

医药行业

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

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 1Q24 业绩情况，所关注的公司涉及临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游。我们发现，2023 年各子板块业绩出现分化，后期阶段 CXO 业绩好于早期阶段 CXO，非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO，但 1Q24 各子板块业绩差异减小。尽管 1Q24 海外公司的业绩改善趋势仍然较弱，但管理层仍然维持 24 年下半年需求复苏的共识。

- **各子板块 1Q24 业绩差异减小。**我们认为导致 2023 年子板块业绩分化的原因包括后疫情时代积压的非新冠项目得以重新推进、全球医疗健康融资明显减少以及大药企控制开支，促使下游客户将更多资源用于推进重点后期临床项目、新冠药物需求造成 C(D)MO 公司的 2022 年业绩基数高、以及 C(D)MO 公司在疫情后产能利用率相对较低造成折旧摊销压力大。但 1Q24 各子板块业绩差异减小，我们认为有三个原因：1) 临床 CRO 公司 2023 年业绩基数高；2) 临床项目的需求走弱，多家临床 CRO 公司 1Q24 新签订单增速放缓甚至负增长；3) 重资产的 C(D)MO 公司控制支出策略带来的利润端改善效果在 1Q24 持续显现。
- **24 年行业利润预期明显改善。**1Q24 海外公司给予的 2024 业绩指引整体上维持之前的谨慎基调，特别是收入端，主要反映 1H24 可能延续 2H23 较弱的市场需求和客户情绪，但几乎所有公司的利润指引都要好于 2023 年。1Q24 行业整体业绩虽然相对 4Q23 有改善，但我们认为业绩增长仍然较弱。弱势开局并没有影响大部分管理层对全年业绩的展望，绝大部分我们跟踪的海外 CXO 和生命科学上游公司的管理层维持 24 年的业绩指引。
- **维持 24 年下半年需求复苏的共识。**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两年的融资低迷后，海外公司的订单增长从 2023 年起开始恶化，并且 1Q24 也没有显示出改善趋势，多家公司的新签订单增速出现放缓或者负增长的情况。尽管新订单有压力，有多家海外公司管理层仍预期 24 年下半年将看到行业需求和公司业绩的复苏，其中生命科学上游公司以及临床前 CRO 公司管理层给予的复苏信号依然最强烈。
- **我们对于子板块的判断。**我们认为，海外 C(D)MO 公司的业绩复苏确定性高，主要由于产能利用率提升、商业化生产外包需求景气度强。海外临床 CRO 公司将继续维持较好的增长态势。海外临床前 CRO 以及生命科学上游公司仍需等待更加明确的订单复苏信号。

海外公司估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 收入 CAGR 净利润 CAGR			P/E (x)			PEG
			US\$bn	23-26E	23-26E	FY24E	FY25E	FY26E	
Thermo Fisher	TMO US	未评级	223.3	4.9%	6.7%	26.9	24.0	21.6	4.0
Danaher	DHR US	未评级	193.6	5.5%	9.5%	34.4	30.1	26.9	3.6
IQVIA	IQV US	未评级	41.4	5.7%	9.8%	20.6	18.3	16.2	2.1
Charles River	CRL US	未评级	11.2	5.8%	9.8%	19.7	17.6	15.6	2.0
Lonza	LONN SW	未评级	41.7	8.8%	14.5%	41.5	33.2	26.8	2.9

资料来源：彭博；数据截至 2024 年 5 月 23 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. [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](#)
2. [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](#)
3. [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](#)
4. [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](#)
5. [Revenue growth accelerated in 1Q22 and valuation at historical-low - 2022 年 3 月 15 日](#)
6. [China CDMO players to play a vital role in global market - 2022 年 2 月 16 日](#)
7. [Deep dive into valuation of China CXO sector - 2021 年 11 月 26 日](#)
8. [China CDMO players to play a vital role in global market - 2022 年 2 月 16 日](#)

目录

收入端继续承压，利润端显著修复.....	3
海外各子板块业绩差异减小.....	3
股价对 1Q24 业绩的反馈偏负面.....	6
业绩指引：弱势开局不影响 24 年业绩改善预期	8
管理层维持 24 年下半年需求复苏的共识	10
海外公司管理层继续预期 24 年下半年需求复苏	10
海外公司的订单增长仍旧乏力	13
全球医疗健康融资企稳.....	14
对中国 CXO 行业的启示：等待更明确的需求复苏信号	16
业绩趋势分析：24 年业绩呈现改善预期	19
海外业绩改善幅度有限，拐点确认或将需要多季度业绩验证.....	19
中国 CXO 行业：业绩节奏滞后于海外同行，估值处于历史底部.....	21
海外主要 CXO 公司 2023 年度业绩概况与电话会要点	25
Thermo Fisher	25
Danaher	28
Sartorius	31
IQVIA	34
ICON	37
Fortrea	40
Medpace	42
Charles River	45
Samsung Bio	49
Lonza	52

收入端继续承压，利润端显著修复

海外各子板块业绩差异减小

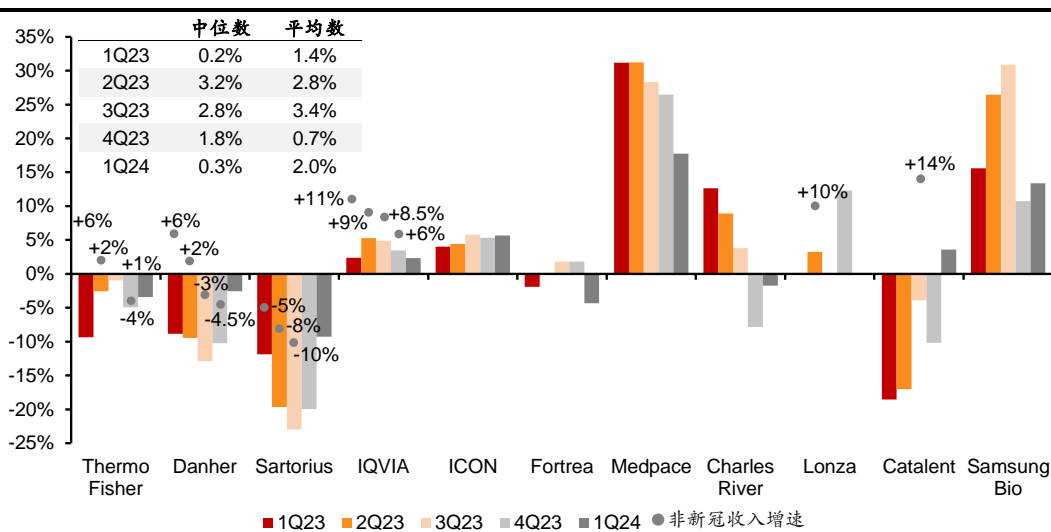
受新冠需求显著下降、biotech 融资尚未显著复苏的持续影响，整体上海外主要 CXO 和生命科学上游公司在后疫情时代的收入和利润增速相比疫情期间明显减速。虽然新冠收入带来的高基数效应已基本消除，大部分公司收入端的增长压力仍延续到了 1Q24，但利润端已出现显著修复趋势。

具体来看，在收入端，绝大部分我们追踪的公司 (7/10) 的 1Q24 收入增速相比 4Q23 有所恢复，但整体恢复程度有限，收入增速中位数/平均数分别变化-1.5/+1.2 个百分点。在利润端，绝大部分公司 (7/10) 的 1Q24 利润增速相比 4Q23 显示出明显的改善，利润增速中位数/平均数分别增加 17.4/ 26.1 个百分点，我们认为海外公司 2023 年由于需求走弱和固定支出（比如人工和折旧/摊销等）造成的巨大利润端压力，将从 1Q24 开始得到持续缓解。

通过比较海外 CXO 和生命科学上游公司的 2023 业绩，我们发现季度业绩持续出现分化（跟自身过往对比）。大致可分为两种情况：1) 按照主要业务所专注的药物研发阶段，临床 CXO 的业绩好于临床前 CXO，而临床前 CXO 业绩又好于生命科学上游，即后期阶段 CXO 业绩好于早期阶段 CXO；2) 按照服务类型来看，CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 业绩好于生产类 CXO。然而，各子板块业绩差异在 1Q24 有所减小，早期阶段和 C(D)MO 公司的业绩开始出现改善，而临床 CRO 公司业绩增长面临压力。

1Q24 业绩改善明显的公司包括 Danaher 和 Sartorius（均为生命科学上游）以及 Catalent（CDMO），Danaher 和 Sartorius 均受益于下游客户稳步去库存带来的订单节奏常态化恢复，Catalent 则慢慢从新冠收入锐减造成的产能利用率低下的阴霾中走出来。1Q24 业绩表现较弱的公司包括此前业务需求充沛的众多临床 CRO 公司以及仍在药物临床前研发需求疲弱中煎熬的 Charles River（安评和药物发现业务）。

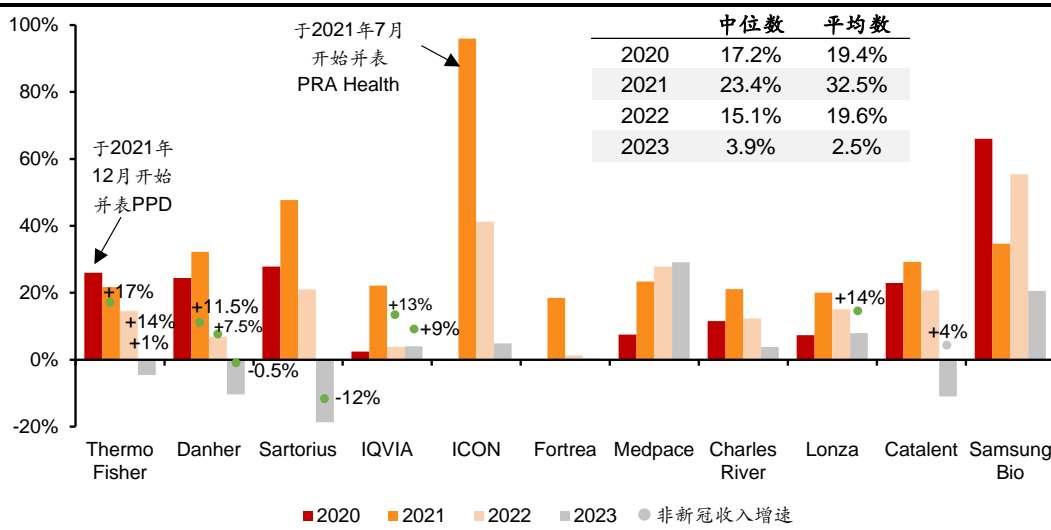
图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速（季度）



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: Lonza 的 2Q23/4Q23 收入增速分别指 1H23/2H23 收入增速。Catalent 财年截止于每年 6 月, 所以此处其 1Q24 实际指 2024 年 1-3 月的 24 财年第三季度, 其他季度类似。新冠收入基于各公司业绩电话会或年报披露信息, 其中 Sartorius 为累计值, 其他公司为当季度/半年度值。

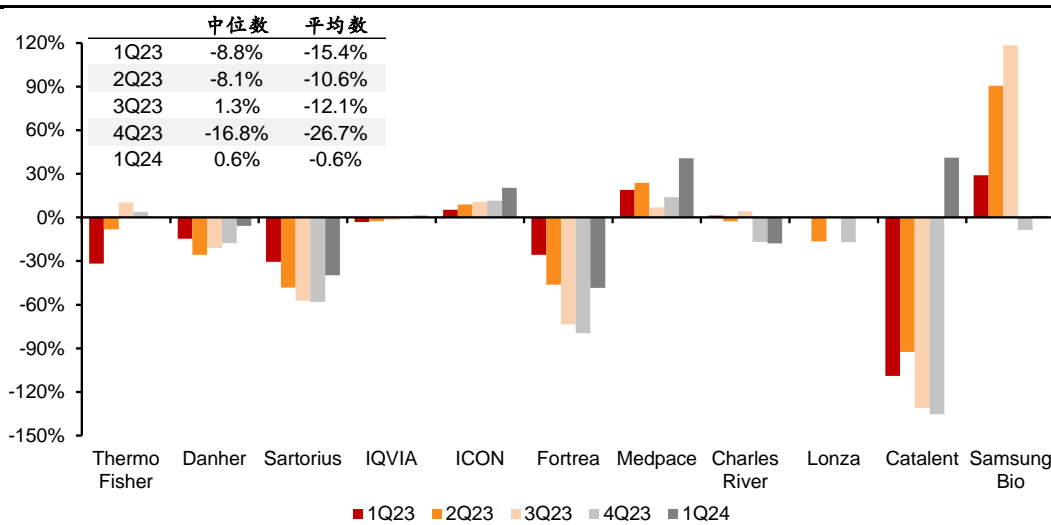
图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速 (年度)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

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

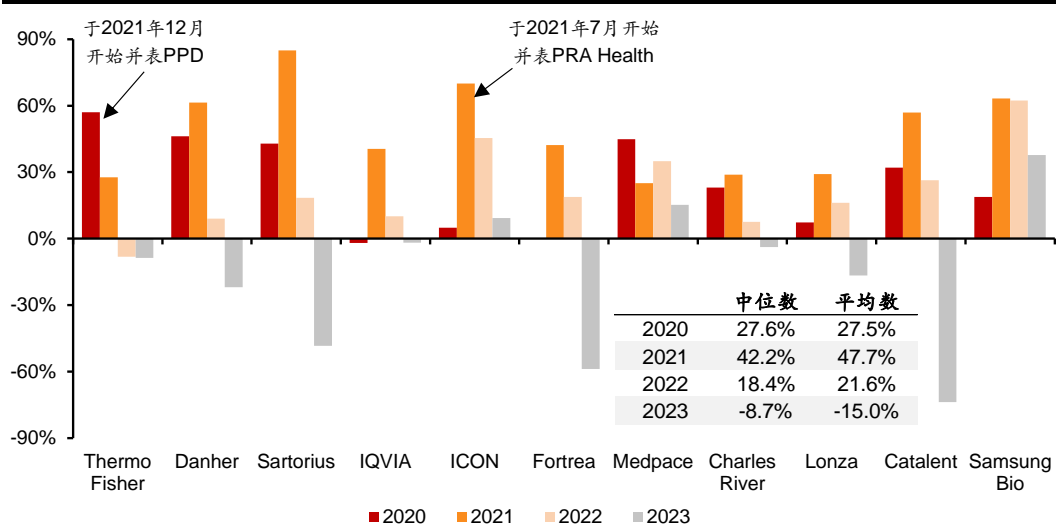
图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (季度)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。

注: Lonza 2Q23/4Q23 利润增速分别指 1H23/2H23 的利润增速。Catalent 财年截止于每年 6 月, 所以此处其 1Q24 实际指 2024 年 1-3 月的 24 财年第三季度, 其他季度类似。对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于 Non-IFRS 净利润; 对于 Sartorius, 利润增速基于相关(relevant)净利润; 其余公司利润增速基于 Non-GAAP 净利润。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (年度)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: Catalent 财年截止于每年 6 月, 其 2020/2021/2022/2023 年收入增速分别指截至 2020 年 6 月/2021 年 6 月/2022 年 6 月/2023 年 6 月的财年收入增速。对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于 non-IFRS 净利润; 对于 Sartorius, 利润增速基于相关(relevant)净利润; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。

回顾 2023 年海外公司业绩分化, 我们认为有 5 个原因: 1) 疫情期间, 新冠相关药物的研发占据大量的临床资源, 造成一些非新冠相关临床项目的延期。在后疫情时代, 前期积压的非新冠临床项目的推进得以恢复; 2) 由于全球医疗健康领域融资明显下滑, biotech 公司面临持续的资金挑战, 为了提高研发资金的使用效率, biotech 公司调整项目管线, 包括优化早期研发项目以及预计未来价值不高的后期项目, 将更多资源用于推进少数重点临床项目; 3) 大药企虽然不受 biotech 融资的负面影响, 但由于新冠药物相关收入大幅减少, 加上对 IRA 法案执行的预期, 一些大药企也开始管控成本投入, 也导致更多资源集中到商业化潜力更明朗的后期项目上, 大药企的研发投入相较 biotech 仍更具稳定性; 4) 新冠疫情期间全球对新冠治疗药物的需求空前增长, 特别是 C(D)MO 公司获得巨量新冠药物生产订单, 造成 2022 年业绩的高基数, 而新的收入增长点 (如 GLP-1 药物) 仍需时间达到有意义的收入体量; 5) C(D)MO 成本相对刚性, 为了应对快速增加的新冠药物需求, C(D)MO 在疫情期间新增大量产能; 然而疫情过后, 非新冠药物暂时难以填补产能空白, 造成 C(D)MO 产能利用率低, 折旧成本对利润端产生较大影响; 而 CRO 最大的成本是人力成本, 可以通过人员优化灵活调整成本支出, 已经稳定的欧美劳动力市场也为 CRO 企业调整员工人数提供了便利。

对于 1Q24 各子板块业绩差异减小的现象, 我们认为可归因为: 1) 相对于业务集中在早期阶段的公司而言, 临床 CRO 公司 2023 年业绩增长强劲, 因而带来了更高的业绩基数压力, 生命科学上游和 C(D)MO 的基数压力则小得多; 2) 2023 年初至今早期研发需求走弱叠加宏观环境不确定性的持续扰动, 开始影响临床项目的需求, 体现在多家临床 CRO 公司新签订单增速放缓甚至负增长 (具体请参考图 11&12); 3) 重资产的 C(D)MO 公司从 2022 年后开始的控制支出 (包括人员和 capex 支出调整) 策略, 带来的利润端改善效果在 1Q24 持续显现。

我们汇总了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的历年毛利率、折旧&摊销以及 capex 趋势。我们发现毛利率在疫情爆发的前两年普遍提升，而 2022/2023 年毛利率更多呈现下降趋势，重资产公司的 1Q24 毛利率改善更加明显。为了应对新冠期间大增的需求，CXO 和生命科学上游公司普遍增加资本支出 (capex) 来提升产能，capex 增加的趋势直到 2023 年才终止，1Q24 capex 支出占收入比重继续减少。根据各公司管理层的指引，预计 2024 年 capex 占收入比重普遍将继续下滑。持续大量的 capex 投入提高了折旧和摊销对财务的影响，2022/2023 年折旧和摊销占收入比重普遍上升。得益于 2023/2024 管理层对 capex 投入强度的持续控制，我们预计 2024 年折旧和摊销对财务的压力将小幅下行，2025 年将看到明显缓和。

为了应对收入增速下滑背景下的成本端快速增长的压力，除了控制 capex 投入，海外公司也启动了人员调整、产能调整、提升自动化应用率等措施来提升产出效率。我们预计这些成本控制措施将在 2024 年逐步显示作用并延续到 2025 年，海外管理层对 2024 年利润端指引普遍好于收入端，这也反映了成本缩减的趋势（参考图 8）。

图 5: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司毛利率、折旧&摊销以及 capex 趋势

公司	毛利率变化趋势									折旧&摊销占收入比重变化趋势									Capex 占收入比重变化趋势								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E		
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-		
Danaher	+	+	-	+	+	-	-	+	+	-	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-		
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	-		
IQVIA	+	+	-	-	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	-		
ICON	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+	-	-	+		
Medpace	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-			
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	-	-		
Inovio	+	-	+	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Lonza	+	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-		
Catalent	-	-	+	-	+	+	+	+	-	+	+	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-		
Samsung Bio	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-		
平均值(所有)	+	-	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-		
中位值(所有)	+	-	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+		
平均值(重资产)	+	-	+	+	+	-	-	+	-	+	+	-	-	-	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-		
中位值(重资产)	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	-	-		

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”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。2024E 利润变化基于公司管理层给予的最新业绩指引。重资产公司包括生命科学上游 (Thermo Fisher, Danaher, Sartorius) 和 C(D)MO (Lonza, Catalent, Samsung BIO)。

股价对 1Q24 业绩的反馈偏负面

海外主要 CXO 和生命科学上游公司在公布 1Q24 业绩后, 股价普遍下行, 这与 23 年报/4Q23 季报发布后大部分公司股价单日涨幅超过 10% 的情形形成明显反差, 表明市场对 1Q24 业绩和业绩预期给予了偏负面的反馈。1Q24 市场关注的要点包括业绩是否超预期、2024 业绩指引是否超调整、新签订单趋势、下游客户去库存进展以及宏观环境改善信号等。

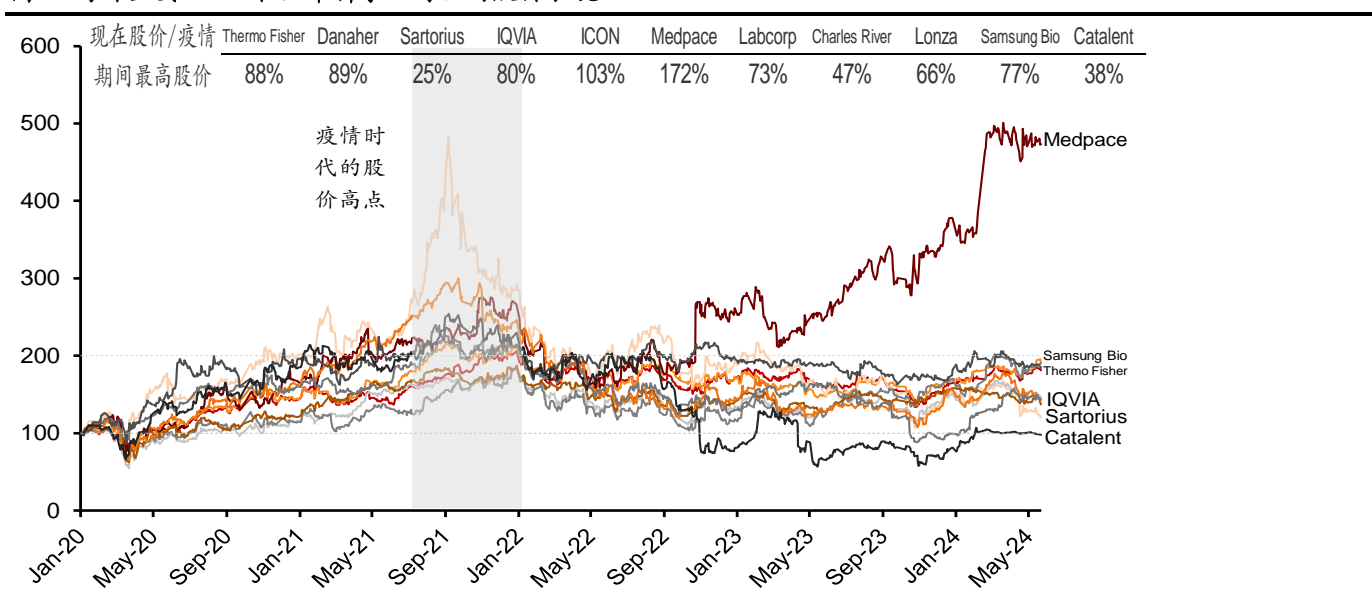
图 6: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 1Q24 业绩后股价表现及市场反馈

