

中国医药

海外 CXO/生命科学上游 1H25 业绩剖析：关税影响小于预期，临床 CRO 订单意外增长，普遍上调业绩指引

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 1H25 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。我们跟踪公司的 1H25 业绩增长仍然承压，但绝大多数的公司在 2Q25 看到环比改善。2Q25 全球主要生命科学上游公司管理层表示关税的影响小于预期。基于超预期的 1H25 业绩以及对宏观环境更好的理解，海外公司在 2Q25 普遍上调全年业绩指引。

- **收入端修复快于利润端，成本控制压力增大。**受关税和美国药品价格政策（例如最惠国药价）扰动，我们跟踪的海外公司 1H25 业绩增长整体上仍然承压，但我们看到大多数公司的 2Q25 业绩有环比改善的趋势。从细分赛道来看，2Q25 业绩改善较明显的公司均为临床 CRO 公司，主要得益于 biotech 客户需求超预期增长以及临床后期稳健的客户需求。新冠疫情后海外公司普遍采取成本控制，惟在 1H25 受到了外部宏观环境波动的挑战，海外公司的 1H25 毛利率和净利润率没能延续 2024 年的改善趋势。同时，2023-24 年资本支出下降的趋势或将在 2025 年内反转，可能在未来带来折旧压力增加。
- **关税影响小于预期，临床 CRO 接单复苏持续性仍需观察。**美国新政府实施的对等关税政策影响生命科学上游公司的各类仪器和设备的销售，但 2Q25 全球主要生命科学上游公司管理层表示关税的影响小于预期。综合来看 1H25 海外公司的需求情况，C(D)MO 持续看到强劲的商业化生产需求；生命科学上游公司受益于下游客户完成去库存带来耗材需求恢复；临床 CRO 需求受益于 biotech 客户出乎意料的需求增长；临床前 CRO 继续受制于疲弱的早期研发需求。我们观察到临床 CRO 公司 2Q25 新签订单同环比显著改善的趋势，但考虑到宏观环境的不确定性，我们认为这种新签订单改善趋势的延续性仍存疑。
- **2025 年业绩指引普遍上调。**2Q25 海外公司管理层普遍上调了 2025 年业绩指引，主要得益于：1) 4 月份关税扰动导致当时管理层对全年业绩指引偏保守；2) 随着全球医药行业逐渐对美国关税影响有更加清晰的预期，医药研发和生产的正常工作得以推进。据我们统计，2Q25 我们跟踪的大部分 (8/11) 海外公司上调了全年业绩指引，其中临床 CRO 和 C(D)MO 的业绩指引上调幅度较大。
- **大药企稳健的投入将有效对冲融资和 biotech 投入的下滑。**根据动脉橙数据，2Q25 全球医疗健康融资额同比大幅减少 25.0%，相比 2H24/1Q25 的稳健增长有显著的恶化。我们认为 2025 年全球宏观政策的波动将继续扰动融资复苏的节奏，但美联储下半年降息或将有助于医药行业融资环境的改善。同时，全球大药企的研发和 capex 支出在 1H25 仍稳健增长，进一步表明全球大药企作为全球医药研发创新的基石作用。大药企的合计自由现金流在 1H25 延续了增长的趋势，为项目引进或者收并购打下良好的财务基础。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值		上行/下行空间	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)		PEG
			US\$bn	LC				FY24-27E	FY25E	
Thermo Fisher	TMO US	买入	197.5	553	+16.8%	5.3%	7.0%	21.2	19.1	3.0
Danaher	DHR US	未评级	147.0	na	na	5.5%	7.1%	26.5	23.9	3.7
Samsung Bio	207940 KS	未评级	54.6	na	na	18.9%	22.9%	49.2	41.5	2.1
Lonza	LONN SW	未评级	46.9	na	na	12.1%	15.4%	32.9	27.7	2.1
IQVIA	IQV US	未评级	32.6	na	na	5.4%	5.6%	15.7	14.4	2.8
Charles River	CRL US	未评级	8.4	na	na	1.6%	2.6%	15.5	14.7	6.0

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测。数据截至 2025 年 8 月 12 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

1. [海外 CXO&生命科学上游 2024 和 4Q24 业绩剖析：C\(D\)MO 和生命科学上游表现亮眼，临床 CRO 需求滑坡 - 2025 年 3 月 12 日](#)
2. [药明康德\(603259 CH\)深度报告：地缘政治扰动有限，业绩企稳复苏 - 2024 年 10 月 21 日](#)
3. [海外 CXO/生命科学上游 2Q24 业绩剖析：生命科学上游继续预期需求复苏 - 2024 年 8 月 20 日](#)
4. [海外 CXO/生命科学上游 1Q24 业绩剖析：订单走弱，但 24 下半年需求复苏仍是共识 - 2024 年 5 月 28 日](#)
5. [海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 下半年需求复苏渐成共识 - 2024 年 3 月 15 日](#)
6. [海外 CXO 行业 3Q23 业绩剖析：业绩继续分化；融资复苏仍需时间；临床需求展望持续改善 - 2023 年 12 月 11 日](#)
7. [GLP-1 产业链蕴藏巨大潜力 - 解析全球研发趋势，把握产业链投资机会 - 2023 年 11 月 16 日](#)
8. [海外 CXO 2Q23 业绩综述：业绩出现分化；融资复苏尚需时间；需求展望有所改善 - 2023 年 8 月 23 日](#)
9. [China C\(D\)MO players to play a vital role in global market - 2022 年 2 月 16 日](#)

目录

收入端修复快于利润端，成本控制压力增大	3
收入端修复快于利润端	3
成本控制压力增大	4
股价对 2Q25 业绩的反馈积极	6
关税影响小于预期，临床 CRO 签单复苏持续性仍需观察	7
关税影响小于预期，强劲商业化需求延续	7
2Q25 临床 CRO 新签订单改善，但持续性存疑	10
2025 年业绩指引普遍上调	12
大药企稳健的投入将有效对冲融资和 biotech 投入的下滑	16
2Q25 全球医疗健康融资受到宏观波动的冲击	16
无惧宏观波动，1H25 全球大药企研发和资本支出继续稳健增长	18
海外主要 CXO/生命科学上游公司 2Q25 业绩概况与电话会要点	22
Thermo Fisher	22
Sartorius	26
IQVIA	29
Medpace	32
Charles River	35
Samsung Bio	39
Lonza	42

收入端修复快于利润端，成本控制压力增大

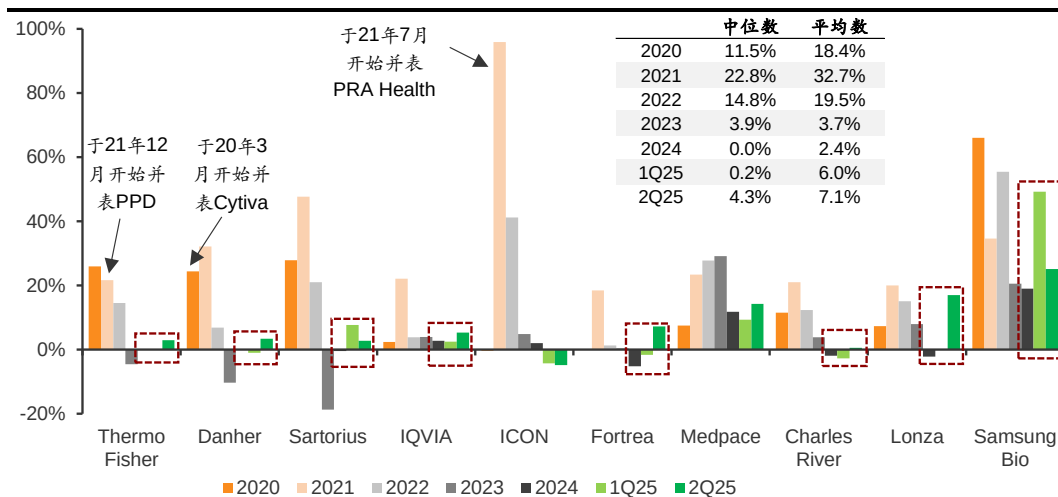
收入端修复快于利润端

受关税和美国药品价格政策（例如最惠国药价）扰动，我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司 1H25 收入和利润的增长整体上仍然承压。可喜的是，我们看到 2Q25 业绩相比 1Q25 有环比改善的趋势。在我们追踪的 10 家公司中，有 7 家公司 2Q25 业绩表现相比 1Q25 出现不同程度的改善（也优于 24 年），特别是在收入端，有 7 家公司的 2Q25 收入增速快于 1Q25，而仅有 3 家公司的 2Q25 利润增速快于 1Q25。

收入端修复快于利润端。具体来看，2Q25 海外公司收入同比增速的中位数/平均数分别为 +4.3%/ +7.1%，相比 1Q25 的 +0.2%/ +6.0% 有改善，这主要由临床 CRO 公司的收入增长提速所致，生命科学上游公司的 2Q25 收入增速相比 1Q25 也有一定程度的改善。在 2Q25，行业利润同比增速的中位数/平均数分别为 +1.8%/ +2.4%，相比 1Q25 的 +2.4%/ +10.7% 均有所放缓，显示出利润端的压力，我们认为这主要由关税等宏观利空给海外公司带来更高的运营挑战所致。

从细分赛道来看，2Q25 业绩改善较明显的公司均为临床 CRO 公司，主要得益于 biotech 客户需求超预期增长以及临床后期稳健的客户需求。Medpace 的 2Q25 收入增长 14.2%，是过去三个季度以来首次双位数增长。生命科学上游公司的业绩则继续受益于下游客户回归正常耗材采购节奏带来的需求恢复，主要公司的生物工艺业务均有亮眼增长。受到强劲商业化生产需求的持续推动，C(D)MO 公司的表现继续领跑。Lonza 的 1H25 收入同比增长 17%，显著快于 2024 年 (-2.1% YoY)。虽然三星生物 2Q25 的收入增速有所放缓，但 1H25 仍增长了 36.1%，快于 2024 年 (+19.0% YoY)。

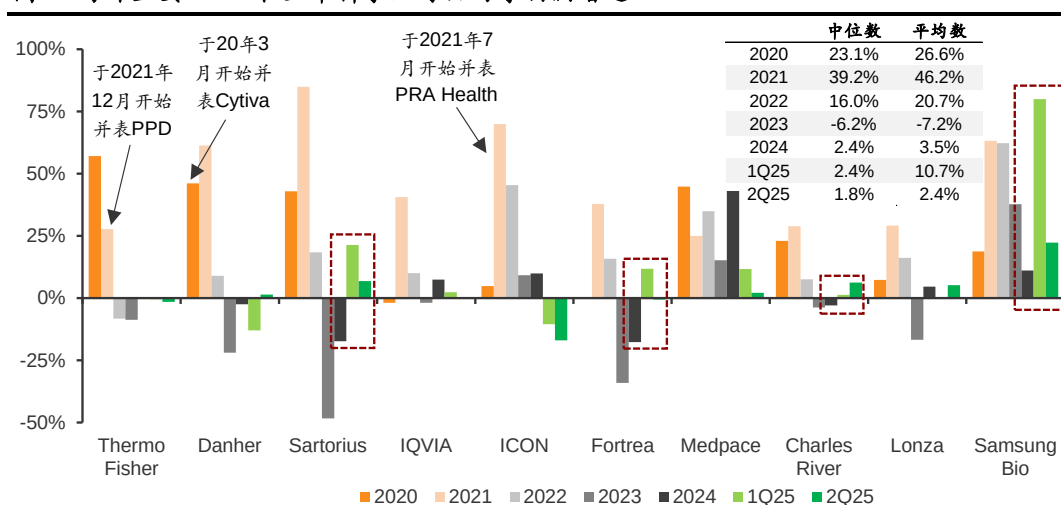
图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：所有公司的收入增速均基于表现收入。Lonza 的 2Q25 收入增速指 1H25 收入增速。图中红色虚线框表示 1H25 收入增速相比 2024 显著改善。

图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速



资料来源: 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 和 Sartorius, 利润增速基于核心 (core/underlying) 净利润; 对于 Fortrea, 利润增速基于 non-GAAP EBITDA; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。Lonza 的 2Q25 利润增速指 1H25 利润增速。图中红色虚线框表示 1H25 利润增速相比 2024 显著改善。

成本控制压力增大

新冠疫情后, CXO 和生命科学上游公司虽面临了不同的需求环境, 但均将成本控制作为企业重要的运营策略, 而成本控制在 1H25 受到了外部宏观环境波动的挑战。基于我们汇总的海外主要 CXO 和生命科学上游公司的历年毛利率、净利率、折旧及摊销以及资本支出数据, 我们认为在当下不确定的全球宏观环境背景下, 海外公司将会面临更高的成本控制压力。

海外公司的 1H25 毛利率和净利率没能延续 2024 年的改善趋势。海外公司疫情后的 2022-24 年毛利率和净利率呈现下降趋势, 主要由全球医药研发和生产需求走弱导致。我们在 2024 年末观察到利润率改善的趋势, 但随着全球关税政策以及美国药品价格政策对下游客户需求的扰动, 1H25 海外公司的毛利率和净利润整体呈走弱趋势。

1) 对于 C(D)MO 和生命科学上游这些重资产的公司而言, 受益于商业化需求增长, C(D)MO 率先走出下行周期, 利润率出现改善; 而生命科学上游公司的利润率仍有压力。我们跟踪的重资产公司的平均毛利率从 2021 年的 50.2% 下降到 2024 年的 45.7%, 但 2Q25 恢复至 47.9%; 平均净利率从 2021 年的 22.3% 下降 2024 年的 19.5%, 1H25 净利率与 24 年基本持平。

2) 对于临床 CRO, 得益于在人员成本上有较大调整灵活性, 它们的平均毛利率从 2021 年的 27.4% 上升至 2024 年的 28.8%, 毛利率表现显著优于同期的重资产公司。但 1H25 临床 CRO 公司的毛利率开始下滑, 2Q25 的平均毛利率为 27.4%。临床 CRO 的净利率自 2021 年后的下滑趋势一直延续至 2Q25。

3) 临床前 CRO 公司 Charles River 受到早期研发需求持续减少带来的成本压力, 这种压力在 2024 年下半年显著增加, 并延续至 2Q25。但 Charles River 的 2Q25 毛利率和净利率均高于 1Q25 和 2024 年。临床前 CRO 公司在 2Q25 的业绩反弹主要得益于 1Q25 强劲的签单, 但考虑到全球医药融资较疲弱, 业绩反弹的持续性仍有待观察。

2023-24 年资本支出下降的趋势或将在 2025 年内反转。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，资本支出增加的趋势直到 2022 年末才终止，并持续下降至 1H25。疫情期间的资本支出高投入提高了折旧和摊销对后续年份财务的影响，2022-24 年折旧和摊销占收入比重持续上升，但在 2Q25 出现普遍下降。然而，在披露 2025 年资本支出目标的 4 家公司中，资本支出占收入比重相比 24 年均略有小幅上升，这可能表明管理层为应对潜在的需求反转而提前布局产能建设，或将提升未来的折旧压力。基于管理层在 2023-24 年对资本支出投入强度的持续控制，我们预计 25 年折旧和摊销对财务的压力将继续减小。

为了应对宏观波动下的成本压力，除了控制资本支出投入，海外公司也启动了人员调整、产能调整、提升自动化应用率等措施来提升经营效率。我们预计这些成本控制措施将在 25 年继续展现效果。

图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司毛利率与净利率趋势

公司	毛利率变化趋势										净利率变化趋势									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-
Danaher	+	+	-	+	+	-	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-
IQVIA	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-
ICON	+	+	+	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
Fortrea	-	-	-	-	+	+	-	+	-	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-	+
Medpace	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-	-
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	+
Lonza	+	+	+	-	-	+	-	+	-	+	+	+	+	-	+	-	-	+	-	+
Samsung Bio	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-
平均值(所有)	-	-	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	-	+	-	-
中位值(所有)	-	-	-	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-	+
平均值(重资产)	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	-	+	+	-	-	-	+	-
中位值(重资产)	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年度以红色标注, 减少的年度以绿色标注, 没有数据的年度以灰色标注。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)。下同。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司折旧及摊销与资本支出趋势

公司	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	2024	1Q25	2Q25	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	2025E	
Thermo Fisher	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	
Danaher	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	
Sartorius	+	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
IQVIA	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	
ICON	+	-	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	
Fortrea	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	-	
Medpace	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	
Charles River	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Lonza	+	+	+	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
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: 2025E 资本支出变化基于公司管理层给予的最新指引。

股价对 2Q25 业绩的反馈积极

绝大多数海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2Q25 业绩好于预期 (beat)，股价反应积极。在公布 2Q25 业绩后，股价表现最好的细分板块为临床 CRO，主要反映了出乎市场意外的 biotech 客户需求增长带来的季度业绩超预期以及全年指引上调。例如，在美国临床 CRO Medpace 公布 2Q25 业绩后，其当天的股价大涨 54.7%。

图 5: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 2Q25 业绩后股价表现

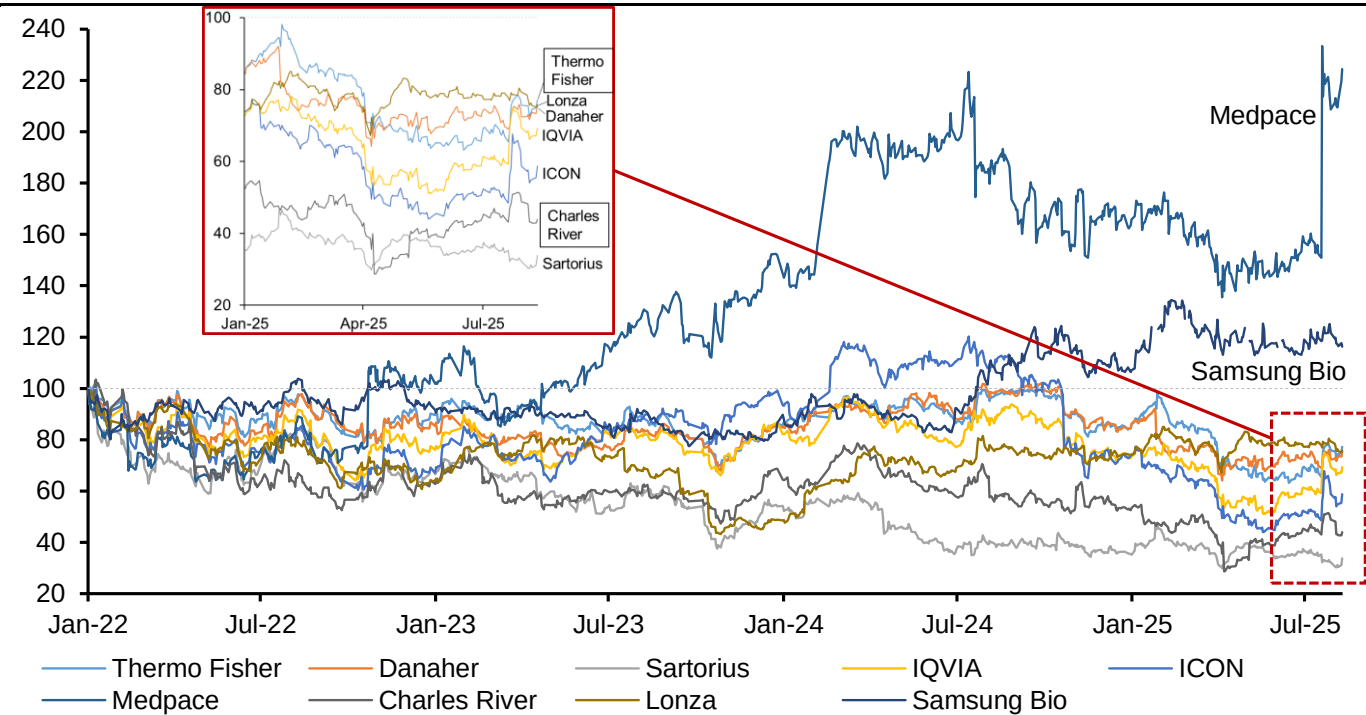
公司	核心业务	2Q25 业绩发布后股价变化			季度收入 vs 一致预期		季度 EPS vs 一致预期	
		1 天	1 周	2 周	1Q	2Q	1Q	2Q
Thermo Fisher	生命科学上游、CXO	9.1%	12.8%	5.0%	Beat	Beat	In-line	Beat
Danaher	生命科学上游	1.0%	7.9%	5.0%	Beat	Beat	Beat	Beat
Sartorius	生命科学上游	-8.7%	-7.8%	-12.8%	Beat	In-line	Beat	Miss
IQVIA	临床 CRO、数据服务	17.9%	24.4%	15.0%	Beat	Beat	Beat	Beat
ICON	临床 CRO	16.2%	8.1%	-7.4%	In-line	Beat	Beat	Beat
Fortrea	临床 CRO	0.3%	11.4%		Beat	Beat	Beat	Beat
Medpace	临床 CRO	54.7%	46.7%	40.0%	Beat	Beat	Beat	Beat
Charles River	药物发现和安评、动物模型	-10.2%	-8.8%		Beat	Beat	Beat	Beat
Lonza	C(D)MO	2.8%	4.5%	0.5%		Beat		Beat
Samsung Bio	CMO	2.3%	3.2%	-3.1%	Beat	Miss	Beat	Miss

