

中国医药

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

我们总结了海外主要 CXO 公司的 2023 年和 4Q23 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 年业绩持续出现分化，按照这些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。按照这些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，我们希望通过持续跟踪海外 CXO 和生命科学上游行业为判断中国 CXO 行业的发展趋势提供更加全面的视角。

- 2023 年 CXO 业绩持续分化。**我们发现后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段，非生产类 CXO 好于生产类 CXO。我们认为导致此趋势的原因有五个：1) 后疫情时代积压的非新冠项目得以重新推进；2) 全球医疗健康融资明显减少，biotech 公司将更多资源用于推进少数重点临床项目；3) 大药企在 2023 年也开始控制成本投入，将重心放在商业化潜力更明朗的项目上；4) 新冠药物需求造成 2022 年业绩基数高，特别是对于 C(D)MO 公司而言；5) C(D)MO 公司成本相对刚性，疫情后产能利用率相对较低造成折旧摊销压力大。4Q23 业绩披露后，海外 CXO 公司的股价普遍上涨，大部分公司股价单日涨幅超过 10%，表明市场对业绩和指引给予了积极反馈。
- 临床 CRO 2023 年业绩达成率较高；2024 年行业利润预期明显改善。**我们定义业绩达成率为实际全年业绩与初次给予的业绩指引的比值，体现管理层在年初对公司业绩预期是否更乐观或更保守。我们发现后期阶段 CXO 的业绩达成率好于早期阶段 CXO，同时非生产类 CXO 的好于生产类 CXO。收入的达成率（平均 96.7%）也明显好于利润的达成率（平均 86.1%）。海外 CXO 公司给予的 2024 业绩指引整体维持谨慎，特别是收入端，主要反映 1H24 可能延续 2H23 较弱的市场需求和客户情绪，而几乎所有公司的利润指引都要好于 2023 年。
- 2024 年下半年需求复苏渐成共识。**有多家海外公司管理层首次明确表示 2024 年下半年将看到行业需求和公司业绩的复苏，其中生命科学上游公司以及临床前 CRO 公司管理层给予的复苏信号最强烈。我们认为，这一方面反映这些公司 2023 年的业绩低基数效应，另一方面也反映出这些公司管理层对早期研发需求将随着融资改善而快速复苏的判断。医疗健康融资在 2023 年内企稳，随着美国逐渐进入降息周期，融资有望迎来恢复。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，而 2024 年下半年全球 CXO 行业或将迎来需求周期的向上拐点。
- 对中国 CXO 行业的启示。**2023 年中国医疗健康融资的恢复趋势略弱于全球，但 4Q23 出现显著改善，或许意味着 2024 年中国医药行业融资将跟随全球逐渐步入复苏轨道。中国 CXO 公司的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。考虑到业绩基数的影响以及中国融资复苏节奏或将慢于海外，我们预计中国主要 CXO 公司将最早在 2024 年下半年重新进入业绩加速通道。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 (US\$bn)	收入 CAGR (23-26E)	净利润 CAGR (23-26E)	P/E FY24E	P/E FY25E	P/E FY26E	PEG FY24E
Thermo Fisher	TMO US	未评级	227.9	4.9%	6.9%	27.7	24.8	22.2	4.0
IQVIA	IQV US	未评级	46.8	6.2%	10.4%	23.1	20.6	18.0	2.2
Charles River	CRL US	未评级	13.7	5.9%	9.9%	24.2	21.5	19.0	2.5
Lonza	LONN SW	未评级	39.2	6.9%	13.5%	37.6	30.5	25.4	2.8

资料来源：彭博；数据截至 2024 年 3 月 10 日

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

- [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 - 11 Dec 2023](#)
- [GLP-1 产业链蕴藏巨大潜力 - 解析全球研发趋势，把握产业链投资机会 - 16 Nov 2023](#)
- [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 - 23 Aug 2023](#)
- [Revenue growth accelerated in 1Q22 and valuation at historical-low - 15 Mar 2022](#)
- [China CDMO players to play a vital role in global market - 16 Feb 2022](#)
- [Deep dive into valuation of China CXO sector - 26 Nov 2021](#)
- [China CDMO players to play a vital role in global market - 16 Feb 2022](#)

目录

2023 年业绩分化贯穿全年：后期>早期；CRO>C(D)MO	3
海外 CXO 业绩分化贯穿全年.....	3
市场对 4Q23 业绩和 24 指引给予积极反馈.....	6
业绩指引：临床 CRO 23 年业绩达成率较高；24 年利润端预期改善明显	8
24 年下半年需求复苏渐成共识	11
海外 CXO 公司管理层积极预期 24 年下半年需求复苏.....	11
全球医疗健康融资企稳.....	13
对中国 CXO 行业的启示：等待曙光.....	15
CXO 业绩趋势分析：24 年业绩呈现改善预期	17
海外 CXO 初步展现改善苗头，拐点确认或将需要多季度业绩验证	17
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.....	19
海外主要 CXO 公司 2023 年度业绩概况与电话会要点.....	22
Thermo Fisher.....	22
IQVIA.....	25
ICON.....	28
Medpace.....	31
Charles River.....	34
Inotiv.....	38
Samsung Bio.....	40
Lonza.....	42

2023年业绩分化贯穿全年：后期>早期；CRO>C(D)MO

海外 CXO 业绩分化贯穿全年

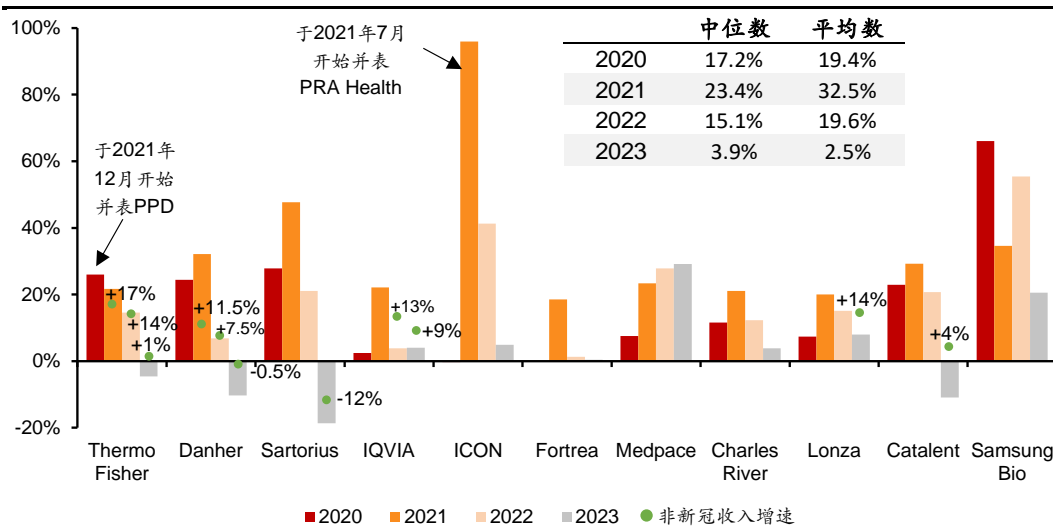
受新冠需求显著下降、biotech 融资尚未复苏的影响，整体上海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2023 年收入和利润增速相比 2021/2022 年均有明显减速，其中 2H23 有稍微恶化的趋势，部分原因是基数效应。如果剔除新冠收入、收并购以及汇率的影响，部分公司的核心业务全年增速维持在相对健康的水平，但是呈现出逐季度放缓的趋势。需要注意的是，核心业务增速仍低于新冠疫情期间的增速，意味着行业需求仍未完全恢复。

具体来看，在收入端，2023 年几乎所有我们追踪的公司 (9/11) 的收入增速显著慢于 2022 年，小部分公司 (4/11) 收入出现负增长，2023 年收入增速中位数/平均数分别下滑 11.2/17.1 个百分点。在利润端，由于竞争加剧和固定支出的存在 (比如人工和折旧/摊销等)，所有追踪公司的 2023 利润增速均大幅度弱于 2022 年，绝大部分公司利润增速的下滑幅度大于收入，2023 年利润增速中位数/平均数分别下滑 27.1/36.6 个百分点。

通过比较，我们发现海外 CXO 和生命科学上游公司的 2023 季度业绩持续出现分化 (跟自身过往对比)，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。

业绩表现亮眼的公司包括 Samsung Bio (CDMO) 和 Medpace (临床 CRO)，前者受益于新产能投产以及充沛的全球订单，后者受益于 biotech 客户需求的增长。而业绩表现较弱的公司包括 Charles River (临床前 CRO)、Catalent (CDMO) 和 Thermo Fisher (生命科学上游，CXO)，其中 Charles River 受到全球早期研发需求在 2H23 明显走弱的影响，Catalent 面临持续产能利用率低下的问题，Thermo Fisher 受到生命科学下游需求持续疲软的影响。

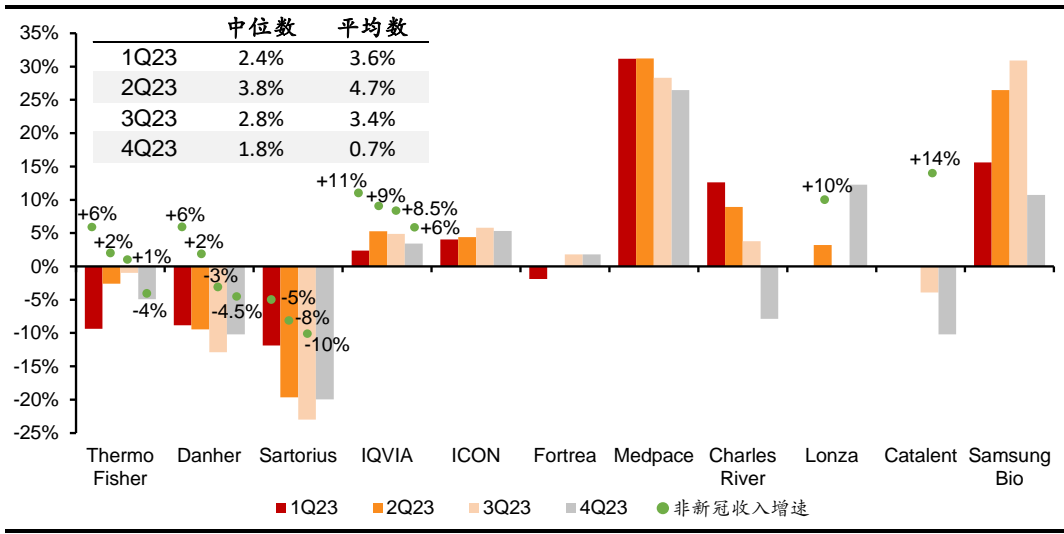
图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速 (年度)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: Catalent 财年截止于每年 6 月, 其 2020/2021/2022/2023 年收入增速分别指截至 2020 年 6 月/2021 年 6 月/2022 年 6 月/2023 年 6 月的财年收入增速。新冠收入基于各公司业绩电话会或年报披露信息。

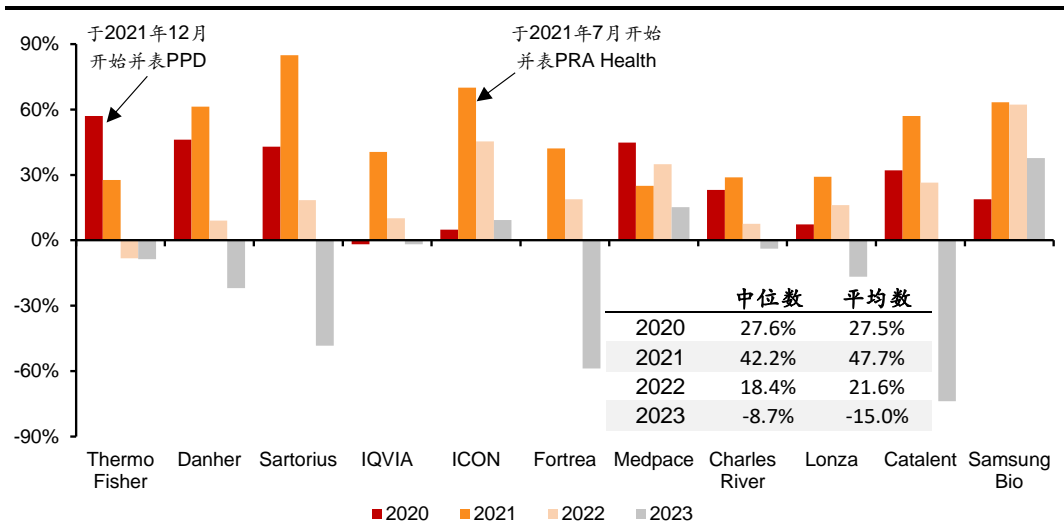
图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速 (季度)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: Lonza 的 2Q23/4Q23 收入增速分别指 1H23/2H23 收入增速。Catalent 财年截止于每年 6 月, 3Q23 收入增速指 2023 年 6 - 9 月的 24 财年第一季度收入增速, 4Q23 收入增速指 2023 年 10 - 12 月的 24 财年第二季度收入增速。新冠收入基于各公司业绩电话会或年报披露信息, 其中 Sartorius 为累计值, 其他公司为当季度/半年度值。

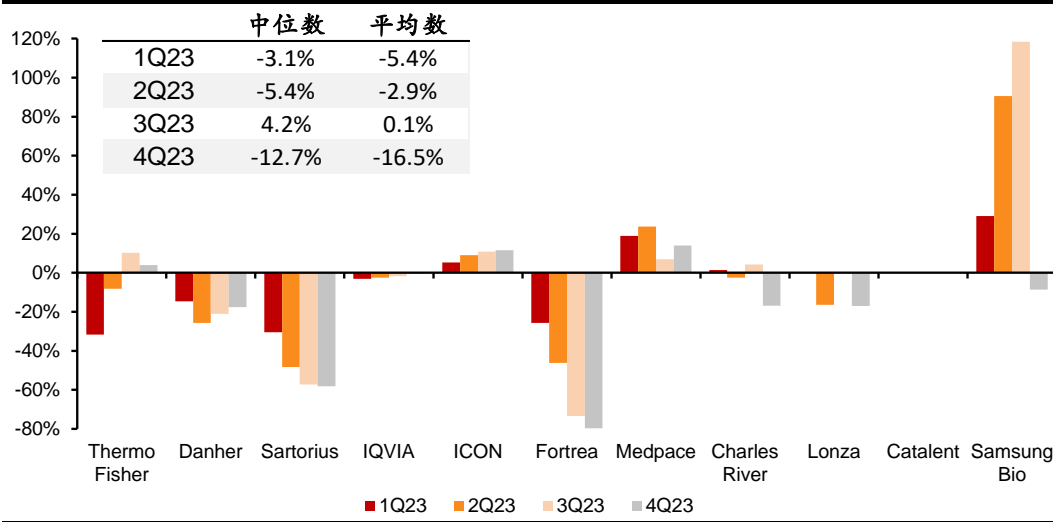
图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (年度)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 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; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (季度)



我们认为导致上述细分领域的业绩分化有 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 公司面临持续的资金挑战, 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临床项目; 3) 大药企虽然不受 biotech 融资的负面影响, 但由于新冠药物相关收入大幅减少, 加上对 IRA 法案执行的预期, 一些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, 但大药企的研发投入相较 biotech 仍更具稳定性; 4) 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 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, 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, 已趋于稳定的欧美劳动力市场也为 CRO 企业调整员工队伍提供了便利。

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, 发现毛利率在疫情爆发的前两年普遍提升, 而 2022/2023 年毛利率更多呈现下降趋势。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 2023 年才终止。根据各公司管理层的指引, 2024 年 capex 占收入比重普遍将继续下滑。持续大量的 capex 投入提高了后续折旧和摊销对财务的影响, 2022/2023 年折旧和摊销占收入比重普遍上升, 但得益于 2023/2024 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小幅下行, 2025 年将得到明显缓和。

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 CXO 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 CXO 管理层对 2024 年利润端指引普遍好于收入端也反映了成本端压力下降的趋势（参考图 8）。

图 5: 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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-
Danaher	+	+	-	+	+	-	-	+	-	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	-	+	-	-
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-
IQVIA	+	+	-	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ICON	+	-	-	-	-	+	+	+	-	-	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
Medpace	-	-	-	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	-	-
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-
Inotiv	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-
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提速, “-”表示有降速。提速的年度以红色标注, 降速的年度以绿色标注, 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)。

市场对 4Q23 业绩和 24 指引给予积极反馈

海外 CXO 和生命科学上游公司在公布 4Q23 业绩后, 股价普遍上行, 大部分公司股价单日涨幅超过 10%, 表明市场对 4Q23 业绩和 2024 业绩指引给予了积极反馈。市场关注的要点包括 4Q23 业绩是否超预期、2024 业绩指引是否超预期、新签订单趋势以及其他宏观环境改善信号等。

图 6: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 4Q23 业绩后股价表现及市场反馈

公司	核心业务	业绩后股价变化				市场关注点
		1天	1周	2周	1月	
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	-5.0%	-1.2%	-5.0%	4.3%	EPS 指引低于预期, 偏谨慎。
Danaher	生命科学上游	4.7%	5.1%	5.5%	8.1%	订单出货比温和复苏。24 指引低于预期, 但为未来超预期和向上调整指引打下基础。
Sartorius	生命科学上游	10.5%	12.1%	13.1%	13.1%	4Q23 业绩超预期, 订单出货比恢复至大于 1 的水平。24 指引好于预期。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	13.1%	10.2%	16.3%	17.5%	4Q23 业绩超预期, 其中科技与分析解决方案收入明显超预期, 缓和了市场此前的担忧。EPS 指引好于预期。新签订单好于预期。
ICON	临床 CRO	10.1%	13.6%	17.9%	17.9%	管理层重申 24 指引, 对市场环境、利润率和资本规划的评论提升了市场信心。
Fortrea	临床 CRO	-1.1%				4Q23 EPS 不及预期
Medpace	临床 CRO	12.3%	18.5%	24.5%	26.5%	4Q23 EPS 超预期, 24 指引是积极的, 25 年可能提速, 管理层反馈市场环境正在企稳和改善。
Labcorp	诊断实验室、生物制药实验室	-2.6%	-4.5%	-5.4%	-4.5%	EPS 指引好于预期, 市场对于公司能够达成指引有信心。

Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型	11.3%	9.5%	16.6%	19.6%	EPS 指引好于预期但收入指引低于预期，市场担忧项目取消率较高。
Inotive	DSA、动物模型	16.8%	55.2%	61.7%	125.3%	FY1Q24 业绩超预期，季度订单出货比改善，管理层表示今年 NHP 供应将有所改善。
Lonza	CDMO	14.4%	15.5%	20.2%	22.7%	2H23 业绩超预期，管理层重申其 24-28 年长期业绩指引。
Samsung Bio	CMO	-0.4%	6.6%	4.8%	-0.4%	4Q23 业绩超预期。

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

业绩指引：临床 CRO 23 年业绩达成率较高；24 年利润端预期改善明显

我们用全年业绩达成率来衡量 2023 年实际业绩与管理层指引的差异。我们定义业绩达成率为实际全年业绩与初次给予的业绩指引的比值，可体现管理层在年初对公司业绩的预期是否更乐观或者更保守。我们发现全年业绩达成率与我们此前所述趋势基本一致，即临床>临床前>生命科学上游，以及 CRO>C(D)MO。同时，收入端的达成率明显好于利润端的达成率（收入平均达成率 96.7% vs 利润平均达成率 86.1%）。

主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 的实际收入和利润均远超管理层的最初指引，其他临床 CRO 公司的业绩达成率也超过 98%。持续全年的融资低迷对 biotech 研发活动造成明显的负面影响，但临床前 CRO 的业绩达成率仍优于我们的预期。我们认为主要由于滞后因素，biotech 融资下滑对于 CRO 业绩的影响主要从 23 年下半年开始，未完全体现在 2023 年全年业绩上，我们预计业绩压力将在 2024 上半年持续（参考图 8 中的 Charles River 管理层业绩指引）。生命科学上游需求维持低位，客户持续去库存，拉低了 Thermo Fisher 的整体业绩增速（即 CXO 业务增速好于生命科学上游业务），纯生命科学上游公司 Danaher 和 Sartorius 的业绩表现相较年初指引则差异较大。C(D)MO 中的 Lonza 的业绩达成率较高，主要由于 2H23 非新冠业务的加速，但公司在 2024 年面临大项目丢失带来的增长压力，显示外包生产需求受到个别项目影响较大，这一点在 Catalent 的业绩上也有明显体现。

图 7: 海外主要 CXO 和生命科学上游 2023 年业绩指引变化情况

公司	核心业务	2023 收入指引变化			全年业绩达成率	2023 利润指引变化			全年业绩达成率
		1Q23	2Q23	3Q23		1Q23	2Q23	3Q23	
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	—	↓	↓	94.6% ❌	—	↓	↓	90.9% ❌
Danaher	生命科学上游	↓	↓	↓	94.4% ❌	↓	↓	—	66.4% ❌
Sartorius	生命科学上游	—	↓	↓	79.7% ❌	—	↓	↓	66.9% ❌
IQVIA	临床 CRO、数据服务	—	↓	↑	98.1% ✔️	—	↑	↓	98.0% ✔️
ICON	临床 CRO	—	↑	—	99.8% ✔️	—	↑	—	100.5% ✔️
Fortrea	临床 CRO	—	—	↑	101.4% ✔️	—	—	—	98.9% ✔️
Medpace	临床 CRO	↑	↑	↑	109.6% ✔️	↓	↑	↑	110.9% ✔️
Labcorp (生物制药实验室板块)	生物制药实验室	—	—	↓	99.1% ✔️	—	—	—	—
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物	↑	—	↓	100.8% ✔️	↑	↑	—	103.6% ✔️
Inotive	DSA、动物模型	—	—	↓	98.7% ✔️	—	↓	↓	87.8% ❌
Lonza	CDMO	—	↓	↑	99.9% ✔️	—	↓	—	97.5% ❌
Catalent	CDMO	↓	—	↓	83.8% ❌	↓	—	↓	26.2% ❌
平均达成率					96.7%				86.1%
中位达成率					98.9%				97.5%

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：全年业绩达成率指实际报告全年业绩与初次业绩指引（表现）的比值，“x”表示未达成，“√”表示达成，考虑到 2023 年增速普遍较低，达成率高于 98% 即为达成目标。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 Thermo Fisher、IQVIA、

Charles River、Danaher 和 Catalent，收入指引变化基于内生增速（剔除收并购和汇率影响）；其余公司收入指引变化基于表现增速。对于 Medpace，利润指引变化基于 GAAP EPS；对于 Fortrea 和 Sartorius，利润指引变化基于 non-GAAP EBITDA；对于 Danaher，利润指引变化基于 non-GAAP 运营利润；对于 Lonza，利润指引变化基于核心 EBITDA 利润率；其余公司利润指引变化基于 non-GAAP EPS。

海外 CXO 和生命科学上游公司给予的 2024 业绩指引整体维持谨慎，主要反映 1H24 可能延续 2H23 较弱的市场需求。然而，相比于收入端不到一半的公司（6/13，只统计给与指引的公司，下同）的指引相比 2023 年有所改善，海外管理层在利润端有更多信心，所有公司（11/11）的利润指引要好于 2023 年。

临床 CRO 在 2023 年成为行业内表现较好的细分板块。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，2023 年收入增速超过 29%，连续三年收入增速超过 20%，管理层预计 2024 年收入增长 14.0%至 16.4%，低于 2023 年度的速度，但仍远高于海外同行，同时管理层表示 2025 年收入增速将会提速。Medpace 的业绩表现或许显示对资金敏感的 biotech 客户正在重新启动临床研发项目。全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的临床业务板块在过去三年都是其三个业务板块中增速最快的，但其非临床运营业务在 2023 年面临需求不足的压力，主要由于大药企客户开始控制非临床支出。基于高基数以及需求预期，IQVIA 对 2024 年的业绩指引稍显保守。

全球安评龙头 Charles River 的 2023 年收入增速从 2H23 开始承压。尽管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，但仍受制于全球早期研发需求走弱叠加高基数的营销。Charles River 2024 年业绩指引相比 2023 年继续走弱，但管理层有信心 2H24 内生收入将恢复正增长。

作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 继续受到下游客户去库存的影响，2023 年的剔除收并购、汇率和新冠的核心内生收入仅增长 1%，不仅低于 2021/2022 年的+14%，也低于疫情前的高单位数增速。然而生命科学上游的同行 Danaher 和 Sartorius 的 2024 业绩指引相比于 2023 年均有明显改善，可能显示出 Thermo Fisher 的 2024 年业绩指引相对保守。

CDMO 行业受到新冠需求减少的负面影响。Lonza 和 Catalent 的后疫情时代业绩增速均显著放缓甚至下滑。Lonza 的收入增速在 2H23 大幅提升，反映了稳健的基本业务需求，但由于丢失两个大订单导致其 2024 年预期收入持平。Catalent 正从新冠收入锐减和产能利用率低的问题中逐渐恢复，管理层此前预计 FY24（即截至 2024 年 6 月的财年）的非新冠收入将增长 15%~19%（mid-to-high teens）。

图 8: 海外主要 CXO 和生命科学上游 2024 年业绩指引汇总

公司	核心业务	2023 收入 (YoY)	2024 全年收入指引	vs 2023	2023 利润 (YoY)	2024 全年利润指引	vs 2023
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	<ul style="list-style-type: none"> -4.6% (表现) -5% (内生) +1% (内生+剔除新冠) 	<ul style="list-style-type: none"> -1.5% (表现) (-1%) ~ (+1%) (内生) 	<ul style="list-style-type: none"> 改善 (表现) ↑ 恶化 (内生) ↓ 	-8.7%	(-2.8%) ~ (-2.1%)	改善 ↑
Danaher	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> -10.5% (表现) -10.0% (内生) -0.5% (内生+剔除新冠) 	低单位数下降 (内生)	改善 ↑	21.8% (non-GAAP 运营利润率)	22.3% (non-GAAP 运营利润率)	改善 ↑
Sartorius	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> -18.7% (表现) -16.6% (CC) 	中到高单位数增长 (表现)	改善 ↑	28.3% (underlying EBITDA 利润率)	>30% (underlying EBITDA 利润率)	改善 ↑

		• -12% (CC+剔除新冠)					
IQVIA	临床 CRO、数据服务	• +4.0% (表观) • +9% (内生)	• (+2.8%) ~ (+4.4%) (表观) • (+5.3%) ~ (+6.9%) (内生)	• 恶化 (表观) ↓ • 恶化 (内生) ↓	-1.9%	(+7.4%) ~ (+10.3%)	改善 ↑
IQVIA (临床 CRO 板块)	临床 CRO	• +6.0% (表观) • +13% (内生)	• (+3.6%) ~ (+4.8%) (表观) • 高单位数增长 (剔除新冠和过手费)	• 恶化 (表观) ↓			
ICON	临床 CRO	+4.9%	(+3.4%) ~ (+8.4%)	改善 ↑	+9.2%	(+13.4%) ~ (+19.6%)	改善 ↑
Fortrea	临床 CRO	+0.4%	(+1.0%) ~ (+3.1%)	改善 ↑	-34.0%	(+4.8%) ~ (+19.7%)	改善 ↑
Medpace	临床 CRO	+29.2%	(+14.0%) ~ (+16.4%)	恶化 ↓	+15.3%	(+15.3%) ~ (+23.1%)	改善 ↑
Labcorp (生物制药实验室板块)	生物制药实验室业务	+2.9% (表观)	(+5.5%) ~ (+7.5%)	改善 ↑			
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型 (RMS)	• +3.9% (表观) • +6.5% (内生)	• (+1.0%) ~ (+4.0%) (表观) • (+0.0%) ~ (+3.0%) (内生)	• 恶化 (表观) ↓ • 恶化 (内生) ↓	-3.8%	(+2.2%) ~ (+6.8%)	改善 ↑
Charles River (DSA 板块)	DSA	• +6.9% (表观) • +7.9% (内生)	持平至低单位数增长 (内生)	恶化 ↓			
Inotiv	DSA、RMS	+4.5%	(+1.3%) ~ (+3.1%)	恶化 ↓	-27.3%	(+13.9%) ~ (+21.5%)	改善 ↑
Samsung Bio	CMO	+23.1%	(+10%) ~ (+15%)	恶化 ↓	+37.7%		
Lonza	CDMO	• +7.9% (表观) • +10.9% (CC)	持平 (CC)	恶化 ↓	• +0.2% YoY (核心 EBITDA 利润) • 29.8% (核心 EBITDA 利润率)	• (+7.5%) ~ (+14.2%) YoY (核心 EBITDA 利润) • 32-34% (核心 EBITDA 利润率)	改善 ↑
Catalent	CDMO	• -11.0% (表观) • -11% (内生)	• (+0.6%) ~ (+5.2%) • (+15%) ~ (+19%) (非新冠)	改善 ↑	-73.8%	(-37.9%) ~ (-3.8%)	改善 ↑

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 Inotiv, 2023 指截至 2023 年 9 月的 2023 财年, 业绩指引针对截至 2024 年 9 月的 2024 财年; 对于 Catalent, 2023 指截至 2023 年 6 月的 2023 财年, 业绩指引针对截至 2024 年 6 月的 2024 财年。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, 收入增速指其合并口径 (包含 biosimilar 业务) 增速, 收入指引针对合并口径, 利润增速为 CMO 业务增速; 对于 Fortrea、Inotiv 和 Lonza, 2023 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。由于 Catalent 在 2024 年 2 月宣布其将被 Novo Holdings 收购, 已停止更新业绩指引, 故此其业绩指引为 2023 年 11 月给予。

24年下半年需求复苏渐成共识

海外 CXO 公司管理层积极预期 24 年下半年需求复苏

海外 CXO 和生命科学上游公司管理层对融资、客户需求以及未来趋势的看法基本遵循我们在前面提到的景气度顺序，即临床>临床前>生命科学上游，以及 CRO>C(D)MO。值得注意的是，有多家公司管理层首次明确表示 2024 年下半年有望看到行业需求和公司业绩的复苏，其中生命科学上游公司 Danaher 和 Sartorius，以及临床前 CRO 公司 Charles River 的管理层给予的复苏信号最强烈。我们认为，这一方面反映这些公司 2023 年的业绩低基数效应，另一方面也反映出这些公司管理层对早期研发需求将随着融资改善而快速复苏的判断。

图 9: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层对需求/业绩拐点的看法

公司	核心业务	对需求/业绩拐点的看法
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	预计 2024 年内市场情况将随时间推移而小幅度改善，但不预期 2024 年中国市场将出现有意义的改善。
Danaher	生命科学上游	预计 2024 年下半年收入将恢复正增长，届时北美和西欧市场的客户将基本完成去库存，但新兴 biotech 公司较多的市场（比如中国）去库存速度较慢。
Sartorius	生命科学上游	整体的客户库存存在逐渐改善，预计 2024 年上半年完成去库存。中国市场的需求弱于其他市场，预计 2024 年下半年可能会有微弱恢复。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	大药企客户现在非常关注成本控制，对可选服务（比如市场分析与咨询服务）的投入持谨慎态度；预计需求将恢复增长，但不会早于 2024 年下半年。
Fortrea	临床 CRO	预计 1H24 收入负增长，2H24 的收入增速预计将转正至 3-5%
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型	对 2024 年收入利润增长逐步改善非常有信心，预计下半年内生收入恢复正增长。

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

关于融资趋势，有海外 CXO 公司管理层表示第三方数据显示 biotech 融资已经恢复正增长，但整体早期研发仍受到客户资金紧张的影响。我们发现，各个公司管理层对融资变化的判断因自身业务侧重点的不同而分化，临床 CRO 公司管理层对融资趋势的判断比生命科学上游和 C(D)MO 公司更乐观。关于行业需求，由于客户持续进行管线优化、优先推进后期核心项目，临床 CRO 的需求在 4Q23 维持旺盛；而临床前、药物发现以及生命科学上游的需求在 4Q23 仍然较弱，并且预计将会在 1Q24 持续。

IQVIA 作为全球最大的临床 CRO 公司，其客户需求维持健康水平，这对行业需求具有指导性意义。IQVIA 的临床 CRO 业务板块剔除新冠的内生收入在 2023 年逐季度分别同比增长 17%/12%/11%/9%，询单量 (RFP) 逐季度分别同比增长 15%/8%/10%/13%，新签订单和在手订单均处在公司历史最高值。IQVIA 管理层表示，根据 BioWorld 数据，2023 年 EBP (Emerging Biopharma) 融资额为 709 亿美元，同比增长 17% (vs 前 9 月同比增长 8%)。

另一家大型临床 CRO 公司 ICON 的管理层表示，进入 2024 年后 biotech 客户情绪在改善，1Q24 前半季度寻单量恢复至中单位数增长。主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 的管理层表示 4Q23 初始订单金额创新高，寻单量维持强劲，从融资和项目推进的层面看，看到更多行业正在改善的趋势。

虽然临床前巨头 Charles River 的管理层表示实验用猴供应限制对业绩的影响将微乎其微，但在全球临床前和药物发现需求持续减少的背景下，公司业绩受到负面影响。管理层表示 2023 年客户采取更谨慎的支出策略，预计此趋势将在 2024 年延续。4Q23 订单收入比低于

1, 全年波动不大, 表明订单没有进一步变差。但由于项目取消率增加, 截至 2023 年底的在手订单在相比 2022 年底减少 22.2% (2022 年底 vs 2021 年底: +31.3%)。Charles River 管理层表示看到一些早期的融资转好的信号, 表明资本市场对医药研发的开放态度以及 biotech 融资的恢复趋势。

Thermo Fisher 的收入大部分来自生命科学上游业务, 其管理层在 2023 年一直对于行业需求持悲观态度, 也反映了 2023 年全球生命科学上游需求疲弱的状况。管理层对于行业去库存的进度判断较为保守, 而同行 Danher 和 Sartorius 的管理层则对客户在 2H24 完成去库存更有信心。

由于 2022 年新冠需求庞大, CDMO 公司 2023 年业绩在高基数下增速明显放缓, 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 CDMO 市场保持强劲, 特别是商业化生产的需求强劲, 同时特别强调生物药板块的偶联药物业务获得双位数 (double-digit) 增长; 但早期业务和 CGT 业务受到融资影响导致产能利用率低。Lonza 管理层认为 2024 年不会有明显的融资复苏, 预计复苏将发生在 2025 年。

