医药

海外 CXO/生命科学上游 2Q26 业绩剖析：早研需求已达实质性向上拐点，普遍上调 2026 年业绩指引

优于大市
(维持)

我们总结了海外主要 CXO/生命科学上游公司（“海外公司”）的 2Q26 业绩。1H26 全球医药市场整体需求延续自 24 年底的复苏趋势，利润端的表现优于收入端。早研需求持续快速增长，已达实质性向上拐点。2026 年业绩指引调整有分化，临床前和临床 CRO 普遍上调业绩指引，C(D)MO 维持业绩指引，上游略显谨慎。融资复苏和大药企扩张研发支出稳健支撑全球医药研发生产需求。

- **2Q26 业绩延续改善趋势。**全球医药市场整体需求延续自 24 年底的复苏趋势，有效支撑了海外公司的 1H26 业绩提速，特别是利润端的表现优于收入端。在我们统计的 10 家公司中，有 5 家公司的 2Q26 收入增速仍维持了 25 年后的提速趋势，其中有 6 家公司的净利润增速快于收入增速。从细分赛道来看，上游公司的 2Q26 业绩提速动能强于临床和临床前 CRO，甚至快于在过去两年需求端强劲增长的 C(D)MO。在利润端，得益于过去两年的成本控制，2Q26 海外公司的毛利率和净利润率继续取得广泛改善，其中临床前 CRO 的改善尤其亮眼。
- **早研需求持续快速增长，已达实质性向上拐点。**我们认为 2Q26 海外公司的需求基本面普遍特征为：融资增长推动早研需求持续复苏，强劲的商业化生产需求带动 C(D)MO 和生物工艺维持高业务需求，AI 担忧消退背景下临床订单超预期增长。临床前需求持续复苏，我们认为已达实质性向上拐点。Charles River 在 2Q26 的新签订单同比大增 38.5%至 7.0 亿美元，为近四年最高季度签单，订单收入比达 1.19x，连续第三个季度高于 1x，且为 3Q22 以来最高水平。
- **临床前和临床 CRO 上调 26 年业绩指引。**海外公司在 2Q26 业绩时给予的最新业绩指引有分化，临床前和临床 CRO 普遍上调业绩指引，其中临床前隐含下半年加速上涨；C(D)MO 维持业绩指引，但隐含了下半年增速将显著放缓；上游则整体略显谨慎，但设备需求企稳复苏或将成为未来增长推动力。上调业绩指引是 2Q26 主基调，这与宏观环境波动巨大的 1Q26 形成鲜明对比。2Q26 业绩时，在披露收入指引的 11 家公司中有 6 家上调指引，而 1Q26 时仅有 2 家。
- **融资复苏和大药企扩张研发支出稳健支撑全球医药研发生产需求。** 2Q26 全球医药融资强劲反弹，中国融资延续强势。2Q26 全球医疗健康融资额同比增长 52.1% (动脉橙数据)，特别是创新药融资额同比大增 97.1% (医药魔方数据)，其中中国同比暴增 253.8%。我们认为美国目前利率已显著低于 2024-25 年，将继续为融资带来边际改善。同时，全球大药企研发支出加速增长，1H26 纳入统计的 10 家大药企合计研发支出同比增长 40.6% (vs 2025：+1.1% YoY)，但资本支出相比 2025 年放缓，或正受控制成本的负面影响，大药企在美巨额投资规划仍未实质性落地。Biotech 研发支出 (+2.7% YoY) 延续了 25 年的疲弱态势，但继续降低了资本支出 (-3.6% YoY)，预计将提升对外包研发生产的依赖度。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 US$bn	目标价 (LC)	上行/下行空间	收入 CAGR FY26E	净利润 CAGR FY27E	P/E (x) 26E	P/E (x) 27E	PEG(X) 26E	ROE (%) 26E
Thermo Fisher	TMO US	买入	223.0	660.00	12.2%	6.9%	6.6%	24.1	22.8	3.7	16.4
Danaher	DHR US	未评级	144.7	na	na	7.0%	9.0%	24.2	22.2	2.7	10.4
Samsung Bio	207940 KS	未评级	50.8	na	na	15.9%	16.4%	38.4	32.6	2.3	22.6
Lonza	LONN SW	未评级	49.3	na	na	11.2%	18.8%	31.2	26.1	1.7	14.5
Charles River	CRL US	未评级	13.6	na	na	1.6%	9.9%	25.1	22.4	2.5	13.3

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测。市场数据截至 2026 年 8 月 13 日

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 1Q26 业绩剖析：宏观不确定性下维持 26 年业绩指引，早研需求弱复苏，商业化需求维持强劲 – 2026 年 5 月 13 日
2. 海外 CXO/生命科学上游 4Q25/2025 业绩剖析：早研需求现复苏端倪，2026 年业绩指引偏谨慎 – 2026 年 3 月 20 日
3. 海外 CXO/生命科学上游 1H25 业绩剖析：关税影响小于预期，临床 CRO 订单意外增长，普遍上调业绩指引 – 2025 年 8 月 18 日
4. 海外 CXO&生命科学上游 2024 和 4Q24 业绩剖析：C(D)MO 和生命科学上游表现亮眼，临床 CRO 需求滑坡 – 2025 年 3 月 12 日
5. 药明康德(603259 CH)深度报告：地缘政治扰动有限，业绩企稳复苏 – 2024 年 10 月 21 日
6. 海外 CXO/生命科学上游 2Q24 业绩剖析：生命科学上游继续预期需求复苏 – 2024 年 8 月 20 日
7. 海外 CXO/生命科学上游 1Q24 业绩剖析：订单走弱，但 24 下半年需求复苏仍是共识 – 2024 年 5 月 28 日
8. 海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 下半年需求复苏渐成共识 – 2024 年 3 月 15 日
9. 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
10. 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
11. 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

目录

2Q26 业绩延续改善趋势 3

利润端表现继续优于收入端 3

临床前 CRO 利润端明显改善 4

市场对 2Q26 业绩反响积极 6

早研需求持续快速增长，已达实质性向上拐点 8

需求：早研持续复苏，C(D)MO 维持高景气，临床超预期增长 8

2Q26 订单整体加速趋势明显 11

临床前和临床 CRO 上调 2026 年业绩指引 13

业绩展望分化：临床前和临床 CRO 普遍上调业绩指引 13

2026 年业绩指引变化趋势：上调是 2Q26 的主基调 15

融资复苏和大药企扩张研发支出稳健支撑全球医药研发生产需求 17

2Q26 全球医药融资强劲反弹，中国融资延续强势 17

1H26 大药企研发支出加速增长，资本支出增速维持健康 20

海外主要 CXO/生命科学上游公司 2Q26 业绩概况与电话会要点 25

Thermo Fisher （TMO US，买入） 25

Sartorius（SRT DE, 未评级） 29

IQVIA （IQV US, 未评级） 32

Medpace（MEDP US, 未评级） 36

Charles River（CRL US, 未评级） 39

Samsung Bio（207940 KS，未评级） 44

Lonza （LONN SW，未评级） 47

2Q26 业绩延续改善趋势

利润端表现继续优于收入端

尽管面对着持续动荡的全球地缘政治以及美国降息节奏放缓带来的扰动，全球医药市场整体需求在 1H26 延续了自 24 年底开始的复苏趋势，有效支撑了海外 CXO 和生命科学上游公司（“海外公司”）的 1H26 业绩增长。我们跟踪的海外公司的 2Q26 收入和净利润增速相比 2023-24 年显著改善，也维持了 25 年末的快速增长势头，特别是利润端的表现优于收入端。

在我们统计的 10 家公司中，有 5 家公司的 2Q26 收入增速仍维持了 25 年后的提速趋势，其中有 6 家公司的 2Q26 净利润增速快于收入增速。具体来看，2Q26 收入同比增速的中位数/平均数分别为+7.1%/+8.1%，相比 2025 年的+4.3%/+8.8%与 1Q26 的+3.7%/+8.0%仍呈稳健加速趋势；而 2Q26 净利润同比增速的中位数/平均数分别为+7.7%/+10.2%，均高于 2025 年的+2.2%/+8.4%与 1Q26 的+3.9%/+8.4%，表明利润端的增速更为亮眼。2025 年内业绩增长逐季度改善趋势明确，4Q25 的收入和净利润增速的中位值和平均值均为年内最高值，而 2Q26 的整体业绩增速甚至仍略快于 4Q25，显示出海外公司在高景气度的医药需求下持续成功应对宏观不确定性带来的运营挑战。

从细分赛道来看，生命科学上游公司的 2Q26 业绩提速动能强于临床和临床前 CRO，甚至快于在过去两年需求端强劲增长的 CDMO。

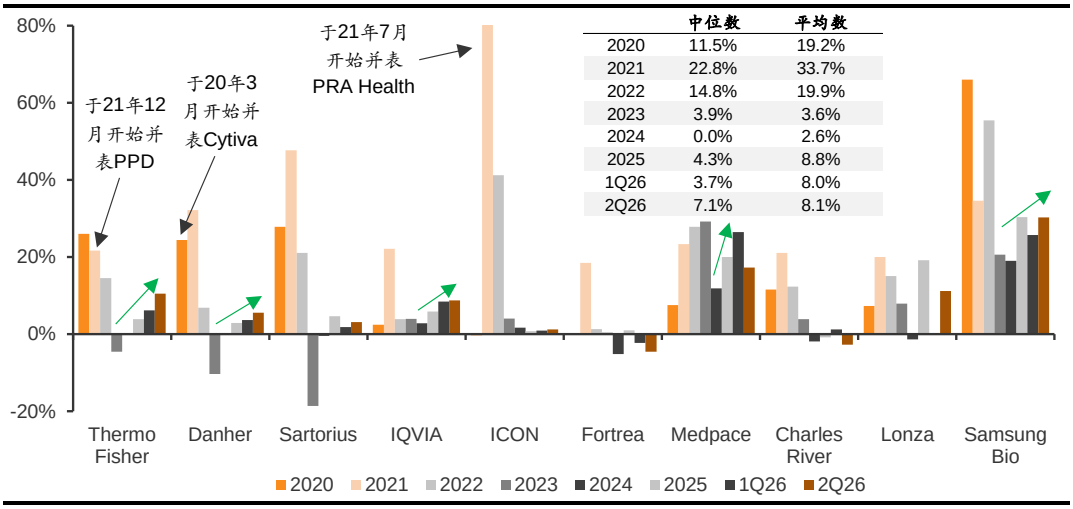
1）生命科学上游公司的业绩继续受益于下游旺盛的商业化生产需求带来的高生物工艺业务需求以及设备收入的企稳甚至小幅增长。例如 Thermo Fisher 的 2Q26 内生收入同比增长 5%，显著好于 2025 年的 2%和 1Q26 的 1%。Danher 的 2Q26 核心收入同比增长 3.0%，快于 2025 年（+2.0% YoY）和 1Q26（+0.5% YoY）。

2）由于业绩基数较高（疫情后未有深度调整）叠加宏观环境政策扰动（例如 FDA 减少验证性临床数量要求）和订单转化周期天然较慢，临床 CRO 的业绩在 2Q26 面临压力，仅有行业龙头 IQVIA 得以实现业绩提速，主要依靠临床 CRO 业务加速增长所致。

3）受前期疲弱签单影响，临床前 CRO 公司 Charles River 的 2Q26 业绩继续承压，收入同比下降 2.7%，虽然 4Q25 需求恢复强势增长延续至 2Q26 ，但由于订单转化周期要求(2-3 个季度)，业绩恢复正增长需待 2026 年下半年。

4）受到强劲的生物药商业化生产需求的持续推动，生物药 C(D)MO 公司的 2Q26 收入增速虽仍快速增长，收入增速绝对值仍快于其他细分板块，但相比 2025 年已无提速，且预计 26 年下半年将面临明显的增速压力。Lonza 的 1H26 收入同比增长 11.2%，显著慢于 2025 年（+19.2% YoY），固定汇率下收入增速仍然放缓 5.7ppts；三星生物 2Q26 收入大增 30.3%，与 2025 年高增速（+30.3% YoY）持平，快于 1Q26 的增速（+25.7% YoY）。更需注意的是，尽管 Lonza 和三星生物的上半年业绩明显好于此前的全年业绩指引增速，两家公司不约而同地仍然维持业绩指引，隐含了下半年收入增速将较下半年放缓的趋势。按照三星生物的指引中值计算，其 2H26 收入增速约为 13.6%，大幅度低于 1H26 的+28.0%。

图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速

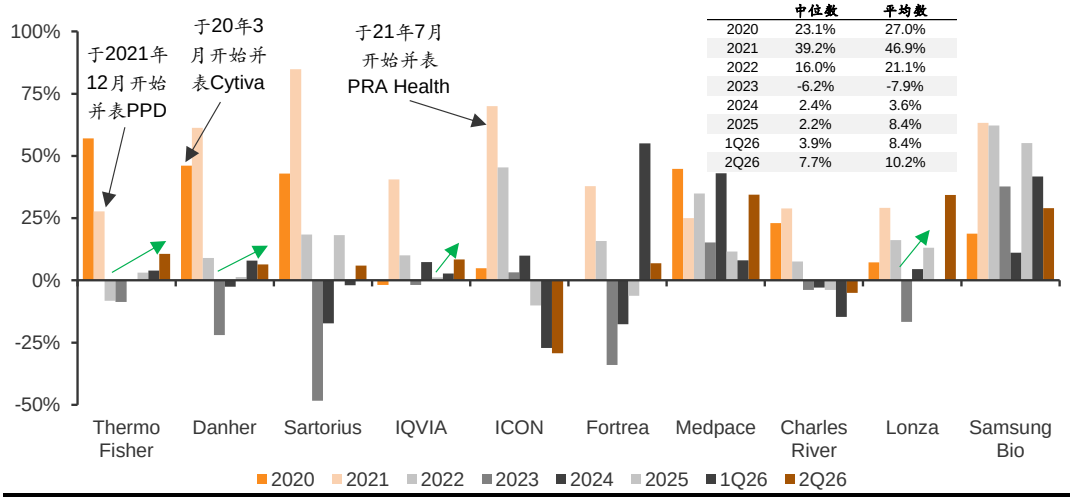


	中位数	平均数
2020	11.5%	19.2%
2021	22.8%	33.7%
2022	14.8%	19.9%
2023	3.9%	3.6%
2024	0.0%	2.6%
2025	4.3%	8.8%
1Q26	3.7%	8.0%
2Q26	7.1%	8.1%

资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：所有公司的收入增速均基于表观收入。图中绿色箭头表示 1Q26&2Q26 收入增速相比 2023-24 年出现改善。

图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速



	中位数	平均数
2020	23.1%	27.0%
2021	39.2%	46.9%
2022	16.0%	21.1%
2023	-6.2%	-7.9%
2024	2.4%	3.6%
2025	2.2%	8.4%
1Q26	3.9%	8.4%
2Q26	7.7%	10.2%

资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：对于 Medpace 和 Samsung Bio，利润增速基于表观净利润；对于 Lonza 和 Sartorius，利润增速基于核心 (core/underlying) 净利润；对于 Fortrea，利润增速基于 non-GAAP EBITDA；其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。图中绿色箭头表示 1Q26&2Q26 净利润增速相比 2023-24 年出现改善。

临床前 CRO 利润端明显改善

新冠疫情后，CXO 和生命科学上游行业均将成本控制作为重要的运营策略。基于我们汇总的海外主要公司的历年毛利率、净利率、折旧及摊销以及资本支出数据，我们认为海外公司过去三年对于成本的控制已取得积极成果，这将在一定程度上抵消当下不确定的全球宏观环境的负面影响。

2Q26 海外公司的毛利率和净利润率均取得广泛改善。海外公司在疫情后的 2022-23 年毛利率和净利润率呈现下降趋势，主要由全球医药研发和生产需求走弱导致。随着医药研发需求的短暂复苏，2024 年毛利率和净利率出现一定程度的恢复，但由于全球关税政策以及美国药品价格政策对下游客户需求造成了阶段性扰动，这种恢复态势在 1H25 被打断。然而，

随着医药行业对于政策预期稳定以及美联储再次开启降息，医药研发需求在2H25快速好转并得以延续，带动海外公司的毛利率和净利润改善，其中临床前 CRO 在 2Q26 表现亮眼。

1）受益于商业化需求持续增长，C(D)MO 率先走出业绩下行周期，利润端出现显著改善；而上游公司的利润率仍有压力，但已趋于稳定。我们跟踪的海外重资产公司（即 C(D)MO 和生命科学上游公司）的平均毛利率从 2023 年的 45.1%提升到 2Q26 年的 47.1%，平均净利润率从 2023 年的 19.8%恢复到 2Q26 年的 20.2%，均已超过疫情前的水平。

2）临床 CRO 虽然在人员成本上有较大调整灵活性，但 2025 年需求环境恶化仍压制了2026年利润端的表现。临床CRO的2Q26平均毛利率为26.4%，低于2024/2025年2.3/0.7个百分点，2Q26净利率则分别低1.2/0.5个百分点。但考虑到需求环境在2Q26出现改善，若改善趋势得以延续，考虑 26 年新签订单的转化时间，临床 CRO 的利润率压力或将在2027 年下半年出现改观。

3）早期研发需求连续三个季度的正增长开始为临床前 CRO 缓解利润率压力。Charles River 的毛利率从 2023 年的 36.4%下降到 2025 年的 33.0%，并在 1Q26 下降到接近历史低点的 29.6%，但 2Q26 大幅拉升至 36.2%，与新冠疫情期间的水平一致。净利润率的趋势与毛利率类似，从 2023 年的 13.3%下降到 2025 年的 12.8%，在 2Q26 达到 14.6%。如果 2026 年早期研发需求可以延续，Charles River 有望在 2026 年迎来利润端的显著改观。