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

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

由于新冠疫情后至今的行业需求持续分化和波动，大部分海外 CXO 和生命科学上游公司的股价仍低于 2022 年初的水平。在此期间，股价表现较好的公司有 Medpace (临床 CRO) 和 Samsung Bio (CMO)；股价表现较差的公司有 Sartorius (生命科学上游) 和 Charles River (药物发现和安评)。

图 6: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司股价表现



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2025 年 8 月 12 日。

关税影响小于预期，临床 CRO 签单复苏持续性仍需观察

关税影响小于预期，强劲商业化需求延续

关税影响小于预期，业绩指引有继续上调的空间。美国总统特朗普在 4 月 2 日宣布了对全球贸易伙伴的对等关税，由于药品未被纳入征收对等关税的商品名单中，关税对于医药行业的影响主要集中在生命科学上游公司销售的用于药品研发和生产的各类仪器和设备。从 2Q25 全球主要生命科学上游公司管理层的表态看，关税对于业务的影响小于预期。Thermo Fisher 管理层表示中国市场销售受关税影响小于预期，导致整体关税的影响小于预期，管理层也因此上调了业绩指引，并表示业绩指引有进一步上调的空间。Danaher 的管理层预计未来 6-12 个月内的关税利空将消失。此外，多个生命科学上游公司管理层明确表示没有看到客户由于担忧关税而提前采购，打消了市场对于 2Q25 业绩受益于客户提前下单的疑虑。需要注意的是，关税确实对上游公司的利润端带来了额外压力，而这些公司普遍采取的成本控制措施仍需时间才能完全释放，无法完全抵消关税的影响。但整体而言，关税的影响是好于预期的，2Q25 有多家上游公司上调业绩或维持指引，好于 1Q25 时普遍下调和维持业绩指引的情况。

图 7: 海外代表性生命科学上游公司管理层对关税的看法

公司	对需求/业绩改善趋势的看法	全年业绩指引变化	
		2Q25	1Q25
Thermo Fisher	- 关税影响低于预期，主要得益于中国市场销售受关税的影响低于预期。 - 如果当下全球关税情况得以延续，业绩指引将有继续向上调整的空间。 - 客户对于在美国建厂的兴趣在增长。但美国建厂需要多年时间，所以这没有对客户当下的生产造成影响。 - 关税和汇率对利润端造成负面影响。 - 仪器/设备需求明显受到政府政策和关税环境的负面影响。	上调↑	下调↓
Danaher	- 药企客户需要等到关税环境最终稳定下来才能决定在哪里建厂，公司预计未来 6-12 个月内关税利空将消失。 - 没有看到客户因关税而提前采购。 - 尽管全球贸易紧张环境带来一些不确定性，市场环境在 2Q25 基本与 1Q25 保持一致。 - 客户仍旧在消化过去几年的新增产能，叠加全球贸易不确定性，导致大型投资决策的延期。	维持■	维持■
Merck KGaA	- 关税给全年业务带来了额外的不确定性。 - 没有看到客户因关税而提前采购。 - 基于现在的情况，在完全考虑了关税的影响后，上调了业绩指引。	上调↑	下调↓
Sartorius	- 公司执行了多个应对关税措施，包括对美国客户收关税相关的涨价。 - 假设当下 10% 的关税水平可以维持到年末，预计涨价将会带来 1% 的额外收入。 - 公司可以提高在美国生产的产品比例，也可能视未来关税情况来建设美国本土产能。	维持■	不适用
Waters	- 当下的关税环境好于之前的预期，但考虑到贸易政策走势的不确定性，对于下半年的关税展望没有变化。 - 如果当下的关税环境持续，全年 EPS 指引仍有上调空间。 - 关税导致毛利率和运营利润率承压。 - 部分业务由于关税带来一些客户的提前购买。	上调↑	上调↑
Revvity	- 关税和汇率对利润端造成影响。 - 为了应对关税，公司在部分区域提前增加存货。 - 尽管中美之间的关税获得下调，但对于公司的影响没有实质性的变化。 - 正在重新评估全球生产网络。	下调↓	维持■
Bruker	- 全球关税、药品价格和经济不确定性致使医药和工业对研发设备的投入延期。随着美国在 8 月初与主要国家达成关税协议，公司认为全球医药客户会加速对下一代药物研发系统的投入。 2Q25 关税和汇率共同压制收入和利润，公司执行了额外的成本控制措施以对冲关税影响。 - 美国对一些欧洲国家的税率最终会下降，如果不下降，公司可在欧洲其他国家或者美国工厂生产产品以供应美国市场。	下调↓	下调↓

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

综合来看 1H25 海外 CXO 和生命科学上游的需求情况，C(D)MO 持续看到强劲的商业化生产需求，仍是增长最快的细分板块；生命科学上游公司受益于下游客户完成去库存带来的耗材需求恢复，1H25 延续了 2H24 的复苏趋势；临床 CRO 需求得益于 biotech 客户出乎意料的需求增长；临床前 CRO 继续受制于疲弱的早期研发需求。

C(D)MO 行业继续看到强劲的商业化需求，得益于下游客户在不确定宏观环境下对于能够产能收入的产品的高度重视。Lonza 管理层表示其哺乳动物生产、偶联、小分子板块快速增长，公司从 Roche 收购的美国 Vacaville 生物药生产设施看到持续的客户需求，表明市场内有强劲的生物药商业化生产需求。另一家全球头部生物 CMO 公司 Samsung Bio 的签单在 2Q24 后显著提速，连续获得多个重大合同，包括与某亚洲药企签订 12.4 亿美元合同以及与某欧洲药企签订 14.1 亿美元合同（公司历史最大订单）。三星生物的 18 万 L 产能的 5 号工厂已在 2025 年 4 月投产，并正在考虑建设其第 6 座工厂。

剔除关税扰动，生命科学上游的基本客户需求仍旧稳健。多家生命科学上游公司 1H25 业绩延续了 2H24 的复苏趋势，主要由于耗材/经常性收入持续增长，但客户对于购买大型设备仍旧谨慎。与 C(D)MO 类似，下游客户旺盛的商业化生产需求持续支撑生物工艺业务的耗材销售，成为上游公司业绩的最强大驱动力。由于仍在消化新冠期间超前的产能投资，下游客户对设备的采购倾向仍然维持在低位。近期美国政策（例如 NIH 资助政策）变化进一步降低了学术和政府机构对设备的采购需求，持续负面影响上游公司的业绩。

临床 CRO 受益于出乎意料的 biotech 需求增长，但持续性存疑。IQVIA 作为全球最大的临床 CRO 公司，其业务的基本面变化对行业趋势具有重要指导性意义。IQVIA 的临床 CRO 业务板块 2Q25 的新签订单环比增长 15.5%，询单维持低双位数的增速（即 low teens），其中 biotech 客户的增速快于整体。但 IQVIA 管理层表示整体市场环境仍未稳定，目前不预计市场会在短时间内恢复至正常水平。与之相比，IQVIA 的商业化业务需求持续改善，得益于客户在不确定的宏观环境下继续关注药物商业化推广。主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 的新签订单同/环比增速自 1Q24 后均首次恢复正增长，管理层表示 2Q25 询单保持强势，客户决策速度加快，新项目启动加速。Medpace 计划在下半年增加员工招聘。我们认为 biotech 的临床阶段需求复苏趋势是否延续仍存疑，在全球医药融资实质复苏前 biotech 的需求预计仍有波动。

临床前需求复苏仍需时间。全球临床前 CRO 巨头 Charles River 继续面临药物发现和安评（DSA）需求下滑导致的新签订单和在手订单下滑的压力。订单收入比在 1Q25 超过 1x，得益于大药企客户恢复此前暂停的项目，但 2Q25 该指标再次下跌至 1x 以下。基于过去 18 个月趋势向上的订单收入比，管理层认为当下大药企和 biotech 客户的需求已经触底企稳，但承认行业仍旧面临不确定性，因此对未来展望保持谨慎。

Biotech 融资不乐观。多个海外公司的管理层表示 2Q25 以及 1H25 的 biotech 融资不乐观，融资仍旧受到全球宏观环境的负面影响，中小型 biotech 仍旧有资金紧张的限制，但头部 biotech 仍旧可以不依赖外部资金推进项目。

图 8: 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, C(D)MO		2Q25 药企和 biotech 终端市场收入环比增速是过去 9 个季度最高的。 - 生物工艺业务强劲的需求延续了 1Q25 的趋势, 订单非常不错。 - CDMO 维持强劲趋势, 灌装产能在当下市场竞争中非常重要。 - 临床 CRO 收入恢复微幅正增长, 但新签订单强劲增长。 - 客户对在美建厂的兴趣在增长, 但建厂需要时间, 对客户当下的生产没有影响。 - 总体的 biotech 和大药企的情绪是非常积极的。
Danaher	生命科学上游	全球严峻的投资环境导致 VC 对 biotech 投资的放缓, 致使 biotech 客户专注于临床数据好的项目。	- 生物工艺耗材收入低录得双位数增长, 由大药企和 CDMO 客户的商业化阶段需求推动, 小规模客户的需求维持稳定但仍低于历史水平。 - 客户仍在消化过去几年的新增产能, 叠加全球贸易不确定性, 导致生物工艺领域的大型设备投资决策的延期。 - 生命科学内的设备收入低单位数下降, 由疲弱的学术和政府机构导致, 但制药行业的设备需求持续看到适度复苏。 - 在制药领域, 客户持续投入单抗和 biosimilar 的研发。
Sartorius	生命科学上游	尽管从新签订单和客户沟通的角度看到很多积极的趋势, 但是仍面临宏观环境的不确定性, 例如关税和融资, 因此暂时维持业绩指引不变。	1H25 订单增速快于收入, TTM 订单收入比高于 1x, 并且连续多个季度改善。 1H25 耗材收入同比双位数增长, 设备收入同比双位数下降, 客户当下仍旧对签订设备订单是犹豫的。 - 为了应对关税, 将针对美国客户涨价。假设当下关税环境维持至年末, 预计涨价将会带来 1% 的额外收入。
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	Biotech 融资并无明显改善。	- 在临床端, 2Q25 订单收入比为 1.12x, 环比有改善。 2Q25 询单同比 low teens 增长, 环比高单位数增长, 其中 biotech 增速快于整体。 - 客户恢复新药上市的商业化投入, 现在甚至已经超过历史正常的投入水平。 - 整体市场环境仍未稳定, 目前不预计市场会在短时间内恢复至正常水平。 - 当下市场环境导致部分新项目决策延期, 客户更希望其后期项目能够尽快推进。 - 公司现在积极应对竞争对手的降价策略以获得业务机会。 2Q25 的项目取消情况与历史正常区间一致。
ICON	临床 CRO		2Q25 总新签订单环比增长 11%, 由多个重大的 biotech 项目以及在过去 18 个月内签订的大药企客户的合作推动。 2Q25 TTM 询单中单位数增长, 其中 biotech 客户询单增速快于大药企客户。 - 客户在代谢和 CNS 领域的项目需求增加, 其中代谢项目的收入转化速度较快。 - 预计未来价格竞争会更加激烈。 - 项目取消率在 2Q25 同环比均上升, 分布在所有客户群体中, 取消的原因包括项目调整以及临床失败。短期内项目取消率仍会提升, 可能会在 4Q25 有所好转。 - 多个大药企在中短期面临专利过期挑战, 通常导致增加对后期项目的投入。
Medpace	临床 CRO	融资对于很多客户来说仍是严峻问题, 但大部分有正在进行项目的客户仍能够获得资金来推动项目推进。融资在去年 4Q 触底, 现在的融资环境已经稳定并在改善。	2Q25 新签订单同比增长 12.6%, 环比增长 24.1%, 同/环比增速自 1Q24 后均首次恢复正增长。 2Q25 询单保持强势, 客户决策速度加快, 新项目启动加速。 - 客户的项目关注点从肿瘤向推进速度更快的其他疾病领域 (例如代谢) 倾斜。 - 整体项目取消率下降。 - 预计在下半年将加速员工招聘, 全年员工人数预计中至高单位数增长。
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型 (RMS), C(D)MO	小型 biotech 由于融资放缓仍旧有资金压力	- 临床前需求正在企稳。全球大药企的需求可能已经触底, Biotech 客户需求总体是稳定的, 其中中型 biotech 客户表现更好。 - 认为现在的医药行业仍旧面临不确定性, 因此对未来展望保持谨慎, 并没有将今年的需求复苏考虑到指引中。 2Q25 的订单收入比下降至 0.82x (1Q25 为 1.04x), 主要由项目取消环比增加以及收入增长导致。 - 过去 18 个月来看, 总体的订单收入比是趋势向上的。 - 认为 DSA 业务已经企稳, 并显现出逐渐复苏的初步信号, 基于这一判断, 公司已经开始为 DSA 业务适度增加员工招聘。 - 现在 DSA 的价格仍旧是稳定的。 - 在中国持续看到小型实验动物销量的增加。 - 客户对公司非动物模型的兴趣度不断提升, 预计在 25 年产生约 2 亿美元的收入 (相当于 24 年 DSA 收入的 8.2%)。
Lonza	C(D)MO	1H25 的 biotech 融资是下降的, 但如果将中大型 pharma	1H25 收入增长主要由稳健的商业化需求推动, 用于早期研发以及小规模商业化生产的小规模 CDMO 产能也看到不错的增长。

的研发投入、biotech 融资以及 IPO 融资放在一起看，资金对早期研发的支持仍处在健康水平。

- 哺乳动物生产、偶联、小分子板块快速增长。
- CGT 受到低产能利用率的影响，预计下半年将有更好的增长。
- 公司在美国的大规模生产设施帮助公司自身以及客户避免潜在美国关税的冲击，再次确认美国的关税政策预计不会对 Lonza 带来实质的财务影响。

资料来源：彭博，公司业绩电话会，招银国际环球市场

2Q25 临床 CRO 新签订单改善，但持续性存疑

在经历了新冠疫情带来的研发需求大增以及全球生物医药行业持续的融资低迷后，海外 CXO 和生命科学上游公司的订单增长从 2023 年起开始恶化或者增速明显放缓，但在 2Q25 看到更多改善的信号。在公布订单数据的 8 家海外 CXO 和生命科学上游公司中，有 5 家公司的 2Q25 新签订单同比增长（vs 2024/ 1Q25: 5/ 4 家），平均增长了 34.5%（2024/ 1Q25: +15.7%/ +100.3% YoY）；有 5 家公司的新签订单环比增长（vs 4Q24/ 1Q25: 4/ 3 家），平均增长了 19.6%（4Q24/ 1Q25: +33.1%/ +24.8% YoY）。

我们观察到临床 CRO 公司 2Q25 新签订单同环比显著改善的趋势，但考虑到宏观环境的不确定性，我们认为这种新签订单改善趋势的延续性仍存疑。虽然全球大药企和 biotech 均非常重视推进临床后期项目，但早期研发需求持续的疲弱长期来看必然导致进入临床阶段项目的数量承压。因此，我们认为，2Q25 临床 CRO 的新签订单普遍环比改善无法掩盖订单绝对金额持续走低的潜在风险，这突出了全球临床 CRO 行业共同面临的长期订单增长压力。我们注意到新签订单增速放缓或者下滑导致各家临床 CRO 公司在手订单金额增速放缓或者下滑，也将继续压制业绩表现。

在 5 家新签订单同比增长的公司中有 3 家为临床前 CRO 公司，这反映了客户临床前需求暂时性增长叠加去年同期低基数效应。我们认为，临床前研发需求的实质性复苏需以融资的实质性恢复为前提，基于美联储目前较慢的降息节奏，我们对 biotech 融资在下半年的实质复苏持怀疑态度。但考虑到市场仍预期美联储 2025 年内会降息，可能为 biotech 融资带来边际改善，这将利好 biotech 的早期研发需求。考虑到从融资转化到签单再到收入的时间滞后，我们估计海外临床前 CRO 公司的业绩可能在 2H25 企稳并在 1H26 看到复苏的早期信号。

强劲的商业化需求推动 C(D)MO 的新签订单在高位维持稳健增长。三星生物的 2Q25 新签订单约 9 亿美金，虽然环比此前三个季度有下滑，但绝对金额仍旧相当可观。2024 年三星生物新签订单约 43 亿美元（+69.7% YoY），我们预计 2025 年对于三星生物而言将是需求延续爆发态势的一年。三星生物火爆的签单需求持续表明全球生物药领域拥有强劲的商业化生产需求。

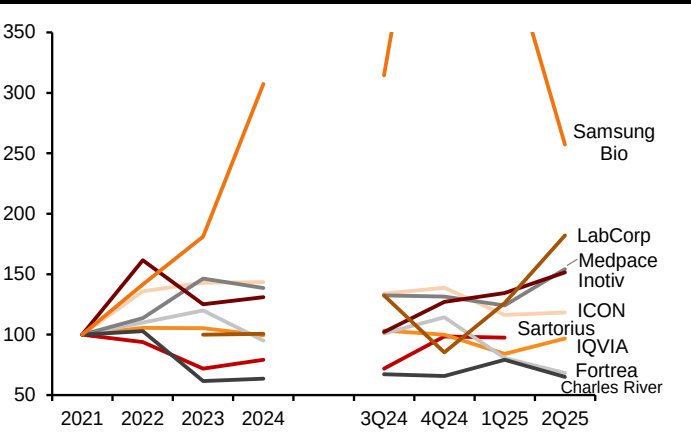
图 9: 新签订单变化趋势

公司	新签订单环比变化趋势																	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25		
Sartorius	+	+	+	+	-	-	+	-	-	+	-	-	+	+	-	-		
IQVIA			+	+	+	-	-	-	+	+	-	+	-	-	-	-	+	
ICON	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-	-	+	-	-	+	
Fortrea					+	+	-		+	+	-	-	+	+	-	-		
Medpace	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-	+	+	
Charles River	+	+	+	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	
Inotiv				+	+	-	+	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	
Labcorp	+	+	+	+	+	+	+		+	+	+	+	+	-	+	+	+	
Samsung Bio	+	-	+	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年度以红色标注, 减少的年度以绿色标注, 没有数据的年度以灰色标注。下同。

