

# 中国医药

## 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

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2024 和 4Q24 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 24 年收入和利润增长仍然承压，但有一半的公司 2H24 业绩表现相比 1H24 出现改善。C(D)MO 和生命科学上游公司在业绩改善、需求展望和业绩指引方面均展现出积极趋势；而临床 CRO 公司在 24 年下半年遇到了需求滑坡，相关公司对 25 年业绩指引普遍保守。此外，我们认为 24 年 biotech 需求并没有实质改善，这将持续压制 25 年临床前 CRO 的业绩表现。

■ **利润端修复快于收入端，C(D)MO 和生命科学上游业绩表现较好。** 我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司在 24 年收入和利润整体上仍然承压，但有一半的公司 2H24 业绩表现相比 1H24 出现改善。其中，利润端修复速度明显快于收入端，显示出比收入端更明显的逐季度改善趋势。从细分赛道来看，24 年业绩改善较明显的公司为生命科学上游公司，C(D)MO 公司的业绩表现也可圈可点，但临床前 CRO 和临床 CRO 公司的业绩表现较差。

■ **全球需求复苏在细分赛道间有明显差异。** 24 年 C(D)MO 公司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基本完成去库存带来的需求恢复以及新冠高基数影响的完全消除。因此，C(D)MO 和生命科学上游公司的管理层对于 25 年的需求展望较乐观。临床前 CRO 继续受困于融资不足导致早期研发需求持续走弱，而临床 CRO 公司则面临宏观因素导致的需求走弱而带来的业绩增速明显放缓，这两类公司对 25 年的需求展望偏谨慎。

■ **25 年业绩指引：C(D)MO 和上游改善，临床前和临床 CRO 承压。** 基于各细分板块的需求趋势的差异，我们观察到管理层给予的 25 年指引出现显著分化。C(D)MO 和生命科学上游公司的 25 年指引相比 24 年均有所改善，而临床前和临床 CRO 公司的 25 年指引相比 24 年则明显恶化。C(D)MO 给予的业绩改善信号最为强烈，Lonza 预计 25 年其 C(D)MO 收入增速将接近 20%，接近疫情期间（21 年）的增速；Samsung Bio 预计 25 年 CMO 收入在 24 年增长 19% 的基础上将继续增长 20-25%。我们认为 C(D)MO 已首先走出了新冠后的需求下行周期。

■ **稳健的需求将支持 CXO 和上游的长期增长。** 基于全球医疗健康融资、医药企业的研发和 capex 支出等数据，我们认为全球医药行业的需求是稳健的，支撑 CXO 和上游的长期增长。24 年全球医疗健康融资额同比增长 1.4%，自 21 年后首度恢复正增长。同时，大药企强劲的自由现金流在融资仍旧波动的当下也将继续成为支持创新研发的重要资金来源。此外，23-24 年，全球制药行业的 R&D 和 capex 支出仍在稳健增长，且均已大幅超过了新冠疫情期间的水平，显示了医药行业强劲的研发和生产需求。

### 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		FY23-26E	FY23-26E	FY25E	FY26E	FY25E		
Thermo Fisher	TMO US	买入	197.5	690	+31.8%	2.7%	5.2%	22.4	20.0	4.3		
Danaher	DHR US	未评级	147.0	na	na	2.6%	3.3%	26.9	24.0	8.1		
Samsung Bio	207940 KS	未评级	54.6	na	na	20.0%	22.9%	62.2	49.9	2.7		
Lonza	LONN SW	未评级	46.9	na	na	8.4%	14.7%	34.6	29.1	2.4		
IQVIA	IQV US	未评级	32.6	na	na	4.1%	6.8%	15.5	14.0	2.3		
Charles River	CRL US	未评级	8.4	na	na	-1.0%	-3.1%	17.4	15.9	na		

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测。数据截至 2025 年 3 月 4 日。

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

## 目录

<b>利润端修复快于收入端，C(D)MO 和上游表现亮眼 .....</b>	<b>3</b>
利润端修复快于收入端 .....	3
成本控制取得成效 .....	5
股价对 4Q24 业绩的反馈 .....	6
<b>细分赛道的复苏节奏差异 .....</b>	<b>8</b>
展望：继续看好 25 年上游和 C(D)MO 需求，临床和临床前维持谨慎态度 .....	8
订单：临床需求继续乏力，上游和 C(D)MO 迎来改善 .....	11
<b>25 年业绩指引：C(D)MO 和上游改善，临床前和临床 CRO 承压 ...</b>	<b>13</b>
<b>稳健的需求将支持 CXO 和上游行业的长期增长 .....</b>	<b>16</b>
全球医疗健康融资在波动中企稳 .....	16
全球医药行业 R&D 和 capex 支出稳健增长 .....	18
<b>海外主要 CXO 公司 4Q24/2024 业绩概况与电话会要点 .....</b>	<b>21</b>
Thermo Fisher .....	21
Sartorius .....	25
IQVIA .....	29
Medpace .....	33
Charles River .....	36
Samsung Bio .....	40
Lonza .....	43

## 利润端修复快于收入端，C(D)MO 和上游表现亮眼

### 利润端修复快于收入端

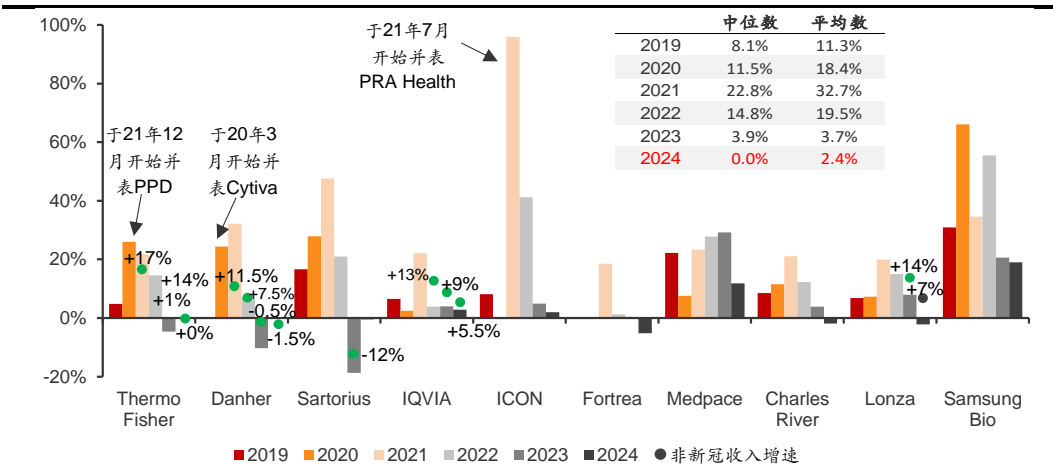
虽然新冠收入带来的高基数效应在 24 年已基本消除，但受 biotech 融资的初步复苏尚未完全传导至订单和收入层面的影响，我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司在 24 年收入和利润增长整体上仍然承压。可喜的是，在我们追踪的 10 家公司中，有一半的公司 2H24 业绩表现相比 1H24 出现改善，有 6 家公司的最好季度利润增速出现在 2H24，其中有 5 家出现在 4Q24。

利润端修复优于收入端。具体来看，24 年行业收入同比增速的中位数/平均数分别为+0.0%/+2.4%，相比 23 年的+3.9%/+3.7%有所减弱，这主要由临床 CRO 公司的收入增长普遍放缓所致，而生命科学上游公司的 24 年收入增速相比 23 年均有较大改善。2024 年，行业利润同比增速的中位数/平均数分别为+2.4%/+3.5%，相比 23 年的-6.2%/-7.2%有显著改善，且显示出比收入端更明显的逐季度改善趋势。我们认为海外公司在 23 年至 1H24 由于需求走弱和固定支出（比如人工和折旧/摊销等）造成的成本压力已在 2H24 得到初步缓解，预计将继续支撑 25 年的利润端表现。

通过比较海外 CXO 和生命科学上游公司的业绩，我们发现 24 年与 23 年有明显的差异。23 年临床 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；同时 CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 业绩好于生产类 CXO。然而，2024 年，生命科学上游和 C(D)MO 公司的业绩开始企稳或改善，而临床 CRO 公司业绩增长则面临更多压力。

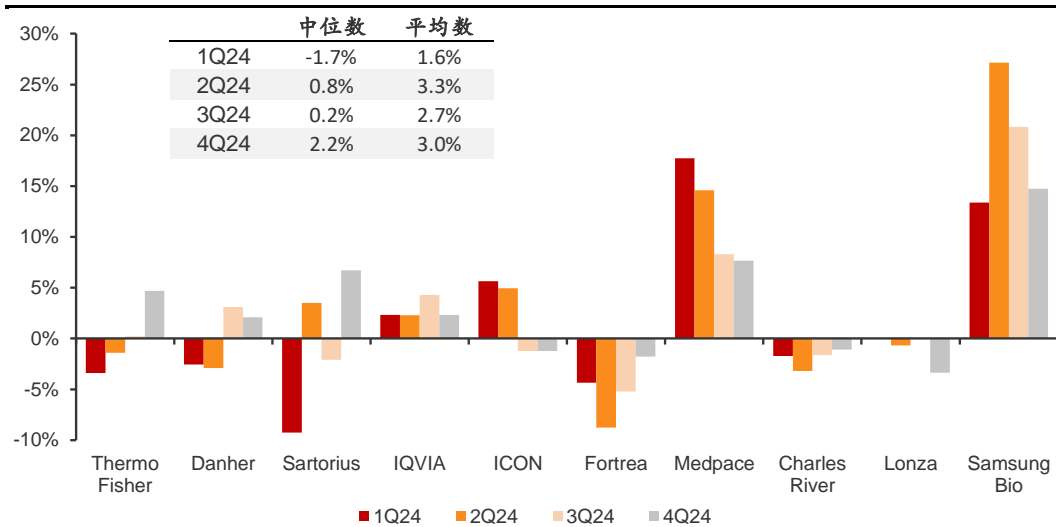
从细分赛道来看，24 年业绩改善较明显的公司均为生命科学上游公司，得益于下游客户基本完成去库存带来的需求恢复以及新冠高基数影响的完全消除。另外，受到强劲商业化生产需求的推动，C(D)MO 公司的表现也可圈可点。Lonza 的核心收入同比增长 7%，虽然低于 23 年的+14%，但仍处在健康的生长区间。Samsung Bio 则受益于强劲商业化新签订单带来的快速产能爬坡，24 年收入增速（同比增长+19.0%）基本维持了 23 年的强劲增长趋势（同比增长+20.6%）。24 年业绩表现较弱的公司包括早期需求持续走弱的临床前 CRO 以及业绩增速普遍放缓的临床 CRO 公司。

图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速（年度）



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

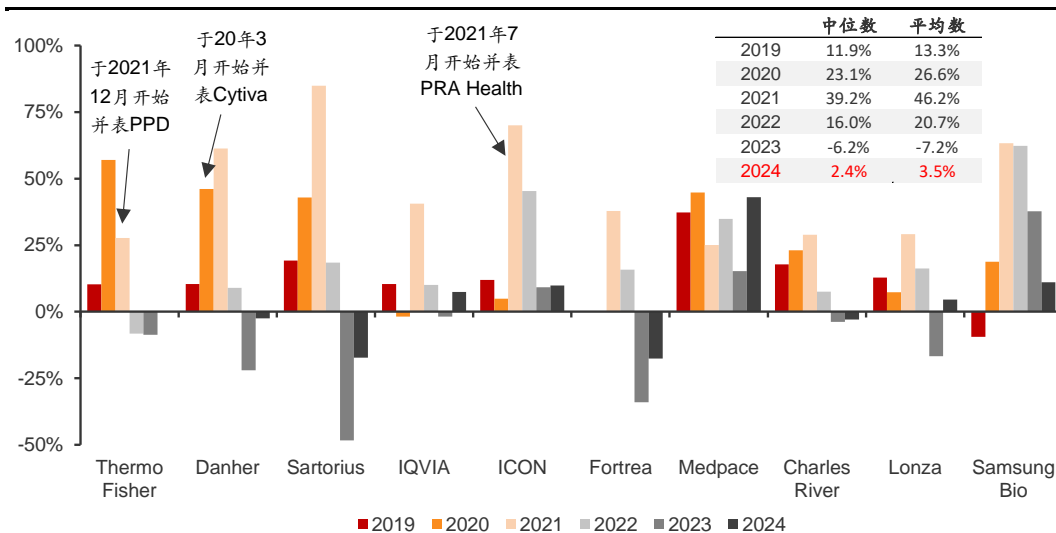
图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速 (季度)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: Lonza 的 2Q24/4Q24 收入增速分别指其 1H24/2H24 收入增速, 下同。

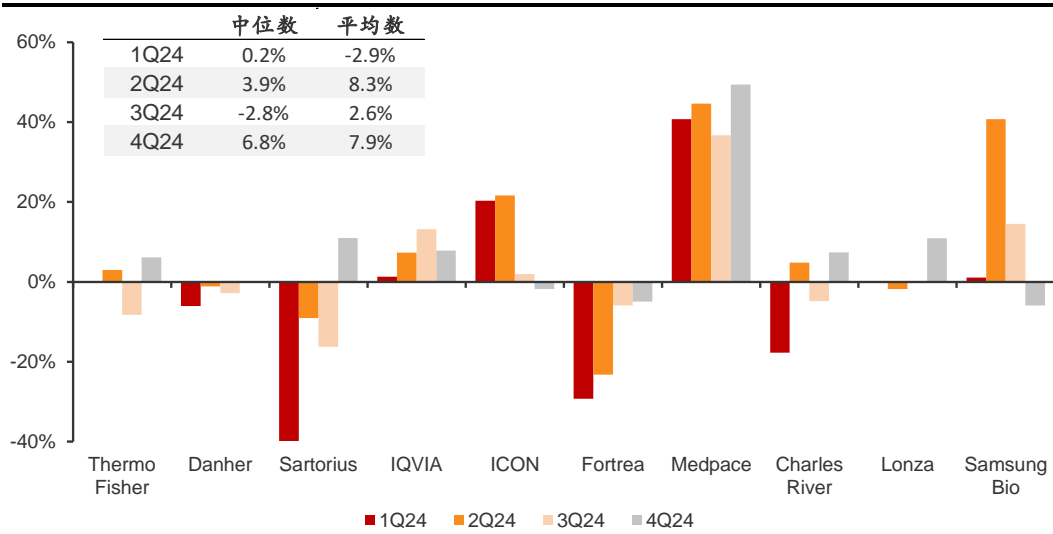
图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (年度)



资料来源: 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(core)净利润; 对于 Sartorius, 利润增速基于核心(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, 下同。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (季度)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

## 成本控制取得成效

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。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、折旧与摊销以及 capex 趋势, 发现部分公司的毛利率在 24 年内呈现逐季度改善, 同时折旧/摊销和 capex 投入占收入比重则在下降, 特别是对于重资产的 C(D)MO 和生命科学上游公司而言。

海外公司的毛利率在疫情暴发的前两年普遍提升, 而 2022-24 年毛利率呈现下降趋势, 主要由需求疲弱导致。对于 C(D)MO 和生命科学上游公司而言, 需求不足导致产能利用率降低, 但固定成本因新冠疫情间的 capex 支出的增加而带来相关折旧费用的提升, 同时也面临了客户对价格敏感度的提升, 显著压低了毛利率。我们跟踪的这些公司的平均毛利率从 22 年的 46.4% 下降到 24 年的 41.7%。对于临床 CRO 而言, 从 24 年开始的需求不足导致项目竞争加剧, 多家公司管理层反映价格在客户项目谈判中正变得更重要。但得益于临床 CRO 在人员成本上有较大的调整空间, 它们的平均毛利率从 22 年的 31.0% 小幅上升至 24 年的 31.8%, 毛利率表现显著优于重资产的 C(D)MO 和生命科学上游公司。此外, 临床前 CRO 也受到需求持续减少带来的成本压力, 并且这种压力在 24 年显著提升。例如, Charles River 在 23 年的毛利率相比 22 年仅小幅减少 0.4 个百分点, 但 24 年相比 23 年大幅减少 3.5 个百分点, 是我们所跟踪的公司中毛利率降幅最大的公司。

为了应对新冠期间大增的需求, CXO 和生命科学上游公司普遍增加资本支出 (capex) 来提升产能, capex 增加的趋势直到 2022 年末才终止, 并持续下降至 1H24, 虽然多数公司在 2H24 的 capex 占收入的比例小幅度提高 (主要由于收入增速放缓), 24 年整体看绝大多数公司的 capex 占比是下降的。在披露 25 年 capex 目标的公司中, 大多数公司的 capex 占收入比重将继续下滑。持续大量的 capex 投入提高了折旧和摊销对财务的影响, 22-24 年折旧和摊销占收入比重持续上升, 但 24 年内逐季度下降。基于管理层对 capex 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。

为了应对收入增速下滑背景下的成本端快速增长的压力，除了控制 capex 投入，海外公司也启动了人员调整、产能调整、提升自动化应用率等措施来提升产出效率。我们预计这些成本控制措施将在 25 年继续展现效果。

图 5: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司毛利率、折旧与摊销以及 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	2024	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2025E	
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+
Danaher	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+	
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
IQVIA	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
ICON	+	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Medpace	-	-	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Lonza	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Catalent	-	-	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
Samsung Bio	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
平均值(所有)	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
中位数(所有)	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
平均值(重资产)	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
中位数(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。2025E Capex 变化基于公司管理层给予的最新业绩指引。重资产公司包括生命科学上游 (Thermo Fisher、Danaher、Sartorius) 和 C(D)MO (Lonza、Catalent、Samsung Bio)。

### 股价对 4Q24 业绩的反馈

大多数海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 4Q24 业绩好于预期 (beat), 但股价的反映有分歧。在公布 4Q24 业绩后, C(D)MO 和临床前 CRO 的股价表现明显好于生命科学上游和临床 CRO, 主要反映了各个细分板块管理层对于市场需求趋势的展望。市场关注的要点包括 25 年业绩指引、需求趋势展望、定价趋势、美国新任政府影响, 对于地缘政治的关注度明显减少。

图 6: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 4Q24 业绩后股价表现

公司	核心业务	4Q24 业绩发布后股价变化			季度收入 vs 一致预期				季度利润/EPS vs 一致预期			
		1 天	1 周	2 周	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、C(D)MO	6.8%	2.5%	-5.3%	Beat	Inline	Inline	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat
Danaher	生命科学上游	-9.7%	-13.2%	-18.6%	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Miss
Sartorius	生命科学上游	12.8%	8.3%	0.2%	Miss	Inline	Miss	Beat	Miss	Miss	Beat	Beat
IQVIA	临床 CRO、数据服务	2.2%	-3.7%	-5.6%	Inline	Inline	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat
ICON	临床 CRO	5.5%	2.6%	-2.5%	Inline	Inline	Miss	Inline	Inline	Beat	Miss	Inline
Fortrea	临床 CRO	-25.1%	-22.9%		Miss	Miss	Inline	Miss	Inline	Miss	Miss	Miss
Medpace	临床 CRO	-7.5%	-3.9%	-3.8%	Inline	Inline	Miss	Inline	Beat	Beat	Beat	Beat
Charles River	药物发现和安评、动物模型	6.9%	8.2%	6.4%	Beat	Inline	Beat	Beat	Beat	Miss	Beat	Beat
Lonza	C(D)MO	-2.6%	1.9%	2.4%		Inline		Miss		Beat		Miss
Samsung Bio	CMO	1.3%	9.4%	12.9%	Inline	Beat	Beat	Beat	Inline	Beat	Beat	Beat