公司	核心业务	业绩发布后股价变化				海外分析师观点
		1天	1周	2周	1月	
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	0.5%	-1.0%	3.2%	2.8%	收入和 EPS 均超预期，稳健的运营推动强势的 24 年开局。
Danaher	生命科学上游	7.2%	4.5%	5.7%	12.9%	收入和 EPS 均超预期，订单数据超预期，生物工艺业务增速喜人，大客户下单正恢复正常节奏，业绩复苏进程趋势明朗。
Sartorius	生命科学上游	-14.5%	-7.8%	-10.6%	-11.0%	收入和 EPS 均低于预期，客户去库存仍在伤害公司业绩，生物工艺业务弱于预期，新签订单环比下滑明显，设备需求弱和行业整体挑战延续。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	-4.6%	0.5%	-1.5%		EPS 超预期，但 EPS 增速仍然疲弱，对 2Q 的指引较弱。
ICON	临床 CRO	-3.0%	-2.7%	0.0%	3.4%	EPS 超预期，缩窄的业绩指引区间显示出管理层对业绩信心的提升。
Fortrea	临床 CRO	-14.9%	-20.3%			收入和 EPS 均低于预期，公司正在走上业务运营正常化的道路，但达成这一目标的时间和中间波动幅度仍不确定，关注 25 年的业绩进展。
Medpace	临床 CRO	8.2%	6.4%	3.0%	5.4%	EPS 超预期，自由现金流表现超预期，需求维持强健，管理层继续指引 25 年业绩将加速。
Labcorp	诊断实验室、生物制药实验室	-4.6%	-3.7%	1.2%	-5.2%	收入和 EPS 均超预期，中心实验室业务体现了韧性，市场对于公司收购计划和早期研发业务表现不满。
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型	-3.0%	-5.8%			收入和 EPS 均超预期，尽管融资改善，但下半年公司业绩恢复增长仍有不确定性。
Lonza	CDMO	-1.7%	-1.1%			24 指引不变，中期业绩指引具有吸引力，关键项目稳步推进。
Samsung Bio	CMO	-1.3%	-1.9%	-1.1%	-2.5%	收入超预期。

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

得益于 2023 年至今市场情绪的改善，部分海外 CXO 和生命科学上游公司的股价已经接近甚至超过新冠疫情期间的历史高点，尽管整个行业的基本面仍然在恢复初期。疫情后股价表现较好的公司有 Thermo Fisher（生命科学上游 & CXO）、Danaher（生命科学上游）、ICON（临床 CRO）和 Medpace（临床 CRO），股价表现较差的公司有 Sartorius（生命科学上游）、Charles River（药物安评）、Lonza（CDMO）和 Catalent（CDMO）。

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

业绩指引：弱势开局不影响 24 年业绩改善预期

海外 CXO 和生命科学上游公司给予的 2024 业绩指引整体维持谨慎，主要反映 2H23 较弱市场需求可能会延续到 1H24。1Q24 的整体业绩情况虽然相对 4Q23 有改善，但我们认为业绩增长仍然较弱，弱势开局并没有影响大部分管理层对全年业绩的展望，绝大部分我们跟踪的海外 CXO 和生命科学上游公司（7/11）维持 24 年的业绩指引，少数下调业绩指引的公司的下调幅度有限，个别公司上调业绩指引。

2023 年行业内表现较好的临床 CRO 公司 Medpace 在 1Q24 的增速放缓，但仍实现了靓丽的业绩增速。Medpace 是主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司，1Q24 收入同比增长 17.7% (vs 2023 年: 29.2% YoY)，经调整净利润增速大幅度提升至 40.7% (vs 2023 年: 15.3% YoY)。管理层上调了 24 年利润指引，并预计 25 年公司收入将再次步入加速轨道。Medpace 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。全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的临床业务板块的收入同比增速连续三个季度下滑，同时其非临床运营业务在也面临大药企客户需求不足的压力，主要由于大药企客户开始控制非临床支出，但 IQVIA 管理层仍维持了 24 年的业绩指引，即收入同比增长 2.3%-3.9%，利润同比增长 7.4%-10.3%。

全球安评龙头 Charles River 的收入增速从 2H23 开始承压并延续至 1Q24。公司的业绩仍显著受制于全球早期研发需求走弱叠加高基数的影响，在手订单已连续 4 个季度减少。管理层维持 24 年业绩指引，有信心 2H24 内生收入将恢复正增长。

作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 继续受到下游客户去库存以及 CXO 业务增速放缓的负面影响，1Q24 的剔除收并购、汇率和新冠的核心内生收入是过去 5 年内首次负增长。尽管 Thermo Fisher 管理层对客户去库存的趋势较为谨慎，但仍小幅度上调了 24 年业绩指引。同处在生命科学上游的 Danaher 和 Sartorius 的 1Q24 业绩出现显著复苏，显示出下游客户在去库存上的稳健推进节奏。

C(D)MO 公司正从新冠收入锐减造成的产能利用率低下的阴霾中走出来。Catalent 的 1Q24 (为其 24 财年第三季度) 收入恢复正增长，为 4Q22 后首次正增长，同时 1Q24 的经调整净亏损也在收窄。Lonza 的收入增速在 2H23 大幅提升，反映了稳健的基本业务需求。考虑到丢失两个大订单，同时生物药和化学药强劲的商业化需求，Lonza 管理层仍维持 24 年收入跟 23 年持平的预期。

图 8: 海外公司 2024 年业绩指引汇总

公司	核心业务	1Q24 收入 (YoY)	2024 收入指引 (YoY)		指引变化	1Q24 利润 (YoY)	2024 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, 临床 CRO, CDMO	• -3.4% (表观) • -3% (内生)	• (-1.3%) ~ (+1%) (表观) • (-1%) ~ (+1%) (内生)	• (-1.8%) ~ (+1%) (表观) • (-1%) ~ (+1%) (内生)	• 上调 (表观) ↑ • 维持 (内生) ▬	+0.2%	(-1.9%) ~ (-2.2%)	(-2.8%) ~ (-2.1%)	上调 ↑
Danaher	生命科学上游	• -2.6% (表观) • -4.0% (内生)	低单位数下降 (内生)	低单位数下降 (内生)	维持 ▬	30.1% (Non-GAAP 运营利润率)	29.0% (Non-GAAP 运营利润率)	29.2% (Non-GAAP 运营利润率)	下调 ↓
Sartorius	生命科学上游	• -9.3% (表观) • -7.6% (CC)	中到高单位数增长 (表观)	中到高单位数增长 (表观)	维持 ▬	28.6% (underlying EBITDA 利润率)	>30% (underlying EBITDA 利润率)	>30% (underlying EBITDA 利润率)	维持 ▬
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	• +2.3% (表观) • +5% (内生)	• (+2.3%) ~ (+3.9%) (表观)	• (+2.8%) ~ (+4.4%) (表观) • (+5.3%) ~ (+6.9%) (内生)	• 下调 (表观) ↓	+1.3%	(+7.4%) ~ (+10.3%)	(+7.4%) ~ (+10.3%)	维持 ▬
ICON	临床 CRO	+5.7%	(+4.4%) ~ (+7.4%)	(+3.4%) ~ (+8.4%)	维持 ▬	+20.3%	(+14.5%) ~ (+18.5%)	(+13.4%) ~ (+19.6%)	维持 ▬
Fortrea	临床 CRO	-4.3%	(-1.9%) ~ (+0.5%)	(+1.8%) ~ (+4.1%)	下调 ↓	-29.3%	(-10.2%) ~ (-2.7%)	(-6.5%) ~ (+8.5%)	下调 ↓
Medpace	临床 CRO	+17.7%	(+14.0%) ~ (+16.4%)	(+14.0%) ~ (+16.4%)	维持 ▬	+40.7%	(+22.7%) ~ (+30.5%)	(+15.3%) ~ (+23.1%)	上调 ↑
Labcorp (生物制药实验室板块)	生物制药实验室业务	+7.5%	(+3.7%) ~ (+5.7%)	(+5.5%) ~ (+7.5%)	下调 ↓				
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型	• -1.7% (表观) • -3.3% (内生)	• (+1.0%) ~ (+4.0%) (表观) • (+0.0%) ~ (+3.0%) (内生)	• (+1.0%) ~ (+4.0%) (表观) • (+0.0%) ~ (+3.0%) (内生)	• 维持 (表观) ▬ • 维持 (内生) ▬	-17.7%	(+2.2%) ~ (+6.8%)	(+2.2%) ~ (+6.8%)	维持 ▬
Charles River (DSA 板块)	DSA	• -8.6% (表观) • -8.7% (内生)	持平至低单位数增长 (内生)	持平至低单位数增长 (内生)	维持 ▬				
Samsung Bio	CMO	+13.4%	(+10%) ~ (+15%)	(+10%) ~ (+15%)	维持 ▬		+1.1%		
Lonza	CDMO	NA	持平 (CC)	持平 (CC)	维持 ▬	NA	• 27-29% (核心 EBITDA 利润率)	• 27-29% (核心 EBITDA 利润率)	维持 ▬

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、净利润增速以及收入指引均指其 CMO 业务; 对于 Fortrea 和 Lonza, 1Q24 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。

管理层维持 24 年下半年需求复苏的共识

海外公司管理层继续预期 24 年下半年需求复苏

在今年初的年报电话会议上，有多家海外公司管理层首次明确表示 24 年下半年有望看到行业需求和公司业绩的复苏，其中生命科学上游公司 Danaher 和 Sartorius，以及临床前 CRO 公司 Charles River 的管理层给予的复苏信号最强烈。我们观察到 1Q24 有更多管理表达这一观点。我们认为，这一方面反映这些公司 24 年业绩增长压力降低（23 年面临较大的基数压力），另一方面也反映出这些公司管理层对行业复苏的一些早期信号（比如融资）的肯定态度。

图 9: 海外主要 CXO 和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	核心业务	对需求/业绩改善趋势的看法
1Q24 业绩电话会（2024 年 4-5 月）		
Danaher	生命科学上游	维持生物工艺 2024 年核心收入低单位数下滑的指引，但增速将逐季度提升，预计 24 年末将达到高单位数增长；预计北美和欧洲客户的库存水平将在 2Q24 结束时恢复正常水平；仍然预计 24 年中国市场核心收入高单位数下滑。
Sartorius	生命科学上游	预计客户将在 24 年底前基本完成耗材的去库存；预计中国市场今年将恢复并企稳。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	TAS 业务发展符合预期，收入增速有适度加速趋势，预计下半年将继续改善。
ICON	临床 CRO	预计在 2Q24 开始可以看到融资改善带来的 RFP，预计在年底和明年可以看到对收入端的正面影响。
Fortrea	临床 CRO	预计 1Q24 的业绩将是分拆独立后的最低点，预计 24 年下半年收入增长 3%。预计公司采取的业务调整措施将在 24 年底和 25 年见到成效，收入和利润端均将改善。
Medpace	临床 CRO	认为现在的行业情况相比去年有大幅度好转，且此趋势正持续。
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型	预计 24 年下半年需求将会温和改善，对 24 年全年收入和利润增长逐步改善非常有信心。
Lonza	CDMO	预计最早在 4Q24 才可看到融资恢复对收入层面的改善。
2023 年报业绩电话会（2024 年 2-3 月）		
Thermo Fisher	生命科学上游、临床 CRO、CDMO	预计 2024 年内市场情况将随时间推移而小幅度改善，但不预期 2024 年中国市场将出现有意义的改善。
Danaher	生命科学上游	预计 2024 年下半年收入将恢复正增长，届时北美和西欧市场的客户将基本完成去库存，但新兴 biotech 公司较多的市场（比如中国）去库存速度较慢。
Sartorius	生命科学上游	整体的客户库存在逐渐改善，预计 2024 年上半年完成去库存。中国市场的需求弱于其他市场，预计 2024 年下半年可能会有微弱恢复。
IQVIA	临床 CRO、数据服务	大药企客户现在非常关注成本控制，对可选服务（比如市场分析与咨询服务）的投入持谨慎态度；预计需求将恢复增长，但不会早于 2024 年下半年。
Fortrea	临床 CRO	预计 1H24 收入负增长，2H24 的收入增速预计将转正至 3-5%
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)、动物模型	对 2024 年收入利润增长逐步改善非常有信心，预计下半年内生收入恢复正增长。

资料来源：彭博，招银国际环球市场

2023 年，各子板块公司管理层对融资变化的判断因自身业务侧重点的不同而分化，临床 CRO 公司管理层对融资趋势的判断比生命科学上游和 C(D)MO 公司更乐观。而 1Q24 海外管理层一致认同融资改善的趋势，但也同时指出从融资改善传导至订单和收入仍需时间。关于行业需求，1Q24 生命科学上游公司看到持续的客户去库存的进展；药物发现和临床前需求仍然疲弱；临床研究需求虽继续增长，但部分临床 CRO 公司的订单增速放缓。

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 业务板块剔除新冠的内生收入在 1Q24 同比增长 5%，低于 2023 年的 7.5%，处在逐季度减速的通道中，1Q24 询单量 (RFP) 同比增长 6%，也低于 2023 年（按季度分别为+15%/+8%/+10%/+13%），这导致 IQVIA 的 1Q24 新签订单环比减少 8.6%，我们认为 IQVIA 正在面对需求端的高基数压力。IQVIA 管理层表示，根据 BioWorld 数据，1Q24 新兴生物制药公司融资额为 471 亿美元，是去年同期的三倍 (vs 2023: +17% YoY)。

另一家大型临床 CRO 公司 ICON 的管理层表示，1Q24 的询单低双位数增长 (TTM)，其中大药企客户的 RFP 增速快于 biotech 客户，但 biotech 客户需求已经稳定，管理层对全年展望保持乐观。主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 的管理层表示 1Q24 新签订单同比增长 10.8%，低于公司的预期，询单量 (RFP) 和项目质量相比 4Q23 均稳中有升。虽然融资环境仍然艰难，但相比去年已经稳定和改善，Medpace 管理层认为公司收入将在 25 年加速增长。

虽然临床前巨头 Charles River 仍面临需求下滑导致的签单和在手订单的减少，但管理层表示客户与公司的沟通更加积极。1Q24 安评业务的询单量和项目取消率同环比均有改善，但管理层对药物与发现的需求趋势保持谨慎。值得注意的是，公司的小型实验动物业务收入保持增长，其中中国区收入增速最快。Charles River 管理层表示看到融资转好的趋势，1Q24 融资额为历史第四高的季度，表明资本市场对医药研发行业的情绪改善。

Thermo Fisher 的收入大部分来自生命科学上游业务，其管理层在 2023 年一直对于行业需求持悲观态度，对 1Q24 的需求看法也仍然相对保守。而 Danher 和 Sartorius 的管理层则维持对客户在 2H24 将完成去库存的信心。

C(D)MO 行业业绩获得强劲商业化需求的支撑。Lonza 管理层表示生物药和化学药的商业化需求强劲，特别是预计 Novo Holdings 收购 Catalent 将导致全球灌装产能供给紧张；融资仍在影响 CGT 研发机构的早期研发活动，虽然已看到 biotech 融资复苏的初步信号，但预计需要 6 至 9 个月融资的改善才可传导至收入层面。

图 10: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层如何看融资与客户需求

公司	核心业务	管理层观点	
		融资	行业需求
Thermo Fisher	生命科学上游, 临床 CRO, CDMO	<ul style="list-style-type: none"> • Biotech 融资恢复推动管线内的项目活跃程度提高。 • 融资恢复反映到收入层面仍需时间。 	<ul style="list-style-type: none"> • Catalent 被收购将有利于公司的 CDMO 业务发展。 • 关于客户去库存, 生物工艺业务 1Q24 收入下滑, 但接单连续两个季度环比增长, 订单收入比也在改善。 • 预计到今年底可以看到中国设备更新刺激政策带来的订单和收入。
Danaher	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> • 对整体融资环境的恢复态势感到鼓舞, 其中成熟市场的恢复情况好于其他市场(比如中国)。 • 融资改善还未影响短期的订单。 	<ul style="list-style-type: none"> • 生物工艺 1Q24 表现好于预期, 订单环比中单位数增长, 订单收入比增加至 0.95x。 • 北美和欧洲的大客户稳步推进去库存, 预计这些客户的库存水平将在 2Q24 结束时恢复正常水平。 • 药企&biotech 客户的研发活动维持稳定, 但整体需求水平仍在低位, 已经看到管线内研发活动的改善信号, 但仍未传导至订单层面。
Sartorius	生命科学上游		<ul style="list-style-type: none"> • 1Q24 的订单收入比维持在 1x 以上, 延续 4Q23 的趋势, 持续看到积极的需求动向。 • 1Q24 美洲的新签订单最强劲, 同比增长 26%; 亚太区域下降 4.8%, 主要由于中国市场的影响。 • 耗材收入环比实现高单位数增长, 同比双位数增长, 得益于客户库存的降低。 • 客户对于设备的投入仍然疲软, 特别是上游的需求。 • 预计客户将在 24 年底前基本完成耗材的去库存。
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	<ul style="list-style-type: none"> • 根据 BioWorld 数据, 1Q24 新兴生物制药公司融资额为 471 亿美元, 是去年同期的三倍 (vs 2023: +17% YoY)。 	<ul style="list-style-type: none"> • 剔除取消的 CNS 大项目, 1Q24 订单收入比为 1.35x, 询单量同比增长 6%, 其中大药企的询单增速更快。 • 管线项目数同比双位数增长。 • 基于持续的宏观不确定性, 整体上客户对商业化业务需求仍然保持谨慎的态度。 • 23 年创纪录的新药获批将在 24 年下半年推动客户对商业化业务的需求。 • 客户采用更多功能 (functional) 服务和全面 (full) 服务的混合模式。
ICON	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> • BioCentury 数据显示 biotech 融资同比增长超过 50%。 	<ul style="list-style-type: none"> • 1Q24 的询单低双位数增长 (TTM), 大药企的 RFP 增速快于 biotech 客户, biotech 客户需求已经稳定。 • 对全年展望保持乐观, 预计全年订单收入比为 1.25 (vs 2023: 1.22)。 • 认为未来 10-20 年外包行业仍有充足的增长空间。 • 真实世界研究受到客户的持续关注, 特别是对于大型临床实验以及减肥药物的开发。 • 一年前看到客户选择更多的功能服务, 但现在看到客户又重新偏向全面服务。
Fortrea	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> • 1Q24 biotech 融资向好。 	<ul style="list-style-type: none"> • 需求趋势良好且在改善, 有业务机会的管线 (类似询单的概念) 数量环比单位数增长, 价值量环比双位数增长。 • 1Q24 订单收入比 1.11x 低于 1.2x 的目标, 由于个别大项目的延期/取消, 但考虑到管线的质量和规模, 维持全年 1.2x 的目标。 • 下调业绩指引反映更慢的项目启动以及低于预期的订单收入比和过手费收入趋势。
Medpace	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> • 虽然融资环境仍然艰难, 但相比去年已经稳定和改善。 	<ul style="list-style-type: none"> • 1Q24 新签订单同比增长 10.8%, 低于公司的预期, 由项目取消率增加所致 (由随机的项目失败事件导致)。 • 询单量 (RFP) 和项目质量相比 4Q23 均稳中有升。 • 认为现在的融资环境可支持在手订单的增长并驱动公司收入在 25 年加速增长。 • 认为现在的行业情况相比去年有大幅度好转, 且此趋势正持续。
Labcorp (生物制药实验室业务)	生物制药实验室业务	<ul style="list-style-type: none"> • 即使融资已经在好转, biotech 客户仍然面临紧张的资金问题。 	<ul style="list-style-type: none"> • 中心实验室业务增长 13%, 但早期研发业务由于高于正常水平的取消率和较低的订单导致收入下降 4%。 • 项目取消率已看到环比改善, 询单量和项目赢得率均保持健康水平。 • 1Q24 TTM 订单收入比为 1x (vs 2023: 1.04x), 预计全年将呈现增长趋势。
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型 (RMS)	<ul style="list-style-type: none"> • 在持续了两年的融资困境后看到了 biotech 融资的改善, 1Q24 biotech 融资额为 230 亿美元 (数据来源未知), 为历史第四高的季度, 4 月份的 biotech 融资仍然非常好。 	<ul style="list-style-type: none"> • 客户与公司的沟通更加积极, 1Q24 安评业务的询单量和项目取消率同环比均有改善, 但询单量仍未传导至订单层面。 • 来自中小型 biotech 的收入下滑, 来自全球大药企和科研机构的收入增加。 • 微生物和生物药检测的订单复苏, NHP 交货增加。 • 所有区域的小型实验动物价格增长带来收入增长, 其中中国区收入增速最快。 • 现在通胀有所缓和, 项目定价也跟着下调, 但由于现在项目数量不多, 对公司消化通胀和固定成本造成压力。
Lonza	CDMO	<ul style="list-style-type: none"> • 已看到 biotech 融资复苏的初步信号, 预计需要 6 至 9 个月融资的改善才可传导至收入层面。 	<ul style="list-style-type: none"> • 生物药和化学药的商业化需求强劲, 小规模生产需求持续偏弱。 • 预计 Novo Holdings 收购 Catalent 将导致全球灌装产能供给紧张。 • Biotech 融资仍在影响 CGT 研发机构的早期研发活动。 • 偶联业务在强劲的需求和新项目爬坡的推动下实现强劲增长。 • 关闭位于中国和美国的生物药生产设施是基于产能利用率不及预期