图 10: 海外新签订单相对增长趋势



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

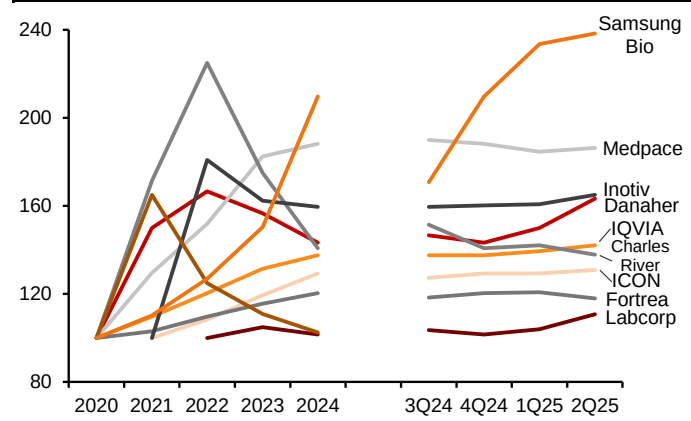
注: 基期数值为 100。下同。

图 11: 海外在手订单变化趋势

公司	在手订单环比变化趋势																	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	
Danaher		+	+	+	+	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	+	
IQVIA	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
ICON	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Fortrea					+	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	+	
Medpace	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Charles River	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	
Inotive				+	+	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	
Labcorp						+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	
Catalent	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Samsung Bio	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 12: 海外在手订单相对增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

2025 年业绩指引普遍上调

与 1Q25 时给与的全年指引相比，2Q25 海外 CXO 和生命科学上游公司管理层普遍上调了 2025 年业绩指引，主要得益于：1) 4 月份关税等宏观扰动导致当时管理层对全年业绩指引偏保守；2) 随着全球医药客户和产业链各方在 2Q25 逐渐对美国对等关税对业务的影响有更加清晰的预期，医药研发和生产的正常工作得以推进。据我们统计，2Q25 我们跟踪的大部分 (8/11) 海外公司上调了全年业绩指引，其中临床 CRO 和 C(D)MO 的业绩指引上调幅度较大。

C(D)MO 公司业绩持续受益于客户强劲的商业化生产需求，头部公司上调业绩指引。在不确定的全球宏观环境下，大药企和 biotech 公司将资源和精力向临床后期和商业化项目上倾斜，这也带来了持续强劲的商业化外包生产需求，有力支撑了 C(D)MO 公司的业绩。Lonza 的 1H25 收入同比增长 17%，扭转了 2024 年下降 2% 的趋势。考虑到可预见的客户商业化生产需求的延续以及早期研发需求的增长，Lonza 管理层上调了 2025 年业绩指引，预计 CDMO 收入将同比增长 20%-21%（此前指引为接近 20%），这将超过公司在疫情期间（2021 年）的增速。三星生物的 CMO 业务 2Q25 的收入增长 25.2%，虽然相比 1Q25（+49.3% YoY）有所放缓，但整个 1H25 的收入增长（+36.1% YoY）仍旧十分强劲。三星生物在 2024 年以及 1H25 签订多个大订单，同时公司 18 万 L 产能的 5 号工厂于 2025 年 4 月投产，因此也上调了业绩指引，预计全年 CMO 收入增长 25%-30%（此前指引为 20%-25%）。此外，Samsung Bio 正在考虑建设其第六座工厂，表明其对未来需求的乐观态度。我们认为 C(D)MO 已完全走出了新冠后的需求下行周期。

关税影响小于预期，生命科学上游公司的业绩指引显积极趋势。作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 的 pharma&biotech 客户的耗材需求的复苏从 2024 年延续至 2Q25，推动其生物工艺业务维持强劲增长，其 CDMO 业务的强劲增长也得以延续，叠加临床 CRO 业务恢复正增长，公司 2Q25 的收入增长 3.0%，相比 1Q25（+0.2% YoY）有明显提速。基于小于预期的关税影响、生物工艺和 CDMO 的强劲趋势以及临床 CRO 的订单增长，Thermo Fisher 管理层上调了 2025 年业绩指引的下限。除了 Thermo Fisher，包括 Danaher 和 Sartorius 在内的其他头部生命科学上游公司的业绩指引以维持和上调为主，明显好于 1Q25 时给与的全年业绩指引，反映了行业内管理层对于未来积极的展望。

由于 biotech 客户需求的意外反弹，临床 CRO 公司的 2Q25 收入增速相比 1Q25 出现改善。临床 CRO 公司 Medpace 主要服务中小 biotech 公司，是 2Q25 受益于 biotech 需求复苏最明显的临床 CRO 公司。基于恢复增长的新签订单以及强劲的询单趋势，Medpace 管理层大幅上调了全年业绩指引，并指出下半年将增加员工招聘以应对业务需求。然而，考虑到 biotech 融资仍未实质性复苏以及大药企客户对宏观经济前景的担忧，其他规模更大、更具代表性的全球性临床 CRO 公司，例如 IQVIA 和 ICON，其业绩指引的调整凸显了管理层的谨慎。尽管 2Q25 收入增速快于 1Q25（+5.3% YoY vs +2.5% YoY），全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的管理层维持了全年业绩指引，并表示短时间内不预计市场可以恢复至正常水平。另一家全球性临床 CRO 公司 ICON 仅小幅上调收入指引，但仍预计全年收入下降 3.4%（中值），经调整净利润下降 3.6%（中值），中值与此前指引一致。

临床前需求仍未看到反转的迹象。虽然全球医药融资在 2024 年实现同比增长，但增幅有限，1H25 全球宏观经济波动造成医药融资再次下滑，导致 biotech 客户对于早期研发投入持续

谨慎。全球安评龙头 Charles River 的收入增速连续多个季度承压，其中药物发现和安评业务（DSA）收入降幅尤甚，在手订单已连续 9 个季度减少，2Q25 新签订单也未能延续 1Q25 的增长趋势，环比减少了 17.9%。Charles River 管理层基于好于预期的上半年业绩上调了全年业绩指引，但仍预计 DSA 收入将下滑。管理层认为现时医药行业仍旧面临不确定性，因此管理层对未来展望保持谨慎。

图 13: 海外公司 2025 年业绩指引汇总

公司	核心业务	2Q25 收入 (YoY)	2025 收入指引 (YoY)		指引变化	2Q25 利润 (YoY)	2025 利润指引 (YoY)		指引变化
			更新后	更新前			更新后	更新前	
Thermo Fisher	生命科学上游, CXO	• +3.0% (表观) • +2% (内生)	• (+1.7%) ~ (+3.1%) (表观) • (+1%) ~ (+3%) (内生)	• (+1.0%) ~ (+3.1%) (表观) • (+1%) ~ (+3%) (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 维持 (内生) ▬	-1.5%	(+1.6%) ~ (+4.5%)	(-0.5%) ~ (+4.5%)	上调 ↑
Danaher	生命科学上游	• +3.4% (表观) • +1.5% (核心)	+~3% (核心)	+~3% (核心)	维持 ▬	+1.4%	(+1.6%) ~ (+2.9%)	(+0.3%) ~ (+2.2%)	上调 ↑
-生物科技板块		• +8.0% (表观) • +6.0% (核心)	+~7% (核心)	+~7% (核心)	维持 ▬				
-生命科学板块		• +0.5% (表观) • -2.5% (核心)	Flat (核心)	Flat (核心)	维持 ▬				
Sartorius	生命科学上游	• +2.7% (表观) • +5.7% (CC)	+~6% (CC)	+~6% (CC)	维持 ▬	29.9% (核心 EBITDA 利润率)	29-30% (核心 EBITDA 利润率)	29-30% (核心 EBITDA 利润率)	维持 ▬
-生物工艺板块		• +4.8% (表观) • +7.8% (CC)	+~7% (CC)	+~7% (CC)	维持 ▬	31.7% (核心 EBITDA 利润率)	31-32% (核心 EBITDA 利润率)	31-32% (核心 EBITDA 利润率)	维持 ▬
-实验室产品&服务板块		• -5.2% (表观) • -2.6% (CC)	+~1% (CC)	+~1% (CC)	维持 ▬	22.0% (核心 EBITDA 利润率)	22-23% (核心 EBITDA 利润率)	22-23% (核心 EBITDA 利润率)	维持 ▬
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	• +5.3% (表观) • +4.6% (内生)	• (+4.5%) ~ (+5.8%) (表观)	• (+3.9%) ~ (+6.5%) (表观)	• 维持 (表观) ▬	-0.2%	(+5.6%) ~ (+8.3%)	(+5.1%) ~ (+8.7%)	维持 ▬
ICON	临床 CRO	-4.8%	(-5.2%) ~ (-1.6%)	(-6.4%) ~ (-1.6%)	上调 ↑	-17.0%	(-7.1%) ~ (+0.0%)	(-8.9%) ~ (+1.8%)	维持 ▬
Fortrea	临床 CRO	+7.2%	(-3.6%) ~ (+0.1%)	(-9.1%) ~ (-5.4%)	上调 ↑	-0.5%	(-16.0%) ~ (-1.2%)	(-16.0%) ~ (-1.2%)	维持 ▬
Medpace	临床 CRO	+14.2%	(+14.7%) ~ (+19.5%)	(+1.5%) ~ (+6.2%)	上调 ↑	+2.2%	(+0.2%) ~ (+5.8%)	(-6.5%) ~ (-0.6%)	上调 ↑
Labcorp (实验室板块)	实验室业务	+11.0% (表观) +7.8% (内生)	(+6.1%) ~ (+7.5%)	(+3.0%) ~ (+5.0%)	上调 ↑				
Charles River	发现和安 (DSA), 动物模型	• +0.6% (表观) • -0.5% (内生)	• (-2.5%) ~ (-0.5%) (表观) • (-3.0%) ~ (-1.0%) (内生)	• (-5.5%) ~ (-3.5%) (表观) • (-4.5%) ~ (-2.5%) (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 上调 (内生) ↑	+6.2%	(-4.1%) ~ (-0.2%)	(-9.9%) ~ (-5.0%)	上调 ↑
-RMS 板块		• +3.3% (表观) • +2.3% (内生)	• 持平至小幅增长 (表观) • 持平至小幅增长 (内生)	• 持平 (表观) • 持平至小幅增长 (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 维持 (内生) ▬				

DSA 板 块		• -1.5% (表观) • -2.4% (内生)	• 低至中单位数 下降 (表观) • 低至中单位数 下降 (内生)	• 中单位数下 降 (表观) • 中单位数下 降 (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 上调 (内生) ↑
-生产板 块		• +4.4% (表观) • +2.9% (内生)	• 持平至小幅增 长 (表观) • 持平 (内生)	• 持平至小幅 下降 (表观) • 持平 (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 维持 (内生) —
Samsung Bio	CMO	+25.4%	(+25%) ~ (+30%)	(+20%) ~ (+25%)	上调 ↑ +22.3%
Lonza	CDMO	• +17.0% (表观) • +19.0% (CC)	(+20%) ~ (+21%) (CC)	+接近 20% (CC)	上调 ↑ 29.6% (核心 EBITDA 利润 率) 30% ~ 31% (核心 EBITDA 利润率) 接近 30% (核 心 EBITDA 利 润率) 上调 ↑

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 内生增速为剔除收并购、资产剥离、汇率转换影响后的收入增速。CC: constant currency 即固定汇率。对于 Medpace, 利润增速基于 GAAP 净利润, 利润指引基于 GAAP EPS; 对于 Samsung Bio, 业绩增速和收入指引指其 CMO 业务; 对于 Fortrea 和 Lonza, 利润增速以及利润指引基于经调整 EBITDA; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润, 利润指引基于 non-GAAP EPS。对于 Lonza, 利润增速指 1H25, 业绩增速及业绩指引仅针对其 CDMO 业务。

与年初指引相比, 海外公司管理层在 2Q25 普遍上调了全年业绩指引, 其中收入端的上调幅度稍好于利润端, 上调业绩指引的公司以临床 CRO 和 C(D)MO 为主, 反映了这些公司 2Q25 好于预期的业绩以及强劲的商业化生产需求。

图 14: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司对 2025 年业绩指引的变化趋势

公司	核心业务	2025 收入指引变化		最新指引是否 好于首次指引	2025 利润指引变化		最新指引是否 好于首次指引
		1Q25	2Q25		1Q25	2Q25	
Thermo Fisher	生命科学, 临床 CRO, C(D)MO	表观 — 内生 ↓	表观 ↑ 内生 —	表观 ✓ 内生 ✗	↓	↑	✗
Danaher	生命科学上游	—	—	—	不适用	↑	不适用
-Danaher (生物科技板块)	生命科学上游	↑	—	✓			
-Danaher (生命科学板块)	生命科学上游	↓	—	✗			
Sartorius	生命科学上游	不适用	—	不适用	不适用	—	不适用
-Sartorius (生物工艺板块)	生命科学上游	不适用	—	不适用			
-Sartorius (实验室板块)	生命科学上游	不适用	—	不适用			
IQVIA	临床 CRO, 数据服 务	↑	—	✓	—	—	—
ICON	临床 CRO	↓	↑	✗	↓	—	✗
Fortrea	临床 CRO	—	↑	✓	—	—	—
Medpace	临床 CRO	↑	↑	✓	—	↑	✓
Labcorp (实验室 业务)	实验室业务	—	↑	✓			
Charles River	药物发现和安全性 评价 (DSA), 动物	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ✓ 内生 ✓	↑	↑	✓
-Charles River (RMS 板块)	RMS	表观 — 内生 ↑	表观 ↑ 内生 —	表观 ✓ 内生 ✓			
-Charles River (DSA 板块)	DSA	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ✓ 内生 ✓			

-Charles River (生产板块)	C(D)MO	表观 内生	表观 内生	表观 内生			
Samsung Bio	C(D)MO						
Lonza	C(D)MO						

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “X”表示最新业绩指引弱于首次指引, “√”表示最新业绩指引好于首次指引。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、Danaher 和 Charles River, 收入指引变化基于内生增速; 对于 Sartorius 和 Lonza, 收入指引变化基于固定汇率下增速; 其余公司收入指引变化基于表观增速。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。

大药企稳健的投入将有效对冲融资和 biotech 投入的下滑

2Q25 全球医疗健康融资受到宏观波动的冲击

根据动脉橙数据，2Q25 全球医疗健康（包括 biotech）融资额同比大幅减少 25.0%，相比 2H24/1Q25 的稳健增长有显著的恶化。伴随着美联储进入降息通道，全球融资在 2H24 和 1Q25 分别同比增长 1.5% 和 3.7%。然而，随着特朗普政府在 2Q25 发动全球关税战以及推动美国“最惠国药价”政策，全球医药产业信心遭受打击，进而影响了资金投资医药的信心。随着全球医药产业对于特朗普政府的政策预期进一步明朗，全球医疗健康月度融资额在 2025 年 7 月同比增长 19.7%，尽管该增长趋势是否能够延续仍存在较大不确定性，但我们认为这反映了当下医药行业的预期相比 2025 年 4 月已有大幅好转。

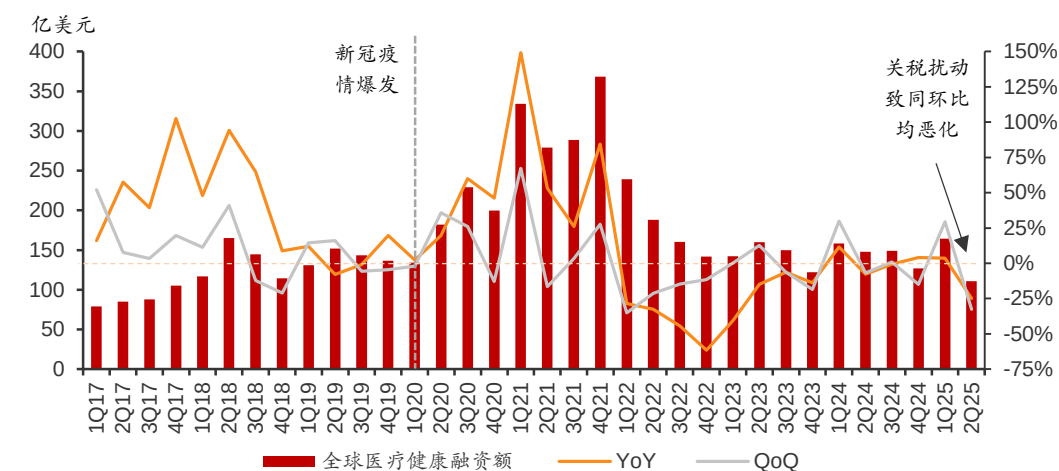
我们认为 2025 年全球宏观政策的波动将继续扰动医药行业融资复苏的节奏，但美联储下半年降息的迫近或可提振医药行业的投资信心。我们认为具备优质管线的 biotech 公司将继续获得资金的青睐。

图 15: 全球医疗健康融资额（年度）



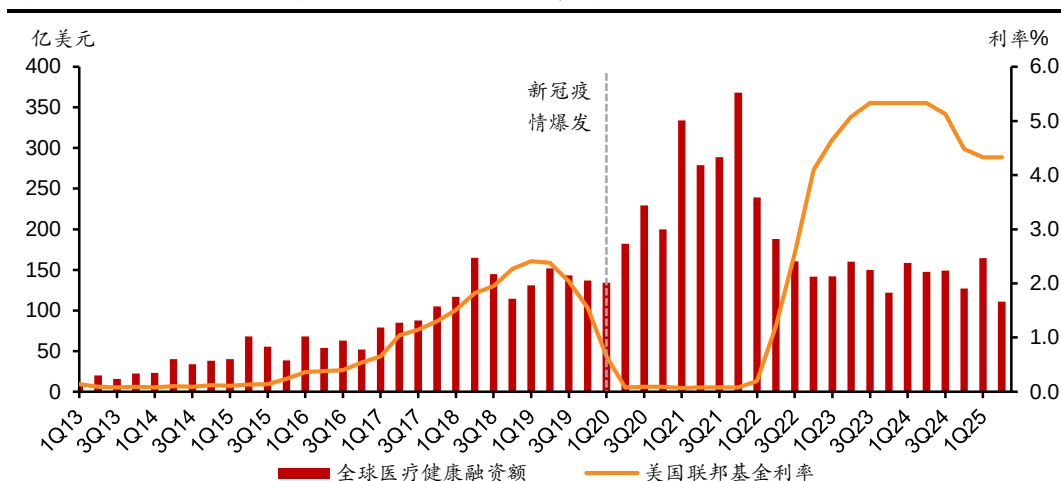
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 16: 全球医疗健康融资额（季度）



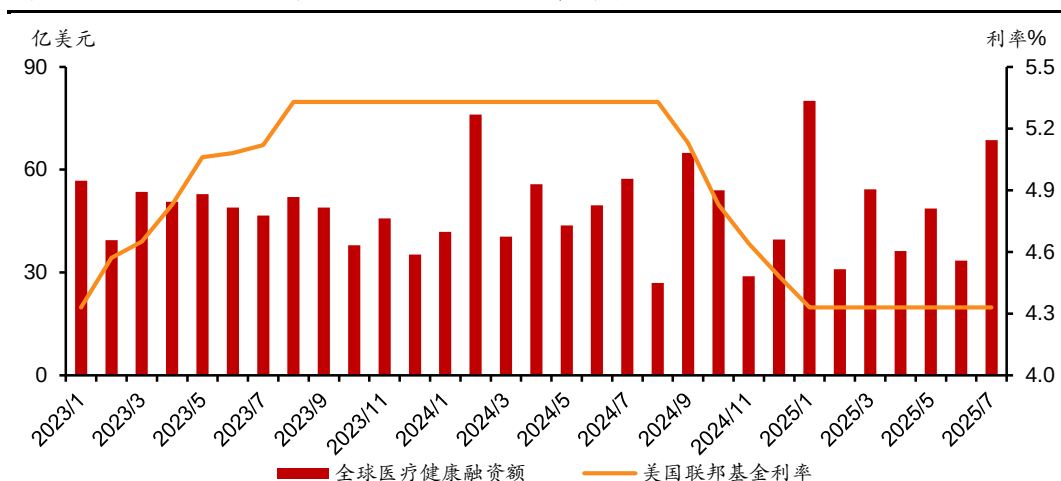
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 17: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（季度）



