

中国医药

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

我们总结了海外主要 CXO 公司的 3Q23 业绩以及管理层对于全球医药行业融资和需求展望，所关注的公司涉及临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游。与 2Q23 的趋势类似，海外 CXO 业绩在 3Q23 继续出现分化，按照海外 CXO 公司主要业务所专注的药物研发阶段，临床 CXO 的业绩好于临床前 CXO，而临床前 CXO 业绩又好于生命科学上游，即后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段 CXO；按照 CXO 公司的服务类型来看，CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。由于中国 CXO 公司已深度融入全球医药研发产业链，我们希望通过分析海外 CXO 行业为判断中国 CXO 行业的发展趋势提供更加全面的视角。

- **海外 CXO 公司 3Q23 业绩继续出现分化。**类似 2Q23，我们发现后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段 CXO，同时非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。我们认为有五个原因导致此趋势：1) 在后疫情时代，前期因新冠而积压的非新冠项目得以重新推进；2) 全球医疗健康融资额明显减少，biotech 公司调整项目管线，将更多资源用于推进少数重点后期项目；3) 大药企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，也开始管控成本投入，导致更多资源集中到商业化潜力更明朗的后期项目上；4) 新冠治疗药物需求的空前增长造成 22 年业绩的高基数，特别是对于 C(D)MO 公司而言；5) C(D)MO 的成本相对刚性，疫情后产能利用率相对较低造成折旧压力大，而非生产类 CRO 可通过人员优化灵活调整成本。
- **海外 CXO 需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳，管理层对 23 年和远期业绩预期仍偏谨慎。**尽管有海外 CXO 管理层表示 biotech 融资出现恢复的迹象，但早期研发需求仍受到客户资金紧张的严重影响。关于行业需求，由于客户继续优化管线，将资源聚焦至后期核心项目的推进上，导致对临床 CRO 的需求较为旺盛，而临床前、药物发现以及生命科学上游的需求仍然较弱。我们发现 3Q23 上调全年收入指引的海外 CXO 公司数量多于下调的数量（4 家 vs 3 家），好于 2Q23 时的情况（2 家 vs 4 家），但业绩上调幅度小于下调幅度。此外，海外 CXO 管理层的远期（指 2024 年及之后）业绩指引也偏谨慎。
- **海外 CXO 仍在等待业绩拐点。**海外 CXO 公司的业绩在 3Q21 开始出现增速下滑。我们认为未来业绩向上的拐点可能也需要至少连续 2 个季度的业绩改善才可确认。从 3Q23 的情况来看，海外 CXO 季度业绩的改善趋势仍未完全形成，虽然一些公司的业绩有改善，但改善幅度仍相对有限。
- **对中国 CXO 行业的启示。**9M23 中国创新药融资额的恢复趋势略弱于全球。基于海外 CXO 的整体业绩表现，我们认为中国 CXO 短期可能面对海外需求带来的挑战，而中国本土的需求也同样可能较为疲弱。中国 CXO 公司在这一轮业绩减速时间点相比海外同行滞后约 2 至 4 个季度，主要可能是由于新冠订单节奏的影响。考虑到 23 年业绩增速受到高基数的影响，我们预计中国主要 CXO 公司最早将在 24 年重新进入业绩加速通道。

优于大市
(维持)

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

相关报告

1. [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 - 16 Nov 2023](#)
2. [海外 CXO 2Q23 业绩综述：业绩出现分化；融资复苏尚需时间；需求展望有所改善 - 23 Aug 2023](#)
3. [Revenue growth accelerated in 1Q22 and valuation at historical-low - 15 Mar 2022](#)
4. [China CDMO players to play a vital role in global market - 16 Feb 2022](#)
5. [Deep dive into valuation of China CXO sector - 26 Nov 2021](#)
6. [China CDMO players to play a vital role in global market - 16 Feb 2022](#)

目录

| | |
|---|----|
| 海外 CXO 3Q23 业绩持续分化：后期>早期；CRO>C(D)MO | 3 |
| 海外 CXO 业绩指引：23 年临床 CRO 继续一枝独秀，远期指引偏谨慎 | 5 |
| 海外需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳 | 8 |
| 海外 CXO 管理层对融资和需求的趋势判断偏谨慎 | 8 |
| 对中国 CXO 行业的启示：等待曙光 | 12 |
| 海外 CXO 仍在等待业绩拐点 | 13 |
| 海外 CXO 业绩拐点仍需时间 | 13 |
| 对中国 CXO 行业的启示：业绩节奏滞后于海外同行，估值处于历史底部 | 14 |
| 美国实验用猴供应限制问题 | 18 |
| 实验用猴海外价格坚挺，国内价格有所回调 | 18 |
| 柬埔寨出口美国实验用猴由于动物走私原因被叫停 | 19 |
| 海外 CXO 公司已经克服美国 NHP 供应限制的影响 | 19 |
| 对中国 CXO 行业的启示：海外安评订单转移至中国落地仍需时间 | 21 |
| 海外主要 CXO 公司 3Q23 业绩概况与电话会要点 | 22 |
| Thermo Fisher | 22 |
| IQVIA | 25 |
| ICON | 28 |
| Fortrea | 31 |
| Medpace | 33 |
| Charles River | 35 |
| Samsung Bio | 39 |
| Catalent | 41 |
| Lonza | 43 |

海外 CXO 3Q23 业绩持续分化：后期>早期；CRO>C(D)MO

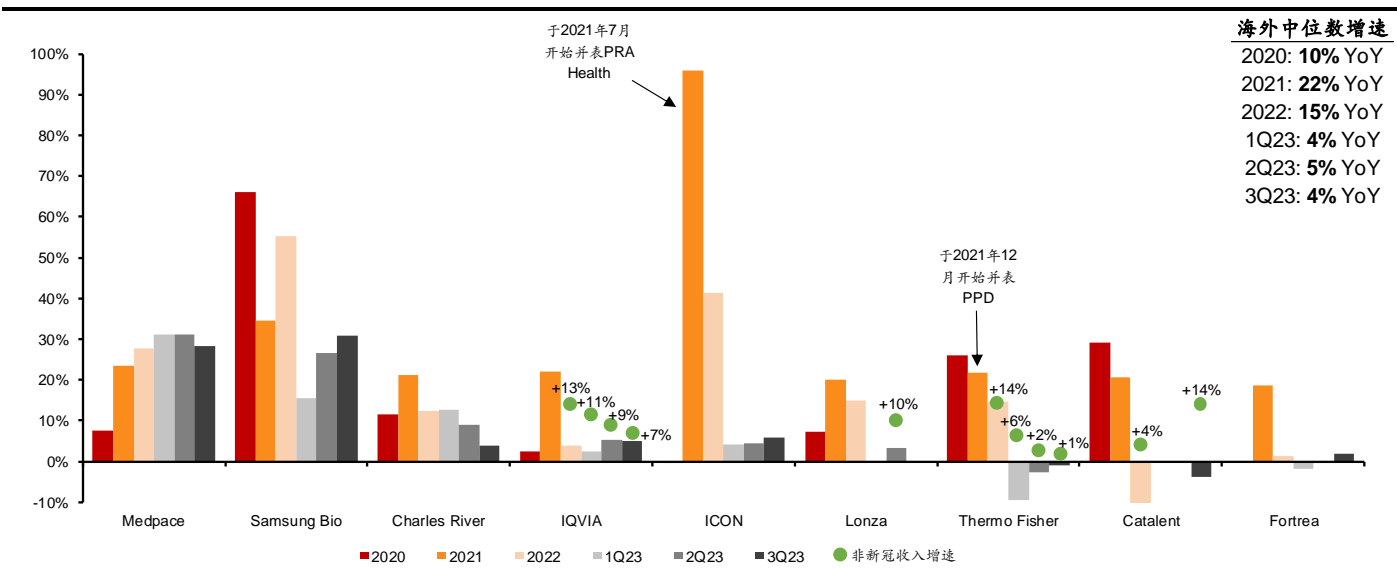
受新冠需求显著下降、biotech 融资处在低谷的影响，海外主要 CXO 的 9M23 收入和利润增速相比 2021/2022 年均有明显减速，但 2023 年逐季度的收入增速并没有继续恶化，显示出非新冠研发需求正在趋于稳定。具体来看，在收入端，大部分公司的收入增速继续维持在个位数，少部分公司收入仍在下滑；如果剔除新冠收入、收并购以及汇率的影响，部分公司的核心业务增速仍维持在相对健康水平，但是呈现出逐季度增速放缓的趋势，且整体低于新冠疫情期间的增速。在利润端，由于固定支出的存在（比如人工和设备折旧等），大部分公司的 9M23 利润表现弱于 2022 年，但 3Q23 大部分公司的利润增速情况好于 2Q23。

通过比较，我们发现海外 CXO 公司的 3Q23 业绩继续出现分化，可分为两种情况：1) 按照海外 CXO 公司主要业务所专注的药物研发阶段，临床 CXO 的业绩好于临床前 CXO，而临床前 CXO 业绩又好于生命科学上游，即后期阶段 CXO 业绩好于早期阶段 CXO；2) 按照 CXO 公司的服务类型来看，CRO 的业绩好于 C(D)MO，即非生产类 CXO 业绩好于生产类 CXO。

业绩表现亮眼的公司包括 Samsung Bio (CDMO) 和 Medpace (临床 CRO)，前者受益于新产能投产以及充沛的全球订单，后者受益于 biotech 客户需求的逐渐稳定。而业绩表现较弱的公司包括 Charles River (临床前 CRO) 和 Catalent (CDMO)，前者受到全球早期研发需求走弱的影响，后者则面临持续的新冠收入减少以及产能利用率低下的问题。

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

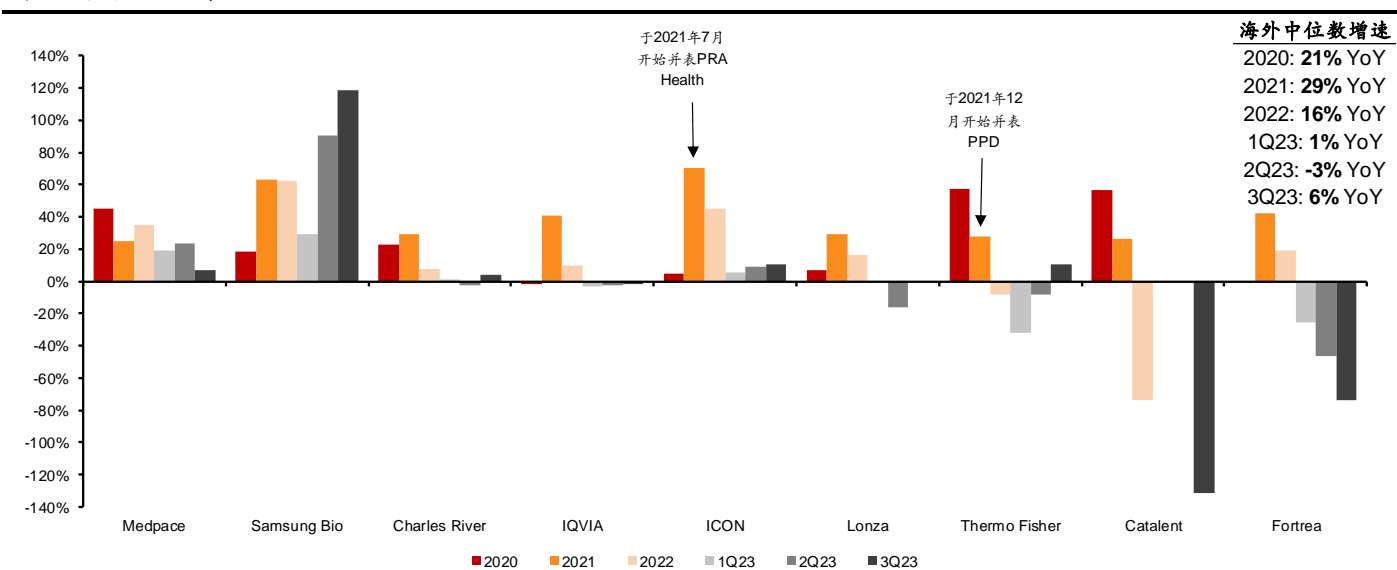
图 1: 海外 CXO 收入增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: Lonza 2Q23 收入增速指 1H23 收入增速。ICON 于 2021 年 7 月开始并表 PRA Health。Thermo Fisher 于 2021 年 12 月开始并表 PPD。Catalent 财年截止于每年 6 月, 其 2020/2021/2022 年收入增速分别指截至 2021 年 6 月/2022 年 6 月/2023 年 6 月的财年收入增速, 3Q23 收入增速指 2023 年 6 - 9 月的 24 财年第一季度收入增速。非新冠收入基于各公司业绩电话会披露信息。

图 2: 海外 CXO 净利润增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: Lonza 2Q23 利润增速指 1H23 利润增速。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; 其余公司利润增速基于 Non-GAAP 净利润。

海外 CXO 业绩指引：23 年临床 CRO 继续一枝独秀，远期指引偏谨慎

海外 CXO 管理层在 3Q23 更新的全年业绩指引变化情况，与我们上述所述趋势基本一致，即临床>临床前>生命科学上游，以及 CRO>C(D)MO。我们发现，上调全年收入指引的海外 CXO 公司数量多于下调的（4 家 vs 3 家），好于 2Q23 时的情况（2 家 vs 4 家）；大多数公司对于利润的指引维持不变，其中 2 家公司下调利润指引，1 家公司上调利润指引。需要注意的是，全年业绩指引的上调幅度小于下调的幅度。

临床 CRO 继续成为表现较好的细分板块。主要服务中小 biotech 的临床 CRO Medpace 是海外 CXO 中业绩表现最亮眼的，3Q23 收入增速超过 28%，延续上半年的强势增长，管理层基于询单和签单的改善也继续上调了 23 年全年业绩指引（连续第三个季度上调）。Medpace 的业绩表现说明对资金敏感的 biotech 客户正在重新启动临床研发项目，然而由于 Medpace 的收入体量不大，对行业整体的代表性有限。全球最大的临床 CRO 公司 IQVIA 的临床业务是其三个业务板块中增速最快的，3Q23 该板块剔除新冠和汇率影响的核心内生增速达到 11%（1Q23: +17% YoY；2Q23: +12% YoY）。在非临床业务遭受暂时需求不足的情况下，IQVIA 仍小幅上调全年核心内生收入增速，以反映临床 CRO 板块业务的韧性。

全球安评龙头 Charles River 的 3Q23 收入增速承压。公司通过其全球安评网络有效对冲了美国实验用猴供应限制的负面影响，但仍受制于全球早期研发需求走弱叠加去年同期高基数数的影响。其 23 年全年业绩指引预示着 4Q23 收入将下降 10% vs 3Q23 收入增长 4.9%。

作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 继续受到下游客户去库存的影响，3Q23 的核心内生收入仅增长 1%（2Q23: +2%），不仅低于 2021/2022 年的+14%，也低于疫情前的高单位数增速。Thermo Fisher 的管理层继续下调全年收入和利润预期，反映了管理层对于行业需求的担忧。

CDMO 行业受到新冠需求减少的负面影响最大。Lonza 和 Catalent 的后疫情时代业绩增速均出现显著放缓甚至下滑。Lonza 在 10 月举办的资本市场日活动上小幅上调了 23 年收入指引，以反映稳健的基本业务需求，同时指引 2024 年收入增长持平。Catalent 正从新冠收入锐减和产能利用率低的问题中逐渐恢复，FY24（即截至 2024 年 6 月的财年）的非新冠收入将增长 15%~19%（mid-to-high teens）。

图 3: 海外 CXO 2023 年业绩指引汇总

| 公司 | 核心业务 | 3Q23 收入 (YoY) | 2023 收入指引 (YoY) | | 指引变化 | 3Q23 利润 (YoY) | 2023 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, 临床 CRO, CDMO | • -1.0% (表现) • +1% (核心内生) | • -4.9% (表现) • +1% (核心内生) | • (-3.4%) ~ (-2.0%) (表现) • (+2%) ~ (+4%) (核心内生) | 下调 ↓ | +10.2% | -7.50% | (-4.1%) ~ (-2.2%) | 下调 ↓ |
| IQVIA | 临床 CRO, 数据服务 | • +4.9% (表现) • +4.1% (CC) • +7% (核心内生) | • (+3.3%) ~ (+3.5%) (表现) • +9% (核心内生) | • (+4.4%) ~ (+5.3%) (表现) • (+8%) ~ (+9%) (核心内生) | 上调 ↑ | -1.7% | • (+0.0%) ~ (+0.7%) (表现) • (+11%) ~ (+12%) (核心内生) | • (+0.4%) ~ (+2.9%) (表现) • (+12%) ~ (+15%) (核心内生) | 下调 ↓ |
| ICON | 临床 CRO | • +5.8% (表现) • +4.8% (CC) | (+4.3%) ~ (+6.1%) | (+4.3%) ~ (+6.1%) | 不变 ▬ | +10.8% | (+7.5%) ~ (+9.9%) | (+7.5%) ~ (+9.9%) | 不变 ▬ |
| Fortrea | 临床 CRO | +1.8% | (-0.7%) ~ (+1.1%) | (-2.0%) ~ (+0.0%) | 上调 ↑ | -73.5% | (-37.0%) ~ (-29.6%) (Non-GAAP EBITDA) | (-37.0%) ~ (-29.6%) (Non-GAAP EBITDA) | 不变 ▬ |
| Medpace | 临床 CRO | • +28.3% (表现) • +27.6% (CC) • +7.9% (表现) | (+28.1%) ~ (+29.5%) | (+26.0%) ~ (+28.8%) | 上调 ↑ | +6.9% | (+10.9%) ~ (+12.5%) | (+4.3%) ~ (+10.4%) | 上调 ↑ |
| Labcorp (实验室业务) | 实验室业务 | • +4.9% (核心内生) | (+3.1%) ~ (+4.0%) | (+3.0%) ~ (+4.5%) | 下调 (上限) ↓ | | | | |
| Charles River | 药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型 | • +3.8% (表现) • +4.1% (内生) | • (+2.5%) ~ (+3.5%) (表现) • (+5.5%) ~ (+6.5%) (核心内生) | • (+2.5%) ~ (+4.5%) (表现) • (+5.5%) ~ (+7.5%) (核心内生) | 下调 (上限) ↓ | +4.2% | (-6.5%) ~ (-4.7%) | (-8.3%) ~ (-2.9%) | 不变 (中值) ▬ |
| Charles River (DSA 业务) | DSA | • +7.2% (表现) • +5.3% (内生) | 高单位数增长 (核心内生) | 中单位数增长 (核心内生) | 上调 ↑ | | | | |
| Lonza | CDMO | | 高单位数增长 (CC) | 中至高单位数增长 (CC) | 上调 ↑ | | 28-29% (核心 EBITDA 利润率) | 28-29% (核心 EBITDA 利润率) | 不变 ▬ |
| Catalent | CDMO | • -3.9% (表现) • +8% (核心内生) | • (+0.6%) ~ (+5.2%) • (+15%) ~ (+19%) (非新冠) | • (+0.6%) ~ (+5.2%) • (+15%) ~ (+19%) (非新冠) | 不变 ▬ | -131% (转亏) | (-37.9%) ~ (-3.8%) | (-37.9%) ~ (-3.8%) | 不变 ▬ |

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 核心内生增速: 剔除收购、资产剥离、汇率转换以及新冠收入的影响。内生增速: 剔除收购、资产剥离、汇率和财报周期长度波动的影响。CC: constant currency 固定汇率。对于 Medpace, 3Q23 利润增速基于 GAAP 净利润, 利润指引基于 GAAP EPS; 对于 Fortrea, 利润指引基于 Non-GAAP EBITDA; 对于 Lonza, 利润指引为核心 EBITDA 利润率; 其余公司 3Q23 利润增速基于 Non-GAAP 净利润, 利润指引基于 Non-GAAP EPS。