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

海外公司的订单增长仍旧乏力

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，并且 1Q24 也没有显示出明显的改善。在公布数据的 7 家海外 CXO 和生命科学上游公司中，有 4 家公司的新签订单相比 4Q23 出现下滑（平均下滑 19%），新签订单增长的 3 家公司中剔除 Samsung Bio 的异常增速（+150% QoQ，推测由于签单季节波动导致）后，另外两家的环比增速分别为 5% 和 0.1%，增速相比 23 年继续放缓。新签订单增速放缓或者负增长也导致在手订单金额增速放缓或者负增长。尽管海外公司管理层认可 biotech 融资在 1Q24 的恢复态势，但考虑到从融资转化到签单的时间间隔，我们认为海外 CXO 和生命科学上游公司的订单将在 2Q24 继续承压。如果融资的普遍恢复趋势可以持续，我们预计订单情况可能在 24 年末开始显现一定程度的好转。

图 11: 海外新签订单变化趋势

公司	新签订单变化趋势											
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
Sartorius	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-
IQVIA			+	+	+	-	-	-	+	+	-	-
ICON	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-
Medpace	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+
Inotiv				+	+	+	-	-	-	-	+	-
Labcorp	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-
Samsung Bio	+	-	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+

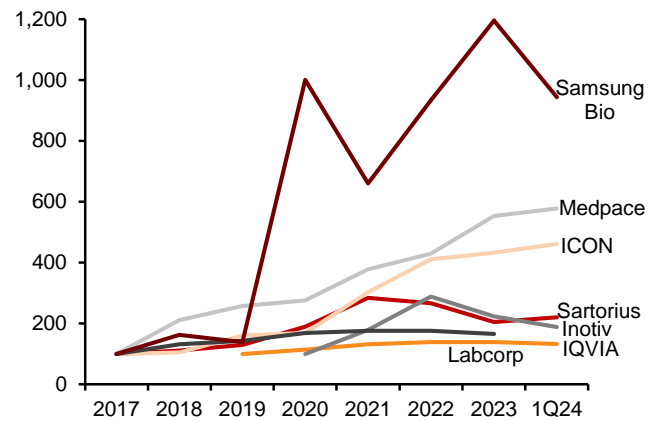
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场
注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年度以红色标注, 减少的年度以绿色标注, 没有数据的年度以灰色标注。Labcorp 的 2023 年至 1Q24 变化情况假设 Labcorp 没有拆分 Fortrea。下同。

图 13: 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	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Danaher			+	+	+	+	-	-	-	+	-	-
IQVIA	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ICON	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Medpace	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Charles River	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-
Inotiv				+	+	+	+	+	+	+	+	+
Labcorp	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Catalent	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Samsung Bio	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+

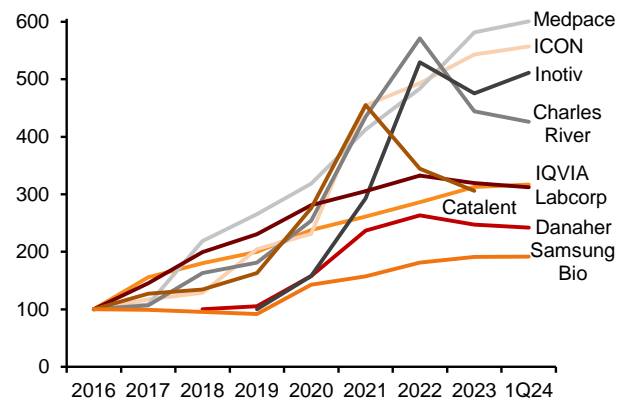
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 12: 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。Labcorp 的 2023 年和 1Q24 变化情况假设 Labcorp 没有拆分 Fortrea。下同。

图 14: 海外在手订单相对增长趋势



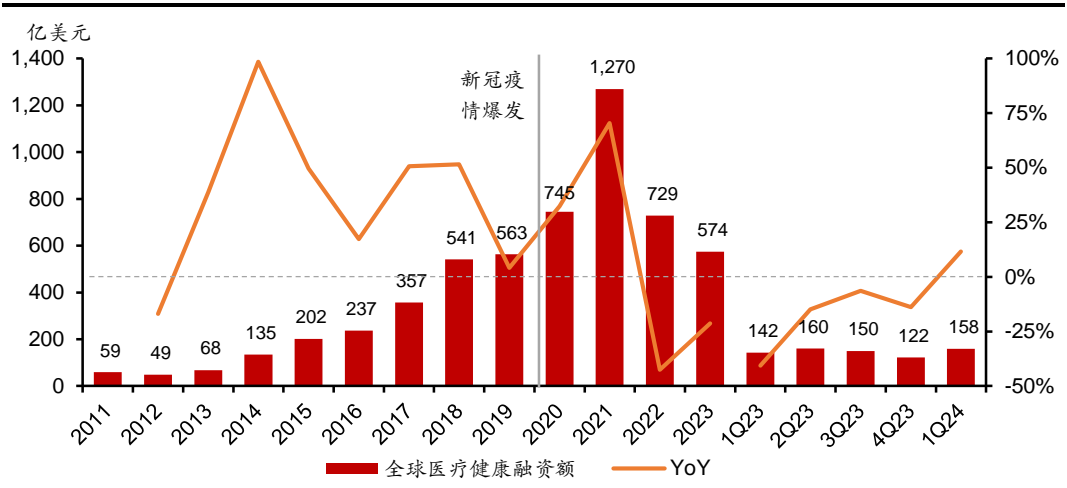
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

全球医疗健康融资企稳

根据动脉橙数据，2023年全球医疗健康（包括 biotech）融资额同比下降 21%，下降速度相比 2022 年（-43% YoY）有缓和，逐季度融资额同比变化分别为-41%/-15%/-6%/-14%。可喜的是，恢复趋势延续到了 1Q24。1Q24 全球医疗健康融资额同比/环比分别增长 12%/30%，季度融资额接近 2Q22 以来的最高点。此外，医药魔方的月度数据显示全球创新药投融资在 2024 年 4 月同比增长 42%，已连续 6 个月实现正增长，但月度融资绝对金额维持稳定，反映了一定的基数效应。

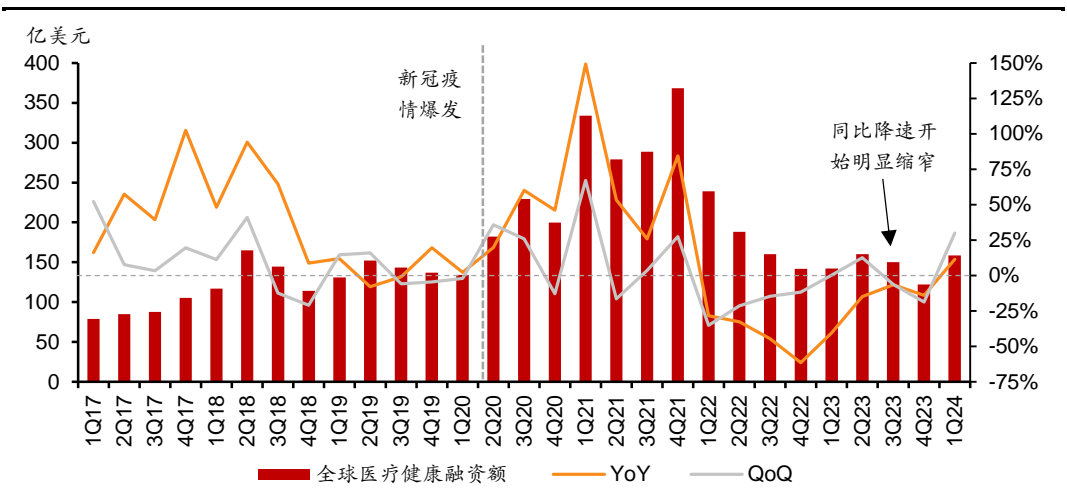
我们持续认为全球医疗健康融资恢复初现苗头，但趋势尚未站稳。展望 2024 年，随着美国加息见顶并逐渐进入降息通道，全球 biotech 融资有望迎来反弹。我们预计，从融资改善到 CXO 业绩反弹，将经历一定的时间周期。我们认为随着融资逐步改善，全球 CXO 行业或将于 2024 年下半年迎来需求周期的向上拐点。

图 15: 全球医疗健康融资额（年度）



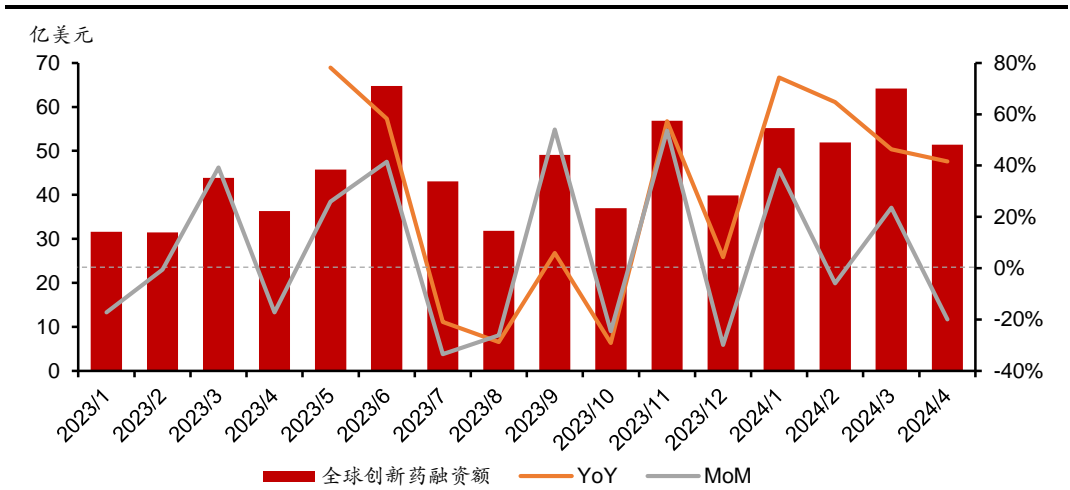
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

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: 全球创新药融资额 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

XBI 指数反映美国生物科技公司的股价走势。在新冠疫情爆发后, 伴随着全球对医药需求的急剧上升, 该指数大幅度上升。XBI 指数在 2021 年 2 月后开始下行, 伴随全球医疗健康融资走弱, 该指数在 2022 年继续下滑。进入 2023 年, XBI 指数企稳, 全球医疗健康融资也逐渐筑底。2023 年 10 月底以来, 市场开始预期美国降息, 导致 XBI 指数最高时反弹超过 52%, 但由于随后美国降息预期出现波动, 导致 XBI 出现调整。截至 2024 年 5 月 23 日 XBI 指数相对 2023 年 10 月底的涨幅仍有 32%。我们认为, XBI 指数的企稳反弹反映出市场预期美国即将进入降息周期带来的医药融资的预期回暖, 融资复苏将会提振全球医药行业的研发需求, CXO 行业也更有望看到客户需求的回暖。

图 18: XBI 指数走势



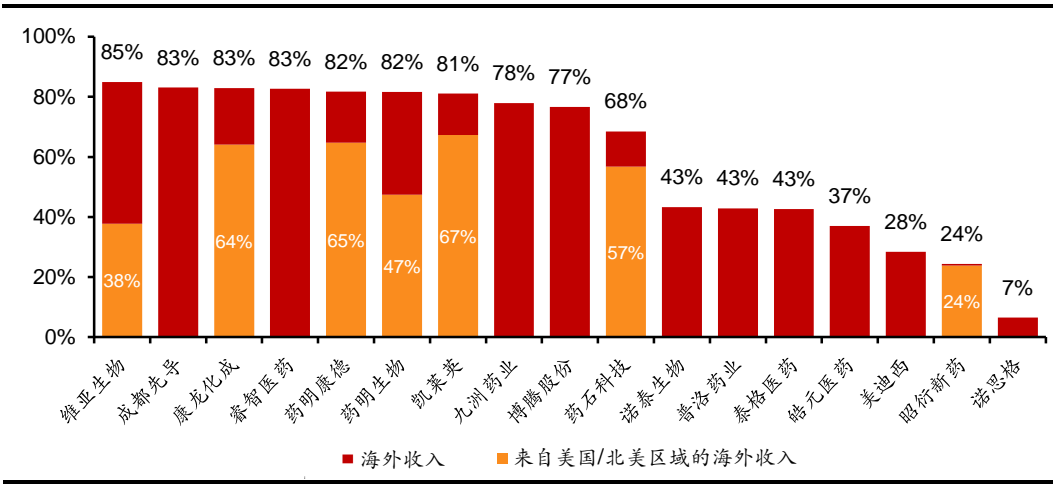
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2024 年 5 月 23 日。

对中国 CXO 行业的启示：等待更明确的需求复苏信号

中国 CXO 行业已深度融入全球医药研发产业链，大部分主要中国 CXO 公司有超过一半的收入来自海外，因此，全球医药融资和医药研发需求趋势对中国 CXO 行业有重要影响。

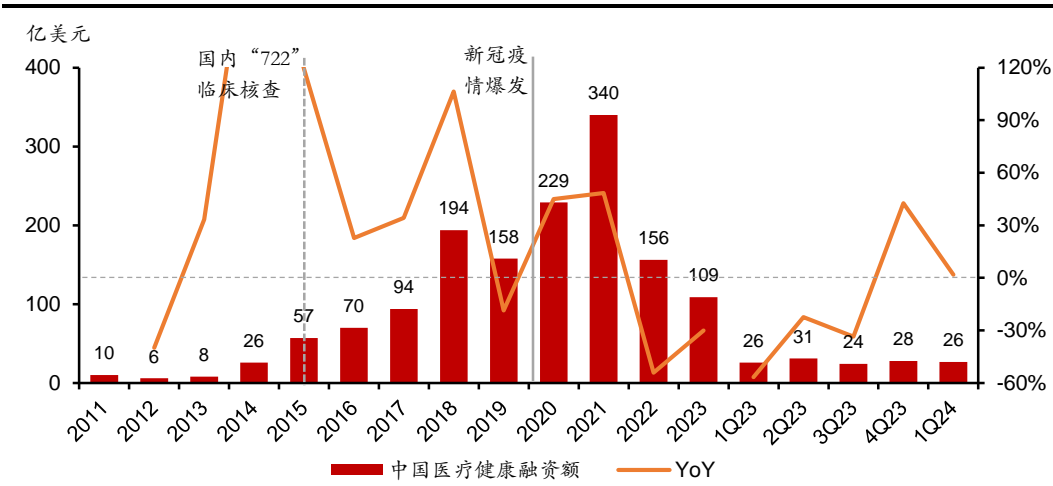
根据动脉橙数据，2023 年中国医疗健康（包括 biotech）融资额同比下降 30%，下降速度相比 2022 年（-54% YoY）有缓和，季度融资额同比变化分别为-57%/-23%/-34%/+43%；1Q24 同比增速仍然为正（+2% YoY）。医药魔方的月度融资数据显示 2024 年前 4 个月国内创新药投融资同比仍为负增长。总体来说，中国医疗市场的融资仍处在低谷，1Q24 融资恢复情况弱于全球，或许意味着 2024 年中国医药行业融资复苏节奏将慢于海外。

图 19: 中国主要 CXO 公司海外收入占比 (2023)



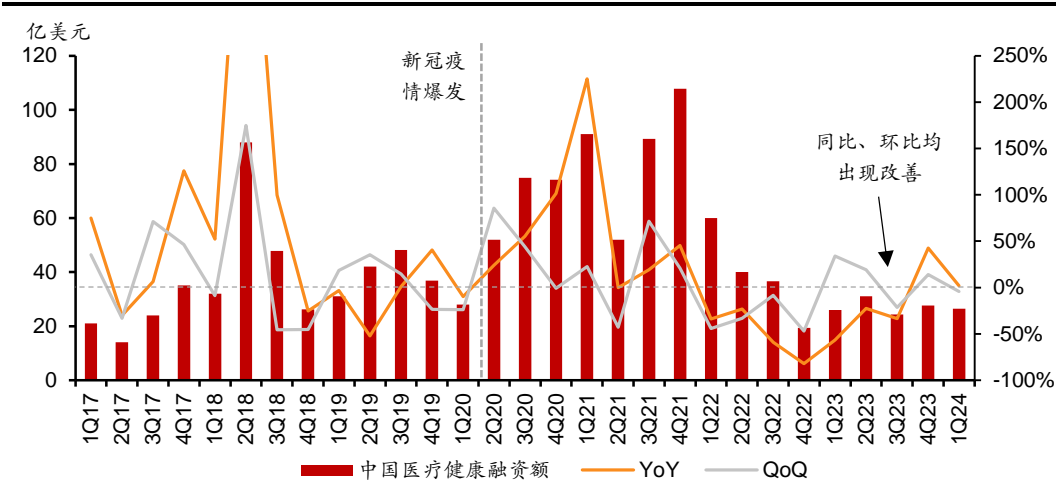
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 20: 中国医疗健康融资额 (年度)



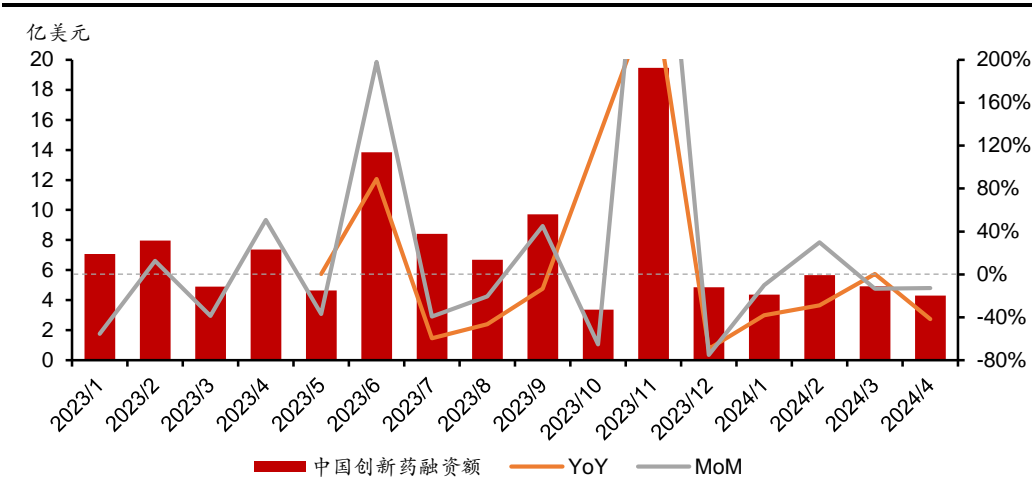
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 21: 中国医疗健康融资额 (季度)



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 22: 中国创新药融资额 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

中国 CXO 行业的订单趋势与海外情况类似, 23 年的新签订单同比开始出现负增长, 由于数据披露有限, 1Q24 的订单情况暂时未知, 但我们估计 1Q24 订单仍旧存在压力。

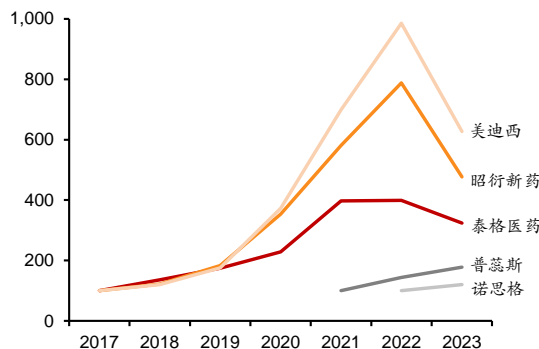
图 23: 中国 CXO 公司新签订单变化趋势

公司	新签订单变化趋势					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
泰格医药	+	+	+	+	+	-
昭衍新药	+	+	+	+	+	-
美迪西	+	+	+	+	+	-
诺思格						+
普蕊斯					+	+

资料来源: 公司资料, 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 24: 中国 CXO 公司新签订单相对增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

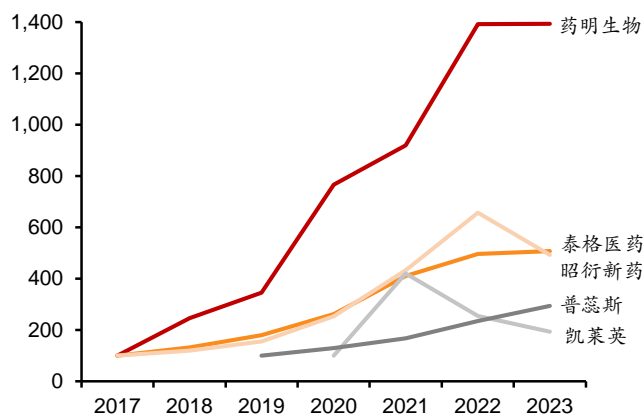
注: 基期数值为 100, 下同。

图 25: 中国 CXO 公司在手订单变化趋势

公司	在手订单变化趋势					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
药明生物	+	+	+	+	+	-
泰格医药	+	+	+	+	+	-
昭衍新药	+	+	+	+	-	+
凯莱英			+	-	-	-
普蕊斯		+	+	+	+	-

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 26: 中国 CXO 公司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

业绩趋势分析：24年业绩呈现改善预期

海外业绩改善幅度有限，拐点确认或将需要多季度业绩验证

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

从海外CXO和生命科学上游公司过去3年的业绩和股价复盘来看，当连续两到三个季度业绩出现减速，才会对行业预期趋势造成影响，进而对估值产生影响。因此我们认为未来市场对于业绩实质改善的确认也需要一段时间的验证。从2023年和1Q24海外公司的季度业绩来看，改善趋势还未完全形成，1Q24的改善幅度仍然有限，特别是收入端，1Q24的平均收入增速为2.0% (vs 4Q23的+0.7% YoY)。利润端下跌趋势显著收窄，1Q24的平均利润增速为-0.6% (vs 4Q23的-26.7% YoY)。海外管理层指引也预示着2024年行业收入端改善将较为有限而利润端改善将较为显著。

年初至今，海外CXO平均12个月动态市盈率最高反弹约15%，但近两月有所调整。截至2024年5月23日，该指标相比年初增长2.3%。我们认为，目前市场并未形成行业到达向上拐点的一致预期。我们预期，未来几个季度如果业绩改善的趋势持续得到确认，市场预期将会进一步提升，行业估值也有进一步修复空间。

图 27: 海外主要CXO和生命科学上游公司收入增速变化

收入增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
Thermo Fisher	+																								
Danaher																									
Sartorius																									
IQVIA (临床CRO板块)																									
ICON																									
Syneos																									
Fortrea																									
Medpace																									
Labcorp (药物开发板块)																									
Charles River																									
Inotiv																									
Lonza																									
Samsung Bio																									
Catalent																									