图 10: 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		<ul style="list-style-type: none"> 从年初跟 biotech 客户的沟通中感受到客户比过去乐观很多, 是过去 5 个季度观察到的客户最乐观态度。 关于去库存, Bioproduction 业务的 4Q23 订单环比提升, 但行业活动仍然较弱, 所以 4Q23 并不是趋势反转。 认为中国政府将推出更多经济刺激措施来提升商业信心。
Danaher	生命科学上游		<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 的订单出货比 (book-to-bill) 环比有温和改善但仍低于 1, 一些客户已进入正常下单节奏, 预计 24 年订单出货比继续低于 1。 药企和 biotech 客户的需求正在企稳, 但仍处在较低水平。 预计 24 年中国收入高单位数下降, 由于短期更具挑战的宏观环境。
Sartorius	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> Biotech 融资仍然没有显著恢复, 但看到很多正面信号 (例如收购和扩产)。 	<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 的客户去库存速度慢于预期, 但季度订单出货比恢复至大于 1 的水平, 预计 24 年订单出货比将超过 1。 中国本土的竞争对手可能面临挑战。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	<ul style="list-style-type: none"> 根据 BioWorld 数据, 4Q23 新兴 biotech (EBP) 融资额为 216 亿美元, 为过去两年的最高季度, 延续了 23 年内融资逐季度改善的趋势。 23 年 EBP 融资额为 709 亿美元, 同比增长 17% (vs 前 9 月同比增长 8%)。 	<ul style="list-style-type: none"> 临床需求维持强劲, 4Q23 新签订单超 28 亿美元, 为公司历史第二高的季度。 季度订单出货比为 1.31, biotech 客户的需求尤其强劲, 订单出货比高于 1.31。 4Q23 寻单量同比加速增长 13% (1Q23/2Q23/3Q23: +15%/+8%/+10%), 同时受到 biotech 和大药企客户需求的驱动。 项目管线数同比双位数增长。 临床 CRO 板块正承受宏观压力, 但有利于我们获得业务机会。
ICON	临床 CRO		<ul style="list-style-type: none"> 整体继续受益于行业正面的需求趋势, 4Q23 寻单量在不同客户群体中有一定波动, 小型 biotech 公司的需求仍然较弱, 大药企客户看到持续强劲的业务机会。 4Q23 寻单量高单位数增长, 对于 24 年维持这种趋势持谨慎乐观态度; 1Q24 前半季度寻单量增速约 15% (mid-teens), 主要得益于大药企客户。 进入 24 年后 biotech 客户情绪在改善, 1Q24 前半季度寻单量恢复至中单位数增长。
Fortrea	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> 2024 年融资环境看起来不错 (attractive) 	<ul style="list-style-type: none"> 一些大药企在控制开支, 但过去经验表明行业艰难时有利于我们获取业务机会。 4Q23 订单出货比环比提高至 1.3, 尽管 12 月 biotech 订单有些弱, 对 24 年维持 1.2 以上有信心。 4Q23 订单同时来自 biotech 和大药企客户, 并且分布在所有临床领域, 肿瘤项目维持强劲, 也获得一些 GLP-1 的一期项目。
Medpace	临床 CRO		<ul style="list-style-type: none"> 从融资和项目推进的层面看, 看到更多行业正在改善的趋势, 一些得不到融资的项目也开始推进。 项目取消率已回落至历史平均区间 (小于 4.5%)。

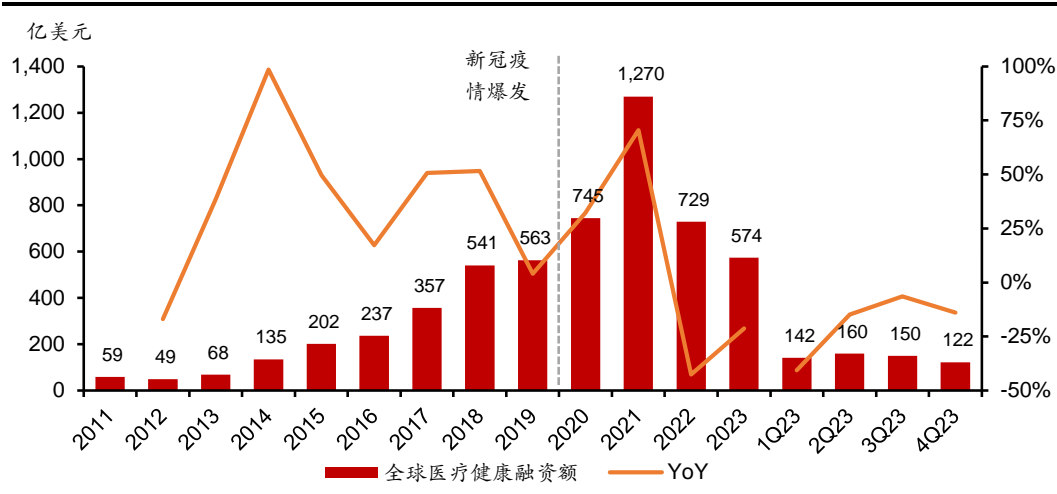
Labcorp (生物制药实验室业务)	生物制药实验室业务	<ul style="list-style-type: none"> 小型 biotech 的融资变得更困难，对于临床试验的选择更谨慎。 	<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 初始订单金额创新高，订单量维持强劲，这些趋势仍在持续。 GLP-1 相关项目有所增加，但整体占比不大，GLP-1 投资主要来自大药企。 中心实验室业务（与临床相关）的询单和接单都非常强劲，项目取消率低于早期开发业务。 早期开发业务内有更多小型 biotech 客户基于定价和自身财务压力选择取消业务。 实验室业务正获得更多来自中大型药企的订单。
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型 (RMS)	<ul style="list-style-type: none"> 看到一些早期的外部信号（包括1月份的一些成功的 IPO），表明资本市场对医药研发的开放态度以及 biotech 融资的恢复。 	<ul style="list-style-type: none"> 23 年客户采取更谨慎的支出策略，预计此趋势将在 24 年延续，但预计需求将会稳定，预计在 24 年下半年将会温和改善。 4Q23 订单收入比低于 1，2023 全年波动不大。 4Q23 微生物业务企稳，表明大药企客户和 CGT 客户的去库存压力降低。 4Q23 项目取消率上升，对此保持谨慎乐观态度。 药物发现订单量全年都维持在低位，谨慎乐观看待 24 年的需求趋势。 4Q23 北美和欧洲对小型实验动物的需求量均出现显著放缓，预计 24 年将继续受到需求环境的压制。
Inotiv	DSA、RMS		<ul style="list-style-type: none"> DSA 季度新签订单同比增长 57%，季度订单出货比从上个季度的 0.65 大幅度提高至 1.46，由于客户在夏季较弱的需求后出现积压需求释放以及公司新业务上线。 DSA 项目取消率已经下降到 FY3Q22（2022 年 4-6 月）以来的最低水平。 季度内 NHP 的销售量同比减少 20%，小型实验动物需求也在下降。 我们认为 24 年 NHP 的供应会比去年好很多。
Lonza	CDMO	<ul style="list-style-type: none"> 内部认为 2024 年不会有明显的融资复苏，预计将发生在 2025 年，所以 2024 年的业绩指引没有反映任何早期业务的复苏。 	<ul style="list-style-type: none"> 融资疲弱对早期药物研发的影响是最明显的，客户进一步去库存。 融资困难导致小规模产能空置，但商业化生物药产能是紧缺的。 偶联药物业务的双位数 (double-digit) 的增长得益于强劲的市场需求。 CGT 客户受到融资的限制导致管线调整以及项目延期，预计 2024 年增加 3 个商业化项目。 将在 2024 年关闭位于中国广州的生物药生产设施。

资料来源：彭博，公司业绩电话会，招银国际环球市场

全球医疗健康融资企稳

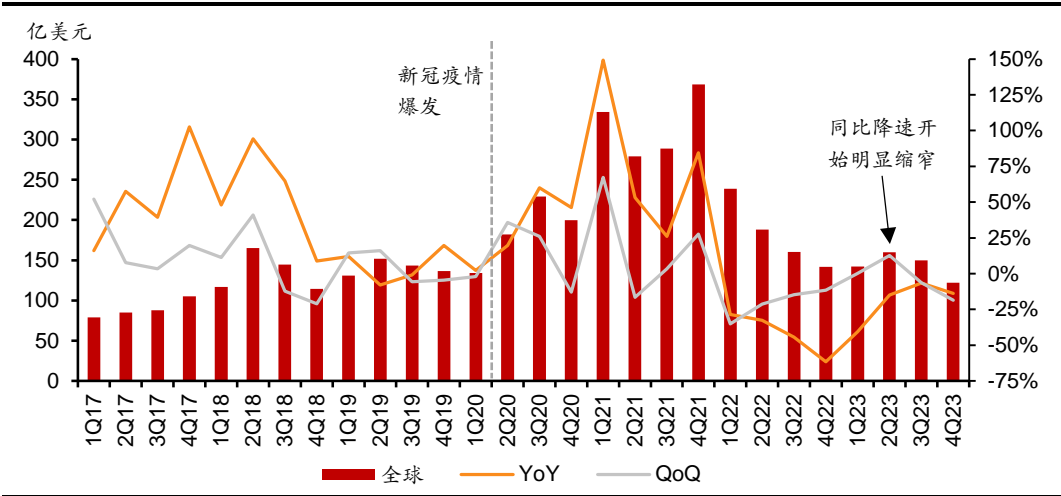
根据动脉橙数据，2023 年全球医疗健康（包括 biotech）融资额同比下降 21%，下降速度相比 2022 年（-43% YoY）有缓和，逐季度融资额同比变化分别为 -41%/-15%/-6%/-14%。我们认为全球医疗健康融资恢复初现苗头，但趋势尚未站稳，4Q23 同环比均出现小幅度恶化。此外，医药魔方的月度数据显示全球创新药投融资在 2024 年 1-2 月同比强劲增长。展望 2024 年，随着美国逐渐进入降息周期，全球 biotech 融资有望迎来反弹。我们预计，从融资改善到 CXO 业绩反弹，将经历一定的时间周期。我们认为随着融资逐步改善，全球 CXO 行业或将于 2024 年下半年迎来需求周期的向上拐点。

图 11: 全球医疗健康融资额（年度）



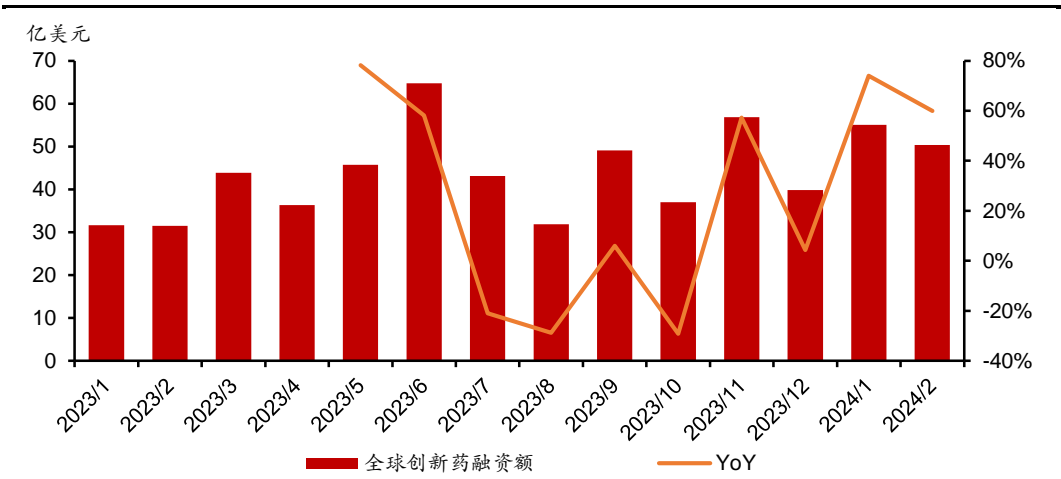
资料来源：动脉橙，招银国际环球市场

图 12: 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 13: 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。在新冠疫情爆发后, 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, XBI 指数已反弹 48% (截至 2024 年 3 月 6 日)。我们认为, XBI 指数已持续反弹超过一个季度, 主要反映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 14: XBI 指数走势

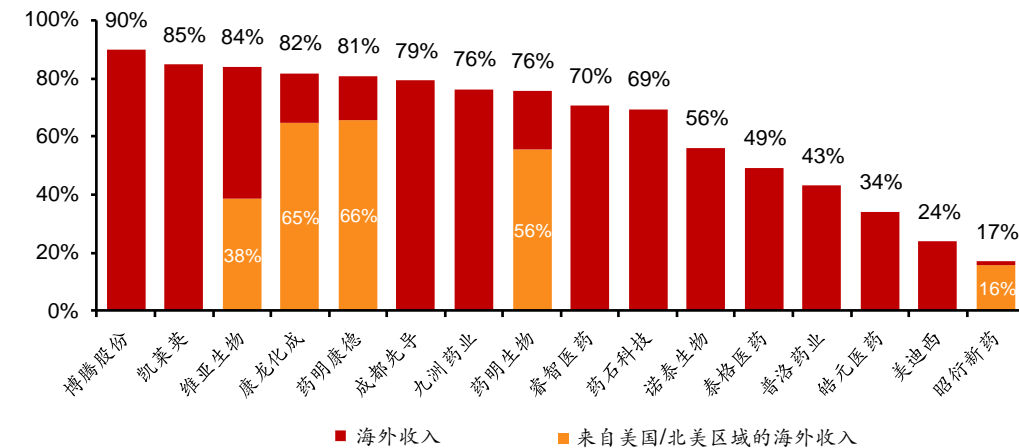


资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2024 年 3 月 6 日。

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, 2023 年中国医疗健康 (包括 biotech) 融资额同比下降 30%, 下降速度相比 2022 年 (-54% YoY) 有缓和, 季度融资额同比增速分别为-57%/-23%/-34%/+43%。医药魔方的月度融资数据显示 2024 年前两月国内创新药投融资出现同比负增长。总体来说, 中国医疗市场的融资仍处在低谷, 但 4Q23 融资额同环比均明显改善, 或许意味着 2024 年中国医药行业融资将跟随全球趋势逐渐步入复苏轨道, 但节奏上或将慢于海外。

图 15: 中国主要 CXO 公司海外收入占比 (2022)



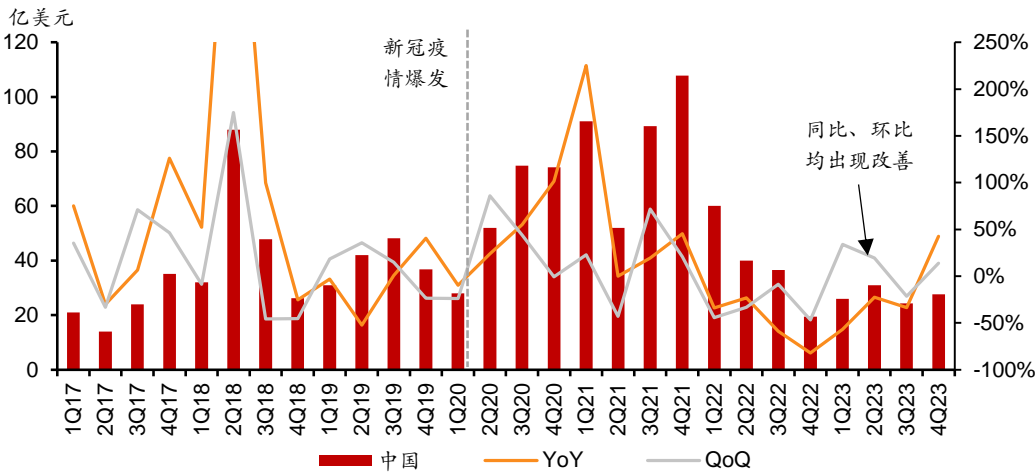
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 16: 中国医疗健康融资额 (年度)



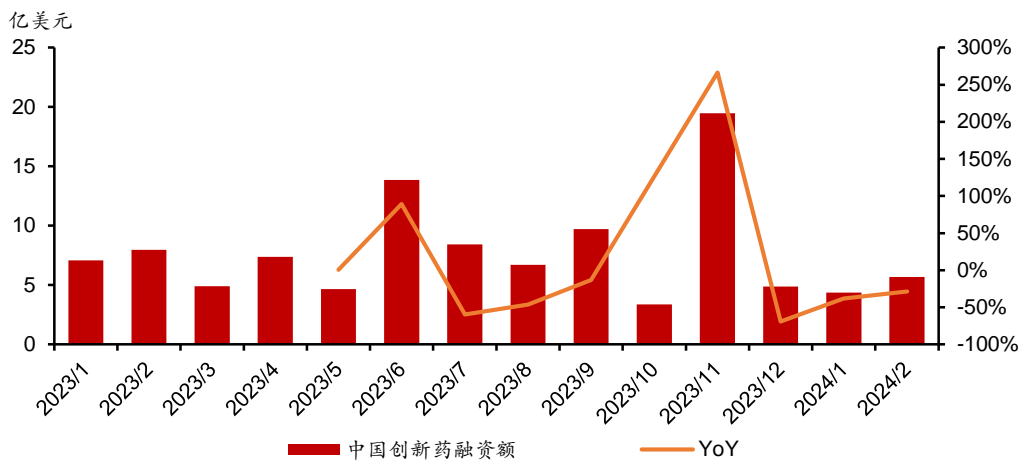
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 17: 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

图 18: 中国创新药融资额 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

CXO 业绩趋势分析：24 年业绩呈现改善预期

海外 CXO 初步展现改善苗头，拐点确认或将需要多季度业绩验证

我们汇总了海外主要 CXO 和生命科学上游公司季度和年度收入和利润变化情况。由于新冠疫情爆发显著催生了医药研发需求，行业各公司的业绩在 2Q20 开始后的 3 至 4 个季度呈现出加速增长的趋势，估值也随之上涨。各公司业绩增速在 3Q21 开始大范围放缓，然而公司估值继续走高。当海外管理层在 2022 年初给予相对保守的 2022 年业绩展望后，估值才开始进入下降通道，且估值下行持续了约一年。

从海外 CXO 和生命科学上游公司过去 3 年的业绩和股价复盘来看，当连续两到三个季度业绩出现减速，才会对行业预期趋势造成影响，进而对估值产生影响。因此我们认为未来投资人对于业绩改善的拐点确认也需要一段时间的验证。从 2023 年海外 CXO 的季度业绩来看，改善趋势还未完全形成。虽然一些公司在下半年的业绩有改善，但改善幅度仍相对较小，更多由于 2022 年同期的业绩基数逐季度走低导致（由于新冠收入逐步减少）。

基于海外管理层 2024 年全年指引，尽管收入端改善有限，但利润端将全面改善，这也反映出管理层对于 2024 年业绩改善的初步预期。年初至今，海外 CXO 平均 12 个月动态市盈率已反弹约 15%。我们认为，目前投资人并未形成行业到达向上拐点的一致预期。我们预期，未来几个季度如果业绩改善的趋势持续得到确认，投资人的预期将会进一步提升，行业估值也有进一步修复空间。

图 19: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速变化

收入增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	
Thermo Fisher	+		+						+	+	+	+				+					+	+		
Danaher				+					+	+	+	+												+
Sartorius	+	+	+							+	+	+												+
IQVIA (临床CRO板块)	+			+							+	+											+	
ICON	+	+		+							+	+	+	+				+	+				+	+
Syneos	+	+									+	+	+											
Fortrea																								
Medpace	+			+	+	+					+	+											+	+
Labcorp (药物开发板块)	+		+	+		+					+	+	+	+									+	+
Charles River				+							+												+	+
Inotiv		+			+						+													+
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；4Q22 收入增速相比 3Q22 降速，则用绿色标注。收入增速均基于表观收入口径。对于 Lonza，2Q/4Q 增速指 1H/2H 增速。2024E 增速变化基于各公司管理层给予的最新业绩指引。