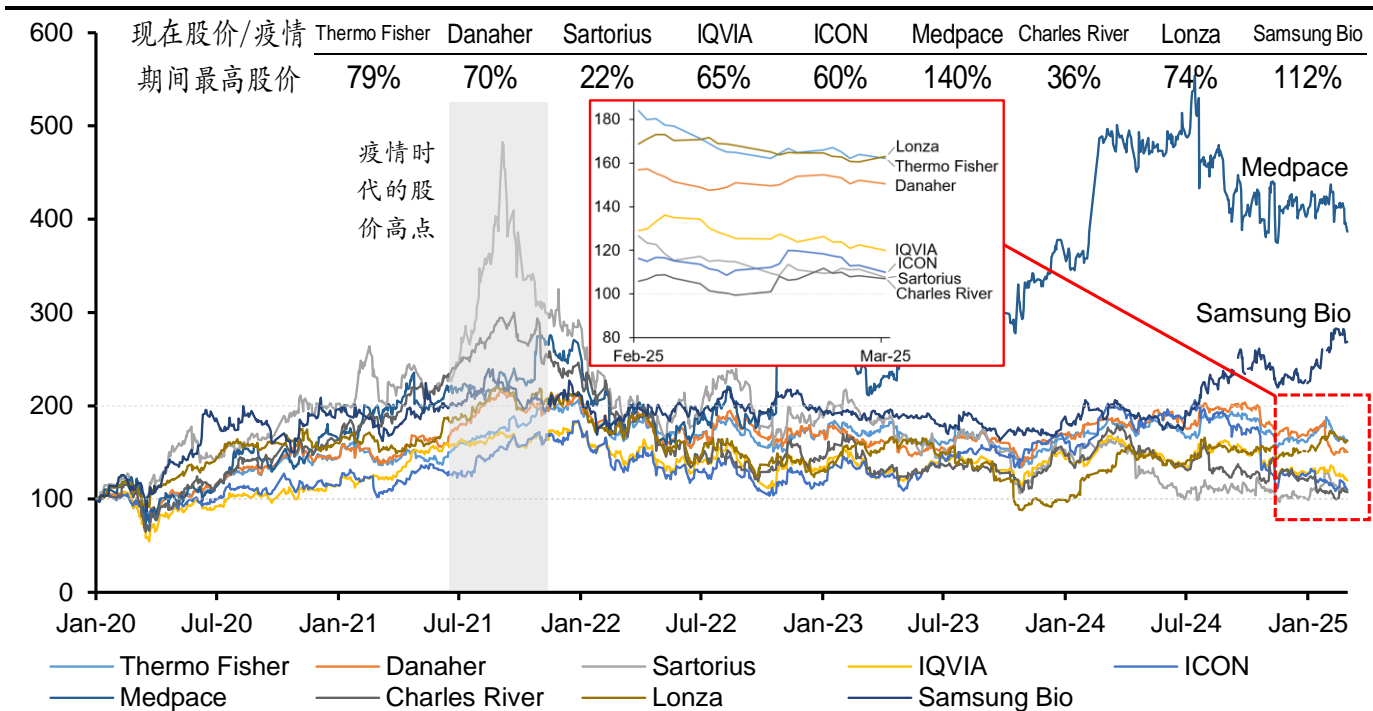
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

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 2023 年至今行业需求的持续分化和波动, 大部分海外 CXO 和生命科学上游公司的股价仍远低于新冠疫情期间的历史高点。疫情后股价表现较好的公司有 Thermo Fisher (生命

科学上游 & CXO)、Medpace (临床 CRO) 和 Lonza/ Samsung Bio (C(D)MO)；股价表现较差的公司有 Sartorius (生命科学上游) 和 Charles River (药物发现和安评)。

图 7: 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  
注: 数据截至 2025 年 3 月 4 日。

## 细分赛道的复苏节奏差异

**展望：继续看好 25 年上游和 C(D)MO 需求，临床和临床前维持谨慎态度**

24 年 C(D)MO 公司持续看到强劲的商业化生产需求的推动。生命科学上游公司受益于下游客户基本完成去库存带来的需求恢复以及新冠高基数影响的完全消除。因此，C(D)MO 和生命科学上游公司管理层对于 25 年的需求展望较乐观。

C(D)MO 行业继续看到强劲的商业化需求。Lonza 管理层表示其 C(D)MO 业务的产能利用率在 24 年均有所提升，特别是生物药商业化产能和小分子产能，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，表明市场内有更多未被满足的生物药商业化需求。另一家全球头部生物 CMO 公司 Samsung Bio 的签单在 24 显著提速，年初至今签署多个重大合同，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署 6.7 亿美元合同。为了满足客户的生产需求，Samsung Bio 正在考虑建设其第五座工厂。

生命科学上游公司对 25 年普遍乐观。在 24 年初的年报电话会议上，多家生命科学上游公司管理层表示 24 年下半年有望看到行业需求和公司业绩的复苏。上游公司去年的逐季度业绩大多超出一致预期，特别是 4Q24 的业绩出现显著的环比改善趋势。基于良好的需求趋势，我们发现多家海外具有代表性的上游公司管理层均对 25 年需求复苏持乐观态度，特别是收入规模大、客户遍及全球的头部公司。例如，Thermo Fisher 管理层表示 24 年客户签单非常强劲，特别是在 24 年下半年，并预计 25 年市场整体将比 24 年有好转；Danaher 管理层对于生物工业业务的前景保持乐观。此外，Danaher、Avantor、Sartorius 和 Revvity 管理层明确表示下游客户去库存已基本结束，体现在耗材需求的增长，但客户对设备的投资意愿仍不高。

**图 8: 海外代表性生命科学上游公司管理层对需求/业绩改善趋势的看法**

公司	对需求/业绩改善趋势的看法	管理层态度
Thermo Fisher	24 年客户签单非常强劲，特别是在 24 年下半年。预计 2025 年市场将比 24 年好转，预计将恢复至小幅正增长，且年内增速将逐渐加速。预计药企和 biotech 终端市场业绩将好于公司整体水平。	乐观
Danaher	订单连续六个季度环比增长，生物工艺看到耗材需求增长，设备需求仍弱。基于 FDA 的药物批准数量以及生物类药的需求，管理层对于生物工艺业务的前景保持乐观。	乐观
Merck KGaA	生命科学板块 4Q 恢复 2% 的内生增长，主要由生物工艺业务 (+4.1% YoY) 驱动，生物工艺看到强劲的订单增长（环比 low teens 增长，订单收入比高于 1x），预计生物工艺将继续驱动生命科学板块在 25 年加速复苏。生物工艺业务的绝大多数下游客户在 24 年已达到目标库存水平。	乐观
Avantor	客户去库存已基本结束。很多大药企客户已经完成管线调整，正增加对于临床前研发的投入。Biotech 客户对资金的获取难度是有差异的，更成熟的 biotech 需求尚可。生物工艺业务 4Q24 收入高单位数增长，连续 4 个季度增速超过整体，强劲的订单将支持 25 年持续的增速改善。	乐观
Sartorius	24 年新签订单同比增长 10.1%，其中耗材订单增速快于设备，客户仍旧对设备投资有所犹豫。更多的客户已经或者正在达到目标库存水平。预计市场增速还无法恢复至中期平均水平，但预计公司增速将快于市场整体。	乐观偏中性
Agilent	客户的资本开支在持续改善，设备的订单收入比意外的大于 1x，意味着市场需求复苏的信号。制药终端市场客户活动增速亮眼。	乐观
Waters	制药终端市场收入 4Q24 同比增长 10%，由大药企、C(D)MO 和仿制药客户需求驱动，biotech 客户需求仍未复苏。客户下单节奏趋于正常。已看到客户启动设备置换以及 capex 投入复苏的积极信号，预计此趋势将延续至 25 年。	乐观

Revvity

4Q24 耗材需求同环比均增长，预示着客户管线调整和削减预算可能已经结束，但客户下单仍未恢复至完全正常状态。2H24 药企客户需求企稳，预计此趋势将在 25 年延续。基于目前市场情况，暂时不预计需求会出现有意义的改善。

中性

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

注: 管理层态度为招银国际环球市场的定性判断

相比 C(D)MO 和生命科学上游公司对需求的乐观展望, 临床前和临床研究需求则持续走弱。我们认为临床前需求疲弱与全球生物医药融资未出现实质性改善有关。我们认为, 临床研究需求不足反映了去年开始的早期研发需求减弱传导至临床端, 大药企由于 IRA 的压力持续推进管线优化调整, 以及宏观环境的影响。

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 4Q24 的询单量 (RFP) 延续全年趋势, 保持中单位数增长, 但低于 2023 年 (2023 年按季度分别为+15%/+8%/+10%/+13%), 这导致 IQVIA 的新签订单在 24 年同比下降 5.6%, 其中 4Q24 同比下降 9.6%, 我们认为 IQVIA 的临床 CRO 业务仍将在 25 年面临需求增长压力。与之相比, IQVIA 的商业化业务需求出现改善, 主要得益于大药企客户继续关注商业化项目的推进, 相关决策流程加快, 特别是真实世界研究业务全年收入高单位数增长。IQVIA 管理层表示, 根据 BioWorld 数据, 全年 Biotech 融资超过 1,000 亿美元, 同比增长 44% (vs 2023: 同比增长+17%), 是除了疫情两年之外的最高值。

主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 的管理层对业绩看法偏保守, 主要基于整体业务环境复苏的不确定性以及项目取消率上升。管理层认为当下的项目质量 (包括规模和类型) 以及临床的推进节奏将弱于之前的季度。

全球临床前 CRO 巨头 Charles River 继续面临药物发现和安评 (DSA) 需求下滑导致的订单和在手订单增长的压力。管理层认为许多全球大药企客户持续推进管线优化, 预计将继续压制客户在 25 年的早期研发经费, 并影响 DSA 的课题量。但管理层认为 biotech 客户持续受益于 24 年末的融资复苏趋势, 这类客户通常对于 Charles River 的依赖性跟高。基于现在的市场状况, 管理层并不预期需求在 25 年出现复苏。

由于行业需求在 24 年仍较疲弱, 我们观察到日趋激烈的价格竞争倾向。临床 CRO 公司和临床前 CRO 管理层普遍持续观察到客户端的价格压力, 一方面是大药企客户面临 IRA 价格谈判带来的成本控制压力, 另一方面是中小 biotech 客户仍在面对资金紧张的局面。这造成市场需求向临床后期和商业化项目倾斜, 有利于 C(D)MO 业务和生命科学上游公司的生物工艺业务的定价。例如, 生命科学上游公司 Sartorius 管理层在 4Q24 的电话会议上指出 25 年的价格上调幅度已恢复至正常水平, Avantor 管理层在电话会上表示 25 年业绩将受益于价格上涨。

图 9: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层如何看待融资与客户需求

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		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 24 年客户接单非常强劲, 特别是在 24 年下半年。</li> <li>• 大药企客户对于未来非常有信心, 特别是受益于 GLP-1 药物的大药企。</li> <li>• <u>Biotech 客户对于未来的看法也是正面的, 对于融资、授权合作有更加合理的信心。</u></li> <li>• 估算 24 年整体市场低单位数下降, 预计 25 年市场将恢复小幅正增长。</li> <li>• 会受益于中国的设备更新刺激政策, 但并没有看到中国整体经济复苏的信号。</li> </ul>
Danaher	生命科学上游		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 生物工艺 4Q24 收入高单位数增长, 延续了全年的复苏趋势。4Q24 订单环比高单位数增长, 为连续 6 个季度保持此趋势。</li> <li>• <u>生物工艺收入增长由耗材驱动, 设备收入有改善但客户对于投入仍持谨慎态度。</u></li> <li>• <u>耗材增长基于商业化需求, 由大药企客户驱动, 小型客户需求有改善, 但仍未恢复正常。</u></li> <li>• 基于 FDA 创纪录的抗体药物批准数量以及不断增长的生物类药的研发生产需求, 管理层对于生物工艺业务的前景保持乐观。</li> </ul>
Sartorius	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 虽然 VC 投资已经在增长, 但增幅有限。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 生命科学板块 (例如显微镜) 收入开始受益于中国设备更新刺激政策。</li> <li>• 24 年耗材收入实现中单位数增长, 但设备收入双位数下降。</li> <li>• 新签订单同比增长 10.1% (下半年好于上半年), 其中耗材订单增速快于设备。</li> <li>• <u>客户去库存已经进行到后期阶段, 更多的客户已经达到了目标库存水平。</u></li> <li>• 客户的下节节奏现在更加具有可预测性, 但仍未恢复到正常节奏。</li> <li>• 一些客户即使产能有空余仍旧在下单, 特别是 C(D)MO 客户。</li> <li>• 看起来中国市场已经触底, 与中国客户有很多与设备更新政策的沟通。</li> <li>• 25 年定价低单位数增长, 此调整与往年正常年份的平均值是一致的。</li> </ul>
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 根据 BioWorld 数据, 全年 Biotech 融资超 1,000 亿美元, 同比增长 44% (vs 2023: +17% YoY), 是疫情两年之外的最高值。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4Q24 询单中单位数增长 (维持全年趋势), 其中 biotech 客户的增速更高。</li> <li>• <u>临床业务仍面对不确定性, 预计仍会看到 1-2 个季度的需求波动和项目取消率上升。</u></li> <li>• <u>管理层认为大药企的大部分 (~75%) 管线调整已经完成。</u></li> <li>• 真实世界研究在全年均维持高速增长, 达到高单位数, 其中 4Q24 为双位数。</li> <li>• 来自所有客户群的管线数量均上升。</li> <li>• 在现在的市场环境下, 价格竞争将更激烈。</li> </ul>
ICON	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 24 年整体的 biotech 融资是不错的, 但是月度波动大, 且融资集中在少部分优质 biotech 上, 这将持续给 biotech 需求带来波动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 客户询单整体维持稳健, 特别是在 4Q24 年后半季度是增长的, 其中大客户询单在 24 年维持稳定, biotech 客户询单低单位数增长。</li> <li>• <u>大药企客户的需求趋势是混杂的, Biotech 客户对于资金使用仍旧谨慎, 决策速度和临床推进速度均未恢复至正常水平。</u></li> <li>• <u>项目取消率在 4Q24 提升, 大药企取消情况稍多。预计 25 年取消率将维持在相对高位。</u></li> <li>• 从询单和收入角度看, 实验室和早期临床需求看到改善和增长, 但对于未来是否会增加临床 2/3 期需求持谨慎态度</li> <li>• <u>预计行业在 26 年复苏。</u></li> </ul>
Fortrea	临床 CRO		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4Q24 的订单收入比为 1.35x, 高于历史平均的 1.2x, 导致在手订单环比增长 1.7%。25 年目标维持在 1.2x。</li> <li>• 持续看到强劲的临床 1 期的新业务需求, 来自大药企和 biotech 客户的全流程服务需求也维持强劲。</li> <li>• 4Q24 项目取消率没有上升。</li> <li>• 认为 biotech 公司会得到资金支持, 大药企客户端没有看到关于 IRA 的新的管线调整动作</li> <li>• 25 年业绩受到分拆前项目管线推进放缓以及分拆后 biotech 接单放缓的负面影响。</li> </ul>
Medpace	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 公司的客户群仍频繁面对融资难题, 也是造成项目取消的最主要原因</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4Q24 的商业环境稍微走弱, 但整体环境仍不差, 未来商业环境走向还需要时间来。</li> <li>• 4Q24 订单环比小幅下降, 但同比 4Q23 是上升的。</li> <li>• <u>4Q24 订单收入比为 0.99 (继续处在历史低位), 受到订单取消以及一些项目计入在手订单的节奏小幅推迟的影响。</u></li> <li>• 项目的质量以及后续推进概率低于之前的季度, 反映了核心商业环境不如之前稳健。</li> <li>• 预计 25 年将加快招聘速度, 目标员工人数中单位数增长。</li> <li>• 客户的融资难题带来了更激烈的项目价格竞争压力。</li> </ul>
Labcorp	生物制药实验室业务		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中心实验室业务维持强劲, 4Q 收入增长 10%。</li> <li>• 早期研发恢复快速增长趋势, 4Q 收入增长 12%。</li> <li>• <u>早期研发询单在数量和金额上维持强劲趋势, 项目赢得率与过往一致, 项目取消率已回到正常区间的上端。</u></li> <li>• 早期研发定价基本没有变化。</li> </ul>
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中小型 biotech 客户持续受益于 24 年末有利的融资趋势, 预计 25</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 许多全球大药企客户持续推进管线优化, 预计将继续压制 25 年的早期研发经费。</li> <li>• <u>不预计 25 年会出现需求复苏。</u></li> <li>• 全球大药企和中小 biotech 客户的 24 年收入均出现下滑, 但 4Q24 的 biotech 收入重回</li> </ul>

模型 (RMS), C(D)MO	年融资环境相比 24 年 维持稳定或者小幅改善	正增长, 是自 3Q23 以来首次。 <ul style="list-style-type: none"> <li>项目取消率在 4Q24 维持低位, 认为客户已基本完成低优先级项目的取消活动。</li> <li>当下的需求环境下, 价格已成为与客户谈判的一环, 特别是对于中小 biotech 而言。进入 25 年后没有继续看到订单价格的下降压力, 现在的订单价格与 24 年底是持平的。</li> </ul>
Lonza C(D)MO	<ul style="list-style-type: none"> <li>Biotech 融资显示出积极趋势, 已回升到疫情前的水平</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>客户对于使用位于西方的产能有持续的倾向。</li> <li>24 年公司新签订单金额约 100 亿瑞士法郎 (vs 23 年的 130 亿)。</li> <li>C(D)MO 业务板块的产能利用率在 24 年均有所提高。生物药商业化产能满产, 小分子产能利用率高, CGT 产能利用率仍有提高空间。</li> <li>早期研发业务询单也显示出积极的趋势。</li> <li>收购 Roche 美国 Vacaville 工厂已签订第二个合同, 并持续收到客户访问以及项目协商。</li> </ul>

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

## 订单: 临床需求继续乏力, 上游和 C(D)MO 迎来改善

在经历了新冠疫情带来的研发需求大增以及全球生物医药行业持续的融资低迷后, 海外 CXO 和生命科学上游公司的订单增长情况从 2023 年起开始恶化, 但生命科学上游和 C(D)MO 公司在 24 年已看到需求改善的强烈信号。在公布数据的 8 家海外 CXO 和生命科学上游公司中, 有 3 家公司的 24 年新签订单同比下降, 平均下降了 7.6% (vs 2023: 3 家, 平均下降 17.4%), 这 3 家公司均为临床 CRO (注: 我们计算的 Labcorp 新签订单下降由临床 CRO 业务造成), 另一家临床 CRO 公司 ICON 的新签订单也仅仅微增 0.3%。临床 CRO 公司的新签订单在 24 年下半年普遍加速下滑, 这突出了全球临床 CRO 行业共同面临的订单增长压力。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。

与此形成鲜明对比的是 C(D)MO 和上游公司强劲的新签订单增长。Samsung Bio 的新签订单在 23 年增长 28% 的基础上, 24 年继续大增 70%, 公司在 24 年内收到多个重大订单。生命科学上游公司 Sartorius 的 24 年新签订单同比增长 10%, 相比 23 年同比减少 23% 出现显著改善, 也是 21 年后首次恢复正增长。强劲的新签订单对于这些公司的 25 年业绩形成强有力支撑。

同时, 我们注意到临床前 CRO 的 24 年新签订单出现小幅增长, 表明早期研发需求可能已经触底企稳。海外公司管理层认可 biotech 融资在 24 年的恢复态势, 但同时也提到了融资分布不均衡的情况, 即少数有优质在研管线或者有上市产品的成熟 biotech 公司仍旧可以获得资金支持, 但其他 biotech 公司仍旧面临资金紧张的局面。如果融资的恢复趋势可以在 25 年持续, 我们预计临床前 CRO 公司的订单可能在 2H25 开始显现一定程度的环比好转。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。