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期增速 (YoY) 相比于上期增速 (YoY) 有提速, “-”表示有降速。提速的年度/季度以红色标注, 降速的年度/季度以绿色标注, 没有数据的年度/季度以灰色标注 (下图类似)。例如 Medpace 2022 年度收入增速相比 2021 年度提速, 则用红色标注; 4Q22 收入增速相比 3Q22 降速, 则用绿色标注。收入增速均基于表观收入口径。对于 Lonza, 2Q/4Q 增速指 1H/2H 增速。对于 Catalent, 2024E 增速变化基于彭博一致预测 (截至 2024 年 5 月 23 日), 其他公司基于最新业绩指引。

图 28: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司利润增速变化

净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Thermo Fisher	+		+				+																	
Danaher	+			+																				
Sartorius																								
IQVIA																								
ICON	+																							
Syneos																								
Fortrea																								
Medpace																								
Labcorp																								
Charles River																								
Inotiv																								
Lonza																								
Samsung Bio																								
Catalent																								

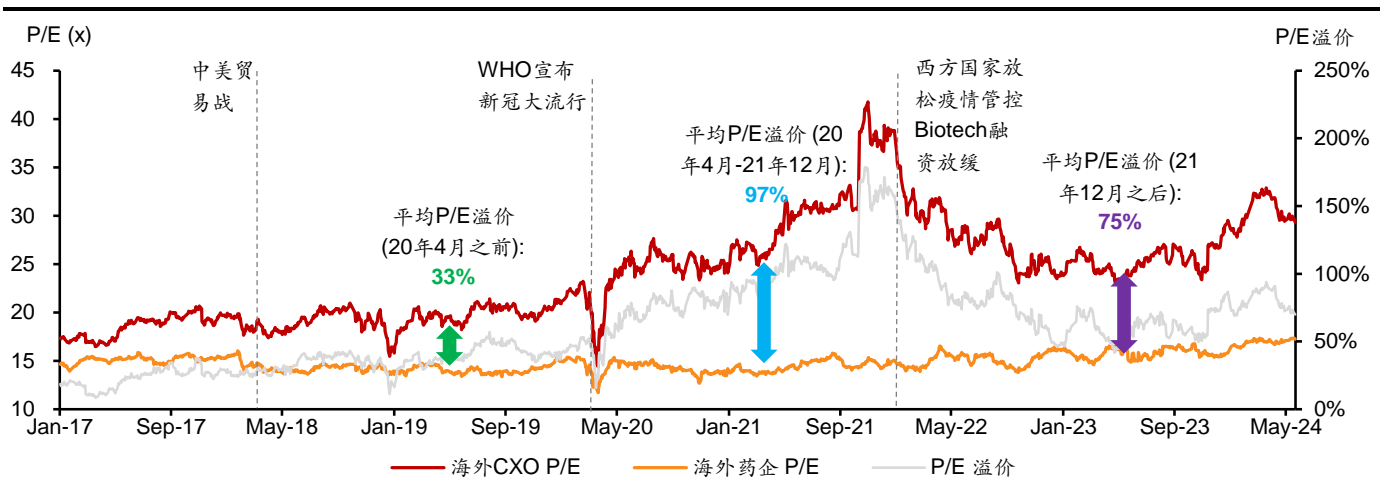
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于核心 EBITDA, 2Q/4Q 增速指 1H/2H 增速; 对于 Fortrea 和 Inotiv, 利润增速基于 non-GAAP EBITDA; 对于 Sartorius, 利润增速基于相关 (relevant) 净利润; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。对于 Catalent 和 Samsung Bio, 2024E 增速变化基于彭博一致预测 (截至 2024 年 5 月 23 日), 其他公司基于最新业绩指引。

海外 CXO 企业的平均估值经历 2022 年的下跌后, 在 2023 年持续改善, 并一直延续到 2024 年。截至 2024 年 5 月 23 日, 海外 CXO 平均 12 个月动态市盈率为 29.3x, 已恢复至 2017 以来的历史较高水平。我们认为本轮估值修复主要是由于市场自去年 10 月份后开始关注 2024 年美联储将进入降息周期以及海外 CXO 业绩反转。

海外 CXO 行业由于历史平均业绩增速比药企快, 并且业绩的可预见性高, 因此历史平均 P/E 估值比药企高。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月 (即新冠疫情前), 海外主要 CXO 相对海外主要药企的平均 P/E 溢价为 33%。在新冠疫情期间 (2020 年 4 月至 2021 年 12 月), 平均 P/E 溢价大幅度提升到 97%。2022 年 1 月之后, 经历过 2022 年的估值下行以及 2023 年至今的估值修复后, 平均 P/E 溢价仍有 75%, 截至 2024 年 5 月 23 日平均 P/E 溢价率约为 70%。

图 29: 海外主要 CXO vs 主要药企的 12 个月动态市盈率溢价再度进入扩张通道



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 图中的海外 CXO 公司包括: Catalent (CTLT US)、Charles River (CRL US)、ICON (ICLR US)、IQVIA (IQV US)、LabCorp (LH US)、Lonza (LONN SW)、Medpace (MEDP US)、PRA Health (PRAH US)、PPD (PPD US)、Syneos (SYNH US)、Fortrea (FTRE US)、Thermo Fisher (TMO US) 以及 Samsung Bio (207940 KS)。图中的海外主要药企包括: AbbVie (ABBV US)、Amgen (AMGN US)、AstraZeneca (AZN LN)、Bayer (BAYN GR)、BMS (BMY US)、GSK (GSK LN)、J&J (JNJ US)、Merck (MRK US)、Novartis (NOVN SW)、Pfizer (PFE US)、Roche (ROG SW)、Sanofi (SAN FP)、Eli Lilly (LLY US) 以及 Novo Nordisk (NVO US)。数据截至 2024 年 5 月 23 日。

中国 CXO 行业：业绩节奏滞后于海外同行，估值处于历史底部

中国 CXO 行业同样受益于全球新冠爆发带来的研发需求，中国主要 CXO 公司的 2021 年业绩增速较 2020 均显著提速。受到 2021 年高基数以及全球 biotech 融资下降和地缘政治因素的影响，中国 CXO 公司业绩增长从 2Q22 开始减速。业绩减速趋势在 3Q23 继续放大，主要由于全球早期研发需求走弱，并且 1H22 由于疫情原因导致部分需求递延至 3Q22 而造成的高基数效应。相比海外主要 CXO 公司在 3Q21 开始出现业绩减速，中国 CXO 公司在这一轮新冠周期内的业绩减速时点滞后约 2 至 4 个季度。考虑到 2022 年仍有新冠收入造成的高基数影响，2023 年的业绩增长仍然承压，并延续至 1Q24。结合我们的财务模型预测以及彭博一致预期，2024 年中国主要 CXO 公司的收入增速相较于 2023 年将整体呈现减速趋势，但是利润端的表现要好于收入端。我们预计中国主要 CXO 公司的业绩复苏节奏将慢于海外。

图 30: 中国主要 CXO 公司的收入增速变化

收入增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
药明康德		+		+	+				+	+		+			+			+		+		+			
药明康德(剔除新冠)																									
药明生物		+																							
药明生物(剔除新冠)																									
泰格医药																									
泰格医药(剔除新冠)																									
昭衍新药		+	+	+																					
康龙化成			+	+	+																				
凯莱英																									
美迪西		+	+	+																					
九洲药业																									
维亚生物																									
维亚生物(药物发现)																									
成都先导																									

资料来源: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

注: 除剔除新冠增速外, 其他历史收入增速均基于表现收入。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2024E 增速变化基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预测(截至 2024 年 5 月 23 日)。

图 31: 中国主要 CXO 公司的利润增速变化

净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
药明康德																									
药明生物																									
泰格医药																									
昭衍新药																									
康龙化成																									
凯莱英																									
美迪西																									
九洲药业																									
维亚生物																									
成都先导																									

资料来源: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于药明康德、药明生物和康龙化成, 历史净利润增速均基于 non-IFRS 净利润; 对于昭衍新药, 历史净利润增速基于招银国际环球市场计算的经调整净利润; 其他公司净利润增速基于扣非归母净利润。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2024E 增速变化基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预测(截至 2024 年 5 月 23 日)。

类似海外的情况, 国内 CXO 的平均估值从 2021 年三季度开始进入下行通道。与海外 CXO 估值在 2023 年开始修复不同, 中国 CXO 的估值在 2023 年和 2024 年继续下行, 主要反映业绩下行以及相关地缘政治环境的不确定。截至 2024 年 5 月 23 日, 中国主要 CXO 公司的平均 12 个月动态市盈率为 17.0x (vs 海外的 29.3x), 继续处在 2017 年以来的最低水平。

国内 CXO 相较于药企以往享受更高的 P/E 估值，但 2023 年 3 月后开始出现估值折价。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月，国内主要 CXO 相对国内主要药企的平均 12 个月动态 P/E 溢价为 55% (vs 海外同期为 33%)。在新冠疫情期间 (2020 年 4 月至 2022 年 12 月)，平均 P/E 溢价大幅度提升到 116% (vs 海外同期为 97%)。随着国内 CXO 业绩下行以及地缘政治的扰动，2023 年 1 月之后，平均 P/E 溢价已经转负至 -3% (vs 海外溢价 75%)。截至 2024 年 5 月 23 日，中国 CXO 相对于药企的平均 P/E 折价为 6% (vs 海外溢价 70%)。

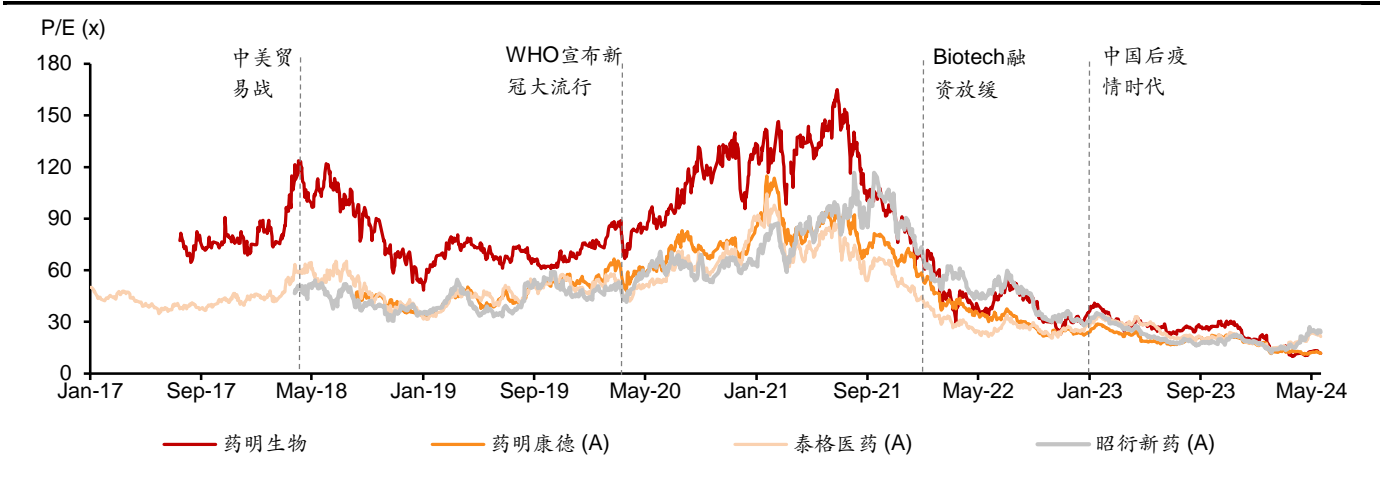
图 32: 中国主要 CXO 公司相对主要药企的 12 个月动态市盈率溢价



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 纳入上图的中国主要 CXO 公司包括: 凯莱英 (002821 CH/6821 HK)、睿智化学 (300149 CH)、方达控股 (1521 HK)、成都先导 (688222 CH)、九洲药业 (603456 CH)、昭衍新药 (603127 CH/6127 HK)、美迪西 (688202 CH)、药石科技 (300725 CH)、康龙化成 (300759 CH/3759 HK)、博腾股份 (300363 CH)、泰格医药 (300347 CH/ 3347 HK)、维亚生物 (1873 HK)、药明康德 (603259 CH/2359 HK) 以及药明生物 (2269 HK)。中国主要药企包括: 贝达药业 (300558 CH)、石药集团 (1093 HK)、复星医药 (600196 CH/2196 HK)、翰森制药 (3692 HK)、恒瑞医药 (600276 CH)、康弘药业 (002773 CH)、科伦药业 (002422 CH)、丽珠集团 (000513 CH/1513 HK)、中国生物制药 (1177 HK) 以及上海医药 (601607 CH/2607 HK)。由于绝大多数中国上市的 biotech 公司仍未实现连续盈利, 暂未放入统计范围。数据截至 2024 年 5 月 23 日。

图 33: 中国头部 CXO 公司 12 个月动态 P/E



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2024 年 5 月 23 日。

图 34: 相对 P/E 估值: 中国 CXO vs 海外 CXO



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 相对 P/E: 中国 CXO 的 12 个月动态 P/E 除以海外 CXO 的 12 个月动态 P/E。数据截至 2024 年 5 月 23 日。

图 35: CXO 相对药企的 P/E 估值溢价: 中国 vs 海外



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: CXO 相对药企的 P/E 估值: CXO 的 12 个月动态 P/E 除以药企的 12 个月动态 P/E。数据截至 2024 年 5 月 23 日。

图 36: 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)	PB(x)	ROE	Dividend yield
						24E	25E	26E	24E	24E	24E	24E
海外												
Thermo Fisher	TMO US	未评级	223.3	4.9%	6.7%	26.9	24.0	21.6	4.0	4.6	15.5%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	193.6	5.5%	9.5%	34.4	30.1	26.9	3.6	3.4	9.9%	0.4%
Sartorius	SRT GR	未评级	18.8	9.5%	16.1%	41.6	31.6	25.2	2.6	3.8	12.2%	0.5%
IQVIA	IQV US	未评级	41.4	5.7%	9.8%	20.6	18.3	16.2	2.1	6.2	28.6%	0.0%
ICON	ICLR US	未评级	26.5	7.0%	14.0%	21.4	18.6	16.6	1.5	2.6	11.0%	0.0%
Fortrea	FTRE US	未评级	2.3	0.4%	18.5%	31.7	16.1	13.6	1.7	1.3	3.9%	0.0%
Medpace	MEDP US	未评级	12.1	15.4%	20.2%	34.4	29.5	25.0	1.7	13.0	48.0%	na
Charles River	CRL US	未评级	11.2	5.8%	9.8%	19.7	17.6	15.6	2.0	2.8	14.3%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	16.6	5.1%	6.7%	13.3	12.3	11.3	2.0	2.0	15.5%	1.3%
Lonza	LONN SW	未评级	41.7	8.8%	14.5%	41.5	33.2	26.8	2.9	3.8	9.1%	0.9%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	39.3	15.1%	17.2%	55.1	46.5	39.0	3.2	5.0	9.4%	0.0%
Catalent	CTLT US	未评级	9.9	5.1%	22.3%	nm	47.3	31.0	na	2.7	1.4%	na
Bachem	BANB SW	未评级	7.1	20.5%	19.2%	57.8	42.6	34.3	3.0	4.7	8.5%	1.0%
海外平均				8.4%	14.2%	33.2	28.3	23.3	2.5	4.3	14.4%	0.4%
国内												
药明康德	603259 CH	买入	16.8	5.3%	4.0%	13.2	11.9	10.3	3.3	2.1	15.5%	2.1%
康龙化成	300759 CH	未评级	4.7	12.5%	13.6%	20.2	17.1	15.5	1.5	2.7	13.1%	1.1%
泰格医药	300347 CH	买入	7.1	16.0%	19.3%	29.0	24.0	19.1	1.5	2.2	10.5%	1.1%
昭衍新药	6127 HK	买入	1.5	9.5%	9.5%	17.0	13.7	9.3	1.8	0.8	-0.7%	0.0%
药明生物	2269 HK	买入	6.8	10.8%	12.3%	9.4	8.2	7.2	0.8	1.1	9.3%	0.0%
凯莱英	002821 CH	未评级	3.8	4.0%	-3.8%	23.0	17.8	14.2	na	1.6	6.9%	1.0%
国内平均				9.7%	9.1%	18.6	15.5	12.6	1.8	1.7	9.1%	0.9%

数据来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 药明康德、泰格医药、昭衍新药、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(截至2024年5月23日)。

海外主要 CXO 公司 2023 年度业绩概况与电话会要点

Thermo Fisher

1Q24 业绩概况:

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 1Q24 业绩，收入同比下降 3.4% 至 103 亿美元 (vs 2023: -4.6%)，剔除收购、汇率以及新冠检测收入的影响，核心内生收入下降 3% (vs 2023: +1%)。毛利率同比提升 1.7 个百分点至 41.6% (vs 2023: 41.0%)。Non-GAAP 净利润同比增长 0.2% 至 19.6 亿美元 (vs 2023: -8.7%)，Non-GAAP 净利润率提升 0.7 个百分点至 18.9% (vs 2023: 19.5%)。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比下降 12.5% (内生增速: -12%) 至 22.9 亿美元，占总收入的 21.1%；2) 分析仪器板块收入同比下降 2.1% (内生增速: -1%) 至 16.9 亿美元，占总收入的 15.6%；3) 专科诊断板块收入同比增长 0.1% (内生增速: +0%) 至 11.1 亿美元，占总收入的 10.3%；4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO 和 CDMO 服务) 收入同比下降 0.7% (内生增速: -1%) 至 57.2 亿美元，占总收入的 53.0%。

2024 年指引：公司小幅上调了 2024 年业绩指引，预计收入同比下降 1.3% 至增长 1.0% (此前指引为同比下降 1.8% 至增长 1.0%)，其中核心内生收入同比下降 1% 至同比增长 1% (与此前指引一致)；预计 Non-GAAP EPS 同比下降 1.9% 至增长 2.2% (此前指引为同比下降 2.8% 至增长 2.1%)；预计 2024 年的业绩将逐季度提速。维持 13-15 亿美元的 Capex 投入，按照中值计算将小幅低于 2023 年规模 (14.8 亿美元)。

业绩电话会要点:

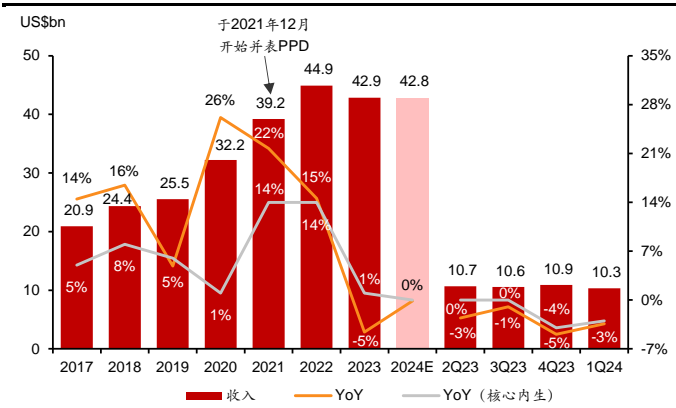
- 去库存：**生物工艺业务 1Q24 收入下滑，但签单连续两个季度环比增长，订单收入比也在改善。
- CDMO 业务：**公司在无菌罐装领域拥有市场领先地位，考虑到一个竞争对手将被收购 (指 Novo Holdings 将收购 Catalent) 以及全球无菌罐装产能紧张，这对于公司的 CDMO 业务是利好，业务活动和跟客户的沟通维持高位，持续获得新订单。公司的客户通常以十年为维度来思考问题，当遇到类似 Biosecure Act 或者 Catalent 被收购这种事件带来的不确定时，客户会寻求跟行业龙头合作来规避不确定性。
- 临床 CRO 业务：**临床 CRO 业务展现了基于执行力的强劲表现，对药企和 biotech 终端和生命科学板块收入带来积极影响。看到 biotech 融资恢复推动管线内的项目活跃程度提高，但这仍需要一段时间才可明显反映至收入层面。收购 PPD 正带来协同效应，已达到所有预先设定的成本节约目标。
- 分区域的 1Q24 收入增速拆分：**北美市场中单位数下降 (vs 2023 高单位数下降)，欧洲低单位数下降 (vs 2023 低单位数下降)，亚太低单位数下降 (vs 2023 低单位数下降)，其中中国市场低单位数下降 (vs 2023 高单位数下降)。

- 5) 分终端客户类型的 1Q24 收入增速拆分: 药企和 biotech 终端低单位数下降 (vs 2023: -1% YoY), 新冠疫苗和治疗药物收入减少影响 3 个百分点的增长, 但临床 CRO 业务强劲增长。学术和政府终端低单位数下降 (vs 2023: 高单位数增长)。工业和应用终端低单位数下降 (vs 2023: 低单位数增长)。诊断和医疗健康终端高单位数下降 (vs 2023: -30% YoY)。
- 6) 中国市场: 中国的大规模设备更新政策是一个长期刺激, 公司已经从客户那里收到一些问询, 但客户仍在等待更多政策细节落地, 因为每个省份会有不同要求。预计到今年底可以看到这个刺激政策带来的订单和收入。该政策的实施也可以提升经济信心。Biosecure Act 的影响还很难判断, 但公司的全球产能布局可以帮助客户应对挑战。

国内市场对标企业:

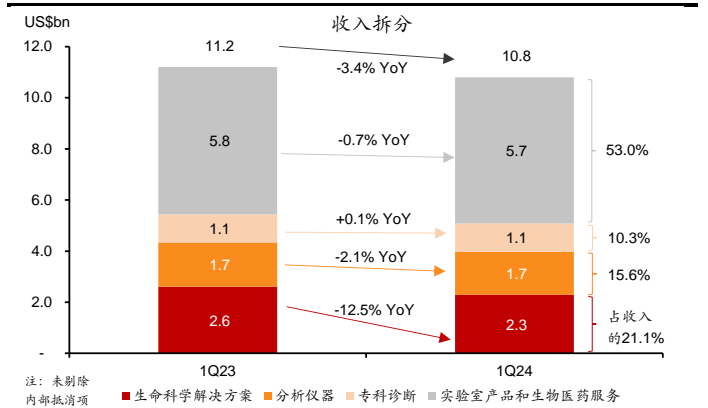
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商, 比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈等; 建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司, 如药明生物; 建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司, 如泰格医药。