分季度来看, 海外 CXO 管理层的最新的 2023 年全年业绩指引没有明显变化。与年初指引相比, 最新的全年指引上调、下调和不变的公司数量并没有明显差异, 但整体指引上调的幅度小于下调的幅度。

图 4: 海外 CXO 2023 年业绩指引变化情况

| 公司 | 核心业务 | 2023 收入指引变化 | | | 全年趋势 | 2023 利润指引变化 | | | 全年趋势 |
|------------------------|------------------------|-------------|------|------|------|-------------|------|------|------|
| | | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | |
| Thermo Fisher | 生命科学, 临床 CRO, CDMO | — | ↓ | ↓ | 下降 | — | ↓ | ↓ | 下降 |
| IQVIA | 临床 CRO, 数据服务 | — | ↓ | ↑ | 下降 | — | ↑ | ↓ | 下降 |
| ICON | 临床 CRO | — | ↑ | — | 不变 | — | ↑ | — | 上升 |
| Fortrea | 临床 CRO | — | — | ↑ | 上升 | — | — | — | 不变 |
| Medpace | 临床 CRO | ↑ | ↑ | ↑ | 上升 | ↓ | ↑ | ↑ | 上升 |
| Labcorp (实验室业务) | 实验室业务 | — | — | ↓ | 下降 | — | — | — | — |
| Charles River | 药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型 | ↑ | — | ↓ | 不变 | ↑ | ↑ | — | 上升 |
| Charles River (DSA 业务) | DSA | — | — | ↑ | 上升 | — | — | — | — |
| Inotive | DSA, 动物模型 | — | ↓ | — | 下降 | ↓ | ↓ | — | 下降 |
| Lonza | CDMO | — | ↓ | ↑ | 不变 | — | ↓ | — | 下降 |
| Catalent | CDMO | — | — | — | 不变 | — | — | — | 不变 |

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 季度间指引变化方向基于公司指引中值。对于 Thermo Fisher、IQVIA 和 Catalent, 收入指引基于核心内生增速; 对于 Charles River, 收入指引基于内生增速; 其余公司收入指引基于表现增速。对于 Medpace, 利润指引基于 GAAP EPS; 对于 Fortrea, 利润指引基于 Non-GAAP EBITDA; 对于 Lonza, 利润指引为核心 EBITDA 利润率; 其余公司利润指引基于 Non-GAAP EPS。

海外 CXO 管理层的远期 (指 2024 年及之后) 业绩指引与 2023 年的指引相比, 除了 Medpace 因为连续三年的高增长而对 24 年增速指引有明显放缓之外 (但其绝对增速在海外 CXO 行业内仍属较快), 其他 CXO 公司对远期指引以维持增速或者小幅度向上为主, 反映出管理层对于未来业绩增长的谨慎态度。

图 5: 海外 CXO 远期业绩指引总结

| 公司 | 核心业务 | 收入指引 (YoY) | | 趋势 | 利润指引 (YoY) | | 趋势 |
|---------------|------------------------|--|---|------|--|---|------|
| | | 2023 | 远期 | | 2023 | 远期 | |
| Thermo Fisher | 生命科学, 临床 CRO, CDMO | +1% (核心内生) | 2024: +1% (核心内生) | 不变 | -7.50% | 2024: +1.2% | 向上 ↑ |
| IQVIA | 临床 CRO, 数据服务 | • (+3.3%) ~ (+3.5%) (表现) • +9% (核心内生) | 2024: • 中单位数增长 (表现) • 高单位数增长 (核心内生) | 不变 | • (+0.0%) ~ (+0.7%) (表现) • (+11%) ~ (+12%) (核心内生) | 2024: 高单位数增长 (核心内生) | 向下 ↓ |
| Medpace | 临床 CRO | (+28.1%) ~ (+29.5%) | 2024: (+15.0%) ~ (+16.4%) | 向下 ↓ | | | |
| Charles River | 药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型 | (+5.5%) ~ (+6.5%) (内生) | 2023-2026 CAGR: (+6%) ~ (+8%) (内生) | 向上 ↑ | (-6.5%) ~ (-4.7%) | 2023-2026 CAGR: >10% | 向上 ↑ |
| Lonza | CDMO | 高单位数增长 (CC) | 2024: 持平 2024-2028 CAGR: (+11%) ~ (+13%) | 向上 ↑ | 28-29% (核心 EBITDA 利润率) | 2024: 25-29% 2024-2028: 32-34% (核心 EBITDA 利润率) | 向上 ↑ |

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 核心内生增速: 剔除收购、资产剥离、汇率转换以及新冠收入的影响。内生增速: 剔除收购、资产剥离、汇率和财报周期长度波动的影响。CC: constant currency 固定汇率。对于 Medpace, 利润指引基于 GAAP EPS; 对于 Lonza, 利润指引为核心 EBITDA 利润率; 其余公司利润指引基于 Non-GAAP EPS。

海外需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳

海外 CXO 管理层对融资和需求的趋势判断偏谨慎

海外 CXO 管理层对融资、客户需求以及未来趋势的看法同样遵循我们在前面提到的景气度顺序，即临床>临床前>生命科学上游，以及 CRO>C(D)MO。关于融资，尽管有海外 CXO 管理层表示一些第三方数据显示 biotech 融资已经恢复正增长，但整体早期研发仍受到客户资金紧张的影响。我们发现，各个公司管理层对融资变化的判断因自身业务侧重点的不同而不同，生命科学和 C(D)MO 公司管理层对融资的判断明显比临床 CRO 公司更悲观。关于行业需求，由于客户持续进行管线优化，优先推进后期核心项目，导致对临床 CRO 的需求提高，而临床前、药物发现以及生命科学上游的需求仍然较弱。

IQVIA 是全球最大的临床 CRO 公司，其客户需求维持健康水平。IQVIA 的临床 CRO 业务的 3Q23 核心内生增速达到 11% (1Q23: +17% YoY; 2Q23: +12% YoY)，其管理层表示 3Q23 新签订单和在手订单均再次刷新公司历史最高值，单季度询单量 (RFP) 同比增长 10% (1Q23: +15% YoY; 2Q23: +8% YoY)，且询单增长来自所有类型客户的驱动。IQVIA 管理层表示，根据 BioWorld 数据，3 季度 EBP (Emerging Biopharma) 融资为 187 亿美元，为全年最高，前 9 月 EBP 融资同比增长 8% (1Q23: 10-19% (teens) 增长; 2Q23: +33% YoY)。

主要服务中小 biotech 的临床 CRO 公司 Medpace 管理层表示三季度询单量是历史第二高，项目取消率已经恢复到历史正常水平，24 年的业绩指引也反映了临床研究活跃度的提升，但管理层认为客户的融资仍面临很多挑战。

虽然临床前巨头 Charles River 管理层表示实验用猴供应限制对业绩的影响将微乎其微，但在全球临床前和药物发现阶段需求持续减少的背景下，公司业绩持续受到负面影响。但是安评业务的项目取消率和订单交付比 (book-to-bill，表示新签订单与收入的比例) 均出现连续改善，其中项目取消率是 2Q22 以来的最低水平，管理层将药物发现和安评业务 (主要为安评业务) 收入指引从中单位数上调至高单位增长。管理层表示 3Q23 是连续第二季度 biotech 融资实现增长 (基于 TTM)，特别是 VC 投资。

专注于生命科学上游业务的 Thermo Fisher 的管理层对于行业需求持悲观态度，认为 3Q23 宏观环境更具挑战性，客户对未来持谨慎态度。公司继续下调全年业绩指引反映了客户对于 R&D 上游需求的疲弱，表明下游客户仍处在去库存过程中。管理层认为小型 biotech 客户仍对于融资何时恢复有所担忧，但 biotech 正降低自身估值预期，可能会吸引资金回流。

CDMO 公司由于 2022 年庞大的新冠需求，2023 年的业绩在高基数下增速明显放缓，然而剔除新冠的常规业务仍维持健康增速。Lonza 管理层表示其 CDMO 市场保持强劲，特别是对商业化的需求，生物药板块继续获得商业化制剂和偶联订单，但早期业务和 CGT 业务受到融资影响导致产能利用率低。Lonza 管理层认为融资正在企稳，不影响临床 2/3 期和商业化项目的进展。Catalent 管理层表示剔除新冠收入和一次性授权费，生物药板块 FY1Q24 收入同比增长 11%，但承认 biotech 融资仍然有不确定性，影响早期项目的推进。

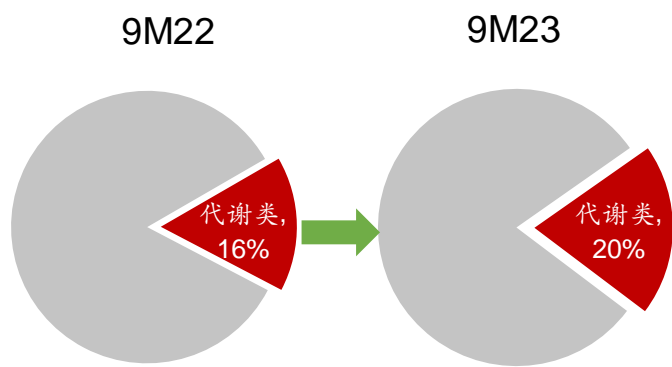
图 6: 海外 CXO 管理层如何看融资与客户需求

| 公司 | 核心业务 | 管理层观点 | |
|-----------------|------------------|--|---|
| | | 融资 | 客户需求 |
| Thermo Fisher | 生命科学，临床 CRO，CDMO | <ul style="list-style-type: none"> • 小型 biotech 客户仍对于融资何时恢复有所担忧。 • 随着 biotech 下调估值预期，资金会开始逐步回流，这些投资的潜在回报率是相当具有吸引力的。 | <ul style="list-style-type: none"> • 3Q 宏观环境变得更具挑战性，客户基本都对未来持谨慎态度，导致非新冠收入增速放缓。 • 药企和 biotech 终端市场收入减少 1% (1Q23 中单位数增长，2Q23 持平)。 • <u>Bioprocess 业务订单在 3Q 并没有出现企稳，意味着下游客户仍在去库存。</u> • 真实世界研究需求快速增长。 |
| IQVIA | 临床 CRO，数据服务 | <ul style="list-style-type: none"> • 根据 BioWorld 数据，3Q23 EBP 融资为 187 亿美元，为全年最高，前 9 月 EBP 融资同比增长 8% (1Q23: 10-19% (teens) 增长; 2Q23: +33% YoY)。 | <ul style="list-style-type: none"> • <u>临床 CRO 维持强劲客户需求</u>，季度新签订单为历史最高；在手订单达再次刷新历史最高。 • 季度询单量同比增长 10% (1Q23: +15% YoY; 2Q23: +8% YoY)，所有客户群体都看到询单量的增长。 • <u>大药企客户显示出强劲的临床研发活动强度。</u> • 客户对可选服务（比如市场分析与咨询服务）的投入持谨慎态度 • <u>一些大型药企宣布成本控制计划，长期将利好头部 CRO 获得更多市场份额。</u> • 行业的整体临床研发需求维持健康水平，在所有的客户群体内均看到稳健的业务机会。 • 询单量在 3Q23 继续改善，过往 12 个月询单量的增速达到高单位数，特别是在最近的两个季度。新签订单增长 10%。 • <u>这些正面的趋势在 4Q 得以延续</u>，对于全年维持这种趋势持谨慎乐观态度。 • 整体的商业环境是建设性的、稳健的和正面的。但是也注意到宏观因素带来的不确定性，包括 biotech 融资、利率环境和地缘政治。 • 一些大型药企宣布成本控制计划，长期将利好头部 CRO 获得更多市场份额。 |
| ICON | 临床 CRO | <ul style="list-style-type: none"> • Biotech 融资仍是一个问题，但是正在企稳，优秀的公司依然可以获得资金。 • 客户很明显的将更多资源用在临床 2/3 期项目上。 | <ul style="list-style-type: none"> • 行业的整体临床研发需求维持健康水平，在所有的客户群体内均看到稳健的业务机会。 • 询单量在 3Q23 继续改善，过往 12 个月询单量的增速达到高单位数，特别是在最近的两个季度。新签订单增长 10%。 • <u>这些正面的趋势在 4Q 得以延续</u>，对于全年维持这种趋势持谨慎乐观态度。 • 整体的商业环境是建设性的、稳健的和正面的。但是也注意到宏观因素带来的不确定性，包括 biotech 融资、利率环境和地缘政治。 • 一些大型药企宣布成本控制计划，长期将利好头部 CRO 获得更多市场份额。 |
| Fortrea | 临床 CRO | <ul style="list-style-type: none"> • Biotech 融资是稳健的。 | <ul style="list-style-type: none"> • 看到行业中的巨大创新动力，但市场上确实存在一些压力，如通胀削减法案和新冠疫情后的需求减少。 • 这些压力会导致更多的工作转向 CRO，通胀削减法案可能带来更多需求，因为客户将加速开发病人基数大的适应症。 |
| Medpace | 临床 CRO | <ul style="list-style-type: none"> • 继续看到很多融资挑战，导致很多客户面临财务困境，一些客户走向破产，但也帮助对在手订单进行去风险。 | <ul style="list-style-type: none"> • 季度询单量是历史第二高，初始订单金额是历史最高。 • 项目取消率已恢复到历史正常水平。 • <u>24 年的业绩指引反映了临床研究活跃度的提升。</u> • 今年前 9 月代谢疾病领域项目收入占比从去年同期的 16% 提升至 20%。 |
| Labcorp (实验室业务) | 实验室业务 | | <ul style="list-style-type: none"> • 尽管早期研发项目不再受到 NHP 供应的限制，但仍面临高于正常水平的项目取消率和更少的订单，主要由于小型 biotech 公司的融资问题。 |
| Charles River | 药物发现和安全性评价，动物模型 | <ul style="list-style-type: none"> • 3Q 是连续第二季度 biotech 融资实现增长（基于 TTM），特别是 VC 投资。 | <ul style="list-style-type: none"> • <u>3Q 收入增长主要由 MNC 和学术机构驱动，中小型 biotech 的收入增速继续放缓</u>，反映出对支出更加谨慎的态度，认为这种态度将在短期内延续。 • 客户仍在调整项目管线，将带来更高的项目质量和更可靠的签单。 • 安评业务的项目取消率和订单交付比 (book-to-bill) 均出现连续改善，其中项目取消率是 2Q22 以来的最低水平。 • <u>药物发现业务持续受到现阶段生物医药需求的负面影响，客户将更多精力放在后期项目的临床推进上，但预计此情况将会是短暂的。</u> • CGT CDMO 业务维持稳健增长势头，3Q 收入增长 10-19% (teens) (延续 2Q 趋势)。 • 总体来看需求恢复到正常水平的速度是缓慢的。 |
| Lonza | CDMO | <ul style="list-style-type: none"> • Biotech 融资正在企稳，但早期服务需求仍未增长。 • Biotech 融资不影响临床 2/3 期和商业项目。 • 融资影响了 CGT 业务的增长势头。 | <ul style="list-style-type: none"> • 生物药早期临床业务仍在增长，但产能未完全利用。 • 临床前和临床 1 期项目暂时下滑，但有早期的正面信号。 • CGT 产能利用率低，但商业化项目交付强劲。 • 临床前和临床 1 期项目暂时下滑，但有早期正面信号。 • <u>3Q 继续签订大型商业化生物药制剂和偶联项目。</u> • 客户对一体化 ADC 服务的需求强劲。 |
| Catalent | CDMO | <ul style="list-style-type: none"> • Biotech 融资仍存不确定性。 | <ul style="list-style-type: none"> • 仍然看到客户对于支出的谨慎态度，特别是对于早期项目的推进。 • <u>GLP-1 相关业务正在快速增长</u>，预计 24 财年相关收入将不超过 1 亿美元，当新产能全部投产后，预计相关收入将超过 5 亿美元。 • 剔除新冠收入和一次性授权费，3Q23 生物药板块收入同比增长 11%，主要受益于双位数增长的基因治疗、非新冠 DP&DS 业务。 • 细胞治疗业务出现下滑。 |

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

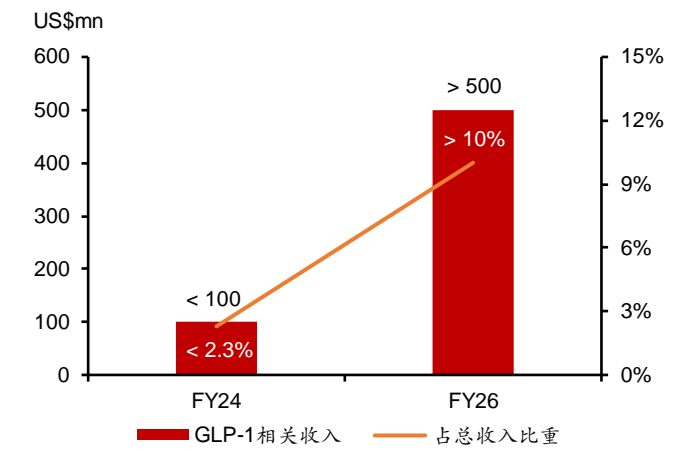
以 GLP-1 为代表的多肽类药物在代谢类疾病上（糖尿病和肥胖）的需求放量正给 CXO 行业带来新的业绩增长点。Catalent 管理层表示 GLP-1 相关业务正在快速增长，计划加速对现有设施内无菌罐装产能的投入，预计每一年的相关产能都将至少翻番增长，并预计 24 财年相关收入将不超过 1 亿美元（约占总收入的 2.3%）；当新产能全部投产后，预计相关收入将超过 5 亿美元（占华尔街一致预期 FY26 收入的 10%）。另外，Medpace 的代谢类收入占比从 9M22 的 16% 提升到 9M23 的 20%。我们认为 C(D)MO 将更多的受益于 GLP-1 药物需求的增长。关于 GLP-1 产业链投资机会的分析，请参考我们 2023 年 11 月 16 日发布的深度报告《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》。

图 7: Medpace: 代谢类业务收入占比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

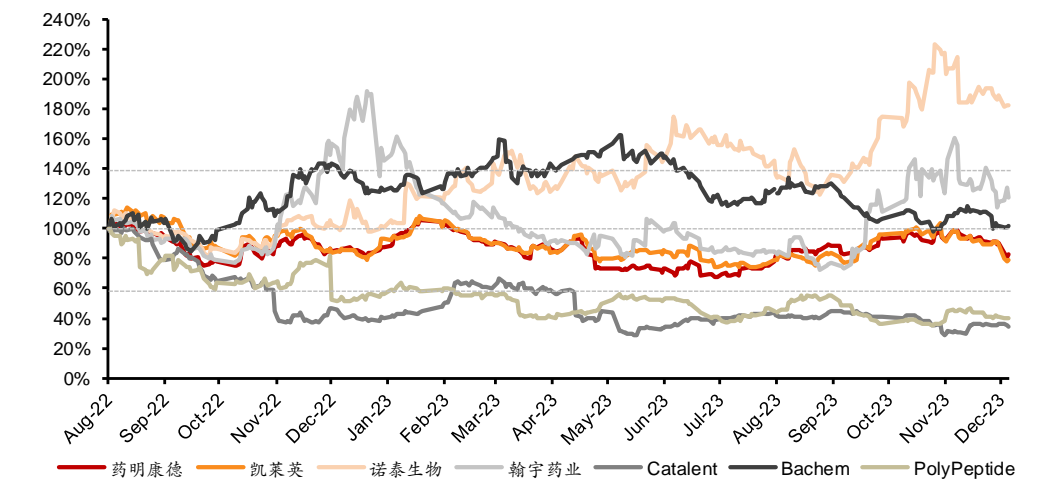
图 8: Catalent: GLP-1 相关收入预测



资料来源: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

我们汇总了海内外主要 GLP-1 受益公司的股价表现，大多数公司的股价近期有明显的上涨。例如，Bachem 在 2022 年 9 月首次披露获得多肽生产订单，股价从 2022 年 8 月至 2023 年 5 月上涨超过 60%；药明康德股价在 2023 年 7 月至 10 月上涨超过 45%。我们认为，GLP-1 对相关公司股价的长期影响将取决于对收入的实际贡献，现阶段由于多肽生产合同大多处在合同初期，对业绩的实际贡献有限。