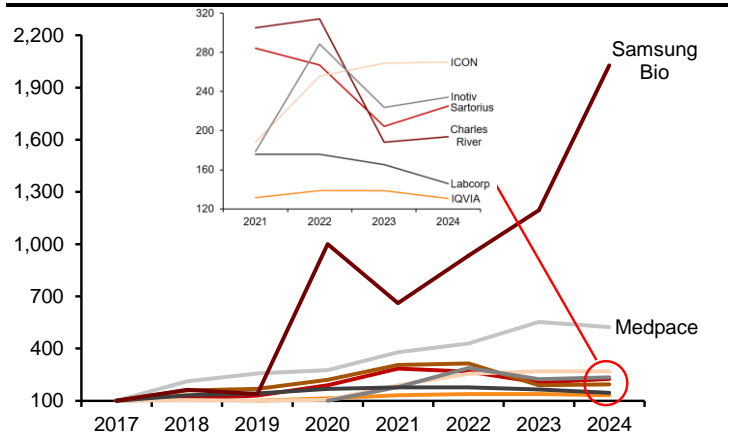
图 10: 新签订单变化趋势

公司	新签订单变化趋势															
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	
Sartorius	+	+	+	+	-	-	+	-	-	-	+	-	-	+	+	
IQVIA				+	+	+					+			+		
ICON	+	+	+	+	+	+									+	
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。为了统一口径, Labcorp 的 2023/2024/1Q24/2Q24/3Q24/4Q24 变化情况假设 Labcorp 没有拆分临床 CRO 业务(即 Fortrea),下同。

图 11: 海外新签订单相对增长趋势



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

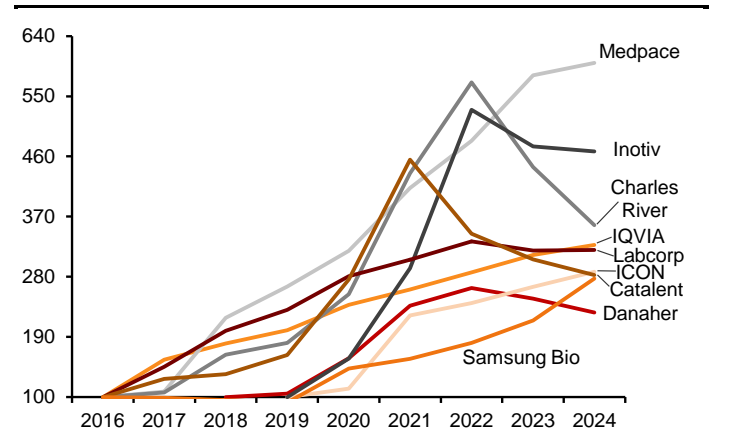
注: 基期数值为 100。为了统一口径, Labcorp 的 2023/2024/1Q24/2Q24/3Q24/4Q24 变化情况假设 Labcorp 没有拆分临床 CRO 业务(即 Fortrea),下同。

图 12: 海外在手订单变化趋势

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

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 13: 海外在手订单相对增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

## 25 年业绩指引：C(D)MO 和上游改善，临床前和临床 CRO 承压

我们用全年业绩达成率来衡量 24 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。我们发现临床前和临床 CRO 的全年业绩达成率低，而 C(D)MO 的业绩达成率高。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 98.0% vs 利润平均达成率 96.3%）。

C(D)MO 是所有细分板块中业绩达成率最高的，凸显了强劲的 24 年商业化生产需求。Lonza 的全年收入略低于最初预期，主要由同期业绩高基数导致，扣除掉一次性收入后，Lonza 的核心业务收入同比增长 7%，特别是生物药板块增长 13%，同时管理层预计 25 年 C(D)MO 业务增速将提速至 20%。另一家全球 CMO 龙头 Samsung Bio 也预计 25 年收入将加速增长。我们持续看好全球 C(D)MO 板块在 25 年的亮眼表现。

生命科学上游公司持续受益于下游客户基本完成的去库存活动。需要注意的是，耗材的需求出现了显著的增长，但客户对设备的采购仍然谨慎，这导致生命科学上游公司的整体业绩情况看起来稍显逊色，但跟下游客户商业化生产相关的生物工艺业务均展现了很好的增长势头。基于此，多家生命科学上游公司管理层对 25 年需求持乐观态度（见图 8）。

临床 CRO 的低业绩达成率反映了其管理层在年初对于 24 年客户需求的过度乐观展望，管理层在后续的季度业绩会上持续下调全年业绩指引，以反映不断波动的市场情况，包括大药企由于 IRA 进行的管线调整和预算收紧、biotech 因融资难而放缓投入节奏、项目取消率上行、宏观市场状况波动等因素。因此，在 4Q24 的业绩电话会上，临床 CRO 的管理层普遍对于 25 年持谨慎的态度。

Biotech 融资虽有所改善，但仍未形成实质增长（见图 16&17），加之融资的分布不均衡，导致 biotech 研发活跃度在过去两年持续承压。疲弱的需求使 24 年相关公司的业绩显著弱于预期，例如 Charles River 的收入达成率为 95.7%，其中药物发现和安评业务的收入达成率仅有 92.8%。我们认为由于订单转化成收入的滞后因素，24 年 biotech 需求没有实质改善，将继续压制临床前 CRO 公司在 2025 年的业绩增长。

图 14: 海外主要 CXO 和生命科学上游 2024 年业绩指引变化情况

公司	核心业务	2024 收入指引变化			全年业绩达成率	2024 利润指引变化			全年业绩达成率
		1Q24	2Q24	3Q24		1Q24	2Q24	3Q24	
Thermo Fisher	生命科学，临床 CRO, C(D)MO	—	—	—	100.4% ✓	↑	↑	↑	101.8% ✓
Danaher	生命科学上游	—	—	—	不适用	↓	—	—	97.9% ✗
Sartorius	生命科学上游	—	↓	—	93.5% ✗	—	↓	—	<93.3% ✗
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	↓	↑	↓	99.2% ✓	—	↑	↓	100.3% ✓
ICON	临床 CRO	—	↓	↓	96.3% ✗	—	↑	↓	94.3% ✗
Fortrea	临床 CRO	↓	↓	↓	92.3% ✗	↓	↓	—	75.0% ✗
Medpace	临床 CRO	—	↓	↓	97.0% ✗	↑	↑	↑	120.0% ✓
Labcorp (实验室业务)	实验室业务	↓	↓	↑	98.9% ✓	—	—	—	—
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型	—	↓	↑	95.7% ✗	—	↓	↑	92.9% ✗

-Charles River (RMS 板块)	RMS	—	—	↓	99.7%	✓		
-Charles River (DSA 板块)	DSA	—	↓	—	92.8%	✗		
-Charles River (生产板块)	C(D)MO	↑	↑	↑	103.0%	✓		
Samsung Bio	CMO	—	—	↑	105.8%	✓		
Lonza	C(D)MO	—	—	—	99.8%	✓	↓	87.9%
平均达成率					98.0%			96.3%
中位达成率					98.9%			96.1%

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的比值, “x”表示未达成, “√”表示达成, 考虑到 2024 年增速普遍较低, 达成率高于 98% 即视为达成目标。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、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。

基于各细分板块需求趋势的差异, 我们观察到管理层给予的 25 年指引出现显著分化趋势。

C(D)MO 和生命科学上游公司的 25 年指引相比 24 年均有所改善, 而临床前和临床 CRO 公司的 25 年指引相比 24 年则明显恶化。

C(D)MO 公司已经从新冠收入锐减和客户需求暂时下降造成的业绩下滑的阴霾中走出来。在当下仍充满不确定性的宏观环境下, 大药企和 biotech 公司仍旧将精力放在临床后期和商业化项目上, 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 24 年收入虽然同比减少 2.1%, 但剔除取消的新冠 mRNA 疫苗合同的影响后, 整体收入同比增长 7%, 其中生物药板块收入同比增长 13%, 反映了强劲的核心业务需求。因此, Lonza 管理层预计 25 年业绩将大幅度提速, 预计 C(D)MO 收入增速将接近 20%, 接近疫情期间 (21 年) 的增速。Samsung Bio 的 CMO 业务 24 年收入增速与 23 年相当, 考虑到其在 24 年签订的多个大订单, 公司预计 25 年收入增长将加速。此外, Samsung Bio 正在考虑建设其第五座工厂, 表明其对未来需求的乐观态度。我们认为 C(D)MO 已首先走出了新冠后的需求下行周期。

作为全球生命科学上游的龙头, Thermo Fisher 在 24 年看到下游客户积极的需求趋势, 特别是公司业绩在 4Q24 显示出显著的改善信号, 季度收入同比增长 4.7%, 是自 4Q22 后最快的增速。尽管 Thermo Fisher 管理层对客户需求比较乐观, 但其 25 年收入指引显得较为谨慎, 预计利润端将有更明显的改善。Danaher 和 Sartorius 管理层均认为下游客户去库存已基本结束, 耗材需求增长, 但客户对设备的投资仍显谨慎, 这也在一定程度上使得两家公司管理层对于 25 年业绩指引趋于保守。

受业绩高基数、订单增速放缓以及项目取消提升的共同影响, 临床 CRO 公司的 25 年业绩指引普遍弱于 24 年。临床 CRO 公司 Medpace 主要服务中小 biotech 公司, 是海外临床 CRO 中业绩增速最快的, 其业绩持续增长显示对资金敏感的 biotech 客户对临床研发的投入的韧性。但 Medpace 悲观的 25 年业绩指引显示出管理层对于未来客户需求的保守态度。其他全球性临床 CRO 公司, 例如 ICON 和 Fortrea, 25 年业绩指引均继续恶化。唯一不同的是, 全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的管理层对于临床业务板块的预期稍显积极, 预计 25 年临床 CRO 收入增速将小幅提速, 我们认为这可能跟 IQVIA 的客户结构中以大药企为主有关。

药物发现和临床前需求仍未看到反转的迹象。虽然全球医药融资在 24 年实现同比增长，但增幅有限，融资仍未实质性改善，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 5 个季度出现负增长，其中药物发现和安评业务收入降幅尤甚，在手订单已连续 7 个季度减少。基于药物发现和安评业务需求不足，Charles River 管理层预计在 25 年不会看到有意义的复苏，预计 25 年业绩将加速下滑。我们认为，Charles River 还在持续受到中国 CRO 企业抢夺市场份额的影响，主要由于中国 CRO 行业极高的效率和性价比。

图 15: 海外公司 2025 年业绩指引汇总

公司	核心业务	2024 收入 (YoY)	2025 收入指引 (YoY)	VS 2024	2024 利润 (YoY)	2025 利润指引 (YoY)	VS 2024
Thermo Fisher	生命科学上游, 临床 CRO, C(D)MO	• +0.1% (表观) • +0% (内生)	• (+1.4%) ~ (+2.6%) (表观) • (+3%) ~ (+4%) (内生)	• 改善 (表观) ↑ • 改善 (内生) ↑	+0.2%	(+5.7%) ~ (+7.5%)	改善 ↑
Danaher	生命科学上游	• -0.1% (表观) • -1.5% (核心)	+~3% (核心)	改善 ↑	28.6% (Non-GAAP 运营利润率)	~28.5% (Non-GAAP 运营利润率)	持平 ▬
Sartorius	生命科学上游	• -0.4% (表观) • +0.1% (CC)	适度增长 (CC)	改善 ↑	-1.8% YoY	增速快于收入	改善 ↑
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	• +2.8% (表观) • +5.5% (内生)	• (+2.1%) ~ (+4.7%) (表观)	• 改善 ↑	+7.4%	(+5.1%) ~ (+8.7%)	恶化 ↓
-IQVIA(临床板块)	临床 CRO	• +1.6% (表观) • +5% (内生)	• (+2.0%) ~ (+4.4%) (表观) • (+4%) ~ (+6%) (剔除新冠)	• 改善 (表观) ↑			
ICON	临床 CRO	+2.0%	(-2.8%) ~ (+4.4%)	恶化 ↓	+9.9%	(-7.1%) ~ (+7.1%)	恶化 ↓
Fortrea	临床 CRO	-5.1%	(-9.1%) ~ (-5.4%)	恶化 ↓	-17.6%	(-16.0%) ~ (-1.2%)	改善 ↑
Medpace	临床 CRO	+11.8%	(+0.0%) ~ (+4.8%)	恶化 ↓	+43.0%	(-6.5%) ~ (-0.6%)	恶化 ↓
Labcorp (生物制药实验室业务)	生物制药实验室业务	+5.3% (表观)	(+3.0%) ~ (+5.0%)	恶化 ↓			
Charles River	药物发现和安评 (DSA), 动物模型	• -1.9% (表观) • -2.8% (内生)	• (-7.0%) ~ (-4.5%) (表观) • (-5.5%) ~ (-3.5%) (内生)	• 恶化 (表观) ↓ • 恶化 (内生) ↓	-2.9%	(-7.0%) ~ (-11.8%)	恶化 ↓
-Charles River (RMS 板块)	RMS	• +4.7% (表观) • -0.1% (内生)	• 持平 (表观) • 低单位数下降 (内生)	• 恶化 (表观) ↓ • 恶化 (内生) ↓			
-Charles River (DSA 业务)	DSA	• -6.3% (表观) • -6.2% (内生)	• 高单位数下降 (表观) • 中到高单位数下降 (内生)	• 恶化 (表观) ↓ • 持平 (内生) ▬			
-Charles River (生产板块)	C(D)MO	• +6.6% (表观) • +6.8% (内生)	• 低单位数下降 (表观) • 持平 (内生)	• 恶化 (表观) ↓ • 恶化 (内生) ↓			
Samsung Bio	CMO	+19.0%	(+20%) ~ (+25%)	改善 ↑			
Lonza	C(D)MO	• +0.6% (剔除胶囊业务, 表观)	+~20% (CC)	改善 ↑	32.3% (核心 EBITDA 利润率, 剔除胶囊业务)	~30% (核心 EBITDA 利润率, 剔除胶囊业务)	恶化 ↓

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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

## 稳健的需求将支持 CXO 和上游行业的长期增长

### 全球医疗健康融资在波动中企稳

根据动脉橙数据，24年全球医疗健康（包括 biotech）融资额同比增长 1.4%，自 21 年后首度恢复正增长，相比 22/23 年的 -43%/21% YoY 有显著复苏。值得注意的是，全球融资在经历了 1H24 的明显季度间波动后，在 2H24 实现了企稳，我们认为这得益于美联储在 24 年 9 月宣布降息稳定了医疗健康产业的投资信心。随着美联储在 24 年末的连续降息，全球医疗健康月度融资额在 25 年 1 月同比大增 91.2% 至 80 亿美元，这是 23 年 1 月后的最高月度融资额。

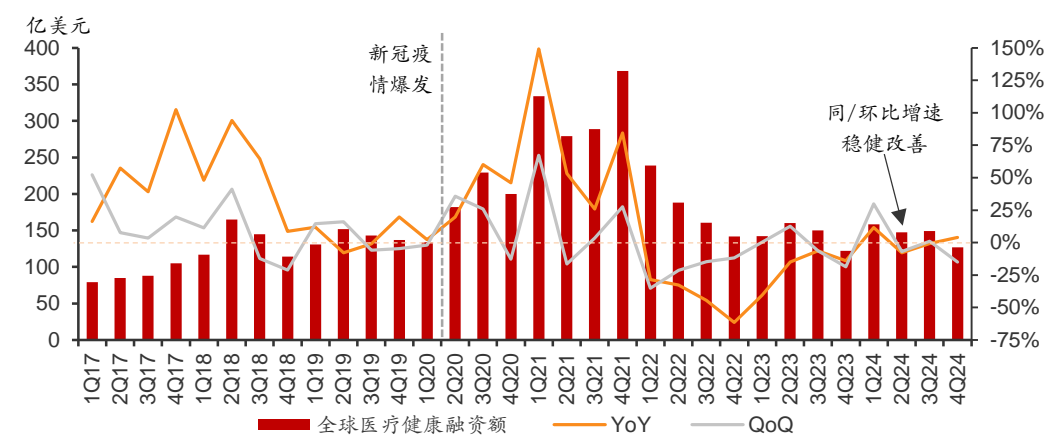
我们持续认为全球医疗健康融资恢复初现苗头，但趋势尚未站稳。展望 2025 年，美国新一届政府上任对美联储降息节奏带来的不确定性可能会给全球医疗健康融资的进一步复苏带来压力，但我们认为这不会改变全球融资的复苏趋势，在此过程中具备优质管线的 biotech 公司将继续获得资金的青睐。此外，我们预计从 24 年初开始的融资改善将更好的体现在 25 年的公司业绩上，特别是对于 C(D)MO 和生命科学上游公司而言，临床前 CRO 也有可能 在 25 年下半年迎来订单反转，但临床 CRO 预计将在 25 年内持续受制于临床需求不足。

图 16: 全球医疗健康融资额（年度）



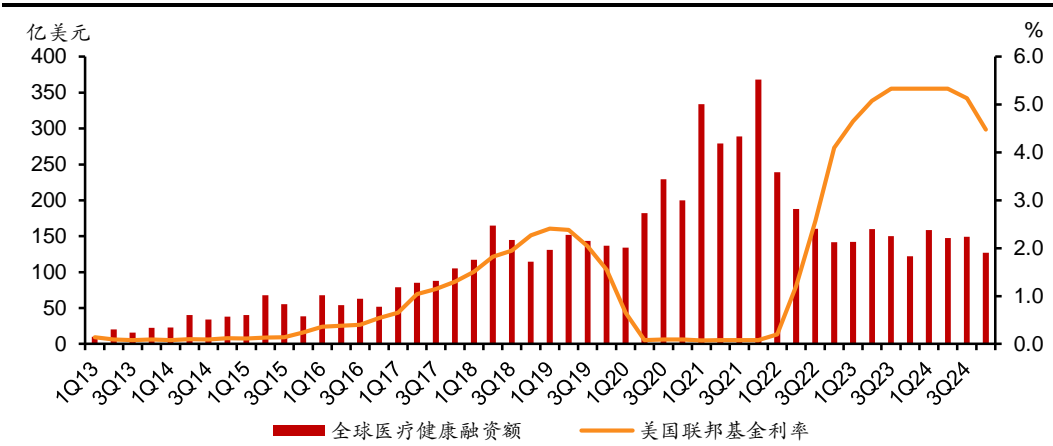
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 17: 全球医疗健康融资额（季度）



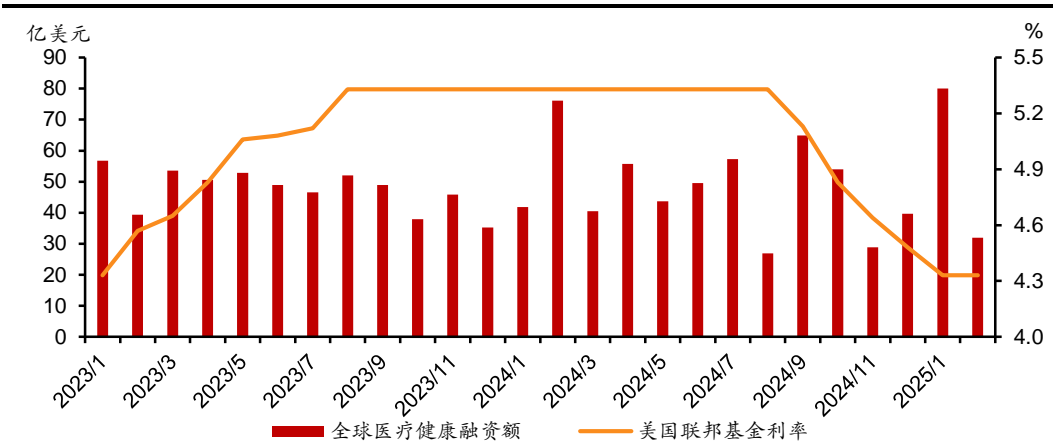
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 18: 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 19: 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小幅波动。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，该指数在 2022 年继续下滑。2023 年 10 月底以后，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 24 年 9 月正式开启降息周期，XBI 指数冲破历史均值。进入 25 年，由于市场对于美国新一届政府上任带来的不确定性的担忧，XBI 指数出现下调，目前已跌至历史均值下方。截至 25 年 3 月 4 日，XBI 指数相对 2023 年 10 月底的涨幅仍超过 33%。我们认为，XBI 指数近一年的平稳走势反映了美国进入降息周期带来的医药融资的回暖预期，融资复苏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 20: 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 3 月 4 日。