资本支出下降趋势在 2Q26 反转，延续了 2H25 的反转趋势，或将对未来的成本端带来压力。新冠期间 CXO 和生命科学上游公司普遍增加资本支出来提升产能，资本支出增加的趋势直到 2022 年末才终止，并持续下降至 1H25，2H25 则有多家海外公司的资本支出占比提升，2Q26 资本支出占比提升的公司多达 7 家（可供统计的公司总数为 10 家）。疫情期间的资本支出高投入提高了折旧和摊销对后续年份财务的影响，2022-24 年折旧和摊销占收入比重持续上升，但在 2H25 出现普遍下降，并在 2Q26 持续普遍下降。在披露 2026 年资本支出目标的 4 家公司中，仅 Thermo Fisher 一家的资本支出占收入比重预计高于 2025 年，其余三家公司的资本支出的占比均下降或持平，表明海外管理层对于固定资产投入持续的谨慎态度，特别是两家生物药 C(D)MO 公司 Lonza 和三星生物的 1H26 资本支出明显少于 2025 年。基于此，我们预计 2026 年海外 CXO 和上游公司整体资本支出占比将维持稳定，可能会在 2H26 出现小幅提升，但由于利润表反馈时间滞后的原因，2026 年整体折旧和摊销对财务的压力将继续减小，至于 2027 年及之后的影响需持续观察资本支出的趋势。

图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司毛利率与净利润率趋势

公司	毛利率变化趋势											净利润率变化趋势										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q26	2Q26	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q26	2Q26
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	+
Danaher	+	+	-	+	+	-	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-	+
IQVIA	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	+
ICON	+	-	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-	+	-	+	+
Fortrea					+	+	-	+	-	-	+					+	+	-	-	+	+	+
Medpace	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	-	+
Lonza	+	+	+	-	-	+	-	+	-		-	+	+	+	+	-	+	-	+	+		+
Samsung Bio	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+	+	-	-	+	+	+	-	+	+	-
平均值(所有)	+	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	-	-	+	-	-	+	+	-	-
中位值(所有)	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+
平均值(重资产)	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	+	+	-	+	+	-	-	-	+	+	-
中位值(重资产)	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	+

资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：“+”表示当期数值相比于上期数值有增加，“-”表示有减少。增加的年/季度以红色标注，减少的年/季度以绿色标注，没有数据的年/季度以灰色标注。Lonza 的 2Q26 指 1H26。重资产公司包括生命科学上游（Thermo Fisher、Danaher、Sartorius）和 C(D)MO（Lonza、Samsung Bio）。下同。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司折旧及摊销与资本支出趋势

公司	折旧&摊销占收入比重变化趋势											Capex占收入比重变化趋势											
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q26	2Q26	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	1Q26	2Q26
Thermo Fisher	+	-	-	-	-	+	+	-	-	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	+	+	-	+
Danaher	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	-	+	+	-		-	+
Sartorius	+	+	+	+	-	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	-	+	持平	-	+
IQVIA	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	-		-	+
ICON	+	-	-	+	+	+	-	-	-	+	-	+	+	-	-	+	+	-	+	+		-	+
Fortrea						-	+	+	-	+	-						+	-	-	-		+	+
Medpace	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	+	-	-	-		+	+
Charles River	-	+	+	+	-	+	-	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	-	-
Lonza	+	+	+	-	+	-	-	+	-		+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-		-
Samsung Bio	-	+	+	-	-	-	+	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	-	+	-		-	-
平均值(所有)	-	-	+	-	-	-	+	+	-	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-		-	+
中位值(所有)	+	-	+	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-	-		-	+
平均值(重资产)	-	+	+	-	-	-	+	+	-	+	-	+	-	-	-	+	+	-	-	-		-	+
中位值(重资产)	+	+	-	+	-	-	+	+	-	+	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+		-	-

资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注: 2026E 资本支出变化基于公司管理层给予的最新指引。

市场对 2Q26 业绩反响积极

在 2Q26 业绩期，市场对于发布好于预期业绩以及需求展望积极的海外主要 CXO 和生命科学上游公司的股价反响非常积极，这些公司的股价在业绩后单日上涨幅度均超过 8%，最高的接近 15%。1）临床前 CRO 公司 Charles River 股价在 2Q26 业绩后的表现无疑是最亮眼的，得益于公司 2Q26 订单连续三个季度正增长以及业绩指引的上调，公司股价单日涨幅达 14.7%，目前股价已创造新冠疫情后的新高，反映了市场对于公司需求转好的持续追捧；2）虽然 C(D)MO 公司的 2Q26 年业绩增长仍然强劲，但 Lonza 由于在好于预期的 1H26 业绩上并未上调全年业绩指引，导致股价当天下跌 5.9%。三星生物由于 2Q26 同比增速相比 1Q26 提速，因此，尽管全年业绩指引预示着下半年增速将放缓，其业绩后单日股价仍然大涨 8.1%；3）生命科学上游的股价则完全与业绩表现挂钩，Thermo Fisher 在汇报了疫情后最高的季度内生增长后，股价单日大涨 8.7%。但 Danaher 由于订单推迟导致下调业绩指引，致使股价跳水 11.0%。Sartorius 因业绩中规中矩，股价也基本持平；4）市场对于临床 CRO 公司的股价整体上的反应是正面的，IQIVA 和 Medpace 均报告了优秀的业绩和订单增长，二者股价单日分别大涨 13.9%和 14.7%，IQIVA 股价大涨甚至带动了同行 ICON/Fortrea 股价单日跟涨 6.8%/7.8%，我们认为这主要由于市场显著缓解了对 AI 冲击的担忧以及管理层在稳健订单增长的基础上上调了全年业绩指引所致。

图 5: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 2Q26 业绩后股价表现

公司	核心业务	2Q26 业绩发布后股价变化			季度收入 vs 一致预期		季度利润/EPS vs 一致预期	
		1 天	1 周	2 周	1Q26	2Q26	1Q26	2Q26
Thermo Fisher	生命科学上游、CXO	+8.7%	+9.6%	+10.2%	Beat	Beat	Beat	Beat
Danaher	生命科学上游	-11.0%	-1.0%	-1.8%	In-line	Beat	Beat	In-line
Sartorius	生命科学上游	-0.6%	-1.3%	+2.8%	In-line	Miss	Miss	In-line
IQVIA	临床 CRO、数据服务	+13.9%	+9.4%	+13.5%	Beat	Beat	Beat	Beat
ICON	临床 CRO	-7.1%	-8.2%	-6.2%	Beat	Beat	Beat	Beat

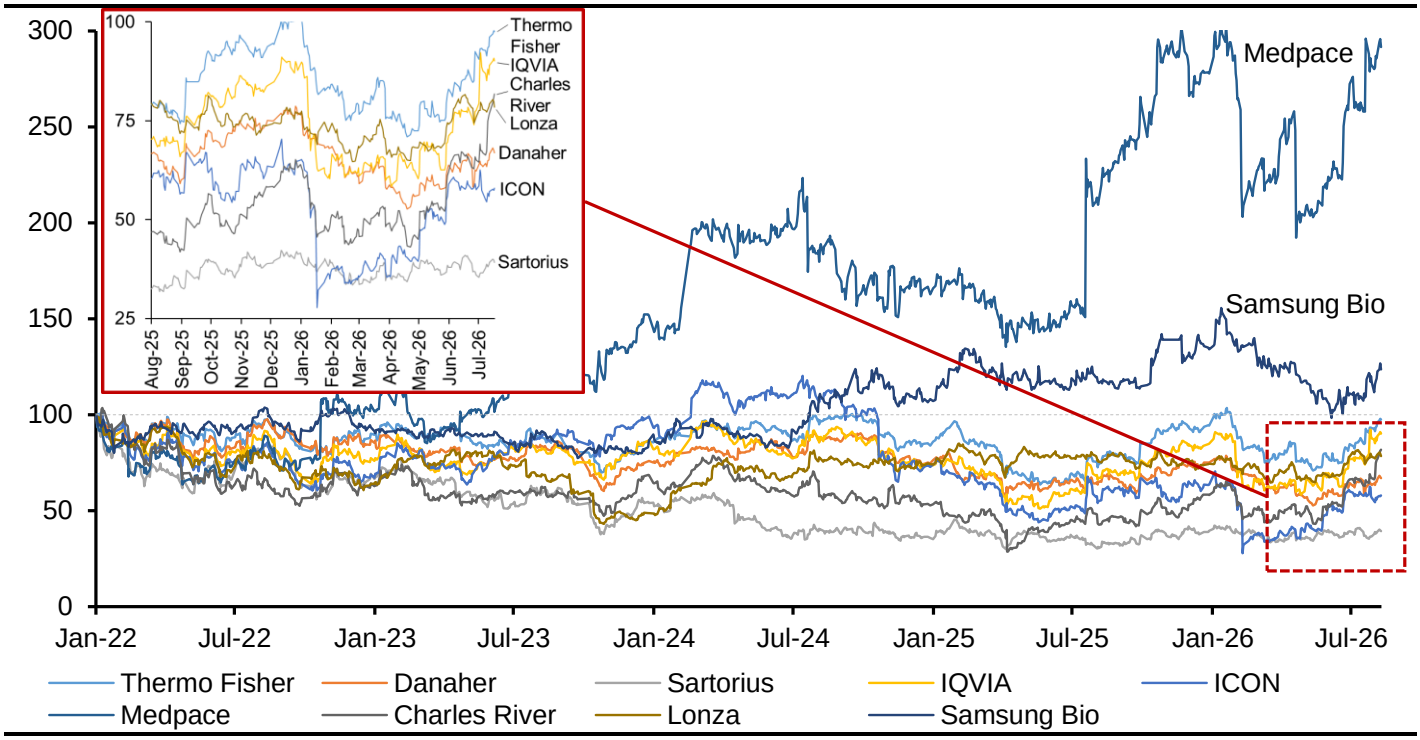
Medpace	临床 CRO	+14.7%	+10.8%	+11.3%	Beat	Beat	Beat	Beat
Charles River	药物发现和安评、动物模型	+11.4%	+20.5%		Beat	Beat	Beat	Beat
Lonza	C(D)MO	-4.9%	-0.7%	-1.3%		In-line		Beat
Samsung Bio	CMO	+8.1%	+9.6%	+8.4%	In-line	In-line	Beat	Miss

资料来源：彭博，招银国际环球市场

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

由于新冠疫情后至今的行业需求持续分化和波动，大部分海外 CXO 和生命科学上游公司的股价仍低于 2022 年初的水平。在此期间，股价表现较好的公司有 Medpace（临床 CRO）和 Samsung Bio（CMO）。但随着市场近几个月来对于需求预期有更加积极的展望，大部分公司的股价在 2 月份 AI 引发恐慌性暴跌后都经历了从低点大幅度反弹的情况，其中临床 CRO 普遍距离低点反弹超过 50%，反映了市场对 AI 恐慌脱敏以及对临床订单稳健增长再聚焦；另一方面，临床前 CRO 公司 Charles River 的股价从低点反弹 90%，股价强烈反弹完全基于公司新签订单连续三个季度正增长帮助市场确立需求复苏的信心。

图 6: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司股价表现



资料来源：彭博，招银国际环球市场。

注：数据截至 2026 年 8 月 13 日。

早研需求持续快速增长，已达实质性向上拐点

需求：早研持续复苏，C(D)MO 维持高景气，临床超预期增长

我们认为 2Q26 海外 CXO 和生命科学上游需求基本面的特征为：biotech 融资增长推动早研需求持续复苏，强劲的商业化生产需求带动 C(D)MO 和生物工艺维持高业务需求，AI 担忧消退背景下临床订单超预期增长。

临床前需求持续复苏，已达实质性向上拐点。伴随着全球 biotech 融资在 2025 年下半年至今的实质增长，全球临床前 CRO 巨头 Charles River 的药物发现和安评（DSA）需求也随之持续上涨，公司在 2Q25 的新签订单同比大增 38.5%至 7.0 亿美元，为近四年最高季度签单。 DSA 订单收入比（book-to-bill）达 1.19x，连续第三个季度高于 1x，且为 3Q22 以来最高水平。管理层看到客户将研发重心前移以补充研发管线，同时客户对复杂生物药的关注继续推动 NHP 相关研究需求的增长。基于可靠的订单持续增长，管理层预计下半年 DSA 收入加速增长，并认为订单价格在产能利用率不断抬升的情况下将趋于上涨，可支持公司 2027 年的业绩。作为全球临床前 CRO 行业的绝对龙头，Charles River 的 2Q26 业绩和需求情况表明全球早期研发需求已达实质性向上拐点。

得益于下游客户在不确定宏观环境下对于能够产生收入的后期产品的持续高度重视，C(D)MO 行业商业化生产需求维持强劲。三星生物基于 2025 年完全投产的 5 号新工厂（产能 18 万升），2Q26 新签订单达 29 亿美元，创公司历史新高， 26 年前两个季度新签订单平均值为 15.5 亿美元，比 25 年各季度均值高 27%。在复杂的全球地缘趋势下，三星生物已布局美国本土产能，2026 年 3 月完成对 GSK 美国马里兰州 Rockville 生产设施 2.8 亿美金的收购，设施 DS 产能为 6 万升，并将投入资金扩建。此外，2026 年 7 月三星生物宣布以约 18 亿美元收购多肽原料药 CDMO 公司 PolyPeptide 的全部股份，正式踏足快速增长的全球多肽药物 CDMO 行业，也将继续扩充三星生物在欧美的产能布局。展望未来，三星生物计划在 2034 年前合计投入超 100 亿美元建设 Bio Campus II&III，将显著提升公司的抗体、ADC 和 CGT 产能，也预示着公司对于未来客户需求的乐观展望。传统生物药 CDMO 龙头 Lonza 在 1H26 继续看到哺乳动物细胞生产、小分子和生物偶联的强劲需求共同推动业绩增长，公司在 Visp 基地的大型哺乳动物产能已进入产能爬坡阶段（12 万升），并将新建两处 ADC 产能。Lonza 管理层再次强调全球医药供应链在当下地缘政治环境下有强烈的供应链区域化（regionalization，即本土生产供应本土需求）需求，capex 投入将更多向美国倾斜，但这不改变医药行业药物生产的整体外包趋势。

旺盛的药物商业化生产需求同样继续拉动生命科学上游公司耗材业务快速增长，2Q26 订单需求开始恢复是亮点。上游公司 2Q26 业绩整体上延续了 2025 的复苏趋势，主要由耗材（经常性收入）收入驱动。与 C(D)MO 类似，下游医药客户生物药商业化生产需求持续支撑生物工艺业务的耗材销售，销售增速普遍在高单位数至低双位数区间，成为上游公司过去两年至今业绩增长的最强驱动力。2Q26 与此前季度不同的趋势为设备需求正在恢复并已带动季度收入企稳甚至小幅增长，这与上游公司管理层在过去多个季度持续指出的客户对设备谨慎的需求有显著差异。Thermo Fisher 的学术/政府终端收入低单位数增长、主要由色谱和质谱业务驱动 ；Danaher 的设备订单连续四个季度增长，本季度设备收入转为正增长，订单向收入的传导开始兑现；Sartorius 表示目前正在接近客户开始为扩充产能追加设备订单的时点。

AI 担忧消退背景下临床订单超预期增长。基于 AI 担忧、1Q26 项目取消上升以及过去两年的高基数效应，我们此前对临床 CRO 在 2026 年的需求基本面持较为谨慎态度，但临床 CRO 的 2Q26 订单增长好于我们的预期。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 板块 2Q26 年新签订单同

比增长 19.4%%，连续三个季度加速增长，且订单收入比达 1.22x，为 3Q24 后最高水平。IQIVA 管理层表示订单增长来自所有规模的客户群体，且项目取消仍维持在正常区间。主要服务中小 biotech 的 Medpace 的 2Q26 年新签订单同比增长 28.2%，相比 1Q26（+23.7% YoY）有提速。值得注意的是，Medpace 管理层表示 2Q26 项目取消出乎意料地大幅改善，并认为下半年新签订单将继续放量，表明乐观的 biotech 行业需求展望。整体上，我们在 2Q26 没有观察到宏观环境波动（地缘政治和 AI 担忧）和临床政策调整（FDA 减少验证性临床数量要求）对临床 CRO 赛道的负面影响。

此外，我们认为现阶段 AI 对 CXO 和上游行业的影响小，这一观点已经被 CXO 和上游行业整体亮眼的 2Q26 业绩和需求佐证。 AI 技术在强监管的医药行业落地需要漫长的验证时间以保证药物的安全性，目前 AI 应用集中在药物发现阶段，对于后续耗费绝大多数研发资金和时间的临床前、临床和生产阶段无影响。基于强大的数据和专业知识壁垒，全球头部 CXO 在应用 AI 技术上拥有得天独厚的优势，这些公司均在对 AI 技术加大投入，以更好地卡位 AI 科技革命浪潮。例如 IQVIA 在已在超过 90 个场景内部署了超过 294 个 AI 智能体，AI 能力得到大幅发展，管理层表示很多大药企认识到通用 AI 模型的局限后转而与 IQVIA 合作制定 AI 路线图。目前，全球前 10 大药企中有 4 家已签约与 IQVIA 共同开发 AI 解决方案，前 20 大中 19 家已在其工作流中部署 IQVIA 的 AI 方案。IQVIA 管理层同时表示，AI 在药物发现阶段的应用会增加 CRO 服务需求，因为更多可预测成功率更高的分子将进入开发阶段；一些大药企客户预计研究管线将翻倍，并要求 IQVIA 提前增加数千名 FTE 人员。目前 AI 技术以及衍生出的非动物试验模型（NAM）正在探索在药物安评领域的应用，Charles River 的管理层对 AI 的影响也持类似的观点，即 AI 可以提高分子设计、靶点识别等工作的效率，从而推动更多分子进入临床前验证阶段（AI 药物发现公司的管线数量通常多于传统 biotech 客户），推动对安评服务的需求。