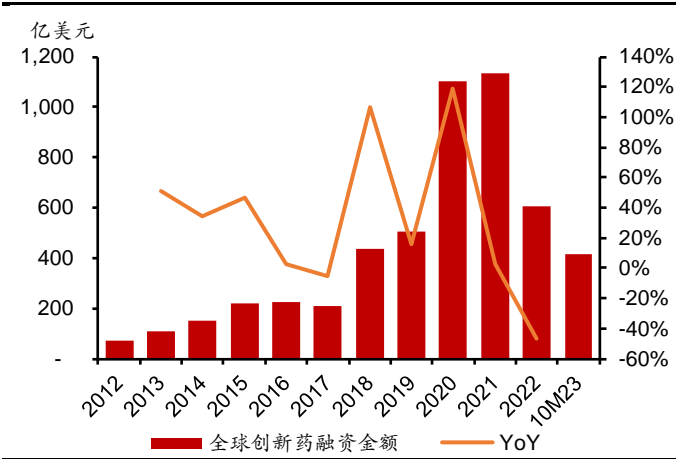
图 9: 全球 GLP-1 产业链公司股价表现



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2023 年 12 月 7 日。

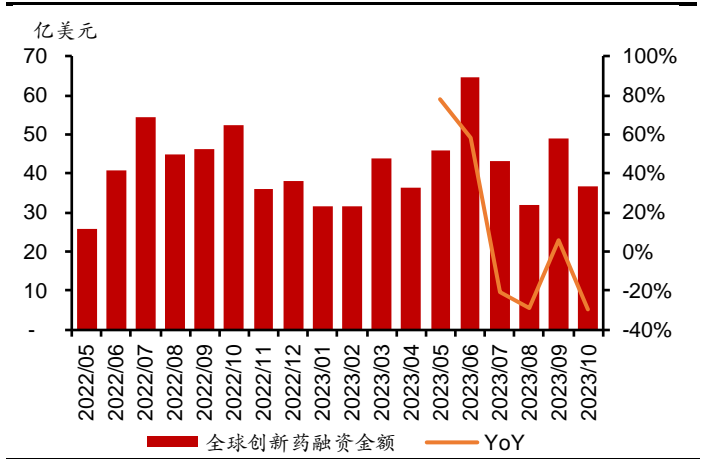
根据医药魔方数据，全球创新药融资额在经历 2022 年的大幅度下滑后 (-47% YoY)，在 2023 年已经基本企稳，2023 年前 10 个月，全球创新药融资金额为 415 亿美元，相当于 2022 年全年水平的 68%。我们认为全球医疗健康融资恢复初现苗头，但趋势尚未站稳。展望 2024 年，随着美国逐渐进入降息周期，全球创新药融资有望迎来反弹。我们预计，从融资改善到 CXO 业绩反弹，将经历一定的时间周期。我们认为 2024 年全球 CXO 行业或将迎来需求周期的向上拐点。

图 10: 全球创新药融资金额 (年度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 11: 全球创新药融资金额 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

XBI 指数反应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，同时全球医疗健康融资开始走弱。进入 2023 年，XBI 指数企稳，医药投融资逐渐筑底。2023 年 10 月底以来，XBI 指数已反弹 26%（截至 2023 年 12 月 7 日）。我们认为，XBI 指数如果持续反弹超过一个季度，叠加美国即将进入降息周期带来的医药融资的预期回暖，将会提振全球医药行业的研发需求。

图 12: XBI 指数走势

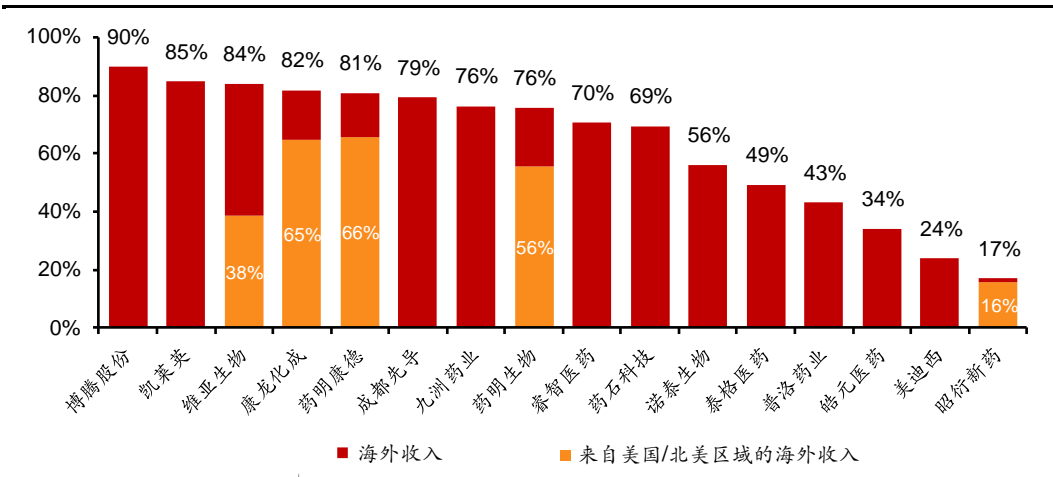


资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。数据截至 2023 年 12 月 7 日

对中国 CXO 行业的启示：等待曙光

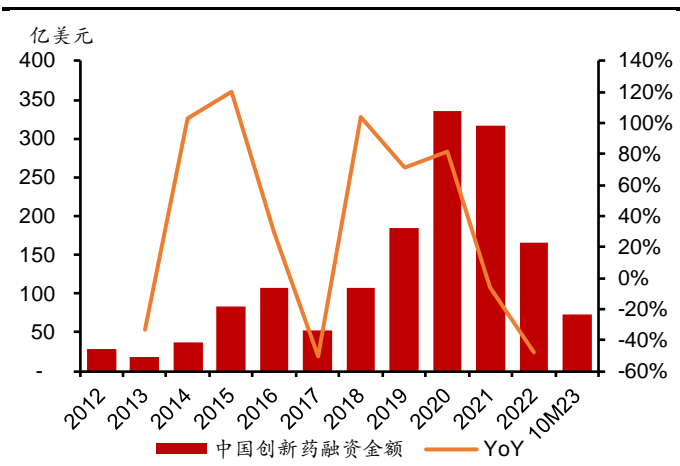
中国 CXO 行业已深度融入全球医药研发产业链，大部分主要中国 CXO 公司有超过一半的收入来自海外，因此，全球医药融资和医药研发需求趋势对中国 CXO 行业有重要影响。根据医药魔方数据，中国创新药融资额的趋势与全球类似，但复苏略弱于全球。2023 年前 10 个月，中国创新药融资金额为 74 亿美元，相当于 2022 年全年水平的 45%。总体来说，中国医疗市场的融资仍处在低谷。我们认为中国 CXO 短期将面对海外需求疲弱带来的挑战，而国内的融资环境也将导致国内的药物研发需求短期难有起色。

图 13: 中国 CXO 公司海外收入占比 (2022)



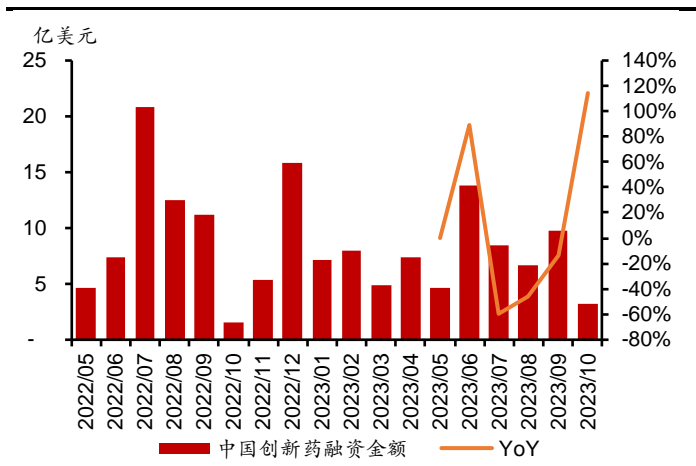
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 14: 中国创新药融资金额 (年度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 15: 中国创新药融资金额 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

海外 CXO 仍在等待业绩拐点

海外 CXO 业绩拐点仍需时间

我们汇总了海外主要 CXO 公司自 1Q20 后的季度收入和利润变化情况，由于新冠疫情爆发显著催生了医药研发需求，海外主要 CXO 的季度业绩在 2Q20 开始后的 3 至 4 个季度呈现出加速增长的趋势，股价和估值也随之连续上涨。海外 CXO 公司的业绩在 3Q21 大范围出现增速放缓，然而公司股价和估值继续走高。当海外 CXO 公司管理层在 21 年底给市场相对保守的 22 年业绩展望后，海外 CXO 的股价和估值在 22 年开始进入下降通道。

从海外 CXO 过去 3 年的业绩和股价复盘来看，当连续两个季度业绩出现实质性减速，才会对行业预期趋势造成影响，进而对股价和估值产生影响。因此我们认为未来业绩向上的拐点可能也需要 2 个季度的业绩连续实质性改善才能确认行业趋势。从 2023 年前三个季度海外 CXO 业绩来看，季度改善趋势还未完全形成，虽然一些公司的业绩有改善，但改善幅度仍相对较小，更多由于 2022 年同期的业绩基数逐季度走低导致（由于新冠收入逐步减少）。基于海外 CXO 管理层 2023 年全年指引，推测出 4Q23 的业绩有进一步恶化的趋势，也反映出业绩改善趋势不会一蹴而就。年初至今海外 CXO 平均 12 个月动态 P/E 已反弹约 23%。我们预计一旦业绩实质改善趋势确立，股价和估值仍有显著上涨空间。

图 16: 海外主要 CXO 收入增速变化

| 收入增速 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | |
|------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|--|
| IQVIA (临床CRO板块) | + | | | + | | | + | | + | + | + | | | | | | | | | | | | |
| ICON | + | | | + | | | | | + | + | + | | | | | | | | | | | | |
| Labcorp (药物开发板块) | + | | | + | | | | | + | + | + | | | | | | | | | | | | |
| Fortrea | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Medpace | + | | | + | + | | | | + | + | + | | | | + | | | | | | | | |
| Syneos | | + | | + | | | | | | | + | + | | | | | | | | | | | |
| Charles River | + | | | + | | | | | + | + | + | | | | | | | | | | | | |
| Inotiv | | + | | + | + | | | | | | + | + | | | + | + | | | | | | | |
| Thermo Fisher | + | | | + | | | 持平 | | + | + | + | | | | | | | | | | | | |
| 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。收入增速均基于表现收入。2023E/2024E 增速变化基于公司管理层给予的最新业绩指引, 其中 Lonza 的 2024E 收入增速变化基于其 2024-28 指引, Charles River 的 2024E 收入增速变化基于其 2023-26 指引。4Q23E 增速变化基于各公司 2023 年全年业绩指引。

图 17: 海外主要 CXO 利润增速变化

| 净利润增速 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | |
|---------------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|--|
| IQVIA | | | | + | | | + | | | | + | + | + | | | | | | | | | | |
| ICON | + | | | + | | | | | | | + | + | | | + | | | | | | | | |
| Labcorp | | | + | + | | | | | + | + | | + | | | | | | | | | | | |
| Fortrea | | | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Medpace | | | | + | + | | | | | | + | + | | | + | | | | | | | | |
| Syneos | + | | | + | | | | | | | + | + | | | + | + | | | | | | | |
| Charles River | | + | | + | | | | | | | + | + | | | | | | | | | | | |
| Inotiv | | + | | + | + | | | | | | + | + | | | + | + | | | | | | | |
| Thermo Fisher | + | | | + | | | + | | + | + | + | | | | + | | | | | | | | |
| Lonza | | | | + | + | | | | | | + | + | | | | | | | | | | | |
| Samsung Bio | | | + | + | + | | | | + | | + | + | | | + | | | | | | | | |
| Catalent | | + | + | + | | | | | + | + | + | | | | | | | | | | | | |

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表现净利润; 对于 Lonza, 利润增速基于 Non-IFRS 净利润; 对于 Inotiv, 利润增速基于 Non-GAAP EBITDA; 其余公司利润增速基于 Non-GAAP 净利润。2023/2024E 利润变化基于公司管理层给予的最新业绩指引, 其中 Lonza 的利润变化基于 2024-28 核心 EBITDA 利润率指引, Charles River 的 2024E 利润增速变化基于其 2023-26 指引。4Q23E 增速变化基于各公司 2023 年全年业绩指引。

CXO 行业由于历史平均业绩增速比药企快，所以历史平均 P/E 估值比药企高。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月，海外主要 CXO 相对海外主要药企的平均 P/E 溢价为 39%；在新冠疫情防控期间（2020 年 4 月至 2021 年 12 月），P/E 溢价大幅度提升到 110%；但随着海外 CXO 业绩见顶，2022 年 1 月之后，P/E 溢价回落至 71%。

图 18: 海外主要 CXO 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: 纳入上图范围的海外 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) 以及 Thermo Fisher (TMO US)。海外主要药企包括: AbbVie (ABBV US), Amgen (AMGN US), AstraZeneca (AZN LN), Bayer (BAYN GR), BMS (BMY US), GSK (GSK LN), J&J (JNJ US), Merck (MRK US), Novartis (NOVN SW), Pfizer (PFE US), Roche (ROG SW), Sanofi (SAN FP)。数据截至 2023 年 12 月 7 日。

对中国 CXO 行业的启示: 业绩节奏滞后于海外同行, 估值处于历史底部

中国 CXO 行业同样受益于全球新冠爆发带来的研发需求, 主要中国 CXO 公司的 2021 年业绩增速较 2020 均显著提速。但受到 21 年高基数以及全球 biotech 融资下降和地缘政治因素的影响, 主要中国 CXO 公司业绩增长在 2Q22 开始减速, 并且减速趋势在 3Q23 明显放大, 主要由全球早期研发需求走弱且 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相比滞后约 2 至 4 个季度。考虑到 2022 年仍有新冠收入造成的高基数影响, 我们预计中国主要 CXO 公司最快在 2024 年重新进入业绩加速通道。

图 19: 中国主要 CXO 收入增速变化

| 收入增速 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | |
|-------------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|---|
| 药明康德 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 药明康德 (剔除新冠) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 药明生物 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 药明生物 (剔除新冠) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 泰格医药 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 泰格医药 (剔除新冠) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 昭衍新药 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 康龙化成 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 凯莱英 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 美迪西 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 九洲药业 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 维亚生物 | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |
| 维亚生物 (药物发现) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

资料来源: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

注: 收入增速均基于表现收入。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2023E 增速变化基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预期 (截至 2023 年 12 月 7 日)。4Q23E 增速变化基于各公司 2023 年全年业绩。2024E 增速变化仅包含给与明确业绩指引的药明生物。

图 20: 中国主要 CXO 利润增速变化

| 净利润增速 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | |
|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|--|
| 药明康德 | | + | + | | + | | | + | + | + | + | | | | + | | + | + | + | + | + | + | |
| 药明生物 | | | | + | | | + | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 泰格医药 | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 昭衍新药 | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 康龙化成 | | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 凯莱英 | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美迪西 | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 九洲药业 | | | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 维亚生物 | | | | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

资料来源: 彭博, 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于药明康德、药明生物和康龙化成, 历史净利润增速均基于 Non-IFRS 净利润; 对于昭衍新药, 历史净利润增速基于归母净利润; 其他公司净利润增速基于扣非归母净利润。对于药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药, 2023E 增速变化基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司基于彭博一致预期 (截至 2023 年 12 月 7 日)。4Q23E 增速变化基于各公司 2023 年全年业绩情况。2024E 增速变化情况仅包含给与明确业绩指引的药明生物。

类似海外的情况, 相较于国内药企, 国内 CXO 享受更高的 P/E 估值。在 2017 年 1 月至 2020 年 3 月, 国内主要 CXO 相对国内主要药企的平均 12 个月动态 P/E 溢价为 55% (vs 海外的 39%); 在新冠疫情防控期间 (2020 年 4 月至 2022 年 12 月), P/E 溢价大幅度提升到 116% (vs 海外的 110%); 但随着国内 CXO 业绩陆续见顶, 2023 年 1 月之后, P/E 溢价回落至 27% (vs 海外的 71%)。2023 年初至今中国 CXO 平均 12 个月动态 P/E 已反弹约 19% (vs 海外的 23%), 估值反弹发生在 3Q23, 主要受益于 GLP-1 产业链需求增长预期。可见, 在 2023 年 1 月之前, 国内 CXO 相对于药企的估值溢价高于海外, 而在 2023 年 1 月之后, 国内 CXO 相对药企的估值溢价则显著低于海外, 我们认为这意味着国内 CXO 现阶段估值具有吸引力。

图 21: 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 2023 年 12 月 7 日。

我们认为, 中国 CXO 公司的估值具备吸引力, 可从三个角度看: 1) 中国 CXO 公司的估值相对自身历史的估值 (参考图 22)。此指标在新冠疫情期间达到历史最高峰, 个别公司的

12 个月动态 P/E 超过 100 倍。然而随着海外需求下行、全球医药融资趋紧以及地缘政治因素，中国 CXO 公司的估值自 21 年中开始下降。目前，中国 CXO 的 12 个月动态 P/E 处在历史最低。2) 中国 CXO 的估值相对海外 CXO 的估值（参考图 23）。得益于中国 CXO 相对海外同行更高的业绩增速，在 2017-21 年的大部分时间内，特别是在新冠疫情爆发的前两年，此指标明显高于过往 5 年的平均值，然而此指标在 2022 年徘徊在低于过往 5 年平均值 1 个标准差的水平，并在 2023 年 4 月后加速下降并在 3Q23 出现阶段性反弹，现在仍低于过往 5 年平均值 1 个标准差；3) 中国 CXO/药企的估值溢价相对海外 CXO/药企的估值溢价（参考图 24）。由于 CXO 公司的业绩增速比药企高，CXO 公司往往享受着相对药企的估值溢价。中国 CXO 相对药企的估值溢价在 2017 年后的绝大部分时间内均高于海外，然而此情况在 2023 年 4 月后出现明显反转，海外 CXO 相对海外药企的估值溢价已明显高于中国 CXO 相对中国药企的估值溢价。