图 37: Thermo Fisher: 历年收入及增速



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

图 38: Thermo Fisher: 收入拆分



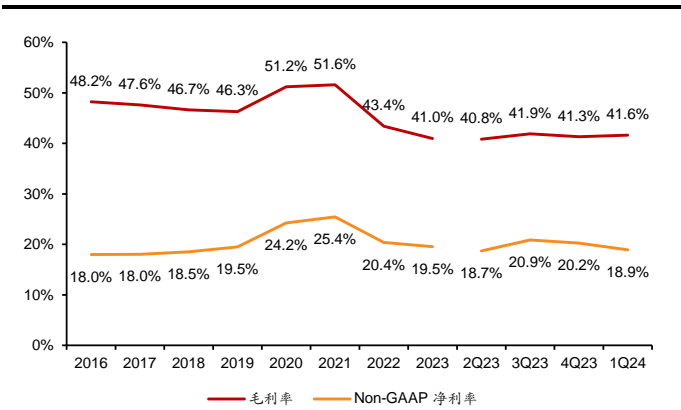
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 39: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

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

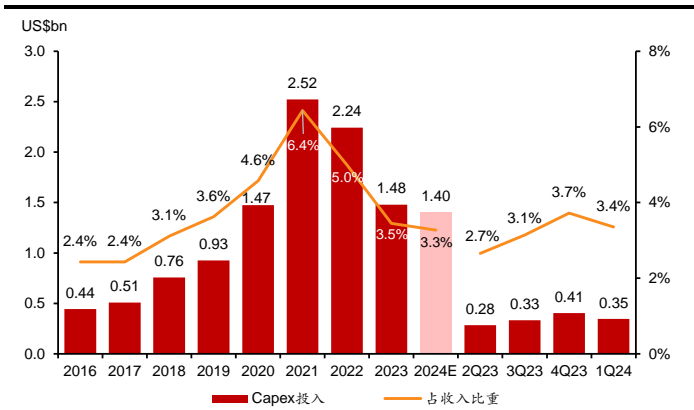
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 40: 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 41: Thermo Fisher: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024年 Capex 基于公司指引中值

Danaher

1Q24 业绩概况:

全球生命科学上游龙头 Danaher 公布 1Q24 业绩，收入同比下降 2.6% 至 58.0 亿美元 (vs 2023: -10.3% YoY, 可比口径, 下同)，剔除收购、剥离和汇率转换的影响但不剔除新冠检测收入的核心收入同比下降 4.0%。毛利率同比减少 1.4 个百分点至 60.2% (vs 2023: 58.7%)，经调整运营利润率减少 1.7 个百分点至 30.1% (vs 2023: 28.7%)，Non-GAAP 净利润同比下降 5.9% 至 14.4 亿美元 (vs 2023: -21.9% YoY)，Non-GAAP 净利率同比减少 0.9 个百分点至 24.8% (vs 2023: 23.7%)。

截至 1Q24，剩余履约金额 (Remaining Performance Obligations) 为 46 亿美元，同比下降 6.1% (vs 2023: -6.0% YoY)，环比下降 2.1%，公司预计其中 52% 将在未来 12 个月内转化成收入，25% 将在之后的 12 个月内转换成收入。

分板块：1) 生物科技板块收入同比下降 18.2% (核心: -17.0%) 至 15.2 亿美元，占总收入的 26.3%；2) 生命科学板块收入同比增长 2.1% (核心: -3.0%) 至 17.5 亿美元，占总收入的 30.1%；3) 诊断板块收入同比增长 6.4% (核心: +7.5%) 至 25.3 亿美元，占总收入的 43.6%。

2024 年指引：公司维持 2024 年核心收入同比低单位数下降的指引，小幅下调经调整运营利润率指引至 29.0% (此前指引为 29.2%)。

2Q24 指引：公司预计 2Q24 核心收入同比中单位数下降，经调整运营利润率为 26.0%。

业绩电话会要点:

- 1) 收入拆分：**整体核心收入同比下降 4.0%，其中成熟市场的核心收入小幅 (slightly) 下滑，成长市场的核心收入低双位数下滑，包括中国市场的 17-19% (high teens) 的下滑。仍然预计 24 上半年核心收入下降 15% 左右 (mid teens)，24 年末的核心收入恢复至高单位数增长甚至更高。要达到全年收入指引，订单收入比 (book-to-bill) 需要维持在 0.9 以上。
- 2) 生物科技板块：**板块核心收入同比下降 17%，其中生物工艺下降 17-19% (high teens)，药物发现和医疗下降 20%。生物工艺 1Q24 表现好于预期，订单环比 4Q23 中单位数增长，订单收入比增加至 0.95，考虑到通常 1Q 相比 4Q 会有季节性订单减少，1Q24 的订单恢复趋势令人鼓舞。生物工艺的项目取消率很低，远远低于前几个季度。维持生物工艺 2024 年核心收入低单位数下滑的指引，但增速将逐季度提升，预计 24 年末将达到高单位数增长。考虑到生物药市场的需求增长，公司相信生物工艺板块的长期核心收入将维持高单位数增长。
- 3) 生命科学板块：**板块核心收入同比下降 3%，其中设备收入中单位数下降，这与 2H23 保持一致。成熟市场内的 Pharma&biotech 客户群的研发活动维持稳定，但整体需求水平仍在低位，已经看到管线内研发活动的改善信号，但仍未传导至订单层面。学术和应用客户群的表现相对较好。中国市场收入的下滑受去年刺激措施带

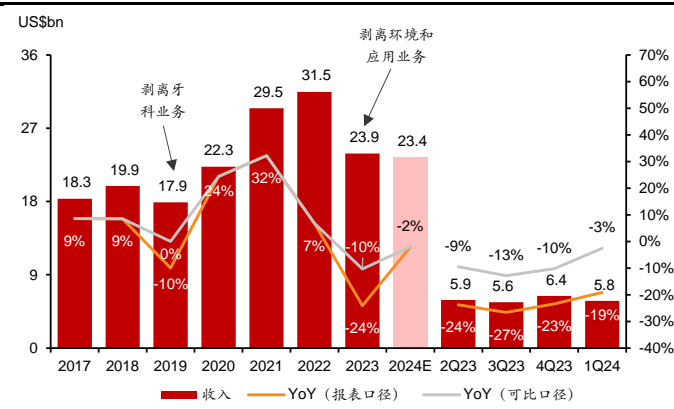
来的高基数以及疲软的市场需求影响。

- 4) **去库存:** 对于生物工艺业务来说, 北美和欧洲的大客户稳步推进去库存, 一些客户已经恢复正常下单节奏, 公司预计这些客户的库存水平将在 2Q24 结束时恢复正常水平。中国市场的需求水平仍然较弱, 客户继续留存资金和优化管线。
- 5) **融资:** 公司对整体融资环境的恢复态势感到鼓舞, 其中成熟市场的恢复情况好于其他市场 (比如中国)。虽然融资改善还未影响短期的订单, 但可作为生物工艺市场长期健康发展的正面指标。
- 6) **中国市场:** 分板块, 1Q24 生物科技板块收入下降 40%, 生命科学下降 17-19% (high teens), 诊断板块低单位数下降 (注: 中国板块增速均慢于公司整体)。仍然预计 24 年中国市场核心收入高单位数下滑。正紧密跟踪中国正在探讨的包括医疗行业在内的大规模设备更新计划, 但现在讨论影响还为时过早, 不认为会影响 24 年的业绩。Biosecure Act 的最终影响很难判断, 确实有一些药企正在探讨针对这个议案进行一些风险管理, 但公司有能力和全球任何区域为客户提供服务。

国内市场对标企业:

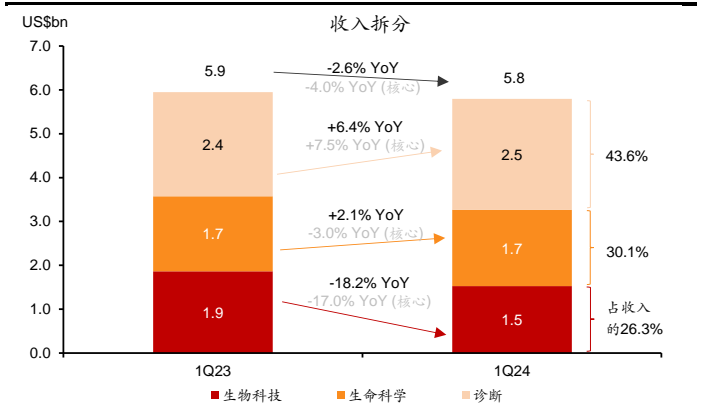
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商, 比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、义翘神州等。

图 42: Danaher: 历年收入及增速



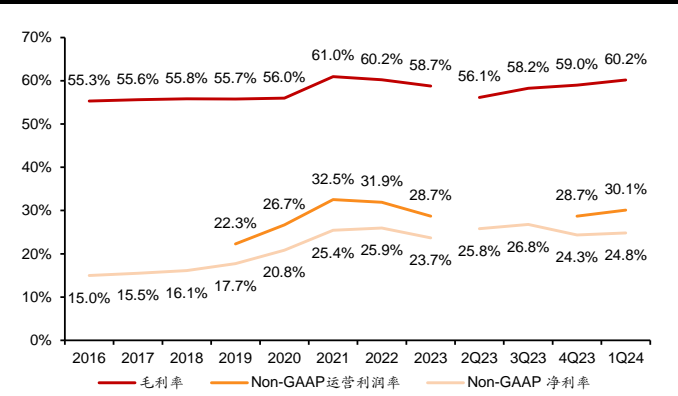
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引中值

图 43: Danaher: 收入拆分



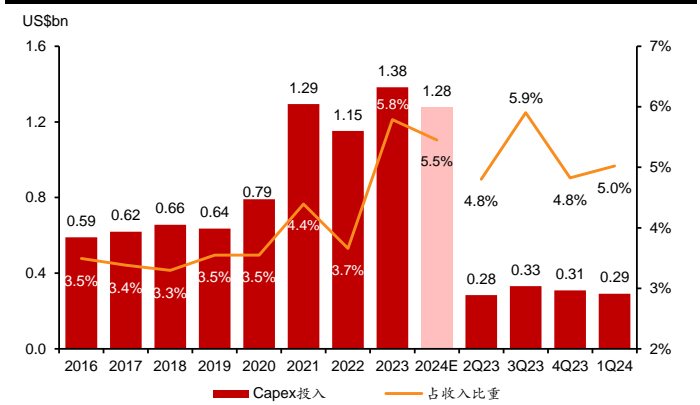
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: Danaher: 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

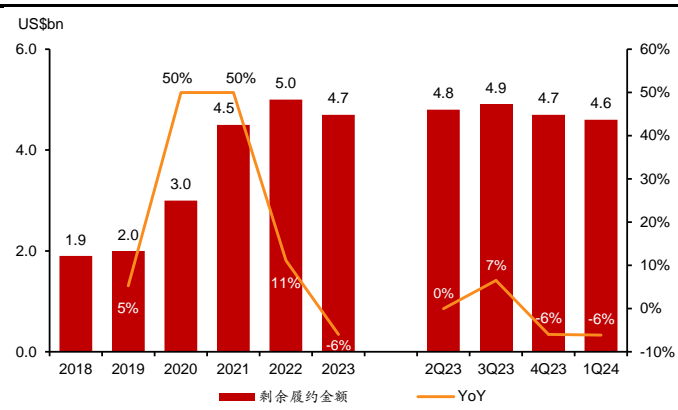
图 45: Danaher: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024年 Capex 基于公司指引: 过去三年平均值

图 46: Danaher: 剩余履约金额



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Sartorius

1Q24 业绩概况：

欧洲生命科学上游龙头 Sartorius 公布 1Q24 业绩，收入同比下降 9.3% 至 8.2 亿欧元（vs 2023: -18.7% YoY），固定汇率（constant currency/ CC）下收入同比下降 7.6%。毛利率同比减少 3.6 个百分点至 48.3%（环比增加 9.3 个百分点），underlying EBITDA 利润同比下降 13.9% 至 2.3 亿欧元（vs 2023: -31.7% YoY），经调整净利润同比下降 39.8% 至 7 千万欧元（vs 2023: -48.4% YoY），经调整净利润率同比减少 4.3 个百分点至 8.5%（环比增加 0.9 个百分点）。

1Q24 新签订单同比增长 8.0% 至 8.3 亿欧元（vs 2023: -23.5% YoY），环比减少 4.6%，同比增速自 2Q22 以来首次正增长。订单收入比（book-to-bill）连续两个季度超过 1（前次连续超过 1 时为 2Q22），意味着签单大于收入。

分板块：1) 生物工艺解决方案收入同比下降 6.9%（CC: -5.3%）至 6.5 亿欧元，占总收入的 79.0%；2) 实验室产品和服务收入同比下降 17.1%（CC: -15.3%）至 1.7 亿欧元，占总收入的 21.0%。

2024 年指引：公司维持全年业绩指引，预计收入同比中高单位数增长，underlying EBITDA 利润率小幅高于 30%，Capex 占收入比重为 13%。

业绩电话会要点：

- 1) 新签订单：**1Q24 的订单收入比延续 4Q23 的趋势继续维持在 1 以上，公司持续看到积极的需求动向。1Q24 新签订单环比减少 4.6%，由于设备订单在下半年度走弱，一些客户推迟设备下单。CGT 业务持续强劲需求，公司去年完成了对 Polyplus 的重磅收购（22 亿欧元）。分区域来看，1Q24 美洲的新签订单最强劲，同比增长 26%，EMEA 增长 6.5%，亚太区域下降 4.8%，主要由于中国市场的影响，剔除中国市场的亚太区域中单位数增长。所有客户的投资活动较弱（muted），尤其是在中国，导致设备订单减少。
- 2) 需求分化：**虽然整体收入仍在下降，占集团收入大部分的耗材收入环比实现高单位数增长，同比双位数增长，得益于客户库存的降低。耗材订单自去年 3Q23 末开始增长，并延续到现在。公司认为耗材订单和收入的积极趋势将在年内延续。客户对于设备的投入仍然疲软，特别是在中国和一些欧洲市场，导致设备订单出现明显下滑。从设备订单结构来看，上游的需求较弱，比如生物反应器，但下游分离系统的设备需求很积极。由于客户对支出的谨慎，更倾向于购买小型的台式生物反应器，而不是大型自动化生物反应器系统。
- 3) 去库存：**类似在年报电话会上提到的，公司预计客户将在 24 年底前基本（largely）完成耗材的去库存，但并不是 100% 完成，看到更多客户正恢复至正常的下单节奏。客户的库存下降主要由于耗材被使用，耗材过期只是小部分推动原因。同时注意到客户对于库存预期也有所转变，在去年客户刚开始去库存时，客户更多希望库存回

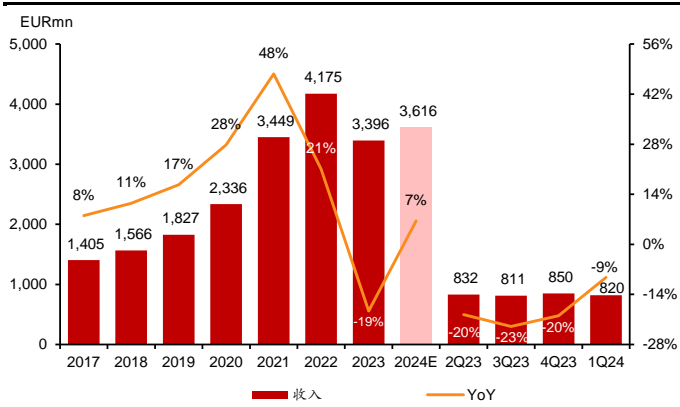
到疫情前的水平，如果考虑到当时供应链紧张问题也可接受稍微超过疫情前水平的库存。然而现在看到一些客户在持续降低库存至低于疫情前的平均水平。

- 4) **全球产能：**过去几年公司对全球医药产能进行了大量投入，特别是在中国等区域。公司确实有一些区域看到了闲置产能，但同时行业也在持续规划大量新产能，然而新增产能带来的设备订单从去年开始下滑。考虑到不断获批的新药以及药物需求的增长，预计市场对设备的需求将恢复。
- 5) **中国市场：**1Q24 的中国订单和收入相比其他区域均是最弱的，中国市场面对明显的产能过剩问题。1Q24 中国市场的耗材收入跟 4Q23 持平，但设备收入下滑。Biosecure Act 对中国和全球行业的影响还很难评估，但投资将会在不同国家间转移。公司预计中国市场今年将恢复并企稳，但公司的指引中并没有考虑任何 Biosecure Act 或者中国政府刺激政策对业务的影响。中国市场从去年年中开始加速恶化，今年下半年的基数压力将减小。预计今年中国占总收入的比重将有一定程度的上升。

国内市场对标企业：

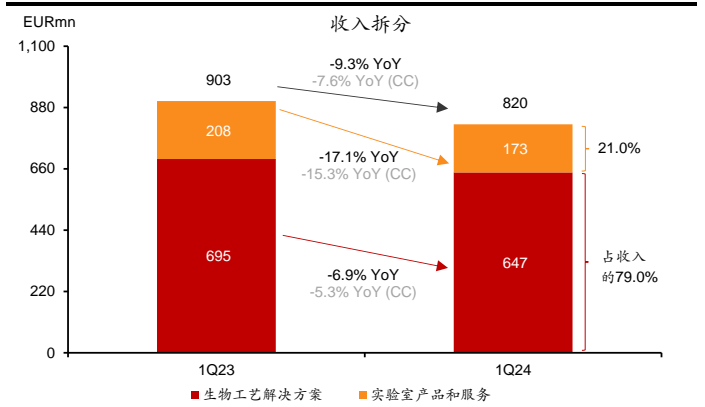
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商，比如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、义翘神州等。

图 47: Sartorius: 历年收入及增速



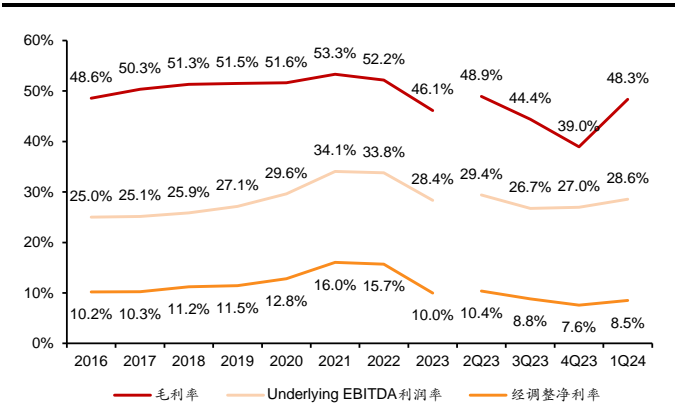
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引中值

图 48: Sartorius: 收入拆分



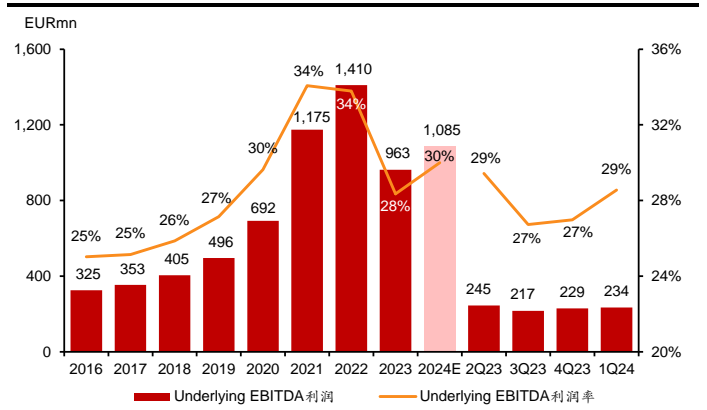
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 49: 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

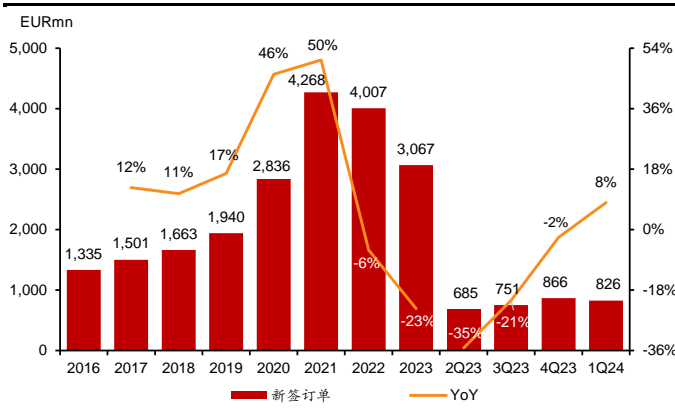
图 50: Sartorius: 历年 underlying EBITDA



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

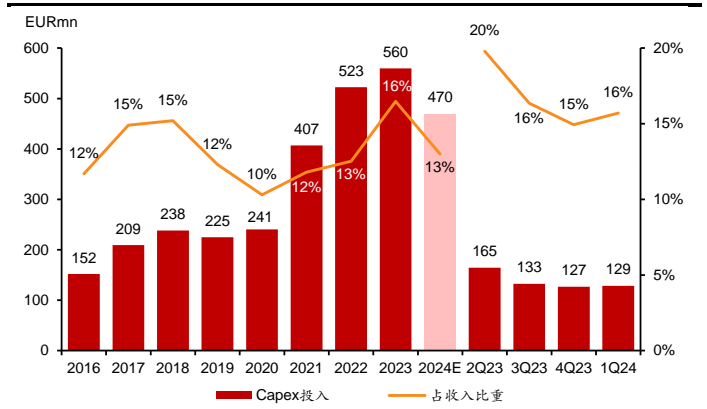
注: 2024年 underlying EBITDA 基于公司指引

图 51: Sartorius: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: Sartorius: 历年 capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2024年 Capex 基于公司指引

IQVIA

1Q24 业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 1Q24 业绩, 收入同比增长 2.3% 至 37.4 亿美元 (vs 2023: +4.0% YoY)。剔除新冠收入、汇率和收并购影响, 内生收入同比增长 5% (vs 2023: +7.5% YoY)。毛利率同比提升 0.3 个百分点至 34.6% (vs 2023: 35.0%), Non-GAAP 净利润同比增长 1.3% 至 4.7 亿美元 (vs 2023: -1.9% YoY), Non-GAAP 净利润率同比减少 0.1 个百分点至 12.5% (vs 2023: 12.7%)。