## 全球医药行业 R&D 和 capex 支出稳健增长

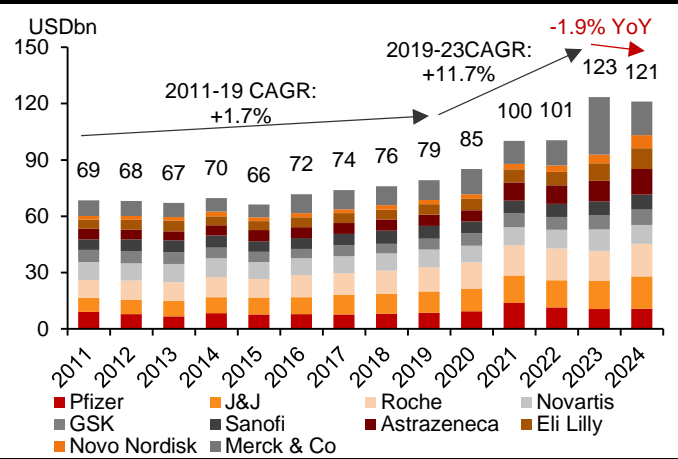
作为 CXO 和生命科学上游行业最重要的客户群体, 全球制药企业的 R&D 和 capex 投入强度极大地决定了 CXO 和生命科学上游公司的业绩表现。可喜的是, 在新冠疫情过后的 2 年, 全球制药行业的 R&D 和 capex 支出仍在稳健增长, 且均已大幅超过了新冠疫情期间的水平, 为 CXO 和生命科学上游公司的长期业绩增长奠定了扎实基础。

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 24 年这些大药企的 R&D 投入同比小幅下降 1.9% 至 1,211 亿美元, 但仍比 21 年多出了 21.0%, 表明 R&D 投入仍旧维持了健康的增速。值得注意的是, 这 10 家大药企中有 8 家的 24 年研发费用相比 23 年有增长, 平均增长了 15.8%, 其中诺和诺德的研发费用同比增长 48.1%。10 家大药企的合计研发费用下降主要由于默沙东的研发费用在 24 年同比下降 41.2%, 由于 BD 支出减少。相比较而言, 大药企对于 capex 的投入意愿更大, 24 年的合计 capex 同比增长 13.4% 至 351 亿美元, 快于过去四年的平均增速, 相比 2021 年大幅增长了 48.5%。特别是显著受益于 GLP-1 类减肥药物需求释放的礼来和诺和诺德, capex 费用在 24 年同比大增 46.7%/82.8%, 分别是 21 年的 3.9 倍/6.8 倍。

Biotech 公司的 R&D 和 capex 投入增速均快于大药企。这些头部 biotech 公司的 24 年 R&D 费用同比增长了 11.6% 至 200 亿美元, 比 21 年增长了 71.4%; 24 年的合计 capex 同比增长 16.6% 至 28 亿美元, 相比 21 年大增 75.8%。

Biotech 公司的 R&D 和 capex 投入在 24 年的增速稍慢于过去五年的平均值, 我们认为这与新冠疫情后全球医疗健康融资疲弱息息相关, 致使 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 24 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, 为这些企业进行引进或者收并购打下良好的财务基础。

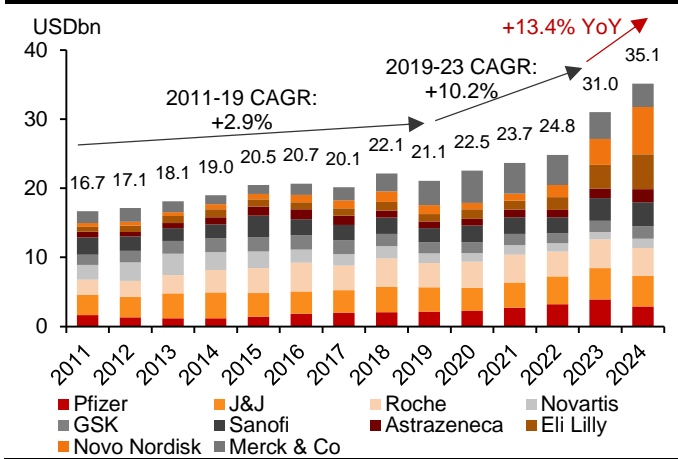
图 21: 全球主要大药企的研发费用



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 8 家的 24 年研发费用相比 23 年有增长。

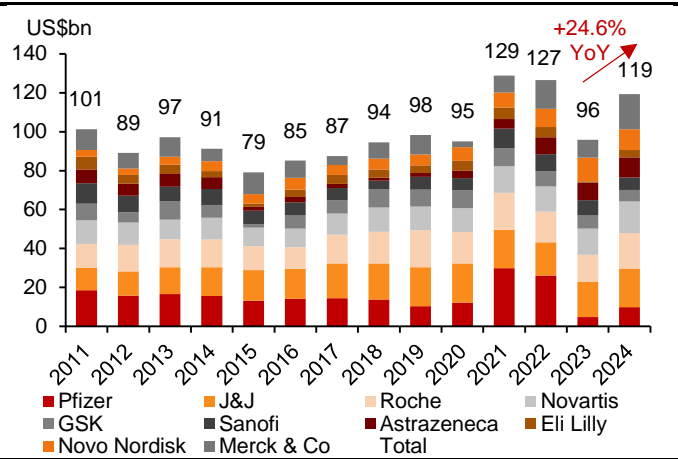
图 22: 全球主要大药企的资本开支



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 24 年资本开支相比 23 年有增长。

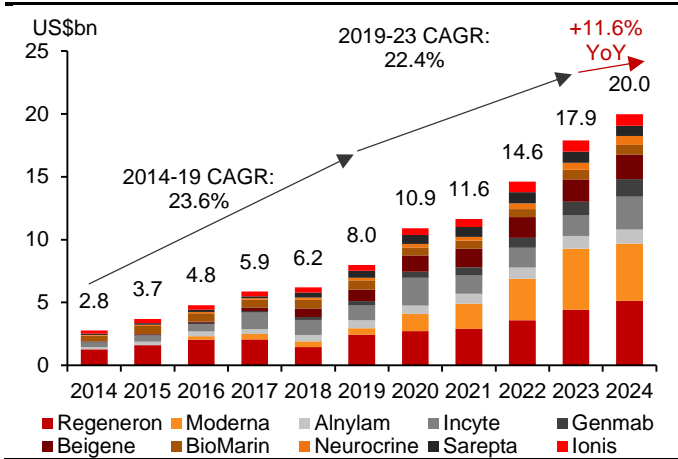
图 23: 全球主要大药企的自由现金流



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 7 家的 24 年自由现金流相比 23 年有增长。

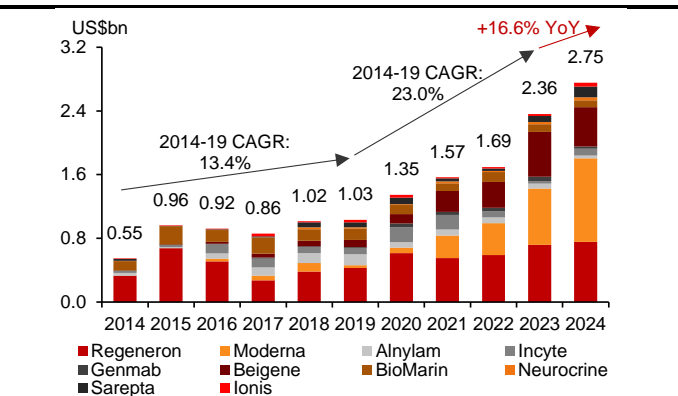
图 24: 全球头部 biotech 公司的研发费用



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 8 家的 24 年研发费用相比 23 年有增长。

图 25: 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 24 年资本开支相比 23 年有增长。

图 26: 全球估值比较

公司	股票代码	评级	市值 US\$bn	收入 CAGR 23-26E	净利润 CAGR 23-26E	P/E(x)		PEG(x) 25E	PB(x) 25E	ROE 25E	Div. yield 25E
						25E	26E				
<b>海外</b>											
Thermo Fisher	TMO US	买入	197.5	2.7%	5.2%	22.4	20.0	4.3	3.7	16.5%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	147.0	2.6%	3.3%	26.9	24.0	8.1	2.8	9.8%	0.6%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	54.6	20.0%	22.9%	62.2	49.9	2.7	6.5	11.2%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	46.9	8.4%	14.7%	34.6	29.1	2.4	4.1	11.2%	0.9%
IQVIA	IQV US	未评级	32.6	4.1%	6.8%	15.5	14.0	2.3	4.8	29.7%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	21.3	6.3%	7.2%	15.8	14.4	2.2	2.4	15.7%	1.1%
Sartorius	SRT GR	未评级	16.6	5.8%	9.0%	37.0	29.0	4.1	3.5	12.5%	0.5%
ICON	ICLR US	未评级	14.9	2.7%	6.0%	13.3	11.8	2.2	1.5	10.3%	0.0%
Medpace	MEDP US	未评级	9.7	8.0%	14.6%	25.7	22.9	1.8	11.4	39.3%	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	8.4	-1.0%	-3.1%	17.4	15.9	na	2.3	11.5%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	4.8	18.2%	17.9%	33.3	24.2	1.9	3.0	8.9%	1.6%
Fortrea	FTRE US	未评级	0.9	-4.9%	1.0%	18.3	10.8	18.9	0.6	3.7%	0.0%
<b>海外平均</b>				<b>6.1%</b>	<b>8.8%</b>	<b>26.9</b>	<b>22.2</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>15.0%</b>	<b>0.4%</b>
<b>国内</b>											
药明康德	603259 CH	买入	23.7	6.9%	7.5%	14.9	12.9	2.0	2.6	16.3%	1.9%
药明生物	2269 HK	买入	11.9	12.0%	9.7%	16.1	13.9	1.7	1.9	12.5%	0.0%
泰格医药	300347 CH	买入	6.2	9.7%	7.2%	32.4	27.0	4.5	2.3	6.7%	0.9%
康龙化成	300759 CH	未评级	6.1	9.8%	11.2%	25.8	22.1	2.3	3.4	12.3%	0.9%
凯莱英	002821 CH	未评级	3.9	-0.9%	-11.6%	23.6	19.2	na	1.7	6.6%	1.2%
昭衍新药	6127 HK	买入	2.0	4.2%	-1.5%	32.7	20.5	na	1.2	3.7%	1.1%
<b>国内平均</b>				<b>6.9%</b>	<b>3.7%</b>	<b>24.3</b>	<b>19.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>9.7%</b>	<b>1.0%</b>

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: Thermo Fisher、药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测 (截至 2025 年 3 月 4 日)。

## 海外主要 CXO 公司 4Q24/2024 业绩概况与电话会要点

### Thermo Fisher

#### 2024 年度业绩概况：

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 2024 年度业绩，全年收入同比增长 0.1% 至 429 亿美元 (vs 2023: -4.6% YoY; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -3.4%/-1.4%/+0.2%/+4.7% YoY)，剔除收购、汇率以及新冠检测收入的影响的核心内生收入同比持平 (vs 2023: +1% YoY; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -3%/+0%/+0%/+5% YoY)。毛利率同比提升 1.1 个百分点至 42.1% (vs 2023: 41.0%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 41.6%/42.1%/41.7%/43.0%)。Non-GAAP 净利润同比增长 0.2% 至 83.8 亿美元 (vs 2023: -8.7% YoY; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +0.2%/+3.0%/-8.2%/+6.1% YoY)。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比下降 3.5% (内生增速: -4%) 至 96.3 亿美元，占总收入的 21.5%；2) 分析仪器板块收入同比增长 2.8% (内生增速: +3%) 至 74.6 亿美元，占总收入的 16.7%；3) 专科诊断板块收入同比增长 2.4% (内生增速: +3%) 至 45.1 亿美元，占总收入的 10.1%；4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO 和 C(D)MO 服务) 收入同比增长 0.5% (内生增速: +0%) 至 231.6 亿美元，占总收入的 51.7%。

**2025 年指引：**公司管理层预计收入同比增长 1.4% 至 2.6%，其中核心内生收入同比增长 3% 至 4%；预计 non-GAAP EPS 同比增长 5.7% 至 7.5%。预计 capex 投入为 14-17 亿美元，按照中值计算将同比增长 11%。

**1Q25 指引：**公司管理层预计内生收入和 non-GAAP EPS 均同比持平，主要由于基数原因，新冠收入归零对 1Q25 的增速影响最大。

#### 业绩电话会要点：

- 客户需求：**从今年初跟客户的沟通情况来看，**大药企客户对于未来非常有信心**，特别是个别受益于 GLP-1 药物的药企，这将有助于这些客户逐渐提升预算。**Biotech 客户对于未来的看法也是正面的**，对于融资、授权合作有更加合理的信心。公司估算 2024 年整体市场低单位数下降，预计 2025 年市场将比 24 年好转，预计将恢复至小幅 (slightly) 正增长，且年内增速将逐渐加速。
- 政策环境：**现在有多个正在被谈论的政策点，但仍未进展到任何实质政策。公司管理层很高兴能看到营商环境将变得更加友好并且政策以经济增长为核心关注，特别是在美国市场。从对 M&A 的影响来看，行业将可能看到一个更加合理的监管环境。**在此政策环境预期下，公司预计学术和政府终端市场将与公司的整体增速保持一致或者略低，药企和 biotech 终端市场将好于公司整体水平。**
- 设备需求：**分析仪器板块 4Q24 内生收入同比增长 8%，全年增长 3%，这是在中国市场全年维持较弱 (muted) 需求的情况下做到的，而中国市场又是分析仪器业务的重要收入来源，体现团队的执行能力。收入增长的驱动力是稳定持续的创新力，体现在电

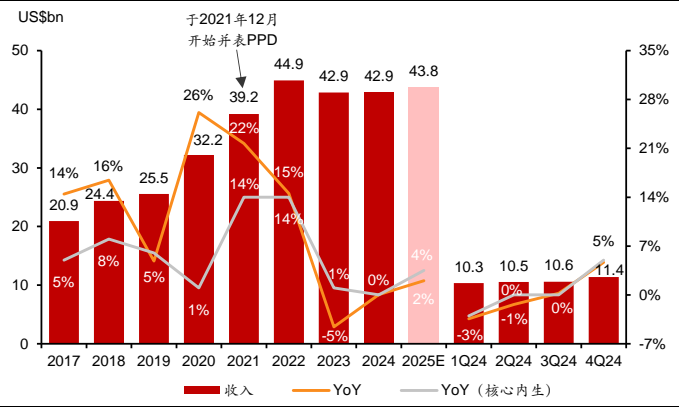
子显微镜、色谱层析和质谱仪上。中国刺激政策带来的需求增长已经在 4Q24 产生了收入，但整体收入规模较小。4Q24 的设备订单强劲，将在 25 年发货（确认收入）。公司会受益于中国的刺激政策，但是管理层并没有看到中国整体经济复苏的信号。预计 25 年中国市场需求仍旧较弱（muted）。

- 4) **增速展望：24 年客户签单非常强劲，特别是在 24 年下半年。**从公司的商业化管线项目数量和与客户的沟通情况来看，公司业务基本面展现良好势头，为 25 年底和 26 年的业绩打下良好基础。**管理层非常有信心行业恢复至 4-6% 的长期增速区间内**，这只是时间问题。公司已经证明自身提升市场份额的能力，内生增速将快于市场平均水平。长期来看，运营利润率提升 40-50 个基点并配合 7-9% 的内生增速是合适的增长趋势，但是预计 25 年的运营利润率将提升 90 个基点。
- 5) **分区域的收入增速拆分：24 年内公司各区域收入增速逐季度改善，致使 24 年公司各区域收入增速相比 23 年均有所改善。** 1) 24 年全年北美市场低单位数下降（vs 2023 高单位数下降；1Q24：中单位数下降；2Q24：中单位数下降；3Q24：低单位数下降；4Q24：中单位数增长）；2) 欧洲市场持平（vs 2023 低单位数下降；1Q24：低单位数下降；2Q24：低单位数增长；3Q24：持平；4Q24：低单位数增长）；3) 亚太市场低单位数增长（vs 2023 低单位数下降；1Q24：低单位数下降；2Q24：中单位数增长；3Q24：持平；4Q24：高单位数增长），其中中国市场低单位数增长（vs 2023 高单位数下降；1Q24：低单位数下降；2Q24：中单位数增长；3Q24：持平；4Q24：中单位数增长）。
- 6) **分终端客户类型的收入增速拆分：行业环境与公司预期一致，公司在各终端市场收入表现超预期，均实现市场份额的提升。24 年内公司各终端市场收入增速逐季度改善，致使 24 年公司各终端市场收入增速相比 23 年均有所改善。** 1) 药企和 biotech 终端全年收入同比低单位数增长（vs 2023：-1% YoY；1Q24：低单位数下降；2Q24：低单位数下降；3Q24：低单位数下降；4Q24：中单位数增长）。2) 学术和政府终端全年同比低单位数增长（vs 2023：高单位数增长；1Q24：低单位数下降；2Q24：低单位数增长；3Q24：低单位数增长；4Q24：高单位数增长）。3) 工业和应用终端全年同比低单位数增长（vs 2023：低单位数增长；1Q24：低单位数增长；2Q24：低单位数增长；3Q24：低单位数增长；4Q24：高单位数增长）。4) 诊断和医疗健康终端全年同比低单位数下降（vs 2023：-30% YoY；1Q24：高单位数下降；2Q24：低单位数下降；3Q24：持平；4Q24：低单位数增长）。
- 7) **C(D)MO 与临床 CRO 业务整合：**为了进一步提升药企和 biotech 客户的服务能力，公司在 4Q24 推出了 Accelerator Drug Development 服务，整合了 C(D)MO 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。此项新业务获得了非常积极的客户反馈，正在签订新项目。Biotech 客户对于此项整合后的服务有更快的项目落地，因为 biotech 的决策流程通常更简单，但是也同时看到大药企客户对此服务的浓厚兴趣。预计此综合服务将在 26 年及以后开始贡献收入。（注：24 年临床 CRO 内生收入同比低单位数增长）。

国内市场对标企业：

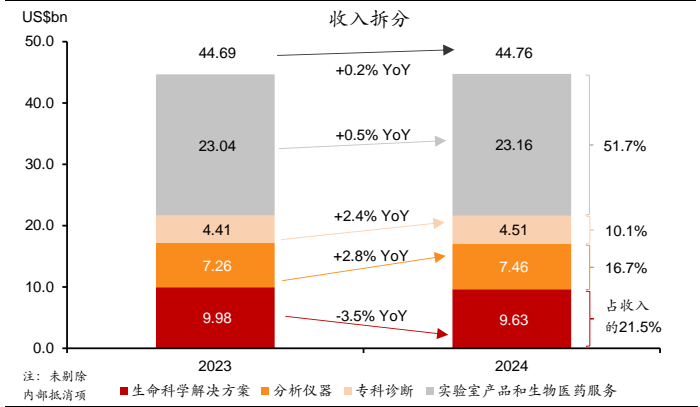
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈等；建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 C(D)MO 公司，如药明生物；建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药。

图 27: 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 28: Thermo Fisher: 收入拆分



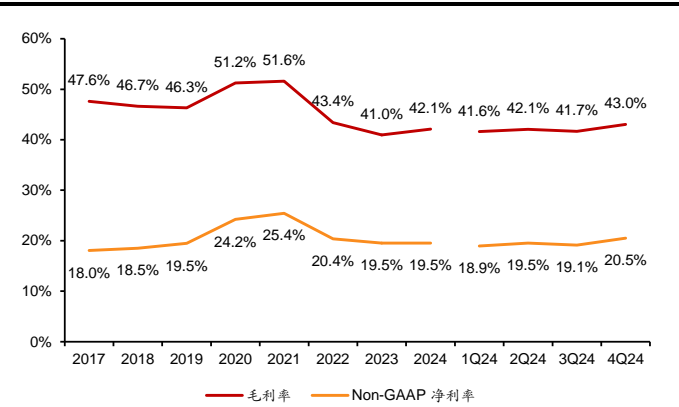
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 29: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