图 7: 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	行业需求
Thermo Fisher	生命科学上游，临床 CXO	• 业绩增长由生物工艺、市场渠道和临床 CRO 业务驱动。 • 大药企和 Biotech 支出都在明确回升，且此前的研发活动回暖已开始转化为收入增长。 • 临床 CRO 收入和订单均实现强劲内生增长，市场环境正在改善，biotech 订单已连续数个季度强劲，预计全年将有很好表现。 • CDMO 业务在 2Q26 温和增长，下半年将出现有意义地提速；已赢得多个产能回流美国本土相关订单并纳入业务指引中。 • 学术和政府终端 2Q26 恢复低单位数增长，但该市场仍处于企稳阶段。 • 生物工艺连续多个季度实现优异的内生增长并跑赢同行。 • 生物医药行业正在转向一次性技术，公司在这个趋势中扮演关键角色。
Danaher	生命科学上游	• 生物科技板块内的生物工艺业务受少数大客户大额层析树脂出货推迟扰动，收入增速回落至低单位数。剔除层析树脂影响，其余耗材表现良好。 • 生物工艺耗材与设备订单均录得 mid-teens 增长，且增长并非集中于个别客户。设备订单连续四个季度增长，本季度设备收入转为正增长，订单向收入的传导开始兑现。 • 行业整体库存水平明显低于往年，Cytiva 交货周期显著缩短。 • 维持生物工艺长期高单位数增长展望，并预计产能回流活动加速、单抗商业化生产保持强劲。 • 产能会回流美国相关的扩产既体现在此前数季的订单上，也开始体现在设备收入端；新建项目已在报价阶段，但需 2-3 年才能兑现为设备收入。 • biotech 融资改善此前只体现为询单改善，本季度开始转化为订单，并有一部分开始转化为收入。 • 学术与政府市场已大体企稳，但仍低于正常水平，复苏取决于政府科研资助政策（含 NIH）何时实质性改善。
Sartorius	生命科学上游	• 持续看到健康的耗材市场需求，特别是单抗药物生产驱动的需求，耗材销量已超越疫情期间峰值水平。 • 1H26 BPS 板块的设备收入已按预期企稳并恢复小幅同比正增长，而 LPS 板块的设备收入同比小幅正增长。 • 设备需求恢复与产能利用率提升挂钩，管理层观察到正在接近客户开始为扩充产能追加设备订单的时点。 • 两名大客户的后期阶段先进疗法因项目推进时点延迟下单，CGT 领域整体仍活跃。 • biotech 融资保持有利趋势且日益转化为客户支出；学术端不确定性已缓解。 • 去年的产能回流讨论正转化为扩建项目；认为相关订单大部分将在 2027 年下半年签订并在 2028 年及以后开始实质性转化成公司收入。

IQVIA	临床 CRO，数据服务	• 2Q26 订单收入比为 1.22x，为 3Q24 后最高水平。2Q26 新签订单同比增长 19.3%至 31.5 亿美元，连续三个季度同比正增长，且创单季度历史新高。 • 临床订单来自所有领域，无大额订单，过手费和项目取消均在历史正常区间，客户决策周期持续缩短。 • 由于临床 CRO 业务本身的长周期属性，本季强劲订单增长主要体现在 2027 年及以后的收入中。 • 商业化业务管线年内双位数增长、客户决策周期双位数缩短、赢单率双位数提升。 • IQVIA 的 biotech 收入规模为 CRO 行业中最大；大药企仍旧是公司重要的收入来源，公司正在从过去两年与大药企客户重新签订的战略外包合作协议中受益。 • 很多大药企认识到通用 AI 模型的局限后转而与 IQVIA 合作制定 AI 路线图。 • AI 在药物发现阶段的应用只会增加 CRO 服务需求，一些大药企客户预计研究管线将翻倍，并要求 IQVIA 提前增加数千名 FTE 人员。
Medpace	临床 CRO	• 2Q26 新签订单同比增长 28.2%至 7.96 亿美元，单季度新签订单金额创历史新高。 • 取消率是本季度最大的边际改善，2Q26 项目取消从 1Q26 高企的水平大幅回落。 • 询单同环比均出现增长，且项目质量提升，初期中标通知保持稳健但自极强的 1Q26 环比回落。 • 虽然仍可看到客户有融资困难，但本轮融资改善的覆盖面明显更广，不再仅局限于少数几个公司。 • 前五大客户集中度提升主要由心血管代谢大项目驱动；但最近几个季度肿瘤项目占新签订单与初始中标通知的一半以上，心血管代谢领域的新中标通知明显回落。 • 在公司参与竞标的项目中，未见研发向中国明显转移的情况，真实情况情况正好相反。 • 预计 2026 年员工数量高单位数增长，2027 年大概率延续这种增长趋势。
Charles River	药物发现和安全性评价(DSA)，动物模型(RMS)，CDMO	• 2Q26 新签订单 7.01 亿美元，同比大幅 38.5%，为近四年最高。订单收入比为 1.19x，连续第三个季度高于 1x，且为 3Q22 以来近四年最高水平。 • 截至目前融资活动韧性强且覆盖面广，带动中小 biotech 客户引领行业的需求改善。 • 多数大药企客户已基本完成管线重组与优先级调整，需求趋势在过去 18 个月逐步改善。 • 学术/政府终端需求稳定但不增长，NIH 预算已获批，但改为多年期拨款，部分受资助方仍在摸索新拨款机制下的工作方式，这拖累了 RMS 北美需求。 • IND-enabling 研究出现更加明显的上升，因客户将研发重心前移以补充研发管线，同时客户对复杂生物药的关注继续推动 NHP 相关研究需求。 • AI 可以推动更多分子进入临床前验证阶段，推动对安评服务的需求。 •实验室端有 5 项全球扩产正在进行，用于未来的业务增长。 • 目前整体定价尚未实质改善、仍维持过去几年水平，但也无新增折扣，公司以积极的营销和定价策略提升项目中标率。管理层预计未来几个季度随产能利用率回升，定价将趋有利。 • DSA 内生收入自 3Q23 首次恢复正增长，预计将在下半年加速增长。
Lonza	CDMO	• 供应链区域化（regionalization）趋势延续，客户对贴近需求地生产（尤其美国产能）的需求尤为旺盛。 • 哺乳动物产能需求持续超过供给，客户对于美国生物药产能需求持续处于高位。 • Visp 基地的大型哺乳动物产能（6×20,000 升）已进入产能爬坡阶段。 • 宣布两个 ADC 新产能建设项目：高活性 payload-linker 多用途车间以及第二条商业化无菌 ADC 灌装线。 • 没有观察到客户改变其外包模式，预计大药企 Capex 占比维持在 5%左右，但地缘背景下投资地域将更多转向美国；中小客户因缺乏自建产能的能力天然依赖 CDMO，这部分客户占 Lonza 收入约 45%。
Samsung Bio	CMO	• 2Q26 新签订单 29 亿美元，为公司历史新高，同比大增 222%；26 年前两个季度新签订单平均值为 15.5 亿美元，比 25 年季度均值高 27%。 • 宣布以 14.6 亿瑞士法郎（约 18 亿美元）的现金对价收购多肽原料药 CDMO 公司 PolyPeptide 的全部股份。 • 完成对 GSK 美国马里兰州 Rockville 生产设施 2.8 亿美金的收购，设施 DS 产能为 6 万升，将投入额外资金用于扩大产能和升级技术。

资料来源: 彭博，公司业绩电话会，招银国际环球市场

2Q26 订单整体加速趋势明显

在经历了新冠疫情后研发需求下降以及全球生物医药行业持续的融资低迷后，海外 CXO 和生命科学上游新签订单在 25 年下半年开始改善并在 2Q26 普遍呈现加速上涨的趋势，其中临床前和临床 CRO 的订单加速增长趋势明显。在可计算订单数据的 9 家海外 CXO 和生命科学上游公司中，有 7 家公司的 2Q26 新签订单同比增速相比 1Q26 提速，6 家相比 4Q25 提速，2Q26 平均增速达 31.5%（剔除三星生物的+222%的增速异常值），增速强劲。

临床前 CRO 公司 Charles River 的新签订单均连续三个季度同比增长，这反映了 2H25 至今的全球 biotech 融资增长驱动早期研发需求增长。临床前研发需求的实质性复苏需以融资的实质性恢复为前提，虽然上半年国际局势动荡，美联储降息暂时按下暂停键，但全球 biotech 融资仍在增长（具体情况将在后续章节讨论），体现了资本市场对于医药行业的乐观态度。目前利率已明显低于 2024-25 年的水平，将为 biotech 融资持续带来边际改善，这将利好 biotech 的早期研发需求。考虑到从融资转化到签单再到收入的时间要求，我们估计海外临床前 CRO 公司的业绩将在 2H26 开始反映订单改善。

临床 CRO 公司 2Q26 新签订单普遍加速增长。海外临床 CRO 公司的新签订单在 3Q24 至 3Q25 间普遍呈现持续下降趋势，下降时点较其他细分赛道慢一年。新冠疫情后下游客户集中资源用于推进临床后期项目，导致临床 CRO 行业签单没有出现类似上游、CDMO 和临床前 CRO 赛道的深度订单调整，23 年临床 CRO 整体订单仍在高速增长，而同期其他赛道则已开始出现订单减少。3Q24 至 3Q25 期间，临床 CRO 新签订单的基数压力已然高企，同时面临整体需求环境的波动。但 4Q25 至今三个季度，临床 CRO 公司整体订单已持续保持强劲增长，龙头公司 IQVIA 的新签订单的同比增速在 2Q26 已加速至 27.4%，Medpace 的订单增速已加速增长至 28.2%。

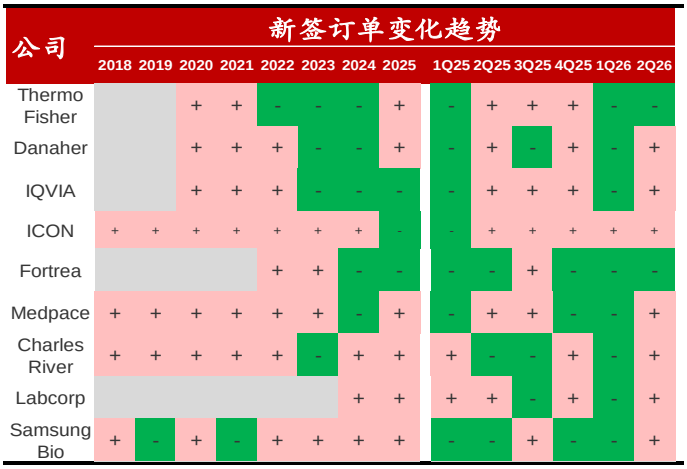
强劲的商业化需求推动 C(D)MO 的新签订单在高位维持稳健增长。三星生物 2Q26 新签订单达 29 亿美元，创公司历史新高，26 年前两个季度新签订单平均值为 15.5 亿美元，比 25 年各季度均值高 27%。基于全球旺盛的生物药生产需求以及三星生物和 Lonza 均在积极通过收购和自建扩建产能，我们预计未来几年生物药 C(D)MO 赛道仍可维持高景气度。

图 8: 新签订单 YoY 变化

新签订单YoY	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Thermo Fisher			32.0%	46.8%	-20.3%	-1.8%	-5.2%	18.0%	2.6%	-1.6%	-16.9%	-2.6%	5.1%	7.5%	30.8%	27.7%	21.4%	13.2%
Danaher			29.3%	32.9%	3.3%	-26.2%	-0.5%	8.5%	-2.6%	-2.9%	-0.5%	3.8%	4.3%	12.3%	6.2%	10.9%	1.9%	33.6%
IQVIA			13.6%	15.7%	5.6%	-0.3%	-5.6%	-1.8%	-0.6%	1.6%	0.2%	-9.6%	-16.8%	-9.6%	-1.5%	8.1%	16.3%	27.4%
ICON	4.4%	54.0%	4.8%	79.6%	35.8%	5.3%	0.3%	-9.4%	9.9%	6.6%	-9.8%	-4.7%	-23.8%	-20.2%	-10.4%	18.9%	42.4%	51.6%
Fortrea					10.1%	8.9%	-20.8%	-11.2%			-6.0%	2.0%	-9.6%	-11.8%	-4.5%	-20.0%	10.2%	28.1%
Medpace	111.1%	21.7%	7.4%	37.1%	13.6%	28.8%	-5.4%	18.7%	10.8%	-4.1%	-12.7%	-13.8%	-18.8%	12.6%	47.9%	39.1%	23.7%	28.2%
Charles River	59.9%	5.6%	30.2%	38.9%	2.9%	-40.1%	5.6%	12.8%	-0.8%	4.0%	12.5%	7.2%	21.3%	5.0%	-5.4%	30.4%	1.0%	38.5%
Labcorp (实验室板块)							0.7%	15.8%	-47.0%	-6.2%	74.4%	-46.6%	152.5%	80.9%	-30.1%	51.2%	-23.1%	-29.6%
Samsung Bio	62.3%	-14.5%	621.8%	-34.1%	41.5%	28.0%	69.7%	14.0%	19.6%	-2.6%	-15.4%	950.0%	200.0%	50.0%	27.3%	-47.6%	-86.7%	222.2%

资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

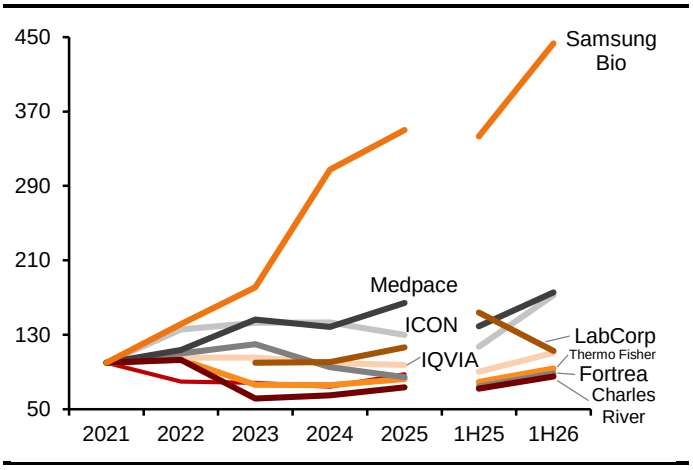
图 9: 新签订单变化趋势



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。Thermo Fisher 和 Danaher 的新签订单基于在手订单和收入计算得出，计算公式为：期末在手订单 – 期初在手订单+当期收入。

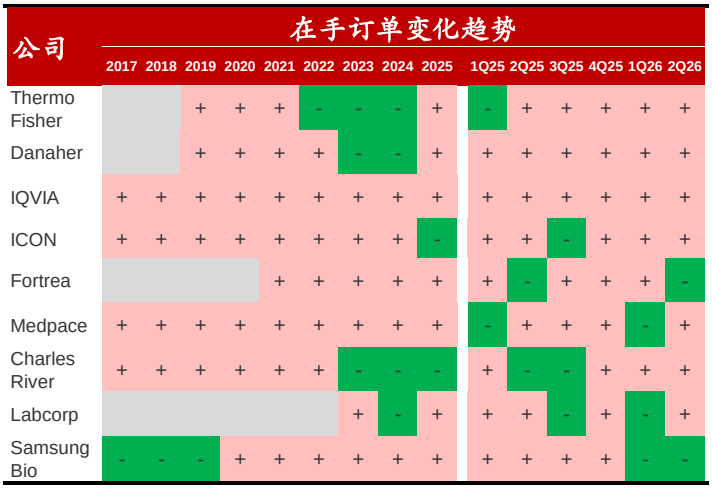
图 10: 新签订单相对增长趋势



资料来源: 公司数据，招银国际环球市场

注： 基期数值为 100。

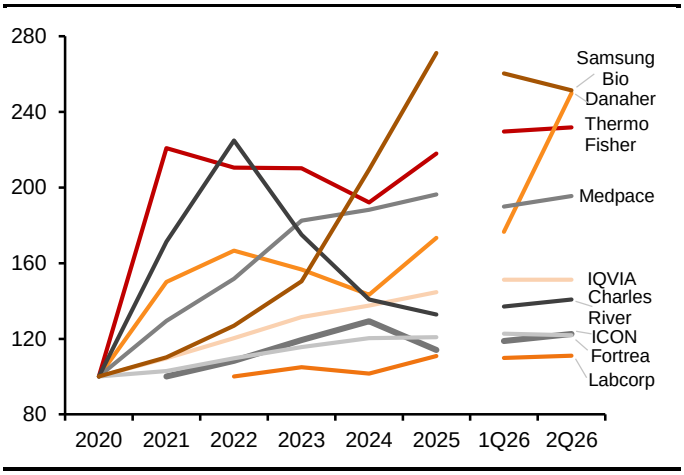
图 11: 在手订单变化趋势



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。

图 12: 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

注： 基期数值为 100。

临床前和临床 CRO 上调 2026 年业绩指引

业绩展望分化：临床前和临床 CRO 普遍上调业绩指引

海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层在 2Q26 业绩会时给予的最新 2026 年业绩指引有分化，临床前和临床 CRO 普遍上调业绩指引，C(D)MO 维持业绩指引，上游略显谨慎。

Biotech 融资回暖有效支撑临床前 CRO 业绩指引，下半年或将加速增长。全球医药融资在 2025 年下半年至今实现同比持续增长，有力支持了 biotech 客户对于早期研发的投入决心。由于订单转化收入通常需要 2-3 个季度，全球安评龙头 Charles River 的收入增速在 2Q26 仍承压，这主要由于目前收入仍基于此前的低价订单且近三个季度的订单增长尚未大量在上半年转化成收入。但基于持续大幅增长的新签订单以及订单转化周期，Charles River 管理层上调全年业绩指引，并预计 2026 年下半年公司的 DSA 收入将提速，并拉动公司整体增长。临床前 CRO 的业绩反弹将是 2026 年 CXO 行业的最明显特征之一。

订单加速增长推动临床 CRO 上调业绩指引，但隐含了下半年增速将放缓。临床 CRO Medpace 主要服务中小 biotech，是 2025 年至今受益于 biotech 融资复苏最明显的临床 CRO 公司，其新签订单已连续 4 个季度增速快于 20%。虽然 Medpace 的 1H26 收入增速高达 23.2%，管理层在 2Q26 也上调了业绩指引，但指引区间（10.9-14.0%）大幅低于 2025 年，按照中值计算下半年收入增速将仅有 5%左右。我们认为这可能由于项目取消走势不确定所致，Medpace 的项目取消在 4Q25 和 1Q26 走高，但在 2Q26 大幅下降，公司历史上也出现过多次季度间项目取消大幅波动的情况。更具行业代表性的 IQVIA 管理层也上调了全年业绩指引，但也同样隐含了下半年收入增速将放缓的预期。我们认为 IQVIA 和 Medpace 的业绩节奏预示着管理层对于客户需求仍有所担忧。