图 22: 中国头部 CXO 公司 12 个月动态 P/E



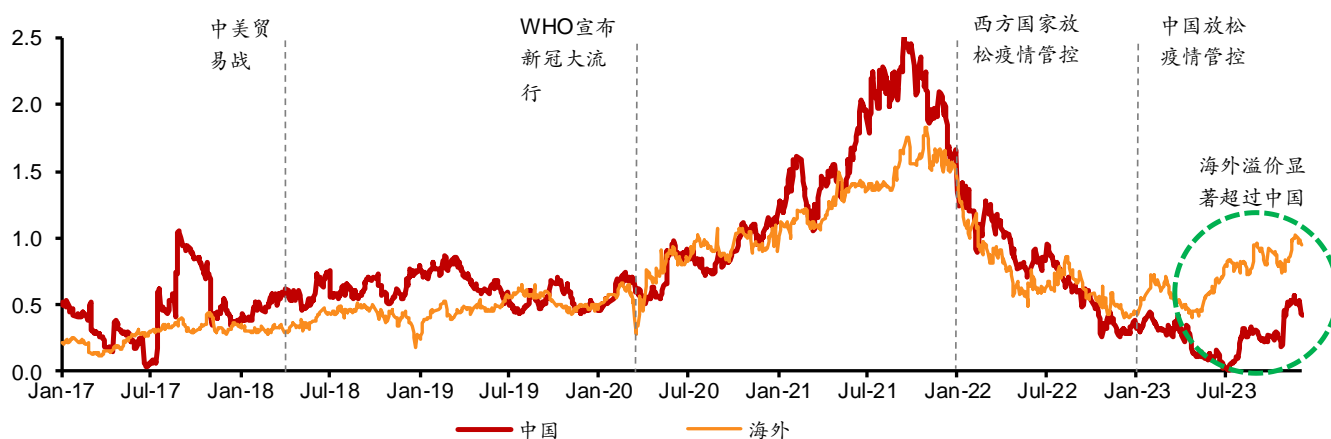
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场
注: 数据截至 2023 年 12 月 7 日。

图 23: 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 2023 年 12 月 7 日。

图 24: 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 2023 年 12 月 7 日。

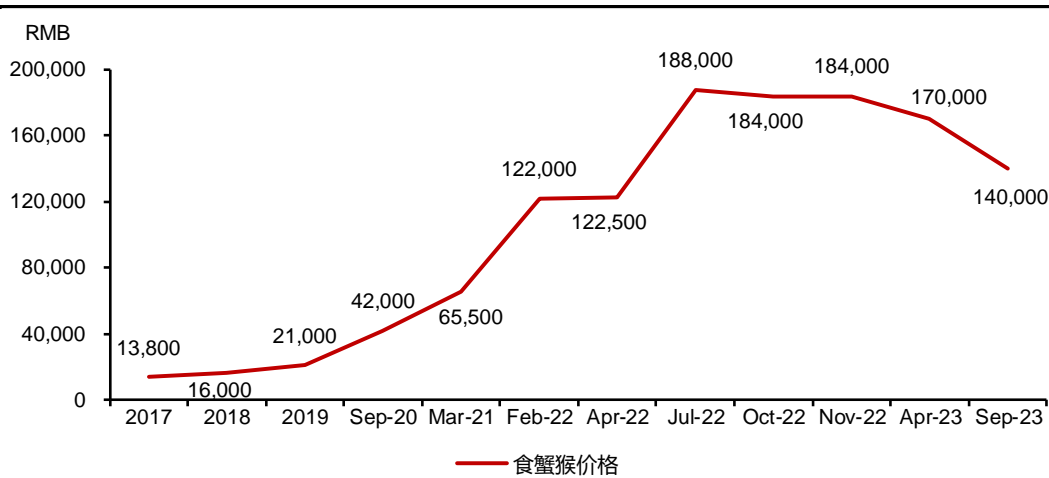
美国实验用猴供应限制问题

实验用猴海外价格坚挺，国内价格有所回调

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

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

图 25: 中国食蟹猴价格走势



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

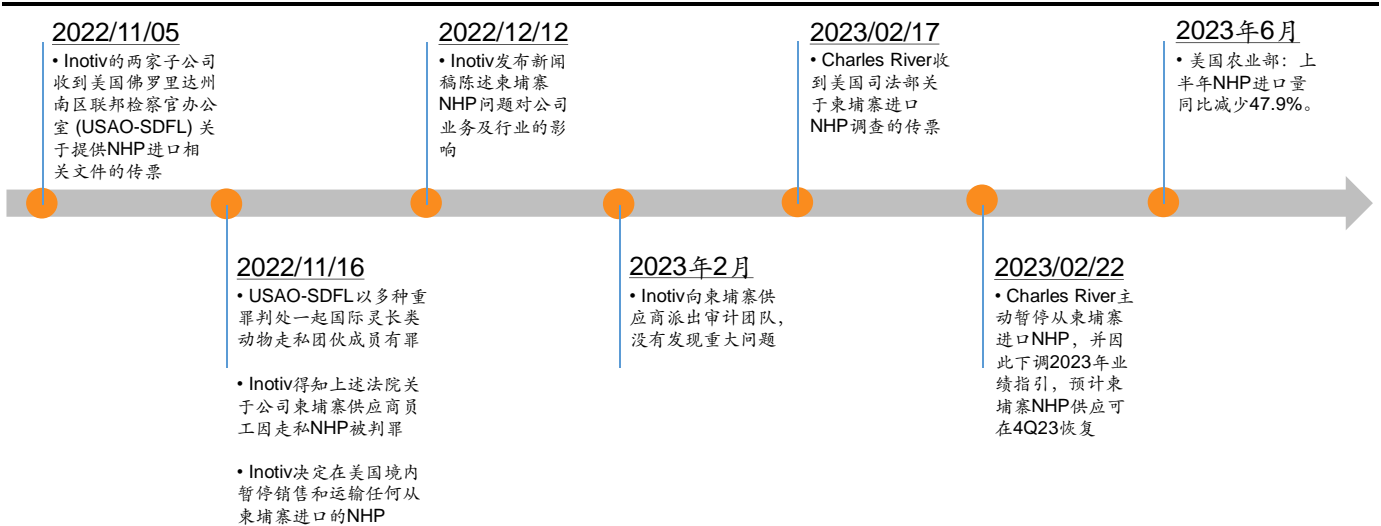
食蟹猴和恒河猴主要生活在中国、印度以及东南亚地区，中国和柬埔寨等东南亚国家是全球实验用猴的主要供应国，而欧美等国为主要需求国。根据公开资料，美国 2019 年进口的实验用猴中有 60% 来自中国。中国暂停实验用猴出口后，美国增加了从东南亚地区的采购量，特别是柬埔寨。根据 Science 杂志的数据，在过去三年疫情期间，美国每年消耗了约 7 万只实验用猴。根据美国疾控中心的数据，在截至 2022 年 9 月的过往 12 个月内，美国有约 60% 的 NHP 来自柬埔寨。

柬埔寨出口美国实验用猴由于动物走私原因被叫停

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

Charles River 管理层表示，解决供应问题的核心是需要证明进口的 NHP 的亲子关系（parentage），即可以追溯所有子代至他们的母代并证明这些母代是专门繁育用来做相关药物实验的（purpose-bred）。需要开发出必要的检测方法来快速确定哪些 NHP 是专门繁育的，检测方法并不复杂，有现成的基因检测试剂，真正的问题是政府决定检测的动物数量有多大，以及如何快速的完成大规模动物检测。公司对于政府机构的反馈进度以及未来如何推进事态解决没有任何掌控力，在 3Q23 业绩电话会上表示政府端的推进速度是缓慢的。因此，我们认为，美国政府重新放开柬埔寨的 NHP 进口仍需时间，但是相关美国 CRO 公司有时间从其他产地进口 NHP 或者将安评实验转移至美国之外开展，减少供应问题对研发工作的影响。

图 26: 美国 NHP 供应问题时间线



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

海外 CXO 公司已经克服美国 NHP 供应限制的影响

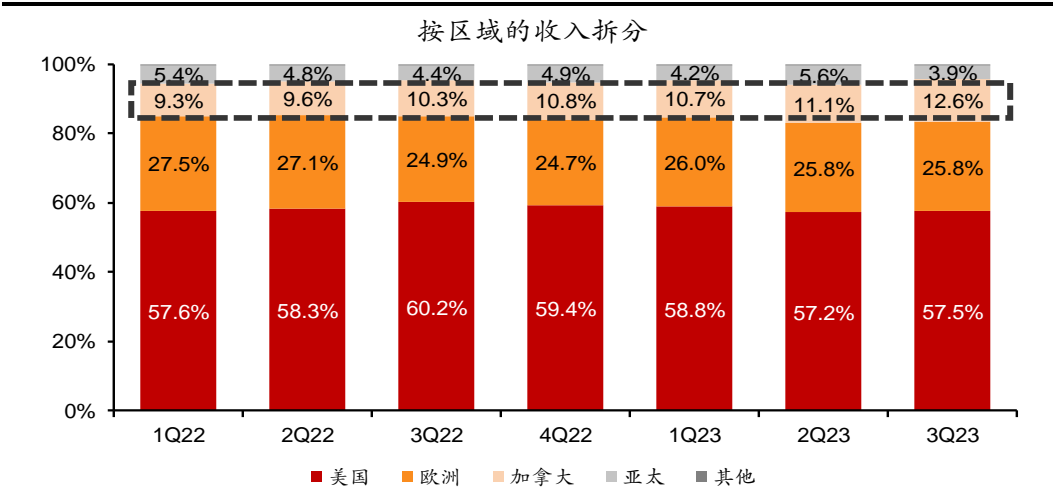
美国暂停进口柬埔寨 NHP 对从事相关业务的海外 CXO 公司产生了一些影响。在海外主要 CXO 公司中，Charles River、Inotiv 和 Labcorp 的业务受到直接影响，而作为美国最大的两家 NHP 需求方的 Charles River 和 Inotiv，其业务受到的影响程度获得市场的广泛关注。

从具体业务上来看，Charles River 是全球药物发现及安全性评价工作（DSA）龙头，其安评工作使用大量 NHP（2022 年：15,000 只；2023E：11,400 只），其实验动物板块只对外销售小型实验动物。Inotiv 的收入大头来自实验动物销售，其 22 财年（即截至 2022 年 9 月的财年）的实验动物销售收入为 5.5 亿美元，其中源自柬埔寨的 NHP 销售收入约 1.4 亿美元。Labcorp 旗下的生物医药实验室服务板块也提供药物安评服务。

Charles River 业务受到 NHP 供应限制的影响已微乎其微。在公司 2022 年报电话会议上，Charles River 管理层表示美国的 NHP 供应问题将导致其客户安评项目推迟，公司业务预计从 2Q23 开始受到负面影响，并预计减少 2-4% 的 23 年收入增速。在 1Q23 业绩电话会上，管理层表示 NHP 供应问题对 2Q 的影响小于之前的预期，同时公司正在利用其全球安评网络避免客户项目的延期。在 2Q23 业绩电话会上，管理层认为公司已经成功缓解由此带来的供应链挑战，且没有造成客户项目的延期，并预计 NHP 供应问题将自 4Q23 起不再对公司业务造成有意义的影响，对 2023 年收入增速的影响将低于之前预计的 2-4%，因此上调全年业绩预期。在 3Q23 电话会议上，管理层表示基本上完全消除了 NHP 供应带来的预期负面影响，NHP 问题对业绩的影响已经微乎其微，因此上调全年 DSA 的收入增长指引，并预计 2024 年的 NHP 供应将维持稳定。

从 Charles River 的按区域的收入拆分来看，公司把部分美国的业务转移到加拿大。加拿大 3Q23 贡献总收入的 12.6%，相比 4Q22 提升 1.8 个百分点，而同时期美国的收入贡献减少 1.9 个百分点。

图 27: Charles River: 按区域的收入拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Inotiv 的 NHP 销售量显著下降，但是价格上涨使得收入维持基本稳定。Inotiv 以 NHP 在内的实验动物销售为主要业务，受到柬埔寨 NHP 进口限制的影响最为显著。根据管理层在业绩电话会上的表述，公司的 NHP 销售量持续下滑，FY3Q23（即 2023 年 4 至 6 月）的 NHP 销售量同比减少 40%，且销售量低于 FY2Q23（而 FY2Q23 低于 FY1Q23），预计 FY4Q23 的 NHP 可销售量将继续低于 FY3Q23。如果柬埔寨和中国 NHP 出口限制保持现状，预计 FY24 的 NHP 销售量将继续低于 FY23。然而，由于 NHP 价格持续提高，FY23 的 NHP 销

售收入将大致与 FY22 持平。管理层同时表示，行业对 NHP 的需求仍然很高，来自柬埔寨和中国之外区域的 NHP 供应量不足以弥补供应缺口。

Labcorp 管理层在 2Q23 业绩电话表示对整体 NHP 供应保持乐观，有足够的 NHP 来支持安评项目的推进，然而 NHP 价格比之前贵得多，但是这些成本可以转嫁给客户。在 3Q23 业绩电话会上，管理层表示 NHP 供应问题已不再对早期研发项目造成影响。

图 28: 海外 CXO 管理层如何看待美国 NHP 供应问题

| 公司 | 核心业务 | 管理层观点 | | | |
|---------------|------------------|--|---|---|--|
| | | 2022 年报 | 1Q23 季报 | 2Q23 季报 | 3Q23 季报 |
| Charles River | 药物发现和安全性评价, 动物模型 | <ul style="list-style-type: none"> 如果柬埔寨 NHP 无法出口至美国, 整个行业都将面临 NHP 短缺的问题 NHP 供应问题将导致安评项目推迟, 预计减少 2-4% 的 23 年收入增速。 公司业务预计从 2Q23 开始受到影响。 用任何动物替代 NHP 做安评实验要做很多前期工作, 以让 FDA 认可数据。 | <ul style="list-style-type: none"> 利用公司的全球安评网络, 正帮助客户推进 NHP 相关项目, 可以一定程度上降低对客户项目的影响。 对下半年业绩的影响更大, 对 2Q 的影响小于之前的预期。 有信心证明公司进口的 NHP 是人工繁育的, 希望公司的检测方法可以成为行业通用。 | <ul style="list-style-type: none"> 公司正在利用其全球网络缓解美国 NHP 供应问题, 管理层认为已经成功缓解由此带来的供应链挑战, 没有造成客户项目的延期。 预计 NHP 供应问题将自 4Q23 起不再对公司业务造成有意义的影响, 对 23 年收入增速的影响将低于之前预计的 2-4%。 上调全年收入增速下限主要反映 DSA 板块针对美国 NHP 供应问题成功实施的项目转移措施。 | <ul style="list-style-type: none"> 基本上完全消除了 NHP 供应带来的预期负面影响, NHP 问题对业绩的影响已经微乎其微, 因此上调全年 DSA 的收入增长指引 预计今年 NHP 稳定供应的情况也将适用于 2024 年。 公司已经开发出低成本检测方法证明 NHP 是人工培育, 但政府端的推进速度是缓慢的 |
| Inotiv | 药物发现和安全性评价, 动物模型 | <ul style="list-style-type: none"> RMS 板块收入受到自去年 11 月开始暂停从柬埔寨进口 NHP 的负面影响。 提高 NHP 价格的计划现在仍没有变化, NHP 价格有显著的提升。 正在跟内外部专家合作以开发长期可用于验证 NHP 来源的检测方法。 | <ul style="list-style-type: none"> NHP 销售量显著低于历史水平, 但价格在上涨。 继续跟内外部专家合作以开发可验证 NHP 来源的检测方法。 继续寻找其他 NHP 来源地, 认为有足够的 NHP 满足公司 DSA 业务的需求。 | <ul style="list-style-type: none"> 柬埔寨 NHP 的进口限制继续影响整个美国实验动物供应链。根据 USDA (美国农业部) 数据, 截至今年 6 月的 NHP 进口量同比减少 47.9%。 行业对 NHP 的需求仍然很高, 来自柬埔寨和中国之外区域的 NHP 供应量不足以弥补供应缺口。 公司的 NHP 销售量将持续减少, 但是 NHP 价格在走高。 | |
| Labcorp | 临床前+临床 CRO | <ul style="list-style-type: none"> 预计 NHP 供应限制将影响 0.8-1 亿美元的收入 (约占药物开发板块收入的 1.6%) 预计 NHP 价格将大涨 正在跟多个供应商沟通 NHP 供货事宜 | <ul style="list-style-type: none"> NHP 供应问题对 1Q 的影响最大, 预计 2Q 影响小于 1Q。 对整体 NHP 供应保持乐观, 客户理解现在面对的项目报价压力。 | <ul style="list-style-type: none"> 有足够的 NHP 来支持安评项目的推进。当开始意识到 NHP 供应问题后, 公司便立即开始寻找替代供应来源。 NHP 价格比之前贵得多, 但是大部分成本可以转移给客户。 | <ul style="list-style-type: none"> NHP 供应问题已不再对早期研发项目造成影响 |

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

对中国 CXO 行业的启示: 海外安评订单转移至中国落地仍需时间

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

海外主要 CXO 公司 3Q23 业绩概况与电话会要点

Thermo Fisher

2023 年第三季度业绩概况：

全球生命科学+CXO 龙头 Thermo Fisher 发布 3Q23 业绩，收入同比下降 1.0% 至 106 亿美元 (vs 2022 年: +14.5% YoY; 1Q23: -9.4% YoY; 2Q23: -2.6% YoY)，收入下滑幅度逐季度缩窄。毛利率同比增长 0.4 个百分点至 41.9% (环比提升 1.1 个百分点)，Non-GAAP 净利润同比增长 10.2% 至 20 亿美元 (vs 2022 年: +20.4% YoY; 1Q23: -31.8% YoY; 2Q23: -8.1% YoY)，Non-GAAP 净利润率同比提升 2.1 个百分点至 20.9% (环比提升 2.2 个百分点)。剔除收购、汇率、新冠检测收入的影响，3Q23 核心内生收入同比增长 1% (vs 2022 年: +14% YoY; 1Q23: +6% YoY; 2Q23: +1% YoY)。单季度新冠检测收入为 5,000 万美元，同比下降 89%。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比下降 17.9% (内生: -19%) 至 24 亿美元；2) 分析仪器板块收入同比增长 8.2% (内生: +8%) 至 18 亿美元；3) 专业诊断板块收入同比增长 1.7% (内生: -6%) 至 11 亿美元；4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO 和 CDMO 业务) 收入同比增长 2.6% (内生: +1%) 至 57 亿美元。

2023 年指引：公司继续下调 2023 年指引，预计收入同比下降 4.9% (此前指引为同比下降 2.0% - 3.4%)，其中核心内生增速为 1% (此前指引为同比增长 2% - 4%)；预计 Non-GAAP EPS 同比下降 7.5% (此前指引为同比下降 2.2% - 4.1%)；计划投入约 10 亿美元至 Capex (此前指引为 17 亿美元)，相比 2022 年下降 55%。

2024 年初步指引：公司首次给予 24 年业绩指引，预计核心内生收入增速为 1%；预计 Non-GAAP EPS 同比增长 1.2%。

业绩电话会要点：

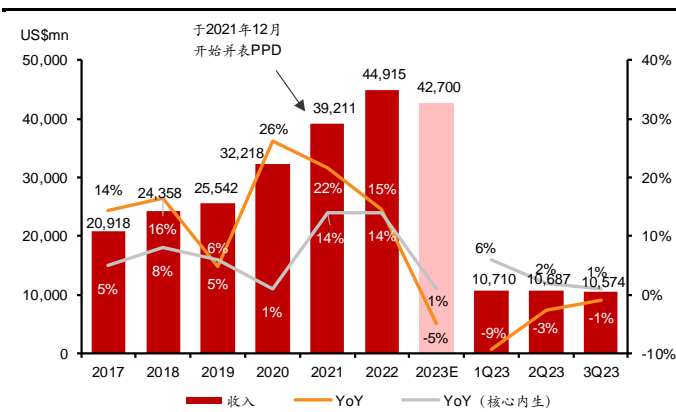
- 市场环境：**3Q 宏观环境变得更具挑战性。2Q 时出于对谨慎的客户投入以及中国较弱的经济活动的考虑，公司将核心市场增速假设下调至 0-2% (此前假设为增长 4-6%)。3Q 这两个负面因素进一步恶化，并且预计会在 4Q 持续，因此现在公司认为全年核心市场将略微负增长。管理层预计公司将比市场整体增速快，从而继续提升市场份额。管理层认为市场的长期增速在 4-6%，认为公司可以在此基础上快 2-3 个百分点。此前的业绩指引假设 Bioprocess 业务订单将企稳，但实际上在 3Q 并没有发生 (意味着下游客户仍在去库存)。Bioprocess 一般有 13 周的准备期，如果在 3Q 没有订单，意味着 4Q 将无法实现收入增长。
- 分区域收入增速拆分：**北美市场中单位数下降 (vs 2Q 的中单位数下降)；欧洲市场低单位数增长 (vs 2Q 的低单位数增长)；亚太市场低单位数下降 (vs 2Q 的中单位数下降)，其中中国市场高单位数下降 (vs 2Q 下降 10-14%/low-teens)。
- 分终端客户类型的收入增速拆分：**a) 药企和 biotech 终端市场收入减少 1% (vs 2Q 的同比持平)，新冠疫苗和治疗药物收入的减少预计继续对板块增速造成负面影响，药企服务收入增速为板块内最快。b) 科研和政府终端市场继续保持高单位数增长 (vs 2Q 的高单位数增长)，特别是电子显微镜、层析和质谱仪。c) 工业和应用终端市场收入持平 (vs 2Q 的低单位数增长)，增速较快的是电子显微镜领