资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

图 18: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（月度）



资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

XBI 指数反映美国生物科技公司的股价走势，近一年该指数的走势在历史均值附近波动。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持续走弱，该指数相比疫情高点的跌幅最多达到了63.9%。2023年10月以后，市场开始预期美国降息，导致XBI指数最高时反弹超过52%，随着美联储在2024年9月正式开启降息周期，XBI指数冲破历史均值。但进入2025年，由于美国新一届政府的政策引发了全球性的宏观环境波动，XBI指数快速下调。随着行业对于美国关税等政策的消化，XBI指数现在已经恢复至接近2025年初的水平。我们认为，XBI指数未来或将受益于美联储降息预期带来的融资边际改善。同时，融资改善将会提振全球医药行业的研发需求，CXO和生命科学上游行业也更有望看到客户需求的持续回暖。

图 19: XBI 指数走势



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2025 年 8 月 12 日。

无惧宏观波动, 1H25 全球大药企研发和资本支出继续稳健增长

作为 CXO 和生命科学上游行业最重要的客户群体, 全球制药企业的研发和资本支出投入强度极大地决定了 CXO 和生命科学上游公司的业绩表现。随着新冠疫情后全球医药需求走低, 行业内的头部公司开始控制成本, 我们注意到多个大药企宣布了成本削减计划, 具体措施包括行政、信息和销售部门裁员、研发管线调整、全球产能优化等。这些成本控制措施引发了市场对于 CXO 和生命科学上游业务需求的担忧。可喜的是, 在新冠疫情过后至今, 全球制药行业的研发和资本支出总体上仍呈稳健增长趋势, 并已大幅超过了新冠疫情期间的水平, 为 CXO 和生命科学上游公司的长期业绩增长奠定了扎实基础。

波动的全球宏观环境凸显全球大药企作为创新基石的地位。我们统计了 10 家全球主要大药企和 10 家头部 biotech 公司的数据, 发现在新冠疫情爆发至 2024 年全球大药企和头部 biotech 公司的研发和资本支出均呈现持续增长的趋势。今年上半年, 尽管在全球关税和美国药品价格政策扰动下, 全球大药企的研发和资本支出仍然实现了强劲的增长, 合计同比分别增长 5.3% 和 16.4%; 而 biotech 公司的研发和资本支出则出现下降, 同比分别减少 1.9% 和 27.7%。这进一步表明全球大药企作为全球医药研发创新的基石作用, 也同时意味着宏观环境不确定性使得 biotech 行业采取更谨慎的支出策略。

大药企的研发投入意愿延续至 1H25。在 2024 年, 我们统计的这 10 家大药企的研发投入同比小幅下降 1.9%, 但这 10 家大药企中有 8 家的 2024 年研发费用相比 2023 年有增长。进入 1H25, 这 10 家大药企中仍有 7 家的研发费用同比增长, 平均增长了 11.4%, 表明全球头部大药企对于研发支出持续的投入意愿。值得注意的是, 诺和诺德的研发支出在 1H25 同比下滑 11.2%, 相比于 2019-24 的 27.6% CAGR 有明显的放缓。诺和诺德 1H25 研发支出下降由高血压药物 Ocedurenone 研发失败以及其他无形资产减值导致, 但对于肥胖管理、后期临床和早期研发的投入仍在增长。同时, 我们注意到礼来的研发费用在 1H25 同比增长了 16%, 延续了 24 年的趋势。因此, 我们认为全球这两家代谢领域的龙头对于该领域的投入并没有放缓。

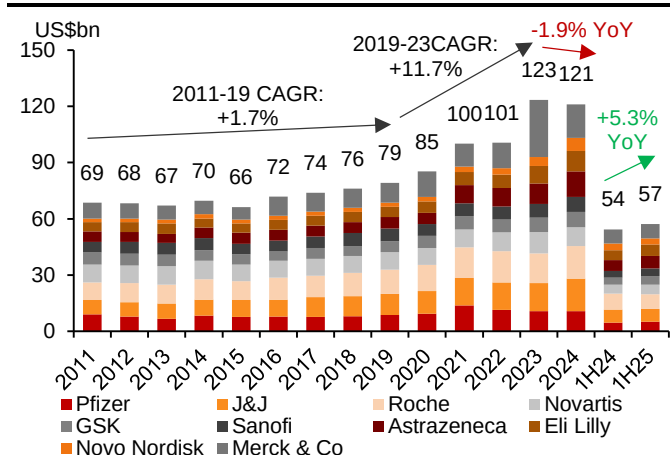
在控制成本的背景下，大药企对研发的投入意愿进一步提高。辉瑞在 3Q23 宣布了一项涉及全公司的多年成本控制计划，目标到 27 年底合计节约 72 亿美元成本，同时管理层承诺将节约的部分成本用于提升研发效率。因此，我们看到辉瑞的研发支出在 1H25 同比增长 10.8%，相比 2023/2024 的 -6.6%/+1.3% YoY 有显著提速。赛诺菲也在 2023 年开启了成本控制，计划到 2025 年底节约 20 亿欧元的成本，但其研发支出在 2024 年和 1H25 也分别增长了 9.9% 和 8.6% YoY。因此，我们认为大药企的成本控制措施将不会影响其对于创新研发的支出强度。

相较于研发支出，大药企对于产能建设有更强烈的投入意愿。我们统计的 10 家全球大药企在 1H25 的合计资本支出同比增长了 16.4%，增速超过过去 15 年的 CAGR。其中有 6 家的资本支出在 1H25 同比增长，平均涨幅为 29.9% (vs 11.4% 的研发支出平均涨幅)。需要注意的是，大药企的成本控制计划似乎对其资本支出造成了负面影响。辉瑞的资本支出在 2024/1H25 同比下降了 25.5%/11.9%，赛诺菲的资本支出在 1H25 同比减少了 24.7%。这种资本支出的下行趋势叠加行业内旺盛的商业化生产需求提高了大药企对于外部合作伙伴的依赖，这也一定程度上解释了生物药 C(D)MO 公司近期强劲的业绩增长。我们注意到，在 1H25 有众多全球大药企宣布对美国的长期巨额投资计划。1H25 多数大药企资本支出的增长表明，美国政府主张的“制造业回流”政策极有可能正在推动全球大药企进行全球产能的调整以及美国产能的扩建，但考虑到在美建厂需要较长时间，这些投资规划的最终落地效果仍有待观察，因此我们认为中短期内对于 C(D)MO 不会产生实质影响。

Biotech 公司的研发和资本支出投入增速显著落后于大药企。我们统计的 10 家头部 biotech 公司的 1H25 研发费用同比下降了 1.9% (vs 大药企: +5.3%)，10 家公司中虽有 6 家的研发费用同比有增长，但 4 家减少支出的公司的研发投入体量较大 (例如 Moderna 和 Incyte)，导致合计研发支出的下滑。此外，biotech 公司对于固定资产的投资更趋于谨慎，1H25 年的合计资本支出同比大幅下降 27.7%，也由部分公司的支出减少导致 (例如 Moderna 和百济神州)。

Biotech 公司的研发和资本支出投入在 1H25 的下滑延续了 2024 年的趋势，这与全球医疗健康融资持续疲弱息息相关。1H25 关税和美国药品价格政策带来了额外的宏观不确定性，致使医药融资走弱，因此 biotech 公司在资金使用上更谨慎。在全球医药创新产业链内，大药企通过不断的外部引进或者收并购交易，为 biotech 行业提供了除 PE/VC 外重要的资金支持，在全球医药融资仍未出现实质性反转的当下，大药企的资金支持对于 biotech 公司持续创新至关重要。我们统计的这 10 家全球主要大药企的合计自由现金流在 2024 年同比增长了 24.6% 至 1,193 亿美元，已接近新冠疫情期间的高点，又在 1H25 同比继续增长 15.5%，为这些企业进行引进或者收并购打下良好的财务基础。

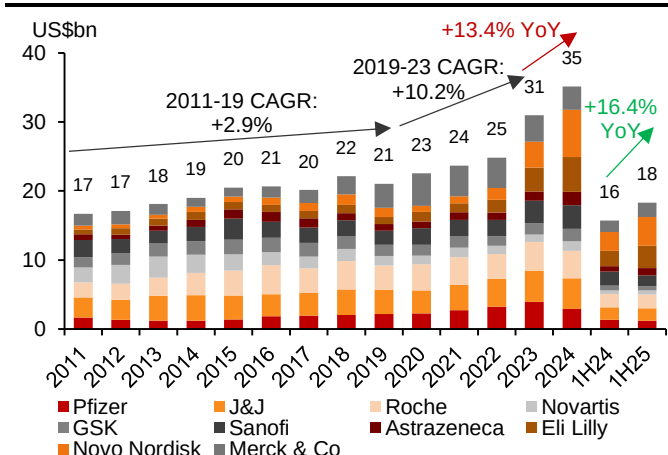
图 20: 全球主要大药企的研发费用



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 7 家的 1H25 研发费用同比增长。

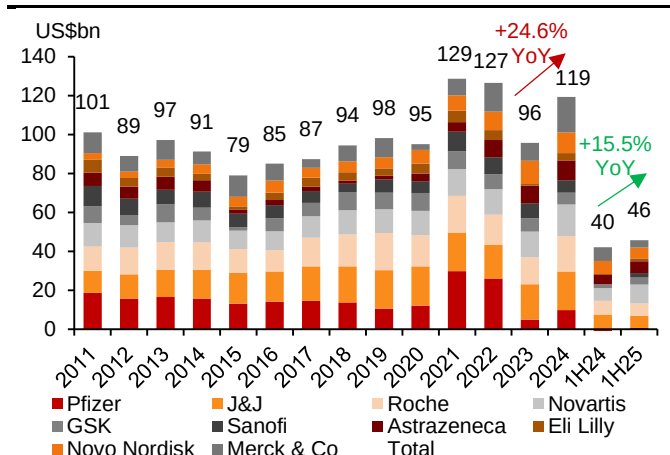
图 21: 全球主要大药企的资本开支



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 6 家的 1H25 资本开支同比增长。

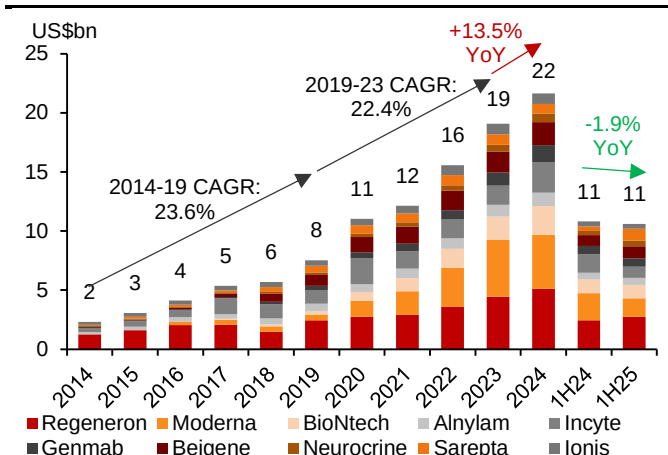
图 22: 全球主要大药企的自由现金流



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 6 家的 1H25 自由现金流同比增长。

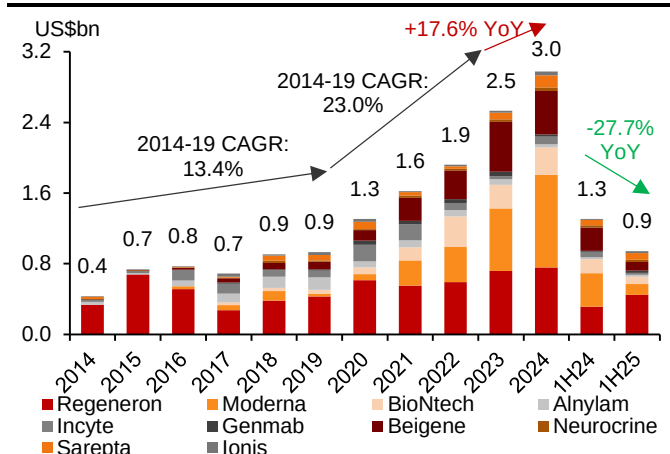
图 23: 全球头部 biotech 公司的研发费用



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 6 家的 1H25 研发费用同比增长。

图 24: 全球头部 biotech 公司的资本开支



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 6 家的 1H25 资本开支同比增长。

图 25: 全球估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入	净利润	P/E(x)		PEG(x)	PB(x)	ROE	股息率
			US\$bn	CAGR 24-27E	CAGR 24-27E	25E	26E	25E	25E	25E	25E
海外											
Thermo Fisher	TMO US	买入	180.3	5.3%	7.0%	21.2	19.1	3.0	3.4	15.9%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	147.3	5.5%	7.1%	26.5	23.9	3.7	2.7	10.4%	0.6%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	52.8	18.9%	22.9%	49.2	41.5	2.1	5.9	12.6%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	47.5	12.1%	15.4%	32.9	27.7	2.1	3.9	11.3%	0.9%
IQVIA	IQV US	未评级	31.6	5.4%	5.6%	15.7	14.4	2.8	5.2	30.3%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	22.4	5.7%	8.1%	16.5	15.3	2.0	2.6	16.2%	1.1%
Sartorius	SRT GR	未评级	15.7	8.1%	19.8%	35.0	28.1	1.8	4.0	10.2%	0.5%
ICON	ICLR US	未评级	13.1	1.2%	0.9%	12.7	11.9	14.1	1.4	9.9%	0.0%
Medpace	MEDP US	未评级	12.9	11.6%	6.1%	32.6	29.9	5.4	nm	nm	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	7.5	1.6%	2.6%	15.5	14.7	6.0	2.2	12.5%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	6.3	24.4%	22.6%	41.8	28.3	1.9	3.5	8.2%	1.3%
海外平均				9.1%	10.7%	27.2	23.2	4.1	3.5	13.8%	0.4%
国内											
药明康德	603259 CH	买入	38.4	15.9%	16.7%	21.4	18.2	1.3	4.0	17.5%	1.7%
药明生物	2269 HK	买入	15.4	16.1%	16.6%	20.3	17.5	1.2	2.3	13.2%	0.0%
药明联合	2268 HK	未评级	9.1	33.4%	29.8%	46.4	34.7	1.6	8.1	18.8%	0.0%
泰格医药	300347 CH	买入	7.6	10.5%	26.1%	49.8	41.4	1.9	2.6	5.2%	0.8%
康龙化成	300759 CH	未评级	6.8	12.2%	15.5%	29.1	24.6	1.9	3.4	12.3%	0.7%
凯莱英	002821 CH	未评级	5.1	14.5%	22.3%	33.0	27.9	1.5	2.1	6.4%	1.1%
昭衍新药	603127 CH	未评级	3.1	5.4%	nm	70.8	52.5	nm	2.8	4.0%	0.4%
国内平均				15.4%	21.2%	38.7	31.0	1.6	3.6	11.0%	0.7%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: Thermo Fisher、药明康德和药明生物数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测 (数据截至 2025 年 8 月 12 日)。

海外主要 CXO/生命科学上游公司 2Q25 业绩概况与电话会要点

以下内容根据公开资料整理，不代表观点；如有错漏，敬请谅解。

Thermo Fisher

2Q25 业绩概况：

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 2Q25 业绩，收入同比增长 3.0% 至 109 亿美元 (vs 2024/1Q25: +0.1%/+0.2% YoY)，剔除收购、汇率影响的内生收入同比增长 2% (vs 2024/1Q25: +0%/+1% YoY)。毛利率同比减少 0.8 个百分点至 41.2% (vs 2024/1Q25: 42.1%/41.6%)。Non-GAAP 净利润同比下降 1.5% 至 20.3 亿美元 (vs 2024/1Q25: +0.2%/-0.5% YoY)。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比增长 6.1% (内生增速: +4%) 至 25.0 亿美元，占总收入的 22.0%；2) 分析仪器板块收入同比下降 3.0% (内生增速: -4%) 至 17.3 亿美元，占总收入的 15.2%；3) 专科诊断板块收入同比增长 1.5% (内生增速: +0%) 至 11.3 亿美元，占总收入的 10.0%；4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO 和 CDMO 服务) 收入同比增长 4.1% (内生增速: +3%) 至 60.0 亿美元，占总收入的 52.8%。

2025 年指引：上调全年业绩指引下限，预计收入同比增长 1.7% 至 3.1% (此前指引为同比增长 1.0% 至 3.1%)，其中核心内生收入同比增长 1% 至 3% (与此前指引一致)；预计 Non-GAAP EPS 同比增长 1.6% 至 4.5% (此前指引为同比增长 -0.5% 至 4.5%)。预计资本支出投入为 14-17 亿美元，按照中值计算将同比增长 11%。

3Q25 指引：预计内生收入同比增长 3%，Non-GAAP EPS 同比增长 3.4% 至 4.4%。

业绩电话会要点：

- 药企和 biotech 客户需求：**2Q25 中单位数增长，环比增速是过去 9 个季度最高的，在所有细分领域均看到增长。其中，**生物工艺 (bioproduction) 业务表现亮眼**，强劲的需求延续了 1Q25 的趋势，订单非常不错。**CDMO 业务维持强劲趋势**，公司的灌装产能在当下的市场竞争中非常重要，与临床 CRO 业务紧密配合。**临床 CRO 收入恢复微幅正增长，但新签订单强劲增长**，长期来看这是一个可以高单位数增长的业务。近期在一些行业展会中看到非常多 biotech 企业活跃其中，他们对于自身的管线非常有信心。一些大药企客户也有非常好的增长，对于在当下的环境下跟政府合作有信心。**总体的行业情绪是非常积极的。**
- 仪器/设备需求：**明显受到政府政策和关税环境的负面影响，但公司凭借创新仍旧扩大了市场份额。当前环境没有好转之前，此板块的需求预计仍将疲弱，这也已经反映在公司的业绩指引中。但通过与政府的沟通，认为政府对生命科学的支持力度 (例如 NIH 资助) 将超过大家的预期，对学术机构的资金将减少，但降幅有限。
- 关税对财务的影响：**关税影响低于预期。2Q25 的内生收入比之前预计的高 7500 万

美元（相当于~0.7%的 2Q24 收入），**得益于中国市场销售受关税的影响低于预期**，其他的业务表现与预期一致，考虑到现在的宏观环境，这是非常优秀的成果。基于出色的执行效率，2Q25 的 adj. EPS 比之前预计的高 0.13 美元（相当于 2Q24 adj. EPS 的 2.2%），其中的 0.08 美元来自比预期低的关税影响，剩余的 0.05 美元来自成本控制。**中美关税情况显著好于此前的预期，这已经反映于这次业绩指引的上调中**。考虑到关税和政策环境的不确定性仍在，对于下半年关税的影响预期没有变化。**如果当下全球关税情况得以延续，业绩指引将有继续向上调整的空间。**