图 20: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司利润增速变化

净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	
Thermo Fisher	+		+				+		+	+	+	+				+						+	+	
Danaher	+			+	+		+		+	+	+	+						+					+	+
Sartorius	+						+																	+
IQVIA					+		+					+	+										+	+
ICON	+				+		+					+	+						+	+			+	+
Syneos	+						+					+	+										+	+
Fortrea							+																+	+
Medpace					+		+					+	+						+	+			+	+
Labcorp					+		+					+	+						+	+			+	+
Charles River					+		+					+	+										+	+
Inotiv					+		+					+	+										+	+
Lonza					+		+					+	+										+	+
Samsung Bio					+		+					+	+										+	+
Catalent	+				+		+					+	+										+	+

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于核心 EBITDA, 2Q/4Q 增速指 1H/2H 增速; 对于 Fortrea 和 Inotiv, 利润增速基于 non-GAAP EBITDA; 对于 Sartorius, 利润增速基于相关的净利润; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。2024E 利润变化基于各公司管理层给予的最新业绩指引。

海外 CXO 企业的平均估值经历 2022 年的下跌后, 在 2023 年持续改善, 并一直延续到 2024 年。截至 2024 年 3 月 6 日, 海外 CXO 平均 12 个月动态市盈率为 31.3x, 已恢复至 2017 以来的历史较高的水平。我们认为这轮估值修复主要是由于 2024 年美联储将进入降息周期以及海外 CXO 业绩反转的预期。

海外 CXO 行业由于历史平均业绩增速比药企快, 并且业绩的可预见性高, 因此历史平均 P/E 估值比药企高。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月 (即新冠疫情前), 海外主要 CXO 相对海外主要药企的平均 P/E 溢价为 33%。在新冠疫情期间 (2020 年 4 月至 2021 年 12 月), 平均 P/E 溢价大幅度提升到 97%。2022 年 1 月之后, 经历过 2022 年的估值下行以及 2023 年至今的估值修复后, 平均 P/E 溢价仍有 73%。2023 年底以来, 估值溢价再度进入扩张通道, 截至 2024 年 3 月 6 日平均 P/E 溢价率约为 82%。

图 21: 海外主要 CXO vs 主要药企的 12 个月动态市盈率溢价再度进入扩张通道



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 图中的海外 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)、Fortrea (FTRE US)、Thermo Fisher (TMO US) 以及 Samsung Bio (207940 KS)。图中的海外主要药企包括: AbbVie (ABBV US)、Amgen (AMGN US)、AstraZeneca (AZN LN)、Bayer (BAYN GR)、BMS (BMJ US)、GSK (GSK LN)、J&J (JNJ US)、Merck (MRK US)、Novartis (NOVN SW)、Pfizer (PFE US)、Roche (ROG SW)、Sanofi (SAN FP)、Eli Lilly (LLY US) 以及 Novo Nordisk (NVO US)。数据截至 2024 年 3 月 6 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研发需求，中国主要 CXO 公司的 2021 年业绩增速较 2020 均显著提速。受到 2021 年高基数以及全球 biotech 融资下降和地缘政治因素的影响，中国 CXO 公司业绩增长从 2Q22 开始减速。业绩减速趋势在 3Q23 继续放大，主要由于全球早期研发需求走弱，并且 1H22 由于疫情原因导致部分需求递延至 3Q22 而造成的高基数效应。相比海外主要 CXO 公司在 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，2023 年的业绩增长仍然承压。结合我们的财务模型预测以及彭博一致预期，2024 年中国主要 CXO 公司的收入和利润增速相较 2023 年将均有提速。我们预计中国主要 CXO 公司或将最早在 2024 年下半年重新进入业绩加速通道。

图 22: 中国主要 CXO 公司的收入增速变化

收入增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	
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																								
维亚生物(药物发现)																								

资料来源: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

注: 剔除新冠增速外, 其他历史收入增速均基于表现收入。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2023E/2024E 增速变化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(截至 2024 年 3 月 6 日)。4Q23E 增速变化基于各公司 2023 年全年业绩预测。

图 23: 中国主要 CXO 公司的利润增速变化

净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	
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: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

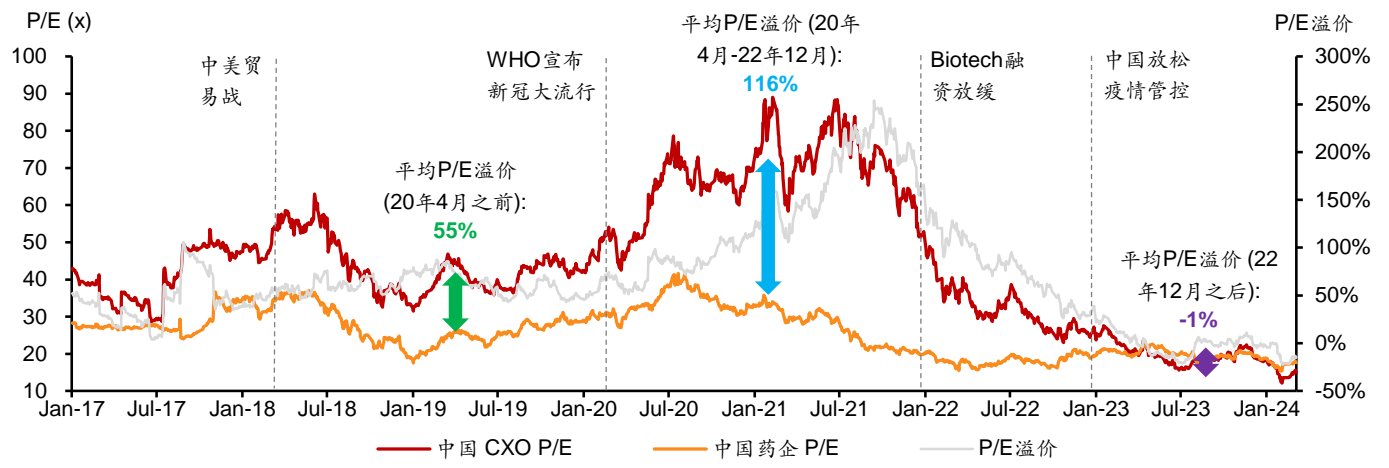
注: 对于药明康德、药明生物和康龙化成, 历史净利润增速均基于 non-IFRS 净利润; 对于昭衍新药, 历史净利润增速基于归母净利润; 其他公司净利润增速基于扣非归母净利润。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2023E/2024E 增速变化基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预期(截至 2024 年 3 月 6 日)。4Q23E 增速变化基于各公司 2023 年全年业绩预测。

类似海外的情况, 国内 CXO 的平均估值从 2021 年三季度开始进入下行通道。与海外 CXO 估值在 2023 年开始修复不同, 中国 CXO 的估值在 2023 年和 2024 年初继续下行, 主要反映业绩下行以及相关地缘政治的不确定性。截至 2024 年 3 月 6 日, 中国主要 CXO 公司的平均 12 个月动态市盈率为 15.1x (vs 海外的 31.3x), 继续处在 2017 年以来的最低水平。

类似于海外情况, 国内 CXO 相较于药企也通常享受更高的 P/E 估值, 但 2023 年 3 月后开始出现估值折价。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 12 个月动态 P/E 溢价为 55% (vs 海外同期为 33%)。在新冠疫情防控期间(2020 年 4 月至 2022 年 12 月), 平均 P/E 溢价大幅度提升到 116% (vs 海外同期为 97%)。随着

国内 CXO 业绩下行以及地缘政治的扰动，2023 年 1 月之后，平均 P/E 溢价已经转负（-1%）。截至 2024 年 3 月 6 日，中国 CXO 相对于药企的平均 P/E 折价为 14%（vs 海外溢价 82%）。我们认为国内 CXO 公司现阶段估值具有吸引力。

图 24: 中国主要 CXO 公司相对主要药企的 12 个月动态市盈率溢价



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 纳入上图的中国主要 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)。由于绝大多数中国上市的 biotech 公司仍未实现连续盈利, 暂未放入统计范围。数据截至 2024 年 3 月 6 日。

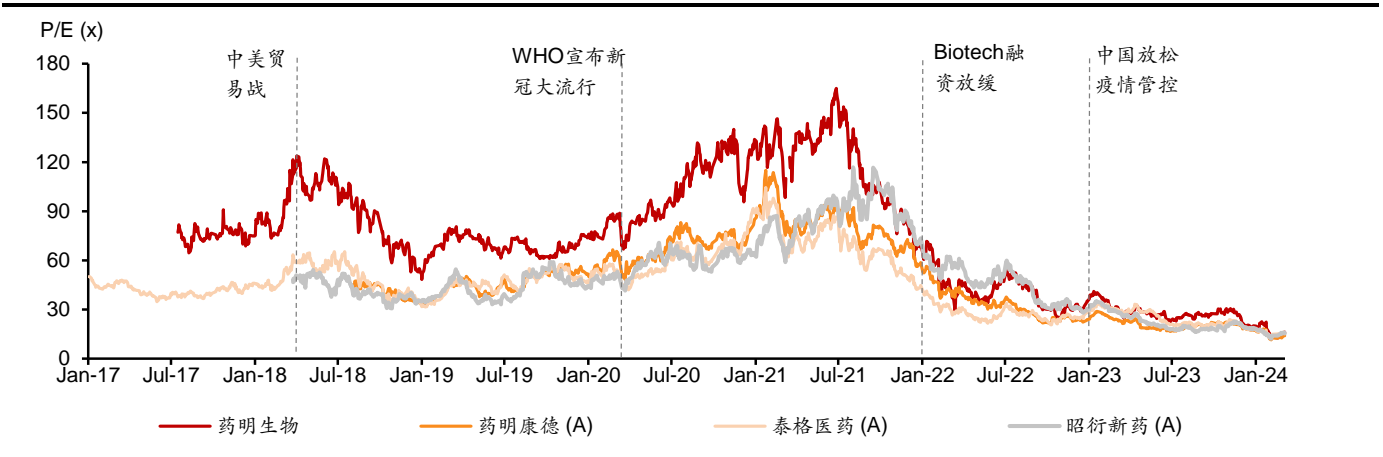
我们认为, 中国 CXO 公司的估值具备吸引力, 可从三个角度看:

1) 中国 CXO 公司的估值相对自身历史的估值 (参考图 25)。此指标在新冠疫情期间达到历史最高峰, 个别公司的 12 个月动态 P/E 超过 100x。然而, 随着海外需求下行、全球医药融资疲弱以及地缘政治因素, 中国 CXO 公司的估值自 21 年三季度开始下降。目前, 中国主要 CXO 公司的 12 个月动态 P/E 处在历史最低。

2) 中国 CXO 的估值相对海外 CXO 的估值 (参考图 26)。在 2017-21 年的大部分时间内, 得益于中国 CXO 公司相对海外同行更高的业绩增速, 此指标基本维持在 2 倍以上。然而现在中国 CXO 相对于海外同行已经有大幅的估值折价, 目前相对海外同行的平均估值折价为 52%。

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 27)。由于 CXO 公司的业绩增速比药企高且业绩可预见性更强, CXO 公司往往享受相对药企的估值溢价。中国 CXO 相对药企的估值溢价在 2017 年以来的绝大部分时间内均高于海外, 然而此情况在 2022 年 8 月后出现反转, 并在此后进一步拉开差距, 海外 CXO 相对海外药企的估值溢价现已明显高于中国 CXO 相对中国药企的估值溢价 (折价)。

图 25: 中国头部 CXO 公司 12 个月动态 P/E



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2024 年 3 月 6 日。

图 26: 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 个月动态 P/E 除以海外 CXO 的 12 个月动态 P/E。数据截至 2024 年 3 月 6 日。

图 27: 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 个月动态 P/E 除以药企的 12 个月动态 P/E。数据截至 2024 年 3 月 6 日。

海外主要 CXO 公司 2023 年度业绩概况与电话会要点

Thermo Fisher

2023 年度业绩概况:

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 2023 年度业绩，收入同比下降 4.6% 至 429 亿美元 (vs 2022: +14.5%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: -9.4%/-2.6%/-1.0%/-4.9%)。剔除收购、汇率以及新冠检测收入的影响，全年核心内生收入增长 1% (vs 2022: +14%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +1%/+2%/+1%/-4%)。毛利率同比下降 2.4 个百分点至 41.0%。Non-GAAP 净利润同比下降 8.7% 至 84 亿美元 (vs 2022: -8.2%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: -31.6%/-8.1%/+10.2%/+3.9%)，Non-GAAP 利润率下降 0.9 个百分点至 19.5%。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比下降 26.3% (内生增速: -26%) 至 100 亿美元，占总收入的 22.3%; 2) 分析仪器板块收入同比增长 9.6% (内生增速: +10%) 至 73 亿美元，占总收入的 16.3%; 3) 专业诊断板块收入同比下降 7.5% (内生增速: -13%) 至 44 亿美元，占总收入的 9.9%; 4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO PPD 和 CDMO Patheon) 收入同比增长 2.4% (内生增速: +2%) 至 230 亿美元，占总收入的 51.6%。

2024 年指引: 公司预计 2024 年收入同比下降 1.5% 至 422 亿美元，其中核心内生增速为同比下降 1% 至同比增长 1% (此前指引为同比增长 1%)；预计 non-GAAP EPS 同比下降 2.8% 至同比增长 2.1%；计划投入 13-15 亿美元至 capex，按照中值将小幅低于 2023 年规模 (14.8 亿美元)。

业绩电话会要点:

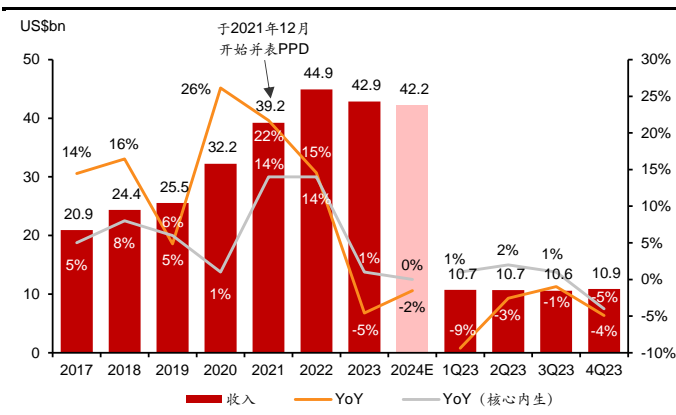
- 1) 市场需求:** 从 1 月份跟 biotech 客户的沟通中可以感受到客户比过去乐观很多 (much more positive)，客户受到去年底一系列收并购和融资事件的鼓舞，这是我们在过去 5 个季度观察到的最乐观态度。预计 24 年内市场情况将随时间推移而小幅度改善，将有利于行业需求的恢复。关于客户去库存，Bioproduction 业务 (属于生命科学解决方案板块) 的 4Q23 订单环比提升，但行业基本面活动仍然较弱 (muted)，所以 4Q23 并不是趋势反转 (inflection)，预计 24 年内需求将随时间推移而正常化。
- 2) 新冠收入和新冠产能转换:** 2023 年新冠相关收入 17.3 亿美元 (vs 2022 年的 31 亿美元)，其中新冠检测收入 3.3 亿美元，疫苗和治疗药物收入 14 亿美元。预计 24 年新冠检测收入低于 1 亿美元，疫苗和治疗药物收入 3-4 亿美元。在新冠产能转换上去取得显著进展，正在把一些新冠疫苗的无菌罐装产能用来生产 GLP-1 产品 (根据媒体报道，Thermo Fisher 成为诺和诺德司美格鲁肽的第二家外部生产合作伙伴，另一家为 Catalent)。
- 3) 分区域的 2023 年收入增速拆分:** 北美高单位数下降 (vs 2022 低单位数增长)，欧洲低单位数下降 (vs 2022 高单位数下降)，亚太低单位数下降 (vs 2022 高单

位数增长)，其中中国高单位数下降 (vs 2022 高单位数增长)。

- 4) **分终端客户类型的 2023 年收入增速拆分**：药企和 biotech 是公司最大的终端市场，4Q 高单位数下降，全年下降 1% (vs 2022 增长 14-16% (mid teens))，其中新冠疫苗和治疗药物收入的减少影响 7% 的收入增长。科研和政府终端市场 4Q 中单位数增长，全年高单位数增长 (vs 2022 中单位数增长)。工业和应用市场 4Q 和全年均为低单位数增长 (vs 2022 增长 14-16% (mid teens))，诊断和医疗健康市场 4Q 下降 16-19% (high teens)，全年下降 30% (vs 2022 下降 25%)。
- 5) **市场竞争**：根据同行的业绩报告，我们在多个业务板块获得更多市场份额，包括分析仪器、临床 CRO 以及药企服务 (指 CDMO 业务)。预计 2024 年整体市场规模将低单位数下降，而我们的增速将比行业快 3 个点，将继续增加市场份额。
- 6) **临床 CRO**：临床 CRO 业务去年表现非常亮眼，由于新冠导致的高基数，预计 24 年增速将明显放缓，但预计 25 年及之后的增长将是高单位数+协同效应带来的额外增速。
- 7) **中国**：2023 年中国市场比较具有挑战，对于 24 年，我们现在不预期有意义 (meaningful) 的改善，但由于基数效应，24 年增长压力将更小。认为中国政府将推出更多经济刺激措施来提升商业信心，客户对于 Thermo Fisher 服务和产品的需求仍很高。作为增速最快的市场之一，看好中国市场更好的长期发展前景。