域。d) 诊断和医疗健康市场继续下降 20% (vs 2Q 的-20% YoY) , 但微生物、免疫诊断和移植诊断业务表现亮眼。

- 4) **融资:** 跟欧洲、美国、中国的客户都有交流, 虽然客户都很看好中长期市场的前景, 但短期来看, 小型 biotech 客户仍对于融资市场何时恢复有所担忧。在新冠疫情期间充裕的融资环境过后, 公司的客户群体中基本都能看到客户对未来的谨慎态度, 这也导致公司非新冠收入增速放缓。从融资的角度看, 利率和投资回报率存在一定利差, 随着公司的客户下调估值预期, 认为资金会开始回流, 这是一个逐步过程, 但这些投资的潜在回报率是相当具有吸引力的。
- 5) **CXO 业务:** 季度内完成了位于 St. Louis 原液工厂的扩建, 装配了最新的 Thermo Scientific 品牌的 5000L 一次性生物反应器。在俄亥俄州的新设施将强化临床研究中生产样本采集设备的产能。季度内完成对真实世界研究服务商 CorEvitas 的收购, 随着医药企业和监管机构越来越重视已上市药物安全性和有效性的评估和监控, 真实世界研究市场在快速增长。收购 PPD (临床 CRO) 时管理层对于 PPD 的长期增速期望是高单位数增长+协同效应带来的额外增速, 此长期预期没有改变。预计随着新冠业务的减少, PPD 的增速将从 20% 下滑到 10-19%/teens 然后在此基础上波动。
- 6) **中国市场:** 中国经济面临一些挑战, 但政府在积极采取措施提升经济信心, 同时为外国投资者创造更好的营商环境, 这对外资来说是不错的信号。中国经济走弱对 3 季度的仪器业务收入有一定影响, 对于 4 季度的影响将更大, 因为没有足够的订单, 同时 4 季度的业绩也将继续受到利率的负面影响。

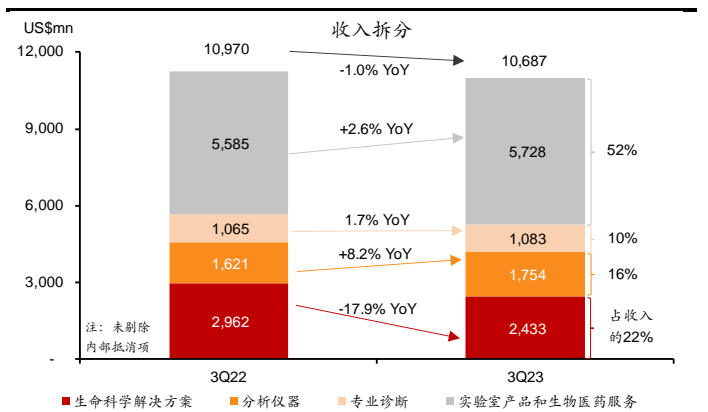
国内市场对标企业: 建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商, 比如东富龙、多宁生物、乐纯生物; 建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司, 如药明生物; 建议关注有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司, 如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 29: Thermo Fisher: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 30: Thermo Fisher: 收入拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

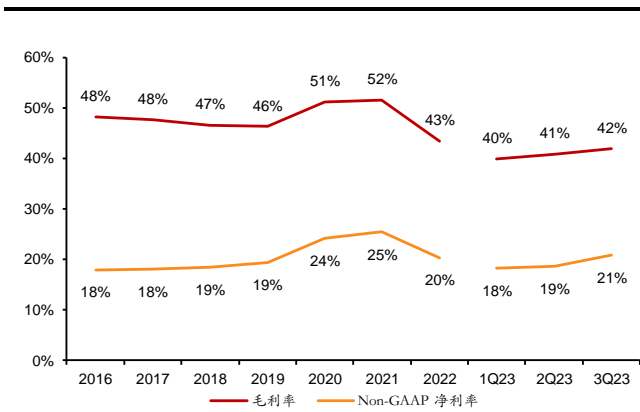
图 31: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

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

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

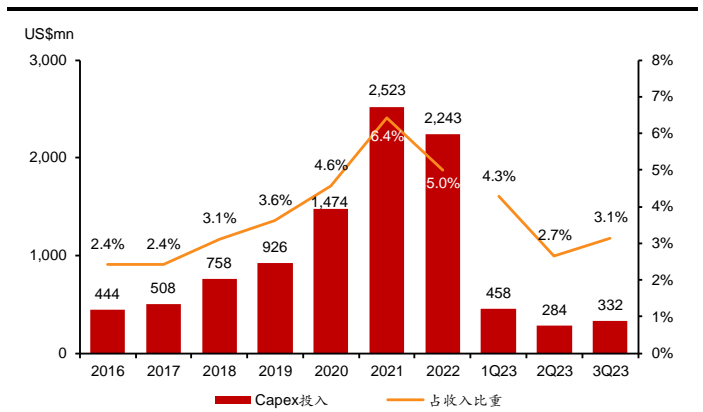
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 32: 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 33: Thermo Fisher: 历年 Capex



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

IQVIA

2023 年第三季度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 3Q23 业绩, 收入同比增长 4.9% (固定汇率 (constant currency/CC) 下: +4.1% YoY) 至 37.4 亿美元 (vs 2022 年: +7.8% YoY; 1Q23: +4.7% YoY; 2Q23: +5.5% YoY (CC) 以及 1Q23 的 +4.7% YoY (CC))。剔除新冠收入、收购和汇率影响, 3Q23 核心内生收入同比增长 7% (vs 2022 年: +13% YoY; 1Q23: +11% YoY; 2Q23: +9% YoY)。

毛利率同比提升 0.2 个百分点至 35.1%, Non-GAAP 净利润同比下降 1.7% 至 4.6 亿美元 (vs 2022 年: +10.1% YoY; 1Q23: -3.1% YoY; 2Q23: -2.6% YoY), Non-GAAP 净利润率同比下降 0.8 个百分点至 12.4%。

截至 2023 年九月底, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 288 亿美元, 相比 2022 年底增长 4.4%, 环比增长 1.4%, 预计其中的 74 亿美元将在接下来 12 个月转化为收入。

分板块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 2.2% (核心内生: +5%) 至 14.3 亿美元, 占总收入的 38.3%; 2) 研发解决方案收入同比增长 7.2% (核心内生: +11%) 至 21.2 亿美元, 占总收入的 56.8%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比持平 (+11%) 至 1.8 亿美元, 占总收入的 4.9%。

2023 年指引: 公司继续全面下调 2023 年业绩指引, 预计 2023 年收入同比增长 3.3%-3.5% (此前指引为同比增长 4.4%-5.3%), 其中核心内生收入同比增长 9% (此前指引为同比增长 8%-9%); **Non-GAAP EPS 同比增长 0.0%-0.7%** (此前指引为同比增长 0.4%-2.9%), 其中核心内生 EPS 同比增长 11%-12% (此前指引为同比增长 12%-15%)。

4Q23 指引: 公司预计 4Q23 收入同比增长 0.8-1.7%, Non-GAAP EPS 同比增长 0.4%-2.9%, 其中核心内生 EPS 同比增长 10% 到 13%。

2024 年初步指引: 公司预计 2024 年收入中单位数增长 (剔除新冠收入和汇率影响, 预计为高单位数增长), Non-GAAP EPS 高单位数增长。

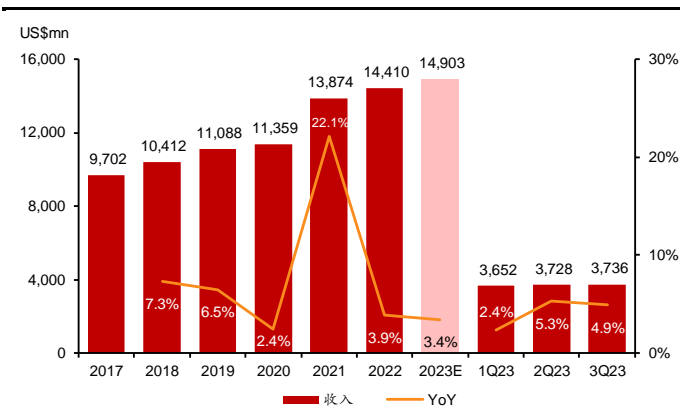
业绩电话会要点:

- 1) 需求:** 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 维持强劲客户需求, 季度新签订单超过 26 亿美元, 其中直接服务订单 24 亿美元, 为历史最高。在手订单达到 288 亿美元, 再次刷新历史最高。季度询单量 (RFP) 同比增长 10% (1Q23: +15% YoY; 2Q23: +8% YoY), 所有客户群体都看到询单量的增长。强劲的业绩增长得益于持续健康的市场环境。上半年大药企 R&D 支出占收入的比重超过了 20%, 预示着大药企客户强劲的研发活动强度。基于以上指标, 临床试验行业维持在健康水平, 公司的市场地位、项目获得率、规模和差异化的服务让管理层有信心看到研发解决方案板块实现高于市场整体的增速。
- 2) 融资:** 新兴 biotech (EBP) 融资季度内保持强劲, 根据 BioWorld 数据, 3 季度 EBP 融资为 187 亿美元, 为全年最高, 前 9 月 EBP 融资同比增长 8% (1Q23: 10-19% (teens) 增长; 2Q23: +33% YoY)。

- 3) 科技与分析解决方案：**科技与分析解决方案（主要服务为市场数据分析、真实世界研究、咨询、软件服务等）增速不及预期。3Q 整体收入低于预期，其中一半可归因于不利的汇率环境，另一半归因于科技与分析解决方案持续的需求疲弱，该板块面临更严峻的宏观形势，客户持续谨慎的投入（特别是对可选投入）导致比之前更长的决策周期，一些大型药企已经宣布了成本控制计划，而大药企是我们此板块的重要客户。我们之前预计该板块下半年需求会好转，通常 9 月的需求会相比 7-8 月有增长，但是今年这个情况没有出现。科技与分析解决方案帮助客户更好的营销已上市产品，其中的分析与咨询服务收入出现明显下滑，主要受到真实世界研究服务以及中国市场的影响。基于公司的项目管线，管理层预期板块需求将在 2024 年的某个时间反弹。从过去 25 年的历史来看，客户在市场营销项目的投入减少后，行业会在之后的 1-2 年内做出调整并完成复苏。
- 4) 客户削减投入预算：**大多数的 Top10 药企宣布了成本控制计划，主要由于具有挑战的宏观环境，包括 IRA、地缘政治以及中国市场（反腐）。这些公司在疫情期间的研发是非常活跃的，但考虑到现在的宏观环境，这些公司为了维持利润率而控制成本，这种情况并不常见的。客户的成本控制不影响 IQVIA 的研发解决方案，大部分影响将体现在科技与分析解决方案上，将影响决策周期以及服务项目定价。当客户控制支出时，公司通常通过给客户提供更多服务来抵消更低价格带来的影响，从而提升在药企支出中的占比，这个过程通常需要几年时间，因为客户更换 CRO 时，需要等待正在执行的合同完成，然后再将新合同转移至新的 CRO。公司在过去遇到过类似的情况。
- 5) 新冠收入：**3 季度新冠收入 9500 万美元，同比减少 57%。全年新冠收入预计为 4 亿美元（推算 4 季度新冠收入为 3500 万美元），同比减少 60%。预计 24 年新冠收入为 1 亿美元（将全部来自研发解决方案），同比减少 75%，影响 24 年收入增速两个点。

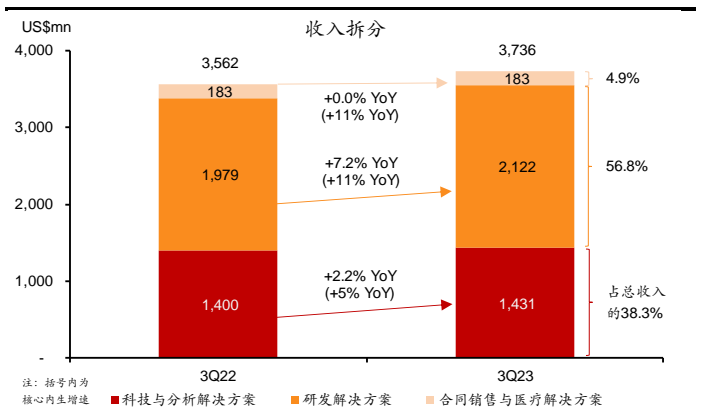
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 34: 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: 2023 年收入基于公司指引的中值

图 35: IQVIA: 收入拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 36: IQVIA: 历年收入增速拆分

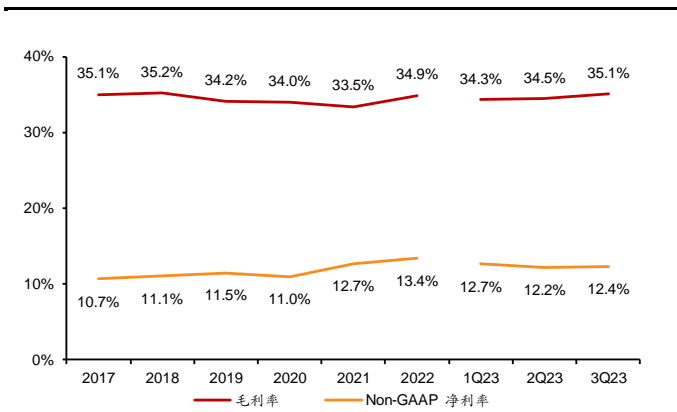
| 季度收入增速拆分 | 3Q23 | | | 1Q23 | | |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 报表端 | 固定汇率 | 核心内生 | 报表端 | 固定汇率 | 核心内生 |
| 总收入 | 4.9% | 4.1% | 7.0% | 2.4% | 4.7% | 11.0% |
| 科技与分析解决方案 | 2.2% | 0.9% | 5.0% | 0.3% | 2.9% | 6.0% |
| 研发解决方案 | 7.2% | 6.4% | 11.0% | 4.8% | 6.5% | 17.0% |
| 合同销售与医疗解决方案 | 0.0% | 4.9% | 11.0% | -6.7% | -1.0% | -1.0% |

| 季度收入增速拆分 | 2Q23 | | | 1Q21 | | |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 报表端 | 固定汇率 | 核心内生 | 报表端 | 固定汇率 | 核心内生 |
| 总收入 | 5.3% | 5.5% | 9.0% | 2.4% | 4.7% | 11.0% |
| 科技与分析解决方案 | 3.4% | 0.9% | 6.0% | 0.3% | 2.9% | 6.0% |
| 研发解决方案 | 7.5% | 6.4% | 12.0% | 4.8% | 6.5% | 17.0% |
| 合同销售与医疗解决方案 | -3.8% | 4.9% | 11.0% | -6.7% | -1.0% | -1.0% |

| 年度收入增速拆分 | 2022 | | | 2021 | | |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|--------|
| | 报表端 | 固定汇率 | 核心内生 | 报表端 | 固定汇率 | 核心内生 |
| 总收入 | 3.9% | 7.8% | 13.0% | 22.1% | 21.1% | 10-14% |
| 科技与分析解决方案 | 3.8% | 8.7% | 10.0% | 13.9% | 12.4% | 高单位数 |
| 研发解决方案 | 4.8% | 7.7% | 17.0% | 31.2% | 30.4% | 10-14% |
| 合同销售与医疗解决方案 | -5.2% | 2.7% | 4.0% | 5.8% | 5.7% | 低单位数 |

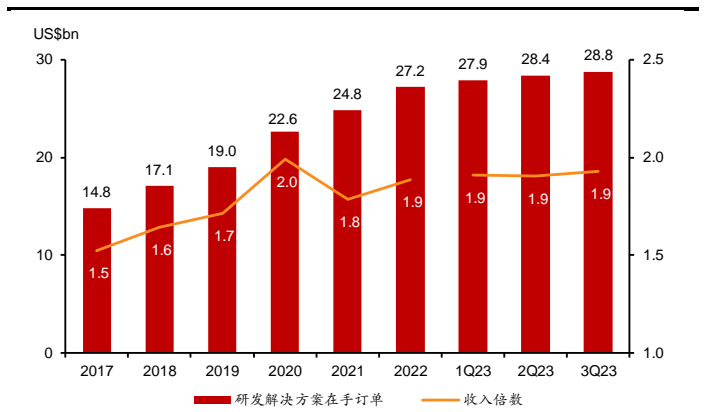
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 37: 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 38: IQVIA: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

ICON

2023 年第三季度业绩概况：

全球临床 CRO 龙头 ICON 公布 3Q23 业绩，收入同比增长 5.8%（内生固定汇率下（constant currency/CC）：+4.8% YoY）至 20.6 亿美元（vs 2022：+45.4%；1Q23：+5.3% YoY；2Q23：+4.3%（CC）），毛利率同比提升 0.3 个百分点至 29.5%，Non-GAAP 净利润同比增长 10.8%（vs 2022：+8.4%；1Q23：+5.2% YoY；2Q23：+8.9%）至 2.7 亿美元，Non-GAAP 净利润率同比提升 0.6 个百分点至 13.3%。

截至 2023 年 6 月 30 日，在手订单金额达到 222 亿美元，相比 2022 年底增长 7.2%，环比 2Q23 增长 2.3%。3Q23 总新签订单 30.6 亿美元，为历史最高，同比增长 11.5%，环比增长 6.8%；扣除取消订单 4.7 亿美元（取消率 15.5%，vs 2022 年：14.0%；1Q23：15.5%；2Q23：15.4%），净新签订单 25.8 亿美元，同比增长 9.8%，环比增长 6.7%。

