剂，真正的问题是政府决定检测的动物数量有多大，以及如何快速的完成大规模动物检测。公司对于政府机构的反馈进度以及未来如何推进事态解决没有任何掌控力。因此，我们认为，美国政府重新放开柬埔寨的 NHP 进口仍需时间，但是相关美国 CRO 公司有时间从其他产地进口 NHP 或者将安评实验转移至美国之外开展，减少供应问题对研发工作的影响。

图 20: 美国 NHP 供应问题时间线



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

美国 NHP 供应问题对海外 CXO 公司的影响目前可控

美国暂停进口柬埔寨 NHP 对从事相关工作的海外 CXO 公司产生负面影响。在海外主要 CXO 公司中，Charles River、Inotiv 和 Labcorp 的业务受到直接影响，而作为美国最大的两家 NHP 需求方的 Charles River 和 Inotiv，其业务受到的影响程度获得市场的广泛关注。

从具体业务上来看，Charles River 是全球药物发现及安全性评价工作（DSA）龙头，其安评工作使用大量 NHP，其实验动物板块只对外销售小型实验动物。Inotiv 的收入大头来自实验动物销售，其 22 财年（即截止 2022 年 9 月的财年）的实验动物销售收入为 5.5 亿美元，其中源自柬埔寨的 NHP 销售收入约 1.4 亿美元。Labcorp 旗下的药物开发板块也提供 DSA 服务。

Charles River 业务受到 NHP 供应限制的影响逐渐减弱。在 2023 年 2 月进行的公司 2022 年报电话会议上，Charles River 管理层表示美国的 NHP 供应问题将导致其客户安评项目推迟，公司业务预计从 2Q23 开始受到负面影响，并预计减少 2-4% 的 23 年收入增速。在 2023 年 5 月的 1Q23 业绩电话会上，管理层表示 NHP 供应问题对 2Q 的影响小于之前的预期，同时公司正在利用其全球安评网络避免客户项目的延期。在 2023 年 8 月的 2Q23 业绩电话会上，管理层认为公司已经成功缓解由此带来的供应链挑战，且没有造成客户项目的延期，并预计 NHP 供应问题将自 4Q23 起不再对公司业务造成有意义的影响，对 2023 年收入增速的影响将低于之前预计的 2-4%，因此上调全年业绩预期。

Inotiv 的 NHP 销售量显著下降，但是价格上涨使得收入维持基本稳定。Inotiv 以 NHP 在内的实验动物销售为主要业务，受到柬埔寨 NHP 进口限制的影响最为显著。根据管理层在业绩电话会以上的表述，公司的 NHP 销售量持续下滑，FY3Q23（即 2023 年 4 至 6 月）的 NHP 销售量同比减少 40%，且销售量低于 FY2Q23（而 FY2Q23 低于 FY1Q23），预计 FY4Q23 的 NHP 可销售量将继续低于 FY3Q23。如果柬埔寨和中国 NHP 出口限制保持现状，预计 FY24 的 NHP 销售量将继续低于 FY23。然而，由于 NHP 价格持续提高，FY23 的 NHP 销售收入将大致与 FY22 一致。管理层同时表示，行业对 NHP 的需求仍然很高，来自柬埔寨和中国之外区域的 NHP 供应量不足以弥补供应缺口。

其他 CRO 公司表示 NHP 供应限制对业务影响不大。Labcorp 管理层表示对整体 NHP 供应保持乐观，有足够的 NHP 来支持安评项目的推进，然而 NHP 价格比之前贵得多，但是这些成本可以转嫁给客户。一些临床 CRO 管理层也表示 NHP 供应限制对他们的业务暂时没有影响，但是如果 NHP 长期供不应求，将损害美国医药行业的发展。

图 21: 海外 CXO 管理层如何看美国 NHP 供应问题

公司	核心业务	管理层观点		
		2022 年报	1Q23 季报	2Q23 季报
Charles River	药物发现和安全性评价，动物模型	- 如果柬埔寨 NHP 无法出口至美国，整个行业都将面临 NHP 短缺的问题 - NHP 供应问题将导致安评项目推迟，预计减少 2-4% 的 23 年收入增速。 - 公司业务预计从 2Q23 开始受到影响。 - 用任何动物替代 NHP 做安评实验要做很多前期工作，以让 FDA 认可数据。	- 利用公司的全球安评网络，正帮助客户推进 NHP 相关项目，可以一定程度上在下半年降低对客户项目的影响。 - 对下半年业绩的影响更大，对 2Q 的影响小于之前的预期。 - 有信心证明公司进口的 NHP 是人工繁育的，希望公司的检测方法可以成为行业通用。	- 公司正在利用其全球网络缓解美国 NHP 供应问题，<u>管理层认为已经成功缓解由此带来的供应链挑战，没有造成客户项目的延期。</u> <u>预计 NHP 供应问题将自 4Q23 起不再对公司业务造成有意义的影响，对 23 年收入增速的影响将低于之前预计的 2-4%。</u> - 上调全年收入增速下限主要反映 DSA 板块针对美国 NHP 供应问题成功实施的项目转移措施。
Inotiv	药物发现和安全性评价，动物模型	- RMS 板块收入受到自去年 11 月开始暂停从柬埔寨进口 NHP 的负面影响。 - 提高 NHP 价格的计划现在仍没有变化，NHP 价格有显著的提升。	<u>NHP 销售量显著低于历史水平，但价格在上涨。</u> - 继续跟内外外部专家合作以开发科验证 NHP 来源的检测方法。 - 继续寻找其他 NHP 来源地，认为	- 柬埔寨 NHP 的进口限制继续影响整个美国实验动物供应链。<u>根据 USDA（美国农业部）数据，截至今年 6 月的 NHP 进口量同比减少 47.9%。</u> - 行业对 NHP 的需求仍然很高，来自柬埔寨和中国之外区域的 NHP 供应量不足

		正在跟内外部专家合作以开发长期可用于验证 NHP 来源的检测方法。	有足够的 NHP 满足公司 DSA 业务的需求。	以弥补供应缺口。 公司的 NHP 销售量将持续减少，但是 NHP 价格在走高。
Labcorp	临床前+临床 CRO	- 预计 NHP 供应限制将影响 0.8-1 亿美元的收入（约占药物开发板块收入的 1.6%） - 预计 NHP 价格将大涨 - 正在跟多个供应商沟通 NHP 供货事宜	- NHP 供应问题对 1Q 的影响最大，预计 2Q 影响小于 1Q。 - 对整体 NHP 供应保持乐观，客户理解现在面对的项目报价压力。	- 有足够的 NHP 来支持安评项目的推进。当开始意识到 NHP 供应问题后，公司便立即开始寻找替代供应来源。 - NHP 价格比之前贵得多，但是大部分成本可以转移给客户。
ICON	临床 CRO		- 没有看到客户谈论 NHP 问题，预计至少中期内对公司不是问题。 - 考虑到客户有多种实验模型可选，相信 NHP 供应问题会在影响临床阶段前得到解决。	
IQVIA	临床 CRO		- 公司绝大部分工作集中在临床 3 期，因此不受 NHP 短缺问题的影响。 - 但如果供应问题长时间持续，将会影响整个行业，不过公司预计这种情况不会发生。	

资料来源：彭博，公司业绩电话会，招银国际环球市场

对中国 CXO 行业的启示：海外安评订单转移至中国落地仍需时间

自 2022 年底以来，美国实验用猴供应问题一直没有得到解决。考虑到中国一直是全球食蟹猴的重要产地，未来中国同行或可在美国本土实验用猴供应紧缺的情况下获得部分高质量的海外安评订单。我们认为，今年以来海外安评订单有初步流向中国的趋势，但是目前规模有限，海外客户从询单到签单再到转换成收入仍需时间。

海外 CXO 公司 2Q23 业绩概况与电话会要点

Thermo Fisher

2023 年第二季度业绩概况：

全球生命科学+CXO 龙头 Thermo Fisher 发布 2Q23 业绩，收入同比下降 2.6%至 107 亿美元（vs 2022 年的+14.5% YoY 和 1Q23 的-9.4% YoY），毛利率同比下降 2.3 个百分点至 40.8%（环比 1Q23 提升 0.9 个百分点），Non-GAAP 净利润同比下降 8.1%至 20 亿美元（vs 2022 年的+20.4% YoY 和 1Q23 的-31.8% YoY），Non-GAAP 净利润率同比下降 1.1 个百分点至 18.7%（环比 1Q23 提升 0.4 个百分点）。剔除收购、汇率、新冠检测收入的影响，2Q23 核心内生收入同比增长 2%（vs 2022 年的+14% YoY 和 1Q23 的+6% YoY）。单季度新冠检测收入为 8,000 万美元，同比下降 87.3%。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比下降 25.2%（剔除收购和汇率影响的内生增速：-25%）至 25 亿美元；2) 分析仪器板块收入同比增长 8.8%（内生：+10%）至 17 亿美元；3) 专业诊断板块收入同比增长 0.7%（内生：-5%）至 11 亿美元；4) 实验室产品和生物医药服务板块（包括临床 CRO 和 CDMO 业务）收入同比增长 5.3%（内生：+5%）至 58 亿美元。

2023 年指引：公司全面下调 2023 年指引，预计收入同比下降 2.0% - 3.4%（1Q23 时给出的指引为同比增长 1%），其中核心内生增速为 2% - 4%（1Q23 时给出的指引为同比增长 7%）；预计 Non-GAAP EPS 同比下降增长 2.2% - 4.1%（1Q23 时给出的指引为同比增长 2%）；计划投入约 17 亿美元至 Capex（1Q23 时给出的指引为 20 亿美元），相比 2022 年下降 24%。