收入增速拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
报表端增速	16%	5%	26%	22%	15%	-5%	0%	-3%	-1%	0%	5%
-收购	7%	1%		2%	18%	1%	0%	0%	0%	1%	1%
-汇率	1%	-2%	1%	2%	-3%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%
内生增速	8%	6%	25%	18%	0%	-5%	0%	-4%	-1%	0%	4%
-新冠检测收入			24%	5%	-13%	-6%	-1%	-1%	-1%	0%	0%
+PPD 收购 pro forma 影响					1%						
核心内生增速	8%	6%	1%	14%	14%	1%	0%	-3%	0%	0%	5%

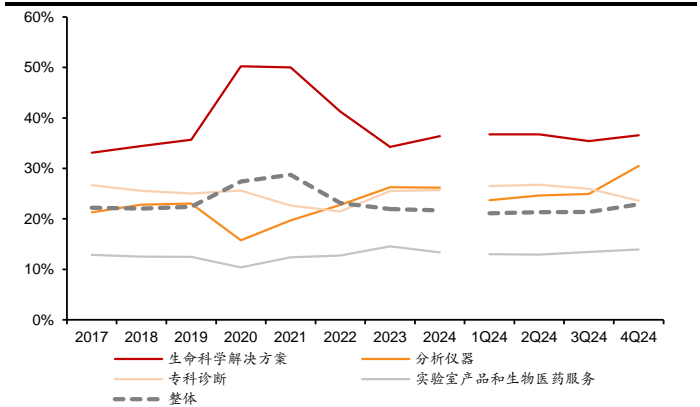
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 30: Thermo Fisher: 历年毛利率及净利率



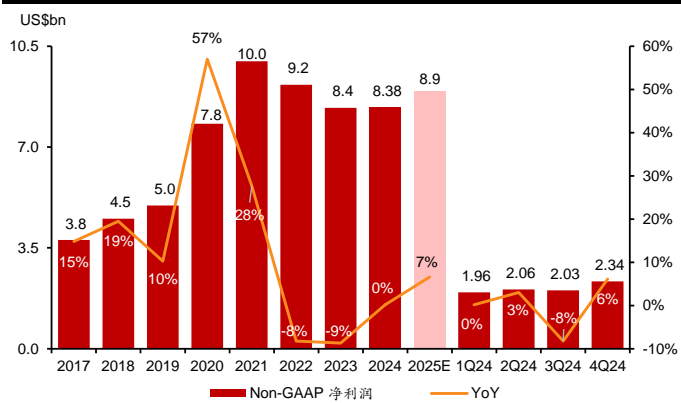
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 31: 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

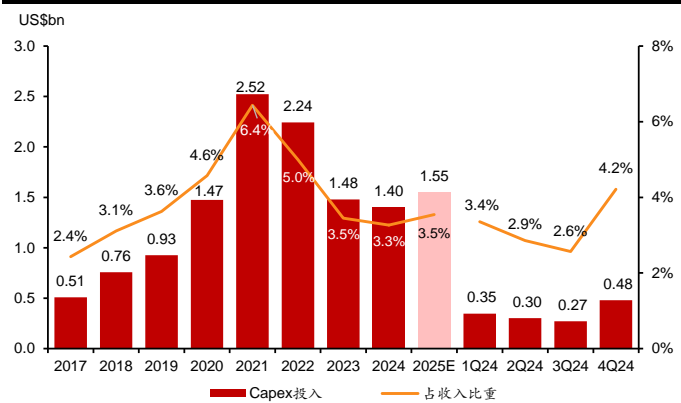
图 32: Thermo Fisher: 历年 non-GAAP 净利润



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 33: Thermo Fisher: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2025年 capex 基于公司指引中值

## Sartorius

### 2024 年度业绩概况：

欧洲生命科学上游龙头 Sartorius 公布 2024 年度业绩，收入同比下降 0.4% 至 33.8 亿欧元（vs 2023: -18.7%；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -9.3%/+3.4%/-2.1%/+6.7% YoY），固定汇率（constant currency/ CC）下收入同比增长 0.1%。核心（underlying）EBITDA 利润同比下降 1.8% 至 9.5 亿欧元（vs 2023: -31.7%；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -13.9%/-3.2%/-0.7%/+13.0% YoY），核心净利润同比下降 17.3% 至 2.8 亿欧元（vs 2023: -48.4%；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -39.8%/-9.0%/-16.2%/+11.1% YoY）。

24 年新签订单同比增长 10.1% 至 33.8 亿欧元（vs 2023: -23.5%；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +8.0%/+6.9%/+2.2%/+21.3% YoY），自 21 年后首次恢复正增长。基于新签订单计算出的订单收入比为 1.0x（vs 2023: 0.9x；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 1.01x/0.85x/0.97x/1.16x），自 21 年后首次恢复至 1.0x 及以上。

分板块：1) 生物工艺解决方案收入同比增长 0.4%（CC: +0.9%）至 26.9 亿欧元，新签订单同比增长 12.0%（CC: +12.7%）；2) 实验室产品和服务收入同比下降 3.7%（CC: -3.0%）至 6.9 亿欧元，新签订单同比增长 3.3%（CC: +4.1%）。

**2025 年指引：**管理层给予定性业绩指引，**基于谨慎的需求复苏以及市场增长假设，预计收入适度增长（但将低于公司设定的中期增速），基础净利润增速快于收入。**管理层将在 1Q25 业绩时给予定量业绩指引。

### 业绩电话会要点：

- 1) 需求：**耗材收入是整体收入的大头，24 年实现中单位数增长，但设备收入 24 年双位数下降。**新签订单同比增长 10.1%（下半年好于上半年），其中耗材订单增速快于设备，客户仍旧对设备投资有所犹豫。生物工艺解决方案的耗材收入在年末有亮眼的增长，得益于更多的客户已经或者正在达到目标库存水平。**生物工艺解决方案的订单收入比在 4Q24 是 1.2（为年内最高），其中耗材高于这个数值，但是单个季度的情况不具有代表性，从全年来看订单收入比是令人鼓舞的。客户的下单节奏现在更加具有可预测性，但仍未恢复到正常节奏。
- 2) 市场增速：**正看到更加明确的市场基本面驱动因素。在充满挑战的 23-24 年，生物药的获批数量创新高，其中 CGT 获批数量也同时创新高，表明客户的管线是非常健康的。公司预计 22-27 年整个制药市场 CAGR 为 3-6%，生物制药市场的增速为 10%，某些细分领域的增速将更快，比如生物类似药（15%）和公司重点布局的 CGT（20%）。生物制药相关的一次性技术市场增速为 15%。**公司的生物工艺解决方案所在的市场的中期增速在高单位数水平，实验室产品和服务所在的市场增速在 5-6%，预计 25 年的增速将比上述速度慢。**
- 3) 分区域的 24 年收入增速拆分：**EMEA 收入同比增长 5.5%，是增长最快的区域。美洲收入同比下降 6.1%，其中耗材收入同比上涨。亚洲收入同比增长 1.4%，收入仍旧受到中国市场（占公司收入的 8%）的负面影响，**但看起来中国市场已经触底，与中国客户**

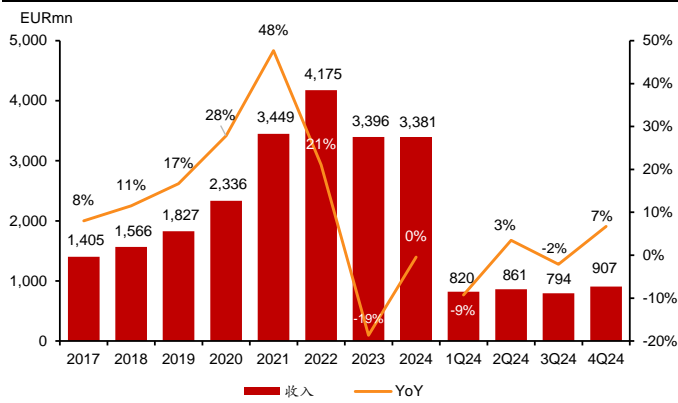
有很多与设备更新政策的沟通，但仍没有看到对业务的实质影响。剔除中国，亚洲收入同比中单位数增长。

- 4) **业绩指引：**生物工艺解决方案将是 25 年收入增长的主要来源。公司预计整个生命科学工具市场将增长，但是将以比中期平均增速低的速度增长。管理层认为客户去库存已经进行到后期阶段，更多的客户可能已经达到了目标库存水平，但同时也看到客户对于重资本的投入仍旧较弱，比如设备。因此，**公司预计市场增速还无法恢复至中期平均水平。在此市场环境下，预计公司增速将快于市场，同时基础 EBITDA 利润率将小幅度提升。**
- 5) **影响业绩指引的因素：**1) 客户去库存进度将不再是影响 25 年业绩的最大因素，客户何时开启产能投资、何时开始生产等因素将是最大的变量因素。2) 对于实验室产品和服务来说 biotech 融资有一些影响，取决于美国 VC 投资何时增长，虽然 VC 投资已经在增长，但是增幅有限。3) 中国市场方面，管理层对于中国市场并没有很乐观，中国市场仍有不确定性。
- 6) **利润率压力：**生物工艺解决方案看到了一些利润率上的压力，主要由于产量下降（产能利用率不足）叠加正在执行的公司自身库存削减计划。实验室产品和服务方案利润率受到低毛利收入增速较快的影响，同时也受到产量下降的影响。公司有效率提升计划来对冲这些影响。
- 7) **产能建设：**公司在波多黎各集团最大的生产设施之一，可以生产所有主要的耗材产品。公司同时也在韩国 Sangdo 建设工厂，目前建设进度正常。Songdo 是全球抗体药物新的生产中心（注：三星生物的生产基地也位于此地），公司与客户保持紧密联系，预计在 26 年开始对此工厂进行质量验证。**现在讨论特朗普政府的关税问题均是基于猜测，管理层对于未来可能在美国建厂也做好了准备。**
- 8) **客户的产能利用率：**客户在产能利用率上的状况是不一致的，一些客户的利用率高，一些则比较低（通常是小规模客户）。但一些客户即使产能有空余仍旧在下单，特别是 C(D)MO 客户，这也表明了行业内正面的需求复苏态势，尤其是对于耗材而言。客户对产能投入带来的设备购买也是类似的不一致的情况。
- 9) **定价：**25 年定价低单位数增长，此调整与往年正常年份的平均值是一致的。

国内市场对标企业：

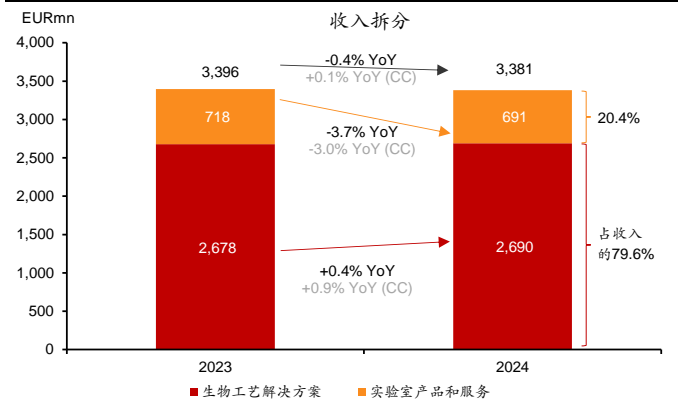
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、义翘神州等。

图 34: Sartorius: 历年收入及增速



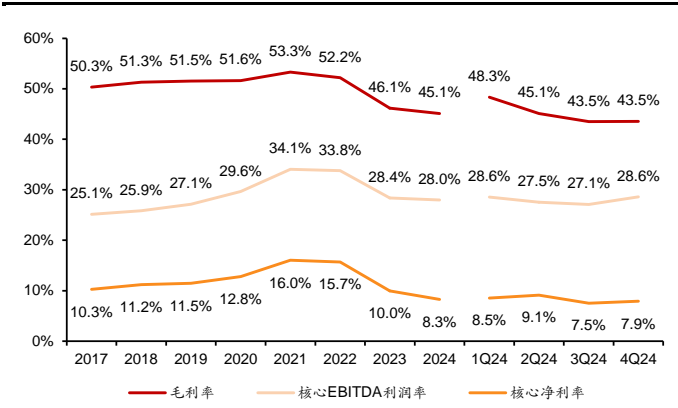
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 35: Sartorius: 收入拆分



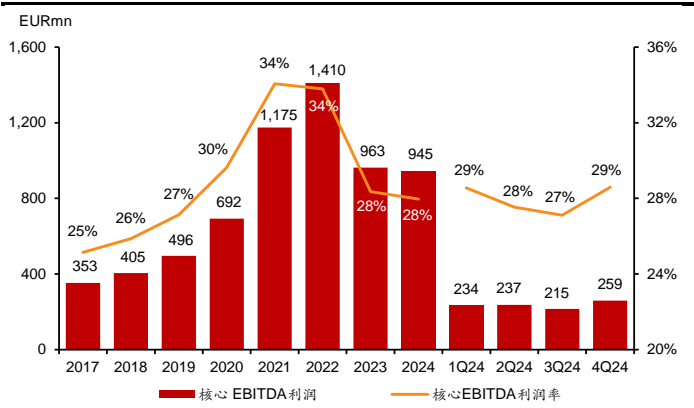
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 36: Sartorius: 历年毛利率及净利率



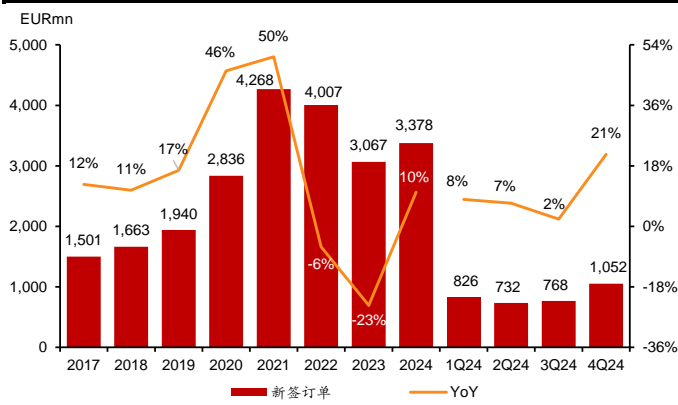
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 37: Sartorius: 历年核心 EBITDA



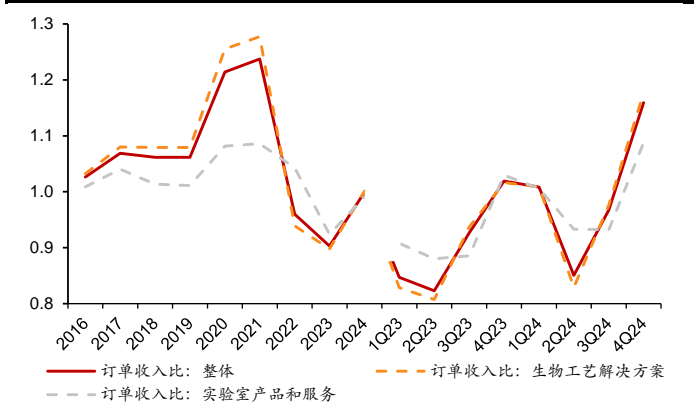
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 38: Sartorius: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

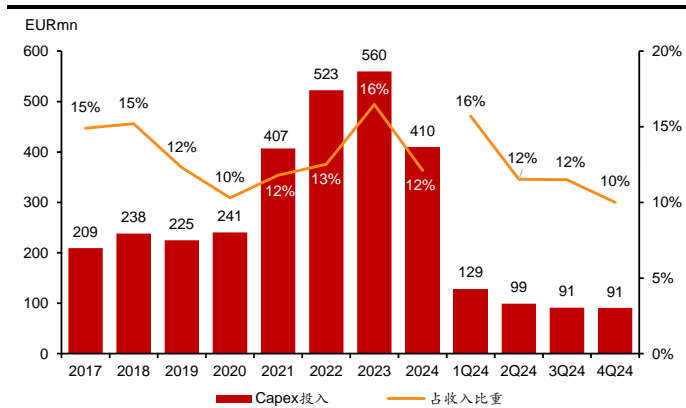
图 39: Sartorius: 历年订单收入比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 基于公司披露的新签订单数据计算

图 40: Sartorius: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

## IQVIA

### 2024 年度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2024 年度业绩, 收入同比增长 2.8% 至 154 亿美元 (vs 2023: +4.0%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 2.3%/+2.3%/+4.3%/+2.3% YoY)。剔除新冠收入、汇率影响, 经调整收入同比增长 5.5% (vs 2023: +9% YoY)。毛利率同比减少 0.1 个百分点至 34.9%, non-GAAP 净利润同比增长 7.4% 至 20.4 亿美元 (vs 2023: -1.9%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +1.3%/+7.3%/+13.2%/+7.8% YoY), non-GAAP 净利润率同比提升 0.6 个百分点至 13.3%。

截至 2024 年底, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 311 亿美元, 相比 2023 年底增长 4.7% (vs 2023: +9.2%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +7.9%/+7.7%/+8.0%/+4.7% YoY), 与 3Q24 末持平。2024 年订单收入比 (book-to-bill) 为 1.19 (vs 2023: 1.28)。基于订单收入比计算出的 2024 年新签订单同比下降 5.6% 至 101 亿美元 (vs 2023: -0.3%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -0.6%/+1.6%/+0.2%/-9.6% YoY)。

分板块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 5.1% (经调整: +6.5%) 至 62 亿美元, 占总收入的 40.0%; 2) 研发解决方案收入同比增长 1.6% (经调整: +5%) 至 85 亿美元, 占总收入的 55.4%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比下降 1.2% (经调整: +1.4%) 至 7.2 亿美元, 占总收入的 4.7%。

**2025 年指引:** 公司管理层预计 2025 年收入同比增长 2.1%-4.7%, 剔除新冠的收入同比增长 4%-7%; non-GAAP EPS 同比增长 5.1%-8.7%。分板块来看, 预计科技与分析解决方案收入同比增长 2.3%-5.5%; 研发解决方案收入同比增长 2.0%-4.4%, 剔除新冠收入后同比增长 4%-6%; 合同销售与医疗解决方案收入同比持平。

**1Q25 指引:** 管理层预计 1Q25 收入同比增长 0.1%-1.4%, non-GAAP EPS 同比增长 2.4%-6.3%。

### 业绩电话会要点:

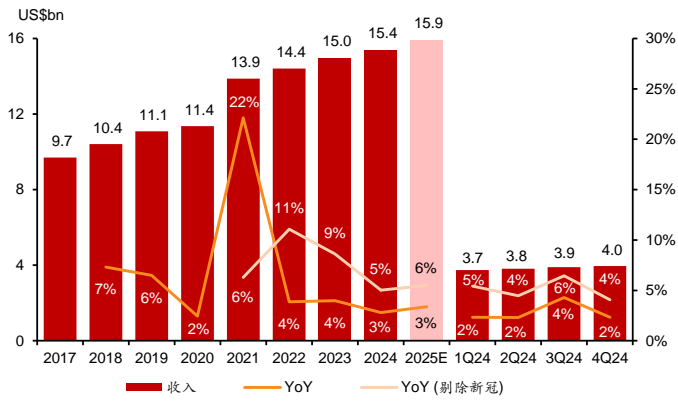
- 需求:** 2024 年行业面临巨大挑战, IRA 法案导致客户决策放缓、预算减少以及管线调整, 同时宏观环境持续受到地缘政治、高利率/高通胀、汇率和美国大选的影响。但管理层仍对临床 CRO 的需求环境保持乐观, 多个领先指标持续改善。4Q24 询单中单位数增长 (vs 2023: +11-13%/low teens; 1Q24/2Q24/3Q24: +6%/单位数增长/中单位数增长 YoY), 其中 biotech 客户的增速更高。来自所有客户群的管线数量均上升。虽然 24 年项目取消率比此前三年平均值高 50% (部分由于临床失败的项目), 但扣除取消项目前的总签单仍实现中单位数的增长。
- 融资:** 根据 BioWorld 数据, 全年 Biotech 融资超过 1,000 亿美元, 同比增长 44%, 是除了疫情两年之外的最高值。
- 政策影响:** IQVIA 收入对于 NIH 资助的敞口是零。管理层认为整体商业环境将更加友好, 新一届美国政府明显的对 IRA 进行调整 (比如区分大分子和小分子) 持开放态度,