截至 1Q24, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 301 亿美元, 继续创公司历史记录, 同比增长 7.9% (vs 2023: +9.2% YoY), 环比增长 1.3%, 预计其中的 77 亿美元 (约 26%) 将在接下来 12 个月内转化为收入。1Q24 订收入比 (book-to-bill) 为 1.23x (vs 2023: 1.28x), 计算出新签订单为 25.8 亿美元, 同比下降 0.6% (vs 2023: -0.3% YoY), 环比下降 8.6%。

分板块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 0.6% (内生: +3%) 至 14.5 亿美元, 占总收入的 38.9%; 2) 研发解决方案收入同比增长 3.4% (内生: +8%) 至 21.0 亿美元, 占总收入的 56.1%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比增长 3.8% 至 1.9 亿美元, 占总收入的 5.1%。

2024 年指引: 公司微调 2024 年业绩指引, 调整汇率假设后的收入同比增长 2.3%-3.9% (此前指引为增长 2.8%-4.4%), Non-GAAP EPS 同比增长 7.4%-10.3% (与此前指引一致)。

2Q24 指引: 公司预计 2Q24 收入同比增长 0.3%-2.3%, Non-GAAP EPS 同比增长 4.5%-8.6%。

业绩电话会要点:

- 1) 需求:** 剔除取消的 CNS 大项目, 1Q24 订单收入比为 1.35x (vs 2023: 1.28x), 询单量同比增长 6% (1Q23/2Q23/3Q23/4Q23: +15%/+8%/+10%/+13%), 增长来自所有客户类型, 其中大药企的询单增速更快。管线项目数同比双位数增长。
- 2) 融资:** 根据 BioWorld 数据, 1Q24 新兴生物制药公司 (EBP/ emerging biopharma) 融资额为 471 亿美元, 是去年同期的三倍 (vs 2023: +17% YoY)。
- 3) 大药企客户控制成本的影响:** 大药企客户的成本控制计划主要影响科技与分析解决方案 (TAS)。1Q24 TAS 业务发展符合预期, 收入增速有适度 (moderately) 加速趋势, 预计下半年将继续改善。客户端看到一些积极信号, 比如客户的预算更加清晰, 以及部分客户决策周期相比 23 年下半年有所提速。然而, 基于持续的宏观不确定性 (比如美联储对降息的态度), 整体上客户仍然保持谨慎的态度。TAS 收入增速拆分: 数据服务业务表现稳定, 同比持平至低单位数增长; 真实世界研究增速从 4Q23 的负增长恢复至 1Q24 的同比持平, 认为此业务已经触底反弹; 科技服务按照预期继续快速增长; 执行周期最短的分析和咨询业务表现有起伏, 稍微低于

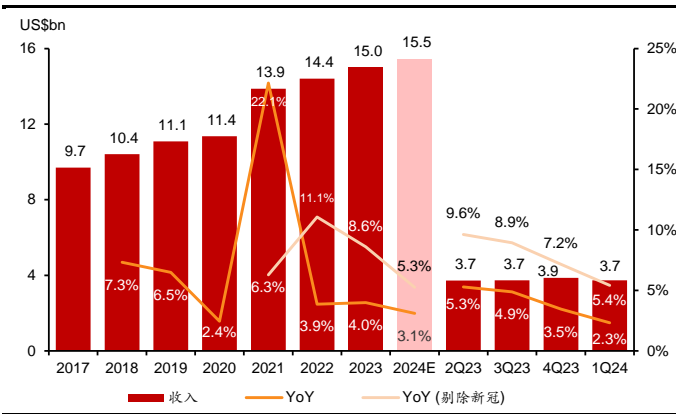
预期。

- 4) **新药上市对 TAS 业务的影响。** 新药获批上市带来的客户费用投入将在未来 5 年大幅度提高，而投入将特别集中在前 1-2 年。考虑到 23 年 FDA 创纪录的新药获批量以及 1Q24 的获批趋势，认为新药上市潮将有利于 TAS 板块在 24 年下半年的业务恢复，而真正的业绩加速将发生在 25 年。
- 5) **功能 (functional) 服务 vs 全面 (full) 服务：** 功能服务是由大药企客户的需求而产生的，但在高度专业的领域内，客户基本都选择全面服务模式，基于其内部能力的不足。现在看到的趋势是客户采用更多混合模式，客户从功能服务合作开始，但随着项目的推进，客户会委托更多工作任务。剔除过手费，功能服务占研发解决方案收入的 20-25%，占在手订单的 15% 左右，但功能服务的利润率低于全面服务。功能服务和全面服务占比的变化是动态的，近几年功能服务占比提升，并不意味着未来所有客户都将只使用功能服务。此外，biotech 和中型制药公司基本上只会选着全面服务模式。
- 6) **定价：** 定价跟过去相比没有特殊的变化，仍旧看到有来自客户端的价格压力，特别是大药企客户的价格压力比之前大，主要由于他们的成本控制计划。

国内市场对标企业：

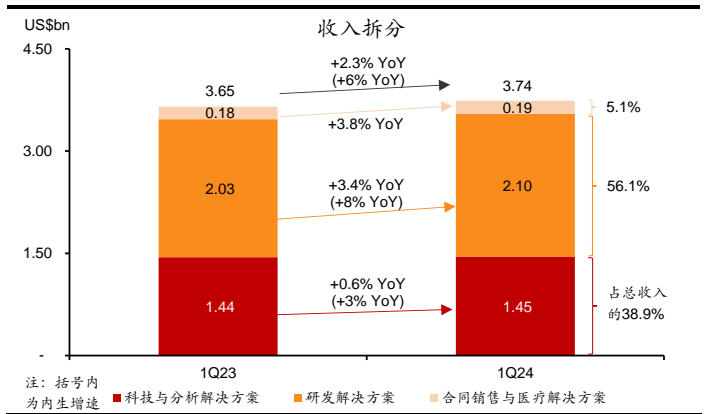
国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 53: IQVIA: 历年收入及增速



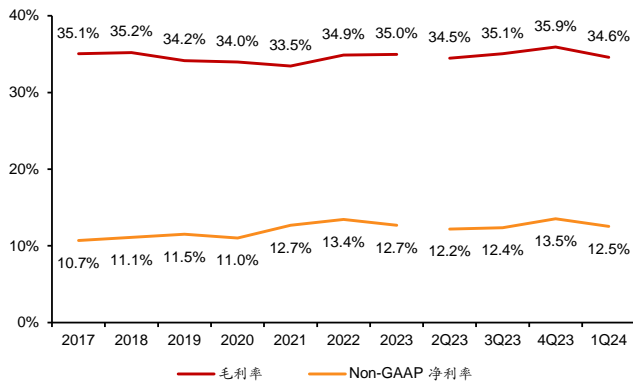
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 54: IQVIA: 收入拆分



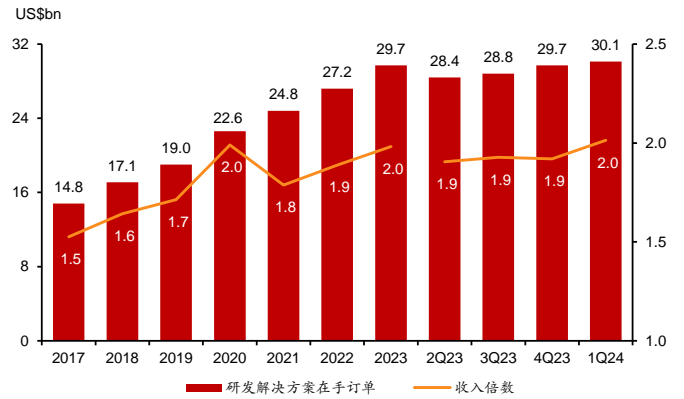
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 55: IQVIA: 历年毛利率及净利率



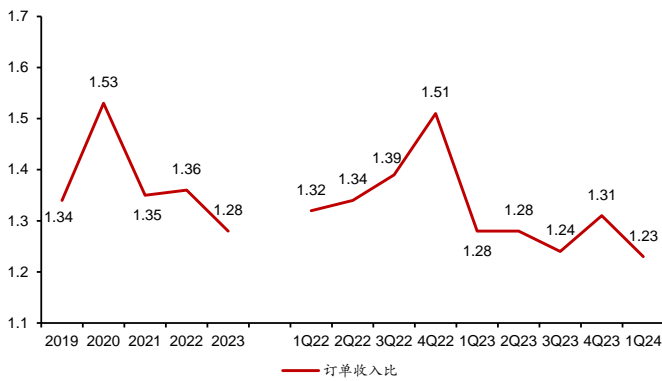
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 56: IQVIA: 历年在手订单



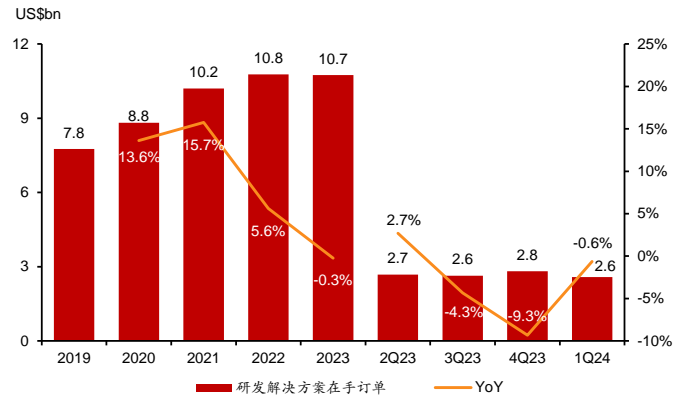
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 57: 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 58: IQVIA: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 新签订单根据订单出货比计算得出, 与公司披露口径有差异

ICON

1Q24 业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 ICON 公布 1Q24 业绩，收入同比增长 5.7%（固定汇率：+5.4% YoY）至 20.9 亿美元（vs 2023: +4.9% YoY），毛利率同比提升 0.1 个百分点至 29.6%（vs 2023: 29.6%），Non-GAAP 净利润同比增长 20.3%（vs 2023: +9.2% YoY）至 2.9 亿美元，Non-GAAP 净利润率同比提升 1.7 个百分点至 13.8%（vs 2023: 13.0%）。

截至 1Q24，在手订单金额达到 234 亿美元，同比增长 10.4%（vs 2023: +10.1% YoY），环比增长 2.6%。1Q24 总新签订单 31.1 亿美元，同比增长 9.0%（vs 2023: +7.0% YoY），环比增长 4.1%。扣除取消订单 4.6 亿美元（取消率 14.8%，vs 2023: 15.5%），净新签订单 26.5 亿美元，同比增长 9.9%（vs 2023: +5.3% YoY），环比增长 4.9%。1Q24 订单收入比 1.27，高于 2023 年的 1.22 和 4Q23 的 1.22。

2024 年指引：公司维持 2024 年业绩指引不变（以中值计算），预计收入同比增长 4.4% - 7.4%；non-GAAP EPS 同比增长 14.5% 到 18.5%。

业绩电话会要点:

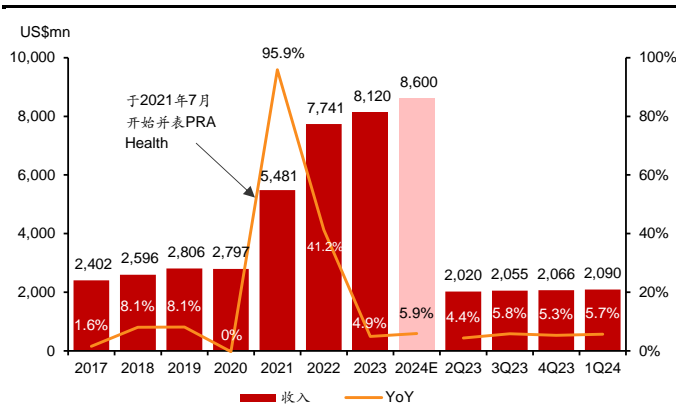
- 1) 融资和需求：**需求基本面持续改善。BioCentury 数据显示 biotech 融资同比增长超过 50%，大药企的 R&D 支出按照之前的预期维持低个位数的增长。1Q24 的询单（RFP）低双位数增长（TTM），大药企客户的需求持续强健，RFP 增速快于 biotech 客户，biotech 客户需求已经稳定。公司的所有业务板块均取得稳健的增长，特别是大药企客户的全面服务（full service）以及实验室业务。预计这些趋势将会在年内延续，对全年展望保持乐观，预计全年订单收入比为 1.25（vs 2023: 1.22）。从融资到 RFP 有 1-2 个季度的滞后，所以预计在 2Q24 开始可以看到融资改善带来的 RFP，如果融资恢复趋势可以持续，预计在年底和明年可以看到对收入端的正面影响。
- 2) 重组 Biotech 服务部门：**公司在 4Q23 对于 biotech 客户业务进行了品牌重组，成立了 ICON Biotech 部门，员工人数约 8000 人，是全球最大的专注于服务 Biotech 客户的临床团队。该部门现已看到客户认可度和项目赢得率的提升趋势。ICON 的 biotech 客户占收入的 30-35%，其中依赖资本市场融资的客户占收入的 15% 左右，biotech 客户是 ICON 重要的客户组成部分。该部门的管理层已跟客户充分沟通，让客户了解到 ICON 有足够的员工来支持客户的研发创新需求。
- 3) 外包渗透率天花板：**通常外包渗透率每年提升 1-2 个百分点。认为未来 10-20 年外包行业仍有充足的增长空间，现在外包渗透率大概在 50-55%，而天花板预计在 70-75%。大药企客户的外包率低于 biotech 客户。客户决策速度在过去一两个季度并没有什么特殊变化，仍维持在过去的正常水平。
- 4) 真实世界研究：**真实世界研究受到客户的持续关注，也是公司看到业务增长机会的领域，特别是对于大型临床实验。随着减肥药物的研发进展以及新一代减肥药的迭代，真实世界研究的作用将会更重要。

- 5) **功能 (functional) 服务 vs 全面 (full) 服务:** 一年前看到客户选择更多的功能服务, 但现在看到客户又重新偏向全面服务。但即使在全面服务框架下, 客户现在也更倾向于使用混合的合作模式, 特别是大药企客户, 可能会在数统和医疗撰写等领域有一部分自己的员工参与进来 (功能服务), 同时临床运营和项目管理等工作完全交给 CRO (全面服务)。ICON 是全球最大的功能服务 CRO, 同时对全面服务有深入的涉及, 两种能力的结合让公司可以更好地满足客户的需求。
- 6) **员工情况:** 员工留存率已经回升至接近 90%, 是公司历史最好水平。1Q24 的员工人数仅仅增长不到 100 人 (~0.24%), 远低于收入的增速, 得益于自动化和 AI 等技术带来的工作效率的提升。

国内市场对标企业:

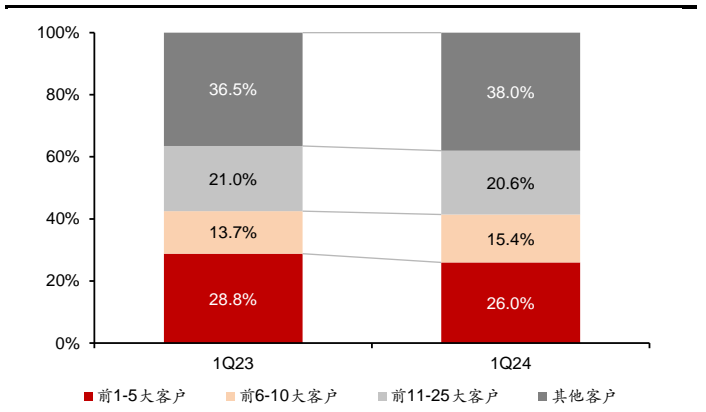
国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司, 如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 59: ICON: 历年收入及增速



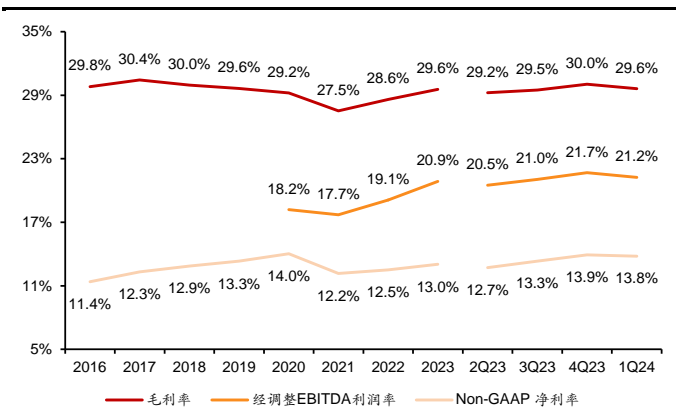
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 60: ICON: 收入拆分



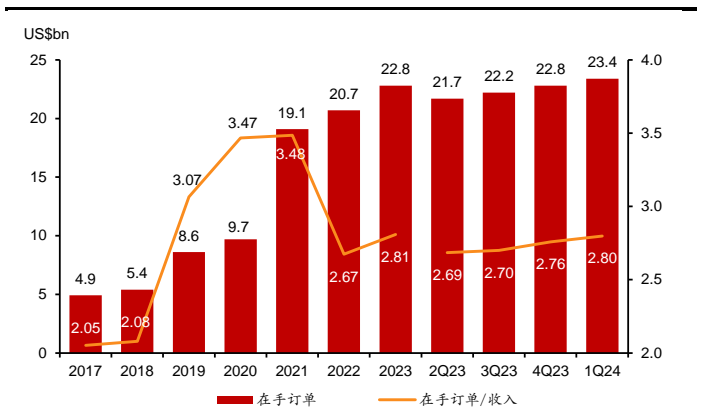
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 61: ICON: 历年毛利率及净利率



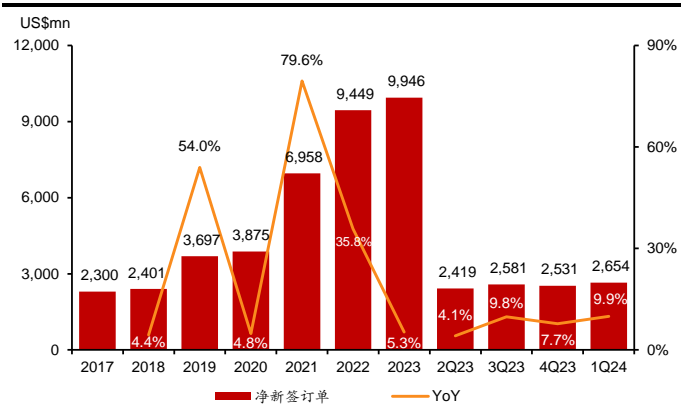
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 62: ICON: 历年在手订单



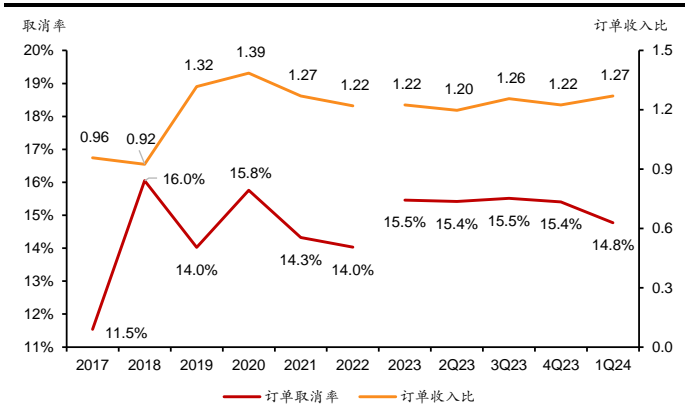
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 63: ICON: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 64: ICON: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Fortrea

1Q24 业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Fortrea (2Q23 从美国 Labcorp 公司独立分拆) 公布 1Q24 业绩, 收入同比下降 4.3% 至 6.6 亿美元 (vs 2023: +0.5% YoY), 毛利率同比减少 5.4 个百分点至 16.3%, Non-GAAP EBITDA 同比下降 29.3% 至 2950 万美元 (vs 2023: -34.0% YoY), Non-GAAP 净利润转亏至 350 万美元 (vs 2023: -58.8% YoY)。公司计划在 2Q24 完成拆分其使能服务板块 (占 2023 年收入的 8.7%)。

截至 1Q24, 在手订单金额达到 74 亿美元, 自分拆独立后增长 6%, 环比增长 0.4%。订单收入比为 1.11x (vs 2H23: 1.27x)。

2024 年指引: 公司下调持续经营业务 (即临床运营相关服务) 的全年收入指引至同比下降 1.9% 至增长 0.5% (此前指引为同比增长 1.8%-4.1%), 下调 Non-GAAP EBITDA 利润指引至同比下降 2.7%-10.2% (此前指引为同比下降 6.5% 至增长 8.5%)。

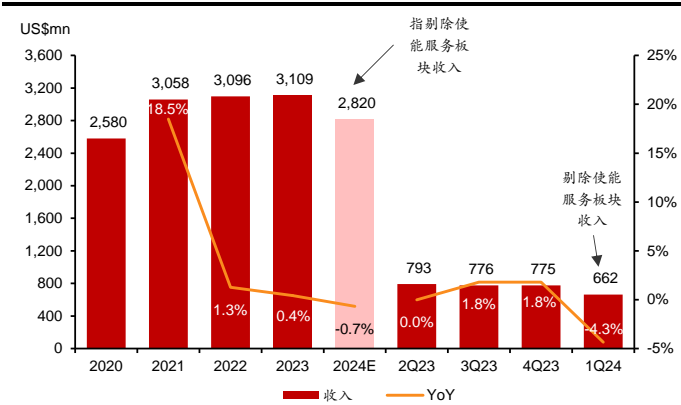
业绩电话会要点:

- 1) 需求和融资:** 药物开发市场维持资金吸引力, 1Q24 biotech 融资向好, 看到 biotech 客户获得融资支持, 这带来了行业的乐观态度, 利好 CRO 行业。公司的需求趋势良好且在改善, 有业务机会的管线 (opportunity pipeline, 类似询单的概念) 数量环比单位数增长, 价值量环比双位数增长。1Q24 的项目赢得率是去年 7 月分拆独立后的最好水平。
- 2) 订单收入比:** 1Q24 订单收入比 1.11x 低于 1.2x 的目标, 由于一个项目的延期以及一个大项目取消 (剔除后的整体取消率维持正常水平), 但自去年 7 月分拆独立后的 9 个月的订单收入比为 1.2x。考虑到管线的质量和规模, 维持全年 1.2x 的目标。预计全年的订单转化速度将低于预期 (由于确认时点而不是由于取消率导致), 公司已采取行动提高项目推进速度。
- 3) 业绩指引:** 下调业绩指引反映分拆前项目结构导致的更慢的项目启动以及低于预期的订单收入比和过手费收入趋势。预计 1Q24 的业绩将是分拆独立后的最低点, 预计 24 年下半年收入增长 3%。预计公司采取的业务调整措施将在 24 年底和 25 年见到成效, 收入和利润端均将改善, 经调整 EBITDA 利润率目标届时回到 2022 年 13% 的水平。
- 4) 定价:** 定价上没有变化。看到大药企客户的功能服务 (functional service) 项目的竞争变得更激烈, 公司会视情况参与这种竞标。看到大药企客户在增加对功能服务和全面服务 (full service) 混合模式的需求 (注: 与 IQVIA 和 ICON 管理层的观点一致)。同时也需要关注其他非上市 CRO 公司的报价, 客户一般会剔除偏高或者偏低的报价, 保持价格在合理的区间, 也会保证客户项目交付质量和 CRO 公司的财务状况。
- 5) 客户结构:** 公司的收入一半来自大药企一半来自 biotech, 大药企客户在项目分配

上更具有持续性，公司会继续开发大药企客户。Biotech 将继续成为行业创新的动力，公司也会继续强化 biotech 的服务能力。

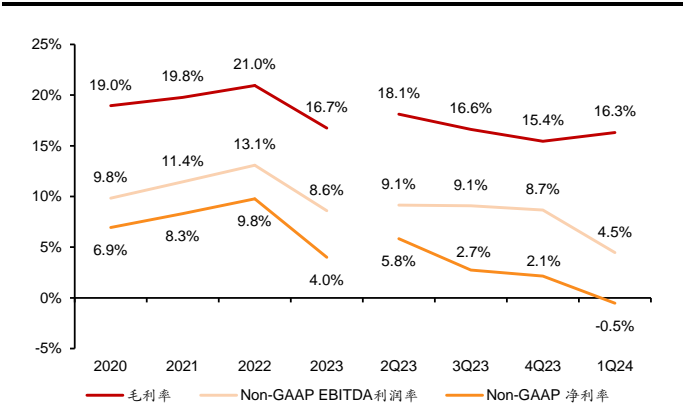
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 65: Fortrea: 历年收入及增速



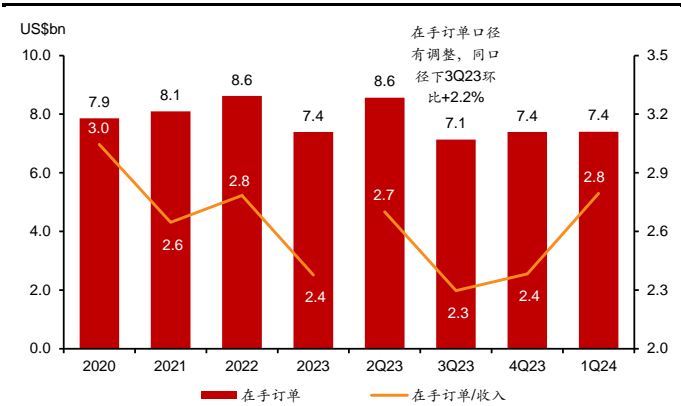
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 66: Fortrea: 毛利率和净利率



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 67: Fortrea: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Medpace

1Q24 业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 1Q24 业绩，收入同比增长 17.7%至 5.1 亿美元 (vs 2023: +29.2% YoY)，其中小型生物制药公司贡献 79%的收入 (vs 2023: 78%)，中型生物制药公司贡献 17% (vs 2023: 18%)，大药企贡献 4%的收入 (vs 2023: 4%)。毛利率同比提升 0.4 个百分点至 30.4% (vs 2023: 27.8%)，GAAP 净利润同比增长 40.7%至 1.0 亿美元 (vs 2023: +15.3% YoY)，GAAP 净利率同比提升 3.3 个百分点至 20.1% (vs 2023: 15.0%)。

截至 1Q24，在手订单金额达到 29.1 亿美元，同比增长 18.2% (vs 2023: +20.2% YoY)，环比增长 3.4%，预计其中的 15.6 亿美元 (约 54%) 将在未来 12 个月内转化为收入。1Q24 新签订单 6.2 亿美元，同比增长 10.8% (vs 2023: +28.8% YoY)，环比增长 0.1%。截至 1Q24，员工人数为 5,817 人，同比增长 8.0% (vs 2023: +13.6% YoY)，环比减少 0.9%，年化人效 (单位员工创造收入) 同比增长 5.5%至 36.5 万美元。

2024 年指引: 公司预计 2024 年收入同比增长 14.0%-16.4% (与此前指引相同)，上调 GAAP 净利润增速至 22.7%-30.5% (此前指引为 15.3%-23.1%)。

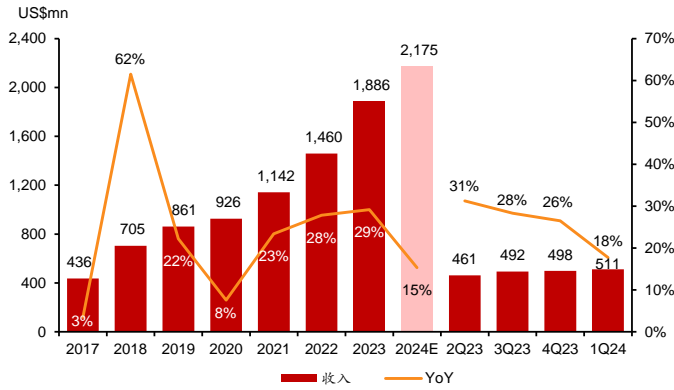
业绩电话会要点:

- 1) 需求:** 1Q24 新签订单同比增长 10.8%，低于公司的预期，由项目取消率增加所致。项目取消率已高于正常区间 (低于 4.5%)，取消率增加与融资问题无关，更多是由于随机的项目失败事件导致。询单量 (RFP) 和项目质量相比 4Q23 均稳中有升。
- 2) 融资:** 虽然融资环境仍然艰难，但相比去年已经稳定和改善，公司认为现在的融资环境可支持公司在手订单的增长并驱动公司收入在 25 年加速增长。有些客户由于融资的需要会广泛的寻求 CRO 报价，但实际上项目并不急于推进，现在看到强烈的信号表明客户带着项目推进的目的找到 Medpace。
- 3) 客户情绪:** 1Q24 并没有看到客户情绪的明显改善，一些客户仍然受限于资金问题，但整个行业内有强劲的业务机会，好的项目正向前推进。公司认为现在的行业情况相比去年有大幅度好转，且此趋势正持续。
- 4) 员工招聘:** 4Q24 时预计 24 年员工增长 10%来匹配收入增长目标，但过去一年通过对自动化、流程优化和员工区域优化 (转移至人工成本相对便宜的欧洲和印度) 的投入提高了产出效率，现在预计员工人数只需增长 5-7%便可达到直接服务收入增长 15%的目标。

国内市场对标企业:

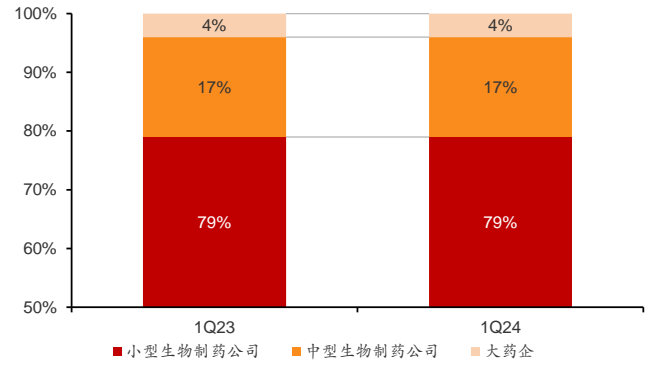
建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 68: Medpace: 历年收入及增速



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

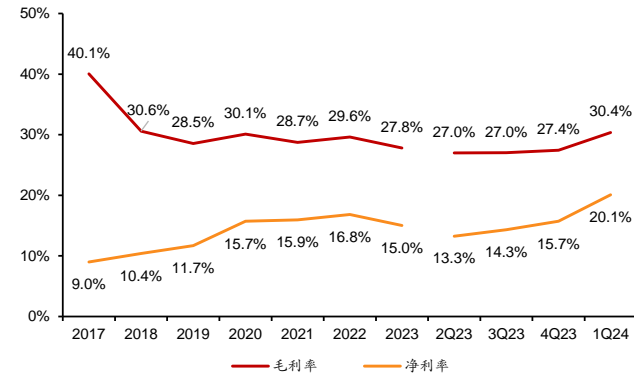
图 69: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



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

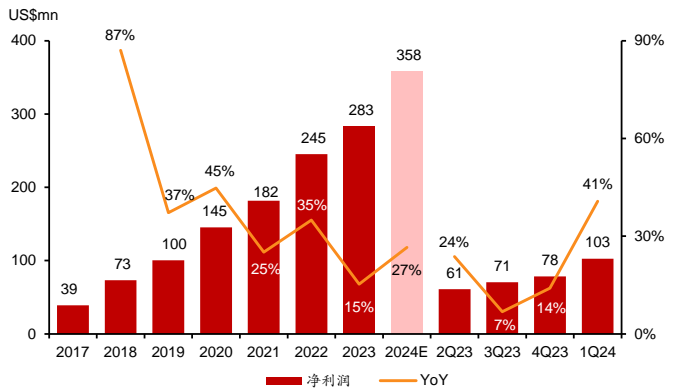
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 70: Medpace: 历年毛利率及净利率



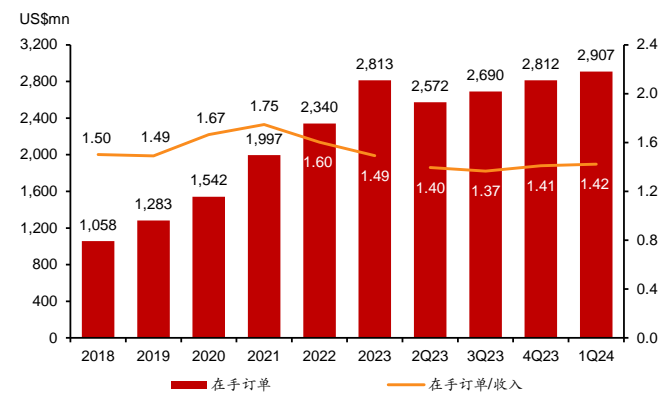
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 71: Medpace: 历年净利润及增速



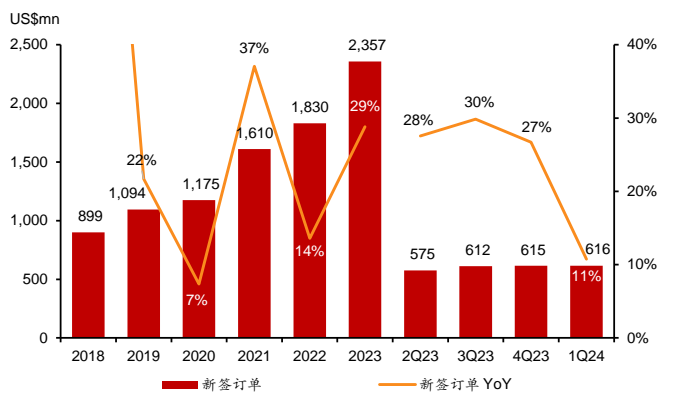
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 72: Medpace: 历年在手订单



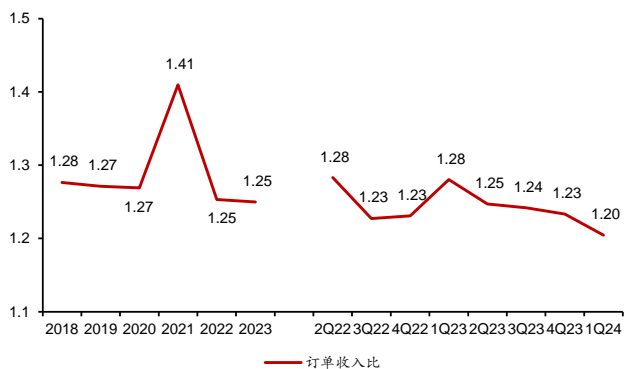
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 73: Medpace: 历年新签订单



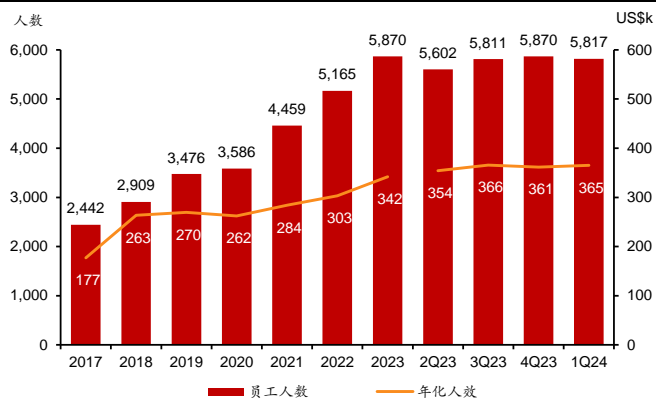
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 74: 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 75: Medpace: 历年员工人数



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Charles River

1Q24 业绩概况:

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 1Q24 业绩，收入同比下降 1.7% 至 10.1 亿美元 (vs 2023: +3.9% YoY)，剔除收购、资产剥离、汇率影响和财年长度差异的内生收入同比下降 3.3% (vs 2023: +6.5% YoY)。毛利率同比减少 2.6 个百分点至 34.1% (vs 2023: 36.4%)，Non-GAAP 净利润同比下降 17.7% 至 1.2 亿美元 (vs 2023: -3.8% YoY)，Non-GAAP 净利润率同比减少 2.3 个百分点至 11.6% (vs 2023: 13.3%)。

截至 1Q24，药物发现与安评板块的在手订单金额为 23.5 亿美元，同比下降 21.7% (vs 2023: -22.2% YoY)，环比下降 4.1%。

分板块：1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 10.6% (内生: +3.3% YoY) 至 2.2 亿美元，占收入的 21.8%；2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比下降 8.6% (内生: -8.7% YoY) 至 6.1 亿美元，占收入的 59.9%；3) 生产板块收入同比增长 10.7% (内生: +10.4% YoY) 至 1.9 亿美元，占收入的 18.3%。

2024 年指引：公司维持 2024 年业绩指引，预计收入同比增长 1.0%-4.0%，内生收入同比增长 0.0%-3.0%，Non-GAAP EPS 同比增长 2.2%-6.8%。分板块，预计 RMS 板块内生收入持平至低单位数增长，DSA 板块内生收入持平至低单位数增长，生产板块内生收入中单位数增长。

2Q24 指引：预计 2Q24 收入同比低至中单位数下降，内生收入同比低至中单位数下降，Non-GAAP EPS 同比下降 10.6%-12.2%。

业绩电话会要点:

- 1) 宏观环境：**终端市场的趋势是稳定的，预计今年下半年会看到需求改善，与 2 月份给出的预期一致。在持续了两年的融资困境后看到了 biotech 融资的改善，1Q24 biotech 融资额为 230 亿美元 (数据来源未知)，为历史第四高的季度，4 月份的 biotech 融资仍然非常好。客户与公司的沟通更加积极，对于融资改善带来额外的早期研发支出持乐观态度。1Q24 询单增加，公司有足够产能快速开始客户的项目。预计从融资改善和询单增加传导至 DSA 订单和收入仍需要一定时间。
- 2) 1Q24 业绩分化：**1Q24 的需求和客户研发支出延续了 23 年底的趋势，导致收入继续下降，但符合公司的预期。生产和 RMS 板块的 1Q24 收入稳健增长，得益于微生物和生物药检测的订单复苏以及 NHP 交货增加。DSA 板块收入下滑由于去年同期的高基数 (内生增速+23.6% YoY) 以及药物发现和安评收入的减少。分客户结构来看，来自中小型 biotech 的收入下滑，来自全球大药企和科研机构的收入增加。
- 3) 2Q24 业绩指引：**2Q24 预计 DSA 收入将环比增长，考虑到需求趋势开始改善。RMS 由于 NHP 交货时间的安排和生产板块去年的高基数，预计增速均将放缓。
- 4) 药物发现与安评板块 (DSA)：**DSA 板块收入下滑由于去年同期的高基数 (内生增速+23.6% YoY) 以及药物发现和安评收入的减少。安评项目数量减少，在一些

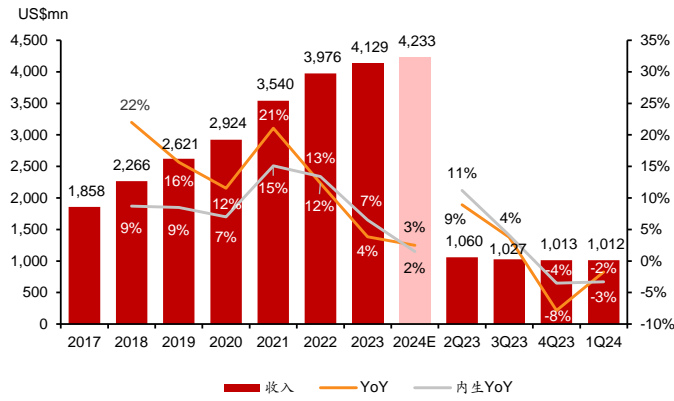
新签订单上适度下调了价格以吸引额外签单。安评业务的询单量和项目取消率同环比均有改善，但仍未传导至订单层面，总订单收入比（book-to-bill）稳定维持在 1x 以上，净订单收入比（剔除取消订单后）仍低于 1x，但由于更低的取消率带来略微的改善。对于下半年需求复苏持谨慎乐观态度，客户需要看到持续的融资恢复才有信心增加投入。认为融资复苏最终会驱使客户更关注 pre-IND 的研发项目，药物发现是这轮宏观经济下行中受影响最大的业务，预计复苏时间比 pre-IND 项目要晚，很多大药企客户仍希望在内部做药物发现工作。从客户获得资金到开始早期研发也需要数个季度的时间，综合考虑了这些因素认为今年下半年需求会改善。

- 5) **实验模型板块 (RMS)**：1Q24 内生收入增长 3.3%，得益于 NHP 收入的增加以及来自所有区域的小型实验动物价格增长带来的收入增长，其中中国区的小型实验动物收入增速是所有区域内最快。即使中国宏观经济环境有压力，公司认为实验动物的需求相比其他生命科学板块受宏观环境的影响更小，全球对小型实验动物需求的增长反映了这些动物模型在医药研发上作为基础和低成本研发工具的重要性。
- 6) **实验动物替代**：公司在 4 月份启动了 Alternative Methods Advancement Project/AMAP，旨在开发减少动物实验的替代测试方法。公司作为行业领导者将与合作伙伴共同评估和应用可选的替代方案，这些技术将对药物发现工作（比如先导化合物筛选）产生更大的影响，对受监管的安评工作影响较小，新方法的应用仍需时间来推广。过去 4 年公司已投入 2 亿美元开发动物实验的替代方法，目标在未来 5 年继续投入 3 亿美元推进 AMAP 计划。
- 7) **定价**：前几年高通胀的环境带来定价和成本的提升，整体来讲公司是获益的。现在通胀有所缓和，项目定价也跟着下调，但由于现在的项目数量不多，特别是今年上半年，对公司消化通胀和固定成本造成压力。
- 8) **Biosecure Act 和中国市场**：现在对该议案下定论还为时过早，包括议案的最终内容以及通过后对整个生物医药行业的影响。基于公司 95% 的收入来自欧美市场，如果议案最终通过，预计对公司的潜在影响是偏正面的。由于该议案的影响公司已经在跟相当数量 (a fair amount) 的客户进行沟通，也做了少量的项目，今年的业绩指引没有考虑任何该议案的影响。公司的中国业务规模很小，基本都是小型实验动物模型，不会受到美国立法的影响，因为只是供应中国本土市场。对公司来说中国将继续作为不错的业务增长点。

国内市场对标企业：

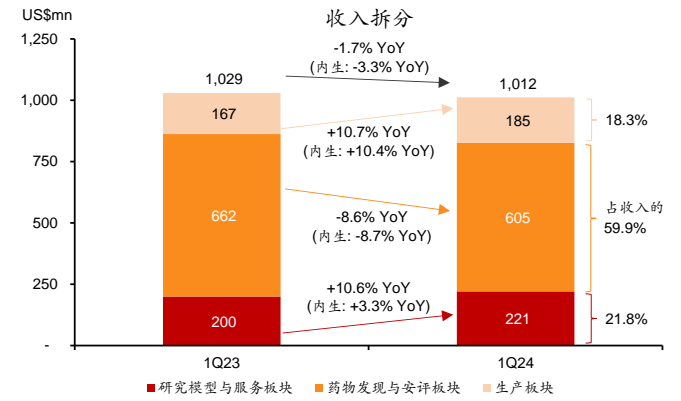
国内涉及药物安评的 CXO，如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。

图 76: Charles River: 历年收入及增速



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

图 77: Charles River: 收入拆分



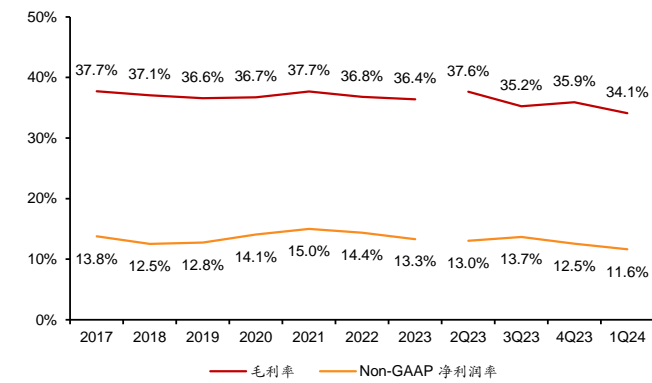
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 78: Charles River: 收入增速拆分

收入增速拆分	2022		2023		2024E		2023-26E
	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	内生增速
总收入	12.3%	13.4%	3.9%	6.5%	1%-4%	0%-3%	6 - 8%
研究模型与服务板块	7.1%	9.0%	7.2%	5.9%	中单位数增长	持平至低单位数增长	
药物发现与安评板块	16.1%	17.5%	6.9%	7.9%	持平至低单位数增长	持平至低单位数增长	
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	中单位数增长	中单位数增长	