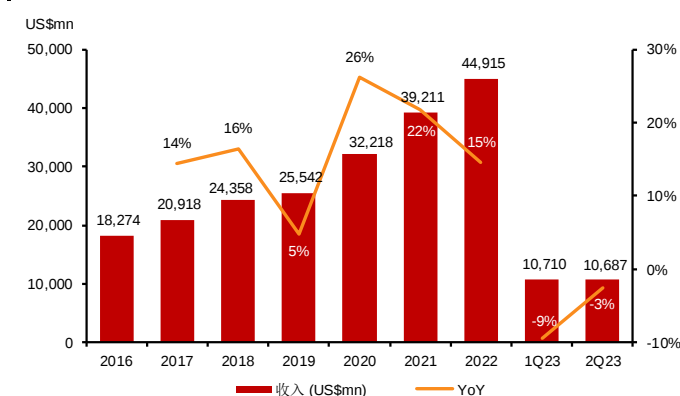
业绩电话会要点：

- 1) 下调业绩指引原因：**2Q 宏观环境挑战更大，中国经济减速，全球范围内商业投入变得更谨慎，这影响了公司的 2Q 业绩以及全年展望。核心内生收入增速指引的下调主要反映公司管理层的两个趋势性假设，即中国市场经济活力疲软以及全球更谨慎的商业投入将持续至下半年。对于中国市场，年初看到中国经济向上恢复的趋势，之前公司预计此趋势可以在全年持续，然而 2Q 中国经济活动明显减弱。对于全球市场更谨慎的商业投入而言，这不仅仅是针对公司的终端市场，所有的行业都受到宏观环境的影响。公司之前预计宏观环境会逐步向好，但是现在假设全年全球都将维持谨慎的商业投入。现在公司预计 23 年全市场的增长率为 0-2%，低于 1Q 时认为的 4-6%。行业内一般每个季度的最后一个月业绩会显著提升，但不同以往的是今年 6 月份公司业务并没有看到任何反弹。相比少数已经报告 2Q 业绩的同行而言，管理层认为公司的业绩还算是相当稳健的，增速相比同行更快，意味着在获得市场份额。
- 2) 分区域收入增速拆分：**北美市场中单位数下降（vs 1Q 的高单位数下降）；欧洲市场低单位数增长（vs 1Q 的低单位数下降）；亚太市场中单位数下降（vs 1Q 的低单位数增长），其中中国市场低单位数下降（vs 1Q 的小幅下降）。

- 3) 分终端客户类型的收入增速拆分：**a) 药企和 biotech 终端市场持平 (vs 1Q 的中单位数增长)，新冠疫苗和药物收入减少符合预期，造成 5 个百分点的负面影响。所有生命科学板块都面临新冠收入减少的影响，特别是在生物科学领域 (Bioscience, 比如核苷酸和酶)，对生物制药 (BioProduction) 的影响相对较少。药企和 biotech 终端市场内表现最好的业务是药企服务以及临床研究业务 (即临床 CRO 业务, 2Q 双位数增长)，在法国新增早期开发实验室，增强药企服务能力。b) 科研和政府终端市场保持高单位数增长 (vs 1Q 的高单位数增长)，特别是电子显微镜、层析和质谱仪。c) 工业和应用终端市场低单位数增长 (vs 1Q 的高单位数增长)，分析仪器板块在此终端市场增速最快。d) 诊断和医疗健康市场下降 20% (vs 1Q 的-45% YoY)，但是核心业务增长良好，特别是微生物、免疫诊断和移植诊断。
- 4) 融资：**药企业务维持稳定，但是 biotech 融资相比之前变得更艰难，使得他们对于投入更加谨慎，这种趋势在 2Q 上升。然而，也的确看到一些好的迹象，比如新公司的成立和额外的成功融资。
- 5) 新冠收入：**预计 23 年新冠检测收入为 3 亿美元 (vs 2022 年的 31 亿美元)，比之前的预期少 1 亿美元，上半年已确认 2.25 亿美元收入。预计 23 年新冠疫苗和治疗药物收入为 5 亿美元 (与之前预期持平，vs 2022 年的 17 亿美元)，上半年已确认 3.65 亿美元收入。
- 6) 全年业绩趋势：**下半年收入下滑速度将减速，因为新冠收入的基数在降低，包括中国市场在内的全球市场都是同样的节奏。
- 7) 成本控制：**通过 PPI Business System 预计为 2023 年节约 4.5 亿美元成本，其中 2Q 已节约 7,500 万美元。成本节约来自生产运营优化以及裁员。

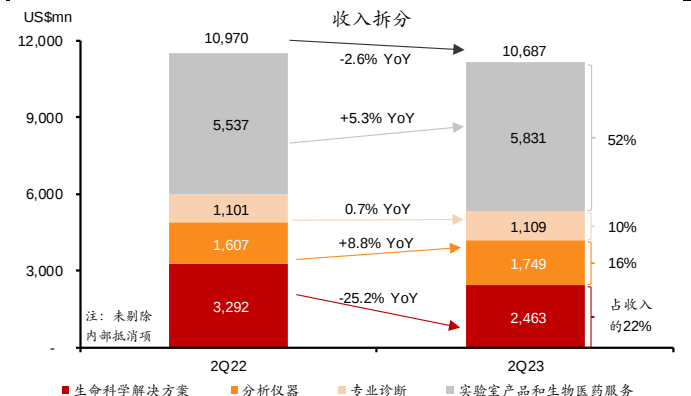
国内市场对标企业：建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、多宁生物、乐纯生物；建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 22: 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

图 23: Thermo Fisher: 收入拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

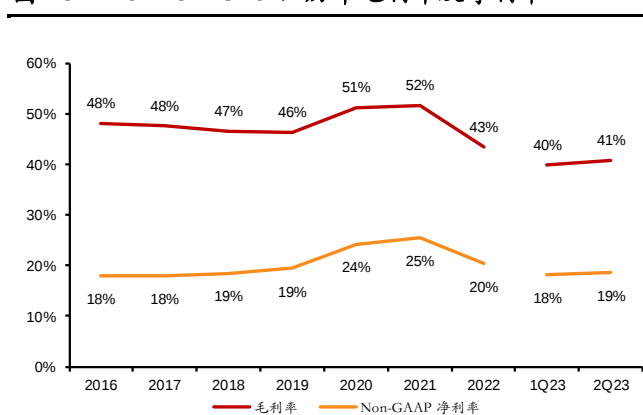
图 24: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

收入增速拆分	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23
报表端增速	16%	5%	26%	22%	15%	-9%	-3%
-收购	7%	1%		2%	18%	1%	1%
-汇率	1%	-2%	1%	2%	-3%	-2%	0%
内生增速	8%	6%	25%	18%	0%	-8%	-4%
-新冠检测收入			24%	5%	-13%	-14%	-5%
+PPD 收购 pro forma 影响					1%		
核心内生增速	8%	6%	1%	14%	14%	6%	2%

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

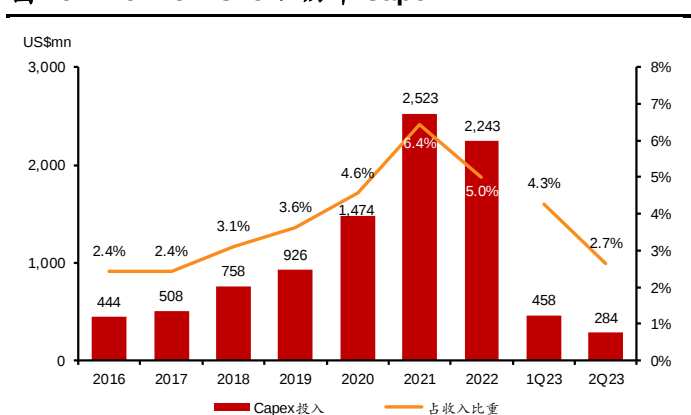
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 25: 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 26: Thermo Fisher: 历年 Capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

IQVIA

2023 年第二季度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2Q23 业绩, 收入同比增长 5.3% (固定汇率 (constant currency/CC) 下: +5.5% YoY) 至 37.3 亿美元 (vs 2022 年的+7.8% YoY (CC)以及 1Q23 的+4.7% YoY (CC)), 毛利率同比提升 0.3 个百分点至 34.5% (vs 1Q23 的同比下降 0.6 个百分点), Non-GAAP 净利润同比下降 2.6%至 4.5 亿美元 (vs 2022 年的+10.1% YoY 以及 1Q23 的-3.1% YoY), Non-GAAP 净利润率同比下降 1.0 个百分点至 12.2% (vs 2022 年的+0.8 个百分点以及 1Q23 的-0.7 个百分点)。剔除新冠收入、收购和汇率影响, 2Q23 核心内生收入同比增长 9% (vs 2022 年的+13% YoY 以及 1Q23 的+11% YoY)。

截止 2023 年六月底, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 284 亿美元, 相比 2022 年底增长 4.4%, 相当于 2Q23 年化收入的 1.9 倍, 预计其中的 73 亿美元将在接下来 12 个月转化为收入。

分版块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 3.4% (核心内生: 6%) 至 14.6 亿美元, 占总收入的 39.1%; 2) 研发解决方案收入同比增长 7.5% (核心内生: 12%) 至 21.0 亿美元, 占总收入的 56.2%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比下降 3.8% (CC: 持平) 至 1.8 亿美元, 占总收入的 4.7%。

2023 年指引: 公司下调 2023 年业绩指引, 预计 2023 年收入同比增长 4.4%-5.3% (1Q23 时给出的指引为同比增长 5.1%-6.9%), 其中核心内生收入同比增长 8%-9% (1Q23 时给出的指引为同比增长 9%-11%); Non-GAAP EPS 同比增长 0.4%-2.9% (1Q23 时给出的指引为同比增长 1.0%-3.9%), 其中核心内生 EPS 同比增长 12%到 15% (1Q23 时给出的指引为同比增长 11%-14%)。分版块, 预计科技与分析解决方案核心内生收入同比增长 6%; 研发解决方案核心内生收入同比增长 10%到 12%; 合同销售与医疗解决方案内生收入同比下降 3%。

3Q23 指引: 公司预计 3Q23 收入同比增长 5.6%-7.0%, 其中核心内生收入同比增长 7%-8%; Non-GAAP EPS 增速区间为同比下降 3.6%至同比增长 0.4%, 其中核心内生 EPS 同比增长 11%到 15%。

业绩电话会要点:

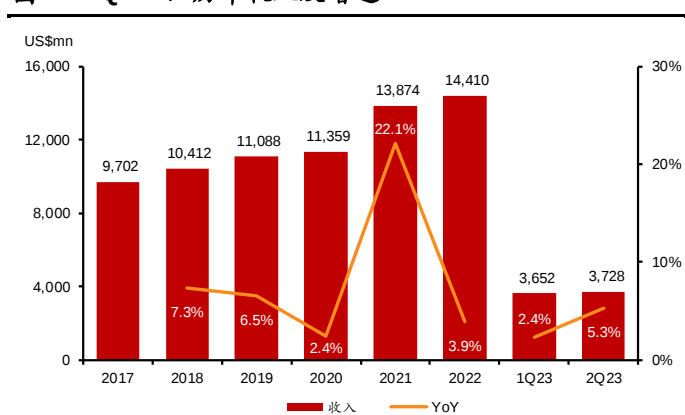
- 1) 融资:** 新兴 Biotech 融资继续恢复趋势。根据 BioWorld 数据, 新兴 Biotech 融资 2Q 同比增长 33%至 171 亿美元 (1Q 同比双位数增长), 环比增长 10%。药企的 M&A 活动在高利率环境下仍维持强劲, 上半年 M&A 投入约 900 亿美元, 预计 2023 年将是过去 10 年 M&A 活动在数量和价值上最大的年份之一。
- 2) 需求:** 行业总体需求继续维持在健康水平, 公司业务的需求也维持健康增速。2Q 新签订单达到 27 亿美元, 为公司历史第二高 (1Q23 为最高)。2Q 询单 (RFP) 同比增长 8%, 环比增长 6% (1Q 环比增长 15%), 询单量为公司历史最高。2Q 关键性临床的启动数量环比增长 10%。长期基本面是正向的, 但短期来看, 公司的客户由于宏观环境的不确定性, 对投入持续持谨慎态度, 但基本只影响公司的商业