2023 年指引：公司维持 2023 年业绩指引不变，预计收入同比增长 4.3% - 6.1%；non-GAAP EPS 同比增长 7.5%到 9.9%。

业绩电话会要点：

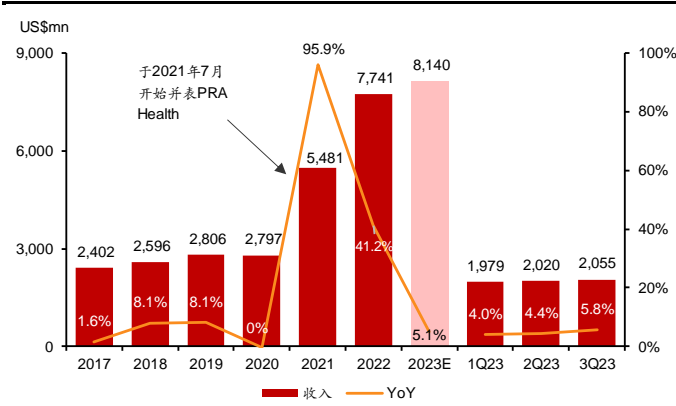
- 1) 需求：**行业的整体临床研发需求维持健康水平，在所有的客户群体内均看到稳健的业务机会。询单量（RFP）在 3Q23 继续改善，过往 12 个月询单量的增速达到高单位数水平，特别是在最近的两个季度。新签订单增长 10%，驱动强劲的直接服务收入增长和利润率改善。这些正面的趋势在 4Q 得以延续，对于全年维持这种趋势持谨慎乐观态度。整体的商业环境是建设性的（constructive）、稳健的（solid）和正面的（positive）。但是也注意到宏观因素带来的不确定性，包括 biotech 融资、利率环境和地缘政治，这些将影响整个行业。
- 2) 融资：**Biotech 融资仍是一个问题，但是我们认为融资正在企稳。过去一两个月看到一些积极信号，优秀的公司依然可以获得资金。在现在的环境下，客户很明显的将更多资源用在临床 2/3 期项目上，让产品可以尽快上市或者更有利于客户做授权交易。在过去的产业周期内也看到类似的现象。
- 3) 新冠：**预计 23 年新冠相关收入将占总收入的 3-4%，预计未来（到 26 年）将会维持类似水平。9 月份公司宣布与美国战略准备和应对管理局下属的 BARDA 资助的下一代项目（Project NextGen，总预算约 50 亿美元）签署下一代新冠疫苗的多年临床 2 期研发合同，主要基于公司在推进第一代新冠疫苗研发上的成功经验。BARDA 的新冠相关合同不是一次性的，预计对下一代新冠疫苗的需求将是持续的，将变成常规临床试验的一部分。公司正在洽谈更多 BARDA 项目下的合同，可能在明年上半年有结果，公司在赢得这些潜在合同上有很强的竞争力。按照公司的会计政策，BARDA 的合同金额全部计入 3Q 新签订单，但是剔除这个政府合同后，新签订单并没有同比减少。这个合同并不是 3Q 签署的最大订单，虽然这个项目金额比较大。由于是政府项目，预计项目取消的概率比公司项目小。
- 4) 客户削减投入预算：**辉瑞近期宣布了经费缩减计划，这是在预期内的，ICON 跟客户保持着经常性的紧密沟通，也注意到客户遇到的挑战。客户经费缩减的影响现在还不确定，从过去情况来看，客户短期内缩减经费反而会促使他们整合支出端，对于 ICON 来说有时反而也提供了额外的业务机会让公司提升市占率，可以在不伤害

自己收入的前提下帮客户节约费用。管理层预计整个市场研发经费增长将超过中单位数。

- 5) **市场竞争:** 行业内最近有发生拆分 (Fortrea) 和私有化 (Syneos), 公司看到行业前三 CRO (IQVIA, ICON, PPD) 通过规模优势显示出差异化竞争的优势, 逐渐拉开跟中等规模竞争对手的差距, 这一点可以从收入和利润层面看出来。认为这种优势将会持续。中小竞争对手的一些变动将有利于组织架构和管理层稳定的 ICON 提高市场份额。
- 6) **地缘政治影响:** 在以色列有 250 名员工, 占总收入的不到 0.5%, 预计整体影响不大, 临床项目继续进行。中国由于去年的低基数, 今年将有非常显著的增速, 业务已经恢复到正常水平。在俄罗斯已停止了临床运营, 而乌克兰的项目在持续运行中。整体上地缘政治未来对公司整体影响不大, 至少不会比现在更大。
- 7) **劳动力市场:** 看到工资和劳动力市场压力在减弱, 员工留存率在过去 6-8 个季度内逐季度提高, 已超过疫情前水平。但通胀带来的影响仍需要在明年认真对待。

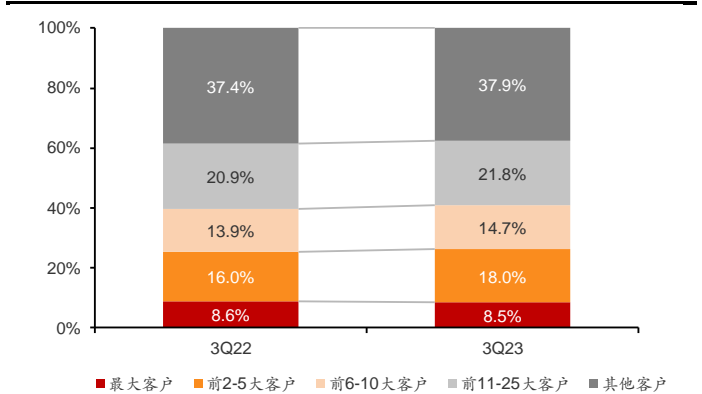
国内市场对标企业: 有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司, 如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 39: ICON: 历年收入及增速



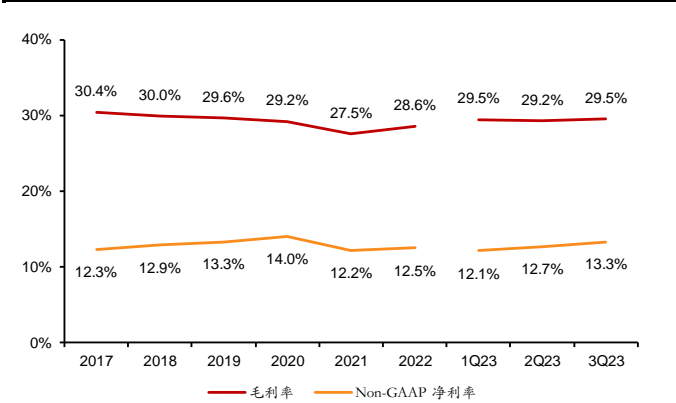
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2023 年收入基于公司指引的中值

图 40: ICON: 收入拆分



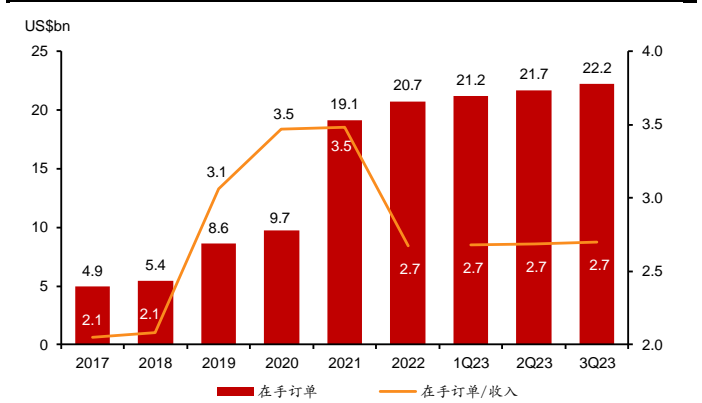
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 41: ICON: 历年毛利率及净利率



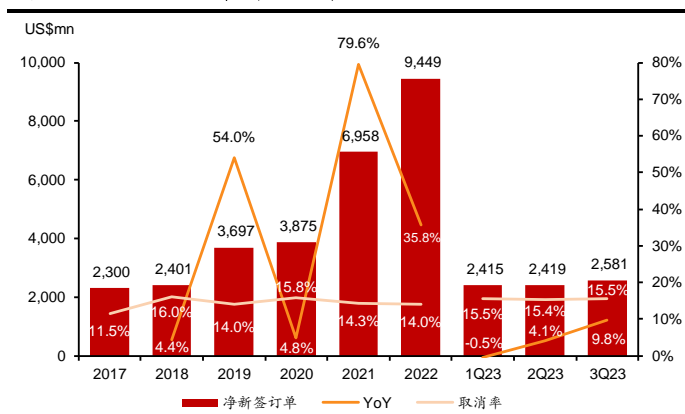
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 42: ICON: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: ICON: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Fortrea

2023 年第三季度业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Fortrea (前身为美国 Labcorp 旗下的药物开发板块下的临床 CRO 业务) 公布 3Q23 业绩, 收入同比增长 1.8%至 7.8 亿美元 (vs 2022: +1.3% YoY; 1Q23: -1.9% YoY; 2Q23: +0.0% YoY), 毛利率同比下降 5.3 个百分点至 16.6%, Non-GAAP EBITDA 同比下降 33.0%至 7050 万美元 (vs 2022: +15.8% YoY; 1Q23: -23.7% YoY; 2Q23: -37.1% YoY), Non-GAAP 净利润同比下降 73.5%至 2130 万美元 (vs 2022: +18.9% YoY; 1Q23: -25.6% YoY; 2Q23: -46.2% YoY), Non-GAAP 净利润率同比下降 4.6 个百分点至 6.0%。截至 2023 年 9 月底, 在手订单金额达到 71 亿美元, 环比增长 2.2% (2Q23 环比下降 3.8%)。

分板块: 1) 临床服务板块收入同比增长 2.1%至 7.1 亿美元, 占收入的 91.8%; 2) 使能服务板块 (Enabling Service) 收入与 3Q22 基本持平为 6500 万美元, 占收入的 8.4%。

2023 年指引: 公司小幅上调全年收入指引, 由于过手费收入提高, 预计全年收入同比下降 0.7%至增长 1.1% (此前指引为同比下降 2.0%至 0%), 维持 Non-GAAP EBITDA 同比下降 37.0%-29.6%的指引。

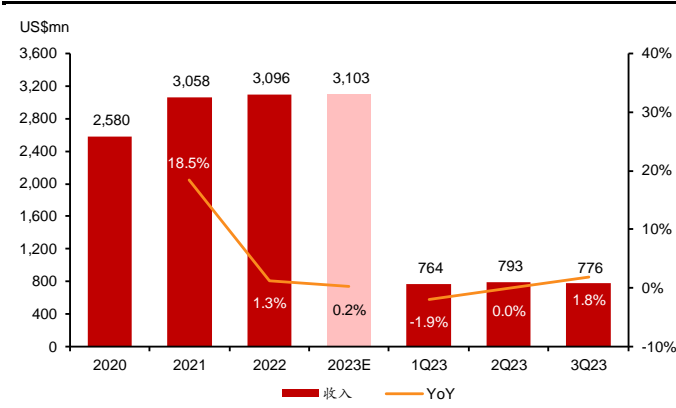
业绩电话会要点:

- 1) 需求和融资:** 目前一方面看到行业中的巨大创新动力 (包括中枢神经、细胞基因治疗、传统单抗领域), 创新速度只增不减。另一方面, 市场上确实存在一些压力, 如通胀削减法案和某些公司在新冠疫情后面临的需求减少。通常情况下, 这些压力会导致更多的工作转向 CRO, 因为客户要控制人员成本同时保证重点管线的进展。通胀削减法案可能给 Fortrea 带来更多需求, 因为客户将加速开发病人基数大的适应症。对于公司来说, biotech 融资是稳健的 (solid)。看到大型药企客户需求没有放缓, 而 biotech 客户的询单 (RFP) 也是充足的。因此, 目前环境整体上是稳健的 (solid)。
- 2) 客户选择策略:** 公司微调了营销策略, biotech 客户对于 Fortrea 这样规模的临床 CRO 是非常有吸引力的, 所以公司希望继续关注 biotech 客户。对于大药企客户, 对某些特定的功能服务合同 (FSP) 公司不感兴趣, 更愿意将资源集中在大药企客户关注的其他方面。Fortrea 能够很好地为大型制药公司提供服务, 所提供的服务可以帮助客户做灵活的资源配置, 并深度融入他们的临床运营和产品策略。但公司会有选择性地开拓大药企客户, 以便更好地集中公司资源。
- 3) 利润率改善趋势:** 2023 年主要是制定利润改进路线和更好地利用公司现有的全球网络。但由于这些举措从 3Q 才开始且员工离职率较低, 预计对 2023 年的财务影响有限。2024 年公司将基于这些增长举措, 实现新签订单持续增长以推动收入增长。公司需要尽快退出与原母公司的 TSA (即过度服务协议, 源自之前双方基础设施和业务流程的深度整合), 以规避额外成本, 这是 24 年工作的第一重点。目前已退出 28 个 TSA, 目标在 2024 年底之前退出大部分 TSA, 公司将努力使 SG&A 费用率与行业同行水平保持一致。2025 年及以后将受益于 TSA 退出后的成本下降以及自动化率和资源利用率的提升。
- 4) 行业竞争:** 目前, 强劲的订单交付比 (book-to-bill) 表明客户不再担忧公司从

Labcorp 剥离后的潜在业务扰动。随着时间的推移，客户接受了 Fortrea 作为一家独立运营的公司。大部分业务竞标都需与更大的临床 CRO 竞争。客户喜欢管理层的可接触性和创新思维，团队在认真推进差异化竞争策略。

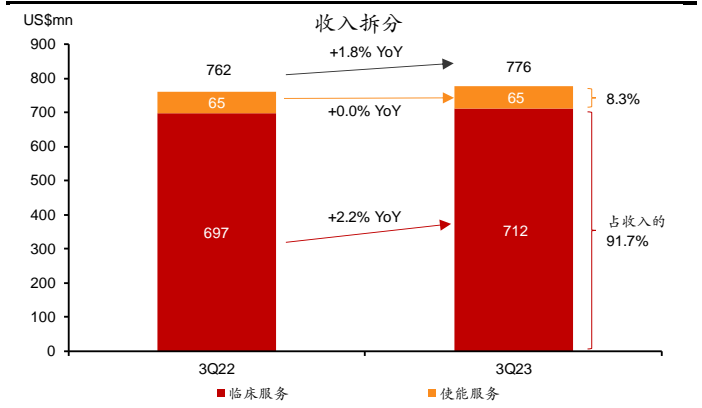
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 44: Fortrea: 历年收入及增速



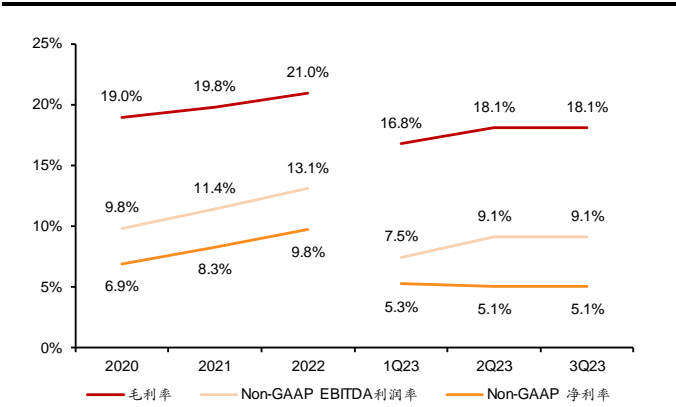
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2023 年收入基于公司指引的中值

图 45: Fortrea: 收入拆分



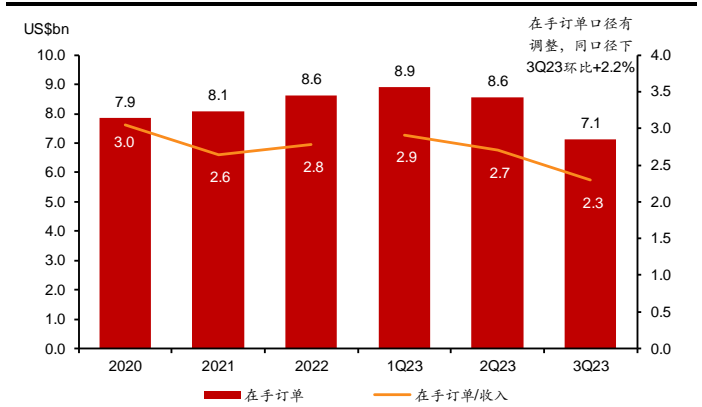
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 46: Fortrea: 历年毛利率及净利率



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 47: Fortrea: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Medpace

2023 第三季度业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Medpace 发布 3Q23 业绩，收入同比增长 28.3%（固定汇率（constant currency/CC）下：+27.6% YoY）至 4.9 亿美元（vs 2022：29.2% YoY；1Q23：+31.8% YoY；2Q23：+31.0% YoY（CC）），毛利率同比提升 12.8 个百分点至 27.0%，GAAP 净利润同比增长 6.9% 至 7,055 万美元，GAAP 净利率同比减少 2.9 个百分点至 14.3%（vs 2022：16.9%；1Q23：16.8%；2Q23：13.3%）。

按照客户结构拆分，前九个月小型生物制药公司贡献 78% 的收入（vs 9M22：77%），中型生物制药公司贡献 18%（vs 9M22：16%），大药企贡献 4%（vs 9M22：7%）。

截至 2023 年 9 月 30 日，在手订单金额达到 26.9 亿美元，相比 22 年底增长 15.0%，相当于 3Q23 年化收入的 1.37 倍（vs 2022 年的 1.60 倍；1Q23 的 1.42 倍；2Q23 的 1.40 倍）。3Q23 新签订单 6.1 亿美元，同比增长 29.9%（vs 2022 年的 +13.6% YoY；1Q23 的 +31.4% YoY；2Q23 的 +27.6% YoY）。

截至 2023 年 9 月 30 日，员工人数为 5,811 人，相比 2022 年底增长 12.5%，年化人效（单位员工创造收入）相比 2022 年底增长 11.7% 至 36.6 万美元。

2023 年指引：公司进一步上调 2023 年业绩指引，预计收入同比增长 28.1%-29.5%（此前指引为同比增长 26.0%-28.8%），**预计 GAAP 净利润同比增长 10.9%-12.5%**（此前指引为同比增长 4.3%-10.4%）。

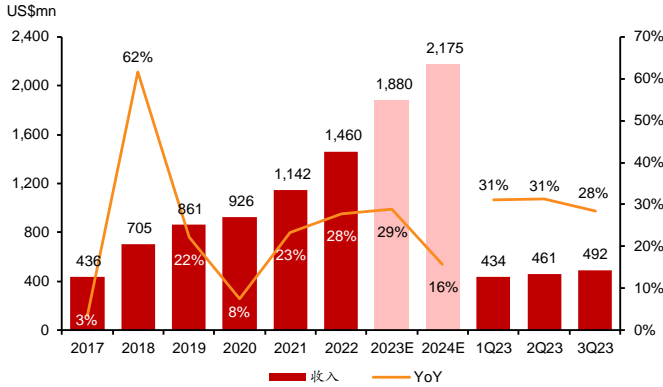
2024 年指引：公司首次给予 2024 年业绩指引，预计收入同比增长 15.0%-16.4%。

业绩电话会要点:

- 市场环境：**市场环境是非常分化的。一方面继续看到很多融资挑战，导致很多客户面临财务困境，一些客户走向破产，不过这种局面也帮助公司对在手订单进行去风险。另一方面我们也看到市场环境好的一面，季度询单量（RFP）是历史第二高，初始订单金额是历史最高水平。业务关注点向有融资能力的 biotech 客户倾斜。项目取消率已经恢复到历史正常水平，3 季度已经接近过去正常区间的上限（4-5%）。
- 24 年业绩指引：**24 年的业绩指引反映了公司直接服务收入的持续增长，以及临床研究活跃度的提升，类似于在近期看到的行业趋势。
- 临床项目推进：**今年前 9 月代谢疾病领域项目收入占比从去年同期的 16% 提升至 20%。代谢疾病领域有多个项目正在顺利推进，过去几个季度此领域有不错的进展，且趋势仍在持续。尽管代谢疾病领域在过去几个季度是热点，客户项目活跃度的提升并不局限于任何一个疾病领域。中东地区的运营仍在进行，以色列的员工人数和临床中心数量均少于 1%。
- 员工招聘：**通胀对工资的影响已经稳定，现在看不到任何导致工资额外上涨或下降的因素。招聘市场比过去更稳定，员工流失率也更低，员工队伍持续增长，但是工资压力有所减弱，预计此趋势将持续。预计 23 年员工人数将以中至高双位数增长，预计 24 年员工增速与收入增速保持一致。