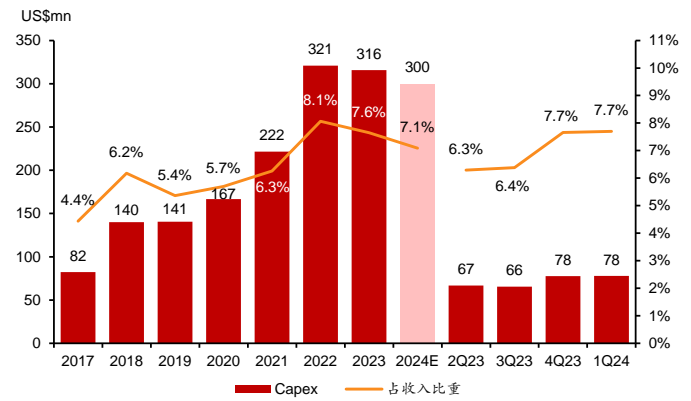
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 79: Charles River: 历年毛利率及净利率



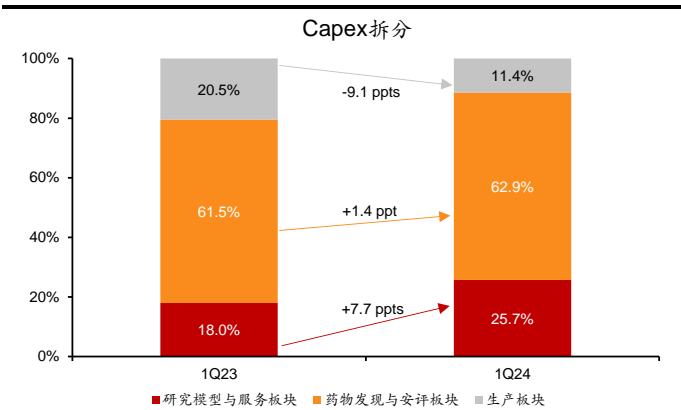
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 80: Charles River: 历年 Capex 占比



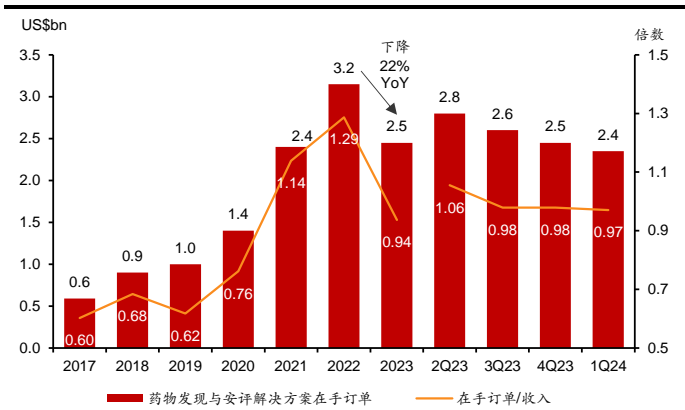
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 81: Charles River: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 82: Charles River: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Samsung Bio

1Q24 业绩概况

财务: 全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 1Q24 业绩, 收入 (仅包括 CMO 业务, 下同) 同比增长 13.4% (vs 2023: +20.6% YoY) 至 6700 亿韩元 (约 4.9 亿美元)。毛利率同比下降 4.8 个百分点至 44.8% (vs 2023: 50.7%)。净利润同比增长 1.1% (vs 2023: +37.7% YoY) 至 1,840 亿韩元 (约 1.3 亿美元), 净利率同比下降 3.3 个百分点至 27.5% (vs 2023: 32.2%)。

2024 年业绩指引: 预计 CMO 收入同比增长 10-15%。

订单: 截至 1Q24, 公司的 CMO 合同额达到 125 亿美元, 同比增长 26.5%, 环比增长 4.2%, 相当于 1Q24 年化收入的 6.4 倍 (vs 2023: 5.3 倍)。

2024 年签署的重大订单包括: 2024 年 3 月与默沙东签署额外 1.2 亿美元的合同, 总合同金额达到 1.9 亿美元, 交货周期至 2032 年。

2023 年签署的重大订单包括: 3Q23 与 BMS 新签订价值 2.7 亿美元的抗体肿瘤药原料药的生产合同, 合同将持续到 2030 年, 该生产将在其 23 年 6 月新投产的 4 号工厂内进行。与辉瑞签署 10.8 亿美元的生物类似药生产合同, 与诺华签署 3.9 亿美元合同, 与某美国药企签署 1.13 亿美元合同, 与某欧洲药企签署 8100 万美元合同。

项目管线: 截至 1Q24, 公司管线内有 90 个 CMO 项目 (vs 2023 年底的 88 个), 116 个 CDO 项目 (vs 2023 年底的 112 个)。公司在 2022 年正式推出双抗开发平台 (S-DUAL 和 DEVELOPICK), 2023 年推出 S-CHOsient (瞬时基因表达平台), S-Glyn (工艺开发平台) 和 CMC package, 进一步提升 CDO 能力。

产能: 4 号工厂的 24 万升产能于 2023 年 6 月全部投产 (其中 6 万升于 2022 年 10 月投产), 于 3Q23 开始贡献收入, 公司位于韩国仁川 Bio Campus I 的总产能已达到 60.4 万升 (全部为不锈钢反应罐), 占全球产能的 30% (根据公司数据)。此外, 公司正在 4 号工厂内增加 ADC 产线, 预计于 2024 投产, 已与 LigaChem Bio 签署 ADC 开发合同。4 号工厂在 2023 年贡献了 5-10% 的原液生产收入, 主要来自先行投产的 6 万升产能的贡献, 随着剩余 18 万升产能在 2023 年 6 月投产以及产能利用率加速爬坡, 预计 2024/2025 年, 4 号工厂将分别贡献 20%/30% 左右的原液生产收入。

另外, 公司已在韩国仁川购买额外土地建设其 Bio Campus II (计划总投资额接近 60 亿美元)。为了应对持续增长的生物药外包生产需求, 公司于 2023 年 3 月决定建设 5 号工厂, 投资约 15 亿美元, 总产能 18 万升 (12*15kL), 预计 2025 年 4 月投产 (比之前的计划提前 5 个月), 届时公司总产能将超过 78 万升。公司预计待 Bio Campus II 在 2032 年全部完工后, 总产能将达到 132.4 万升。

公司同时计划在全球寻找合适的收购标的来推进全球产能扩张, 以更接近客户。

国内市场对标企业：

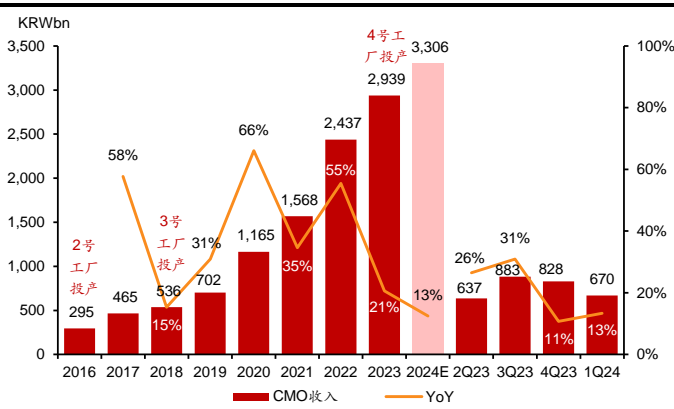
全球市场认可度高且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场竞争对手对国内生物药 CDMO 公司在获取海外订单上的潜在影响。

图 83: Samsung Bio: 产能建设规划

工厂	工厂#1	工厂#2	工厂#3	工厂#4	工厂#5
位置	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川
产能	3 万升	15 万升	18 万升	24 万升	18 万升
投资额	3 亿美元	6.5 亿美元	7.4 亿美元	约 14.7 亿美元	约 15 亿美元
开工建设日期	2011 年 4 月	2013 年 9 月	2015 年 11 月	2020 年 11 月	2023 年 3 月
GMP 投产日期	2013 年 6 月	2016 年 2 月	2018 年 10 月	2023 年 6 月	2025 年 4 月
工厂状态	商业运营中	商业运营中	商业运营中	商业运营中	建设中

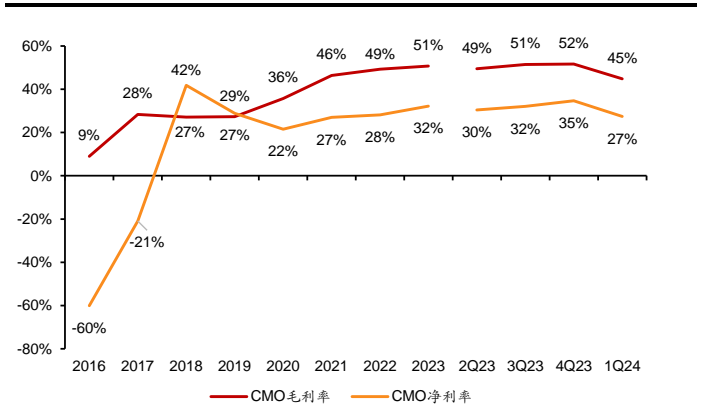
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 84: Samsung Bio: CMO 历年收入及增速



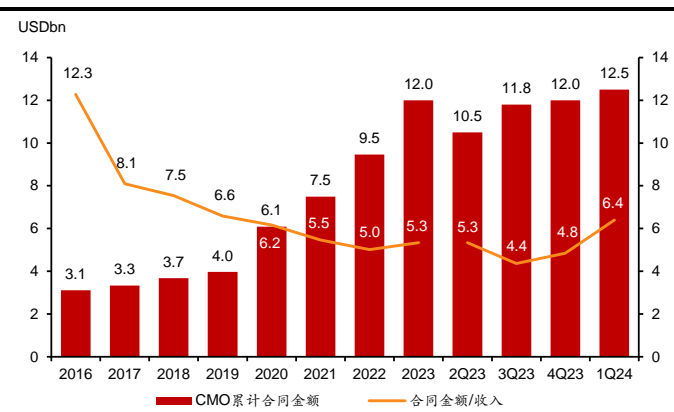
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入基于公司指引的中值

图 85: Samsung Bio: CMO 历年毛利率及净利率



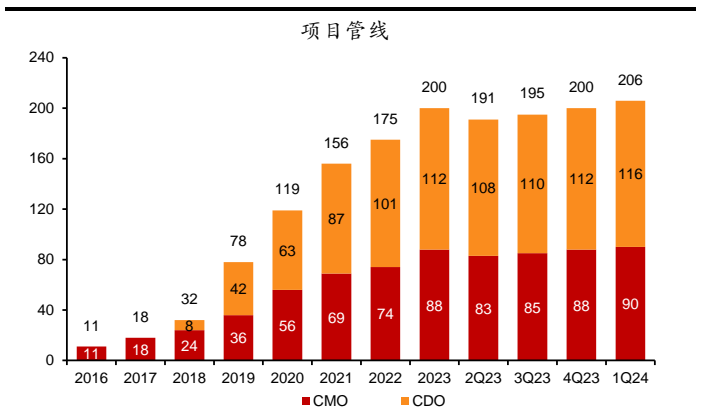
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 86: Samsung Bio: CMO 累计合同金额



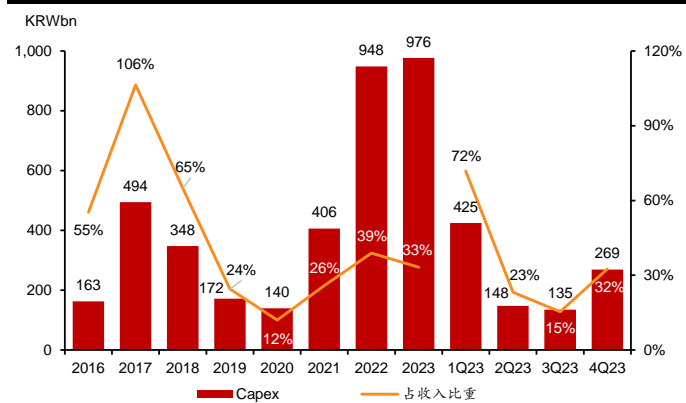
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 87: 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

图 88: Samsung Bio: 历年 Capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Lonza

1Q24 概况:

全球生物药 CDMO 龙头 Lonza 更新 1Q24 的业务情况，1Q24 业绩增长疲弱 (softer)，预计 1H24 业绩情况将符合全年指引趋势 (意味着下半年好于上半年)。分板块看，生物药板块有持续的商业化需求，但临床阶段需求持续偏弱，即使已经看到 biotech 融资复苏的早期信号；小分子板块看到强劲的商业化需求；CGT 板块中的科技服务 (CDMO) 看到商业化需求和运营效率的改善，但生物科学服务 (上游生命科学业务) 持续受到客户去库存 (培养基) 的负面影响；胶囊和保健原料业务继续受到西方市场药企需求弱以及保健品业务低利润率的影响。

2024 年指引: 继续维持 2024 年业绩指引，收入与 2023 年持平 (固定汇率/CC)，其中预计 2H24 收入恢复稳健增速，以反映项目的交付节奏，核心 EBITDA 利润率在 27-29% (high 20s)。

2024-28 指引: 公司在 1Q24 宣布以 12 亿美元收购罗氏的美国工厂，并将为罗氏提供后续生产服务，后续也可接受外部订单，因此公司上调了 2024-28 指引，预计 2024-28 收入复合增速为 12%-15% (此前指引为 11-13% (CC))，核心 EBITDA 利润率在 32-34% (维持)。

电话会要点:

- 宏观环境:** 已看到 biotech 融资复苏的初步信号，然而，biotech 客户对于资金的使用更加谨慎。预计需要 6 至 9 个月融资的改善才可传导至收入层面，由于公司 70% 的 CDMO 收入来自商业化项目，最早在 4Q24 才可看到收入层面的改善。商业化需求强劲，小规模生产需求持续偏弱。预计 Novo Holdings 收购 Catalent 将导致全球灌装产能供给紧张。
- 1Q 业绩增长较弱的原因:** 生物药和小分子板块的商业化收入均受到季度间交付量波动的影响，去年 4Q23 交付量高以及 1Q24 和 2Q24 业务活动安排有所调整，导致 1Q24 相比 4Q23 和 2Q24 更弱。CGT 板块的生物科学服务 (上游生命科学业务) 增长较弱，主要受到培养基需求的影响，biotech 融资仍在影响研发机构的早期研发活动，但整个 CGT 板块需求没有结构性的变化。DP 业务增速相比去年有所减慢。
- 生物药板块:** 生物药板块今年开局增速较慢，但各个部门均看到好的发展趋势。哺乳动物业务未来将明显受益于收购的罗氏美国工厂带来的需求。偶联业务在强劲的需求和新项目爬坡的推动下实现强劲增长。mRNA 业务正聚焦建设新的临床管线。DP 业务跟随整个临床市场变动增速相对去年放缓，公司正在扩张 DP 产能，位于 Visp 的商业化灌装新产能 1Q24 已成功完成 PPQ。微生物业务持续强劲增长，得益于新项目爬坡和稳健的需求。
- 小分子板块:** 小分子板块看到持续强劲的商业化需求，未来发展的可预见程度良好。Biotech 融资困难影响了一部分早期签单，但看到了融资复苏的信号。板块业务得

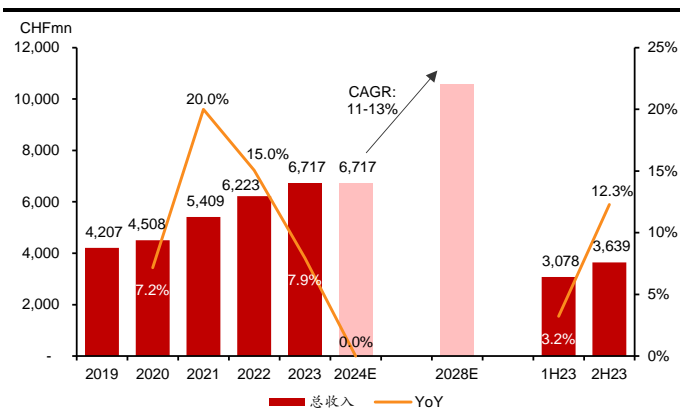
益于需求持续向高价值和复杂小分子项目转移以及高活 API 业务的强劲增长。由于营销活动时间的安排，预计下半年板块增速好于上半年。

- 5) **CGT 板块**: CGT 板块的 CDMO 业务恢复良好，得益于整体市场需求的增长以及管线内项目的推进，预计 24-25 年将新增 3 到 4 个商业化项目。CGT 业务的需求主要来自 biotech 客户。
- 6) **Biosecure Act**: 关于此议案有很多市场杂音（包括美国大选年的政治扰动），预计杂音会持续出现。但公司认为此议案将以何种形式落地仍是未知的，基于此，公司现在不对议案的影响广度和落地时间做任何猜测，24 年的业绩指引也不包含任何议案的影响。收购罗氏位于美国的工厂不是为了从任何竞争对手处抢夺订单，而是看到足够的市场需求可以支撑该工厂的产能。
- 7) **收购**: 公司的收购将聚焦于提升公司技术能力的小型并购 (bolt-on)，而不是收购其他大规模的公司。收购罗氏的美国工厂便是一个产能方面的小型并购，短期内没有其他小型并购的规划。
- 8) **产能**: 决定关闭中国和美国的临床产能并不意味着行业内存在缩减临床产能，关闭的原因是两处产能的利用率和盈利能力不及预期。

国内市场对标企业

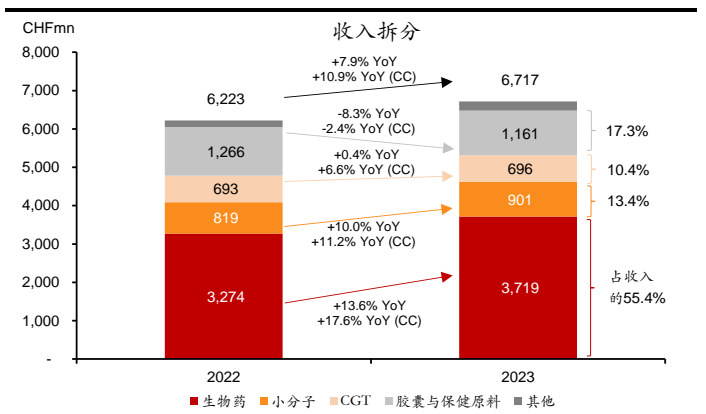
建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物；建议关注头部 CGT CDMO 公司，如药明康德、金斯瑞、博腾股份，提示注意 CGT CDMO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目推进风险相对较高。

图 89: Lonza: 历年收入及增速



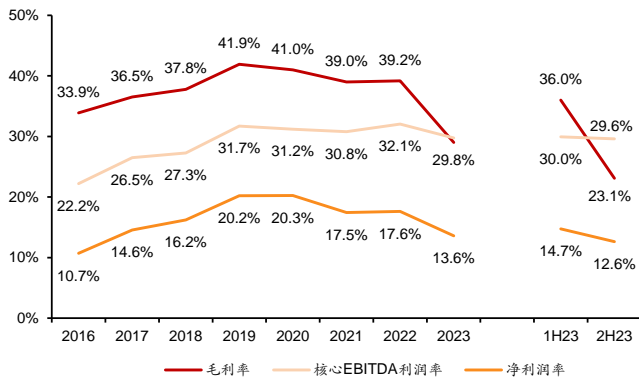
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2024 年收入指引为持平

图 90: Lonza: 收入拆分



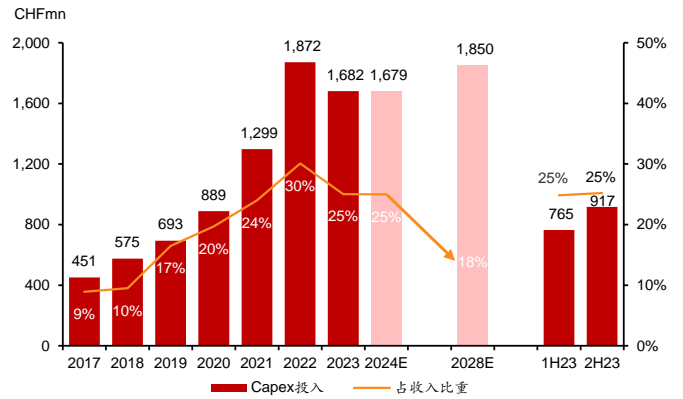
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 91: Lonza: 历年毛利率及净利率



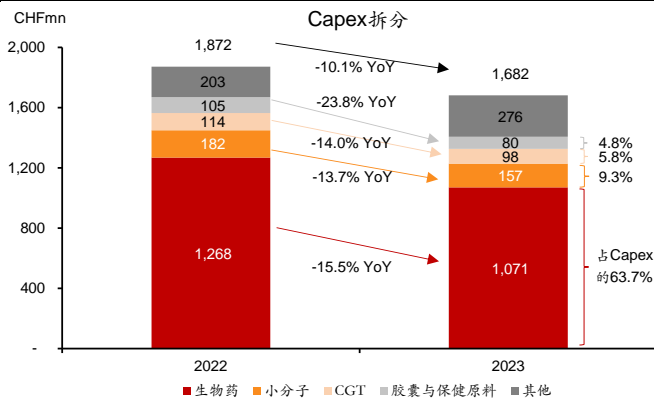
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 92: Lonza: 历年 capex 投入



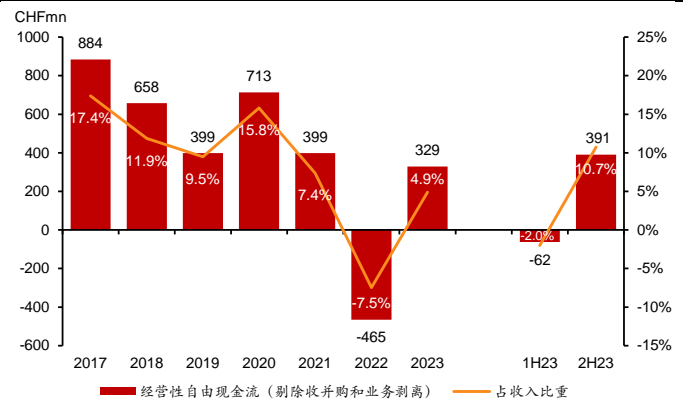
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 93: Lonza: Capex 拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 94: Lonza: 历年经营性自由现金流



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

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

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。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。