- 对于 PBM 的改革也正在探讨中。新政府有很高的概率会支持生物科技行业和本土创新和生产，以应对欧洲和中国的挑战。公司不认为新政府中相关机构的提名领导任命会 有任何影响，管理层对于 FDA 和 NHS 领导的提名非常满意。收并购环境也将更加友好。这些变化对 IQVIA 是有利的。
- 4) **临床 CRO 板块**：临床 CRO 业务 4Q24 新签订单超过 25 亿美元，缓解了项目取消率在 4Q24 恶化的负面影响。临床业务仍面对不确定性，预计仍会看到 1-2 个季度的需求波动和项目取消率上升，但是管理层认为大药企的大部分 (~75%) 管线调整已经完成。
- 5) **科技与分析解决方案 (TAS)**：TAS 全年的增长趋势符合公司在年初的预期，特别是下半年增速超预期，得益于 23 年下半年的低基数以及所有细分业务的强劲需求。24 年 板块收入增长 5.1%，达到了业绩指引的上端，预计此趋势将在 25 年延续。TAS 板块 看到客户对于包括信息、分析在内的综合服务的需求增长，公司获得大体量、长周期 合同。TAS 业务周期短，所以 23 年看到的领先指标让公司成功判断 24 年的业务反转， 同样的逻辑，基于 24 年看到的领先指标，预计 TAS 的 24 年反转将预示着行业 25 年的 需求复苏。
- 6) **TAS 业务拆分**：TAS 业务本质上属于非常有韧性的业务。分开来看，信息服务（即数 据库服务）低单位数增长，其客户订阅模式决定了非常稳定的增长。分析和咨询服务 受到了从 23 年底至 24 年初客户谨慎使用预算的显著影响，但在 24 年末这块业务已经 恢复至中单位数的增长。真实世界研究在全年均维持高增长，达到高单位数，其中 4Q24 为双位数。管理层预计 TAS 业务将继续复苏，由于这些服务均是客户药物获批后 必须要使用的。24 年 FDA 新药批准数量维持在 50 以上的高水平，通常在产品获批的 6-9 个月内，产品需要上市，而这正是 TAS 所能服务客户的地方，例如上市服务、推销 服务、定价服务等。客户此前递延了对这些服务的需求，但他们终究还是需要这些服 务，由此推动了 TAS 在 2H24 的强劲复苏。
- 7) **价格**：在目前的市场环境下，价格竞争将更激烈。行业内有超过 4,000 家临床 CRO， 决定了市场竞争很严峻。Biotech 客户经常会跟多家临床 CRO 商谈以确定最终与谁合 作。大药企客户去年重新放开了所有合作项目的再竞标，可喜的是 IQVIA 赢得了所有 的再竞标并且扩大了合作范围。大药企客户想要整合预算管理方式，这对于 IQVIA 是 有利的。

国内市场对标企业：

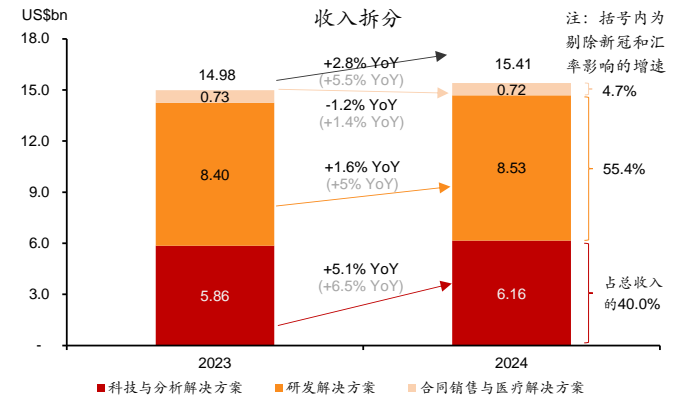
国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 41: IQVIA: 历年收入及增速



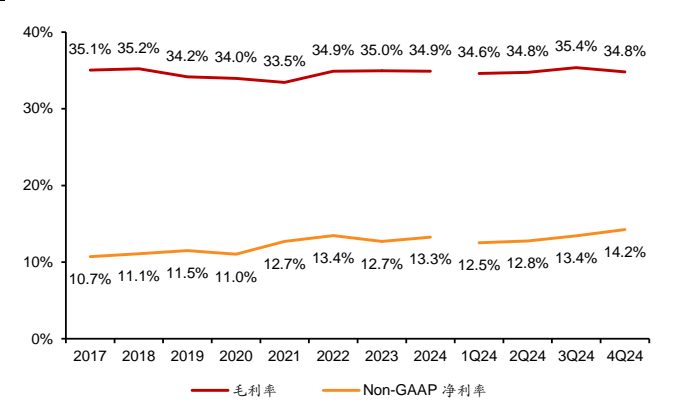
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2025年收入增速基于公司指引的中值

图 42: IQVIA: 收入拆分



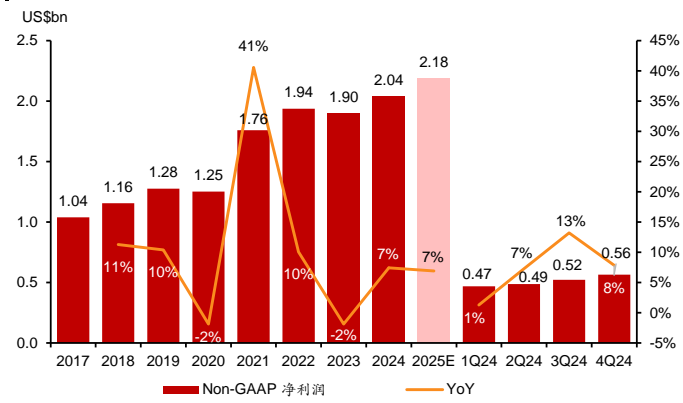
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: IQVIA: 历年毛利率及净利率



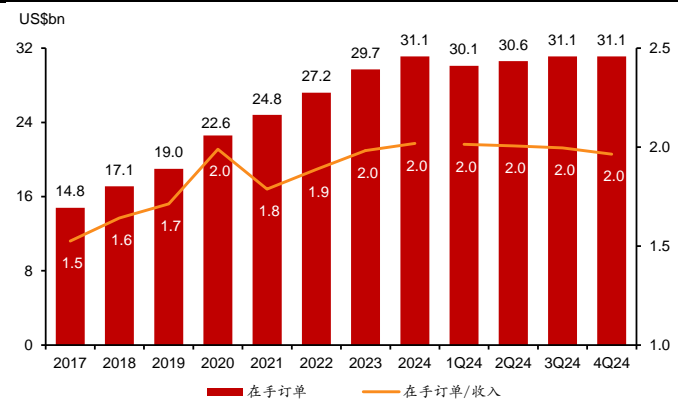
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: IQVIA: 历年 non-GAAP 净利润



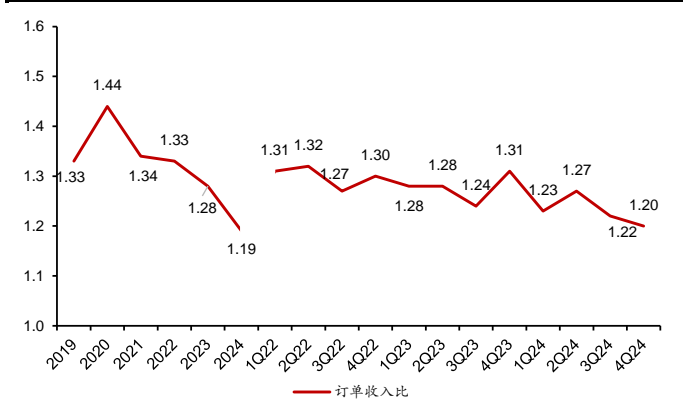
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 45: IQVIA: 历年在手订单



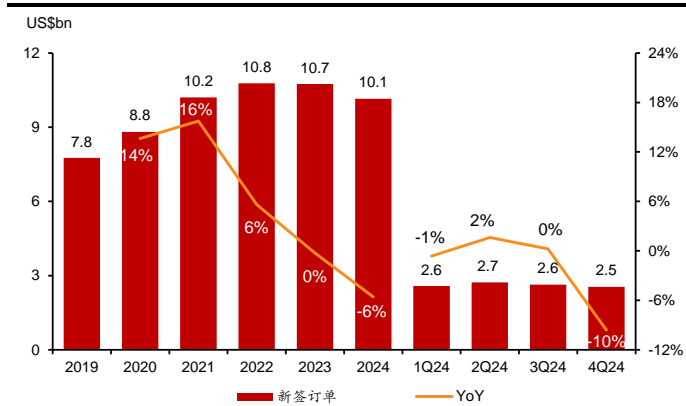
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 46: 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 47: 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

### 2024 年度业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 2024 年度业绩，收入同比增长 11.8% 至 21.1 亿美元 (vs 2023: +29.2%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +17.7%/+14.6%/+8.3%/+7.7% YoY)，其中小型生物制药公司贡献 79% 的收入 (vs 2023: 78%)。毛利率同比提升 3.3 个百分点至 31.1% (vs 2023: 27.8%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 30.4%/29.1%/31.7%/33.2%)，GAAP 净利润同比增长 43.0% 至 4.0 亿美元 (vs 2023: +15.3%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +40.7%/+44.7%/+36.7%/+49.5% YoY)，GAAP 净利率同比提升 4.2 个百分点至 19.2% (vs 2023: 15.0%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 20.1%/16.7%/18.1%/21.8%)。

截至 2024 年底，在手订单金额达到 29.0 亿美元，相比 2023 年底增长 3.2% (vs 2023 年: +20.2% YoY)。2024 年全年新签订单 22.3 亿美元，同比下降 5.4% (vs 2023: +28.8%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: +10.8%/-4.1%/-12.7%/-13.8% YoY)。截至 2024 年底，员工人数为 5,894 人，相比 2023 年底增长 0.4%，相比 3Q24 末减少 0.4%。

**2025 年指引：管理层预计 2025 年收入同比增长 0.0%-4.8%，GAAP 净利润同比下降 0.6%-6.5%。**

### 业绩电话会要点:

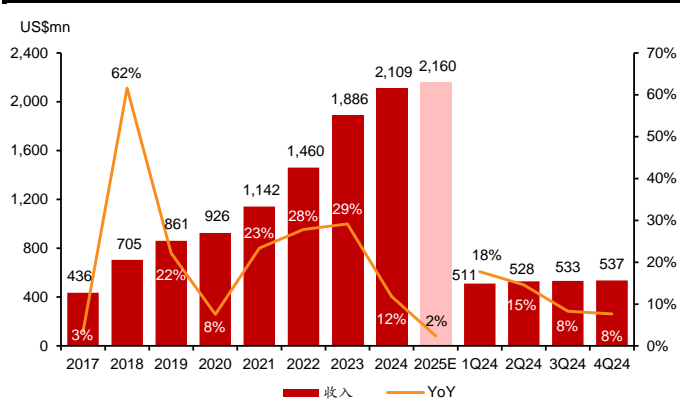
- 1) 商业环境:** 24 年前三季度的商业环境是在改善的，这在 4Q24 导致新业务机会加速增长，这跟公司现有业务中客户面临融资难题或者项目取消的情况是不同的。**4Q24 的商业环境稍微走弱，但整体环境仍不差**，未来商业环境走向还需要时间观察。
- 2) 需求:** 4Q24 订单收入比为 0.99 (继续处在历史低位)，这受到此前订单取消以及一些项目计入在手订单的节奏小幅推迟的影响。受到整体商业环境的影响，**4Q24 询单环比小幅 (slightly) 下降，但同比 4Q23 是上升的。4Q24 询单仍是不错的，只是项目的质量 (包括规模和类型) 以及后续向前推进的概率低于之前的几个季度，这也反映了核心商业环境不如之前稳健。**假设项目取消率仍旧维持在历史区间内且商业环境没有进一步恶化，订单收入比有望在 2H25 上升至 1.15 以上。
- 3) 项目取消:** 导致客户项目取消的原因有多种，包括临床失败、竞争加剧等，**但现在公司看到的造成项目取消的最主要原因是客户融资难。**在手订单取消率在 4Q24 有所下降并回归到历史正常区间，这是 24 年内唯一一个项目取消率正常的季度，但仍处在历史正常区间的高点。
- 4) 业绩指引:** 此次给出的业绩指引反映了当下公司所处的商业环境，但 2025 年将转化成收入的在手订单实际上已经确认了，唯一的不确定性来自项目取消率，如果取消率持续维持在高位，业绩将面临显著的下行风险，如果取消率变低，则将会给业绩带来巨大推动。2024 年总接单小幅 (slightly) 下降，这给 2025 年的增长带来挑战。
- 5) 员工招聘:** 24 年员工人数基本持平 (低于 3Q24 时预计的增长 10%)，**预计 25 年将加快招聘速度，目标员工人数中单位数增长。**招聘进度取决于全年商业环境的变化，这可能对利润率造成一些影响。

6) **行业竞争**: 公司的客户群仍频繁面对融资难题, 带来了更激烈的项目竞争压力。行业内的玩家需要不断提升效率, 而公司需竞争以给客户带来价值。**价格是竞争的一部分, 公司需要维护 (defend) 自身的项目量和利润率。**

国内市场对标企业:

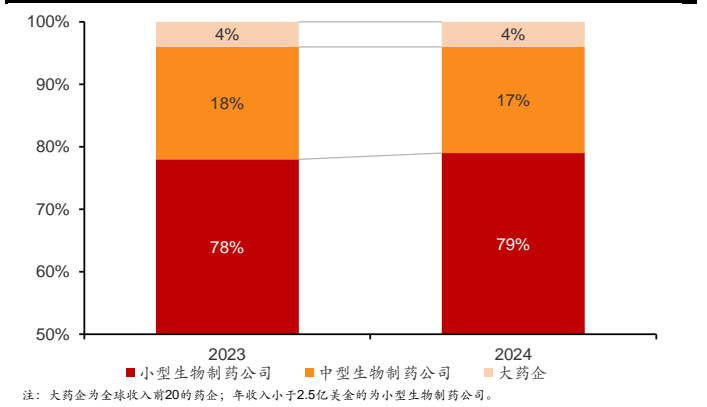
建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司, 如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 48: Medpace: 历年收入及增速



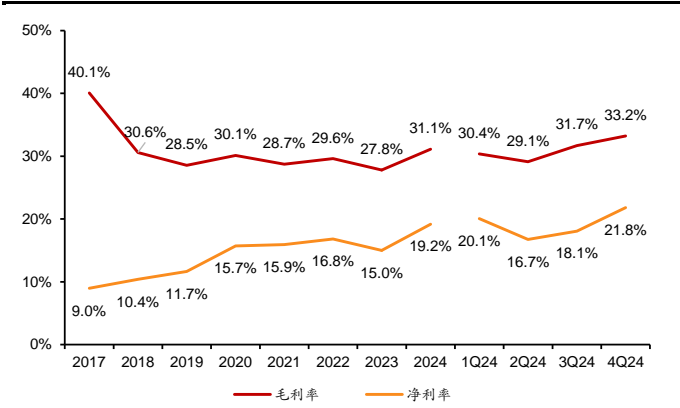
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2025 年收入增速基于公司指引的中值

图 49: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



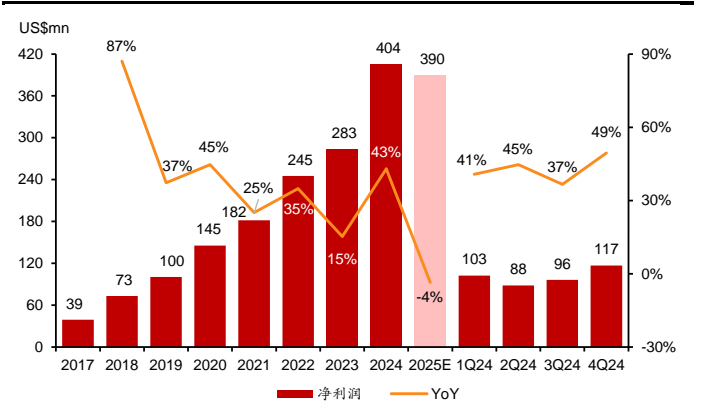
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 50: Medpace: 历年毛利率及净利率



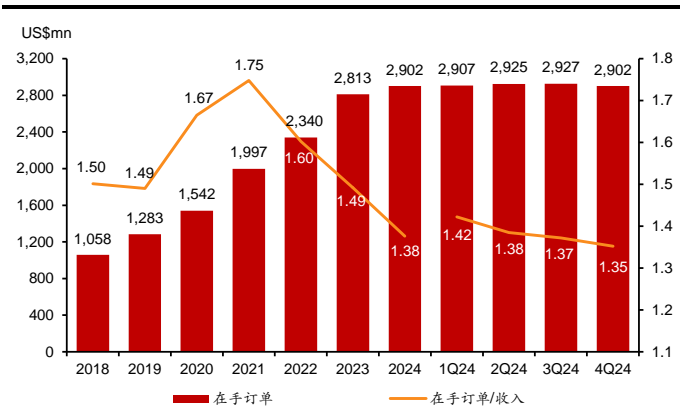
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 51: Medpace: 历年净利润及增速



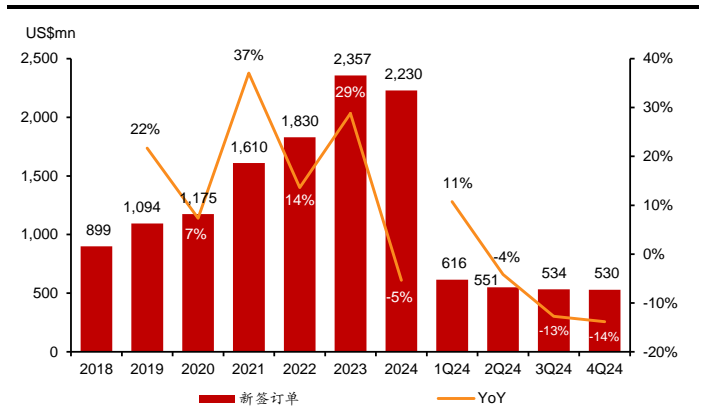
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: Medpace: 历年在手订单



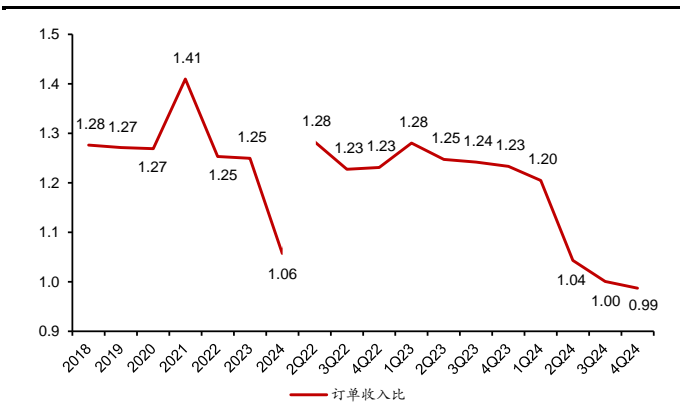
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 53: Medpace: 历年新签订单