化板块（即科技与分析解决方案和合同销售与医疗解决方案），主要是在咨询和分析服务上，比如在一些后期真实世界研究项目上看到一些客户对投入的谨慎以及决策延期，但真实世界研究仍然维持强劲的双位数增长。公司下调全年业绩预期以反应客户谨慎的投入对商业化板块的影响，预计这种谨慎趋势会持续全年。

- 3) **新冠收入**：预计 2023 年新冠收入减少 60% 至 4 亿美元。2Q 新冠收入 1.2 亿美元（1Q 为 1.5 亿美元），同比减少 1.4 亿美元。
- 4) **研发解决方案**：研发解决方案（临床 CRO 业务）取得另一个强劲的季度增长，没有看到任何客户决策延期的信号。在肿瘤领域内的专业性继续成为公司的差异化竞争优势。剔除新冠收入，2Q 研发解决方案的核心内生增速为 12%（CC）（1Q 为 17%（CC）），上半年为 14%（CC）。
- 5) **劳动力市场**：员工流失率回到疫情前水平，约 10-12%。尽管一些临床中心仍然会遇到员工紧缺的状况，但是相比 2-3 个季度前已有大幅度好转。
- 6) **AI 的应用**：公司从 15 年就开始对 AI 和 ML（机器学习）进行投入，将相关技术应用到公司的外部服务和内部管理上。对于生成式 AI，现阶段应用到生命科学领域并产生准确、相关的观点还是不太容易实现的（由于大模型以互联网上的公开数据为基础），公司也在跟相关公司合作，以避免错过这一领域的未来发展机会。
- 7) **收购**：上半年主要的收购是花费 3 亿美元收购一家 SMO 公司，进一步增强公司在特定疾病领域的患者招募、入组能力，比如精神病和戒烟领域。

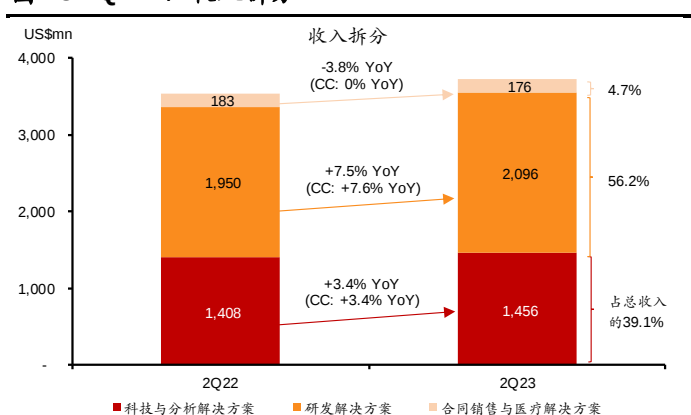
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 27: IQVIA: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 28: IQVIA: 收入拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

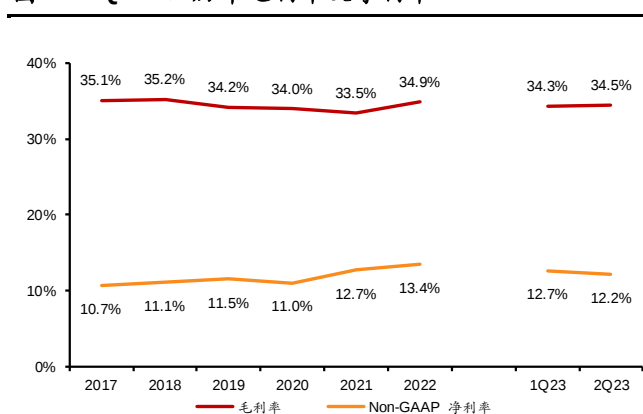
图 29: IQVIA: 历年收入增速拆分

季度收入增速拆分	2Q23			1Q23		
	报表端	固定汇率	核心内生	报表端	固定汇率	核心内生
总收入	5.3%	5.5%	9.0%	2.4%	4.7%	11.0%
科技与分析解决方案	3.4%	3.4%	6.0%	0.3%	2.9%	6.0%
研发解决方案	7.5%	7.6%	12.0%	4.8%	6.5%	17.0%
合同销售与医疗解决方案	-3.8%	0.0%		-6.7%	-1.0%	-1.0%

年度收入增速拆分	2022			2021		
	报表端	固定汇率	核心内生	报表端	固定汇率	核心内生
总收入	3.9%	7.8%	13.0%	22.1%	21.1%	低双位数
科技与分析解决方案	3.8%	8.7%	10.0%	13.9%	12.4%	高单位数
研发解决方案	4.8%	7.7%	17.0%	31.2%	30.4%	低双位数
合同销售与医疗解决方案	-5.2%	2.7%	4.0%	5.8%	5.7%	低单位数

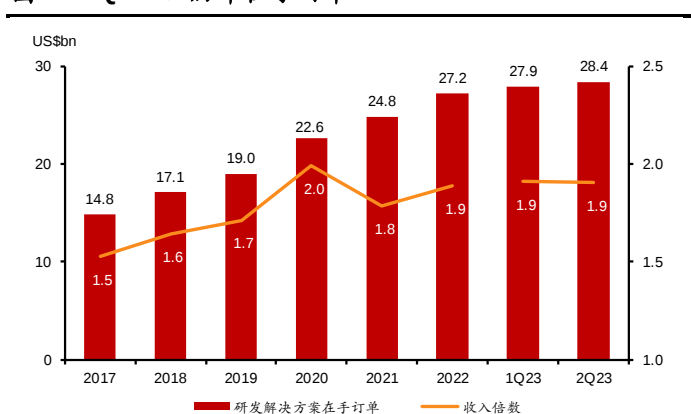
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 30: 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 31: IQVIA: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

ICON

2023 年第二季度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 ICON 公布 2Q23 业绩, 收入同比增长 4.4% (内生固定汇率 (constant currency/CC) 下: +4.3% YoY) 至 19.8 亿美元 (vs 1Q23 的+5.3% YoY (CC)), 毛利率同比提升 1.2 个百分点至 29.2%, Non-GAAP 净利润同比增长 8.9%至 2.6 亿美元 (Non-GAAP 净利润率同比提升 0.5 个百分点至 12.7%)。

截止 2023 年 6 月 30 日, 在手订单金额达到 217 亿美元, 相当于 2Q23 年化收入的 2.7 倍, 相比 2022 年底增长 4.8%。2Q23 总新签订单 28.6 亿美元, 同比增长 3.5%, 扣除取消订单 4.4 亿美元 (取消率 15.4%, vs 2022 年的 14.0%以及 1Q23 的 15.5%), 净新签订单 24.2 亿美元, 同比增长 4.1%

2023 年指引: 公司维持 2023 年收入指引不变 (按中值计算), 预计收入同比增长 4.3% - 6.1% (1Q23 时给出的指引为同比增长 2.6% - 7.7%); 小幅上调 2023 年 EPS 指引 (按中值计算), 预计 non-GAAP EPS 同比增长 7.5%到 9.9% (1Q23 时给出的指引为同比增长 5.5% - 11.1%)。

业绩电话会要点:

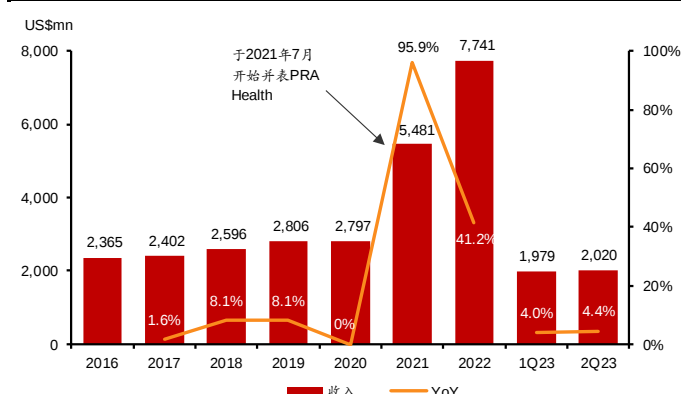
- 1) 需求:** 得益于所有客户群体显示的积极趋势, 行业需求得以维持稳健 (solid), 询单 (RFP) 继续环比改善, 特别是 2Q 末看到来自 biotech 客户询单的显著提升。7 月询单量继续维持增长势头, 认为今年下半年会看到强劲 (strong) 的 BD 端进展, 对于下半年订单持续改善持谨慎乐观态度。尽管整体市场机会会有所增加, 公司仍注意到行业内对于投入的谨慎以及决策的延期。Biotech 客户的管线仍然高度集中在肿瘤领域, 趋于拖累整体订单的执行速度。新冠疫情后, 在下一代药物的研发上看到一些大的机会, 比如下一代疫苗。
- 2) 融资:** 看到一些 biotech 融资恢复的迹象, 但是从融资恢复到影响公司业绩仍需要时间。融资改善不会对今年业绩产生太多影响, 但是会对 2024 年收入产生正面影响, 公司对此保持乐观。
- 3) 中国市场:** 中国市场对公司收入的贡献不大, 在中国大约有 1,500 名员工, 约占总员工数的 3%-3.5%。新冠疫情后在中国市场并没有观察到任何特殊的业务问题。随着中国度过新冠感染高峰, 有更多的临床试验中心供选择, 从而提升业务效率, 认为中国业务的发展已回到疫情前的正常节奏。基于公司团队人数的绝对规模, 公司在中国市场内有显著 (significant) 的市场竞争力, 可以提供全流程服务和功能服务, 已在中国市场看到不断增多的机会。
- 4) 客户需求变化:** 公司在 2Q 继续看到中大型药企客户对全流程服务 (full service) 和功能服务 (functional service) 的强韧 (resilient) 需求。2Q 成功与某 Top20 药企扩大战略合作伙伴关系, 为客户同时提供全流程服务和功能服务。看到一些大药企正在转向这种混合服务模式, 认为行业内正在形成这种新趋势, 但现在通常局限在大客户上。公司的机会更多在中型药企客户这里, 这些客户明显地对功能服务感

兴趣，在他们使用全流程服务的同时也会更多的考虑混合服务模式，公司会关注和提高服务此类客户的效率。Biotech 客户大部分使用全流程服务，但是中型药企客户更关心如何提高研发资金的使用效率。