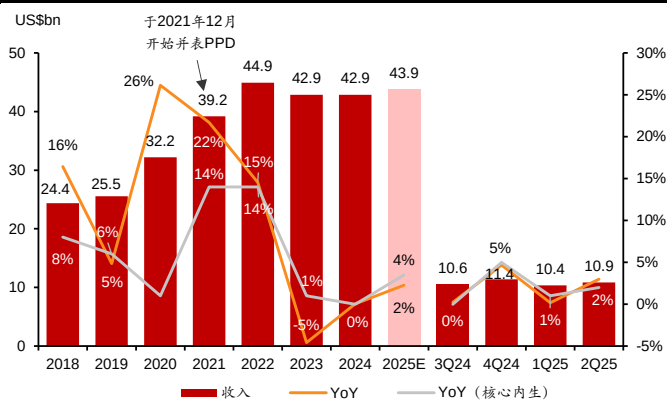
- 4) **关税对业务的影响：**客户对于在美国建厂的兴趣在增长，很多大药企已宣布了在美国投资计划，Thermo Fisher 也在 4 月份宣布了 20 亿美元的投资计划（包括 15 亿美元的建厂投入）。公司将收购赛诺菲位于新泽西的灌装产能，持续为赛诺菲的药物提供生产服务，并将扩大与赛诺菲的战略合作。公司将对此产能进行投资以满足药企客户不断增长的美国本土生产需求。客户利用公司的美国产能实现美国本土生产是非常高效经济的方式，这也是为什么赛诺菲将其美国工厂卖给 Thermo Fisher。**在美国建厂需要多年时间，所以这没有对客户当下的生产造成影响。**
- 5) **增速展望：**基于对于行业长期增长的信心，管理层认为未来两年公司将加速增长，**2026/27 年内生增速预计将分别达到 3%/6%**。为了支持这一增长目标，公司将进一步强化客户合作，帮助客户适应宏观环境，同时将持续控制成本。因此预计 2026/27 年的经调整运营利润将中至高单位数增长。未来一旦此短期目标达成，公司预计将会回到高于 7% 的内生增长轨道上。今年的内生收入增速已经预计在 1%-3% 的区间内，伴随着一些负面因素的消除，例如政府终端市场需求稳定或者复苏，以及临床 CRO 新签订单的强劲增长（虽然预计 25 年收入将持平），未来都将对内生增速有贡献。同时医药行业内不断的创新，带来新的管线和增长的需求。所以管理层认为 7% 的内生增速目标是非常合理的。
- 6) **分区域的收入增速拆分：****2Q25 欧美区域收入增速持续改善，亚太市场由于中国市场疲弱而增速放缓。** 1) 2Q25 北美市场低单位数增长（vs 2024 低单位数下降；1Q25：持平）；2) 欧洲市场低单位数增长（vs 2024 持平；1Q25：低单位数增长）；3) 亚太市场低单位数下降（vs 2024 低单位数增长；1Q25：低单位数增长），其中中国市场高单位数下降（vs 2024 低单位数增长；1Q25：中单位数下降）。
- 7) **分终端客户类型的收入增速拆分：****医药行业客户需求复苏明显，为 2Q25 公司唯一收入正增长的客户群体。学术和政府终端需求受政策影响明显。** 1) 2Q25 药企和 biotech 终端收入同比中单位数增长（vs 2024：低单位数增长；1Q25：低单位数增长）。2) 学术和政府终端同比中单位数下降（vs 2024：低单位数增长；1Q25：低单位数下降）。3) 工业和应用终端全年同比低单位数下降（vs 2024：低单位数增长；1Q25：低单位数增长）。4) 诊断和医疗健康终端全年同比低单位数下降（vs 2024：低单位数下降；1Q25：低单位数增长）。
- 8) **CDMO 与临床 CRO 业务整合：**公司在 4Q24 推出了 Accelerator Drug Development 服务，整合了 CDMO 和临床 CRO 的相关服务以保证客户重要研发项目推进的速度、质量和效率。2Q25 客户对于此服务继续有强烈的需求，为临床 CRO 业务带来

了强劲的新签订单增长。季度内 Tufts Center for the Study of Drug Development 完成对该服务的验证。此综合服务在当下的市场环境下对客户带来特殊的价值，公司可以帮助客户扩大美国生产能力，同时通过 AI 加速客户临床项目的推进速度。

国内市场对标企业：

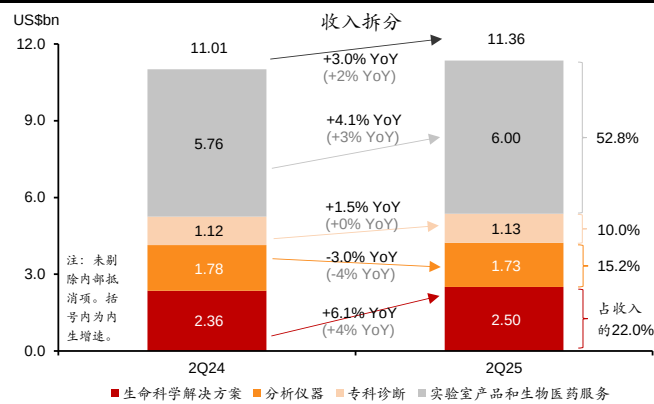
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈等；建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药。

图 26: 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: 2025 年收入增速基于公司指引中值

图 27: Thermo Fisher: 收入拆分



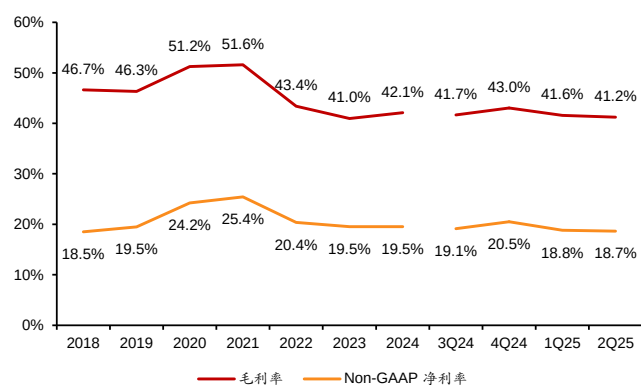
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 28: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

收入增速拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25
报表端增速	16%	5%	26%	22%	15%	-5%	0%	-3%	-1%
-收购	7%	1%		2%	18%	1%	0%	0%	0%
-汇率	1%	-2%	1%	2%	-3%	0%	0%	0%	-1%
内生增速	8%	6%	25%	18%	0%	-5%	0%	-4%	-1%
-新冠检测收入			24%	5%	-13%	-6%	-1%	-1%	-1%
+PPD收购 pro forma影响					1%				
核心内生增速	8%	6%	1%	14%	14%	1%	0%	-3%	0%

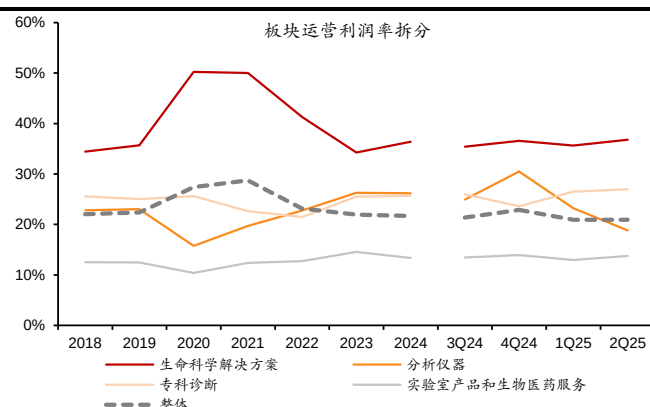
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 29: Thermo Fisher: 历年毛利率及净利率



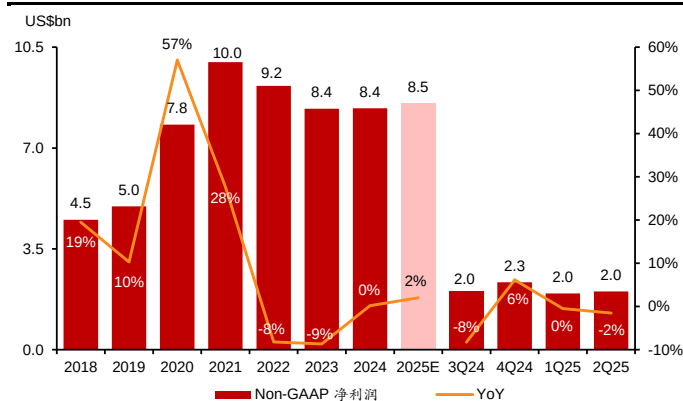
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 30: Thermo Fisher: 历年板块利润率拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

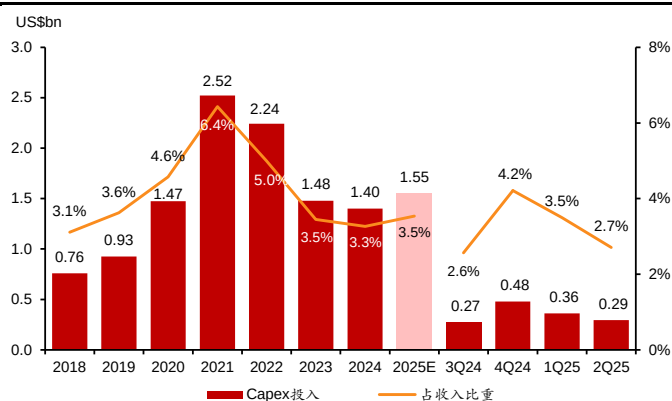
图 31: Thermo Fisher: 历年 non-GAAP 净利润



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2025 年 non-GAAP 净利润增速基于公司 non-GAAP EPS 指引中值

图 32: Thermo Fisher: 历年资本支出



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2025 年资本支出基于公司指引中值

Sartorius

2Q25 业绩概况:

欧洲生命科学上游龙头 Sartorius 公布 2Q25 业绩，收入同比增长 2.7%至 8.8 亿欧元（vs 2024/1Q25: -0.4%/+7.7% YoY），固定汇率（constant currency/ CC）下收入同比增长 5.7%（vs 2024/1Q25: +0.1%/+6.5% YoY）。核心（underlying）EBITDA 利润同比增长 11.4%至 2.6 亿欧元（vs 2024/1Q25: -1.8%/+12.4% YoY），核心净利润同比增长 6.9%至 0.84 亿欧元（vs 2024/1Q25: -17.3%/+21.3% YoY）。

分板块：1）生物工艺解决方案收入同比增长 4.8%（CC: +7.8%）至 7.2 亿欧元；2）实验室产品和服务收入同比下降 5.3%（CC: -2.6%）至 1.7 亿欧元。

2025 年指引：维持全年业绩指引。预计收入同比增长~6%（CC），其中生物工艺板块增长~7%（CC），实验室板块增长~1%（CC）。预计核心 EBITDA 利润率为 29%至 30%，其中生物工艺板块为 31%至 32%，实验室板块为 22%至 23%。

业绩电话会要点:

- 需求：**1H25 订单增速快于收入增速。TTM 12 个月的订单收入比高于 1x，并且连续多个季度改善。1H25 耗材收入按照预期强劲增长，同比双位数增长，驱动整个公司的业绩增长。设备收入持续疲弱，同比双位数下滑。尽管从新签订单和客户沟通的角度看到很多积极的趋势，但是公司仍面临宏观环境的不确定性，例如关税和融资，因此暂时维持业绩指引不变。
- 板块增长驱动：**1）生物工艺上半年收入增长 9%，由耗材收入驱动。设备销售仍旧疲弱，但是看到一些积极的业务进展，在跟一些正在考虑新投资计划的客户进行一些有意义的沟通，但整体上客户当下仍旧对签订设备订单是犹豫的。2）实验室产品和服务板块收入下降 4%，该板块主要收入来自设备，虽然实验室耗材和服务表现稳健，但仍不足以抵消设备需求因客户对大型投资规划持续的推迟而带来的需求疲弱。
- 分区域的 1H25 收入增速拆分：**分区域来看，美洲收入增速最快，达到 7.1%，EMEA 增长 5.9%，亚太增长 5.0%，均由耗材收入驱动，设备业务在所有区域都是疲弱的。中国的生物工艺耗材销售趋势是积极的，区域内的客户已经完成去库存。在设备端，中国客户需求仍在低位徘徊，但考虑到中国客户对于药物创新研发的强劲需求，对于中国市场的长期前景保持乐观。
- 关税影响：**美国在 4 月 2 日宣布对等关税政策后，公司执行了多个应对措施，包括对美国客户收取因关税导致的涨价。由于大多数 2Q25 美国市场产品是由美国设施生产，涨价对公司上半年收入的影响微乎其微（小几百万欧元），全年业绩指引并没有考虑关税带来的涨价的影响。关税对收入的影响将取决于最终实施的关税水平，假设当下 10%的关税水平可以维持到年末，预计涨价将会带来 1%的额外收入。公司在美国销售的产品有 1/3 是在美国本土生产的，公司有能力将这一比例再提高

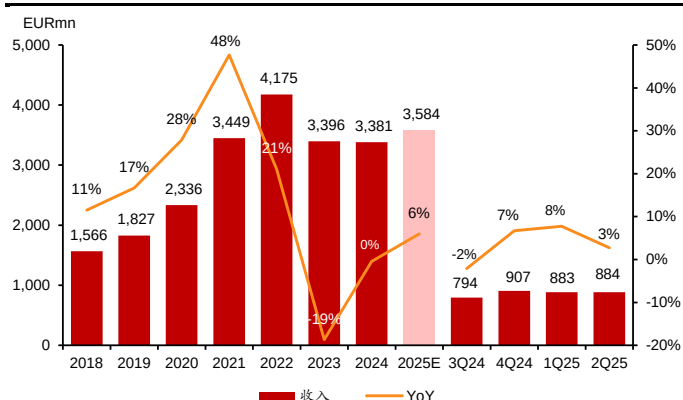
10%，主要通过调整过滤、细胞培养基等产品的生产来实现。除此之外，公司更有可能增加在美国本土的产能建设，但这取决于未来的关税环境。

- 5) **客户产能利用率**：已安装产能以及这些产能的利用率是观察客户活跃程度的重要指标。公司看到现有产能利用率在持续提升，这在过去多年持续推动了与这些设备配套使用的耗材需求的增长，也同时说明行业内对于一次性技术的需求在增长。**管理层对于现有产能的利用率水平是满意的，并认为产能扩建将到来。**同时公司也观察到客户正在进行老设备的更新置换，并预计下半年设备收入将有温和复苏。

国内市场对标企业：

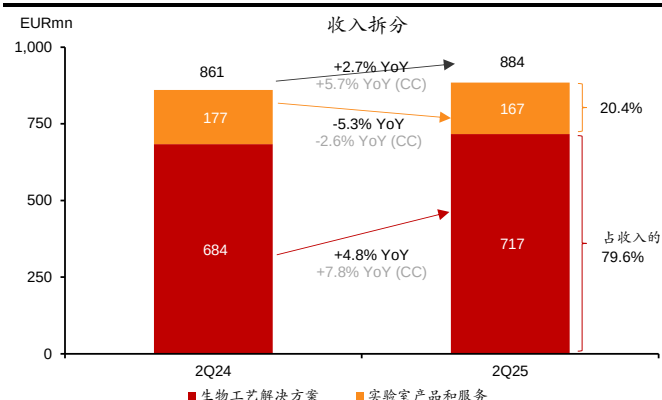
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、义翘神州等。

图 33: Sartorius: 历年收入及增速



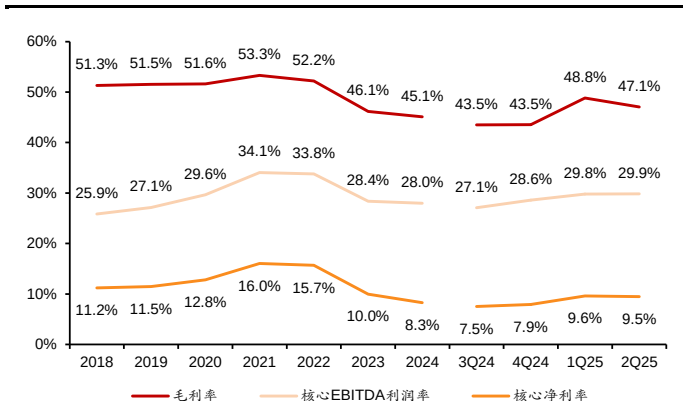
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 34: Sartorius: 收入拆分



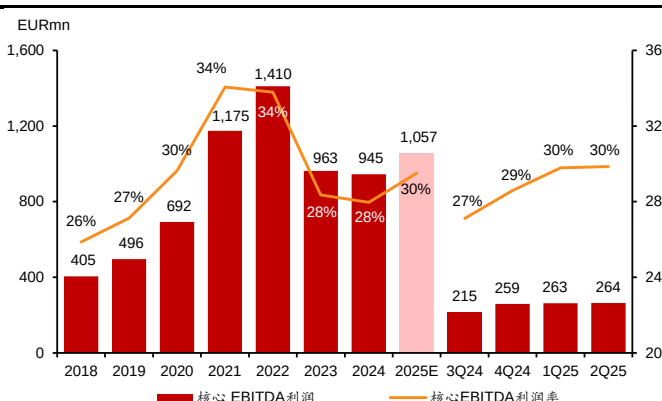
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 35: Sartorius: 历年毛利率及净利率



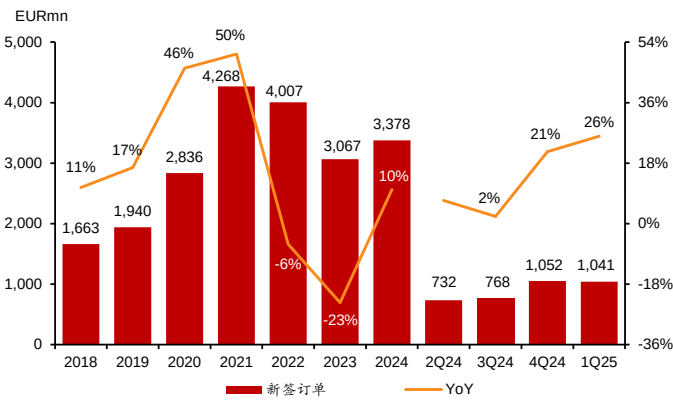
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 36: Sartorius: 历年核心 EBITDA



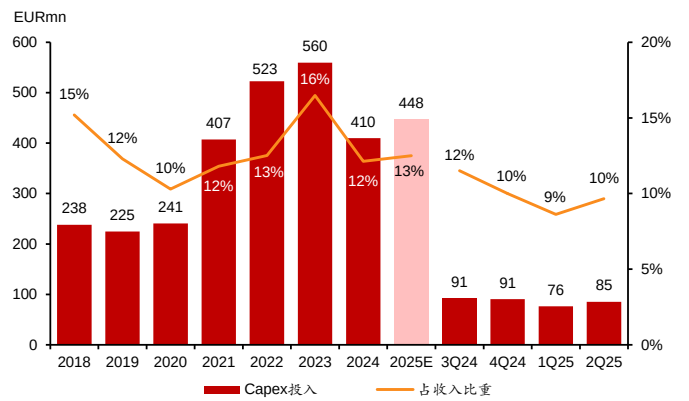
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 37: Sartorius: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 38: Sartorius: 历年资本支出



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

IQVIA

2Q25 业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2Q25 业绩，收入同比增长 5.3%至 40.2 亿美元（vs 2024/1Q25: 2.8%/+2.5% YoY）。剔除新冠收入、汇率影响，经调整收入同比增长 4.6%（vs 2024/1Q25: +5.5%/+4.5% YoY）。毛利率同比减少 1.8 个百分点至 32.9%（vs 2024/1Q25: 34.9%/33.9%），Non-GAAP 净利润同比下降 0.2%至 4.9 亿美元（vs 2024/1Q25: +7.4%/+2.4% YoY）。

截至 2Q25 末，研发解决方案（即临床 CRO 业务）在手订单金额达到 321 亿美元，同比增长 5.1%，环比增长 1.9%。2Q25 订单收入比（book-to-bill）为 1.12（vs 2024/1Q25: 1.19/1.02）。2Q25 新签订单同比下降 9.6%至 25 亿美元（vs 2024/1Q25: -5.6%/-16.8% YoY），环比增长 15.0%，环比增速自 2Q24 后首次恢复正增长。

分板块：1) 科技与分析解决方案（TAS）收入同比增长 8.9%（经调整：+6.4%）至 16.3 亿美元，占总收入的 40.5%；2) 研发解决方案收入同比增长 2.5%（经调整：+3%）至 22.0 亿美元，占总收入的 54.8%；3) 合同销售与医疗解决方案收入同比增长 9.3%（经调整：+6.8%）至 1.9 亿美元，占总收入的 4.7%。

2025 年指引：维持全年业绩指引（以中值算），预计收入同比增长 4.5%至 5.8%（此前指引为同比增长 3.9%至 6.5%），Non-GAAP EPS 同比增长 5.6%至 8.3%（此前指引为同比增长 5.1%至 8.7%）。

3Q25 指引：预计 3Q25 收入同比增长 3.3%至 5.2%，Non-GAAP EPS 同比增长 2.8%至 6.3%。

业绩电话会要点:

- 6) **临床板块需求：**在临床端，订单收入比为 1.12x，相比 1Q25 有改善。市场内的可供竞标管线数量（qualified pipeline）同环比均为高单位数增长，主要由 biotech 客户驱动。**2Q25 订单同比 low teens 增长，环比高单位数增长，所有客户群体内均看到有意义的订单增长**，其中 biotech 客户的订单同比增速显著快于整体。公司的项目中标率显著提升，特别是面对 biotech 客户时。
- 7) **临床板块市场环境：**整体市场环境仍未稳定，未来政府政策的持续不确定仍在影响着制药行业。此环境导致部分新项目的决策延期，但公司团队通过强化营销扩大市场份额。公司的订单、收入和获得的业务机会仅有部分是由于小幅改善的市场环境驱动的，例如 biotech 融资并无明显改善，上半年的融资是相对一般的。但公司依赖更主动的市场开拓策略获得了高于历史水平的中标率。**目前不预计市场会在短时间内恢复至正常水平。但在不确定的宏观环境下，客户更加希望其后期项目能够尽快推进。**
- 8) **商业化板块需求：**TAS 板块持续亮眼表现，得益于客户的商业化路线制定以及不断的新药上市。TAS 板块自 3Q24 后持续强劲复苏，复苏趋势好于预期。即使有短期

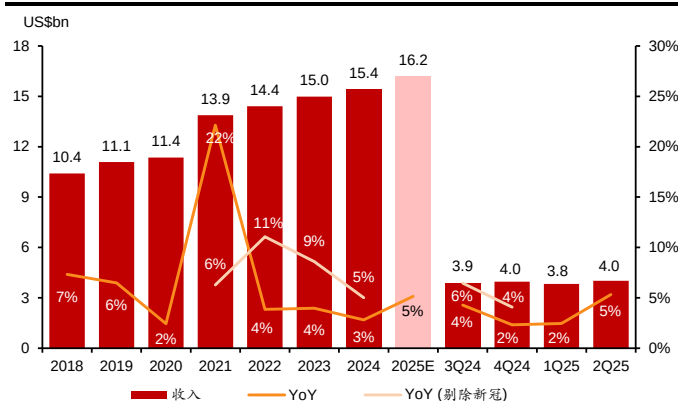
宏观环境的不确定性，客户仍持续上市新药物，因为新药上市不是能一直推迟的事情。TAS 板块在 23 至 24 年经历了业务下滑，但此后正如公司预期的那样客户恢复新药上市的商业化投入，现在甚至已经超过历史正常的投入水平。在 TAS 板块中，真实世界研究是增速最快的，双位数增长，贡献 TAS 板块 1/3 的收入。板块内的其他业务增速在低至中单位数之间，有信心这些业务在未来重回中至高单位数的增速区间。平均的项目完成周期已加速 15%，因此对于此板块和行业的基本面有信心。

- 9) **下半年业绩趋势**：通常 1Q 是最弱的，4Q 是最强的。此前谈到的一个大型临床项目被推迟，但预计在 2Q25 重启，现在对此项目的时间表仍是这样，公司正在跟客户进行重启此临床的探讨，预计会对 4Q25 的业绩带来比较大的正面作用。TAS 业务下半年面临高基数的压力。综合来看，下半年业绩仍将逐步改善。
- 10) **市场竞争**：大药企客户在去年基本上对其临床 CRO 供应商都进行了重新招标，IQVIA 成功扩大了跟大型药企的合作范围，小的竞争对手也获得了部分份额，主要是大药企客户为了平衡价格。中小客户的项目获取取决于市场开拓策略，但竞标桌上出现的竞争对手变化也不大。现在一些竞争对手通过降价抢项目，之前 IQVIA 碰到这种情况会退出竞标，但现在公司的策略是积极应对以获得业务机会。公司在这种情况下会采取成本控制措施对冲中短期的利润率压力。所以当下的市场中确实有价格压力，但凭借公司在全球的广泛布局以及规模优势，IQVIA 在竞标中不会落伍。
- 11) **项目取消**：1Q25 的项目取消情况与历史正常区间一致，2Q25 类似 1Q25。上半年没有看到大型项目取消，整体上是正常的。

国内市场对标企业：

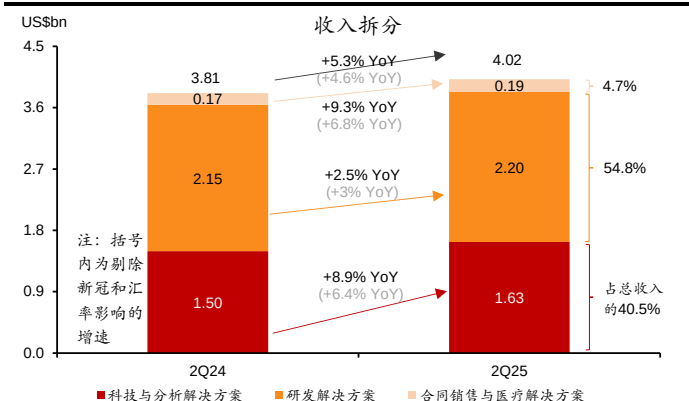
国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 39: IQVIA: 历年收入及增速



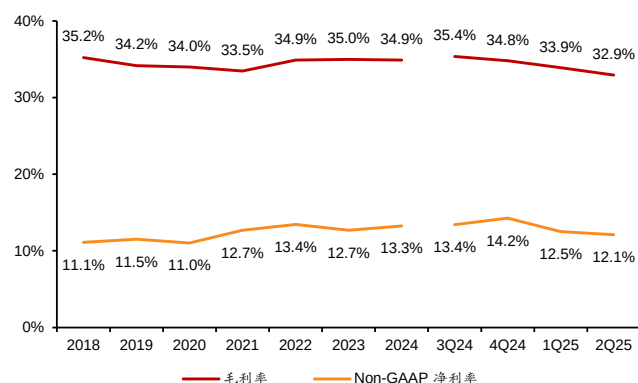
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
 注：2025 年收入增速基于公司指引的中值

图 40: IQVIA: 收入拆分



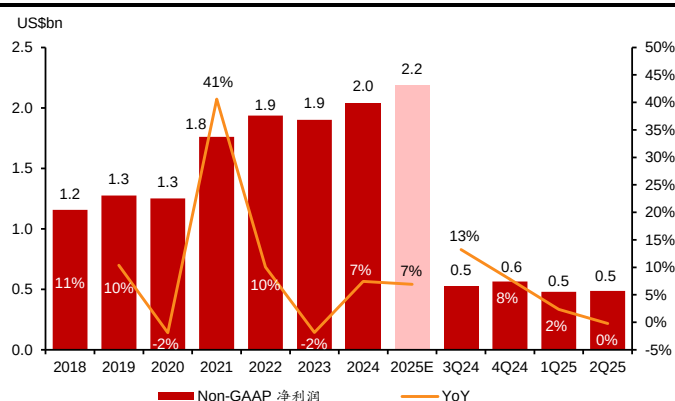
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 41: IQVIA: 历年毛利率及净利率



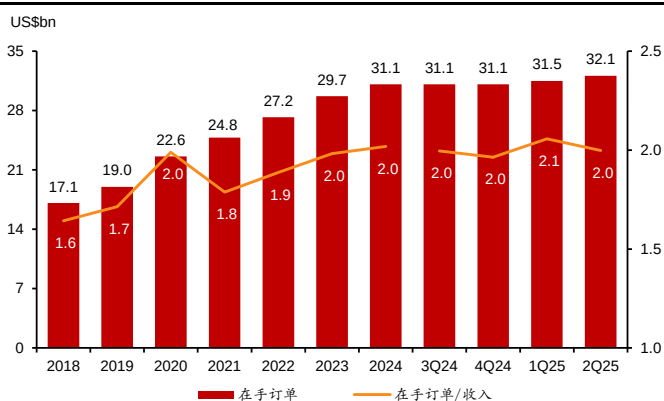
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 42: IQVIA: 历年 non-GAAP 净利润



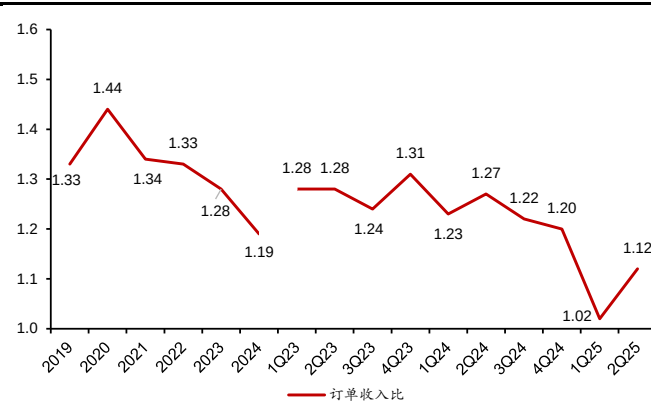
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: IQVIA: 历年在手订单



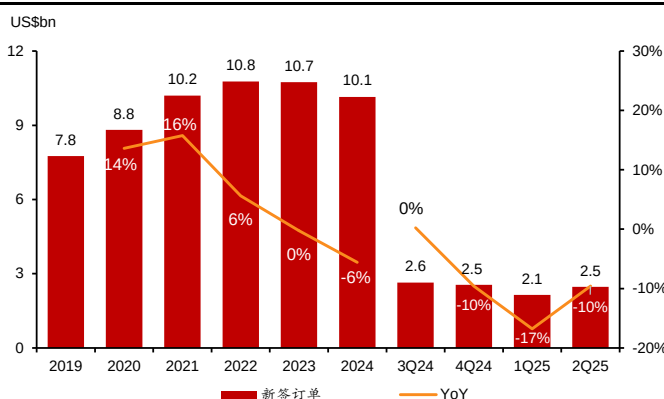
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: 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 45: IQVIA: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 新签订单根据订单出货比计算得出, 与公司披露口径 (如有) 有差异

Medpace

2Q25 业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 2Q25 业绩，收入同比增长 14.2%至 6.0 亿美元 (vs 2024/1Q25: +11.8%/+9.3% YoY)。毛利率同比提升 0.7 个百分点至 29.8% (vs 2024/1Q25: 31.1%/31.9%)，GAAP 净利润同比增长 2.2%至 0.9 亿美元 (vs 2024/1Q25: +43.0%/+11.7% YoY)，GAAP 净利率同比减少 1.8 个百分点至 15.0% (vs 2024/1Q25: 19.2%/20.5%)。

截至 2Q25 末，在手订单金额达到 28.7 亿美元，同比下降 1.8%，环比增长 1.0%。2Q25 新签订单 6.2 亿美元，同比增长 12.6% (vs 2024/1Q25: -5.4%/-18.8% YoY)，环比增长 24.1%，**同/环比增速自 1Q24 后均首次恢复正增长**。2Q25 订单收入比超过 1x，达到 1.03x。截至 2Q25 末，员工人数为 6,041 人，同比增长 3.8% (vs 2024/1Q25: +0.4%/+2.2% YoY)，环比增长 1.6%。

2025 年指引：**大幅上调全年业绩指引**，预计收入同比增长 14.7%至 19.5%（此前指引为同比增长 1.5%至 6.2%），GAAP 净利润同比增长 0.2%至 5.8%（此前指引为同比下降 0.6%至 6.5%）。

业绩电话会要点:

- 1) 需求：**2Q25 询单保持强势，客户决策速度加快。**整体项目取消率下降**，订单收入比 (book-to-bill) 在 2Q25 达到 1.03x，为过去 5 个季度最高，订单收入比有很大的可能在 3Q25 超过 1.15x。剔除特例的两个大项目的竞标失败，公司整体中标率是不错的。
- 2) 融资：**融资对于很多客户来说仍是严峻问题，但大部分有正在进行项目的客户仍能够获得资金来推动项目推进。融资在去年 4Q 触底，现在的融资环境已经稳定并在改善。
- 3) 上调指引原因：****融资环境已经稳定并在改善，叠加项目取消下降、客户决策提速（由融资驱动）、迅速的项目启动、客户项目从肿瘤向推进速度更快的其他疾病领域（例如代谢）倾斜以及显著增长的临床投入，这些因素推动公司业绩增长，并预计收入将在下半年加速增长，因此上调全年业绩指引。**代谢相关的收入占比将在未来几个季度持续增加，这些项目通常有更快的推进速度和更高的过手费占比。因此收入增速将会明显受益于过手费用的增长，但同时公司的效率也在提高，部分项目进展速度快于预期，所以利润端也受益。
- 4) 项目取消：**过去几年对公司业绩影响最大因素是项目取消，在去年 4Q 达到峰值，这主要由于融资紧张导致。2Q25 延续了 1Q25 的行业环境趋势，特别是项目取消下降的趋势得以延续。现在市场情况正在改善，特别是针对获取新项目而言。过去一年困扰公司的最大难题是居高不下的项目取消，现在公司对于项目取消的情况是放心的。公司的管线虽保持较高的质量，但不排除项目取消在未来再次恶化的可能，订单仍有可能无法得到有效支撑。

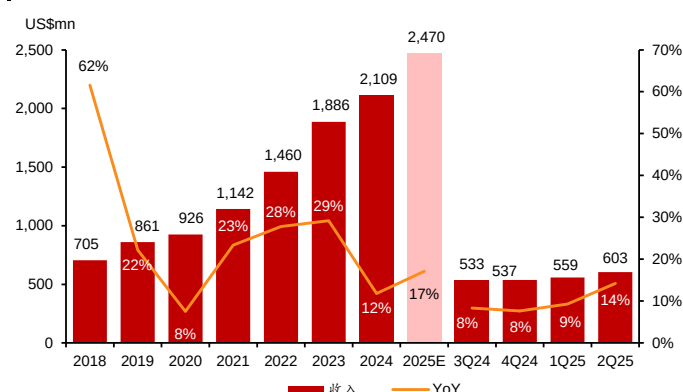
5) **2026 年业绩展望**: 公司的管线正在向转化速度更快的领域倾斜, 但不意味着在手订单将会被持续消耗, 因为当下的经济环境足够公司获得新项目。过手费也因为这种管线结构的变化而在增长。如果此趋势持续, 预计 26 年收入增速将不错。即使过手费收入下降, 公司的直接收入增长也可以支撑公司的 26 年增速。在利润端, 没有看到任何下降的迹象。26 年的业绩受到多种因素的影响, 较难预测, **但现在没有理由认为 26 年的过手费将大幅度下降, 从而导致 26 年的业绩面临挑战。**

6) **员工招聘**: 上半年员工招聘速度慢于 2024 年, 但员工留存率在提升。预计在下半年将加速员工招聘, 全年员工人数预计中至高单位数增长。将根据 3Q25 的行业情况决定是否进一步加速招聘。

国内市场投资建议:

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

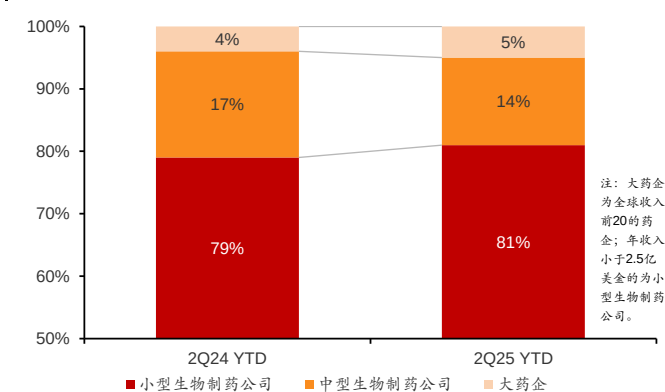
图 46: Medpace: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

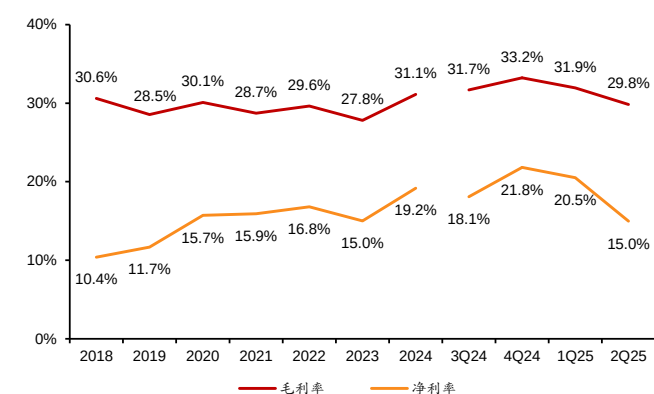
注: 2025 年收入增速基于公司指引的中值

图 47: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



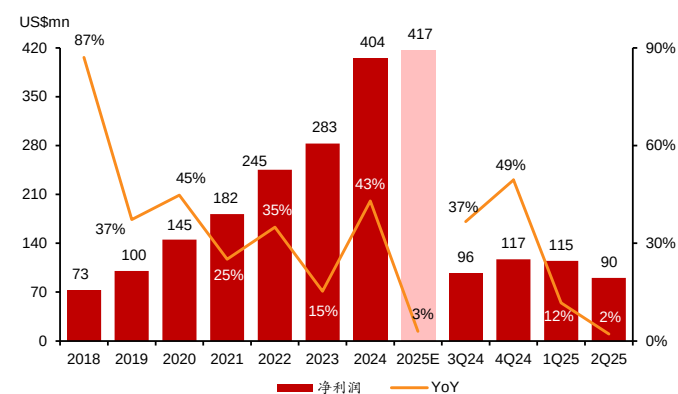
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 48: Medpace: 历年毛利率及净利率



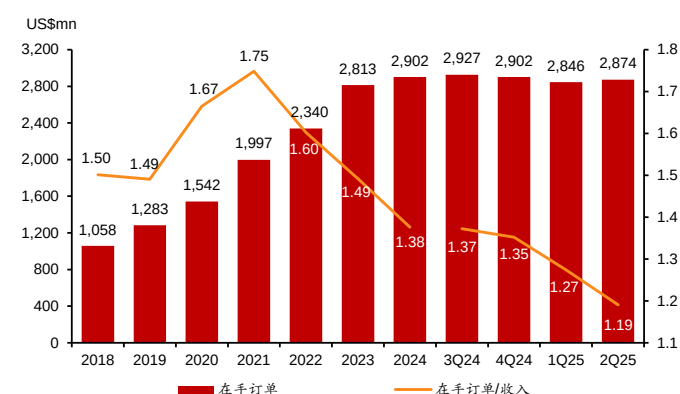
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 49: Medpace: 历年净利润及增速



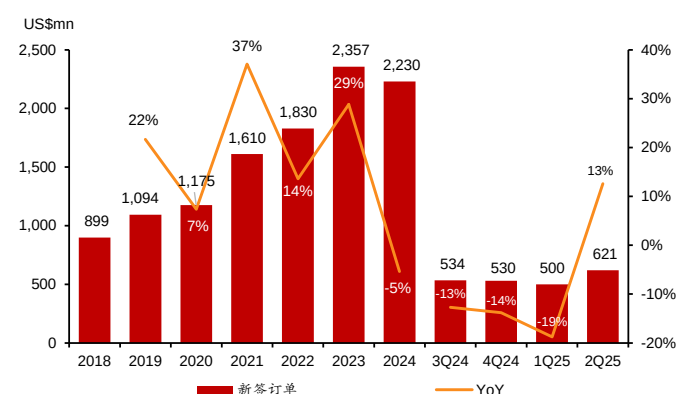
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 50: Medpace: 历年在手订单



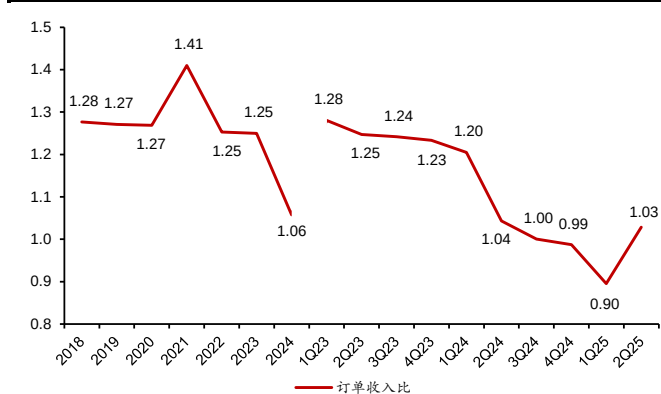
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 51: Medpace: 历年新签订单