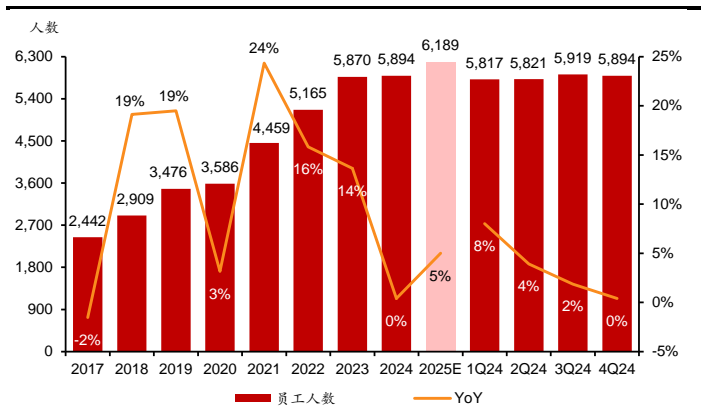
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 54: 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 55: 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

### 2024 年度业绩概况:

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 2024 年度业绩，收入同比下降 1.9% 至 40.5 亿美元 (vs 2023: +3.9%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -1.7%/-3.2%/-1.6%/-1.1% YoY)，剔除收购、资产剥离、汇率影响的内生收入同比下降 2.8% (vs 2023: +6.5%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -3.3%/-3.2%/-2.7%/-1.8% YoY)。毛利率同比减少 3.5 个百分点至 32.9% (vs 2023: 36.4%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 34.1%/34.5%/34.6%/28.4%)，non-GAAP 净利润同比下降 2.9% 至 5.3 亿美元 (vs 2023: -3.8%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -17.7%/+4.8%/-4.8%/+7.4% YoY)，non-GAAP 净利润率同比减少 0.1 个百分点至 13.2% (vs 2023: 13.3%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: 11.6%/14.1%/13.2%/13.6%)。

截至 4Q24，药物发现与安评板块的在手订单金额为 19.7 亿美元，相比 23 年底下降 19.6% (vs 2023: -22.2%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -21.7%/-22.9%/-18.5%/19.6% YoY)，环比 3Q24 下降 7.1%，连续 9 个季度环比下降。基于在手订单和收入计算出的 24 年新签订单为 19.7 亿美元，同比增长 2.9% (vs 2023: -40.1%; 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24: -1.3%/-5.6%/+23.9%/-4.7% YoY)。

分板块：1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 4.7% (内生: -0.1% YoY) 至 8.3 亿美元，capex 同比增长 21.4%; 2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比下降 6.3% (内生: -6.2% YoY) 至 24.5 亿美元，capex 同比下降 37.4%; 3) 生产板块收入同比增长 6.6% (内生: +6.8% YoY) 至 7.7 亿美元，capex 同比下降 33.8%。

**2025 年指引：**公司管理层预计 25 年收入同比下降 4.5%-7.0%，内生收入同比下降 3.5%-5.5%，non-GAAP EPS 同比下降 7.0%-11.8%。分板块内生收入增速，预计 RMS 板块同比低单位数增长，DSA 板块同比中高单位数下降，生产板块同比持平。

**1Q25 指引：**公司管理层预计 1Q25 收入同比中高单位数下降，内生收入同比中单位数下降，non-GAAP EPS 同比最多下降 11.9%。

### 业绩电话会要点:

**1) 客户需求和行业环境：**许多全球大药企客户持续推进管线优化，预计将继续压制客户在 25 年的年早起研发经费，但大药企客户的整体需求全年将保持稳定。相比于之前的两年，中小型 biotech 客户持续受益于 24 年末有利的融资趋势，预计 25 年融资环境相比 24 年维持稳定或者小幅改善，最近看到了 IPO 和 VC 市场好的信号。虽然 biotech 客户也在进行一些管线调整，但由于不像大药企客户那样有巨大的基础设施压力，biotech 客户对于公司的服务更加依赖。受这些因素的共同影响，预计 25 年 DSA (药物发现和安评) 需求将与 24 年持平，预计客户研发课题数量将减少，基于全球大药企在 24 年中开始调整经费。因此，公司所处的行业面临客户预算和需求减少的挑战，但相信需求在企稳，biotech 融资的趋势是积极的，也并没有看到大药企客户需求继续恶化的信号。然而，管理层并没有预计 25 年会出现需求复苏。

**2) 业绩表现和指引：**24 年全年收入小幅超预期，得益于 RMS (实验动物板块) 和微生物

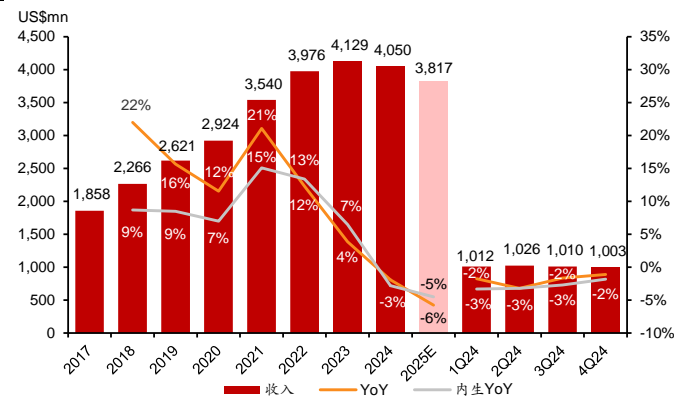
- 业务（在生产板块内）好于预期的 4Q24 表现。全球大药企和中小 biotech 客户的 24 年收入均出现下滑，但是 4Q24 看到 biotech 收入重回正增长，这是自 3Q23 以来首次。影响 25 年业绩的三个因素：1) 25 年 DSA 需求的企稳以及 DSA 价格走低的预期；2) CGT C(D)MO 商业化业务收入减少，预计影响 1% 的总收入；3) 研究设施整合预计影响 50 个百分点的收入。
- 3) **药物发现与安评板块 (DSA)**：整体上的 DSA 业务运营指标与 3Q24 相比是稳定的，预计这种趋势将在 25 年延续。DSA 内生收入在 4Q24 同比下降 3.5%，反映出课题数量减少以及小幅走低的价格。DSA 业务的订单收入比在 4Q24 仍旧低于 1x，不同客户群上没有出现差异，这与 3Q24 是一致的，大药企客户从 2Q24 开始出现收入下降（注：在此之前大药企客户的需求好于 biotech）。项目取消率在 4Q24 维持低位，且已经接近目标水平，管理层认为与公司有签约的客户已经基本上完成了低优先级项目的取消活动，接下来 DSA 收入能否恢复正增长要看新签订单是否可持续改善，但这一点至今仍未发生。预计 DSA 项目课题量将在 25 年维持相对稳定，但将低于 24 年（但降幅将小于 24 年的降幅），主要由于全球大药企自 2Q24 后管线调整带来的需求疲软。DSA 在 25 年的定价将对 DSA 业务带来额外压力，这在 24 年是没有的（24 年定价持平）。现阶段并没有假设 25 年 DSA 需求环境会出现有意义的改善。
- 4) **实验模型板块 (RMS)**：24 年内生收入同比减少 0.1%。小型实验动物在所有区域的收入和定价均增长，大药企需求减少导致小型实验动物销售量减少，但价格增长以及学术机构需求增长抵消了这一影响。预计 25 年 RMS 业务趋势与 24 年类似，25 年收入将由北美和欧洲实验动物价格增长来驱动，并抵消量的减少。考虑到中国生命科学市场环境持续面临挑战，预计中国的小型实验动物收入在 25 年将持平。公司总收入对于 NIH 相关项目的敞口不到 2%。
- 5) **生产板块**：24 年内生收入同比增长 6.8%，但 4Q24 仅增长 2.1%，增速放缓主要由于 CGT C(D)MO 商业化收入下降，但微生物业务表现稳健。预计这些趋势将在 25 年持续影响收入，故预计 25 年生产收入大致持平。CGT C(D)MO 商业化业务收入减少，预计影响 1% 的总收入以及 5% 以上的生产收入。微生物业务需求复苏表明客户增加使用公司提供的检测服务来加速生物药产品放行。
- 6) **NHP 供应**：在最近几周，NHP 供应问题再次成为市场热点，源于 CITES（濒危野生动植物种国际贸易公约）委员会收到呼吁暂停从柬埔寨进口 NHP 的提案，公司很高兴的看到 CITES 并没有暂停柬埔寨的 NHP 进口活动并将这一提案的审议时间推迟至 25 年底。这一决定反映了行业内对于正规渠道获得的 NHP 用于科学研究的强烈支持态度。24 年公司使用了约 1.1 万只 NHP（23 年为 10,874 只），贡献了 30% 的 DSA 收入，其中超过 30% 的 NHP 进口自毛里求斯（公司在此收购了一间大型猴场，预计 26 年后将可增加供应量），柬埔寨的进口量占比已低于 30%。
- 7) **价格**：安评服务定价如此前预期在 4Q24 出现负增长，由于 24 年走弱的需求环境开始将价格压力从在手订单层面传递至收入层面。在当下的需求环境下，价格已成为与客户谈判的一环，特别是对于中小 biotech 而言。公司已战略性的采取价格调整获取市场份额，并已经取得成效，促使 DSA 业务在 24 年项目赢得率得到改善。公司在 24 年对部分项目签单提供了降价，这影响了 25 年的执行业务的定价。但是进入 25 年后没有

继续看到订单价格的下降压力，现在的订单价格与24年底是持平的。

国内市场对标企业：

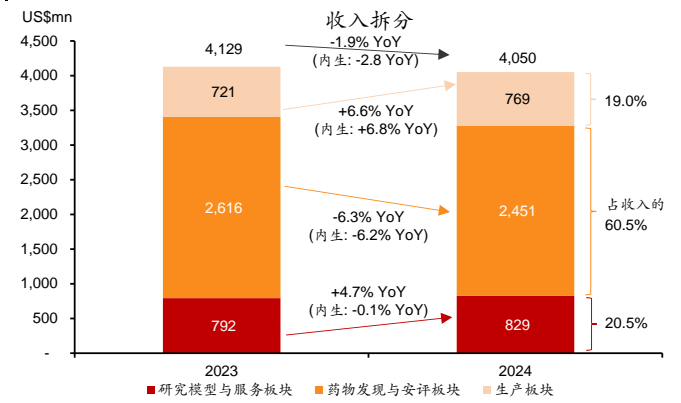
国内涉及药物安评的CXO，如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。

图 56: 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 57: Charles River: 收入拆分



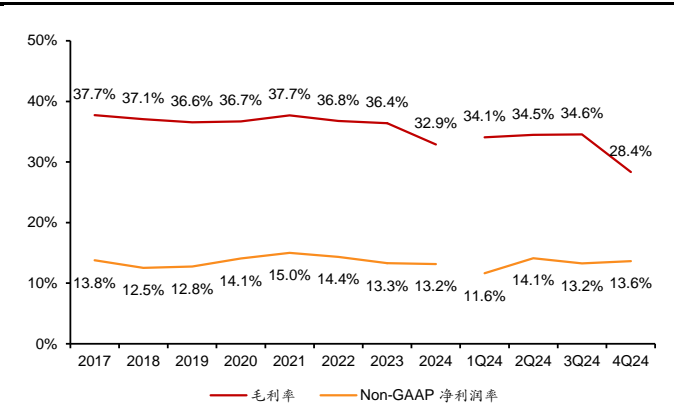
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 58: 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%	(-4.5%)(-7.0%)	(-3.5%)(-5.5%)
研究模型与服务板块	7.1%	9.0%	7.2%	5.9%	4.7%	-0.1%	持平	低单位数增长
药物发现与安评板块	16.1%	17.5%	6.9%	7.9%	-6.3%	-6.2%	高单位数下降	中到高单位数下降
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	6.6%	6.8%	低单位数下降	持平

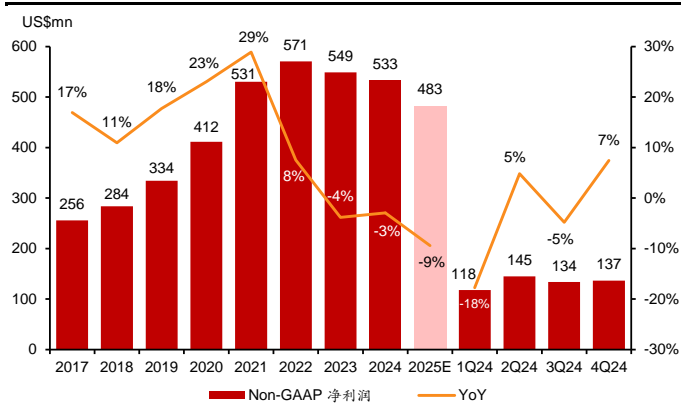
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 59: Charles River: 历年毛利率及净利率



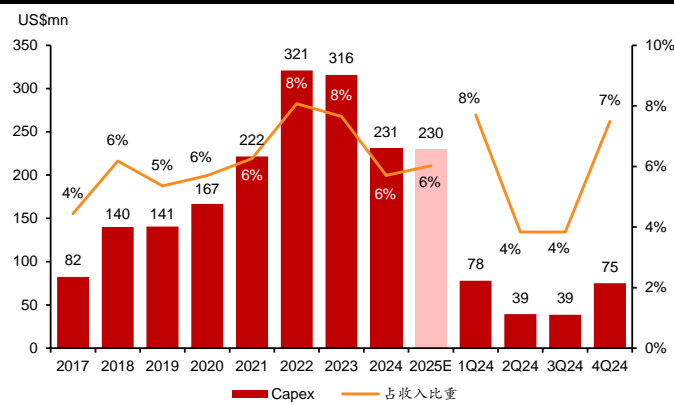
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 60: Charles River: 历年 non-GAAP 净利润及增速



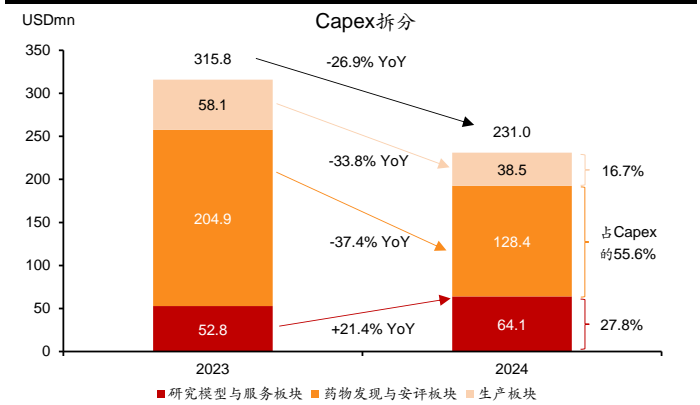
资料来源：公司财报，招银国际环球市场  
注：2025年利润增速基于公司 non-GAAP EPS 指引的中值

图 61: Charles River: 历年 capex 占比



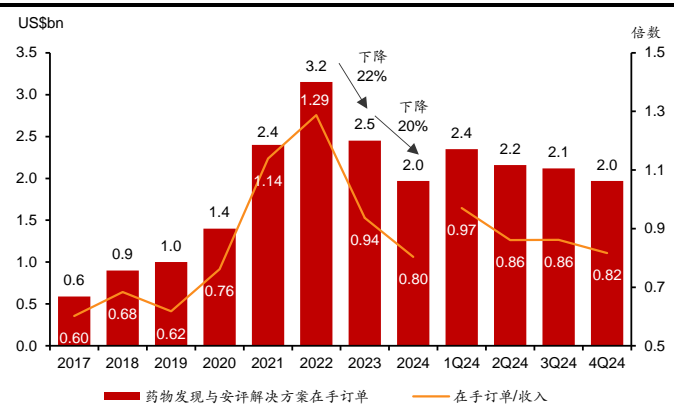
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 62: Charles River: Capex 拆分



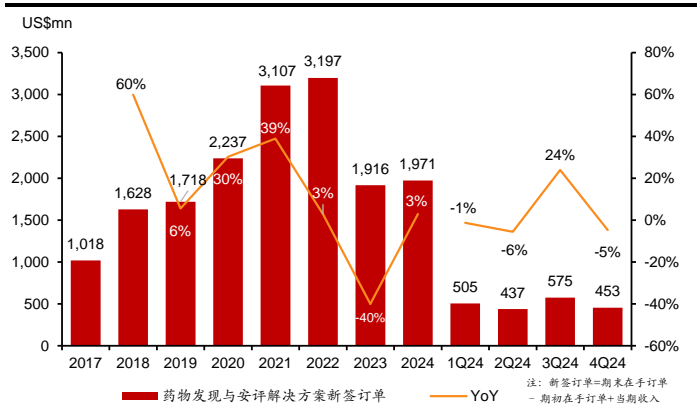
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 63: Charles River: 历年在手订单



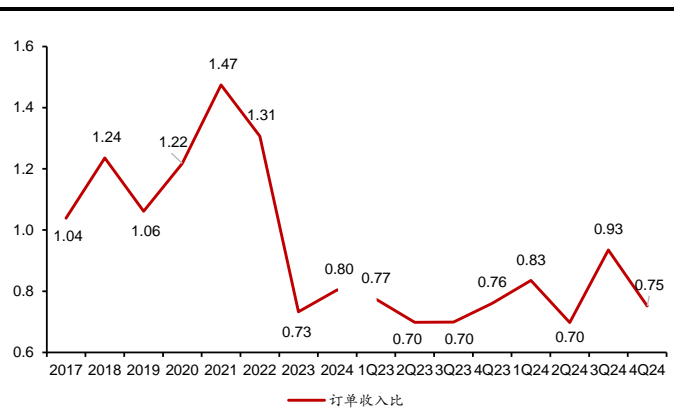
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 64: Charles River: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 65: 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

### 2024 年度业绩概况

**财务：**全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 2024 年度业绩，收入（仅包括 CMO 业务，下同）同比增长 19.0%（vs 2023：+20.6% YoY；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24：+13.4%/+27.2%/+20.8%/+14.7% YoY）至 3.50 万亿韩元（约 25.7 亿美元）。毛利率同比减少 1.7 个百分点至 49.0%（vs 2023：50.7%；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24：44.8%/50.0%/48.9%/51.2%）。净利润同比增长 11.1%（vs 2023：+37.7% YoY；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24：+1.1%/+40.7%/+14.5%/-5.9% YoY）至 1.05 万亿韩元（约 7.7 亿美元），净利率同比减少 2.1 个百分点至 30.1%（vs 2023：32.2%；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24：27.5%/33.7%/30.4%/28.4%）。

**2025 年业绩指引：**管理层预计 25 年收入将加速增长，预计 CMO 收入同比增长 20-25%。

**订单：**截至 4Q24，公司的 CMO 合同累计额达到 163 亿美元，同比增长 35.8%（vs 2023：+26.8% YoY；1Q24/2Q24/3Q24/4Q24：+26.5%/+24.8%/+20.3%/+35.8% YoY）。基于累计合同额计算出 2024 年新签订单约 43 亿美元，同比增长 69.7%（vs 2023：+28.0% YoY），为公司历史上新签订单最多的年份。

2024 年签订的重大订单包括：

- 11 月 20 日与某欧洲药企签订 6.7 亿美元合同；
- 10 月 22 日与某亚洲药企签订 12.4 亿美元合同（为公司历史最大单一客户合同）；
- 7 月 2 日与某美国药企签订 9.5 亿美元合同；
- 6 月 25 日与 Kiniksa Pharmaceuticals 签署 1.5 亿美元合同；
- 6 月 18 日与 Baxter 签署 2.1 亿美元合同；
- 5 月 8 日与礼来签署 2.2 亿美元合同；
- 4 月 8 日与默沙东签署 1.2 亿美元合同。

**项目管线：**截至 4Q24，公司管线内有 99 个 CMO 项目（vs 2023 年底的 88 个），133 个 CDO 项目（vs 2023 年底的 112 个）。公司正在逐步强化其“D”端能力，在 2022 年正式推出双抗开发平台（S-DUAL 和 DEVELOPICK）。2023 年推出 S-CHOsient（瞬时基因表达平台），S-Glyn（工艺开发平台）和 CMC package 服务。2024 年推出 S-tensify（细胞培养平台）、SelectTailor（定制开发服务）、S-AfuCHO（细胞系平台）和 S-OptiCharge（上游工艺开发平台）。