- 5) **订单取消**：2Q 订单取消率高于 2022 年，但是相比历史平均水平并没有明显提升，仍处在正常区间。订单取消并没有集中在某一治疗领域或者某一客户群内，基本上广泛的分布在整個公司项目管线内。

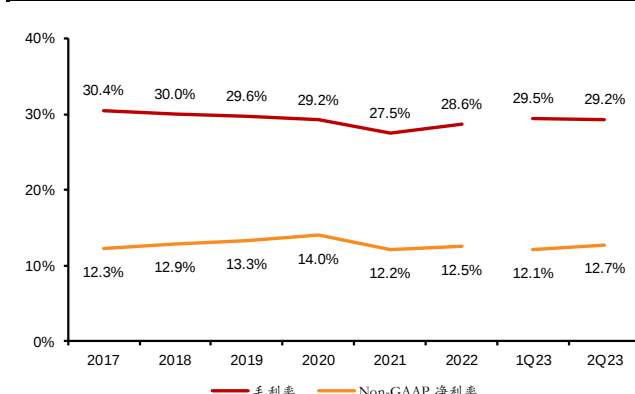
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 32: ICON: 历年收入及增速



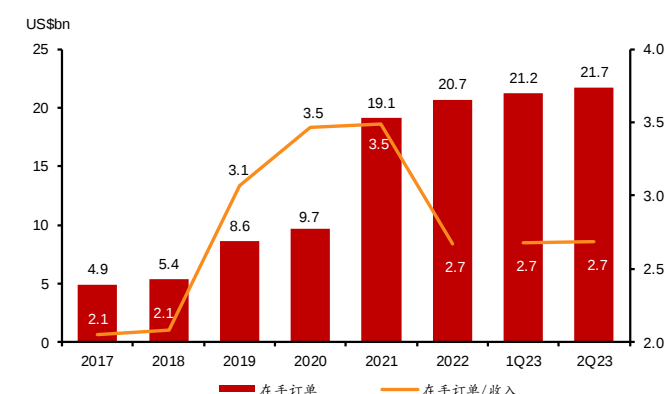
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 33: ICON: 历年毛利率及净利率



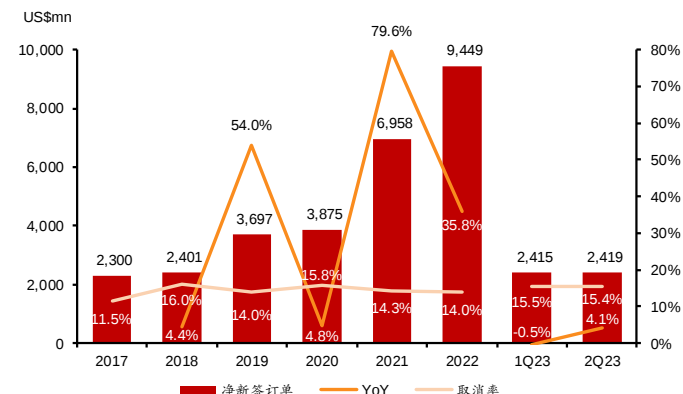
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 34: ICON: 历年在手订单



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 35: ICON: 历年新签订单



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

Fortrea

2023 年第二季度业绩概况:

临床 CRO 公司 Fortrea（前身为美国 Labcorp 旗下的药物开发板块下的临床 CRO 业务）公布 2Q23 业绩，收入同比增长 0.0% 至 7.9 亿美元（vs 2022 年的 +1.3% YoY 以及 1Q23 的 -1.9% YoY），毛利率同比下降 4.4 个百分点至 18.1%，Non-GAAP EBITDA 同比下降 37.1% 至 7300 万美元（vs 2022 年的 +15.8% YoY 以及 1Q23 的 -23.7% YoY），Non-GAAP 净利润同比下降 46.2% 至 4600 万美元（vs 2022 年的 +18.9% YoY 以及 1Q23 的 -25.6% YoY），Non-GAAP 净利润率同比下降 5.8 个百分点至 5.1%。截止 2023 年六月底，在手订单金额达到 86 亿美元，环比下降 3.8%，同比增长 3.8%。

分版块：1) 临床服务板块收入同比增长 0.4% 至 7.3 亿美元，占收入的 91.6%；2) 使能服务板块（Enabling Service）收入同比下降 4.2% 至 6700 万美元，占收入的 8.4%。

2023 年指引：公司预计 2023 年收入同比下降 2.0% - 0.0%，Non-GAAP EBITDA 同比下降 37.0%-29.6%。

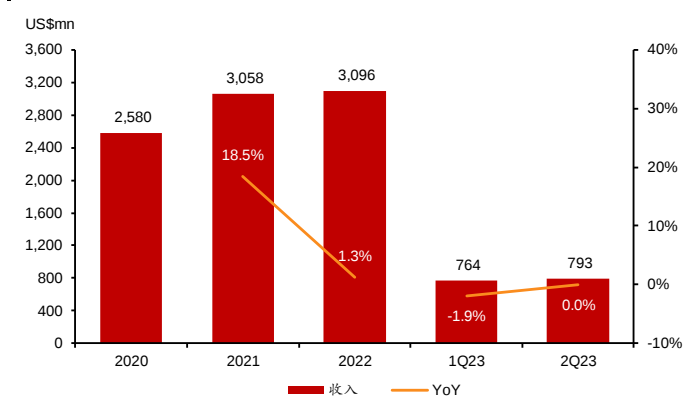
业绩电话会要点:

- 1) 分拆对业务发展的影响：**Labcorp 于 7 月 3 日正式完成对 Fortrea 的分拆。在准备分拆的过往 12 个月内，一些客户在签单前选择等待并观望公司的分拆进程，以避免潜在的业务扰动。管理层没有注意到任何因分拆而损失的现有客户。询单（RFP）是受分拆影响最大的，也同时叠加较弱的 biotech 融资以及缺少新的大客户的影响。2Q 的毛利率和期间费用率并不真实反映公司现在的实际运营情况，同时也跟行业正常水平不一致，主要由于这些费用基于公司作为 Labcorp 一部分时的运营状态，且包含实际公司费用以及 Labcorp 按照会计准则分摊过来的费用。管理层认为 2Q 以及上半年的业绩不能代表公司作为一家独立公司的真实增长潜力，公司已经明确看到业务机会和问题所在，并已经开始采取相关措施。管理层预计 4Q 业绩将稍好于 3Q，得益于更真实反映收入的费用结构，管理层目标 2024 年恢复至类似 2022 年的业绩水平，并希望可以进一步对标业内同行。
- 2) 收入变化驱动因素：**临床服务收入同比增长 0.4%，主要得益于较高的过手费收入。服务费收入增长受到之前披露的功能服务合同（FSP）丢失（但此客户已开始跟公司商讨其他业务的合作）以及新签订单量和结构的影响。使能服务收入同比减少 4.2%，主要由于较低的呼叫中心业务（call center）对患者触达服务（patient access）的负面影响，临床终点服务（endpoint）收入部分抵消之一影响。
- 3) 订单：**3Q 已看到询单和签单的改善，对于公司重新取得行业平均甚至以上的增速和提升毛利率至关重要。7 月的新签订单是 2021 年以来的最好的季度首月表现之一。上半年的项目取消率与历史水平保持一致，其中 2Q 取消率为低单位数，低于 1Q，没有在项目取消上看到任何重大问题。
- 4) 市场增速及竞争：**由于去年新冠导致的高基数，今年整体 CRO 市场增速将有所放缓。预计到 24-25 年行业可以恢复至高单位数的增长率，基于外包率和研发投入的

增长。作为一家中型规模的临床 CRO，公司的收入增长绝对值不需要太高即可维持收入增速，所以认为在这样的整体市场增速下对于公司来说依然有巨大的发展机会。跟大型临床 CRO 相比，公司的管理层是客户可触及到的，管理层希望客户可以跟各个层级的管理团队有互动。公司在数据科学上有比较强的竞争力，此第三方服务领域在快速增长，公司将利用在 Labcorp 的数据积累为临床研究提供多种临床数据服务。

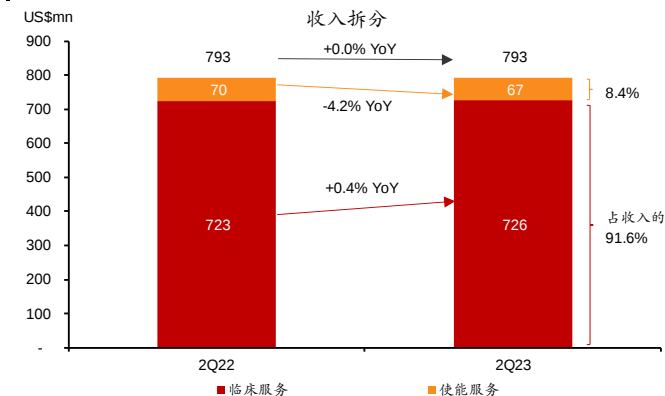
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 36: Fortrea: 历年收入及增速



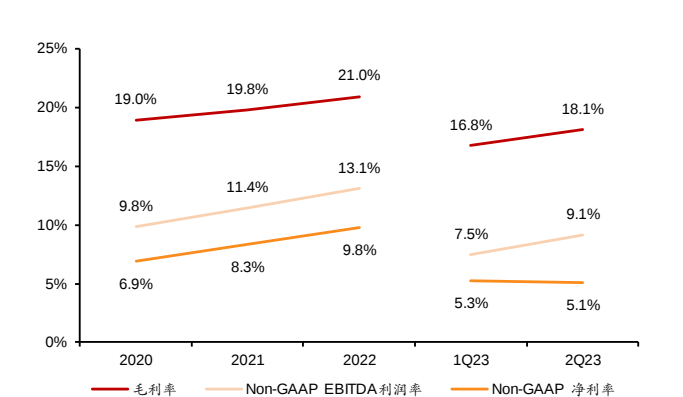
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 37: Fortrea: 收入拆分



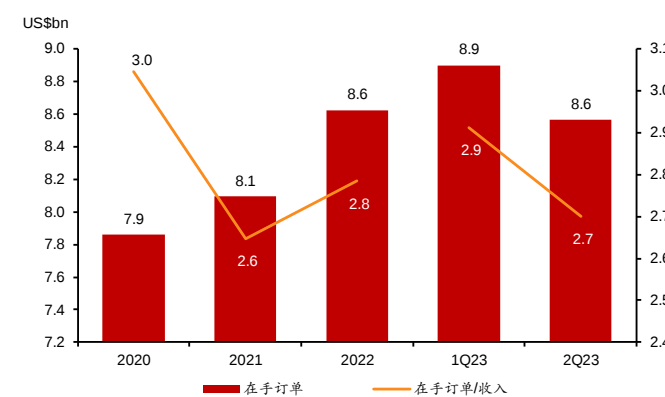
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 38: Fortrea: 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: Fortrea: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Medpace