C(D)MO 公司管理层维持 2026 年业绩指引，但同样面临下半年增速放缓的问题，主要反映业绩的高基数效应以及订单交付的节奏变化。在不确定的全球宏观环境下，大药企和 biotech 公司将资源和精力向临床后期和商业化项目上倾斜，带来了持续强劲的商业化外包生产需求，有力支撑了 C(D)MO 公司在 2024 年后至今的业绩，我们仍预计强劲的商业化生产需求将在 2026 年延续。Lonza 1H26 收入同比增长了 16%（固定汇率），但管理层仍预计 2026 年收入将同比增长 11%-12%（固定汇率），不仅相比 2025 年（+21.7% YoY）显著放缓，也意味着下半年将减速至中单位数增速的水平。三星生物 1H26 收入同比大增 28.0%，管理层维持了 2026 年增长 15%-20%的指引，按中值计算隐含了下半年收入增速仅为约 9%。我们认为生物药 CDMO 公司下半年增速放缓更多与订单交付节奏以及业绩基数有关，例如三星生物的 5 号工厂在 2Q25 全部投产后，其收入在 3Q25 便环比大增 24.1%，此后三个季度的季度收入绝对值均维持在高位。 三星生物在 2024 年至今持续签订了巨量的订单，这些订单将在未来 5-10 年内逐步转化成收入，公司也给出了至 2034 年累计投入 100 亿美元建设产能的规划，表明管理层对长期行业需求的乐观态度。同时 Lonza 也有大型产能投产，并宣布两处新的 ADC 产能，表明客户需求仍在。因此， 我们认为 CDMO 公司 26 年下半年预计的业绩减速不改变医药行业商业化生产需求高景气度的判断。

耗材收入高基数和设备需求复苏早期信号未能驱动生命科学上游公司整体业绩指引上调。作为全球生命科学上游的龙头，Thermo Fisher 的药企客户的耗材需求复苏从 2024 年延续至今，推动其生物工艺业务维持强劲增长，也推动了其 CDMO 业务的持续强劲增长。2Q26 新增驱动力为临床 CRO，管理层表示此业务订单和收入在 2Q26 均实现强劲内生增长，且强劲 biotech 客户订单已持续数个季度。此外，Thermo Fisher 管理层指出色谱和质谱业务驱动学术/政府终端低单位数增长，支撑了疲软的设备板块收入增长 7%。各项主要业务共同发力，促使龙头公司 Thermo Fisher 成为了我们追踪的三家上游公司中唯一上调业绩指引的公司。虽然 Danaher 的耗材业务同样保持增长，且设备收入已企稳并恢复正增长，但整体业绩受到大客户订单推迟的影响，致使管理层下调了全年业绩指引。我们认为

Danaher 下调指引更多为一次性事件影响，上游耗材需求仍旧强劲，设备销售恢复增长已是事实，上游公司的业绩增长仍然稳健，设备需求企稳复苏或将成为未来业绩增长的额外推动力。

图 13: 海外公司 2Q26 业绩时给出的 2026 年业绩指引汇总

公司	核心业务	2Q26 收入 (YoY)	2026 收入指引 (YoY)		指引变化	2Q26 adj. EPS (YoY)	2026 adj. EPS 指引 (YoY)		指引变化
			更新后	更新前			更新后	更新前	
Thermo Fisher	生命科学上游，CXO	• +10.5% (表观) • +5% (内生)	• (+6.4%) ~ (+8.0%) (表观) • +4% (内生)	• (+6.2%) ~ (+8.0%) (表观) • (+3%) ~ (+4%) (内生)	• 上调 (表观) • 上调 (内生)	+12.5%	(+9.0%) ~ (+10.8%)	(+7.7%) ~ (+9.8%)	上调
Danaher	生命科学上游	• +5.5% (表观) • +3.0% (核心)	(+3.0%) ~ (+4.0%) (核心)	(+3.0%) ~ (+6.0%) (核心)	维持	+7.8%	(+8.3%) ~ (+10.3%)	(+7.1%) ~ (+9.6%)	上调
-生物科技板块		• +4.0% (表观) • +2.5% (核心)	中单位数增长	+~6% (核心)	维持				
-生命科学板块		• +5.5% (表观) • +5.5% (核心)	(+3.0%) ~ (+4.0%) (核心)	小幅上升 (核心)	维持				
Sartorius	生命科学上游	• +3.1% (表观) • +5.0% (CC)	(+5%) ~ (+9%) (CC)	(+5%) ~ (+9%) (CC)	维持	• 30.8% (核心 EBITDA 利润率) • +6.3% YoY	稍高于 30% (核心 EBITDA 利润率)	稍高于 30% (核心 EBITDA 利润率)	维持
-生物工艺板块		• +3.3% (表观) • +5.3% (CC)	(+6%) ~ (+10%) (CC)	(+6%) ~ (+10%) (CC)	维持	• 32.9% (核心 EBITDA 利润率) • +6.9% YoY	稍高于 32% (核心 EBITDA 利润率)	稍高于 32% (核心 EBITDA 利润率)	维持
-实验室产品&服务板块		• +2.4% (表观) • +3.8% (CC)	(+2%) ~ (+6%) (CC)	(+2%) ~ (+6%) (CC)	维持	• 21.7% (核心 EBITDA 利润率) • +1.1% YoY	稍低于 21% (核心 EBITDA 利润率)	稍低于 21% (核心 EBITDA 利润率)	维持
IQVIA	临床 CRO，数据服务	• +8.7% (表观) • +6.0% (内生)	• (+5.9%) ~ (+7.1%) (表观)	• (+5.2%) ~ (+6.4%) (表观)	• 上调 (表观)	+12.1%	(+7.4%) ~ (+9.1%)	(+6.1%) ~ (+8.6%)	上调
ICON	临床 CRO	• +1.2% (表观) • +0.4% (CC)	(-4.9%) ~ (-1.2%)	(-4.9%) ~ (-1.2%)	维持	-27.3%	(-20.2%) ~ (-12.2%)	(-20.2%) ~ (-12.2%)	维持
Fortrea	临床 CRO	-4.5%	(-3.8%) ~ (-1.2%)	(-6.4%) ~ (-2.7%)	上调	+6.9%	(+8.0%) ~ (+15.9%)	(+0.1%) ~ (+15.9%)	上调
Medpace	临床 CRO	+17.2%	(+10.9%) ~ (+14.0%)	(+8.9%) ~ (+12.8%)	上调	+34.5%	(+9.5%) ~ (+13.9%)	(+8.0%) ~ (+13.3%)	上调
Labcorp (实验室板块)	实验室业务	+6.5% (表观) +6.2% (内生)	(+5.5%) ~ (+6.5%)	(+3.8%) ~ (+5.4%)	上调				
Charles River	发现和安 (DSA)，动物模型	• -2.7% (表观) • +0.1% (内生)	• (-3.5%) ~ (-2.5%) (表观) • (+0.0%) ~ (+1.0%) (内生)	• (-5.5%) ~ (-4.0%) (表观) • (-1.5%) ~ (-0.5%) (内生)	• 上调 (表观) • 上调 (内生)	-3.2%	(+8.5%) ~ (+11.4%)	(+5.1%) ~ (+9.9%)	上调
-RMS 板块		• -1.8% (表观) • -1.4% (内生)	• 中单位数下降 (表观) • 低到中单位数下降 (内生)	• 中单位数下降 (表观) • 低到中单位数下降 (内生)	• 维持 (表观) • 维持 (内生)				

DSA 板块		• -1.9% (表观) • +0.2% (内生)	• 低单位数下降 (表观) • 低单位数增长 (内生)	• 低到中单位数下降 (表观) • 低单位数下降至小幅增长 (内生)	• 上调 (表观) • 上调 (内生)				
-生产板块		• -6.3% (表观) • +1.3% (内生)	• 低到中单位数下降 (表观) • 低到中单位数增长 (内生)	• 中单位数下降 (表观) • 低单位数增长 (内生)	• 上调 (表观) • 上调 (内生)				
Samsung Bio	CMO	+30.3%	(+15%) ~ (+20%)	(+15%) ~ (+20%)	维持	+29.0%			
Lonza	CDMO	• +11.2% (表观) • +16.0% (CC)	(+11%) ~ (+12%) (CC)	(+11%) ~ (+12%) (CC)	维持	• 34.8% (核心 EBITDA 利润率) • +27.7% YoY	33%-34% (核心 EBITDA 利润率)	>32% (核心 EBITDA 利润率)	上调

资料来源: 公司资料，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 Fortrea 和 Lonza，利润增速以及利润指引基于经调整 EBITDA。对于 Lonza，利润增速指 1H26，业绩增速及业绩指引仅针对其 CDMO 业务。

2026 年业绩指引变化趋势：上调是 2Q26 的主基调

上调 2026 年全年业绩指引是 2Q26 的主基调，这与宏观环境波动巨大的 1Q26 时的谨慎态度形成鲜明对比。在 2Q26 业绩时，披露收入指引的 11 家公司中有 6 家上调指引，4 家维持指引，1 家下调指引。而 1Q26 业绩时，仅有 2 家公司上调指引，多达 8 家公司维持指引。1Q26 业绩时，从新签订单的角度看，行业整体需求仍在改善中，只是当时全球宏观环境波动明显（包括美以伊战争、美联储加息预期抬升、AI 担忧扩散等），CXO 和上游公司管理层普遍持谨慎态度。进入 2Q26，虽然地缘波动仍在，但融资复苏、签单继续走强叠加改善的 2Q26 业绩，让更多管理层有信心上调业绩指引。

图 14: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司 2026 年业绩指引的变化趋势

公司	核心业务	2026 收入指引变化		最新指引是否好于首次指引	2026 利润指引变化		最新指引是否好于首次指引
		1Q26	2Q26		1Q26	2Q26	
Thermo Fisher	生命科学，临床 CRO，C(D)MO	表观 ↑ 内生 —	表观 ↑ 内生 ↑	表观 ✓ 内生 ✓	↑	↑	✓
Danaher	生命科学上游	—	↓	✗	↑	↑	✓
-生物科技板块	生命科学上游	—	↓	✗			
-生命科学板块	生命科学上游	↑	↑	✓			
Sartorius	生命科学上游	—	—	—	—	—	—
-生物工艺板块	生命科学上游	—	—	—	—	—	—
-实验室板块	生命科学上游	—	—	—	—	—	—
IQVIA	临床 CRO，数据服务	—	↑	✓	↑	↑	✓
ICON	临床 CRO	—	—	—	—	—	—
Fortrea	临床 CRO	—	↑	✓	—	↑	✓
Medpace	临床 CRO	—	↑	✓	—	↑	✓
Labcorp (实验室业务)	实验室业务	↑	↑	✓			

Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA)，动物	表观↓ 内生—	表观↑ 内生↑	表观✓ 内生✓	—	↑	✓
-RMS 板块	RMS	表观↓ 内生—	表观— 内生—	表观✗ 内生—			
-DSA 板块	DSA	表观↓ 内生—	表观↑ 内生↑	表观✗ 内生✓			
-生产板块	C(D)MO	表观↓ 内生—	表观↑ 内生↑	表观✗ 内生✓			
Samsung Bio	C(D)MO	—	—	—			
Lonza	C(D)MO	—	—	—	—	↑	✓

资料来源: 公司资料，招银国际环球市场

注: “X”表示最新业绩指引弱于首次指引，“√”表示最新业绩指引好于首次指引。季度间指引变化方向基于公司指引中值，向上箭头表示上调，向下箭头表示下调，横线表示持平。对于 Danaher，收入指引变化基于核心收入增速；对于 Sartorius 和 Lonza，收入指引变化基于固定汇率下增速；对于 IQVIA、ICON、Fortrea、Medpace、Labcorp（实验室业务）和 Samsung Bio，收入指引变化基于表观增速。对于 Medpace，利润指引变化基于 GAAP 净利润；对于 Fortrea、Sartorius 和 Lonza，利润指引变化基于 non-GAAP/core EBITDA；其余公司利润指引变化基于 non-GAAP/adjusted EPS。

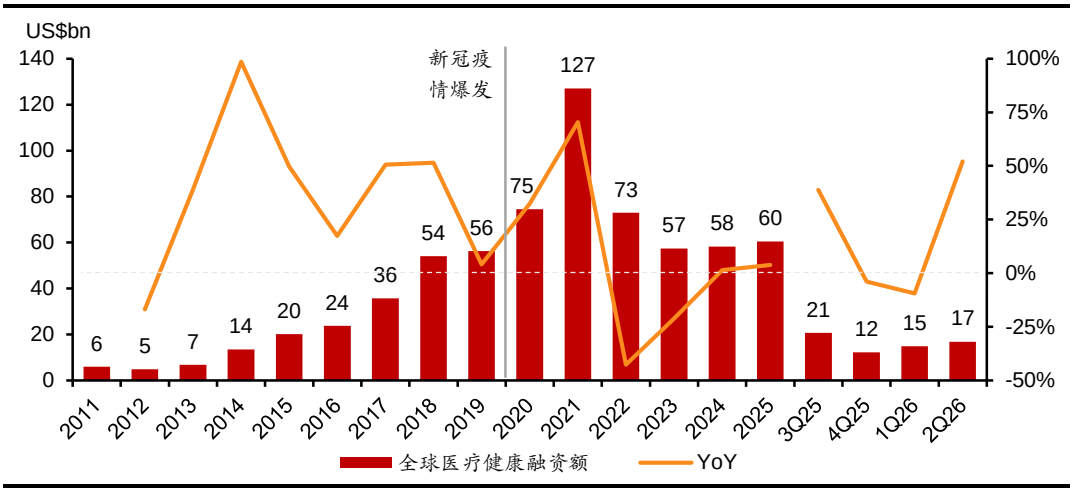
融资复苏和大药企扩张研发支出稳健支撑全球医药研发生产需求

2Q26 全球医药融资强劲反弹，中国融资延续强势

2Q26 全球医疗健康融资强劲反弹。根据动脉橙数据（不含 IPO、定向增发和并购），2Q26 全球医疗健康融资额达 168.7 亿美元，同比强劲增长 52.1%，显著好于 2025 年（+3.8% YoY）和 1Q26（-9.4% YoY），为 4Q21 后最高单季增速；1H26 合计融资 317.3 亿美元，同比增长 15.4%（vs 1H25/2H25：-10.1%/+19.2% YoY）。值得注意的是，本轮反弹发生在美联储按兵不动的背景下:美国联邦基金利率自 2025 年 12 月降至 3.63%后，2026 年以来均维持不变，这显示融资复苏对利率路径的敏感度正在下降，多家海外 CXO 公司在 2Q26 业绩会上表示目前的融资改善覆盖了更多 biotech 公司。

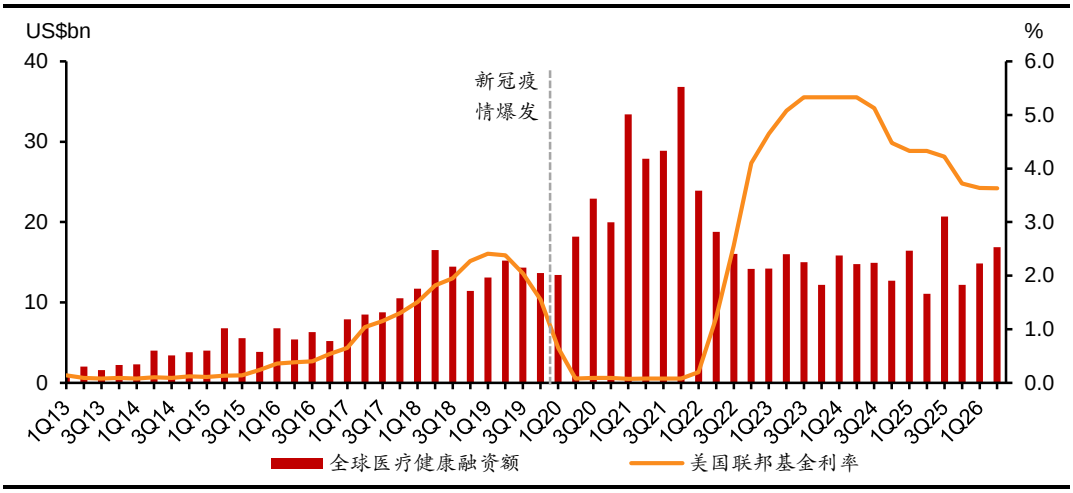
我们此前报告中曾判断“美联储降息节奏趋缓将压制 1H26 融资”，从数据看，1Q26 融资同比下降 9.4%确实承压，但 2Q26 的强劲反弹表明 2025 年 9 月以来的降息周期与风险偏好修复已足以驱动融资回暖，复苏韧性强于我们的预期。展望 2H26，考虑到目前利率水平显著低于 25 年，这将为融资带来持续的边际改善，推动 26 年全年医疗健康融资稳健增长，在这个过程中我们认为更多具备优质管线的 biotech 公司将继续获得资金的青睐。

图 15: 全球医疗健康融资额（年度）



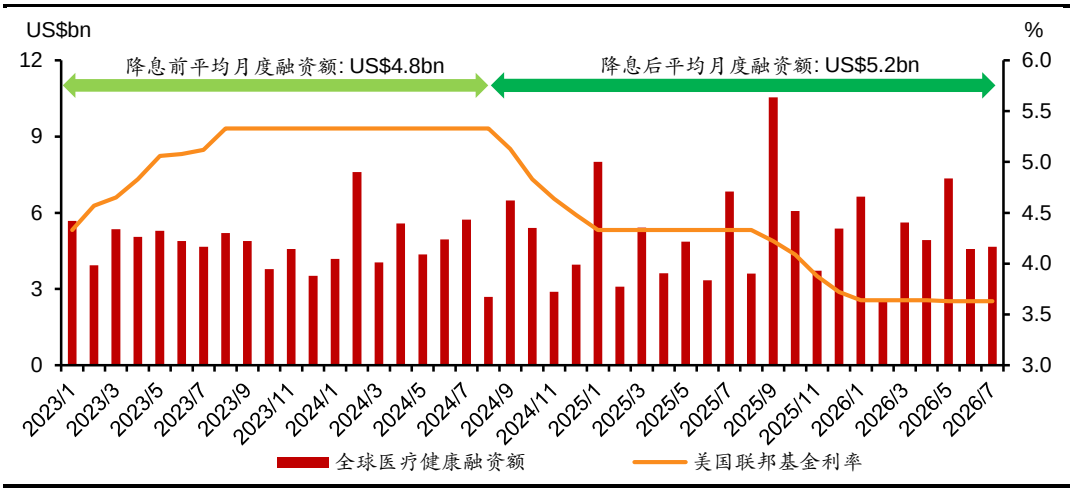
资料来源: 动脉橙，招银国际环球市场
注：动脉橙数据不包括 IPO、定向增发和并购。