**产能：**4 号工厂的 24 万升产能于 2023 年 6 月全部投产，预计将在 25 下半年达到满产。公司现今位于韩国仁川 Bio Campus I 的总产能已达到 60.4 万升（全部为不锈钢反应罐），占

当时全球产能的 30%（根据公司数据）。位于 4 号工厂内的 ADC 产线按计划将在 2024 年内完成建设。

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）。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（比最初计划提前 5 个月），届时公司总产能将达到 78.4 万升。预计 4 号+5 号工厂将贡献 25 年收入的 35-40%（vs 2024: 20-25%）。

公司正在考虑建设 6 号工厂（仍需董事会批准），预计投产后总产能将达到 96.4 万升。公司预计待 Bio Campus II 在 2032 年全部完工后，总产能将达到 132.4 万升。

此外，公司计划投资新建预充式注射针产线（Pre-filled syringe），计划于 2027 年 10 月投产。

公司同时计划在全球寻找合适的收购标的来推进全球产能扩张，以更接近客户。

国内市场对标企业：

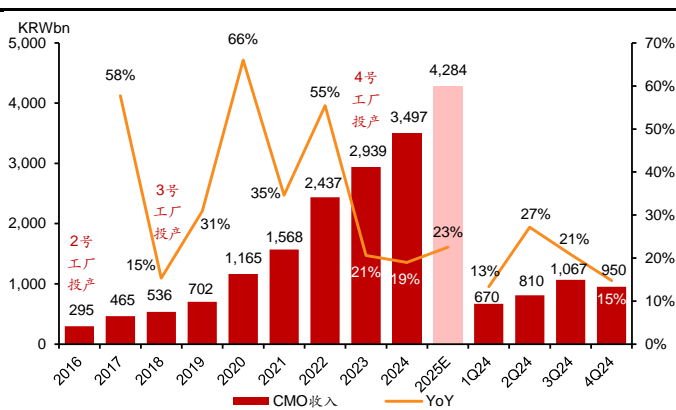
全球市场认可度高且产能规模大的生物药 C(D)MO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场竞争对手对国内生物药 C(D)MO 公司在获取海外订单上的潜在影响。

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	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	建设中	考虑中

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

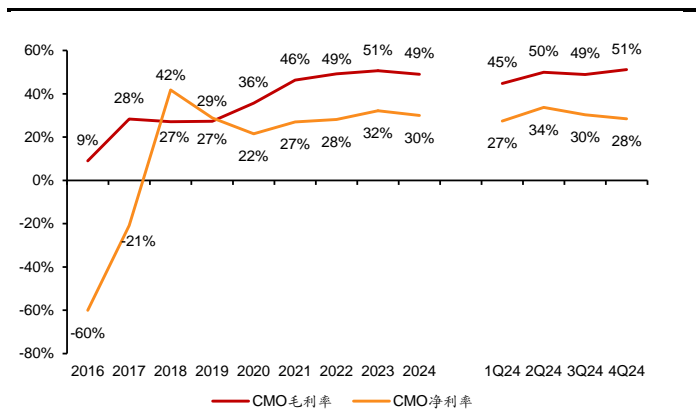
图 67: Samsung Bio: CMO 历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

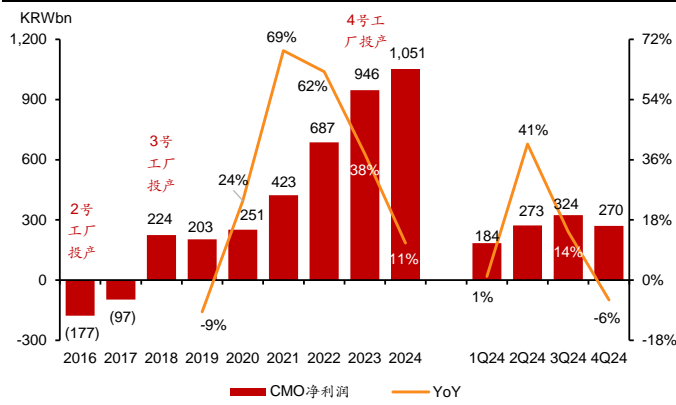
注：2025 年收入基于公司指引的中值

图 68: Samsung Bio: CMO 历年毛利率及净利率



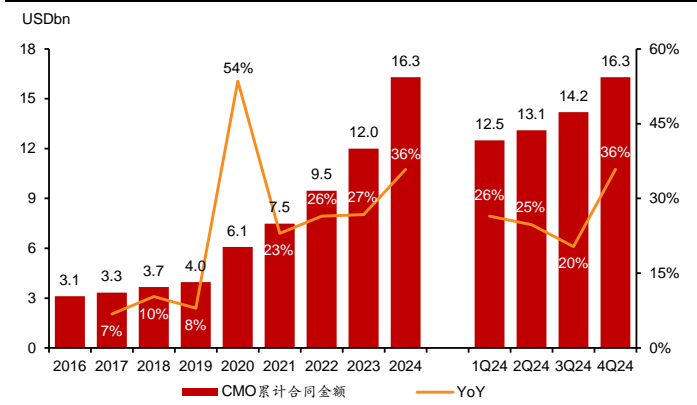
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 69: Samsung Bio: CMO 历年净利润及增速



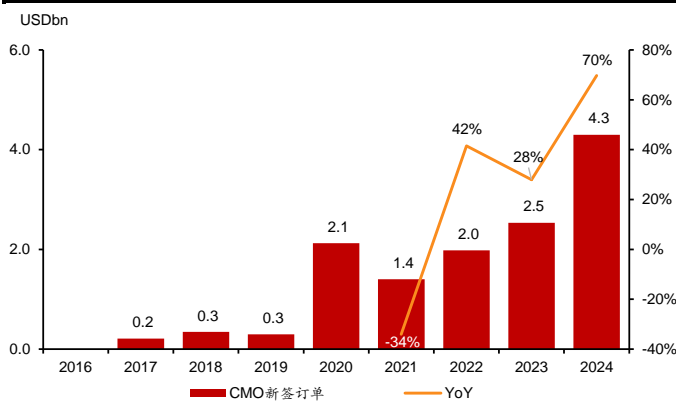
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2025年收入基于公司指引的中值

图 70: Samsung Bio: CMO 累计合同金额



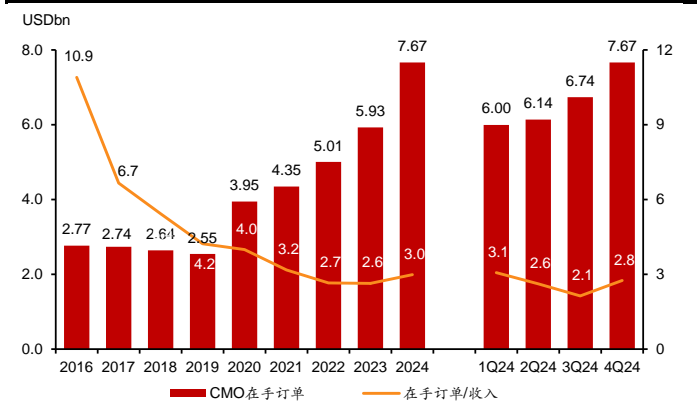
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 71: Samsung Bio: CMO 历年新签订单



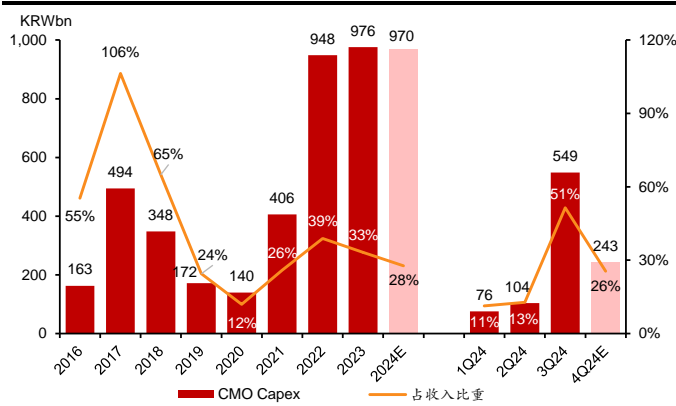
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 新签订单计算方法为: 期末累计合同金额 - 期初累计合同金额。

图 72: Samsung Bio: CMO 历年在手订单



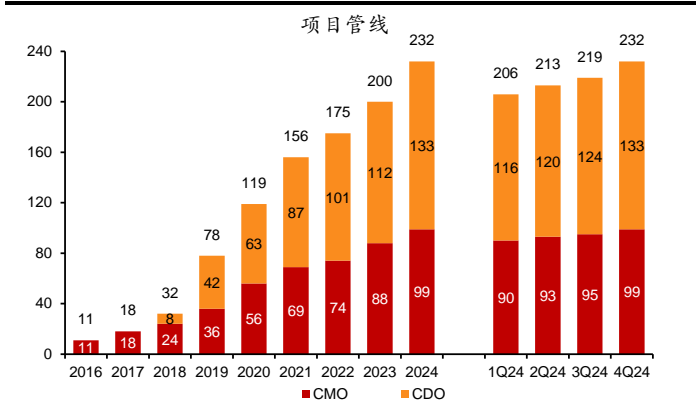
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 4Q24末及2024末在手订单计算方法为: 期初在手订单 + 期间新签订单 - 期间收入, 其余年份/季度在手订单为公司披露数据。

图 73: Samsung Bio: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 74: 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

### 2024 年度业绩概况:

全球生物药 C(D)MO 龙头 Lonza 公布 2024 年度业绩，收入同比下降 2.1%（固定汇率/CC：-0.2%；vs：2023/1H24/2H24：+7.9%/ -0.7%/ -3.4% YoY）至 65.7 亿瑞士法郎，剔除新冠 mRNA 疫苗项目取消带来的一次性收入的影响，整体收入同比增长 7%（CC），其中生物药业务收入同比增长 13%（CC）；毛利率同比提升 3.9 个百分点至 32.9%（vs：2023/1H24/2H24：29.0%/36.5%/29.7%）；核心 EBITDA 利润同比下降 4.6%（vs：2023/1H24/2H24：+0.2%/ -3.1%/ -5.8% YoY）至 19.1 亿瑞士法郎；核心净利润同比增长 4.6%（vs：2023/1H24/2H24：-16.7%/ -1.8%/ +10.9% YoY）至 10.7 亿瑞士法郎，核心净利润率同比增长 1.0 个百分点至 16.3%。

分板块：1) 生物药板块收入同比下降 0.5%（CC）至 36.8 亿瑞士法郎，capex 同比下降 22.7% 至 8.3 亿瑞士法郎；2) 小分子板块收入同比增长 9.3%（CC）至 9.8 亿瑞士法郎，capex 同比下降 17.8% 至 1.3 亿瑞士法郎；3) CGT 板块收入同比增长 1.1%（CC）至 6.9 亿瑞士法郎，capex 同比增长 95.9% 至 1.9 亿瑞士法郎；4) 胶囊与保健原料板块收入同比下降 6.6%（CC）至 10.5 亿瑞士法郎，capex 同比增长 11.3% 至 0.9 亿瑞士法郎。

**2025 年指引：**公司管理层预计 C(D)MO 收入（包括生物药、小分子和 CGT 板块）同比增长接近 20%（CC），核心 EBITDA 利润率接近 30%；预计胶囊与保健原料（已计划分拆）收入低至中单位数增长（CC），核心 EBITDA 利润率在 25% 左右（mid-twenties）。预计全年 capex 投入占收入的 21-23%（即 low-twenties，与 2024 年持平）。

### 业绩电话会要点:

- 1) 宏观环境：**FDA 在 24 年批准新药数量仍旧维持在过去几年的高位水平；临床阶段项目数量创历史新高，其中生物药份额提升；客户对于使用位于西方的产能有持续的倾向，这些因素导致 24 年公司新签订单金额约 100 亿瑞士法郎（vs 23 年的 130 亿），新增 15 个商业化项目（维持过去三年平均水平）。
- 2) 长期增速测算：**预计全球小分子管线数在 24-29 年年均增长 4%，大分子增长 6%，CGT 增长 9%，同时考虑药企增长的外包生产需求带来的额外 2-3% 的增量，C(D)MO 市场的潜在年综合增长率为 8-10%。公司内生收入可以比市场增速快 2-3%，即达到公司设定的 11-13%（low teens）的增速目标。预计未来 capex 投入占收入的 14-19%（mid-to-high-teens），以支持公司达到此增速目标。
- 3) 产能利用率：**公司所有三个 C(D)MO 业务板块的产能利用率在 24 年均有所提高。其中生物药的哺乳动物商业化产能是满产运行的，Vacaville 设施将给公司提供额外的商业化产能，中小规模的哺乳动物产能利用率稍低，因为需要为客户预留足够的产能来保证早期项目产品的及时供应。小分子业务的产能利用率非常高。CGT 业务的产能利用率仍有提升空间，公司在 CGT 领域没有收购产能的计划，现有产能足够支持更多商业化项目。
- 4) 收购 Roche 的美国工厂：**收购 Roche 位于美国 Vacaville 工厂的整合工作按计划推进

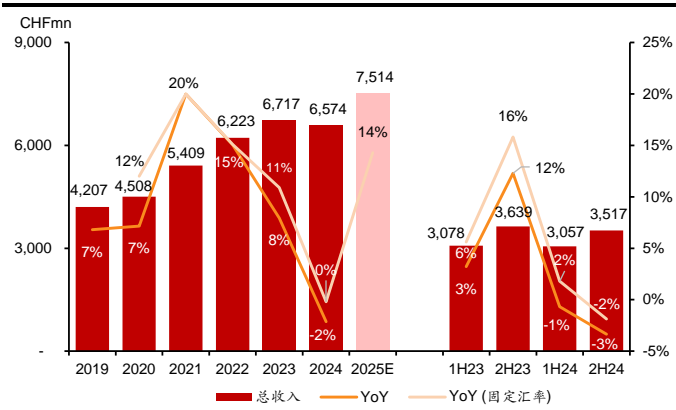
中，已经签订了第二项合同，并持续收到客户访问以及项目协商。预计 25 年该工厂将贡献 5 亿瑞士法郎收入（约占 25 年 C(D)MO 收入的 8%），全部来自与 Roche 的生产协议（每年 5 亿将持续至 28 年），但对利润率有所稀释，后续随着新项目导入，利润率将改善。将对此工厂投入 5 亿瑞士法郎的 capex 以使其更加适合 C(D)MO 的业务模式。

- 5) 早期业务需求：**对于早期研发需求来说，biotech 融资显示出积极趋势，可能已经回升到疫情前的水平，询单也是同样的趋势。没有看到早期业务机会有任何减少，不担心部分大药企削减早期研发项目。

国内市场对标企业

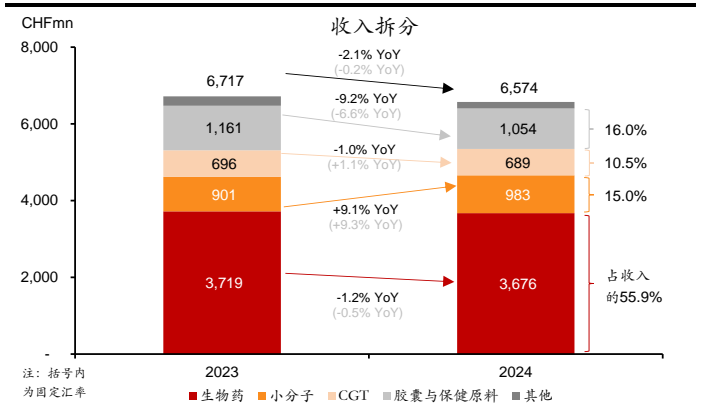
建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 C(D)MO 公司，如药明生物；建议关注头部 CGT C(D)MO 公司，如药明康德、金斯瑞、博腾股份，提示注意 CGT C(D)MO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目推进风险相对较高。

图 75: Lonza: 历年收入及增速



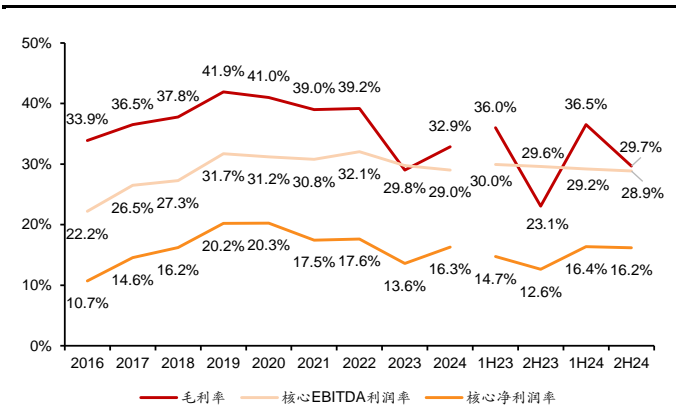
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2025 年收入增速基于公司指引

图 76: Lonza: 收入拆分



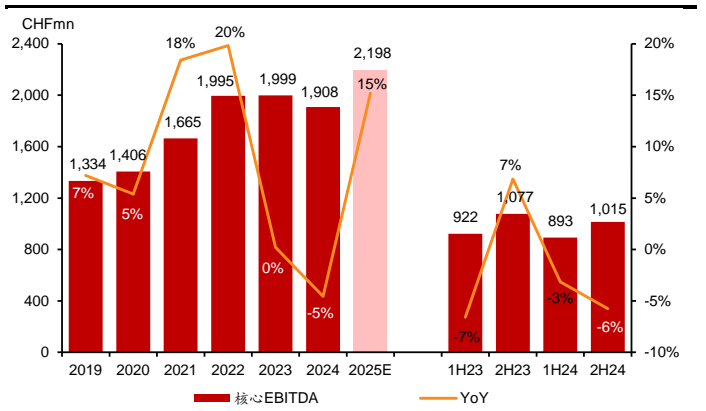
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 77: Lonza: 历年毛利率及净利率



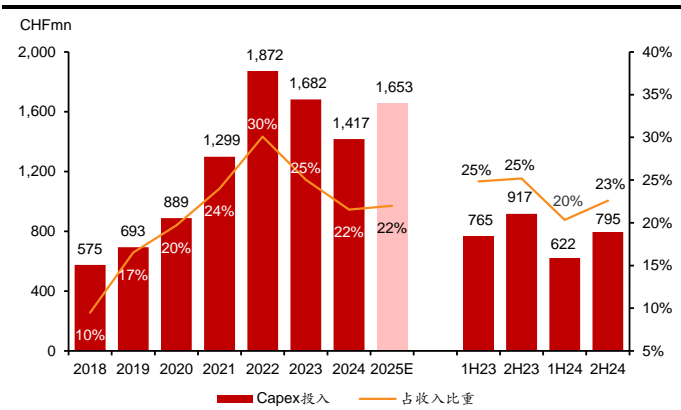
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 78: Lonza: 历年核心 EBITDA



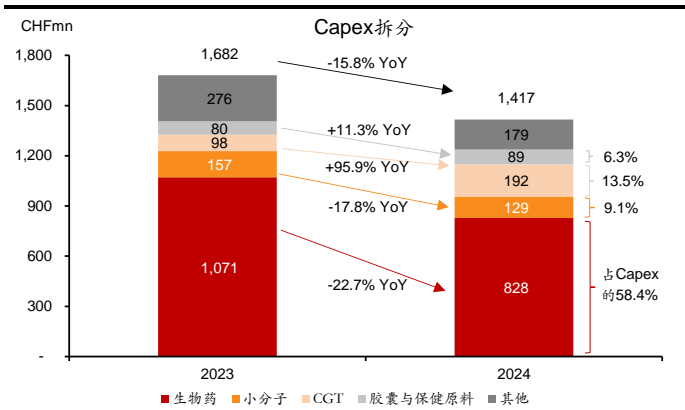
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2025 年核心 EBITDA 增速基于公司指引

图 79: Lonza: 历年 capex 投入



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 80: Lonza: Capex 拆分



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策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《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。