2023 第二季度业绩概况：

美国临床 CRO 公司 Medpace 发布 2Q23 业绩，收入同比增长 31.2%（固定汇率（constant currency/CC）下：+31.0% YoY）至 4.6 亿美元（vs 1Q23：+31.2% YoY/ +31.8% YoY（CC）），毛利率同比减少 1.2 个百分点至 27.0%，GAAP 净利润同比增长 23.7%至 6,107 万美元（GAAP 净利率同比减少 0.8 个百分点至 13.3%）。按照客户结构拆分，小型生物制药公司贡献 79%的上半年收入，大药企贡献 4%的上半年收入。

截止 2023 年 6 月 30 日，在手订单金额达到 25.7 亿美元，同比增长 18.6%，相当于 2Q23 年化收入的 1.4 倍（vs 2022 年的 1.6 倍以及 1Q23 的 1.4 倍）。2Q23 新签订单 5.8 亿美元，同比增长 27.6%（vs 2022 年的+13.6%以及 1Q23 的+31.4%）。截止 2023 年 6 月 30 日，员工人数为 5,602 人，相比 2022 年底增长 8.5%，人效（单位员工创造收入）相比 2022 年底增长 8.1%至 8.9 万美元。

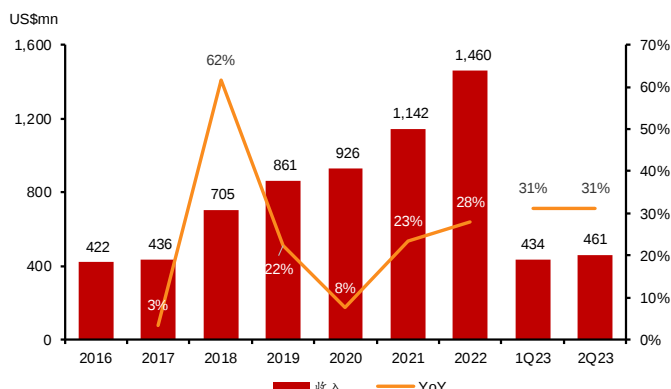
2023 年指引：公司进一步上调 2023 年业绩指引，预计收入同比增长 26.0%-28.8%（1Q23 时给出的 2023 年指引为同比增长 19.5%-23.6%），预计 GAAP 净利润同比增长 4.3%-10.4%（1Q23 时给出的 2023 年指引为同比增长 1.9%-9.6%）。

业绩电话会要点：

- 1) 需求：**商业环境持续改善，2Q23 询单在 1Q23 强劲增长的基础上继续增长，新签订单相比去年强劲反弹。在之前几个季度内，新签订单、询单和整体商业环境都比较弱，现在这些都有较大程度（quite a bit）的恢复，特别是对于资金更充裕的客户来说。
- 2) 业绩驱动和展望：**2Q23 收入增长得益于更高的过手费（pass-through），尤其在临床中心端。下半年过手费占收入比重预计会继续提升，但是长期看会趋于正常化，低于现在的水平。过手费增加将是 23 年收入增长的最大驱动因素。预计今明两年都将有不错的业绩增长。
- 3) 临床项目推进：**上调的业绩指引反应了 2Q23 更活跃的临床研究活动，主要得益于不断改善的临床中心员工招聘以及更趋于正常化的临床运营效率（考虑到最近的很长时间内临床中心都面临诸多扰乱因素）。临床项目正进入快速入组阶段，看到临床项目推进进度在 1Q23 后开始加速。
- 4) 员工招聘：**即使现在宏观环境仍具有挑战，公司员工招聘仍按计划正常开展，预计全年员工人数增长 15-20%。员工流失率已经降至疫情前的正常水平，从而降低了管理难度。

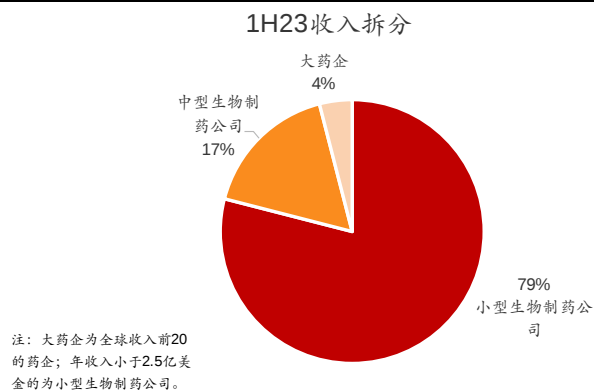
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 40: Medpace: 历年收入及增速



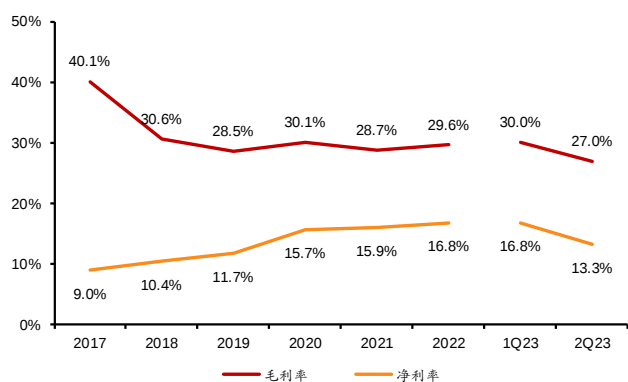
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 41: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



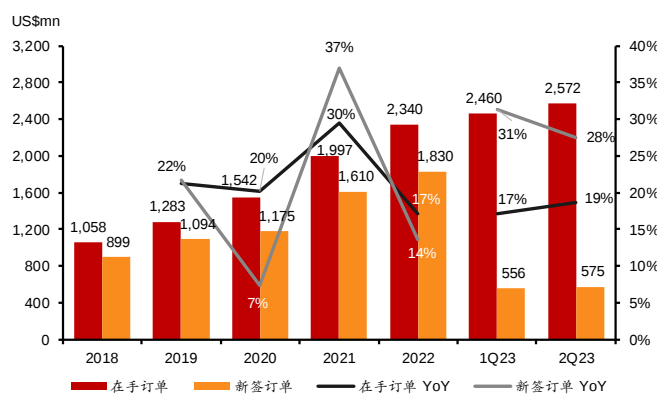
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 42: Medpace: 历年毛利率及净利率



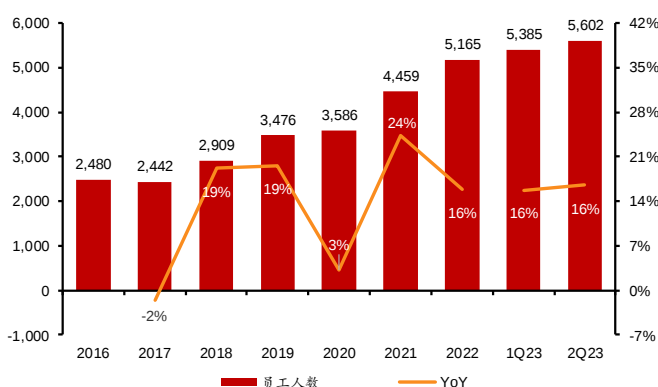
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: Medpace: 历年在手订单及新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: 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

2023 年二季度业绩概况：

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 2Q23 业绩，收入同比增长 8.9%至 10.3 亿美元，剔除收购、资产剥离、汇率和财报周期长度波动影响的内生收入同比增长 11.2%（vs 2022 的+13.4% YoY 以及 1Q23 的+15.4%），毛利率同比提升 1.0 个百分点至 37.6%，Non-GAAP 净利润同比下降 2.5%至 1.4 亿美元（vs 2022 的+7.6% YoY 以及 1Q23 的+1.3%），Non-GAAP 净利润率同比减少 1.5 个百分点至 13.0%。截止 2Q23，药物发现与安评板块的在手订单金额为 28 亿美元，环比减少 6.7%，相比 22 年底减少 11.1%。

分版块：1) 研究模型与服务板块（RMS）收入同比增长 12.6%（内生：+13.9%）至 2.1 亿美元，占收入的 19.8%；2) 药物发现与安评板块（DSA）收入同比增长 12.1%（内生：+11.7%）至 6.6 亿美元，占收入的 62.6%；3) 生产板块收入同比减少 4.2%（内生：+6.6%）至 1.9 亿美元，占收入的 17.6%。

2023 年指引：公司小幅上调了 2023 年收入指引下限，预计收入同比增长 2.5%-4.5%，内生收入同比增长 5.5%-7.5%（1Q23 业绩时给出的指引为收入同比增长 2.0%-4.5%，内生收入同比增长 5.0%-7.5%），Non-GAAP EPS 同比下降 2.9%-8.3%（1Q23 业绩时给出的指引为同比下降 2.9%-11.8%）。分版块，维持研究模型与服务板块内生收入高单位数增长（1Q23 业绩时给出的指引为高单位数增长），上调药物发现与安评板块内生收入至中单位数增长（1Q23 业绩时给出的指引为低到中单位数增长），下调生产板块内生收入至高单位数增长（1Q23 业绩时给出的指引为高单位数到低双位数增长）。

3Q23 指引：公司预计 3Q23 收入同比低单位数增长，内生收入同比低单位数增长，Non-GAAP EPS 同比下降 10%。

业绩电话会要点：

- 1) 融资：**2Q 是过去 7 个季度以来第一次看到 biotech 融资同比正增长（基于 TTM）。历史上的融资周期很难跟现在的周期做比较，因为宏观经济、客户结构、融资难度都不一样，管理层认为公司的业务不是周期性的，但最近的确看到由于客户对临床阶段项目的重视，早期药物发现受到一些影响，但不影响安评工作，因为这是药物进入临床阶段的必要条件。
- 2) 需求：**2Q 所有客户群体的收入均有所增长（延续 1Q 趋势），跨国制药公司客户的需求连续两个季度超过中大型 biotech 客户，跨国药企现阶段持续推进关键项目的进度，而 biotech 客户对项目筛选更严格以降低资金消耗速度。客户正在调整管线并收紧研发预算，此趋势正在影响公司以及整个行业。在融资和宏观环境的不确定性下，客户在寻找效率和速度更快的服务，认为客户会继续选择跟头部 CXO 合作。
- 3) 非人灵长类动物（NHP）供应问题：**公司正在利用其全球网络缓解美国 NHP 供应问题带来的负面影响，并已经在利用美国以外的产能上取得显著进展。截止目前，管理层认为公司已经成功缓解了由此带来的供应链挑战。通过在美国以外的设施开