图 16: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（季度）



资料来源: 动脉橙，FRED，招银国际环球市场
注：动脉橙数据不包括 IPO、定向增发和并购。

图 17: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（月度）

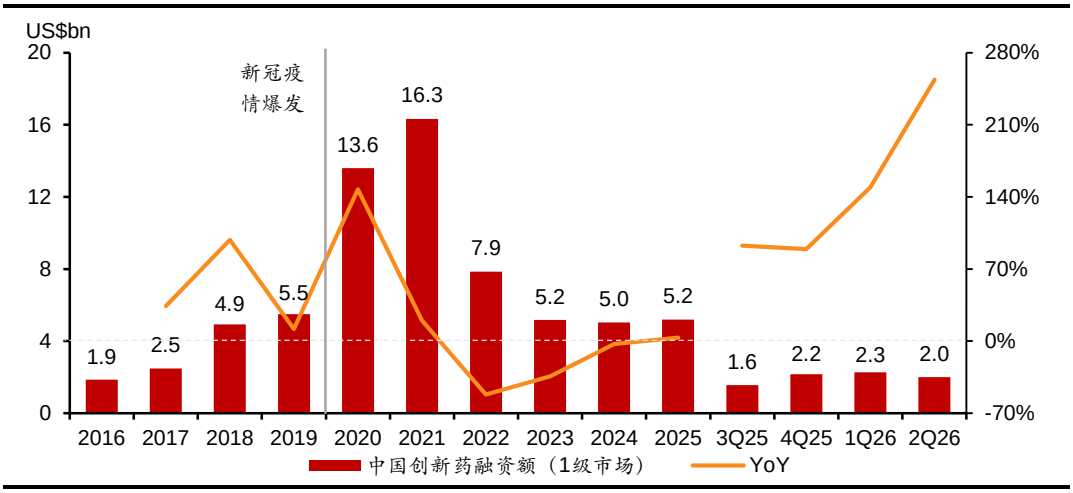


资料来源: 动脉橙，FRED，招银国际环球市场
注：动脉橙数据不包括 IPO、定向增发和并购。

创新药领域的融资改善弹性更大。根据医药魔方数据，2Q26 全球创新药一级市场融资额同比大增 97.1%至 115.6 亿美元，1H26 合计同比增长 49.5%；其中，中国创新药融资延续了 2H25 的强劲趋势，2Q26 中国创新药一级市场融资同比暴增 253.8%至 20.0 亿美元，1H26 合计同比增长 189.4%。此轮爆发式反弹的核心动力源自中国药物出海进程的丰硕成果，26 年内达成的对外授权及并购交易数量和金额相比 2025 年势能进一步增强。全球市场对中国在 ADC、双抗、CGT、小核酸等前沿技术领域的研发能力认可度持续提升，显著增强了本土创新的动力与估值预期。我们认为，这一趋势不仅将推动中国创新药融资重回可持续、高质量的增长轨道，也将为 2026 年及以后全球生物医药融资提供有力支撑。

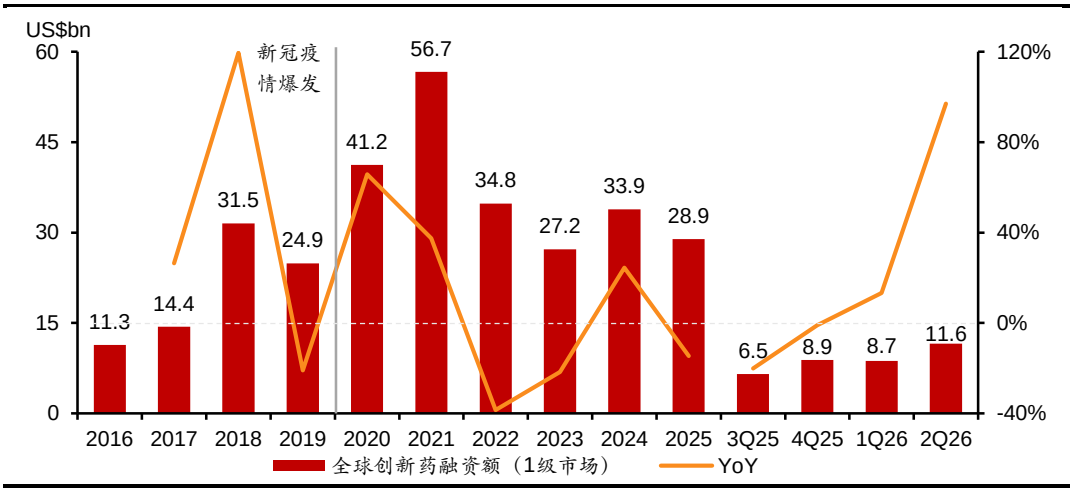
从传导链条看，创新药融资改善向 biotech 研发支出与 CXO 订单的转化已在 2Q26 开始兑现（Danaher、Charles River 管理层在 2Q26 业绩会上均有明确表述），我们预计这将支撑 2H26-2027 年早期研发需求的持续改善。

图 18: 中国创新药融资额



资料来源: 医药魔方，招银国际环球市场

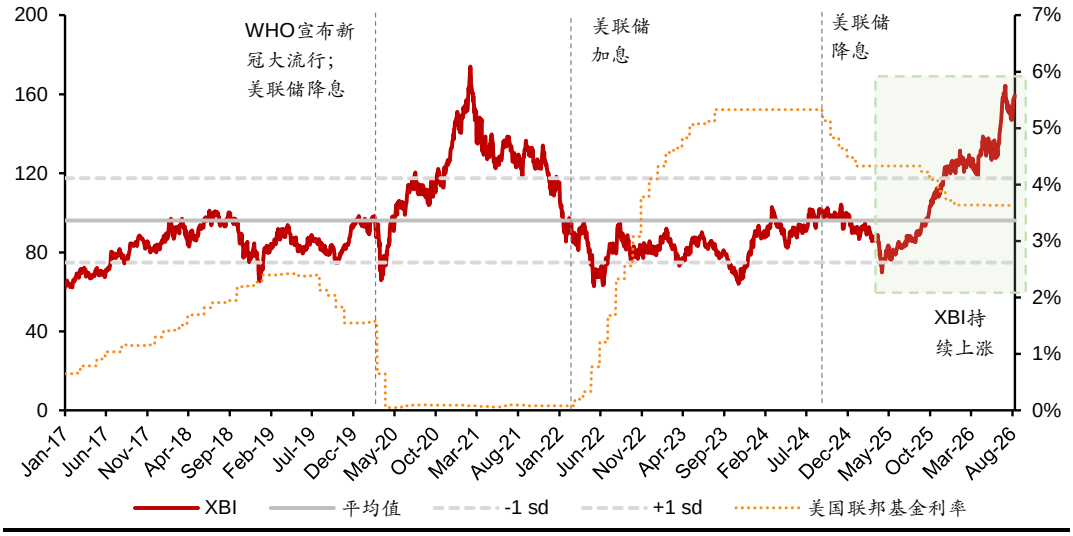
图 19: 全球创新药融资额



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，与美国利息成明显负相关。自美联储在 24 年 9 月正式开启此轮降息周期后，XBI 指数持续走强，特别是 25 年 5 月至今该指数涨幅达 128%，目前指数距离新冠期间的历史高点仅有 8.4%的距离。我们注意到，虽然美联储在 24 年 9 月开启降息，但进入 2025 年，由于美国新一届政府的政策（包括对等关税、最惠国药价等）引发了全球性的宏观环境波动，XBI 指数也经历了长达数月的快速下调。随着行业对于美国关税等政策的消化，叠加 biotech 融资的持续改善，XBI 指数获得强力支撑。我们认为，XBI 指数未来将继续受到美联储利率政策的显著影响，或将持续受益于目前美国利率低于 25 年带来的融资边际改善。融资改善将会提振全球医药行业的研发需求，CXO 和生命科学上游行业也更有望看到客户需求的进一步回暖。

图 20: XBI 指数走势



资料来源：彭博，招银国际环球市场。数据截至 2026 年 8 月 13 日。

1H26 大药企研发支出加速增长，资本支出增速维持健康

作为 CXO 和生命科学上游行业最重要的客户群体，全球制药企业的研发和资本支出（capex）投入强度极大地决定了 CXO 和生命科学上游公司的业绩表现。随着新冠疫情后全球医药需求走低，行业内的头部制药公司开始控制成本，biotech 公司则显著压缩了资本支出，引发了市场对于 CXO 和生命科学上游行业的客户需求的担忧。可喜的是，在新冠疫情过后至今，得益于大药企的稳健投入，全球制药行业的研发和资本支出总体上仍呈稳健增长趋势，其中大药企的研发支出在 1H26 呈加速上涨趋势，投入的绝对金额已大幅超过了新冠疫情期间（2020-23 年）的水平，为 CXO 和生命科学上游公司的长期业绩增长奠定了扎实基础。

波动的全球宏观环境再次凸显全球大药企的创新基石地位。我们统计了 10 家全球主要大药企和 10 家头部 biotech 公司的数据，2025 年开始尽管受到全球关税和美国药品价格政策等宏观因素的扰动，全球大药企的研发和资本支出至 1H26 仍然实现了增长，其中研发支出在 1H26 加速增长。1H26，我们统计的 10 家大药企的合计研发和资本支出同比分别增长 40.6%和 10.5%至 803 亿美元和 204 亿美元，而纳入我们统计的 10 家头部 biotech 公司的同期合计研发和资本支出则同比分别增长 2.7%和减少 3.6%至 109 亿美元和 9.1 亿美元。大药企支出的增速和绝对金额进一步表明其为全球医药研发创新的基石作用，很好地对冲了宏观环境不确定性导致的 biotech 行业谨慎的支出。

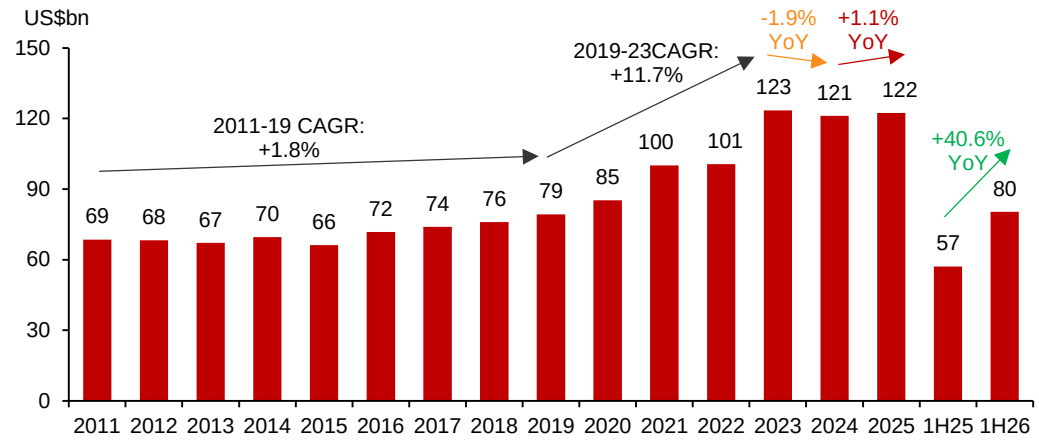
1H26 大药企的研发投入加速增长。在 1H26，我们统计的这 10 家大药企的研发投入同比劲增 40.6%，全部 10 家大药企的研发费用均实现了增长，平均同比增长 34.5%。剔除 Merck 因收购资产导致研发费用增长 191%的异常值后，其余 9 家大药企的的合计研发投入仍同比增长了 17.1%，显著高于同口径下 2025 年（+4.3% YoY）的平均增速，这充分表明在大药企控制成本的大背景下，研发投入意愿持续走强。辉瑞在 3Q23 宣布了一项涉及全公司的多年成本控制计划，目标到 2027 年底合计节约 72 亿美元成本，同时管理层承诺将节约的部分成本用于提升研发效率。因此，我们看到辉瑞的研发支出在 2025 同比减少 3.6%的情况下，1H26 实现了高达 13.1%的同比增长，提升研发投入强度仍是辉瑞应对专利悬崖的核心措施。此外，赛诺菲也在 2023 年开启了成本控制，计划到 2025 年底节约 20 亿欧元的成本，但其研发支出在 2024/2025/1H26 连续增长，分别同比增长 9.9%/6.1%/ 7.1%。因

此，我们认为大药企的成本控制措施将不会影响其对于创新研发的支出强度。值得注意的是，受益于减肥药的诺和诺德和礼来在 1H26 均继续提高研发支出，诺和诺德/礼来的研发支出在 1H26 分别同比增长 27.6%/20.7%（vs 2025：8.3%/21.3% YoY），两家公司的研发支出增速显著快于多家大药企，表明对代谢领域投资意愿的持续性。

新冠疫情至今，大药企对于产能建设有更强烈的投入意愿，资本支出增速明显快于研发支出，但 1H26 资本支出增速放缓，增速落后于研发支出。我们统计的 10 家全球大药企在 1H26 的合计资本支出同比增长 10.5%，低于 2025 年（+22.8% YoY），也低于同期的研发支出增速。1H26，10 家公司中仅有 5 家的资本支出增长，其中包括了因减肥药需求而大幅增加资本支出的礼来。需要注意的是，大药企的资本支出强度或正在受到控制成本的负面影响。辉瑞的资本支出在 2024/2025/1H26 连续同比下降 25.5%/9.6%/18.0%；赛诺菲的资本支出在 2024/2025 同比增长 5.7%/10.7%后，1H26 出现 8.7%的负增长。我们认为仍需观察 2026 年全年的资本支出情况才能更好地判断控制成本对资本支出意愿的影响，因资本支出容易受到付款节奏带来的季度间波动。

此外，有众多全球大药企在 2025 年宣布了对美国的长期巨额投资计划，包括重大的产能建设规划。但是从 1H26 我们统计的 10 家公司中仅有 5 家（包括礼来）的资本支出增长来看，我们认为大药企在美投资规划至今仍未有实质性落地。从 Thermo Fisher、Danaher 等公司管理层的表述来看，这些产能回流带动的设备投资需求开始在 2Q26 转变为订单，但真正转化为收入需等待至 27-28 年，且这些产能回流项目更多是原有产能的扩建，非新建产能。因此我们认为，2025 和 1H26 个别大药企资本支出的增长主要是由自身药物生产需求推动，非因投资美国产能所致，对于美国的巨额投资承诺仍需较长时间才会落地，具有不确定性。美国政府主张的“制造业回流”政策将推动全球大药企进行全球产能的调整以及美国产能的扩建，但考虑到在美建厂需要较长时间（例如药明康德在 21 年 6 月宣布在美国建设制剂工厂，22 年 8 月破土动工，预计 26 年底一期设施投产），因此我们认为中短期内对于 C(D)MO 需求不会产生实质影响。

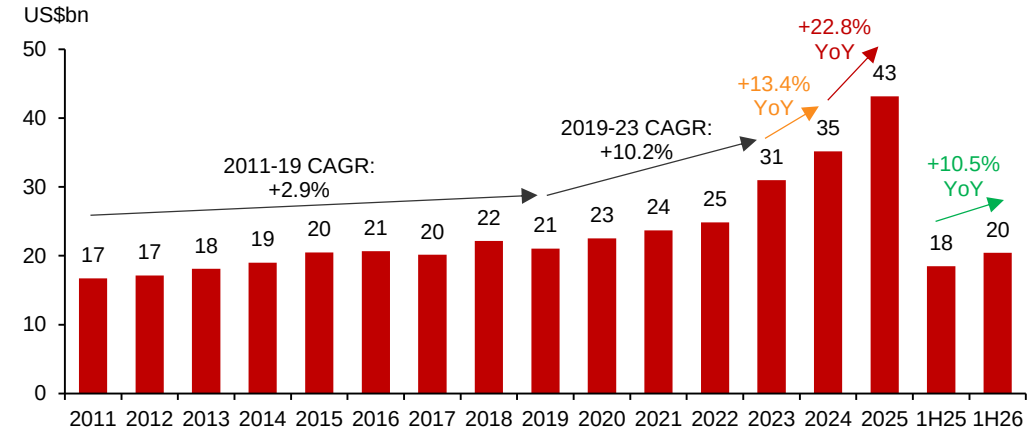
图 21: 全球主要大药企合计研发费用



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：选取了收入、市值、研发投入大的 10 家 MNC 药企，分别为：Pfizer (PFE US, 买入)、J&J (JNJ US, 未评级)、Roche (ROG SW, 未评级)、Novartis (NOVN SW, 未评级)、GSK (GSK LN, 未评级)、Sanofi (SAN FP, 未评级)、Astrazeneca (AZN LN, 未评级)、Eli Lilly (LLY US, 未评级)、Novo Nordisk (NVO US, 未评级)、Merck & Co (MRK US, 未评级)，下同。上述全部 10 家公司中的 1H26 研发费用同比增长。

图 22: 全球主要大药企合计资本支出



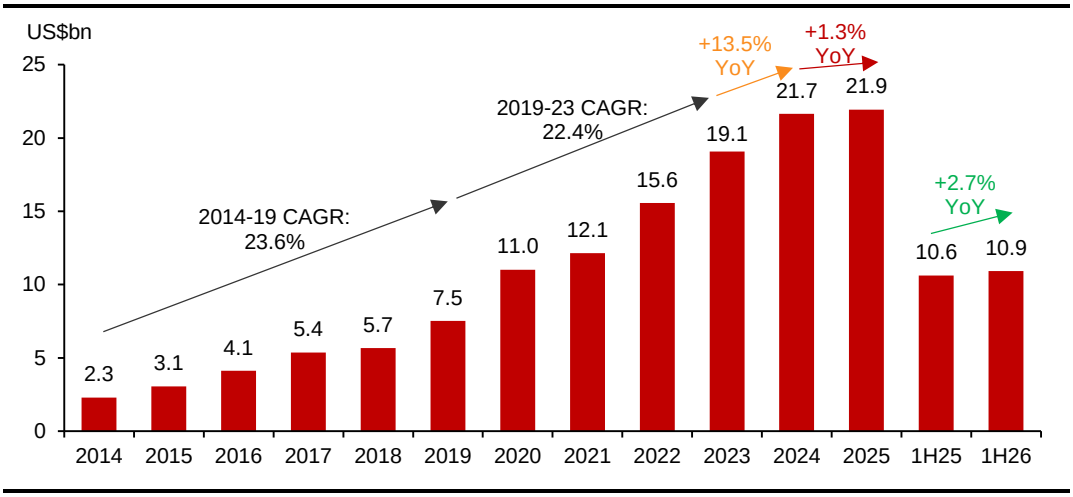
资料来源: 公司资料，招银国际环球市场

注：上述 10 家公司中的 5 家的 1H26 资本支出同比增长。

1H26 biotech 的研发投入增速延续了 2025 年的疲弱增长态势，资本支出下降幅度则大幅度减缓。我们统计的全球 10 家头部 biotech 公司的 1H26 研发费用同比增长 2.7%（vs 2025: +1.3%），10 家公司中有 8 家的研发费用同比有增长（平均增速为 16.2%），但 2 家减少支出公司（Moderna 和 Sarepta）的研发投入减少绝对金额较大，导致合计研发支出的增速放缓。此外，biotech 公司对于固定资产的投资持续谨慎，延续了 2025 年（-38.9% YoY）的下降走势，1H26 的合计资本支出同比减少 3.6%，10 家公司中有 5 家仍然增加了资本支出，平均增幅高达 49.7%，因多家公司资本支出基数低所致。