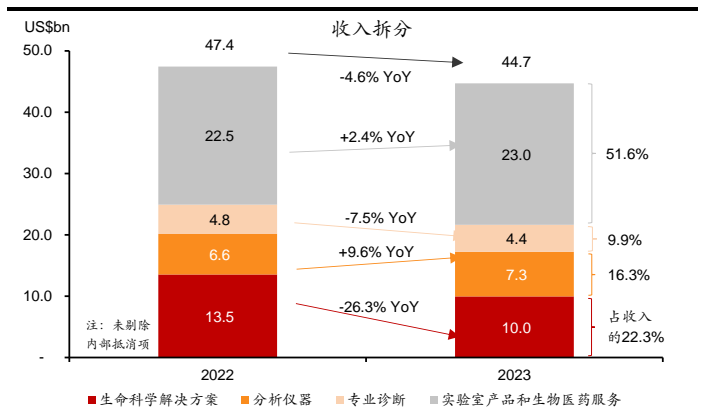
国内市场对标企业：建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、多宁生物、乐纯生物；建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 28: 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

图 29: Thermo Fisher: 收入拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

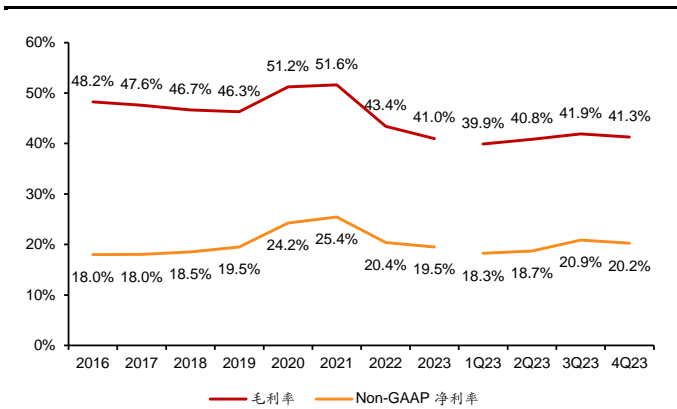
图 30: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

收入增速拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
报表端增速	16%	5%	26%	22%	15%	-5%	-9%	-3%	-1%	-5%
-收购	7%	1%		2%	18%	1%	1%	1%	1%	1%
-汇率	1%	-2%	1%	2%	-3%	0%	-2%	0%	1%	1%
内生增速	8%	6%	25%	18%	0%	-5%	-8%	-4%	-3%	-7%
-新冠检测收入			24%	5%	-13%	-6%	-14%	-5%	-4%	-3%
+PPD收购 pro forma影响					1%					
核心内生增速	8%	6%	1%	14%	14%	1%	6%	2%	1%	-4%

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

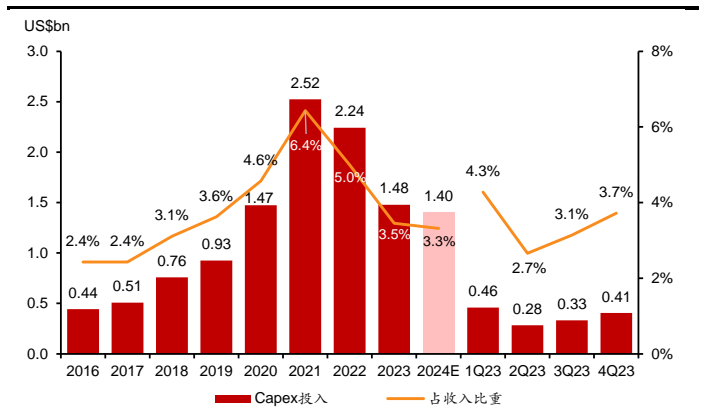
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 31: 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 32: Thermo Fisher: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

IQVIA

2023 年度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2023 年度业绩, 收入同比增长 4.0% 至 150 亿美元 (vs 2022: +3.9%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +2.4%/+5.3%/+4.9%/+3.5%)。剔除新冠收入和汇率影响, 内生收入同比增长 9% (vs 2022: +13%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +11%/+9%/+8.5%/+6%)。毛利率同比提升 0.1 个百分点至 35.0%, non-GAAP 净利润同比下降 1.9% 至 19 亿美元 (vs 2022: +10.1%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: -3.1%/-2.6%/-1.7%/-0.2%), non-GAAP 净利润率同比减少 0.8 个百分点至 12.7%。

截至 2023 年底, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 297 亿美元, 相比 2022 年底增长 9.2%, 预计其中的 75 亿美元 (约 25%) 将在接下来 12 个月内转化为收入。2023 年订单出货比 (book-to-bill) 为 1.28 (vs 2022: 1.36; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: 1.28/1.28/1.24/1.31), 意味着新签订单金额仍大于服务交付金额。

分板块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 2.0% (内生: +6%) 至 59 亿美元, 占总收入的 39.1%; 2) 研发解决方案收入同比增长 6.0% (内生: +13%) 至 84 亿美元, 占总收入的 56.0%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比下降 2.2% (内生: +0.3%) 至 7.3 亿美元, 占总收入的 4.9%。

2024 年指引: 预计 2024 年收入同比增长 2.8%-4.4%, 其中内生收入同比增长 5.3%-6.9%; non-GAAP EPS 同比增长 7.4%-10.3%。分板块, 预计科技与分析解决方案收入同比增长 2.4%-5.8%; 研发解决方案收入同比增长 3.6%-4.8%, 剔除新冠收入和过手费将同比高单位数增长; 合同销售与医疗解决方案收入同比下降 3.7%。

1Q24 指引: 公司预计 1Q24 收入同比下降 0.1% 至增长 2.0%, non-GAAP EPS 同比持平至增长 4.1%。

业绩电话会要点:

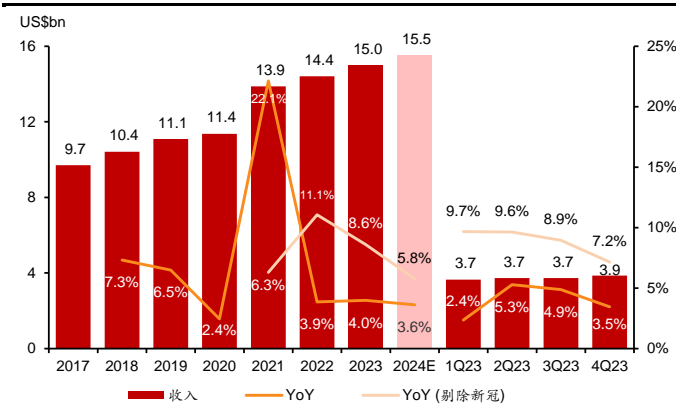
- 1) 需求:** 临床需求维持强劲, 4Q23 新签订单超 28 亿美元, 为公司历史第二高的季度, 季度订单出货比为 1.31, biotech 客户的需求尤其 (particularly) 强劲, 订单出货比高于 1.31; 全年新签订单 107 亿美元 (-0.9% YoY), 包括创纪录的 84 亿美元服务订单 (即剔除过手费), 其中 biotech 客户贡献约 25% 的新签订单; 4Q23 寻单量 (RFP) 同比增长 13% (1Q23/2Q23/3Q23: +15%/+8%/+10%), 同时受到 biotech 和大药企客户需求的驱动。项目管线数 (qualified pipeline) 同比双位数增长。
- 2) 融资:** 根据 BioWorld 数据, 4Q23 新兴 biotech (EBP) 融资额为 216 亿美元, 为过去两年的最高季度, 延续了 23 年内逐季度改善的趋势。23 年全年 EBP 融资额为 709 亿美元, 同比增长 17% (vs 前 9 月 EBP 融资同比增长 8%)。
- 3) 大药企客户控制成本的影响:** 我们的客户, 特别是大药企客户, 现在非常关注成本控制, 很多宣布了重大的成本削减计划, 一些是为了应对 IRA 谈判的不确定性, 一

些是反映未来几年投入强度的规划。这些负面因素导致与客户的项目谈判和定价变得更艰难。客户控制成本主要影响科技与分析解决方案内的商业化服务项目（包括数据服务、分析、真实世界研究、咨询、软件服务等）。

- 4) 科技与分析解决方案：**客户对经费支出继续保持谨慎态度，商业化业务持续受到此宏观因素的抑制。细分业务出现分化，数据服务业务持续稳健表现，可选服务比如分析、咨询和真实世界研究受到更多客户限制支出的负面影响。整个板块 4Q23 业绩稍微好于预期，但客户对于可选服务的支出仍未恢复至我们预计的水平，预计此趋势将持续并影响板块增速。基本面角度已看到一些正面信号，例如，FDA 23 年批准 55 款新药，同比增长 50%，为 18 年以来最高。我们的大药企客户预计在未来 5 年上市的新药销售总金额为 1,900 亿美元，相比上一个五年增长 25%。通过跟客户的沟通，我们发现客户在 4Q23 的情绪有所改善。即使客户的决策周期拉长、谈判难度继续提高，在我们的管线内仍看到很多机会和业务潜力。基于此，我们继续预计需求将增长，但不会早于 24 年下半年，因此预计科技与分析解决方案的收入增速将前低后高。
- 5) 临床 CRO 板块：**该板块正在承受宏观因素的压力，包括定价和客户谈判。但是客户仍在推进项目，寻单量和项目数均在增长，所以现在的环境很适合我们获取业务机会。公司持续赢得肿瘤相关项目，但肿瘤项目一般周期较长，收入转化速度相对较慢。
- 6) 新冠收入：**4Q23 新冠收入为 6,500 万美元，同比减少 66%。23 年新冠收入为 4.2 亿美元，同比减少 58%。预计 24 年新冠收入为 1.2 亿美元，同比减少 71%，全部影响将落在临床 CRO 板块，影响该板块 24 年收入增速 3.5 个百分点，影响 24 年总收入增速 2.0 个百分点。

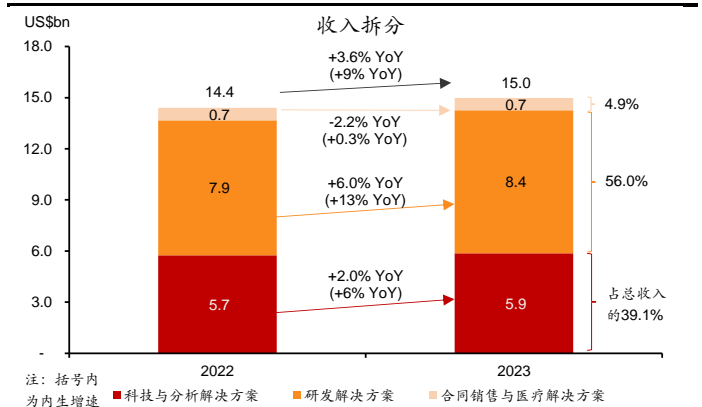
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 33: 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 34: IQVIA: 收入拆分



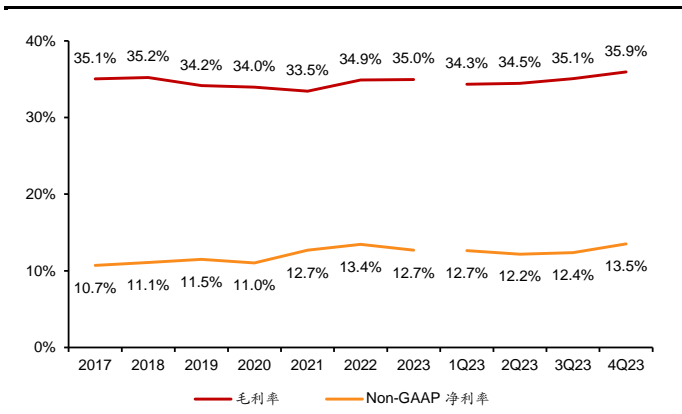
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 35: IQVIA: 历年收入增速拆分

年度收入增速拆分	2021		2022		2023		2024E	
	报表端	内生	报表端	内生	报表端	内生	报表端	内生
总收入	22.1%	10-14%	3.9%	13.0%	4.0%	9.0%	2.8%-4.4%	5.3%-6.9%
科技与分析解决方案	13.9%	高单位数	3.8%	10.0%	2.0%	6.0%	2.4%-5.8%	
研发解决方案	31.2%	10-14%	4.8%	17.0%	6.0%	13.0%	3.6%-4.8%	
合同销售与医疗解决方案	5.8%	低单位数	-5.2%	4.0%	-2.2%	0.3%	-3.7%	

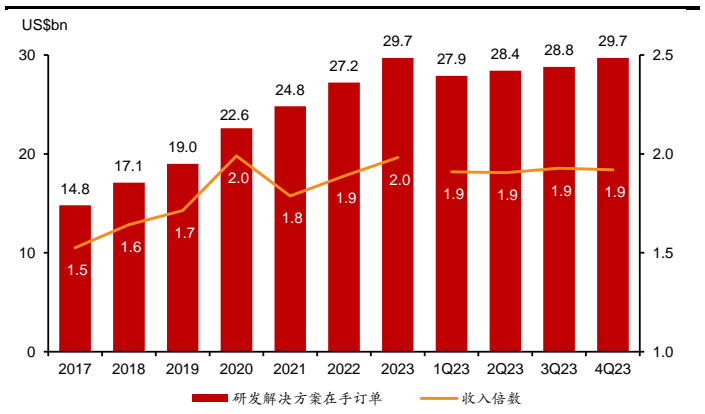
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 36: IQVIA: 历年毛利率及净利率



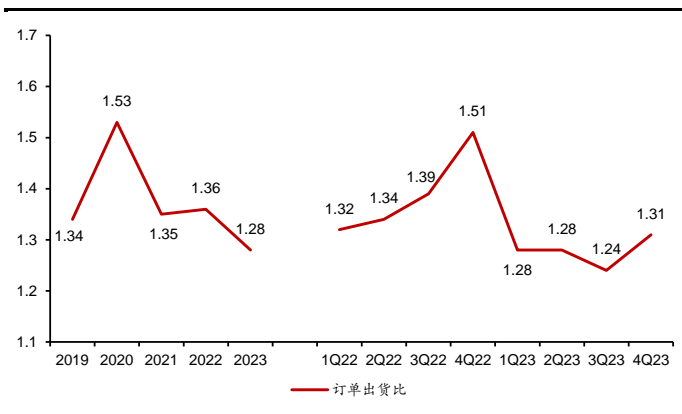
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 37: IQVIA: 历年在手订单



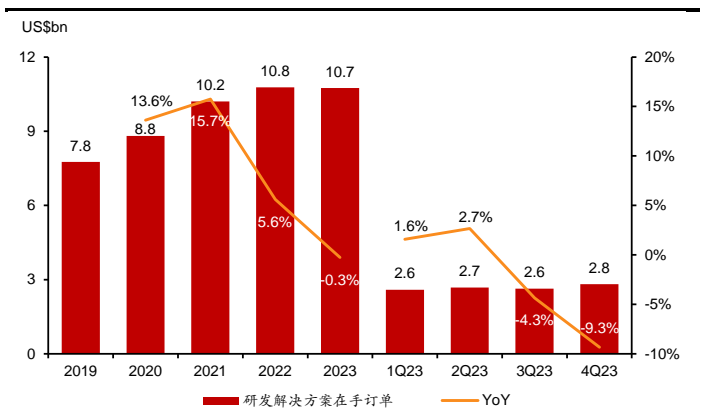
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 38: 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 39: 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, 与公司披露口径有差异

ICON

2023 年度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 ICON 公布 2023 年度业绩，收入同比增长 4.9%（固定汇率（constant currency/CC）：+4.6% YoY）至 81.2 亿美元（vs 2022：+41.2%；1Q23/2Q23/3Q23/4Q23：+4.0%/+4.4%/+5.8%/+5.3%），毛利率同比提升 1.0 个百分点至 29.6%，non-GAAP 净利润同比增长 9.2%（vs 2022：+45.4%；1Q23/2Q23/3Q23/4Q23：+5.2%/+8.9%/+10.8%/+11.6%）至 10.6 亿美元，non-GAAP 净利率同比提升 0.5 个百分点至 13.0%。

截至 2023 年底，在手订单金额达到 228 亿美元，相比 2022 年底增长 10.1%（2022 年底 vs 2021 年底：+8.4%）。2023 年总新签订单 118 亿美元，同比增长 7.0%；扣除取消订单 18.2 亿美元（取消率 15.5%，vs 2022：14.0%），净新签订单 99.5 亿美元，同比增长 5.3%（1Q23/2Q23/3Q23/4Q23：-0.5%/+4.1%/+9.8%/+7.7%）。

2024 年指引：公司维持 2024 年业绩指引不变（2024.1.9 首次给予全年业绩指引），预计收入同比增长 3.4% - 8.4%；non-GAAP EPS 同比增长 13.4% 到 19.6%。

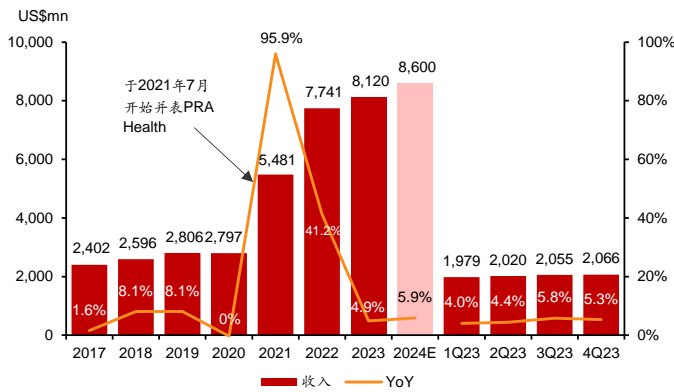
业绩电话会要点:

- 1) 宏观环境：**整体上公司继续受益于行业正面的需求趋势。4Q23 寻单量（RFP）指标在不同客户群体中有一定波动，小型 biotech 公司的需求仍然较弱（muted），一些公司仍在调整研发支出策略。但进入 24 年后 biotech 客户情绪在改善，同时融资展望改善的趋势将意味着 24 年企稳的市场环境。公司很高兴看到这些正面变化。公司在大药企客户端看到持续强劲的业务机会。总体上来说，TTM 寻单量在 4Q23 高单位数增长，与 3Q23 一致，此趋势在进入 24 年后得以保持甚至有所提速。我们现在看到 1Q24 前半季度的寻单量（TTM）以~15%（mid-teens）的速度增长，主要得益于大药企客户，biotech 客户端也向上恢复至中单位数的增速。公司一直在谈论的 biotech 需求将企稳和改善的趋势现在看起来在 24 年初就体现出来了，公司对此备受鼓舞，但是公司的业绩展望暂时没有反映这个正面趋势。
- 2) 订单消耗率（burn rate）：**4Q23 的订单消耗率环比下降 0.2 个百分点至 9.3%，考虑到项目管线结构和更少的新冠项目，预计中短期内订单消耗率将继续持平或者小幅下降。公司与美国战略准备和应对管理局下属的 BARDA 资助的下一代项目（Project NextGen，总预算约 50 亿美元）签署了下一代新冠疫苗研究合同，这些项目不会每个季度都有，但是如果更多疫苗合同，可以帮助公司改善订单消耗率。
- 3) 客户削减投入预算：**一些大药企客户在控制开支，但公司过去的经验表明行业艰难的时刻有利于公司获取业务机会，特别是从大药企客户端。但现在不认为 IRA 是驱动客户控制支出的必然原因，从去年到现在大药企客户对于 IRA 的担忧程度没有特别大的变化。为了应对 IRA 带来的挑战，客户正在考虑同时推进多个适应症的临床进度，而不是像之前那样按顺序推进，这有利于公司获得更多业务机会。
- 4) 员工人数：**23 年员工数基本没有增长，但是通过提升效率推动业绩增长，23 年使

用自动化工具共计节约 200 万小时工时，24 年目标为 350 万小时。员工留存率也在逐季、逐月的改善，现在已经好于疫情前的水平。考虑到项目量的增加，公司也会继续增加员工，但是增速低于收入的增速。

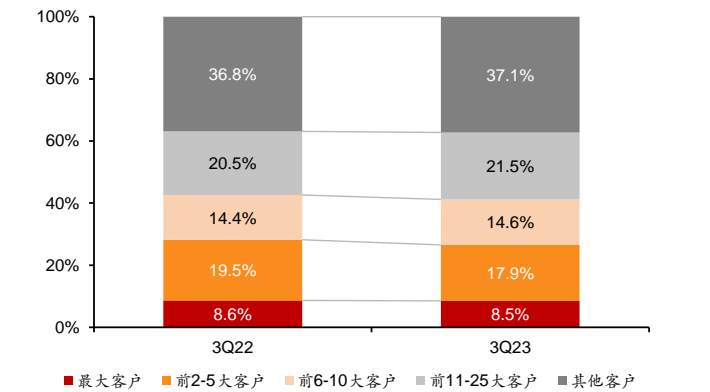
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 40: ICON: 历年收入及增速



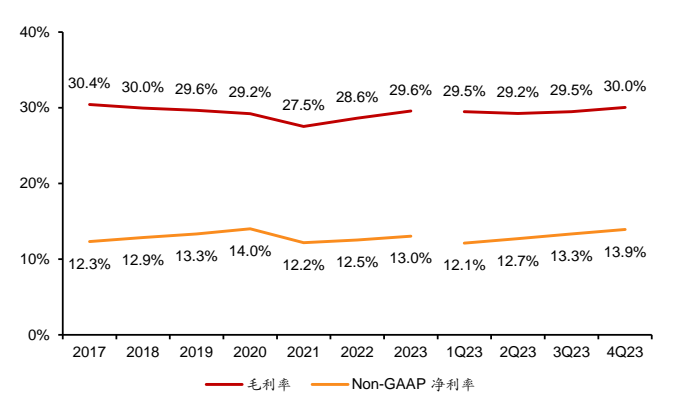
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 41: ICON: 收入拆分



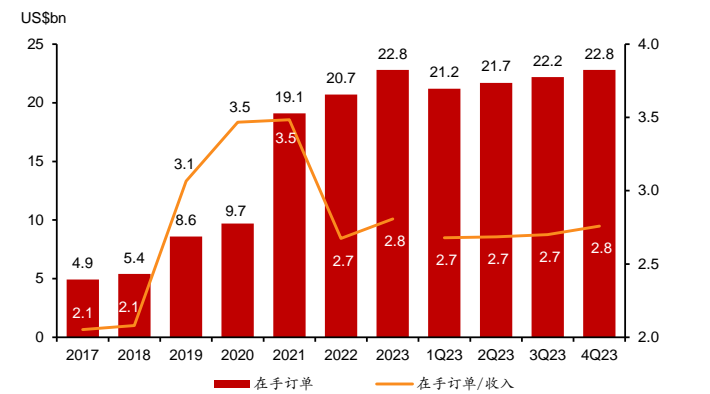
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 42: ICON: 历年毛利率及净利率



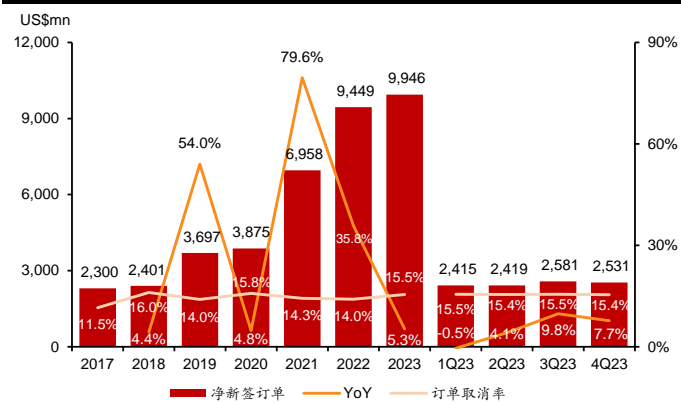
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: ICON: 历年在手订单



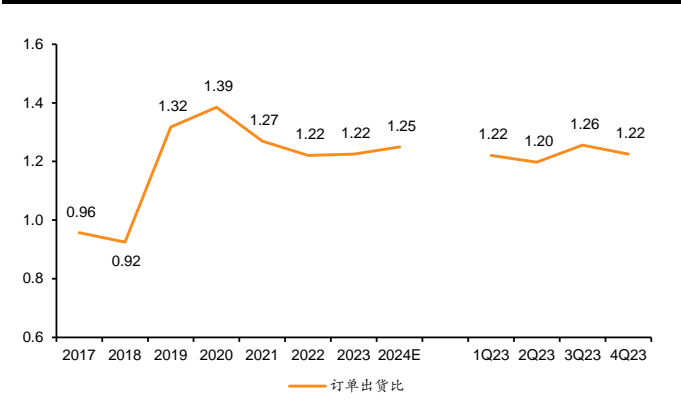
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: ICON: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 45: ICON: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Medpace

2023 年度业绩概况：

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 2023 年度业绩，收入同比增长 29.2% 至 18.9 亿美元（vs 2022: +27.8%；1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +31.2%/+31.2%/+28.3%/+26.5%），其中小型生物制药公司贡献 78% 的收入（vs 2022: 78%），中型生物制药公司贡献 18%（vs 2022: 16%），大药企贡献 4% 的收入（vs 2022: 6%）。毛利率同比减少 1.8 个百分点至 27.8%，GAAP 净利润同比增长 15.3% 至 2.8 亿美元（vs 2022: +34.9%；1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +18.9%/+23.7%/+6.9%/+14.0%），GAAP 净利率同比减少 1.8 个百分点至 15.0%。

截至 2023 年底，在手订单金额达到 28.1 亿美元，相比 2022 年底增长 20.2%，预计其中的 15.3 亿美元（约 54%）将在未来 12 个月内转化为收入。2023 年全年新签订单 23.6 亿美元，同比增长 28.8%（vs 2022: +13.6%；1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +31.4%/+27.6%/+29.9%/+26.7%）。截至 2023 年底，员工人数为 5,870 人，相比 2022 年底增长 13.6%，人效（单位员工创造收入）同比增长 12.7% 至 34 万美元。

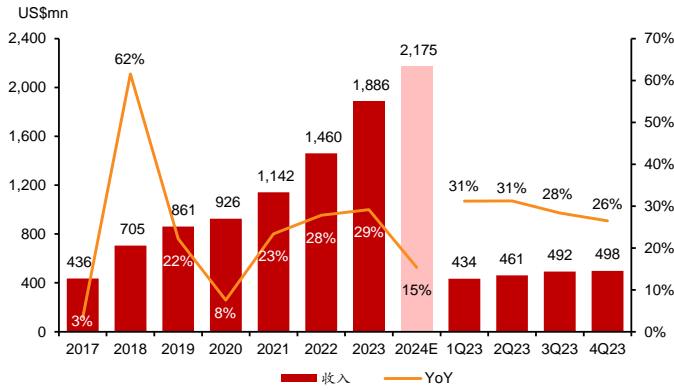
2024 年指引：公司预计 2024 年收入同比增长 14.0%-16.4%（与此前指引相同），GAAP 净利润同比增长 15.3%-23.1%（首次给予指引）。

业绩电话会要点：

- 1) 宏观环境：**尽管行业在去年 3/4 季度仍有波动，但从融资和项目推进的层面看，公司看到更多行业正在改善的趋势，一些暂停的项目开始推进，甚至一些得不到融资的项目也开始推进，项目取消率已回落至历史区间（小于 4.5%），这些信号让公司对未来非常乐观。考虑到从签单到在手订单再到收入的转化速度，预计这些改善将会主要体现在 25 年的收入上。24 年收入增速指引处在相对低谷水平，如果情况持续改善，可能在 4Q24 或者 25 年有所提速。
- 2) 订单：**4Q23 的初始订单金额（initial award）创新高，寻单量（request for proposal）也维持强劲，这些趋势仍在持续。
- 3) 员工招聘：**预计 24 年员工人数增长 10%，低于收入增速指引，主要由于过去快速增长时期公司在招聘上有些超前。此前由于担心过高的员工流失，公司加快招聘节奏，但现在员工流失率已经降至非常低的水平，同时员工效率也在提升。公司看到了商业环境的改善趋势，预计进入 25 年后，随着在手订单的增长，员工人数增速将加速。
- 4) GLP-1：**公司的 GLP-1 相关项目有所增加，但整体占比不大，行业内 GLP-1 相关研发投入主要来自大药企（注：Medpace 的客户群体以小型公司为主）。

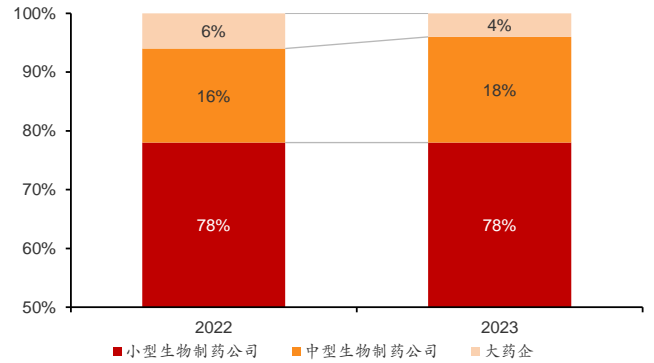
国内对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 46: 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

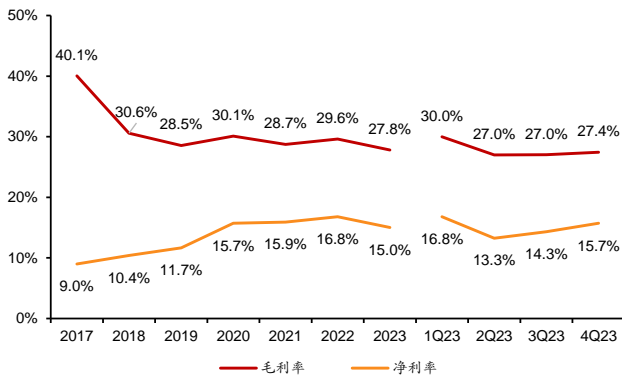
图 47: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



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

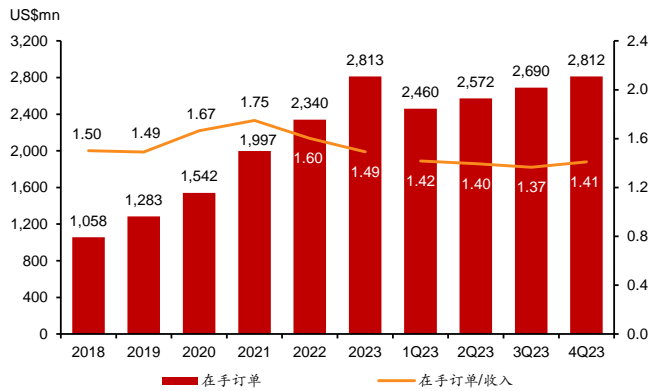
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 48: Medpace: 历年毛利率及净利率



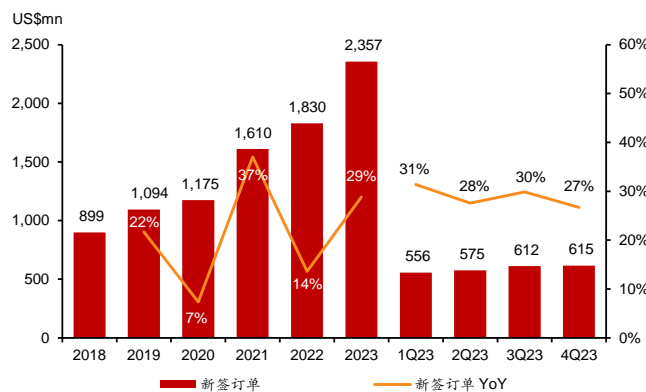
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 49: Medpace: 历年在手订单



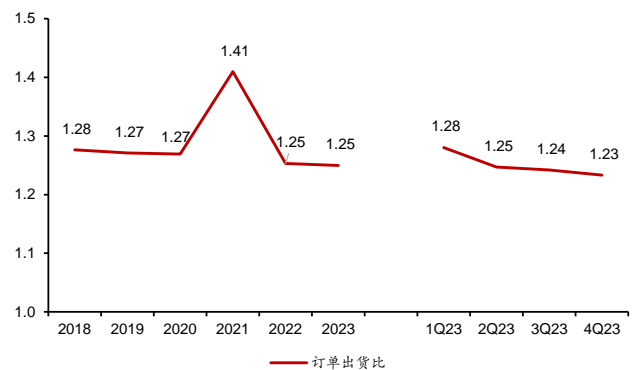
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 50: Medpace: 历年新签订单



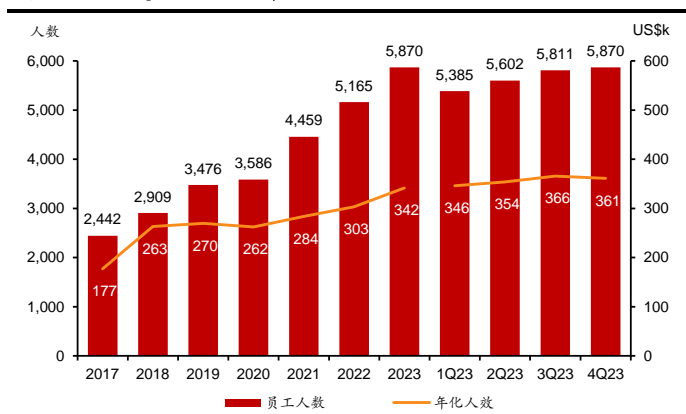
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 51: 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 52: 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 年度业绩概况:

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 2023 年度业绩，收入同比增长 3.9% 至 41.3 亿美元 (vs 2022: +12.3%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +12.6%/+8.9%/+3.8%/-7.9%)，剔除收购、资产剥离、汇率影响和财年长度差异的内生收入同比增长 6.5% (vs 2022: +13.4%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +15.4%/+11.2%/+4.1%/-3.5%)。毛利率同比下降 0.4 个百分点至 36.4%，non-GAAP 净利润同比减少 3.8% 至 5.5 亿美元 (vs 2022: +7.6%; 1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +1.3%/-2.5%/+4.2%/-16.8%)，non-GAAP 净利润率同比下降 1.1 个百分点至 13.3%。截至 2023 年底，药物发现与安评板块的在手订单金额为 24.5 亿美元，相比 2022 年底减少 22.2%。

分板块：1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 7.2% (内生: +5.9%) 至 7.9 亿美元，占收入的 19.2%；2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比增长 6.9% (内生: +7.9%) 至 26.2 亿美元，占收入的 63.3%；3) 生产板块收入同比减少 8.6% (内生: +2.0%) 至 7.2 亿美元，占收入的 17.5%。

2024 年指引: 首次给予 2024 年业绩指引，预计表现收入同比增长 1.0%-4.0%，内生收入同比增长 0.0%-3.0%，non-GAAP EPS 同比增长 2.2%-6.8%。分板块，预计 RMS 板块内生收入持平至低单位数增长，DSA 板块内生收入持平至低单位数增长，生产板块内生收入低至中单位数增长。

1Q24 指引: 预计 1Q24 收入同比低至中单位数下降，内生收入同比中单位数下降，non-GAAP EPS 同比最多下降 28.1%。

2023-2026 指引: 维持内生收入 CAGR 目标为 6-8%，non-GAAP EPS CAGR 目标为大于 10%。

业绩电话会要点:

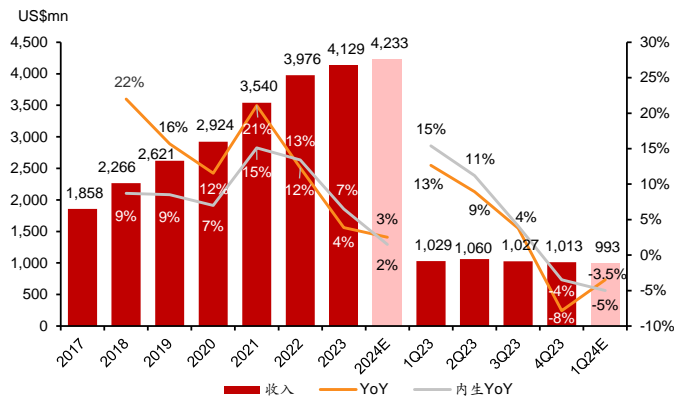
- 1) 宏观环境:** 23 年整个生命科学领域的需求走弱，导致客户管线调整和更谨慎的支出，我们预计客户谨慎的支出趋势将在 24 年延续，但预计需求将会稳定，预计 24 年下半年需求将会温和改善。我们认为 24 年的宏观环境将企稳，看到一些早期的外部信号 (包括 1 月份一些成功的 IPO) 表明资本市场对医药研发的开放态度以及 biotech 融资的恢复，我们的内部指标也反映一些业务的需求已经开始企稳，例如 4Q23 微生物业务的客户 (大药企客户和 CGT 客户) 去库存压力降低以及生物药检测业务询单活动的增加 (为 23 年内唯一增长的季度)。
- 2) 项目取消率:** 3Q23 的项目取消率下降，但 4Q23 出现上升，我们认为单季度的变化不会决定长期趋势，公司需要多观察几个季度。取消率上升更多跟在手订单延期有关，现在的在手订单覆盖收入的时间从 18 个月降至 12 个月。公司对项目取消率的趋势保持谨慎乐观态度，认为在 24 年内将会继续企稳。
- 3) 业绩指引:** 对 24 年全年收入和利润增长逐步改善非常 (quite a bit) 有信心，预计

上半年内生收入同比低至中单位数下降，下半年中高单位数增长。全年内生收入预计同比增长 0.0%-3.0%

- 4) **客户需求分化：4Q23 延续 23 年全年的趋势**，大药企客户的表现好于中小型 biotech 客户。预计 2024 年大药企客户的需求将维持稳定，但中小型 biotech 客户在融资环境得到改善的明确信号出现前，预计会继续采取谨慎的支出策略以拉长现金消耗周期。但公司仍预计所有客户群体都将继续选择外包合作来提升研发效率和降低研发成本。
- 5) **药物发现与安评板块 (DSA)：**4Q23 DSA 板块收入下降 6%，主要由于高基数效应以及药物发现业务的明显下滑，药物安评业务的下滑速度则相对较小。药物发现寻单量全年都维持在低位，客户的决策周期持续拉长，谨慎乐观的看待 24 年客户支出预算会带来健康的需求趋势。安评项目取消率在 23 年内持续走高，项目延期的影响在 4Q23 最高。预计 24 年 DSA 板块将持平至低单位数增长，预计 1Q24 将延续 4Q23 的趋势，之后的项目量将改善，有利于下半年的 DSA 增长。
- 6) **实验模型板块 (RMS)：**所有客户群体在 4Q23 对小型实验动物的需求量均出现显著放缓，特别是北美和欧洲区域。尽管中国的生命科学行业面临艰巨的需求环境，但中国的小型实验动物和 NHP 销售均维持在健康水平。预计 24 年北美和欧洲的实验动物销售量增速将受到现在需求环境的持续压制，中国市场预计会继续看到健康的小型实验动物需求，但由于价格压力中国区收入将下滑。
- 7) **获得一家猴场控股权：**获得位于毛里求斯的猴场 Noveprim 的控股权 (90%)，进一步提高 NHP 供应稳定性，不仅为内部安评业务提供高质量 NHP，也可以对外销售，已跟当地政府商讨过未来几年扩张产能的计划。我们在中国也拥有一个猴场，但规模小的多。我们现在考虑更多的通过收购来控制供应源。
- 8) **NHP 供给：**虽然有同行在讨论安评服务降价，但是公司认为其服务仍有部分涨价空间，因为公司的 NHP 价格之前就比竞争对手要低。3Q23 时提到 NHP 的平均价格为 2.9 万美元，现在的价格没有明显变化。关于中国是否会放开 NHP 进出口有持续的讨论，但是公司没有看到任何进展，虽然是有可能的，但是公司不认为会发生，因为在中国 NHP 是重要的自然和科研资源。
- 9) **行业竞争：**公司最大的竞争对手是 Labcorp，其他的竞争对手比我们的规模小得多。中国有一些竞争对手在为西方客户做一些项目，但他们的主要工作是服务中国的客户。公司认为不太可能会有新的竞争对手出现，现在的竞争格局不太可能会有变化。

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。

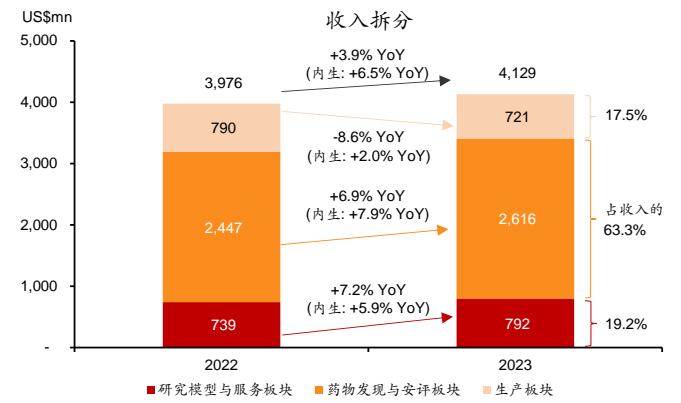
图 53: Charles River: 历年收入及增速



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, 其中1Q24收入同比低至中单位数下降, 内生收入同比中单位数下降

图 54: Charles River: 收入拆分



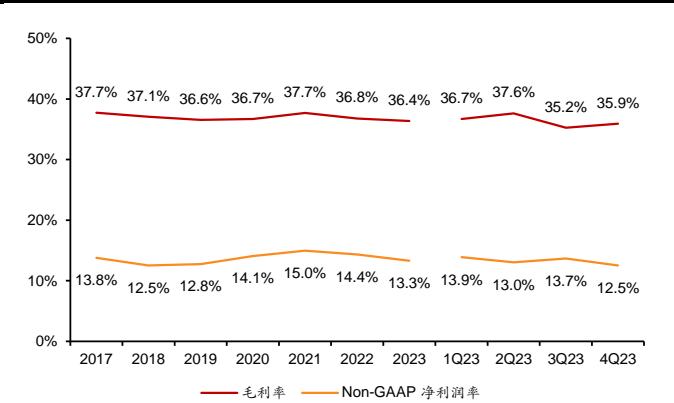
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 55: Charles River: 收入增速拆分

收入增速拆分	2022		2023		2024E		2023-26E
	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	内生增速
总收入	12.3%	13.4%	3.9%	6.5%	1%-4%	0%-3%	6-8%
研究模型与服务板块	7.1%	9.0%	7.2%	5.9%	持平至低单位数增长	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%	持平至低单位数增长	持平至低单位数增长	
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	低至中单位数增长	低至中单位数增长	

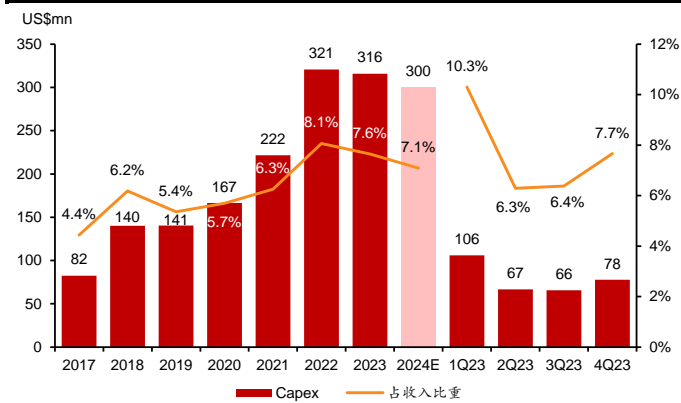
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 56: Charles River: 历年毛利率及净利率



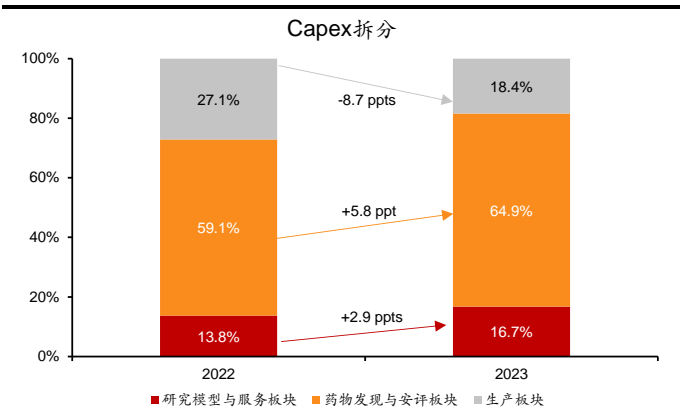
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 57: Charles River: 历年 Capex 占比



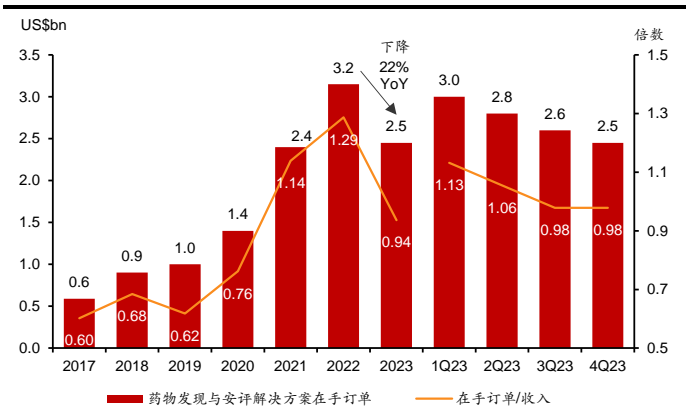
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 58: Charles River: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 59: 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

2024 财年第一季度（即 2023 年 10 至 12 月）业绩概况：

美国实验模型及药物安评 CRO 公司 Inotiv 公布 FY1Q24 业绩，收入同比增长 10.4% 至 1.36 亿美元 (vs FY23: +4.5% YoY)，毛利率同比提升 7.0 个百分点至 24.7%，non-GAAP EBITDA 同比由亏转正至 960 万美元，non-GAAP EBITDA 利润率恢复至 7.1% (vs FY23: +11.5%)，净亏损同比缩窄 82% 至 1,539 万美元。截至 2023 年 12 月，药物发现与安评板块的在手订单金额为 1.52 亿美元，为历史最高，同比增长 3.0% (vs FY23: -10.3% YoY)，环比增长 15.3%。

分板块：1) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比增长 8.8% 至 4,470 万美元，占收入的 33.0%；2) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 11.2% 至 9,080 万美元，占收入的 67.0%。

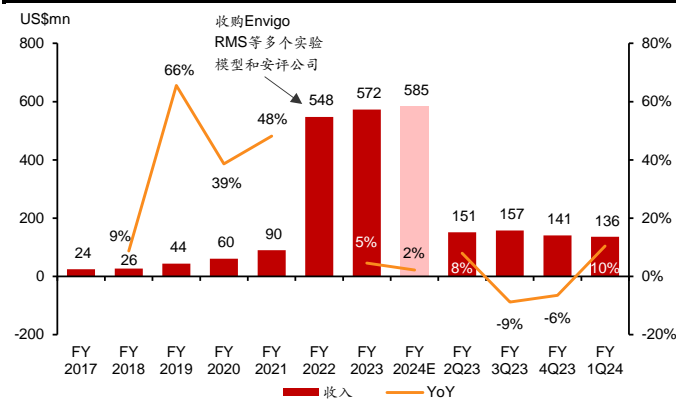
FY24 年指引：公司维持 FY24 业绩指引，预计收入同比增长 1.3%-3.1%，其中预计 DSA 收入持续增长，RMS 收入持平或者下降。Non-GAAP EBITDA 同比增长 13.9%-21.5%。Capex 占收入比重继续下降至 4.5% 左右。

业绩电话会要点：

- 1) DSA 板块：**FY1Q24 DSA 业务新签订单同比增长 57%，季度订单出货比 (book-to-bill) 从上个季度的 0.65 大幅度提高至 1.46，导致在手订单增速超预期（为历史最高），驱动原因包括客户在夏季较弱的需求后出现积压需求释放，以及上线新业务能力和不断加强的销售能力，公司对这一趋势感到鼓舞。项目取消率已经下降到不到上个季度的一半，并且是 FY3Q22（2022 年 4-6 月）以来的最低，但是仍有一些项目延期并对季度收入造成影响。现有 DSA 产能可以支持收入 40% 的增长，FY24 财年将继续增加销售团队来提升市场份额。
- 2) RMS 板块：**FY1Q24 收入同比增长主要得益于 NHP 与去年同期相比仍旧维持强势的价格趋势，但季度内 NHP 的销售量同比减少 20%，小型实验动物需求也在下降。NHP 的价格 FY1Q24 环比 FY4Q23 下降了 18%，但仍维持在 FY23 全年平均价的水平上。公司预计客户正逐渐从以现价购买 NHP 为主转移至通过长期供应合同购买 NHP 为主，短期内对于季度间的 NHP 收入造成一定波动，但是长期来看有益于 NHP 收入的可预见性以及运营资金的管理。公司认为今年 NHP 的供应会比去年好很多 (much better)。
- 3) Margin：**去过 18 个月公司关闭了 9 个 RMS 设施和一个 DSA 设施，将这些工作转整合其他设施内进行，提升了运营效率。同时对 3 个 DSA 设施进行改扩建，但设施利用率暂时不高 (~25%)，还未达到盈亏平衡，对 margin 造成负面影响。随着产能利用率提高，有信心提高 DSA 的 margin。NHP 价格环比下降，影响了 RMS 板块的 margin，但仍高于上一个财年整体水平。

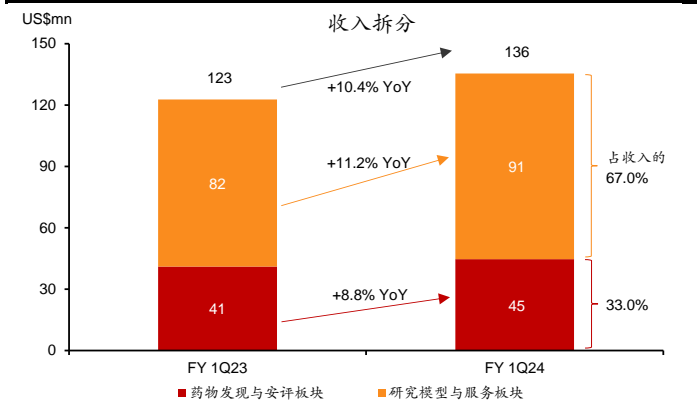
国内市场对标企业：国内涉及药物安评的 CXO，如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。国内涉及实验模型销售的公司，如南模生物、药康生物、百奥赛图等。

图 60: Inotiv: 历年收入及增速



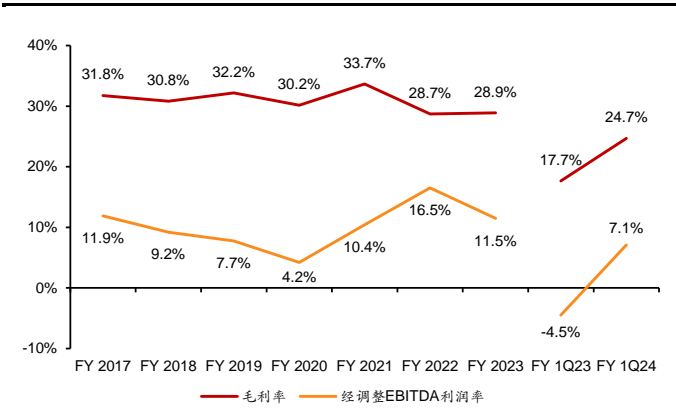
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 财年收入基于公司指引的中值

图 61: Inotiv: 收入拆分



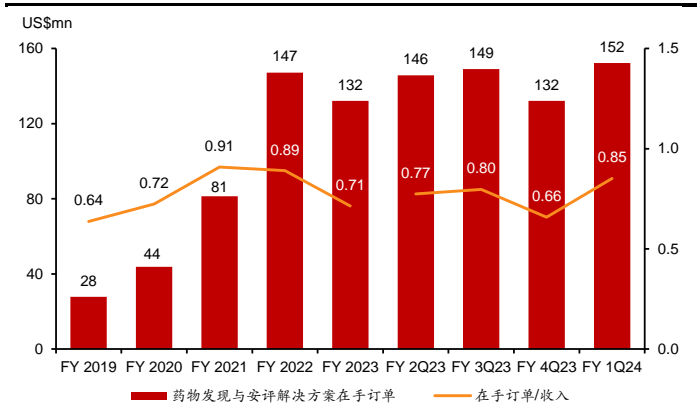
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 62: Inotiv: 历年毛利率及净利率



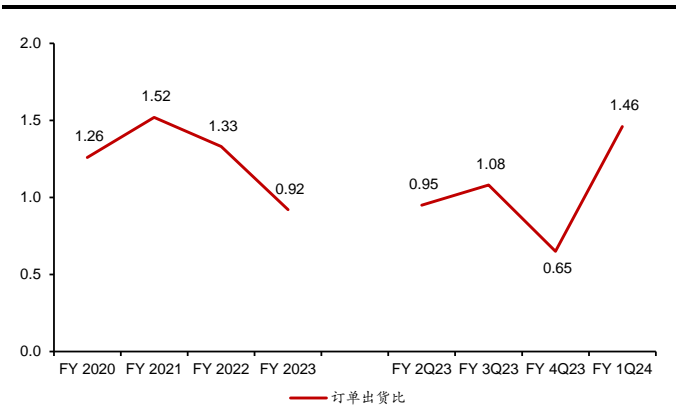
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 63: Inotiv: 历年在手订单



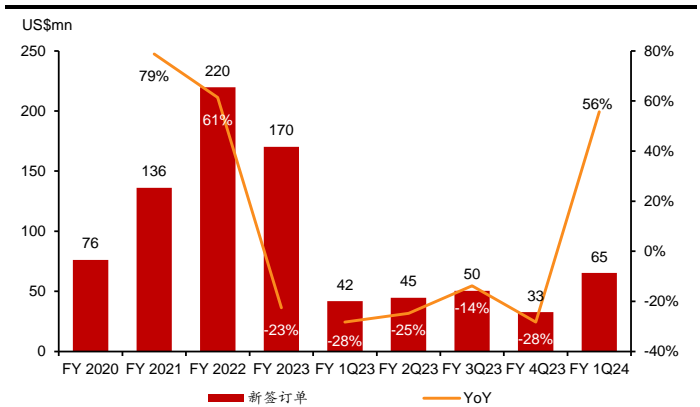
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 64: Inotiv: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 65: Inotiv: 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, 与公司披露口径有差异