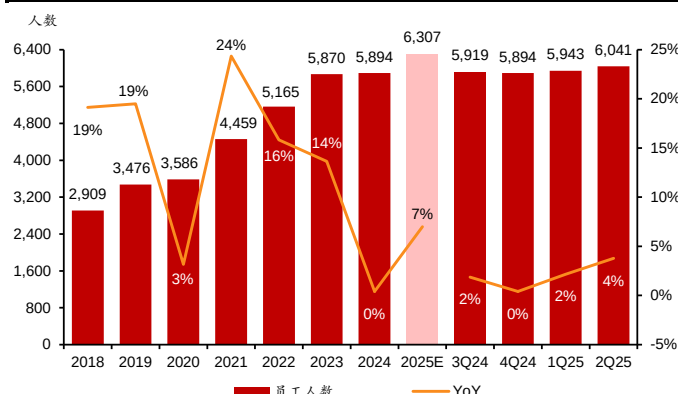
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: 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 53: Medpace: 历年员工人数



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2025 年员工人数基于公司指引

Charles River

2Q25 业绩概况:

全球临床前 CRO 龙头 Charles River 公布 2Q25 业绩, 收入同比增长 0.6% 至 10.3 亿美元 (vs 2024/ 1Q25: -1.9%/ -2.7% YoY), 内生收入同比下降 0.5% (vs 2024/ 1Q25: -2.8%/ -1.8% YoY)。毛利率同比提升 0.1 个百分点至 34.6% (vs 2024/ 1Q25: 32.9%/ 32.3%), Non-GAAP 净利润同比增长 6.2% 至 1.5 亿美元 (vs 2024/ 1Q25: -2.9%/ +1.3% YoY)。

截至 2Q25 末, 药物发现与安评板块的在手订单为 19.3 亿美元, 同比下降 10.6% (vs 2024/ 1Q25: -19.6%/ -15.3% YoY), 环比下降 3.0%。**2Q25 新签订单为 5.1 亿美元, 同比增长 5.0% (vs 2024/ 1Q25: +2.9%/ +21.3% YoY), 环比下降 17.9%。**

分板块: 1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 3.3% (内生: +2.3% YoY) 至 2.1 亿美元; 2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比下降 1.5% (内生: -2.4% YoY) 至 6.2 亿美元; 3) 生产板块收入同比增长 4.4% (内生: +2.9% YoY) 至 2.0 亿美元。

2025 年指引: **上调全年业绩指引**, 预计收入同比下降 0.5%-2.5% (此前指引为下降 3.5%-5.5%), 内生收入同比下降 1.0%-3.0% (此前指引为下降 2.5%-4.5%), Non-GAAP EPS 同比下降 0.2%-4.1% (此前指引为下降 5.0%-9.9%)。分板块内生收入增速, 预计 RMS 板块同比持平到微幅增长 (与此前指引一致), DSA 板块同比低到中单位数下降 (此前指引为中单位数下降), 生产板块同比持平 (与此前指引一致)。

3Q25 指引: 预计 3Q25 收入同比下降 2%-4%, 内生收入同比下降 2%-4%, Non-GAAP EPS 同比低双位数下降。

业绩电话会要点:

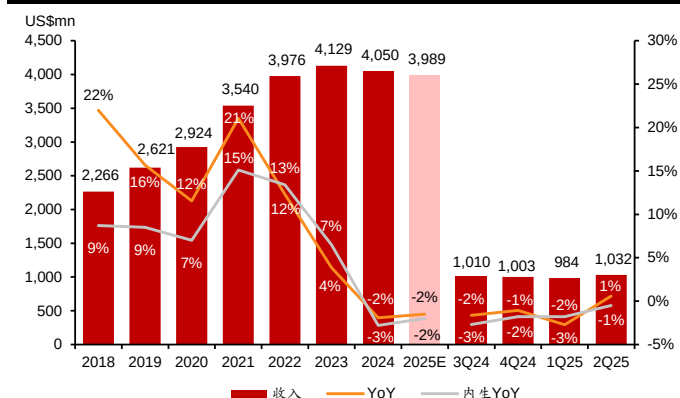
- 1) 客户需求:** **与生物制药客户的谈话强化了管理层认为临床前需求正在企稳的看法。**
全球大药企的需求可能已经触底, 更多客户完成项目调整并重新开始推进项目。Biotech 客户需求总体是稳定的, **小型 biotech 由于融资放缓仍旧有资金压力**, 中型 biotech 客户表现更好, 可不依赖外部资金推进研发项目。上半年毛/净新签订单同比增长 6%/13%, 但 2Q25 的订单收入比下降至 0.82x (1Q25 为 1.04x), 主要由项目取消环比增加 (分子变小) 以及 2Q25 收入增长 (分母变大) 导致。25 年初大药企客户重新启动了在 24 年递延或者降级的项目, 这导致 1Q25 新签订单大幅度增长, 然而这种增长不会持续, 2Q25 的大药企客户订单仍旧健康增长。中小型 biotech 客户需求延续 1Q25 趋势, 但 2Q25 订单有适度 (moderate) 减少。
- 2) 行业环境:** **公司认为现在的医药行业仍旧面临不确定性, 因此管理层对未来展望保持谨慎, 并没有将今年的需求复苏考虑到指引中。**至今没有观察到客户支出因为担忧关税或者药价而出现有意义的变化。管理层表示需求和业绩的复苏不是线性的, **可喜的是从过去 18 个月来看, 总体的订单收入比是趋势向上的**, 1H24/2H24/1H25 分别为 0.80x/0.85x/0.93x。

- 3) **项目取消**：DSA 板块的所有客户群体中均看到走高的项目取消率，主要聚集在期限更长的 IND 后项目。IND 后项目取消的原因多种多样，因此很难预测这种项目取消的未来趋势。2Q25 的项目取消占新签订单的比例与过去 18 个月没有太大不同，只是公司 1Q25 的签单非常好，取消率非常低，导致 2Q25 的取消率环比提升。管理层之前也不预计 1Q25 的趋势可持续。
- 4) **业绩拆分**：2Q25 业绩超预期，主要由 DSA 业务驱动，DSA 受益于 1Q25 强劲的签单。分客户群体看，中小型 biotech 客户收入连续第三个季度小幅改善，全球大药企客户收入仍旧低于去年水平，但从 1Q25 开始环比改善。全球政府和科研机构客户收入同比中单位数增长。基于 2Q25 的业绩超预期以及 DSA 的订单情况，上调全年业绩指引。
- 5) **药物发现与安评板块 (DSA)**：DSA 板块内的药物发现和安评服务收入在 2Q25 均下降，课题数量的下降被更有利的收入结构（价格更高、期限更长的课题交付更多）部分抵消，但这种结构性的变化并不意味着市场整体价格环境的改善，**现在的价格仍旧是稳定的**。管理层认为 DSA 业务已经企稳，并显现出逐渐复苏的初步信号，基于这一判断，**公司已经开始为 DSA 业务适度增加员工招聘**，以更好的配合下半年的客户项目推进。
- 6) **实验模型板块 (RMS)**：RMS 收入在 2Q25 主要由 NHP 交付以及服务收入推动，RMS 行业需求维持 1Q25 趋势。即使面临潜在的 NIH 削减资助，政府和学术机构的收入仍增长（占 RMS 收入的 20%），迄今只有少量位于华盛顿的研究项目遭到削减。小型试验动物的收入在所有区域均是持平，增长的价格抵消了量的下降，**在中国持续看到小型实验动物销量的增加**。
- 7) **非动物模型 (NAM)**：FDA 近期发布的政策支持 CRL 持续建设 NAM 相关业务，NAM 的普及将是一个在客户端逐渐的、长期的过程，当下的技术无法支撑完全替代动物模型。作为临床前研究的领导者，公司拥有技术、监管专业知识以及数据，让公司成为客户推进 NAM 项目过程中理想的合作伙伴。**客户对公司 NAM 业务的兴趣度不断提升，预计在 25 年产生约 2 亿美元的收入（相当于 24 年 DSA 收入的 8.2%）**。
- 8) **NHP 供应**：CITES（濒危野生动植物种国际贸易公约）委员会在年初收到呼吁暂停从柬埔寨进口 NHP 的提案。在 7 月份，美国内政部和美国鱼类和野生动物管理局决定放开柬埔寨 NHP 进入美国的合法入境渠道，美国司法部也停止对柬埔寨 NHP 进口的调查。这些积极进展再次表明 CRL 开展 NHP 研究是合规的。柬埔寨 NHP 调查的结束意味着公司在今年下半年和明年可拥有巨大的灵活度来利用美国境内现有的大量 HHP，恢复从柬埔寨进口 NHP 将有利于公司开展毒理试验。

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。

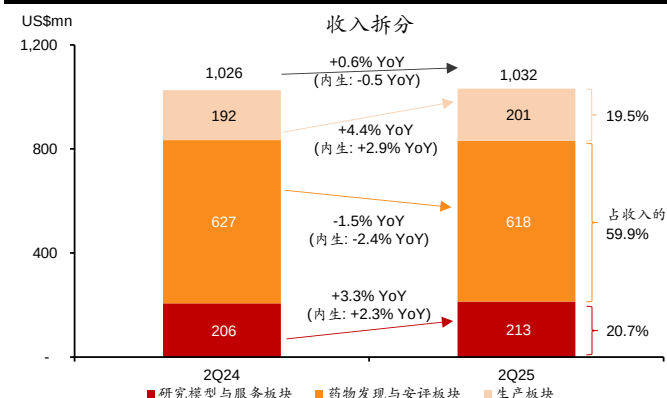
图 54: Charles River: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2025 年收入增速基于公司指引的中值

图 55: Charles River: 收入拆分



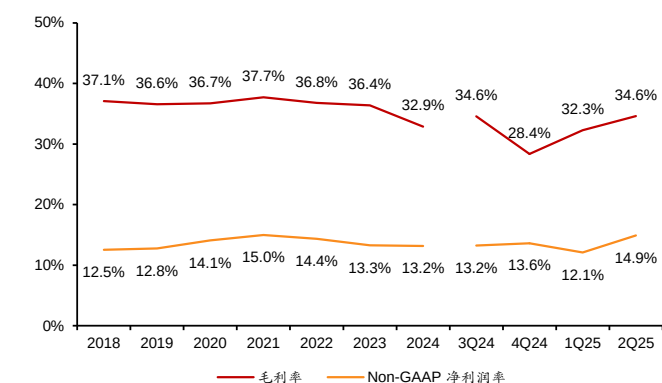
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 56: Charles River: 收入增速拆分

收入增速拆分	2022		2023		2024		2025E	
	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速
总收入	12.3%	13.4%	3.9%	6.5%	-1.9%	-2.8%	(-0.5%)-(-2.5%)	(-1.0%)-(-3.0%)
研究模型与服务板块	7.1%	9.0%	7.2%	5.9%	4.7%	-0.1%	持平到微幅增长	持平到微幅增长
药物发现与安评板块	16.1%	17.5%	6.9%	7.9%	-6.3%	-6.2%	低到中单位数下降	低到中单位数下降
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	6.6%	6.8%	持平到微幅增长	持平

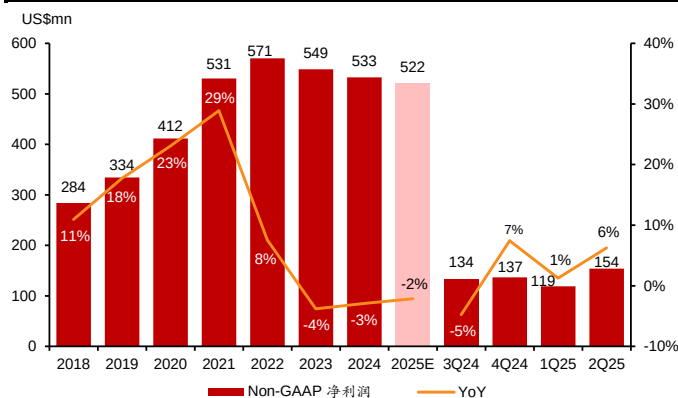
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 57: 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

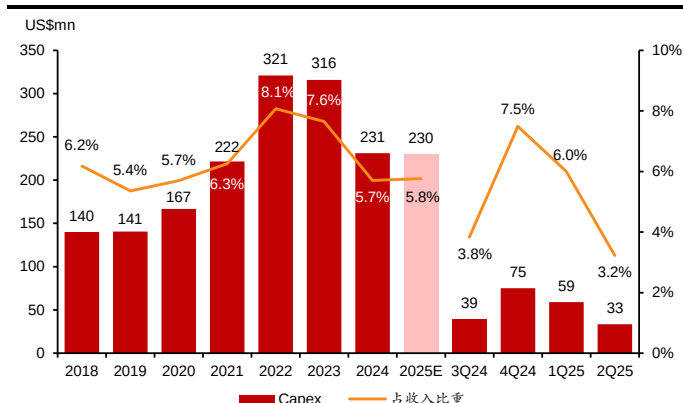
图 58: Charles River: 历年 non-GAAP 净利润及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

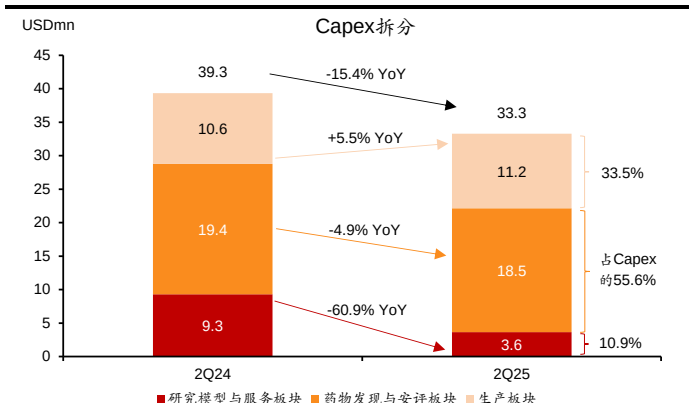
注: 2025 年利润增速基于公司 non-GAAP EPS 指引的中值

图 59: Charles River: 历年资本支出占比



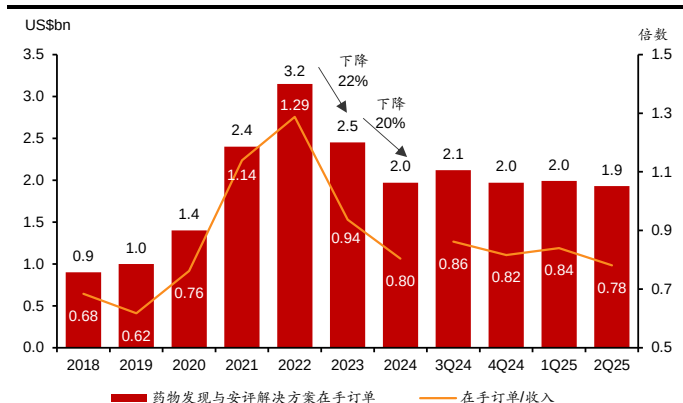
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 60: Charles River: 资本支出拆分



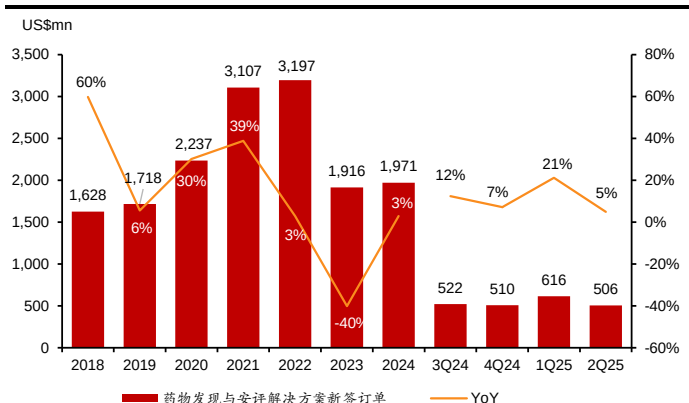
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 61: Charles River: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

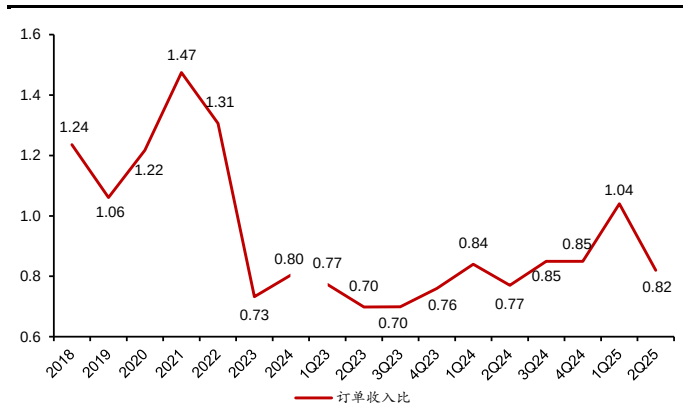
图 62: Charles River: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 年度新签订单计算方式: 期末在手订单 - 期初在手订单 + 当期收入, 季度新签订单为公司公布数据。

图 63: Charles River: 历年订单收入比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Samsung Bio

2Q25 业绩概况

财务：全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 2Q25 业绩，收入（仅包括 CMO 业务，下同）同比增长 25.2%（vs 2024/1Q25: +19.0%/+49.3% YoY）至 1.01 万亿韩元（约 7.1 亿美元）。毛利率同比提高 5.8 个百分点至 55.8%（vs 2024/1Q25: 49.0%/54.2%）。净利润同比增长 22.3%（vs 2024/1Q25: +11.1%/+79.9% YoY）至 3,340 亿韩元（约 2.4 亿美元）。

2025 年业绩指引：上调全年业绩指引，预计 2025 年 CMO 收入同比增长 25-30%（此前指引为同比增长 20-25%）。

订单：截至 2Q25 末，公司的 CMO 合同累计额达到 187 亿美元，同比增长 42.7%（vs 2024/1Q25: +35.8%/+42.4 YoY），环比增长 5.1%。基于累计合同额计算出 2Q25 新签订单约 9 亿美元，同比增长 50.0%（vs 2024/1Q25: +69.7%/+200.0 YoY），环比下降 40.0%。

分拆生物类似药业务：三星生物于 2025 年 5 月 22 日宣布将分拆其生物类似药业务（Samsung Bioepis），以消除客户对公司同时从事 CMO 和生物类似药业务带来的潜在利益冲突的担忧。分拆后三星生物将专注从事 CMO 业务。预计分拆将于 2025 年 10 月 1 日完成。

项目管线：截至 2Q25 末，公司管线内有 104 个 CMO 项目（vs 2024 年底的 99 个），146 个 CDO 项目（vs 2024 年底的 133 个）。公司正在逐步强化其“D”端能力，连续多年推出相关技术平台，在 2024 年公司推出 S-tensify（细胞培养平台）、SelecTailor（定制开发服务）、S-AfuCHO（细胞系平台）和 S-OptiCharge（上游工艺开发平台）。在 2025 年 6 月推出 Samsung Organoids（药物筛选服务）。

产能：公司的 5 号工厂已于 2025 年 4 月投产（比最初计划提前 5 个月），该工厂产能为 18 万升（12*15k L），**投产后公司总产能现已达到 78.4 万升**。位于 4 号工厂内的 ADC 产线在 1Q25 开始运营，并计划在 2027 年前完成 ADC DP 产线的建设。

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），将额外建设 3 座工厂，预计待 Bio Campus II 在 2032 年全部完工后，**总产能将达到 132.4 万升**。