1H26 biotech 公司的研发和资本支出投入的谨慎态度均延续了 2025 年的趋势，这与全球融资持续复苏形成明显错配。2025 年美国政府的对等关税和药品价格政策等宏观不确定性扰乱，致使医药融资在 2Q25 大幅走弱，虽然 2H25 融资随着美联储降息而恢复增长，但 biotech 公司基于政策的波动预期在资金使用上仍旧谨慎。虽然 1H26 融资持续增长，但对投入的谨慎态度延续至 1H26。我们认为 biotech 公司研发支出缓慢增长与资本支出的减少反映了此客户群体仍在将固定资产的投入转移至研发，这也将提升 biotech 公司对于 CXO 行业的依赖度，特别是对于 C(D)MO 公司的依赖。而随着融资的改善，我们预计 biotech 的研发支出大概率将会在 2H26 迎来加速上涨。

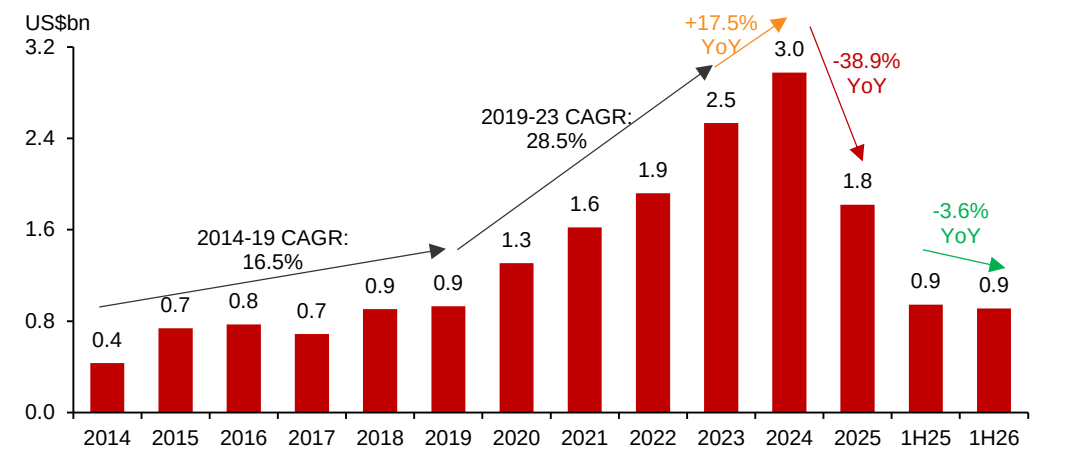
图 23: 全球头部 biotech 公司合计研发费用



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：选取了收入、市值、研发投入大的 10 家 biotech 公司，分别为：Regeneron (REGN US, 未评级)、Moderna (MRNA US, 未评级)、BioNtech (BNTX US, 未评级)、Alnylam (ALNY US, 未评级)、Incyte (INCY US, 未评级)、Genmab (GMAB US, 未评级)、BeOne Medicines (ONC US, 买入)、Neurocrine (NBIX US, 未评级)、Sarepta (SRPT US, 未评级)、Ionis (IONS US, 未评级)，下同。上述 10 家公司中的 8 家的 1H26 研发费用同比增长。

图 24: 全球头部 biotech 公司合计资本支出



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：上述 10 家公司中的 5 家的 1H26 资本支出同比增长。

图 25: 全球估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)		PEG (x)	PB (x)	ROE	股息率
			US$bn	25-28E	25-28E	26E	27E	26E	26E	26E	26E
海外											
Thermo Fisher	TMO US	买入	223.0	6.9%	6.6%	24.1	22.8	3.7	4.0	16.4%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	144.7	7.0%	9.0%	24.2	22.2	2.7	2.7	10.4%	0.7%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	50.8	15.9%	16.4%	38.4	32.6	2.3	7.7	22.6%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	49.3	11.2%	18.8%	31.2	26.1	1.7	4.5	14.5%	1.0%
IQVIA	IQV US	未评级	39.8	6.4%	8.4%	18.6	16.8	2.2	5.7	27.5%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	26.2	5.0%	7.4%	17.7	16.3	2.4	2.9	15.6%	0.9%
Sartorius	SRT GR	未评级	18.6	8.2%	14.6%	37.4	30.9	2.6	4.7	10.4%	0.4%
Medpace	MEDP US	未评级	16.7	9.3%	9.8%	34.0	31.0	3.5	24.4	87.5%	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	13.6	1.6%	9.9%	25.1	22.4	2.5	4.4	13.3%	0.0%
ICON	ICLR US	未评级	12.9	2.6%	-0.2%	15.8	14.1	nm	1.3	7.9%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	6.9	25.6%	22.1%	31.2	25.0	1.4	3.6	11.7%	1.3%
海外平均				**9.1%**	**11.2%**	**27.1**	**23.6**	**2.5**	**6.0**	**21.6%**	**0.4%**
国内											
药明康德	603259 CH	买入	72.2	21.4%	27.6%	20.4	17.7	0.7	5.3	25.9%	1.5%
药明生物	2269 HK	买入	24.2	15.3%	16.5%	25.2	21.5	1.5	2.8	14.2%	0.0%
康龙化成	300759 CH	买入	12.3	15.9%	17.6%	42.4	36.0	2.4	4.9	11.6%	0.5%
药明合联	2268 HK	买入	10.2	32.6%	32.9%	37.0	28.1	1.1	5.6	17.7%	0.0%
凯莱英	008821 CH	未评级	9.0	20.5%	28.9%	44.8	34.7	1.5	3.3	7.7%	0.7%
泰格医药	300347 CH	买入	6.7	13.4%	22.2%	52.0	36.1	2.3	2.2	4.0%	0.4%
昭衍新药	603127 CH	未评级	5.2	19.2%	36.4%	79.5	63.3	2.2	4.4	5.5%	0.3%
国内平均				**19.7%**	**26.0%**	**43.0**	**33.9**	**1.7**	**4.1**	**12.4%**	**0.5%**

资料来源: 彭博，招银国际环球市场预测

注：Thermo Fisher、药明康德、药明生物、药明合联和康龙化成数据基于招银国际环球市场最新预测，其他公司数据基于彭博一致预测（数据截至 2026 年 8 月 13 日）。

海外主要 CXO/生命科学上游公司 2Q26 业绩概况与电话会要点

以下内容根据公开资料整理，不代表分析师观点；如有错漏，敬请谅解。

Thermo Fisher （TMO US，买入）

2Q26 业绩概况：

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 2Q26 业绩，收入同比增长 10.5%至 119.9 亿美元（vs 2025/1Q26：+3.9%/+6.2% YoY），其中内生收入同比增长 5%（vs 2025/1Q26：+2%/+1% YoY）；收入较此前指引高出约 3 亿美元（内生增速高 2 个百分点+并购+有利的汇率变动）。毛利率同比持平至 41.2%（vs 2025/1Q26：41.5%/40.7%）。Non-GAAP 净利润同比增长 10.6%至 22.4 亿美元（vs 2025/1Q26：+3.1%/+3.9% YoY）。Adj. EPS 同比增长 12.5%至 6.03 美元（vs 2025/1Q26：+4.6%/+5.6% YoY），较此前指引高 0.30 美元（收入超预期+强劲的成本节约+Clario 等并购业务优异表现）。

分板块：1）生命科学解决方案板块收入同比增长 12.6%（内生增速：+3%；vs 1Q26 内生：+1%）至 28.2 亿美元，占总收入的 22.4%，由 bioproduction（生物工艺）业务引领；2）分析仪器板块收入同比增长 6.9%（内生增速：+7%；1Q26 内生：-2%）至 18.5 亿美元，占总收入的 14.7%，三大业务均实现良好增长，由电子显微镜业务引领，分部运营利润率同比大幅提升 4.2 个百分点至 23.0%（强劲生产效率+销量杠杆+有利的汇率及产品组合）；3）专科诊断板块收入同比增长 6.3%（内生增速：+5%；1Q26 内生：-3%）至 12.1 亿美元，占总收入的 9.6%，由医疗健康市场渠道、免疫诊断和移植诊断业务引领，分部运营利润率同比提升 0.7 个百分点至 27.7%；4）实验室产品和生物医药服务板块（包括临床 CRO 和 CDMO 服务）收入同比增长 11.6%（内生增速：+5%；1Q26 内生：+4%）至 66.9 亿美元，占总收入的 53.3%，由研究/安全市场渠道和临床 CRO 业务引领，分部运营利润率同比提升 0.2 个百分点至 14.0%。

2026 年指引：小幅上调全年收入指引下限，并整体上调 Adj. EPS 指引。预计收入同比增长 6.4-8.0%（此前指引为同比增长 6.2-8.0%），预计内生收入增速落在指引区间（3-4%）的上限，即同比增长 4%（此前指引为同比增长 3-4%）。预计汇率变动全年带来约 2 亿美元收入增益（较上期指引下调 1 亿美元）。预计 Adj. EPS 同比增长 9.0-10.8%（此前指引为同比增长 7.7-9.8%），中值较上期指引上调 0.25 美元。上调 Capex 指引至 19-21 亿美元（此前指引为 18-20 亿美元），按照中值计算将同比增长 31%。

3Q26 指引：预计 3Q26 Adj. EPS 较 2Q26 高 0.35-0.40 美元，即约 6.38-6.43 美元，按照中值计算同比增长 10.6%。下半年两个季度内生增速相近，均为 4%左右。

业绩电话会要点：

1) **客户需求：**各终端市场的客户活动持续提升（picked-up），药企和 biotech 终端约占公司收入的 60%、是最大的客户群体，同样在 2Q26 进展良好。Biotech、政府和学术需求复苏是推动公司业务加速增长的最大动力，其中 biotech 活动已经持续多个季度上升。同时管理层与大药企高管保持高频交流，客户对自身研发管线感到振奋（excitement），这些面临大规模专利悬崖（exclusivity cliffs）的大药企客户正全力推进管线，且客户认为能够成功应对 IRA、MFN 和关税等宏观因素、对自身前景感觉良好。大药企和 Biotech 客户支出都在明确（clearly）回升，且此前的研发活动回

暖已开始转化为收入增长。

2) **CXO 订单与需求：**1）临床 CRO（PPD）：收入和订单均实现强劲内生增长，市场环境正在改善，biotech 订单授权（authorizations）已连续数个季度强劲，按约 6 个月时滞逐步转化为收入，因此管理层预计全年临床 CRO 业务将有很好表现。Clario 并表后首个完整季度表现强劲，订单、收入和利润均良好，收入协同漏斗效应（funnel of revenue synergies）正在积累，客户对其数字终点数据能力兴趣浓厚（无论是否使用公司的临床 CRO 服务）；2）CDMO（Patheon）：2Q26 温和（modest）增长、符合公司预期，上半年收入低单位数增长，下半年随生产排期和客户营销活动提升此业务收入将出现有意义地（meaningfully）提速；年内早些时候已赢得多个产能回流美国本土（reshoring）相关订单并纳入业务指引中。

3) **医药早期研发需求：**a）biotech 早期活动：临床 CRO 业务的订单授权中 biotech 活动已连续数个季度回升；b）Accelerator Drug Development（CDMO+临床 CRO 整合服务）在 biotech 客户中反响极好（incredibly well-received），客户可将药物开发、放大生产与临床试验设计全流程统筹以节省时间和成本，此整合服务已驱动强劲的订单增长；c）学术和政府终端 2Q26 恢复低单位数增长（美国小幅转正、欧洲表现强劲），为早期/基础研究需求的重要观察口，但管理层认为该市场仍处于企稳阶段，全年指引中该终端假设维持不变，若积极趋势延续将构成业绩上行驱动力。

4) **生物工艺（bioproduction）与竞争：**bioproduction 连续多个季度实现优异的内生增长并跑赢同行（Danaher）。公司差异化能力覆盖上游和下游工作流（与公司最大的竞争对手 Danaher 的业务侧重有所不同）：在细胞培养基和一次性技术（single-use）领先、纯化（purification）业务不断壮大，并通过收购 Solventum 分离纯化业务进一步强化业务能力，需求强劲，公司正在扩产。生物医药行业正在转向一次性技术，Thermo Fisher 在这个趋势中扮演关键角色，包括 DynaDrive 一次性生物反应器在内的多个技术成为 CDMO 行业标准，正快速被 CDMO 行业接纳，也是后续耗材需求的重要先行指标。树脂（resin）业务体量较小但持续赢得新分子。（注：Danaher 树脂业务在 2Q26 遇到客户交付延期问题）

5) **设备需求：**分析仪器板块 2Q26 内生收入增长 7%、三大板块业务均强劲增长，创新是最重要驱动，发布多款创新设备并获得市场需求。电子显微镜受益于半导体和先进材料需求。学术/政府终端低单位数增长、主要由色谱和质谱业务驱动；欧洲非常强劲、美国恢复增长、中国市场仍疲软（muted）；管理层认为学术和政府终端客户的资金流（funding flow）正在改善，美国国会对学术研究支持良好，但基于单季表现尚未宣告新趋势已形成。

6) **中国市场：**中国约占公司收入的 7.5%（2019 年时为 10.8%），2Q26 低单位数增长、重回增长（vs 2025 年：中单位数下降；1Q26：低单位数下降），由药企/biotech 和工业/应用市场需求共同驱动。中国学术/政府终端仍然非常疲软（quite muted）、未见改善。管理层表示中国业务尚不对公司整体内生增长产生正贡献（not accretive），但正采取措施为复苏做好准备；CEO 将于下半年再访中国，与客户交流并处理政府关系事务。

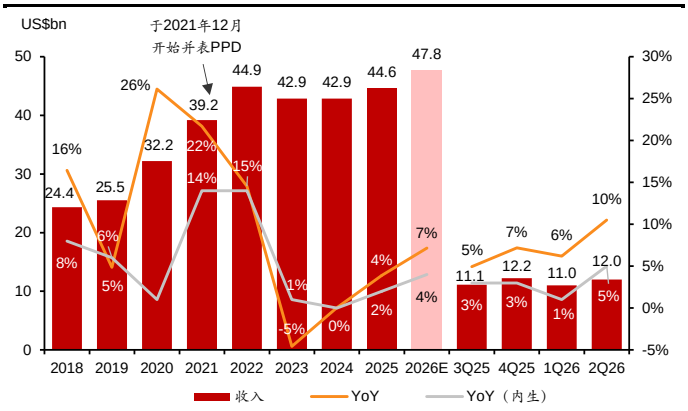
7) **分终端客户类型的收入增速拆分：**四大终端 2Q26 全部实现正增长且环比改善。a）药企和 biotech 终端中单位数增长（vs 2025 年：中单位数增长；1Q26：中单位数增长），由 bioproduction、临床 CRO 和研究/安全市场渠道引领；b）学术和政府终端低单位数增长、恢复正增长（vs 2025 年：低单位数增长；1Q26：低单位数下降），由色谱和质谱业务驱动；c）工业和应用终端中单位数增长（vs 2025 年：低单位数增长；1Q26：持平），由电子显微镜、化学分析业务和研究/安全市场渠道引领；d）

诊断和医疗健康终端中单位数增长（vs 2025 年：持平；1Q26：中单位数下降），由医疗健康市场渠道和免疫诊断业务驱动。

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。建议关注效率高且产能规模大的 CDMO 公司，如药明康德、药明生物；建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药。

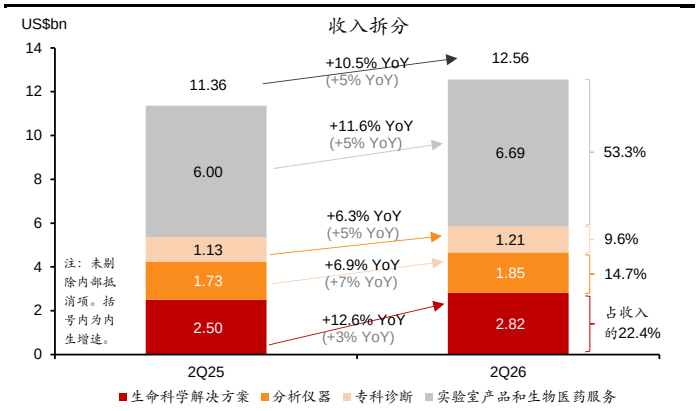
图 26: Thermo Fisher：历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：2026 年收入增速基于指引中值

图 27: Thermo Fisher：收入拆分



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

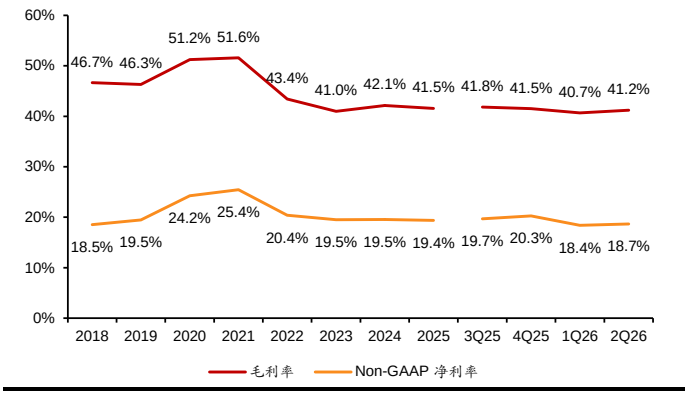
图 28: Thermo Fisher：历年收入增速拆分

收入增速拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
报表端增速	**16%**	**5%**	**26%**	**22%**	**15%**	**-5%**	**0%**	**4%**	**5%**	**7%**	**6%**	**10%**
-收购	7%	1%		2%	18%	1%	0%	1%	1%	2%	3%	5%
-汇率	1%	-2%	1%	2%	-3%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	1%
内生增速	**8%**	**6%**	**25%**	**18%**	**0%**	**-5%**	**0%**	**2%**	**3%**	**3%**	**1%**	**5%**
-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%**	**0%**					