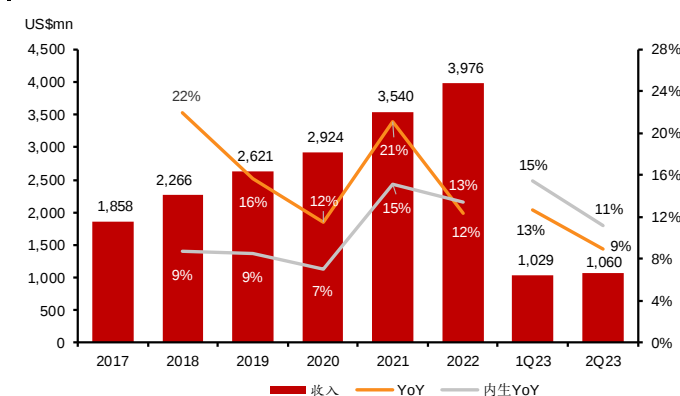
展更多实验，公司高效的在不同设施间转移安评项目，很多安评设施可灵活的满足多种小分子和大分子药物的安评工作要求，没有造成客户项目的延期。公司将显著减少在美国做 NHP 相关的项目，海外设施将足够满足这些项目的实验需求。然而，年内的安评项目转移工作仍需要时间来处理项目排期、物流、检疫、员工以及与当地政府沟通等问题，公司在这些方面已经取得显著进展，因此预计 NHP 供应问题将自 4Q23 起不再对公司业务造成有意义（meaningful）的影响，基于此，管理层认为 NHP 供应问题对 23 年全年收入增速的影响将低于之前预计的 2-4%，也因此上调了 DSA 板块的全年内生收入增速预测。但是预计此正面影响仍将被现阶段 DSA 需求趋势和宏观融资环境所部分抵消。

- 4) **药物发现与安评板块 (DSA) 增速：**安评服务继续驱动 DSA 板块的收入增长，得益于价格（实验动物成本可转嫁给客户）和项目数量的提升。NHP 价格上涨对收入增长的贡献幅度小于 1Q。药物发现收入同比减少，反应现阶段的市场环境。公司上调全年收入增速下限主要反映 DSA 板块针对美国 NHP 供应问题成功实施的项目转移措施。但预计下半年 DSA 板块增速会有压力，主要有三个因素：1) 现在的市场状况导致在手订单和新签订单持续减少；2) 去年同期的高基数；3) NHP 供应限制仍将造成一定程度的负面影响，特别是对第三季度。
- 5) **DSA 板块订单：**2Q DSA 在手订单环比减少，新签订单和询单持续走低，主要由于项目取消率上行并在 2Q 有所加速。管理层认为项目取消率上升是由于在前几年需求高峰期时客户为研发项目过度提前下单。现在客户正在重新调整研发管线，砍掉一些不重要的项目，所以认为这种趋势是均值回归的结果，客户管线调整结束后，项目取消率会下降，在手订单也会更好的反映客户的实际需求。现在看到客户下单节奏已经接近项目的真实需求节奏（即客户在项目接近启动时才与 CRO 签单），提升了在手订单的可靠性。在手订单可覆盖未来 13 个月的安评收入（1Q23 时为 14 个月），新签订单能够支撑健康的收入增速。
- 6) **实验模型 (RMS) 板块：**RMS 板块持续受益于全球所有区域对小型实验动物的需求，在中国市场的大型实验动物的交付驱动了 2Q 板块收入增长超过预期，中国市场对小型实验动物的需求也同比增长，考虑到去年同期上海和北京受到新冠疫情的影响。尽管 RMS 板块收入在 2Q 有所放缓，但是持续在北美和欧洲市场看到稳健的需求和定价，反映了板块内大部分客户是资金充沛的，超过一半的 RMS 收入来自学术和政府机构以及大药企。虽然药物发现阶段对实验动物的需求有所减少，但是实验动物仍被大量用在药理和毒理实验上。如果药物发现活动不能明显恢复，明年甚至 5 年后，业内将没有药物进入到临床阶段。
- 7) **细胞基因治疗 (CGT) CDMO 业务：**CGT CDMO 取得强劲的季度业绩表现，收入双位数增长。正在与一个客户就商业化细胞治疗项目进行合作，另外有其他几个项目预计在未来的 1-2 年推进到商业化阶段。有信心今年增速快于去年。
- 8) **潜在中国安评 CRO 的竞争：**一些对价格极度敏感的西方客户会去中国做安评，但是中国的安评工作绝大部分都是由其本土 CRO 为本土 biotech 和药企完成的，这也是法律要求的。公司在跟一些潜在客户的沟通中聊到过去中国做安评，但是这种客户不多。

- 9) **项目价格**: 公司偶尔会碰到竞争对手激进的价格竞争, 包括中国竞争对手以及海外一些小的竞争对手, 有时公司也会跟进。公司跟一些大客户有长期合作合同, 规定了一些价格保护条款。公司也会不时的降低价格。针对不同的客户有不同的策略, 因为一些客户已经在担心资金来源的问题。

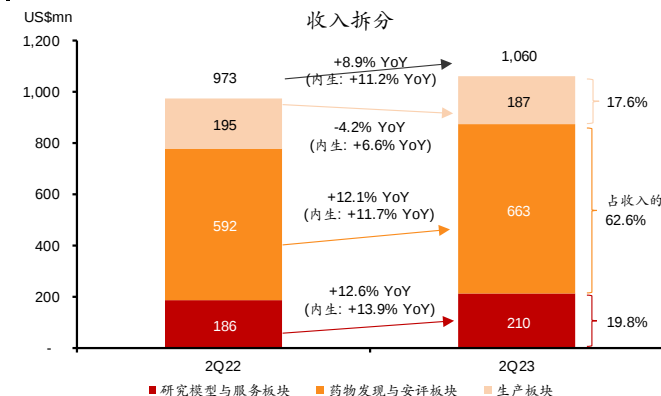
国内市场对标企业: 国内涉及药物安评的 CXO, 如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。

图 45: 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

图 46: Charles River: 收入拆分



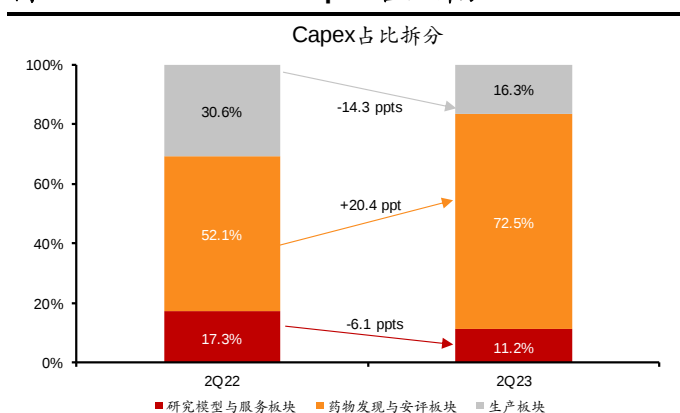
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 47: Charles River: 收入增速拆分

收入增速拆分	2021		2022		1Q23		2Q23		2023E	
	报表端增速	内生增速	报表端增速	内生增速	报表端增速	内生增速	报表端增速	内生增速	报表端增速	内生增速
总收入	21.1%	15.1%	12.3%	13.4%	12.6%	15.4%	8.9%	11.2%	2.5%-4.5%	5.5%-7.5%
研究模型与服务板块	20.9%	19.5%	7.1%	9.0%	13.2%	6.8%	12.6%	13.9%	高单位数增长	高单位数增长
药物发现与安评板块	14.7%	12.2%	16.1%	17.5%	21.7%	23.6%	12.1%	11.7%	中单位数增长	中单位数增长
生产板块	44.1%	20.6%	6.3%	5.3%	-13.4%	-1.8%	-4.2%	6.6%	低到中单位数下降	高单位数增长

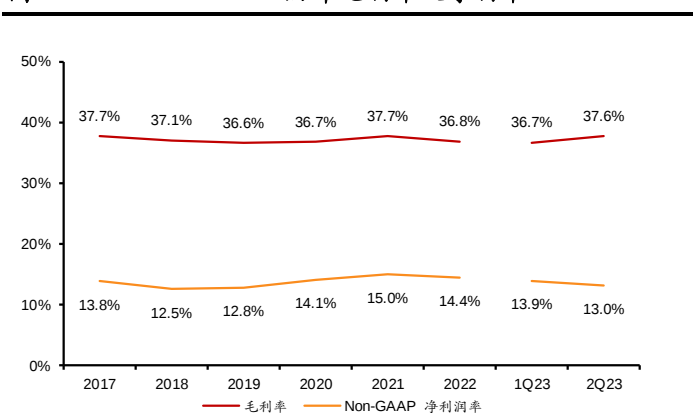
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 48: Charles River: Capex 占比拆分



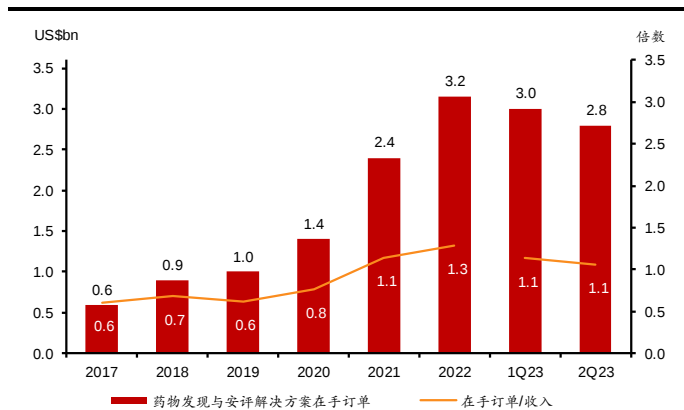
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 49: 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 50: Charles River: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Inotiv

2023 财年第三季度（即 2023 年 4 至 6 月）业绩概况：

美国实验模型及药物安评 CRO 公司 Inotiv 公布 FY3Q23 业绩，收入同比下降 8.8%至 1.6 亿美元，毛利率同比提升 5.5 个百分点至 35.0%，Non-GAAP EBITDA 同比下降 17.5%至 3100 万美元（vs FY22 的+871.2% YoY 以及 FY2Q23 的-32.3%），Non-GAAP EBITDA 利润率同比下降 2.0 个百分点至 19.4%（vs FY22 的提升 6.1 个百分点以及 FY2Q23 的减少 6.7 个百分点）净利润相比去年同期扭亏至盈利 180 万美元。截止 2023 年 6 月，药物发现与安评板块的在手订单金额为 1.5 亿美元，环比增长 2.3%，同比增长 4.1%。

分版块：1) 药物发现与安评板块（DSA）收入同比减少 5.0%至 4700 万美元，占收入的 29.7%；2) 研究模型与服务板块（RMS）收入同比减少 10.3%至 1.1 亿美元，占收入的 70.3%。