国内市场对标企业：

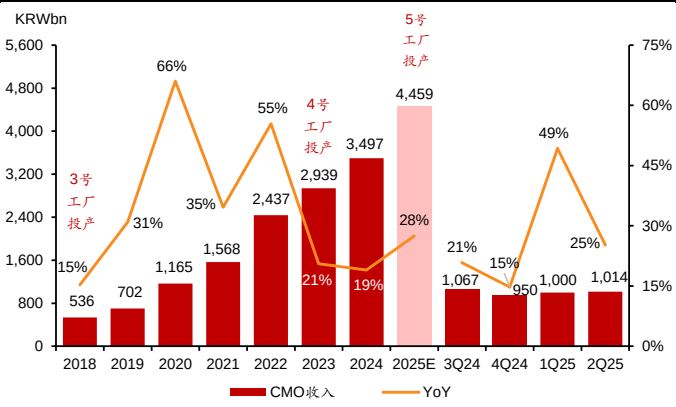
全球市场认可度高且产能规模大的生物药 CMO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场竞争对手对国内生物药 CMO 公司在获取海外订单上的潜在影响。

图 64: 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	工厂#6
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	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	商业运营中	考虑中

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

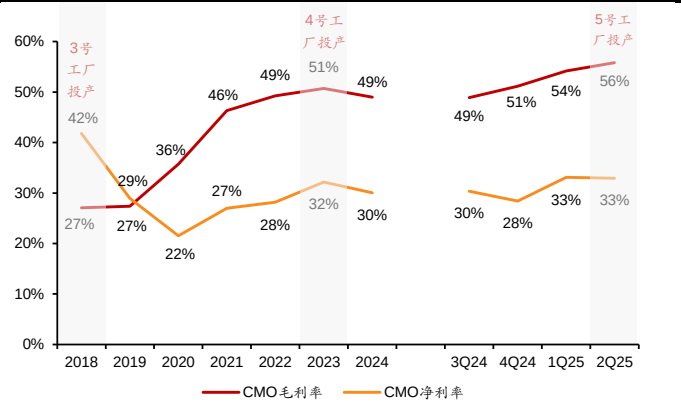
图 65: Samsung Bio: CMO 历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

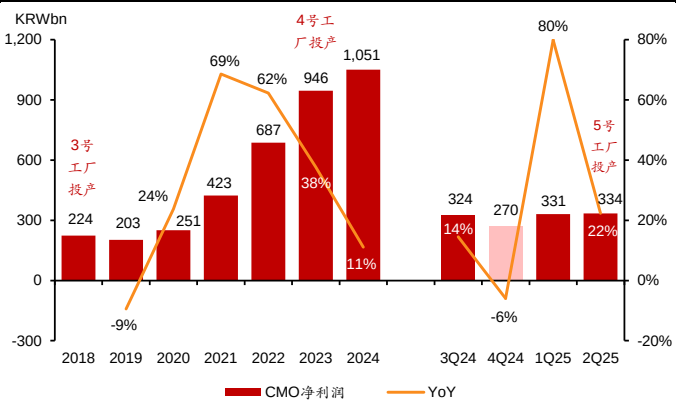
注：2025 年收入基于公司指引的中值

图 66: 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

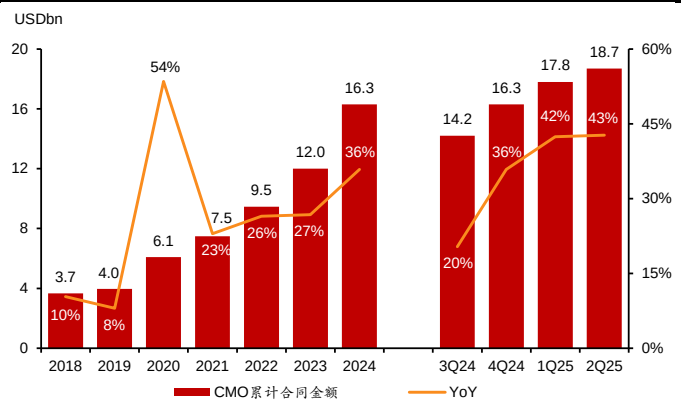
图 67: Samsung Bio: CMO 历年净利润及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

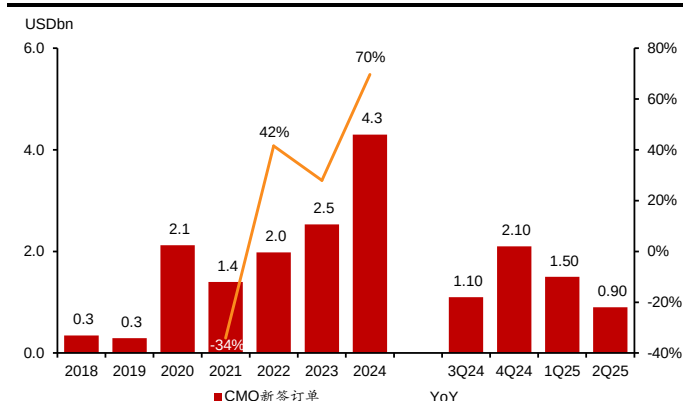
注：2025 年收入基于公司指引的中值

图 68: 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

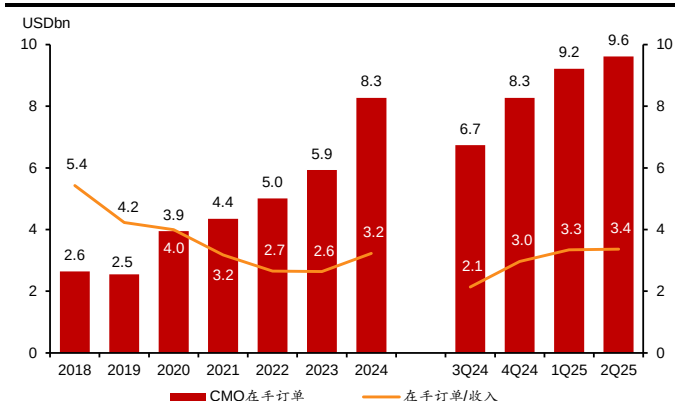
图 69: Samsung Bio: CMO 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

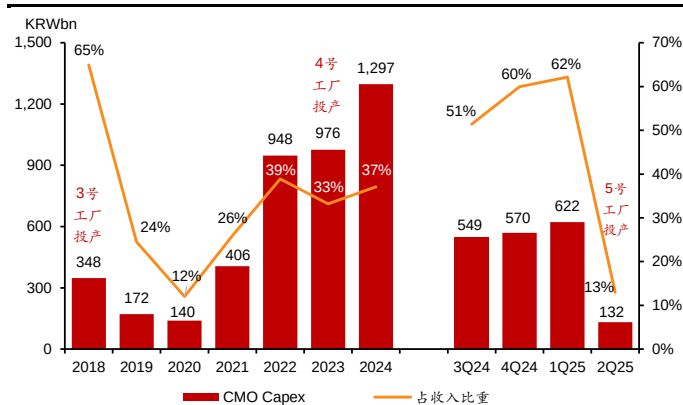
注: 新签订单计算方法为: 期末累计合同金额 - 期初累计合同金额。

图 70: Samsung Bio: CMO 历年在手订单



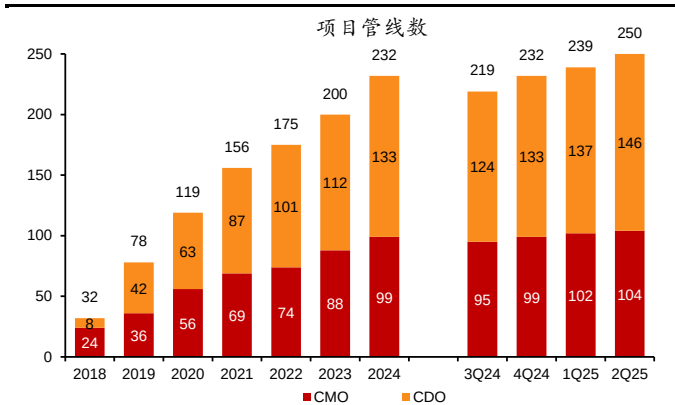
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 71: Samsung Bio: 历年资本支出



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 72: 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

1H25 业绩概况:

全球生物药 CDMO 龙头 Lonza 公布 1H25 业绩, 收入同比增长 17.0% (固定汇率/CC: +19.0%; vs: 2024/2H25: -2.1%/-3.4% YoY) 至 35.8 亿瑞士法郎, 其中 CDMO 业务 (生物药+化学药+CGT) 收入增长 23.1% (CC)。毛利率同比减少 0.4 个百分点至 36.1% (vs: 2024/2H25: 32.9%/29.7%); 核心 EBITDA 利润同比增长 18.6% (vs: 2024/2H25: -4.6%/-5.8% YoY) 至 10.6 亿瑞士法郎; 核心净利润同比增长 5.2% (vs: 2024/2H25: +4.6%/+10.9% YoY) 至 5.3 亿瑞士法郎。

分板块: Lonza 调整板块结构, 将专注于 CDMO 业务, 并重新分为 3 个新板块。1) Integrated Biologics 板块 (包含 Mammalian 和制剂业务) 收入同比增长 39.3% (CC) 至 18.1 亿瑞士法郎, 资本支出同比下降 22.2% 至 2.2 亿瑞士法郎; 2) Advanced Synthesis 板块 (包括小分子和生物偶联业务) 收入同比增长 18.3% (CC) 至 6.8 亿瑞士法郎, 资本支出同比增长 14.0% 至 1.5 亿瑞士法郎; 3) Specialized Modalities 板块 (包含 CGT、mRNA、微生物和 Bioscience) 收入同比下降 9.2% (CC) 至 4.7 亿瑞士法郎, 资本支出同比增长 109.2% 至 1.8 亿瑞士法郎。

2025 年指引: 公司上调全年业绩指引, 预计 CDMO 收入同比增长 20% 至 21% (CC, 此前指引为接近 20%), 剔除收购美国 Vacaville 设施带来的 5 亿瑞士法郎的收入, 预计 CDMO 业务 2025 年将 low teens 增长; 核心 EBITDA 利润率为 30% 至 31% (此前指引为接近 30%)。预计全年资本支出占收入的 21-23% (即 Low-twenties, 与 2024 年持平)。

业绩电话会要点:

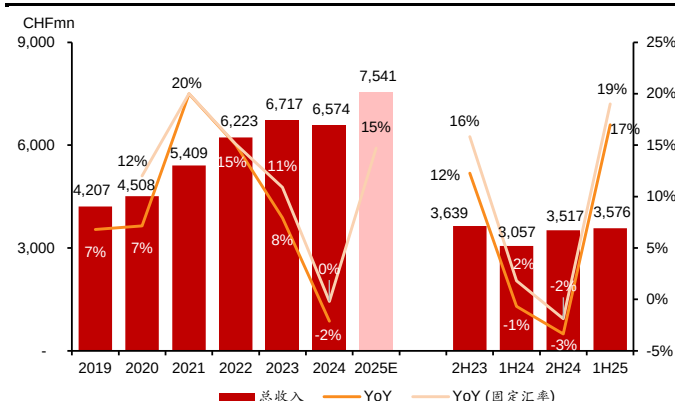
- 市场环境:** 1H25 收入增长主要由稳健 (solid) 的商业化需求以及美国 Vacaville 设施的高效率运营推动, 用于早期研发以及小规模商业化生产的小规模 CDMO 产能也看到不错的增长, 预计小规模产能在 25 年全年都将维持高产能利用率。上半年 biotech 融资是下降的, 但是 Lonza 有超过一半的收入来自中大型 pharma 客户, 这些客户仍旧在依靠其内部资金推进新项目的研发。如果将中大型 pharma 的研发投入、biotech 融资以及 IPO 融资放在一起看, 资金对早期研发的支持仍处在健康水平。
- 分板块驱动因素:** Integrated Biologics and Advanced Synthesis 均受益于持续的商业化需求。Integrated Biologics 看到所有产能规模的哺乳动物生产的高需求, 位于 Visp 的大规模哺乳动物产能正在快速爬坡中。Advanced Synthesis 看到特别强劲的复杂小分子需求, 推动小分子和偶联业务的快速增长。但 Specialized Modalities 板块内的 CGT 和微生物业务受到高基数以及 CGT 额外受到低产能利用率的影响。CGT 业务仍受到全球 CGT 行业整体规模较小、管线数量有限以及靶点集中度高带来的临床失败的负面影响, 同时 CGT 项目复杂的生产过程导致生产效率的波动大。公司将通过扩大商业化项目数量来提高 CGT 业务的稳定性, 现在公司共拥有 5 个商业化项目, 为全球最多。预计 CGT 业务在下半年将有更好的增速。

- 3) 美国业务:** 公司在美国的大规模生产设施帮助公司自身以及客户避免潜在美国关税的冲击，再次确认美国的关税政策预计不会对 Lonza 带来实质的财务影响。Lonza 拥有美国市场内的最大产能，美国市场持续的高需求推动客户对 Lonza 所有美国设施的高兴趣度。收购的美国 Vacaville 设施现在已经签下三个商业化合同并有多个客户正在协商中，预计即将落地第四个项目。Lonza 通常可以在与客户的协商中有更好的定价权，这一点在美国市场也适用。至今没有观察到任何美国市场的价格波动。
- 4) 业绩展望:** 看到客户对于公司位于欧美和亚洲的商业化产能有持续的兴趣，因此在宏观不确定性以及地缘政治环境下，公司对于下半年达成业绩目标有信心。

国内市场对标企业

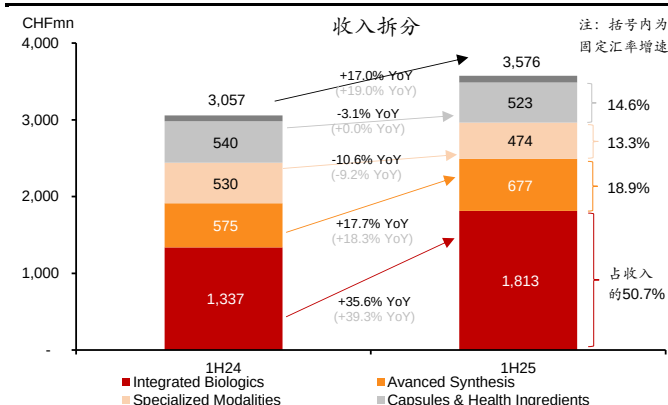
建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 C(D)MO 公司，如药明生物；建议关注头部 CGT C(D)MO 公司，如药明康德、金斯瑞、博腾股份，提示注意 CGT C(D)MO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目推进风险相对较高。

图 73: Lonza: 历年收入及增速



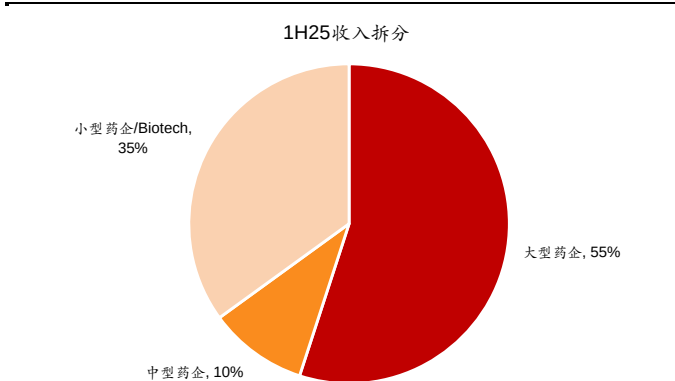
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2025 年收入增速基于公司指引

图 74: Lonza: 收入拆分



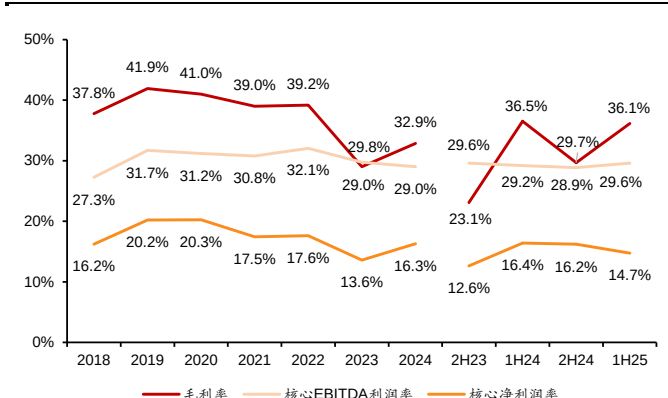
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 75: Lonza: 按客户类型的收入拆分



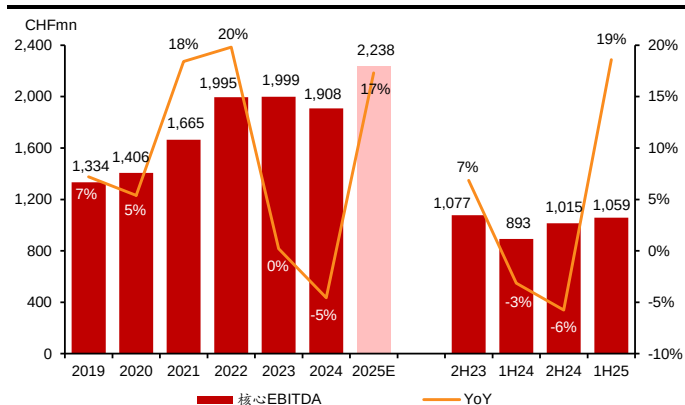
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 76: Lonza: 历年毛利率及净利率



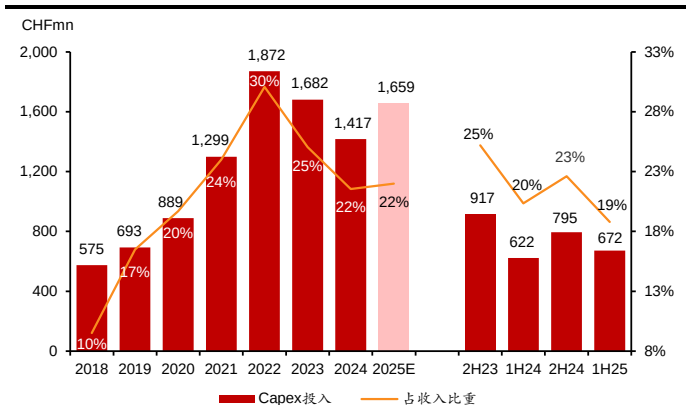
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 77: Lonza: 历年核心 EBITDA



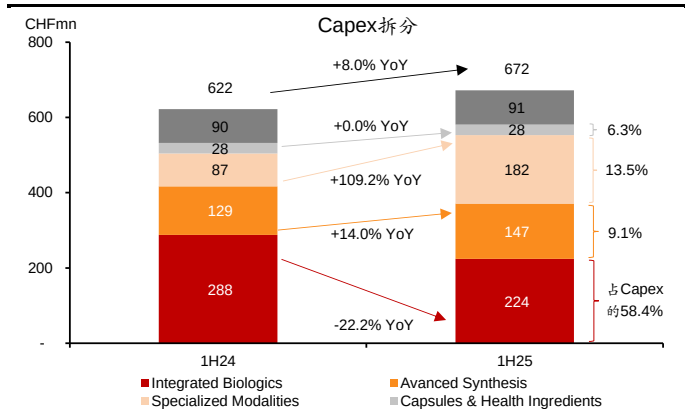
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 78: Lonza: 历年资本支出投入



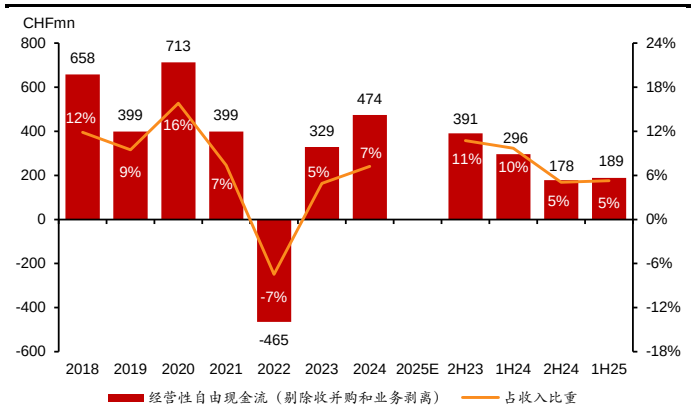
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 79: Lonza: 资本支出拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 80: Lonza: 历年自由现金流



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、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。