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

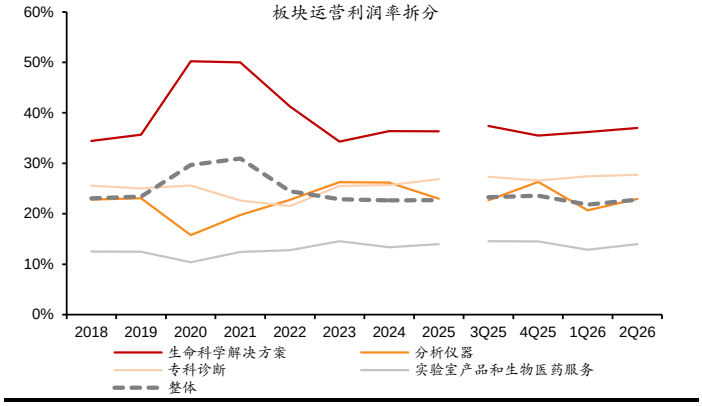
注：由于四舍五入原因数据加总有出入

图 29: Thermo Fisher：历年毛利率及净利率



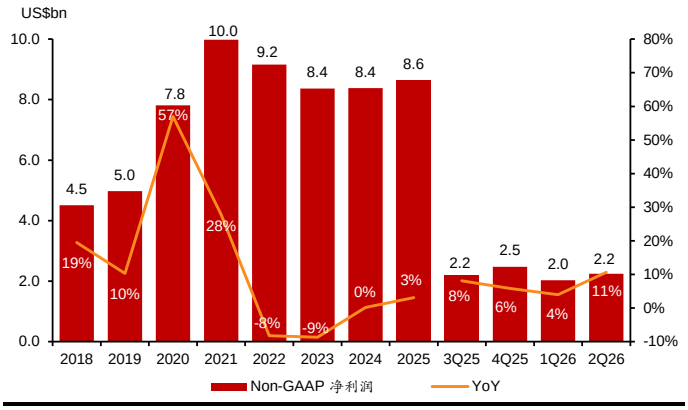
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 30: Thermo Fisher：历年板块运营利润率拆分



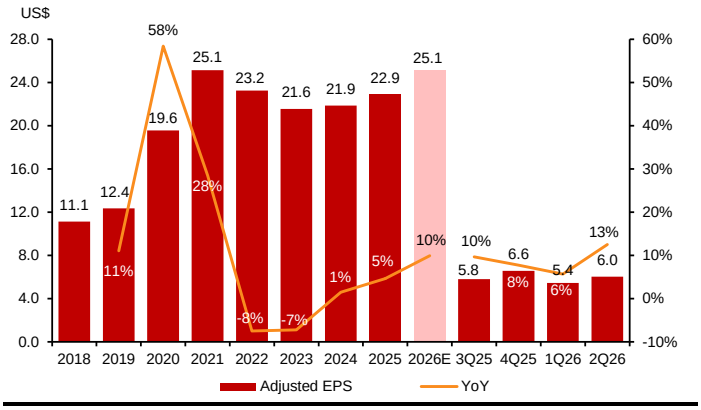
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 31: Thermo Fisher：历年 non-GAAP 净利润



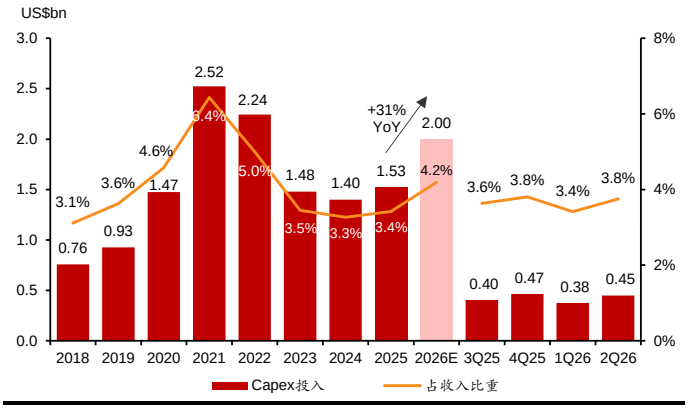
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 32: Thermo Fisher：历年 Adjusted EPS



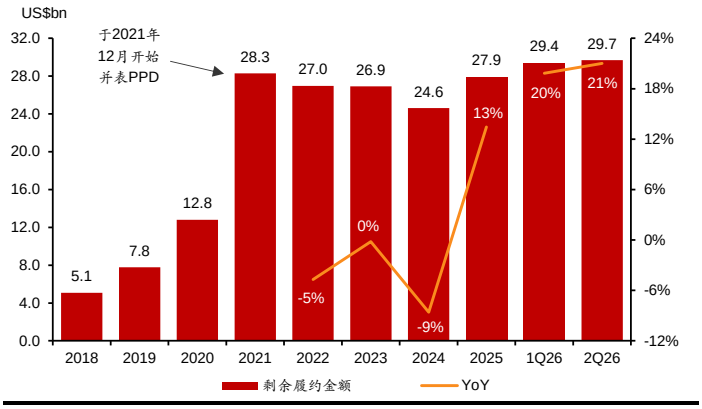
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：2026 年资本支出基于指引中值

图 33: Thermo Fisher：历年资本支出



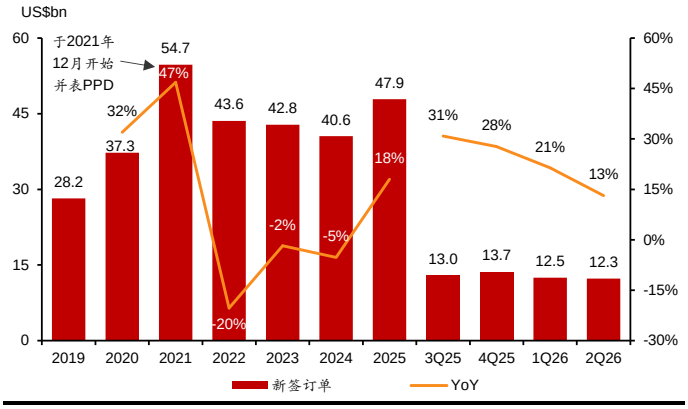
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：2026 年资本支出基于指引中值

图 34: Thermo Fisher：历年剩余履约金额



资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：剩余履约金额= Remaining Performance Obligations

图 35: Thermo Fisher：历年新签订单



资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：新签订单计算方式为：期末剩余履约金额 – 期初剩余履约金额 + 当期收入。

Sartorius（SRT DE, 未评级）

2Q26 业绩概况：

欧洲生命科学上游龙头 Sartorius 公布 2Q26 业绩，收入同比增长 3.1%至 9.12 亿欧元（vs 2025/1Q26： +4.7%/+1.8% YoY），固定汇率（constant currency/ CC）下收入同比增长 5.0%（vs 2025/1Q26： +7.6%/+7.5% YoY），耗材继续为业绩增长的主要驱动因素，设备收入企稳小幅回升。毛利率同比提升 0.4 个百分点至 47.5%（vs 2025/1Q26: 46.3%/46.1%）；核心 EBITDA 利润同比增长 6.3%至 2.81 亿欧元（vs 2025/1Q26: +11.2%/+1.6% YoY），核心净利润同比增长 6.0%至 0.89 亿欧元（vs 2025/1Q26: +18.1%/-1.9% YoY），核心净利润率同比提升 0.3 个百分点至 9.7%（vs 2025/1Q26: 9.3%/9.3%）。

分板块：1）生物工艺解决方案/BPS 收入同比增长 3.3%（CC：+5.3%）至 7.40 亿欧元，占收入的 81.2%；2）实验室产品和服务/LPS 收入同比增长 2.4%（CC：+3.8%）至 1.71 亿欧元，占收入的 18.8%。

2026 年指引：管理层再次维持 26 年业绩指引，预计收入将同比增长 5%-9%（CC），其中生物工艺解决方案收入同比增长 6%-10%（CC），实验室产品和服务收入同比增长 2%-6%（CC）；预计核心 EBITDA 利润率将稍高于 30%（同比至少增长 8.0%）。预计 Capex 占收入的比重为 12.5%（与 25 年持平）。

业绩电话会要点：

1) **耗材景气度持续**：1H26 BPS 板块的耗材收入同比增长超过 9%（剔除关税退税影响后），预计全年收入在去年强劲增长的基础上维持双位数增长。持续看到健康的耗材市场需求，特别是单抗药物生产驱动的需求。1H26 耗材销量已超越疫情期间峰值水平，2019 年以来耗材收入保持双位数 CAGR，跑赢市场整体增速。耗材订单交付周期（lead time）为 1-3 个月。

2) **设备拐点仍需观察**：1H26 BPS 板块的设备收入已经按预期企稳并恢复小幅同比正增长，而 LPS 板块的设备收入同比小幅正增长，由生物分析需求驱动。设备需求恢复与产能利用率提升挂钩，管理层观察到正在接近客户开始为扩充产能追加设备订单的时点，但希望见到更多订单后再给出设备业务的更清晰展望，但认为下半年设备收入绝对额将高于上半年。

3) **关税退税与客户补偿**：美国最高法院 2026 年 2 月裁定特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》征收的对等关税违法，公司已收到美国财政部的部分退款，这些退税将用于补偿客户已付附加费。1H26 公司收到 2,600 万欧元退税款并确认为短期金融负债，同时收入与销售成本同额调减；公司申请的退税款总额约 4,000 万欧元，但余下金额与收到时点仍不确定。税款补偿拖累 1H26 的收入增速 1.5 个点（2Q26 近 3 个点）。管理层称收到退款出乎意料（caught by surprise），主动补偿客户基于"真正的伙伴关系（true partnership）"理念。

4) **先进疗法大客户订单延迟**：两名大客户的后期阶段先进疗法因项目推进时点（project timing）延迟下单，拖累 1H26 经常性收入并影响全年，且该类项目利润率较高、构成产品组合负贡献的主因。剔除该影响后 BPS 经常性业务保持双位数增长、北美 BPS 增速健康且略超欧洲。管理层强调是项目延迟而非终止，预计订单年底前后回流，收入确认大概率在 2027 年（部分或在今年）。CGT 领域整体仍活跃，早期

管线持续修复，新分子进入临床开发阶段、新公司获得融资、后期项目推进增多。

5) **医药早期研发需求变化信号**：a）先进疗法早期管线持续修复；b）biotech 融资保持有利趋势且日益转化为客户支出；c）学术端不确定性已缓解，业务活动保持良好；d）亚太市场 LPS 仪器需求改善与该区域持续的研发活动相关。

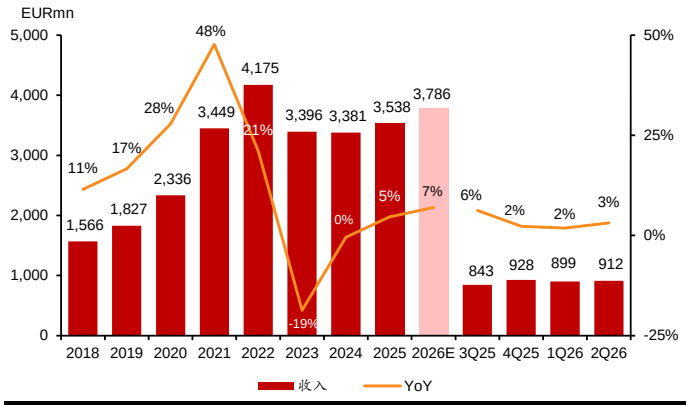
6) **中国市场**：中国生物工艺复苏延续至 2Q26，耗材为关键增长驱动，设备需求企稳复苏；同时实验室仪器需求因中国持续的研发活动而初现拐点迹象。中国有零散的客户备货（stocking）现象但对公司整体业务来说并不显著，备货分散于不同客户而非集中于特定区域。

7) **MNC 在美投资的影响**：去年的产能回流（reshoring）讨论正转化为扩建（brownfield）项目，这是正在发生的事实；按公司设备交付周期判断，认为相关订单大部分将在 2027 年下半年签订并在 2028 年及以后开始实质性转化成收入。

国内市场对标企业：

具备国产替代潜力的生命科学服务商，如东富龙、楚天科技、多宁生物、奥浦迈、泰坦科技、纳微科技等。

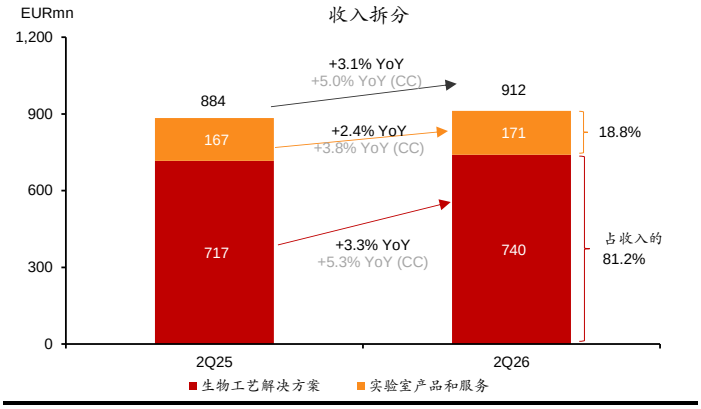
图 36: Sartorius：历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

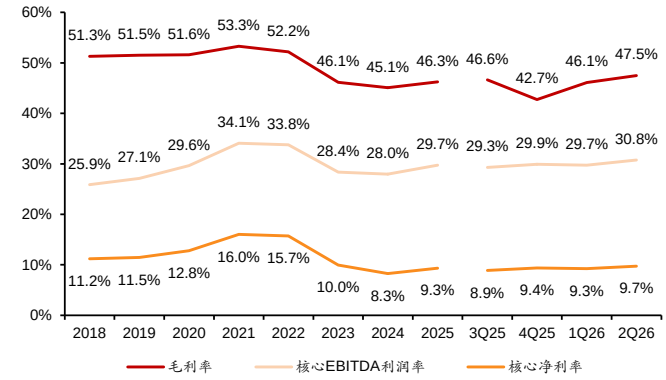
注：2026 年收入增速基于指引中值

图 37: Sartorius：收入拆分



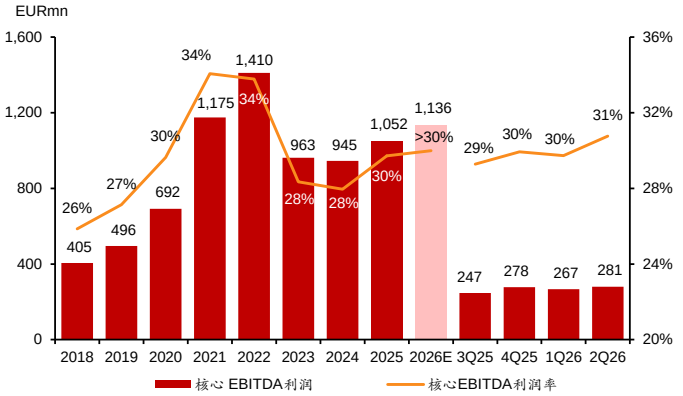
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 38: Sartorius：历年毛利率及净利率



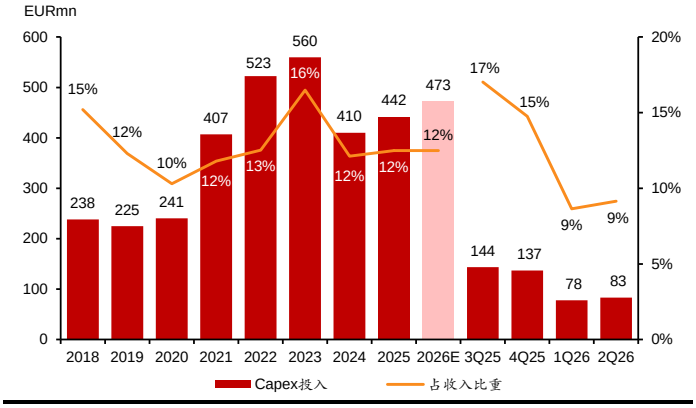
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 39: Sartorius：历年核心 EBITDA



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 40: Sartorius：历年资本支出



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2026E 资本支出基于公司指引。

IQVIA （IQV US, 未评级）

2Q26 业绩概况：

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2Q26 业绩，收入同比增长 8.7%至 43.7 亿美元（vs 2025/1Q26： +5.9%/+8.4% YoY），其中内生收入增长 6%。毛利率同比减少 0.1 个百分点至 32.9%（vs 2025/1Q26： 33.3%/32.6%）。Non-GAAP 净利润同比增长 8.4%至 5.3 亿美元（vs 2025/1Q26： +1.3%/+2.7% YoY），Non-GAAP 净利润率同比持平至 12.1%（vs 2025/1Q26：12.7%/11.9%）。Non-GAAP EPS 同比同比增长 12.1%至 3.15 美元（vs 2025/1Q26：+7.1%/+7.4% YoY）

截至 2Q26 末，研发解决方案（即临床 CRO 业务）在手订单金额达到 34.2 亿美元，同比增长 6.5%（vs 2025/1Q26： +5.1%/+4.0% YoY），环比持平。2Q26 订单收入比（book-to-bill）为 1.22x（vs 2025/1Q26：1.12x/1.04x），为 3Q24 后最高水平。2Q26 新签订单同比增长 19.3%至 31.5 亿美元（vs 2025/1Q26： -1.8%/+13.3% YoY），连续三个季度同比正增长，且创单季度历史新高。

分板块：1）商业化解决方案收入同比增长 8.6%（内生：+7%）至 17.9 亿美元，占总收入的 41.0%；2）研发解决方案收入同比增长 8.8%（内生：+5%）至 25.8 亿美元，占总收入的 59.0%。