FY23 年指引：公司进一步下调全年业绩指引，预计收入同比至少增长 4.1%（此前指引为同比至少增长 5.9%），Non-GAAP EBITDA 同比最多下降 34.0%（此前指引为同比最多下降 23.0%）。

业绩电话会要点：

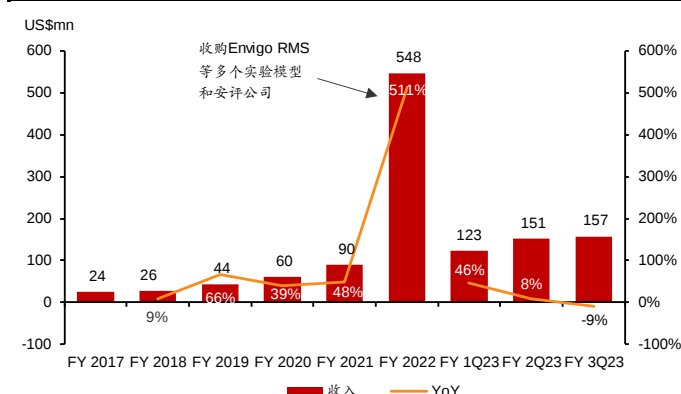
- 1) 非人灵长类动物（NHP）供应问题：**柬埔寨 NHP 的进口限制继续影响整个美国实验动物供应链。根据 USDA（美国农业部）数据，截至今年 6 月的 NHP 进口量同比减少 47.9%。公司已经开始寻找额外供应商，增加从柬埔寨之外的国家的 NHP 进口量。公司的 NHP 供应有一些通过合同锁定价格，看到非柬埔寨进口的 NHP 价格在上涨。公司 FY3Q23 的 NHP 销售量同比减少 40%，且销售量低于 FY2Q23（FY2Q23 低于 FY1Q23），预计 FY4Q23 的 NHP 可销售量将继续低于 FY3Q23。如果柬埔寨和中国 NHP 出口保持现状，预计 FY24 的 NHP 销售量将继续低于 FY23。然而，由于 NHP 价格提高（管理层示意价格在 3-4 万美金/只），FY23 的 NHP 销售收入将大致与 FY22 一致。如果 FY24 可以继续提高价格，预计 FY24 的 NHP 销售收入将与 FY23 类似。
- 2) NHP 供应限制的影响：**行业对 NHP 的需求仍然很高，管理层预计此状况仍会继续。但是自去年 11 月美国司法部爆出实验用猴走私事件后，行业内仍有库存 NHP，需要一段时间来消耗。现在美国的实验用猴进口量只有之前的一半，供给瓶颈将会更严重。基于此，客户也会选择其他来源地的 NHP，或者选择其他动物来做实验，所以客户的需求也相应的有所转变。
- 3) FY3Q23 收入变化驱动因素：**DSA FY3Q23 收入同比下降 5%，主要由于药物发现服务收入下降（受整体 biotech 融资下降影响），同时也受部分毒理服务的收入确认时点影响。预计近期完成的 DSA 产能扩张将使 DSA 收入相比 FY22 增长 40-50%。RMS FY3Q23 收入同比下降 10%，主要由于 NHP 销售量的显著减少，但是 NHP 价格上升部分抵消这一影响。NHP 价格以及相关费用持续走高，利好公司的利润率。公司的安评服务没有受到行业 NHP 短缺的影响，然而，来自柬埔寨和中国之

外区域的 NHP 供应量不足以补充柬埔寨 NHP 进口限制带来的供应缺口。

- 4) **订单**: FY3Q23 的新签订单非常强劲, 是历史上最好的季度之一。但是 book-to-bill (新签订单与收入的比值) 低于 1x 主要由于项目取消仍维持在类似上个季度的高位。管理层认为由于客户对于投入非常谨慎, 此项目取消趋势将持续。
- 5) **业绩指引**: 降低全年业绩指引的一个原因是药物发现收入不及预期, 因此今年针对性的增加此业务的销售队伍, 现在开始看到明显的业务恢复趋势。药物发现业务是 FY4Q23 (即 6-9 月) 上半季度的几个业务强点之一, 意味着 biotech 融资在恢复以及客户在重新启动项目。预计全年 NHP 收入高于此前预期, DSA 收入低于此前预期。基于现在的行业趋势, 管理层认为公司可在 4Q 以及 FY24 的每季度产生 2000 万美元的 EBITDA (低于 FY22 财年每个季度平局的 2300 万美元)。

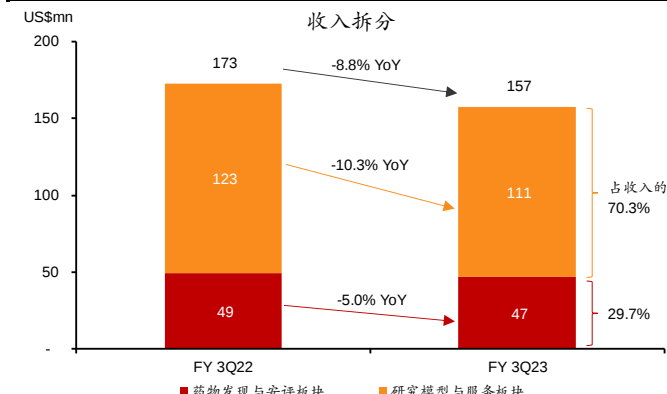
国内市场对标企业: 国内涉及药物安评的 CXO, 如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。国内涉及实验模型销售的公司, 如南模生物、药康生物、百奥赛图等。

图 51: Inotiv: 历年收入及增速



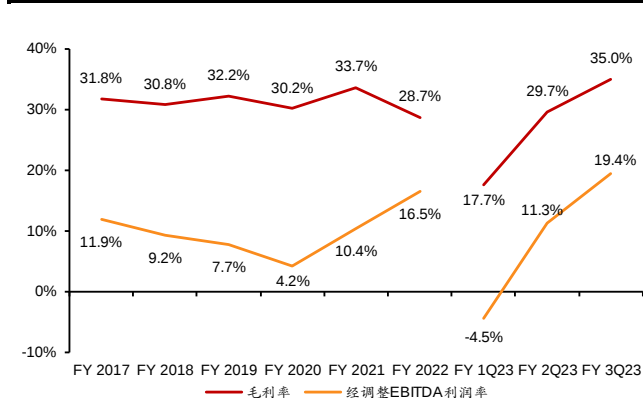
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: Inotiv: 收入拆分



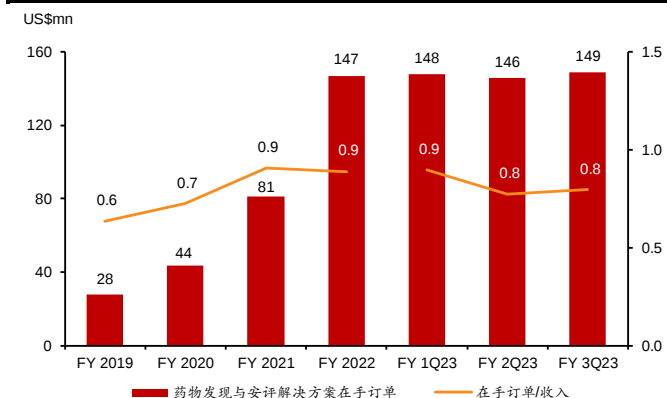
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 53: Inotiv: 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: Inotiv: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Lonza

2023 年上半年业绩概况:

收入同比增长 3.2% (固定汇率/CC: +5.6%) 至 30.8 亿瑞士法郎 (2022 年收入增速为 15.1% (CC)), 其中基础业务收入 (即剔除新冠收入、客户项目取消补偿收入以及其他一次性项目影响后的收入) 增长约 10% (CC); 核心 EBITDA 同比下降 6.6% (CC) 至 9.2 亿瑞士法郎 (核心 EBITDA 利润率下降 3.1 个百分点至 30.0%); 核心净利润同比下降 16.4% 至 4.5 亿瑞士法郎 (核心净利润率下降 3.5 个百分点至 14.7%)。

分版块: 1) 生物药版块收入同比增长 1.9% (CC) 至 16.1 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 17.3% 至 4.8 亿瑞士法郎; 2) 小分子版块收入同比增长 37.5% (CC) 至 3.9 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 12.0% 至 0.7 亿瑞士法郎; 3) CGT 版块收入同比增长 10.8% (CC) 至 3.6 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 18.8% 至 0.4 亿瑞士法郎; 4) 胶囊与保健原料版块收入同比增长 0.3% (CC) 至 6.0 亿瑞士法郎, Capex 同比下降 36.5% 至 0.3 亿瑞士法郎。

2023 年指引: 公司将 2023 年收入增速指引从高单位数 (CC) 下调为中至高单位数 (CC), 以反映低于预期的早期项目 (受融资影响) 以及持续疲软的保健品胶囊市场需求。继续确认 2021-24 年收入将维持低双位数 (CC) 的复合增长。维持 2023 年核心 EBITDA 利润率率在 28-29%。仍然预计全年投入收入的 30% 至 Capex。

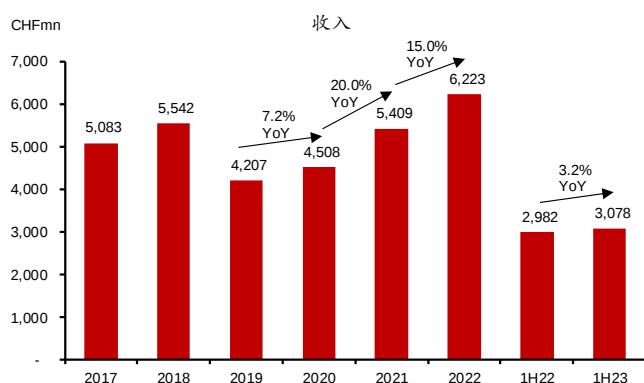
业绩电话会要点:

- 1) 生物药板块:** 生物药 CDMO 板块取得稳健的基本业务增长 (双位数), 得益于偶联、哺乳动物和微生物业务的驱动。上半年看到健康的新签订单增长。受 biotech 融资影响, 早期服务增速低于预期, 导致相关产能利用率低。
- 2) CGT 板块:** CGT 板块持续受到 biotech 融资问题带来的低需求的影响。板块内需求分为两类, 生物科技服务 (BioScience, 上游生命科学业务) 量价齐升, 然而 CGT 技术服务由于现在 biotech 融资环境以及一些客户临床项目失败, 出现需求疲软。公司仍看好 CGT 产品的长期商业化潜力。公司管线内有 150 个 CGT 项目, 其中 3 个是已上市, 居于市场领先地位。现在 CGT 市场正明显趋于稳定状态, 何时复苏还需要再观察。
- 3) 小分子板块:** 小分子板块的高增速得益于高产能利用率、有利的客户项目发货安排以及持续专注于复杂和高价值项目 (包括 ADC 相关成分)。剔除客户项目发货影响, 板块增长为高单位数。
- 4) 收购 ADC 开发平台公司 Synaffix:** 收购 Synaffix 将对公司的收入和利润率带来直接正面贡献。Synaffix 已跟多个不同规模的 biotech 合作, 合作项目超过 15 个, 预计未来可带来销售分成收入。结合 Synaffix 的技术和 IP, 公司可以提升客户 ADC 项目从发现到商业化的效率。
- 5) EBITDA 利润率下滑原因:** 1) 高利润率的新冠收入的减少; 2) 一次性项目的负面影响; 3) 早期项目和胶囊与保健原料板块的低产能利用率。

- 6) **早期项目**：早期项目的可预见性周期比较短，大约 3-6 个月。二季度看到早期项目增长低于预期，但不去推测具体复苏时间。从过往的下滑周期来看，会持续 18-30 个月。生物药板块的早期项目仍然有良好的增长，但是考虑到公司在此业务上持续增加的产能，之前对这块业务有较高的预期。未来会继续加码早期业务的投入和宣传，仍有一些客户对公司的早期项目的独特优势不甚了解，包括产能位置（位于欧美），以及为早期创业公司提供 DS 到 DP 的服务能力。
- 7) **价格竞争**：跟客户的初步沟通中，客户最看重的是交付时间、专业能力、质量和合规。价格很重要，但是并不是首要考虑因素。

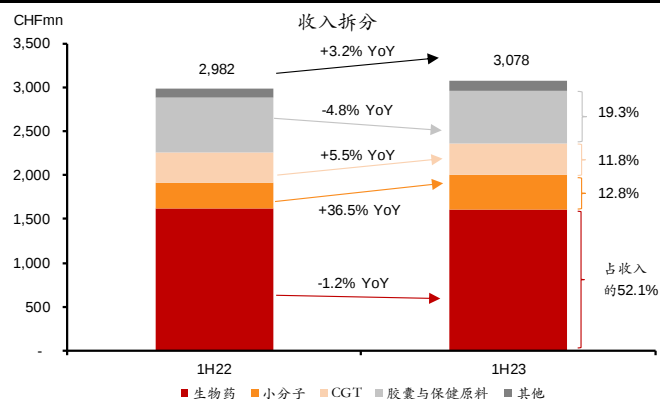
国内市场对标企业：建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注头部 CGT CDMO 公司，如药明康德、金斯瑞、博腾股份，提示注意 CGT CDMO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目风险相对较高。

图 55: Lonza: 历年收入及增速



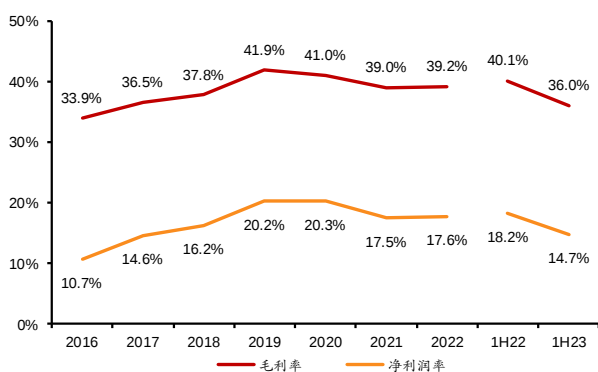
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 56: Lonza: 收入拆分



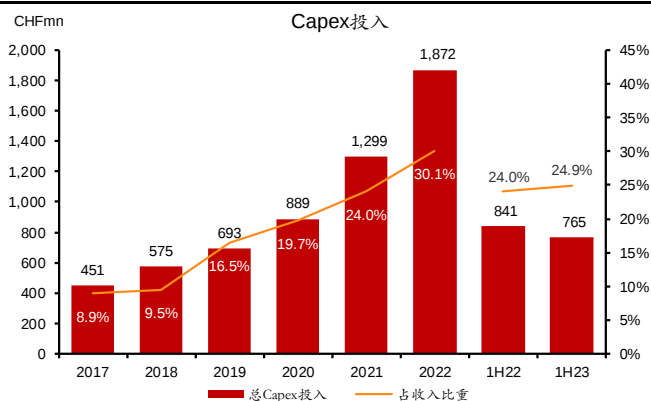
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 57: Lonza: 历年毛利率及净利率



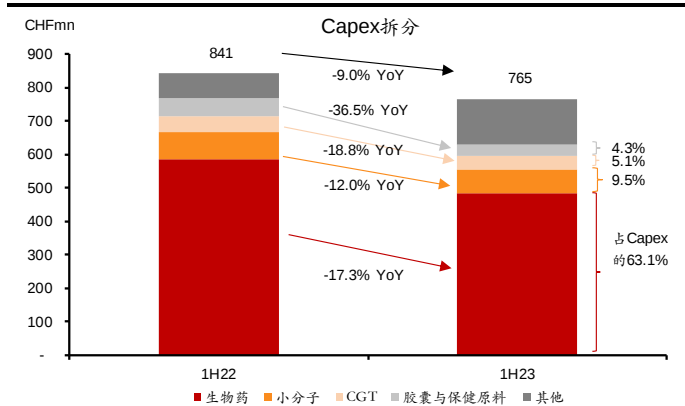
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 58: Lonza: 历年 Capex 投入



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 59: Lonza: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Samsung Bio

2023 年第二季度业绩概况

财务：全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 2Q23 业绩，收入（仅包括 CMO 业务，下同）同比增长 26.5%（vs 2022 年的+55.4%YoY 和 1Q23 的+15.6% YoY）至 6,370 亿韩元（约 4.9 亿美元），毛利率同比提升 3.4 个百分点至 49.5%，净利润同比增长 90.6%（vs 2022 年的+62.3%YoY 和 1Q23 的+29.1% YoY）至 1,020 亿韩元（约 1.5 亿美元），净利率提升 10.2 个百分点至 30.5%。

订单和管线：截止 2023 年 6 月 30 日，公司的 CMO 合同额相比 2022 年底增长 10.5%至 105 亿美金，相当于 2Q23 年化收入的 5.3 倍（vs 2022 年的 5.0 倍以及 1Q23 的 5.4 倍）。公司与辉瑞签署 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，与某美国药企签署 1.13 亿美元合同，与某欧洲药企签署 8100 万美元合同。

截止 2023 年 6 月 30 日，公司管线内有 83 个 CMO 项目（vs 2022 年底的 74 个以及 1Q23 的 76 个），108 个 CDO 项目（vs 2022 年底的 101 个以及 1Q23 的 102 个）。在 2022 年正式推出双抗开发平台（S-DUAL 和 DEVELOPICK），进一步提升 CDO 能力。

产能：4 号工厂 1 期的 6 万升产能于 2022 年 10 月投产，剩余 18 万升产能于 2023 年 6 月全部投产（将于 3Q23 开始贡献收入），公司位于韩国仁川 Bio Campus I 的总产能达到 60.4 万升（全部为不锈钢反应罐），占全球产能的 30%（根据公司数据）。此外，公司计划在 4 号工厂内增加 ADC 产线，预计于 1Q24 投产。4 号工厂已锁定 10 个客户的 16 个产品，并正在跟 30 个客户协商 46 个产品。

另外，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）。为了应对持续增长的生物药外包生产需求，公司于 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*15kL），预计 2025 年 4 月投产（比之前的计划提前 5 个月），届时公司总产能将超过 78 万升。公司预计待 Bio Campus II 全部完工后，公司的总产能将达到 132.4 万升。

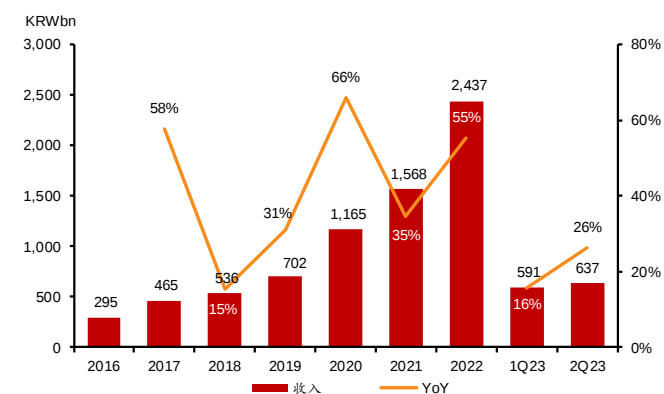
国内市场对标企业：定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场内竞争对手对国内生物药 CDMO 公司的潜在影响。

图 60: Samsung Bio：产能建设规划

工厂	Plant #1	Plant #2	Plant #3	Plant #4	Plant #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

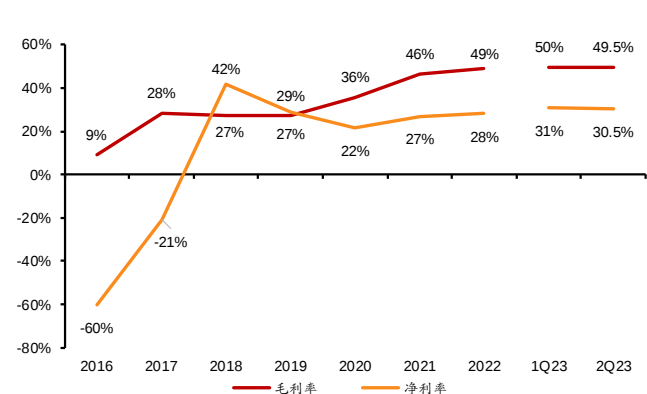
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 61: Samsung Bio: 历年收入及增速



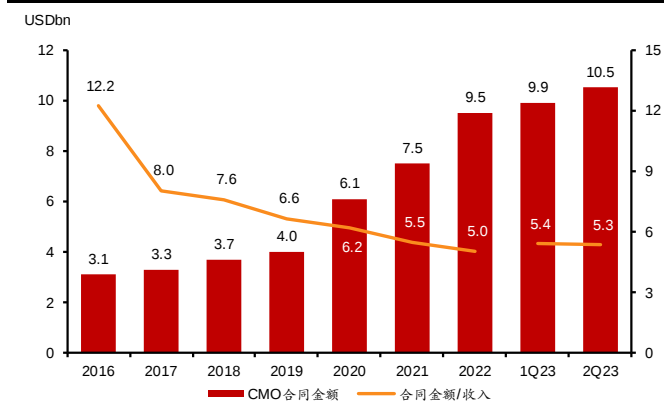
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 62: Samsung Bio: 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 63: Samsung Bio: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 64: Samsung Bio: 历年管线项目数量



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、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。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。