Samsung Bio

2023 年度业绩概况

财务：全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 2023 年度业绩，收入（仅包括 CMO 业务，下同）同比增长 20.6% (vs 2022: +55.4% YoY) 至 2.94 万亿韩元（约 22.5 亿美元）。毛利率同比提升 1.5 个百分点至 50.7% (vs 2022: 49.2%)，为历史最高，由于 4 号工厂的产能利用率逐渐提升。净利润同比增长 37.7% (vs 2022: +62.3% YoY) 至 9,460 亿韩元（约 7.2 亿美元），净利率同比提升 4.0 个百分点至 32.2% (vs 2022: 28.2%)，为历史最高。

2024 年业绩指引：预计全年总收入（CMO+Biosimilar 业务）增长 10-15%。（注：2023 年 CMO 业务增速快于 Biosimilar 业务，分别同比增长 20.6%和 7.8%，我们预计 2024 年 CMO 收入增速将继续快于 Biosimilar 业务，基于 4 号工厂的产能利用率加速提升）

订单：截至 2023 年底，公司的 CMO 合同额相比 2022 年底增长 26.3%至 120 亿美元，相当于全年收入的 5.3 倍 (vs 2022: 5.0 倍)，表明新产能的投产带来更多订单。

2023 年签署的重大订单包括：3Q23 公司与 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，合同将持续到 2030 年，该生产将在其今年 6 月新投产的 4 号工厂内进行。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。

项目管线：截至 2023 年底，公司管线内有 88 个 CMO 项目 (vs 2022 年底的 74 个)，112 个 CDO 项目 (vs 2022 年底的 101 个)。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，进一步提升 CDO 能力。

产能：4 号工厂的 24 万升产能于 2023 年 6 月全部投产（其中 6 万升于 2022 年 10 月投产），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，预计于 2024 年投产。4 号工厂在 2023 年贡献了 5-10%的原液生产收入，主要来自先行投产的 6 万升产能的贡献。随着剩余 18 万升产能在 2023 年 6 月投产以及产能利用率加速爬坡，预计 2024/2025 年，4 号工厂将分别贡献 20%/30%左右的原液生产收入。

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 在 2032 年全部完工后，公司的总产能将达到 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。

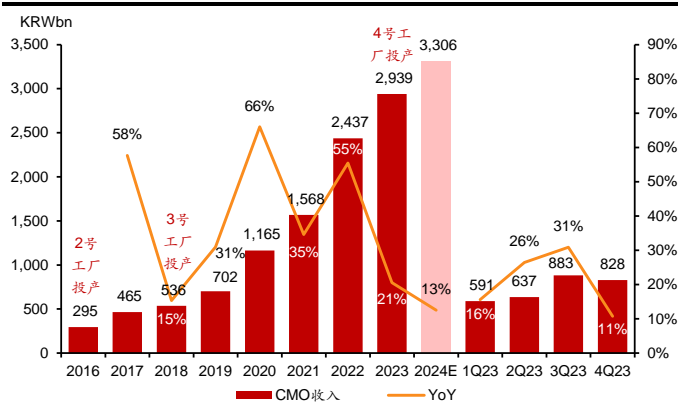
国内市场对标企业：定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场内竞争对手对国内生物药 CDMO 公司的潜在影响。

图 66: 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

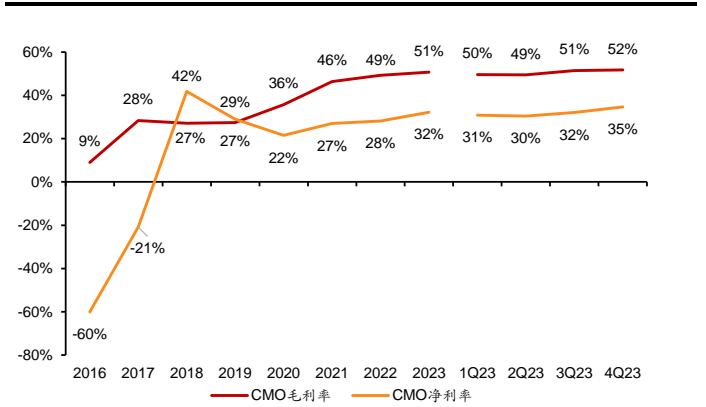
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 67: Samsung Bio: CMO 历年收入及增速



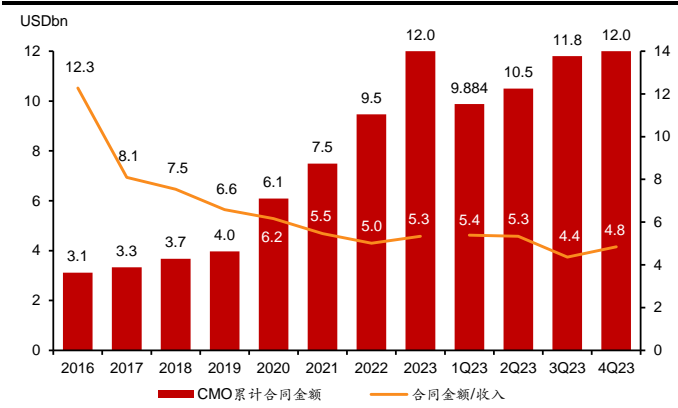
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 68: Samsung Bio: CMO 历年毛利率及净利率



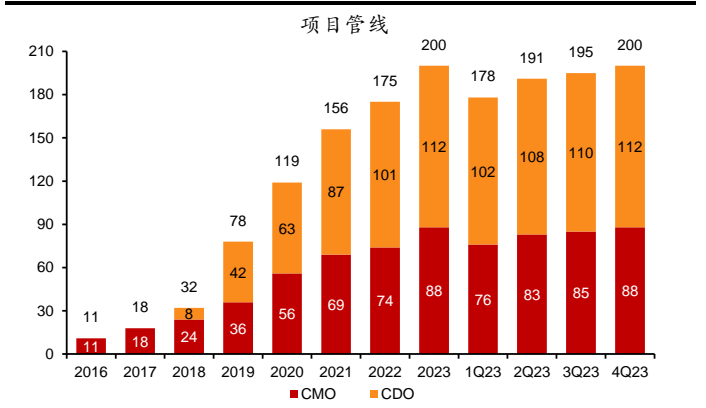
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 69: 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 70: 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

2023 年度业绩概况:

全球生物药 CDMO 龙头 Lonza 公布 2023 年度业绩，收入同比增长 7.9%（固定汇率/CC: +10.9%；vs: 2022/1H23/2H23: +15.0%/+3.2%/+12.3%）至 67.2 亿瑞士法郎，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 14%；核心 EBITDA 利润同比增长 0.2%（vs: 2022/1H23/2H23: +19.8%/-6.6%/+6.8%）至 20.0 亿瑞士法郎，核心 EBITDA 利润率下降 2.3 个百分点至 29.8%；核心净利润同比下降 16.7%（vs: 2022/1H23/2H23: +16.2%/-16.4%/-17.0%）至 9.1 亿瑞士法郎，核心净利润率下降 4.0 个百分点至 13.6%。

分板块：1) 生物药板块收入同比增长 17.6%（CC）至 37.2 亿瑞士法郎，capex 同比下降 15.5%至 10.7 亿瑞士法郎；2) 小分子板块收入同比增长 11.2%（CC）至 9.0 亿瑞士法郎，capex 同比下降 13.7%至 1.6 亿瑞士法郎；3) CGT 板块收入同比增长 6.6%（CC）至 7.0 亿瑞士法郎，capex 同比下降 14.0%至 1.0 亿瑞士法郎；4) 胶囊与保健原料板块收入同比下降 2.4%（CC）至 11.6 亿瑞士法郎，capex 同比下降 23.8%至 0.8 亿瑞士法郎。

2024 年指引：维持 2024 年收入与 2023 年持平（CC）的指引，其中基础业务高单位数增长，维持核心 EBITDA 利润率在 26-29%（high 20s）。预计全年投入收入的 25%至 capex（与 2023 年比例持平）。

2024-28 指引：维持 2024-28 收入复合增速为 11-13%（CC），核心 EBITDA 利润率在 32-34%，capex 投入占收入比重降到 2028 年将降至 15-19%（mid-to-high teens）。

业绩电话会要点:

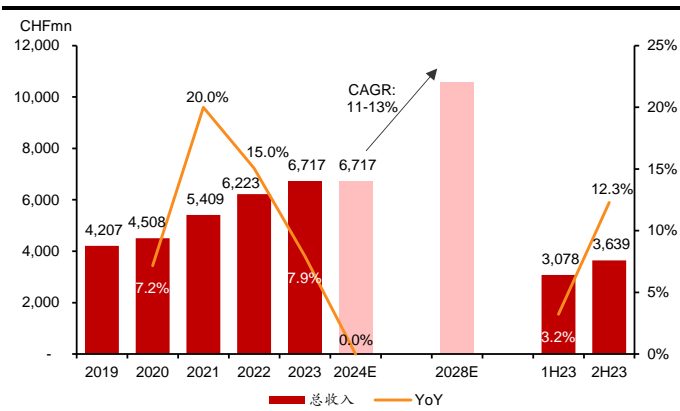
- 1) 宏观环境：**Biotech 融资不足对早期药物研发的影响是最明显的，客户进一步去库存，同时有更多地缘政治不确定性，这些因素影响了整个行业的信心。公司内部认为 2024 年不会有明显的融资复苏，预计复苏将发生在 2025 年，所以 2024 年的业绩指引也没有反映任何早期业务的复苏。
- 2) 对产能过剩的担忧：**Biotech 融资困难影响早期项目的需求，导致小规模产能空置。总体上，市场内的商业化生物药产能是紧缺的，但是小规模早期产能是足够的。行业的持续外包趋势以及对商业化生产的持续需求将帮助应对产能过剩问题。公司的商业化订单有很高的可预见性，平均合同年限为 7 年，因此预计未来 5 年产能利用率都将维持在高位。2023 年公司新增 130 个 CDMO 客户以及 350 个临床和商业化项目。持续推进 21 个“增长型”项目的建设进度，每其 60%项目仍在建设中，30%处在爬坡阶段，10%已稳定运行，每个项目的 capex 投入超 5,000 万瑞士法郎。
- 3) 生物药板块：**“增长型”项目、偶联和微生物业务的爬坡驱动板块收入增长，哺乳动物和微生物业务均有双位数（double-digit）增长。全年签署的长期合同金额约 100 亿瑞士法郎。1) 哺乳动物业务：早期项目需求弱，但是强劲的临床和商业化管线使产能利用率维持在高位，预计未来 4 年的商业化需求都将很强劲；2) 微生物业务：位于 Visp 的新工厂正在爬坡，已跟客户签订新的生产合同；3) 偶联业务：

双位数 (double-digit) 的增长得益于强劲的市场需求, 位于 Visp 的专用多产品产能已经在爬坡, 同时通过收购 Synaffix 强化 ADC 服务能力; 4) mRNA 业务: 受 Moderna 合同取消影响而出现双位数下滑, 但对于 mRNA 在其他疾病领域的长期商业化应用前景保持信心, 已在荷兰投入一个新的小规模 mRNA 开发和生产设施。5) DP 业务: 双位数增长, 全年服务超过 150 个项目, 为满足客户指定 ADC 产品的商业化供应需求, 将开设一条全新的专用产线。

- 4) **CGT 板块:** CGT 业务表现有波动, Bioscience (上游生命科学业务) 服务强劲的定价驱动收入增长, 但 Technology (CDMO) 服务受到客户 Codiak 破产的负面影响。板块收入基本无增长, 客户受到融资的限制导致管线调整以及项目延期。但持续看到后期和商业化阶段的需求。2023 年有两个客户的产品成功商业化, 管线内现有总计 3 个商业化项目, 预计 2024 年再增加 3 个 (预计在 24 年底批准)。
- 5) **小分子板块:** 小分子板块得益于客户对于高价值 CDMO 服务的高需求, 包括高活性 API。客户的信心也来自 FDA 对多款肿瘤疗法的批准。全年签署的长期合同金额超过 10 亿瑞士法郎。
- 6) **Moderna 新冠疫苗合同终止:** 公司获得了 1 亿瑞士法郎的赔偿以及 1 亿瑞士法郎的递延收入。此外, 2023 年共计产生 3 亿瑞士法郎的疫苗生产收入, 因此 Moderna 总计贡献 5 亿瑞士法郎的收入。如果剔除 Moderna 的相关收入, 2023 年集团的基础业务收入增长 14%, 其中生物药板块增长 25%。
- 7) **价格:** 2023 年通胀对公司的净影响是负面 (即服务涨价的幅度低于成本增长的幅度), 但程度小于 2022 年。仍未看到存货价格下降, 所以预计也不会对服务降价。
- 8) **中国:** 已决定在 2024 年关闭位于广州的生物药生产设施, 但仍会保留中国销售团队。

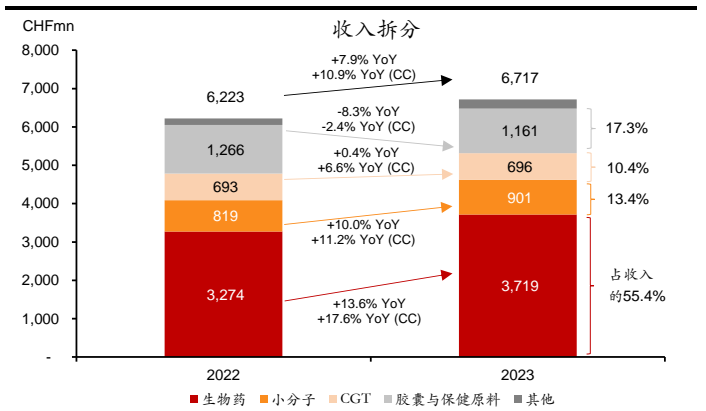
国内市场对标企业: 建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司, 如药明生物; 建议关注头部 CGT CDMO 公司, 如药明康德、金斯瑞、博腾股份, 提示注意 CGT CDMO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目风险相对较高。

图 71: Lonza: 历年收入及增速



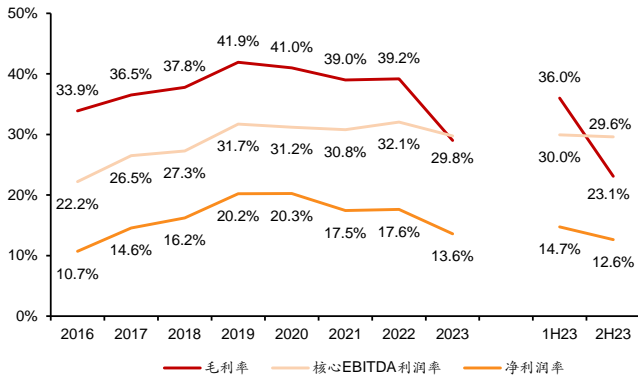
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入指引为持平

图 72: Lonza: 收入拆分



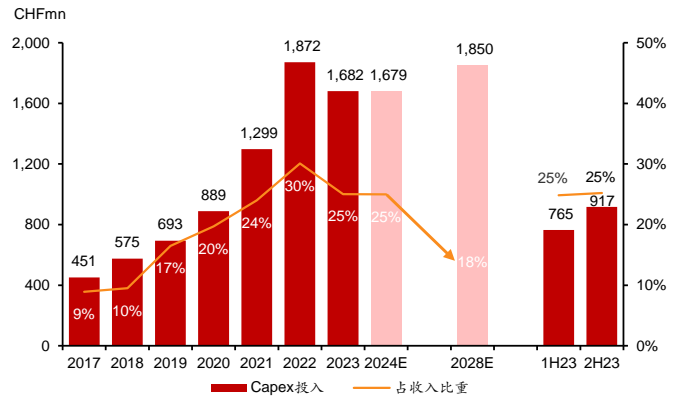
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 73: Lonza: 历年毛利率及净利率



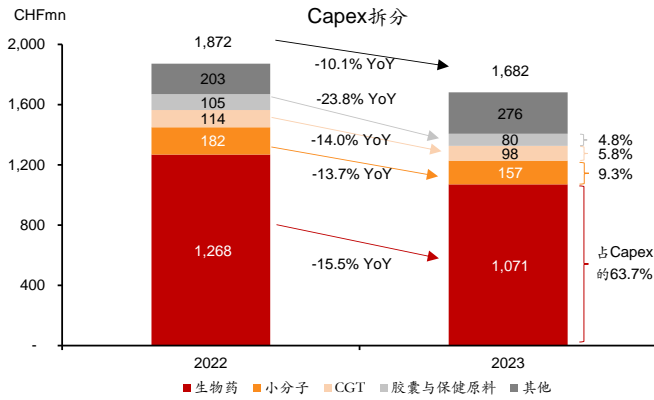
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 74: Lonza: 历年 capex 投入



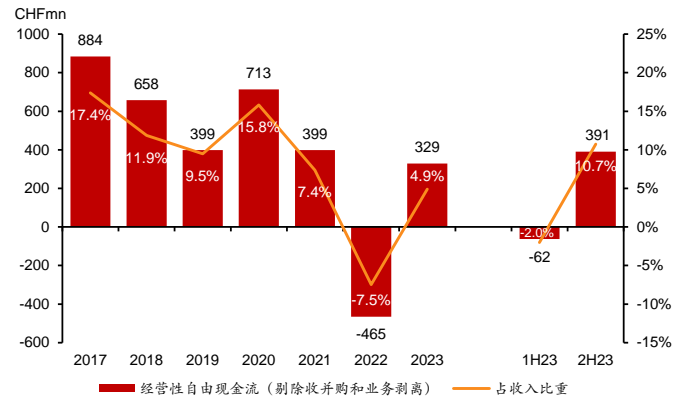
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 75: Lonza: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 76: 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策。

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错误、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策。

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。