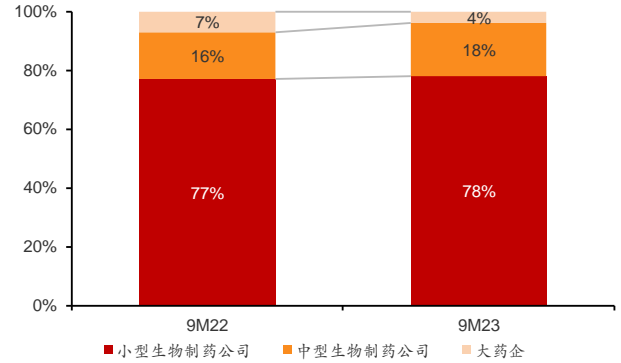
国内对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 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: 2023 年收入基于公司指引的中值

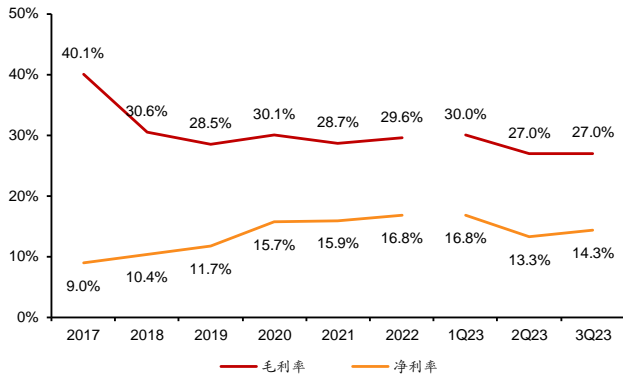
图 49: Medpace: 按照客户类型的收入拆分



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

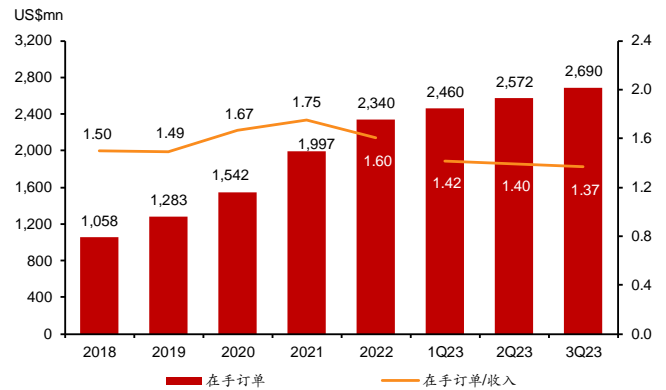
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 50: Medpace: 历年毛利率及净利率



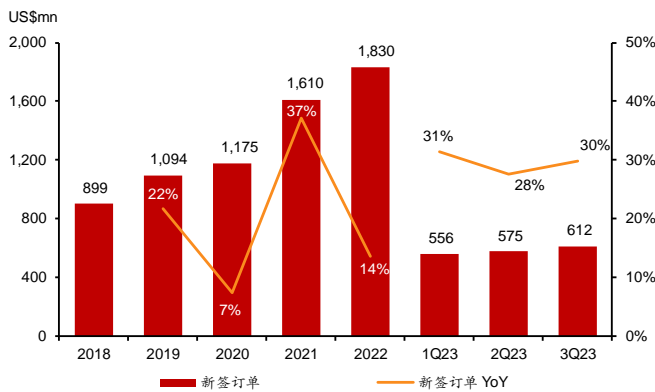
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 51: Medpace: 历年在手订单



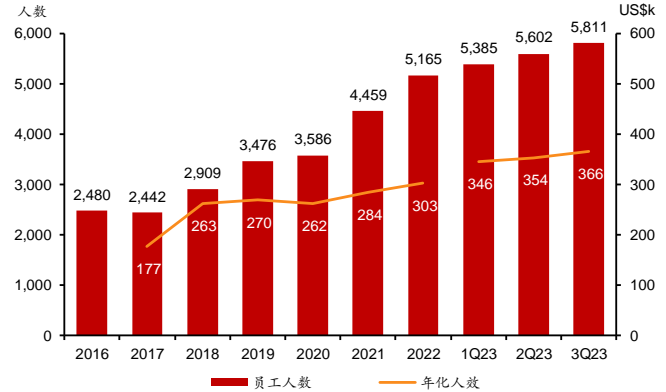
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: Medpace: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 53: Medpace: 历年员工人数



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Charles River

2023 年三季度业绩概况:

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 3Q23 业绩，收入同比增长 3.8% 至 10.3 亿美元，剔除收购、资产剥离和汇率影响的内生收入同比增长 4.1% (vs 2022: +13.4% YoY; 1Q23: +15.4% YoY; 2Q23: +11.2% YoY)，毛利率同比下降 2.2 个百分点至 35.2%，Non-GAAP 净利润同比增长 4.2% 至 1.4 亿美元 (vs 2022: +7.6% YoY; 1Q23: +1.3% YoY; 2Q23: -2.5% YoY)，Non-GAAP 净利润率同比增长 0.1 个百分点至 13.7%。截至 3Q23，药物发现与安评板块的在手订单金额为 26 亿美元，环比减少 7.1%，相比 22 年底减少 17.5%。

分板块：1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 3.7% (内生: +3.2%) 至 1.9 亿美元，占收入的 18.2%；2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比增长 7.2% (内生: +5.3%) 至 6.6 亿美元，占收入的 64.7%；3) 生产板块收入同比减少 7.3% (内生: +0.9%) 至 1.8 亿美元，占收入的 17.1%。

2023 年指引：公司小幅下调 2023 年收入指引上限，预计收入同比增长 2.5%-3.5%，内生收入同比增长 5.5%-6.5% (此前指引为收入同比增长 2.5%-4.5%，内生收入同比增长 5.5%-7.5%)，**Non-GAAP EPS 同比下降 4.7%-6.5%** (此前指引为同比下降 2.9%-8.3%，中值不变)。分板块，公司下调研究模型与服务板块内生收入中高单位数增长 (此前指引为高单位数增长)，**上调药物发现与安评板块内生收入至高单位数增长** (此前指引为中单位数增长)，**下调生产板块内生收入至持平到低单位数增长** (此前指引为高单位数增长)。

4Q23 指引：由于高基数影响，公司预计 4Q23 收入同比下滑 10%，内生收入同比中单位数下滑，Non-GAAP EPS 同比下降 16.7-23.3%。

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

业绩电话会要点:

- 1) 融资和需求：**正如公司所预期，3Q 业绩增速相比上半年有所放缓 (但 DSA 板块表现较好)，主要是去年高基数以及下半年需求减弱导致。3Q 收入增长主要由 MNC 客户和学术机构驱动，中小型 biotech 的收入增速继续放缓，反映出这些客户对支出更加谨慎的态度，去年 biotech 收入增长快于其他客户群体，也导致较高的基数。**管理层认为客户对支出的谨慎态度将在短期内延续，但是看到一些早期改善的信号，相信需求环境终将稳定。**客户仍在调整项目管线，这对公司的药物发现、安评和生产业务都产生实质性影响，在 3Q 也逐渐开始影响实验动物业务。管理层认为这将带来更高的项目质量和更可靠的签单。安评业务的项目取消率和订单交付比 (book-to-bill) 均出现连续改善，受到包括融资在内的外部因素的影响，其中项目取消率是 2Q22 以来的最低水平，3Q 是连续第二季度 biotech 融资实现增长 (基于 TTM)，特别是 VC 投资。但总体来看需求恢复到正常水平的速度是缓慢的。
- 2) 非人灵长类动物 (NHP) 供应问题：**公司向监管机构和客户证明 NHP 是人工培育的，但政府端的推进速度是缓慢的，即使在公司已经拿出了低成本检测方法证明这些 NHP 是人工培育的前提下。但团队通过不懈的努力基本上完全消除了 NHP 供

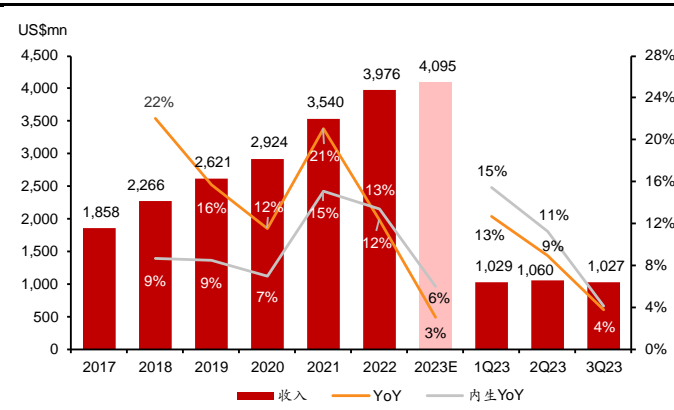
应带来的预期负面影响，NHP 问题对业绩的影响已经微乎其微（de minimis），公司因此上调了全年 DSA 的收入增长指引。公司拥有全球性的设施网络，有多个 NHP 供应商，其中一些是公司所有，一些是通过 JV，所有的供应都签订长期合约。公司有充足的 NHP，跟当地监管机构有良好的关系，客户对 NHP 供应问题的处理非常满意。公司预计 2024 年 NHP 供应情况也将和今年一样维持稳定。NHP 相关的安评收入（包括服务费和 NHP 费用）预计将贡献 2022 和 2023 年 DSA 板块收入的 30%。由于供应紧缺和生物医药研发需求持续增长，NHP 价格自 2020 后快速上涨，涨幅约 2 万美元。NHP 供应紧张始于疫情影响下的中国，去年的柬埔寨 NHP 进口问题进一步加剧了美国的供给缺口。公司预计在 2023 年使用约 11400 只 NHP 用于安评项目，相比去年的 15000 只下降约 25%，主要由于现阶段生物医药行业的需求水平以及客户更侧重于 post-IND 安评服务，3Q 的 post-IND 项目显著增长。公司将会在 2024 年初提供更多 NHP 采购和 NHP 战略（包括动物替代技术）相关的信息。

- 3) **药物发现与安评板块 (DSA)：**安评业务继续驱动 DSA 板块的收入增长，主要得益于价格提升、非 NHP 相关项目和 post-IND 项目数量的增长。NHP 涨价对 3Q 收入有一定正面贡献，但 NHP 项目数在减少。药物发现业务是一体化 DSA 板块的重要组成部分，允许公司在早期研发阶段与客户建立联系，然而此业务持续受到现阶段生物医药需求的负面影响，客户将更多精力放在后期项目的临床推进上，减少了对早期研发的投入。DSA 的订单交付比有所改善，但仍低于 1，导致在手订单环比减少 7.1%。管理层预计此需求趋势将在短期内持续。
- 4) **DSA 板块内导流：**药物发现业务可以为安评业务引流，这部分业务占 DSA 的比例不大，仍面临着项目不足的挑战，但预计此情况将会是短暂的。公司安评业务即使在恶劣的经济环境下也展现出非常好的势头，药物发现项目不足从基本面角度讲不会影响安评业务的增长和利润率，但如果药物发现需求恢复，且这种转变可能会出人意料的在非常短期内发生甚至不会有任何先兆（short notice or no notice），将可为安评业务带来额外收入。如果药物发现需求不足的情况长期持续，未来的临床项目将不足。
- 5) **实验模型 (RMS) 板块：**实验动物板块收入增速低于预期（2Q：RMS 板块持续受益于全球所有区域对小型实验动物的需求），主要由于中型客户需求的放缓以及中国市场 NHP 交付时点的影响。3Q 的板块收入增长来自小型实验动物以及服务收入，MNC 客户和学术机构的需求维持韧性，中型客户收入放缓受到全球生物医药需求环境的影响，政府需求也有所减弱。
- 6) **生产业务：**生产板块受到整个市场需求疲软的影响，药企、CDMO 和上游供应商的后疫情需求均出现放缓，特别是 CDMO 客户。客户由于疫情后去库存的要求从而削减成本，更少的项目进入商业化阶段也降低了测试需求，但客户现有商业化项目的生产仍在进行。我们认为长期来看生产需求增长将会再次出现。板块内的 CGT CDMO 业务维持稳健增长势头，3Q 收入增长 10-19% (teens)（延续 2Q 趋势），生产设施近期通过了多个监管审查，包括 EMA 对孟菲斯工厂的检查，用于公司第二款细胞产品的生产。预计这些监管审查将有利于公司获得更多商业化订单。
- 7) **行业竞争：**行业竞争上没有看到任何变化，Charles River 比其他所有竞争对手都更大、技术更强、覆盖面更广，所有的竞争对手基本上只能从价格上跟公司竞争，他们可以做一些简单的毒理项目，但是基于能力和产能限制导致他们无法从事复杂项目。公司预计其有望维持甚至扩大市场份额，在适当的时候仍可提价，但如果竞

竞争对手与公司争夺大客户，或者对于刚起步的业务，也会采取激进的价格策略。总体来说，过去几年公司从复杂项目上获得了不错的回报。安评行业需要有多年的运营历史来获得客户的认可，包括技术和产能，产能需要是覆盖全球的，所以管理层对于自身业务的竞争力很有信心，特别是安评领域。

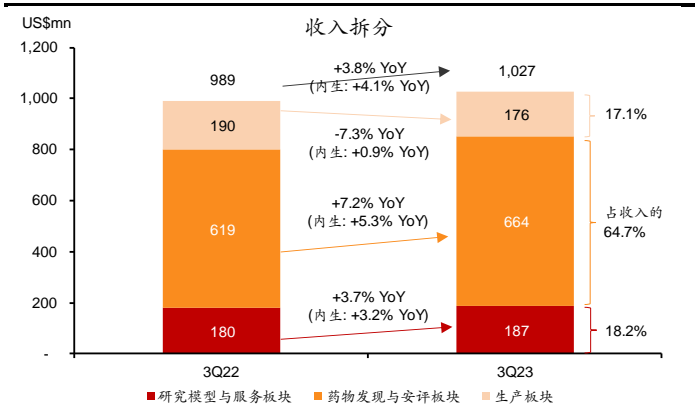
国内市场对标企业：国内涉及药物安评的 CXO，如昭衍新药、药明康德、康龙化成、美迪西。

图 54: Charles River: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2023 年收入基于公司指引的中值

图 55: Charles River: 收入拆分



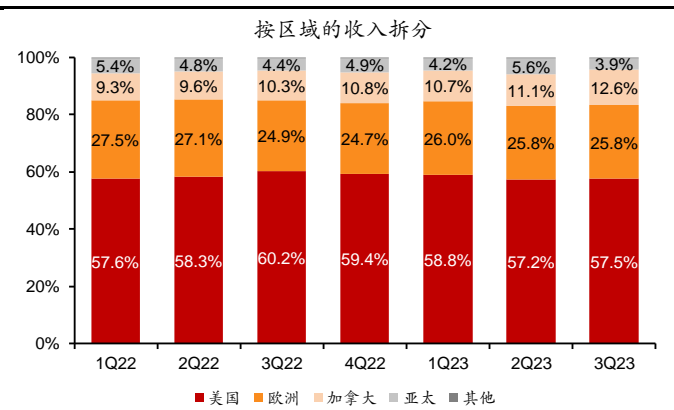
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 56: Charles River: 收入增速拆分

| 收入增速拆分 | 2021 | | 2022 | | 2023E | | 2023-26E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|----------|
| | 报表端增速 | 内生增速 | 报表端增速 | 内生增速 | 报表端增速 | 内生增速 | 内生增速 |
| 总收入 | 21.1% | 15.1% | 12.3% | 13.4% | 2.5 - 3.5% | 5.5 - 6.5% | 6 - 8% |
| 研究模型与服务板块 | 20.9% | 19.5% | 7.1% | 9.0% | 中到高单位数 | | |
| 药物发现与安评板块 | 14.7% | 12.2% | 16.1% | 17.5% | 高单位数 | | |
| 生产板块 | 44.1% | 20.6% | 6.3% | 5.3% | 低单位数 | | |

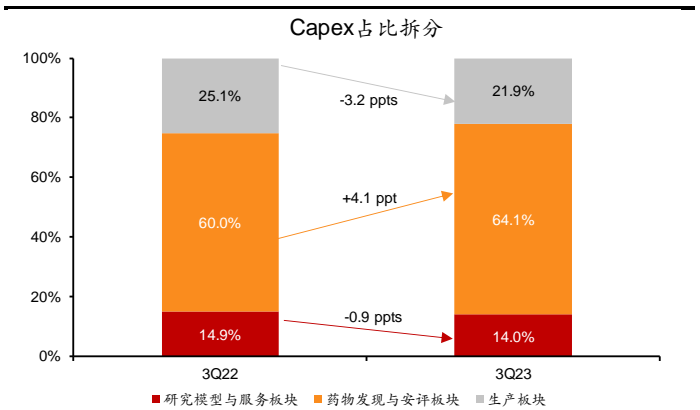
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 57: Charles River: 按区域的收入拆分



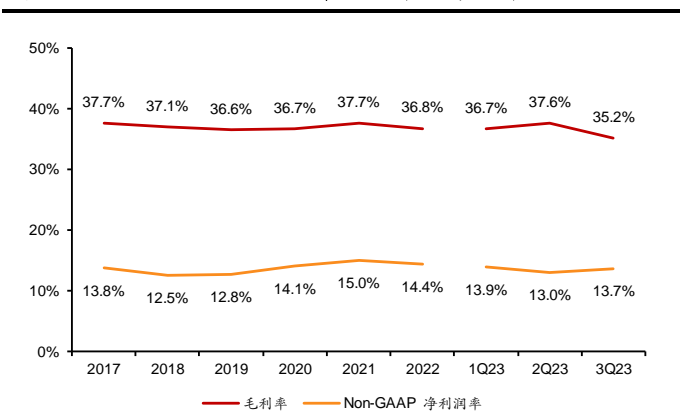
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 58: Charles River: Capex 占比拆分



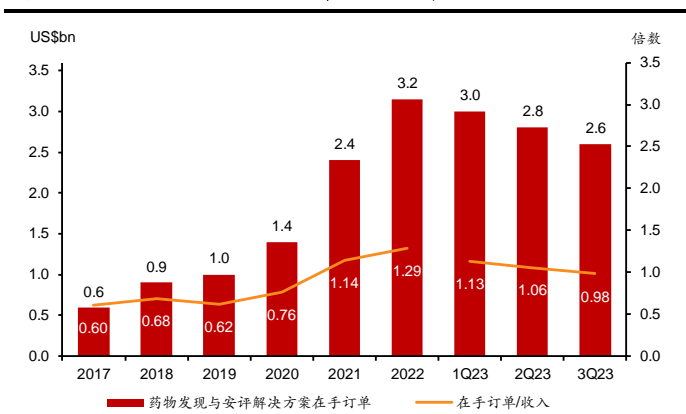
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Samsung Bio

2023 年第三季度业绩概况

财务: 全球生物药 CMO 龙头三星生物公布 3Q23 业绩, 收入 (仅包括 CMO 业务, 下同) 同比增长 30.9% (vs 2022 年的+55.4%YoY; 1Q23 的+15.6% YoY; 2Q23 的+26.5% YoY) 至 8,830 亿韩元 (约 6.8 亿美元), 收入增长逐季度提速。

毛利率同比下滑 3.3 个百分点至 51.4%, 主要由于去年同期的毛利率较高, 3Q23 毛利率仍高于 2022 年的 49.2%、1Q23 的 49.6%和 2Q23 的 49.5%。净利润同比增长 118.4% (vs 2022 年的+62.3%YoY; 1Q23 的+29.1% YoY; 2Q23 的+90.6% YoY) 至 2,830 亿韩元 (约 2.2 亿美元), 净利率同比提升 12.8 个百分点至 32.0%。

2023 年业绩指引: 预计全年总收入 (CMO+Biosimilar) 增长超过 20%, 主要得益于 4 号工厂成功的产能爬坡。(注: 考虑到前三季度 Biosimilar 业务仅增长 4%, 推算出 CMO 业务全年增速可能将超过 24%。)

订单和管线: 截至 2023 年 9 月 30 日, 公司的 CMO 合同额相比 2022 年底增长 24.2%至 118 亿美元, 相当于 3Q23 年化收入的 4.4 倍 (vs 2022 年的 5.0 倍; 1Q23 的 5.4 倍; 2Q23 的 5.3 倍), 表明新产能的投产显著提升合同执行速度。

3Q23 公司与 BMS 新签订价值 2.7 亿美元的抗体肿瘤药原料药的生产合同, 合同将持续到 2030 年, 该生产将在其今年 6 月新投产的 4 号工厂内进行。今年内, 公司还与辉瑞签署 10.8 亿美元的生物类似药生产合同, 与诺华签署 3.9 亿美元合同, 与某美国药企签署 1.13 亿美元合同, 与某欧洲药企签署 8100 万美元合同。

截至 2023 年 9 月 30 日, 公司管线内有 85 个 CMO 项目 (vs 2022 年底的 74 个), 3Q23 新增 2 个 CMO 项目; 管线内有 110 个 CDO 项目 (vs 2022 年底的 101 个), 3Q23 新增 2 个 CDO 项目。在 2022 年正式推出双抗开发平台 (S-DUAL 和 DEVELOPICK), 进一步提升 CDO 能力。

产能: 4 号工厂的 24 万升产能于 2023 年 6 月全部投产 (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。截至今年 6 月, 4 号工厂已锁定 10 个客户的 16 个产品, 并正在跟 30 个客户协商 46 个产品。

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

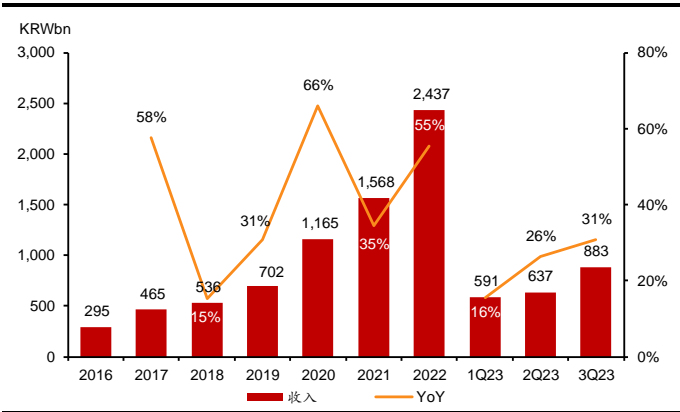
国内市场对标企业: 定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司, 如药明生物。提示注意亚洲市场内竞争对手对国内生物药 CDMO 公司的潜在影响。

图 61: Samsung Bio: 产能建设规划

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

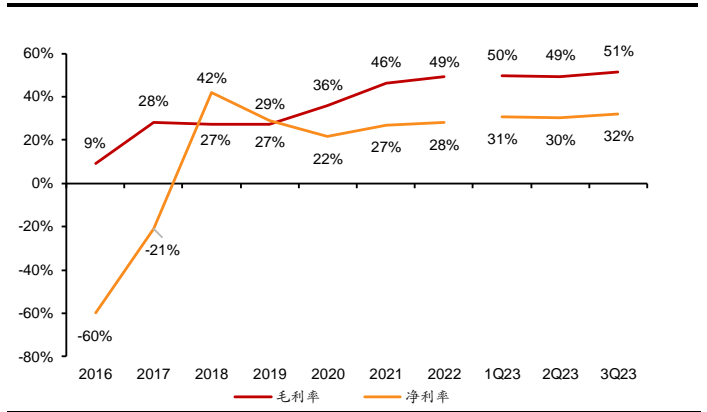
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 62: Samsung Bio: 历年收入及增速



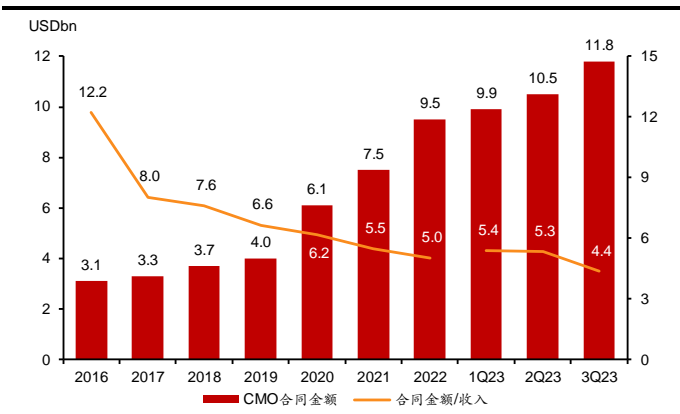
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 63: Samsung Bio: 历年毛利率及净利率



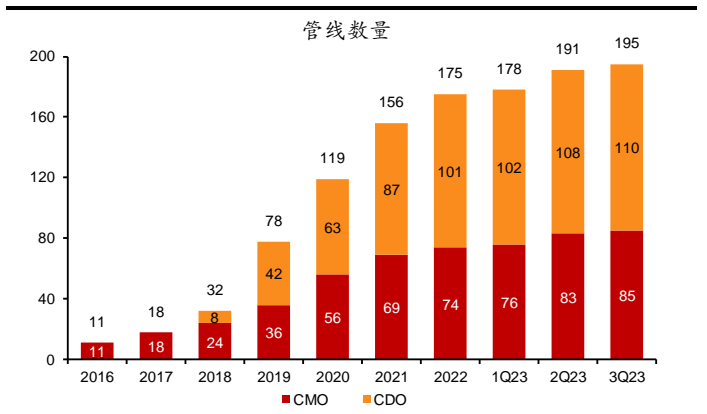
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 64: Samsung Bio: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 65: Samsung Bio: 历年管线项目数量



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

Catalent

2024 财年第一季度 (FY1Q24, 截至 2023 年 9 月 30 日) 业绩概况:

美国 CDMO 巨头 Catalent 公布 FY1Q24 业绩, 收入同比下降 3.9% (剔除收购、剥离和汇率影响的内生增速: -8% YoY) 至 9.8 亿美元 (vs FY23 内生: -11% YoY), 毛利率同比减少 6.8 个百分点至 18.4% (vs FY23 GPM 同比下降 9.2 个百分点至 24.8%), Non-GAAP 净利润同比下降 131% 至亏损 1900 万美元 (vs FY23 Non-GAAP 净利润同比下降 74% 至 1.8 亿美元), Non-GAAP 净利润率下降 7.9 个百分点至 -1.9%。

分板块: 1) 生物药板块收入同比下降 14.5% (内生: -16%) 至 4.5 亿美元, 占总收入的 45.5%; 2) 制药和消费医疗板块收入同比增长 7.2% (内生: -1%) 至 5.4 亿美元, 占总收入的 54.5%。

FY24 指引: 公司维持 FY24 财年业绩指引, 预计收入同比增长 0.6% 至 5.2%, 其中非新冠收入预计增长约 15%~19% (mid-to-high teens), 生物药板块预计增长约 30%; Non-GAAP 净利润同比下降 3.8% 至 37.9%。

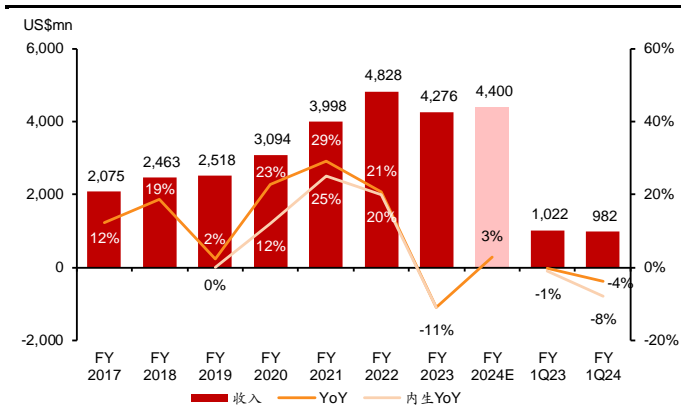
业绩电话会要点:

- 1) GLP-1 需求:** 公司的 GLP-1 相关业务正在快速增长, 预计 24 至 26 财年的现有及未来绝大部分预灌装注射剂产能将迅速被 GLP-1 产品占据。公司计划加速对现有设施内无菌罐装产能的投入, 预计每一年的相关产能都将至少翻番增长。管理层认为 GLP-1 带来的利好现在才刚刚显现, 预计 24 财年相关收入将不超过 1 亿美元 (大部分将发生在下半财年), 当新产能全部投产后, 预计 GLP-1 相关收入将超过 5 亿美元 (注: 约占 26 财年华尔街一致预期收入的 10%)。客户对 GLP-1 业务的兴趣和需求很高, 但产能上线速度将是核心限制因素。
- 2) 需求和融资:** FY1Q24 新冠收入 1 亿美元, 同比减少 46%。剔除新冠收入和去年同期 3000 万美元的一次性授权费, 生物药板块收入同比增长 11%, 主要受益于双位数增长的基因治疗、非新冠 DP&DS 业务, 但细胞治疗业务的下滑有所抵消这些增长。考虑到 biotech 融资环境的不确定性, 我们仍然看到客户对于支出的谨慎态度, 特别是对于早期项目的推进。
- 3) 业绩指引:** 预计 24 财年新冠收入为 1.8 亿美元, 比此前预期高 5000 万美元, 将主要产生于上半财年。非新冠收入预计增长约 15%~19% (mid-to-high teens), 其中生物药板块预计增长约 30%。剔除新冠收入和 Sarepta 收入 (注: Sarepta 的基因治疗药物 ELEVIDYS 在 2023 年 6 月获得 FDA 加速批准用于治疗罕见病杜氏肌营养不良, 但 23 年 10 月披露的三期临床顶线数据未达到主要疗效终点) 的生物药板块收入预计在 24 财年增长约 11~15% (low-to-mid teens), 制药和消费医疗板块预计增长约 15%~19% (mid-to-high teens)。预计约 55% 的收入和 2/3 的 EBITDA 将在 24 财年下半年产生。
- 4) 产能利用率恢复:** 位于 Brussels 的 DP 业务和 BWI 的 CGT 业务均展现出强劲的同环比收入增长和利润率改善。BWI 工厂正在为我们最大客户 Sarepta 的多个项目以及其他客户的项目服务, CGT 管线内包括多个后期项目 (包括近期新签的一个项目), 这些项目通常不受 biotech 融资变弱的影响。Sarepta 已于近期确认了他们 24 年放大生产需求和目标, 相关团队正在加紧工作来满足 Sarepta 的需求, 管理层

预计来自该最大客户的收入将同比增长 65%。Bloomington 设施（生物药）的运营持续改善，多个产品的需求正在帮助提升产能利用率，包括 GLP-1 产品。由于不断改善的设施利用率和成本优化，预计公司的利润率将在 24 财年末回到历史正常水平。

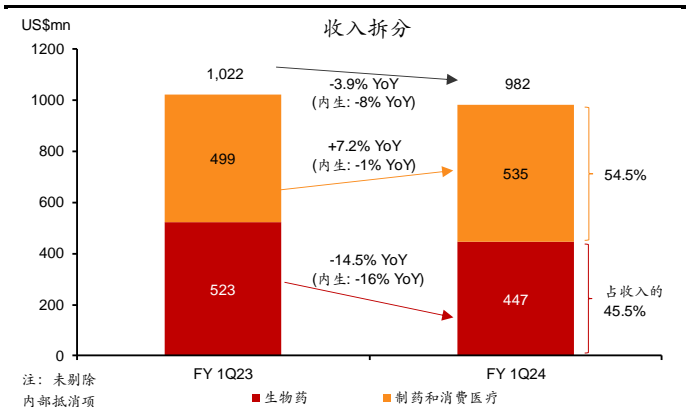
国内市场对标企业：有国内+国际临床运营能力的临床 CRO 公司，如泰格医药、药明康德、康龙化成。

图 66: Catalent: 历年收入及增速



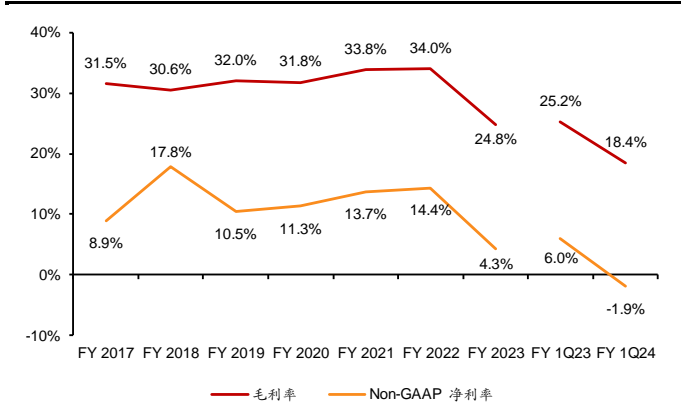
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2023 年收入基于公司指引的中值

图 67: Catalent: 收入拆分



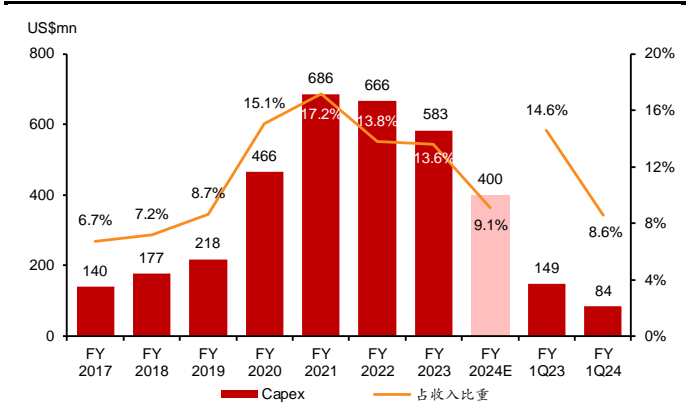
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 68: Catalent: 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: Catalent: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 2023 年 Capex 占收入比重基于公司收入指引的中值

Lonza

2023 年度资本市场日活动

3Q23 业绩更新: CDMO 业务（包括生物药和化学药）继续强劲增长势头，注意到持续的商业化需求，biotech 融资问题继续影响早期生物药业务并导致 CGT 板块的增速下降。胶囊与保健原料板块受美国市场影响持续疲弱。

2023 指引: 公司预计 2023 年收入将录得高单位数增长，为此前中至高单位数（固定汇率/CC 下）指引的上限，维持 2023 年核心 EBITDA 利润率在 28-29%。

2024 指引: 公司预计 2024 年收入与 2023 年持平，主要受到 Mordern 新冠疫苗和 Kodiak 项目取消的影响。核心 EBITDA 利润率在 26-29%（high 20s）。

2024-28 指引: 公司预计 2024-28 收入复合增速为 11-13%（CC），其中生物药板块增速为 15%（mid teens），化学药板块增速为中到高单位数，CGT 板块增速为 15%（mid teens），胶囊与保健原料板块增速为低至中单位数；核心 EBITDA 利润率在 32-34%，其中生物药板块为>35%，化学药板块为>30%，CGT 板块为>25%，胶囊与保健原料板块为>30%。Capex 投入占收入比重降至 2028 年将降至 15-19%（mid-to-high teens）。未来三年，60%的生物药和化学药板块的收入已经有项目订单保证。

行业需求和融资: Biotech 融资正在企稳，早期服务需求仍未增长，但未影响临床 2/3 期和商业项目。临床前和临床 1 期项目暂时下滑，但已看到早期的正面信号。融资影响了 CGT 业务的增长势头。生物药早期临床业务仍在增长，但产能未完全利用。CGT 产能利用率低，但商业化项目交付强劲。3Q 继续签订大型商业化生物药项目。

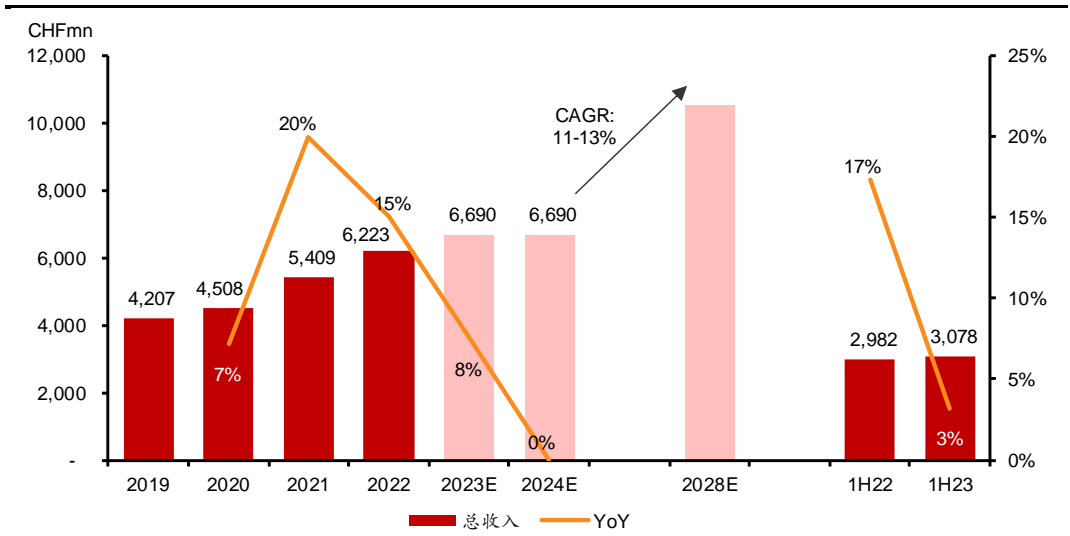
生物药产能: 现有生物药原液产能 35 万升，其中 37%位于美国，36%位于欧洲，27%位于亚洲（26%在新加坡）。披露的原液扩建产能近 13.6 万升，12 万升新产能位于瑞士，1.6 万升位于美国。新产能将更聚焦商业化阶段，以承接临床项目管线的推进。

板块发展情况: 1) 生物药。预计 2023-28 年全球生物药 CDMO 市场规模维持 10%的 CAGR，项目数维持 7%的 CAGR。3Q 签订多个重大的长期合同，特别是 ADC 项目，其中 ADC 项目对一站式服务的要求更高。2) 化学药。预计 2023-28 年全球化学药 CDMO 市场规模维持 4-6%的 CAGR。2022 年超过一半的商业化收入来自临床项目的推进。正在为 ADC 项目建设新的小分子产能。3) CGT。预计 2024-28 年全球 CGT CDMO 市场规模维持 15%的 CAGR。药企面临生产难题，多个公司表示出售厂房的意愿，对 CGT CDMO 的专业性要求更高。Lonza 有全球最大的 CGT 产能（按照人员计算）。现有 3 个商业化 CGT 项目，预计 25 年将增长至 7 个；23 年商业化收入占比为 25%，预计 28 年将增长至 70%。

国内市场对标企业

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

图 70: Lonza: 历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 71: Lonza: 业绩指引拆分

| Lonza | 2023 | | 2024 | | 2024-28 | |
|---------|--------|-------------|------|-------------------|-----------------|-------------|
| | 收入 | 核心EBITDA利润率 | 收入 | 核心EBITDA利润率 | 收入 | 核心EBITDA利润率 |
| 整体 | 高单位数增长 | 28-29% | 0% | 26-29% (high 20s) | 11-13% | 32-34% |
| 生物药 | | | | | 15% (mid teens) | >35% |
| 化学药 | | | | | 中到高单位数增长 | >30% |
| CGT | | | | | 15% (mid teens) | >25% |
| 胶囊与保健原料 | | | | | 低至中单位数 | >30% |

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

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

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。