2026 年指引：小幅上调全年业绩指引，预计 2026 年收入同比增长 5.9%-7.1%（此前指引为同比增长 5.2%-6.4%）， Non-GAAP EPS 同比增长 7.4%-9.1%（此前指引为同比增长 6.1%-8.6%）。

3Q26 指引：预计 3Q26 收入同比增长 5.2%-7.1%， Non-GAAP EPS 同比增长 6.3%-9.7%。

业绩电话会要点：

1) **中期展望**：管理层预计外包研发市场在 2027 年及以后持续增长，并且 AI 将进一步扩大市场规模，持续有利 IQVIA 的业务发展。由于临床 CRO 业务本身的长周期属性，本季强劲订单增长主要体现在 2027 年及以后的收入中。

2) **临床 CRO 订单和需求**：2Q26 的订单收入比为 1.22x（为 3Q24 后最高水平），管理层特别强调该 1.22x 是在收入增长 9%的基础上取得（即 2Q26 订单确认收入的速度快，导致计算当期订单收入比时的分母偏高），且订单来自所有领域，无大额订单，过手费和项目取消均在历史正常区间、各种规模客户组合均衡、全面服务（FSO）需求强劲。TTM 净新签 112.5 亿美元，同比增长 12.9%，连续四个季度上升，清晰地表明持续改善的需求环境和临床 CRO 板块赢单率的提升。询单同环比均双位数增长，所有客户群体全面改善；客户决策周期持续缩短。EBP（新兴生物药企）融资在 2Q26 达 350 亿美元（BioWorld 口径），为 2Q25 的两倍以上（融资到收入转化时间间隔为六个月到三年）。

3) **商业化解决方案增长驱动**：2Q26 板块内生收入增长 5%，由客户获批药物上市销售以及客户使用公司服务广度的扩张推动。市场环境持续增长，1H26 新药上市数量同比增长接近 45%（上市相关开支约一半在获批后前两年发生，为商业化业务核心驱动），大药企在一些选定区域的外包特定药物整体商业化方案的趋势增强，IQVIA 在此市场中持续赢得份额。商业化业务管线年内双位数增长、客户决策周期双位数缩短、赢单率双位数提升。板块业务包括三部分：信息服务（数据库）约占 30%，常态低单位数增长；分析与咨询约占 20%，常态中高单位数增长，2Q26 高单位数增长、

为 2022 年以来最高；患者/技术/商业服务合计约占 50%、常态高单位数至低双位数增长，商业服务与患者解决方案均维持双位数增长。AI 产品连续三个季度强劲且持续改善，管线数量维持在历史纪录高位。

4) **客户拆分**：大药企（处方药销售前 20）客户贡献约 50%的临床 CRO 收入，中型药企（处方药销售接下来 60 家）贡献约 15%，EBP（即新兴 biotech）以及其余所有药企贡献约 35%。管理层强调 IQVIA 的 EBP 收入规模为 CRO 行业中最大的（按照 35%的占比测算年化收入相当于 36 亿美元， vs 主要服务中小 biotech 的 Medpace 的 26 年预计收入约 28 亿美元），而 EBP 是行业创新主力，十年前 EBP 占全球临床启动数量的约 45%，目前约占 70%。EBP 研发开支增速预计为大药企的 2-3 倍，且 EBP 试验为全面服务外包（订单金额大于功能服务外包）。与此同时，大药企仍旧是公司重要的收入来源，公司正在从过去两年与大药企客户重新签订的战略外包合作协议中受益。

5) **竞争和价格**：过去两年前 20 大药企全部重开战略合作谈判，IQVIA 成功扩大合作数量与范围并增加了市场份额，已在多个谈判中取代客户原有的大型 CRO 合作伙伴。在大客户项目的竞标环节，这些合作协议通常已经包括了价格，因此竞标焦点在交付周期、能力、技术、站点网络、特定治疗领域的经验以及 AI 能力等因素。

6) **IQVIA 的 AI 能力发展**：管理层认为对于技术的投资将持续成为 IQVIA 的优先发展事项，但重申临床 CRO 行业 AI 落地需要三大必要条件：专有、覆盖全球且合规的医疗数据、专业领域知识、以及监管合规框架，而这三者 IQVIA 兼备。IQVIA 的 AI 部署规模不断扩张，现有 294 个智能体（vs 2025 年报中的 150+）、覆盖 90 个使用场景；公司与美国和国外的 AI 大模型公司均有合作，并与 NVIDIA 深度合作。基于此，很多大药企认识到通用 AI 模型的局限后转而与 IQVIA 合作制定 AI 路线图。目前，全球前 10 大药企中有 4 家已签约与 IQVIA 共同开发 AI 解决方案，前 20 大中 19 家已在其工作流中部署 IQVIA 的 AI 方案。IQVIA 的 AI 能力正在全球范围内帮助客户优化临床试验设计、加速临床推进速度并降低运营风险。AI 差异化能力使 IQVIA 在多个项目中取代原有大型 CRO。

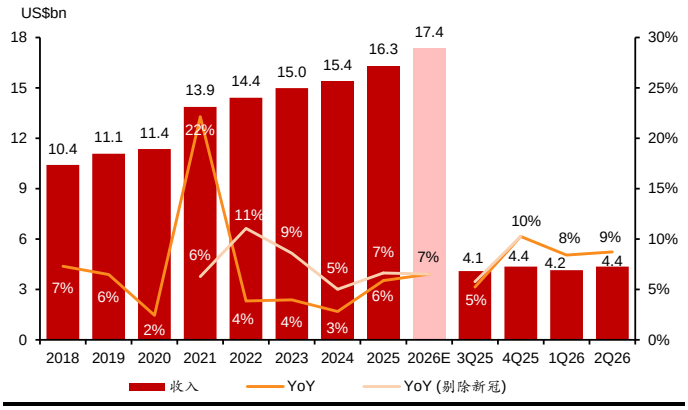
7) **AI 将增加 CRO 需求**：管理层称客户反馈 AI 在药物发现阶段的应用只会增加 CRO 服务需求，因为更多可预测成功率更高的分子将进入开发阶段。一些大药企客户预计研究管线将翻倍，并要求 IQVIA 提前增加数千名 FTE 人员。

8) **订单确认政策**：针对市场对某家同行（即 ICON）的 backlog 中非活跃订单占 15-16%的关注，IQVIA 管理层已要求临床 CRO 团队复盘自身 340 亿美元在手订单，预计将在今年 3Q 完成复盘，但初步结论是：如需调整在手订单，调整幅度仅为 5%左右，且对历史财务、业绩指引及未来 12 个月转化收入节奏的影响为零。针对"部分同行修改订单确认政策"的情况，管理层重申 IQVIA 坚持签约制订单（contracted bookings），确认订单与确认取消均须签名，以签名为客观标准、剔除主观判断，认为 IQVIA 有业内最佳的订单确认政策。

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、康龙化成。

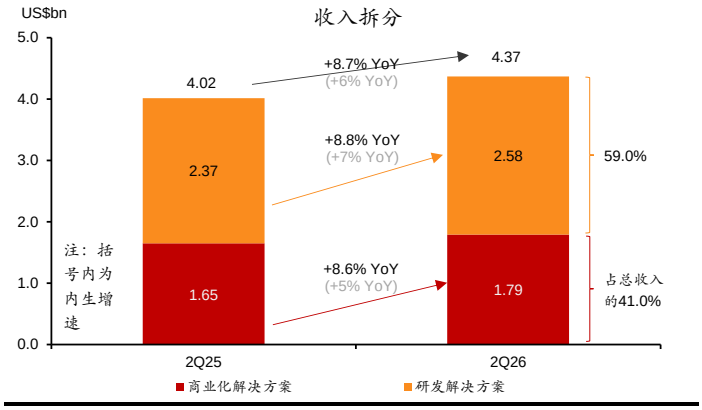
图 41: IQVIA：历年收入及增速



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

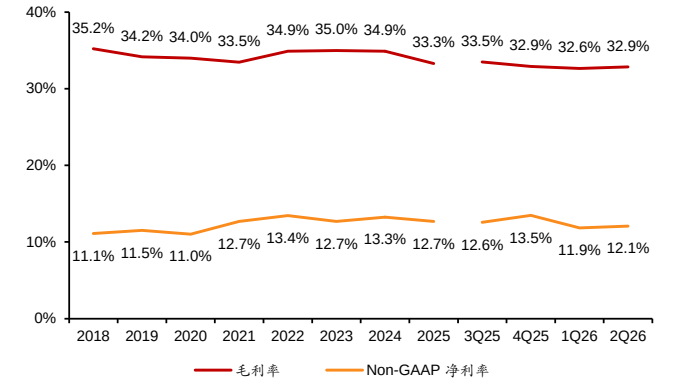
注：2026 年收入增速基于指引中值

图 42: IQVIA：收入拆分



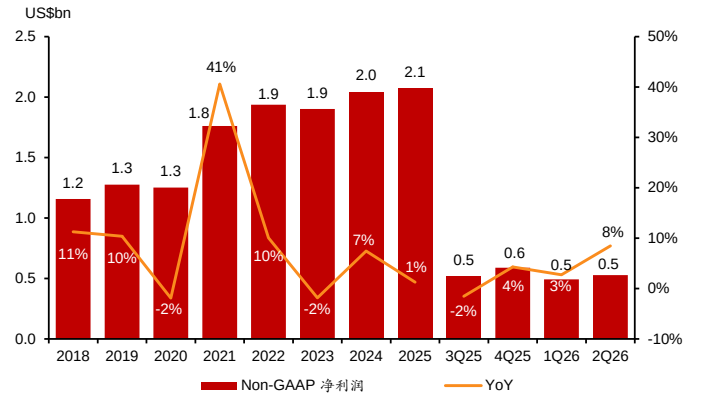
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 43: IQVIA：历年毛利率及净利率



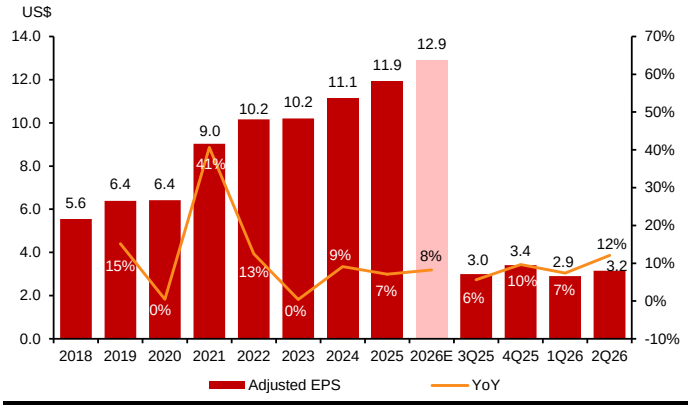
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 44: IQVIA：历年 non-GAAP 净利润



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

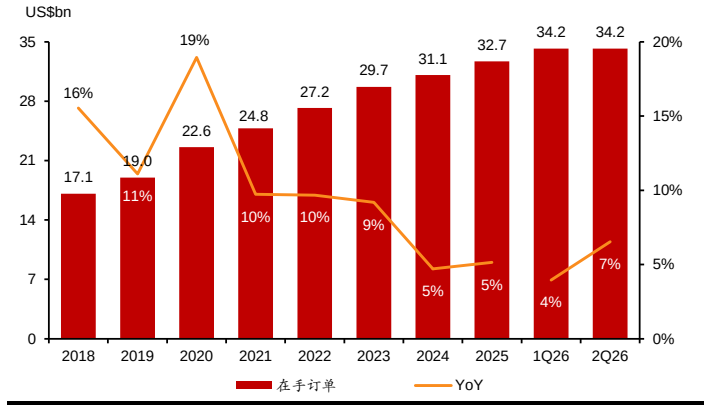
图 45: IQVIA：历年 adjusted EPS



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2026 年 adjusted EPS 基于指引中值

图 46: IQVIA：历年在手订单

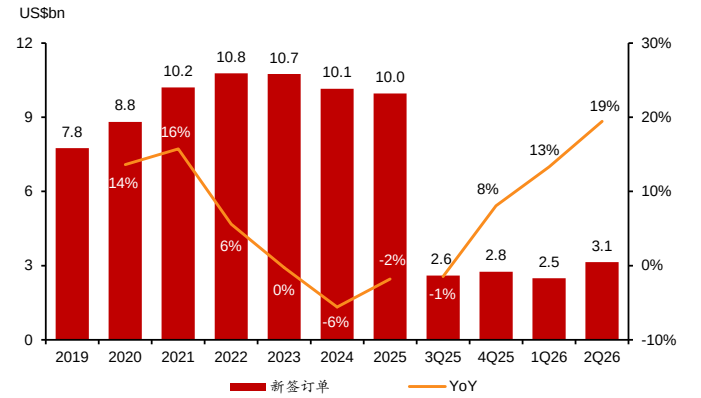


资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 47: 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 48: IQVIA：历年新签订单



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：新签订单根据订单出货比计算得出，与公司披露口径（如有）有差异

Medpace（MEDP US, 未评级）

2Q26 业绩概况

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 2Q26 业绩，收入同比增长 17.2%至 7.07 亿美元（vs 2025/1Q26：+20.0%/+26.5% YoY），收入增速相比 4Q25 和 1Q26 显著放缓，但仍高于全年业绩指引（意味着下半年增速将进一步放缓）。毛利率同比减少 1.3 个百分点至 28.5%（vs 2025/1Q26：30.1%/27.8%）。GAAP 净利润同比增长 34.5%至 1.21 亿美元（vs 2025/1Q26：+11.6%/+8.1% YoY），GAAP 净利率同比增加 2.2 个百分点至 17.2%（vs 2025/1Q26：17.8%/17.5%）。

订单：2Q26 新签订单同比增长 28.2%至 7.96 亿美元（vs 2025/1Q26：+18.7%/+23.7% YoY），单季度新签订单金额创历史新高，对应订单收入比（net book-to-bill）1.13x（vs 2025/1Q26：1.05x/0.88x）。截至 2Q26 末在手订单为 30.14 亿美元，同比增长 4.9%（vs 2025/1Q26：+4.3%/+2.9% YoY）。

2026 年指引：上调全年业绩指引（年内首次），预计全年收入同比增长 10.9-14.0%（此前指引为同比增长 8.9-12.8%），预计全年 GAAP 净利润同比增长 9.5-13.9%（此前指引为同比增长 8.0-13.3%）。按照中值计算，下半年收入将同比增长 4.6%，GAAP 净利润将同比增长 3.0%。

业绩电话会要点

1) **订单和需求**：2Q26 市场环境强劲（strong）、进入 7 月仍然是具有建设性（constructive）的环境，竞争格局未出现趋势性变化。2Q26 的 book-to-bill 1.13x，相比 1Q26 的 0.88x 大幅增长。取消率是本季度最大的边际改善：2Q26 项目取消从 1Q26 高企的水平大幅回落（quite a bit）至很好的区间（a very good level），取消率下降贡献了净新签环比增长的一半以上。管理层强调 2Q26 的项目取消完全无法预判（out of the blue sky），但定性指引下半年毛新签订单（gross bookings）将继续放量（ramp up），若取消率维持合理区间将带动净新签环比继续走高。RFP（询单）同环比均出现增长，且项目质量提升，初期中标通知（initial award notifications）保持稳健（solid）但自极强的 1Q26 环比回落，管理层提示该指标受单个大项目赢/丢影响大、不宜单季解读。管理层承认 2025 年赢单率低于历史水平，在 2025 年便实施了调整措施，目前已带动赢单率改善。

2) **融资**：虽然仍可看到客户有融资困难以及因此带来的项目取消，但管理层观察到许多客户完成了融资，且本轮融资改善的覆盖面明显更广，不再仅局限于少数几个公司。在近期的客户中看到更多是在最近刚刚获得融资，让他们有能力推进项目。客户决策流程速度有改善、项目推进顺利。

3) **代谢项目集中度过高峰**：前五大客户（占过去 12 个月收入的约 31%，前十大约 40%）集中度提升主要由心血管代谢大项目驱动；但在最近几个季度内肿瘤项目占公司整体新签订单与初始中标通知的一半以上，心血管代谢领域的新中标通知明显回落（quite a bit）。管理层预计未来一年左右订单结构将向历史均值回归，代谢领域的部分超大项目正在收缩、新业务机会不如一年前的水平。

4) **backlog 转化率提升的原因**：管理层明确否认代谢项目天然转化速度更快是主驱动，认为 2Q26 在手订单转化速度提高由于：1）高取消环境下更严格地执行决策点（decision point）在手订单确认政策，凡一年内存在影响项目延续的中期分析或监

管决策点，该时点之后的金额不计入 backlog；②项目平均年限与进出 backlog 的动态结构；③代谢项目或有小幅贡献但非决定性。管理层预计随新签增加、项目年限结构正常化及取消率回落，在手订单转化率将逐步向历史均值回落，大概率会落在 18-24%之间。

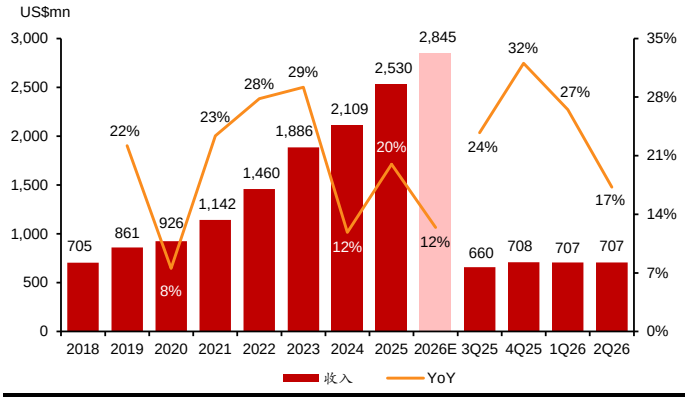
5) **临床项目增长与中国竞争**：管理层认为 I 期项目相对 II 期有所增加，主要由肿瘤项目驱动；III 期项目保持相当稳定（pretty stable）。管理层明确表示至少在公司参与竞标的项目中，未见研发向中国明显转移的情况，真实情况正好相反。

6) **员工招聘**：管理层预计 2026 年员工数量高单位数增长，员工增速低于收入增速，带来利润率扩张。2027 年大概率延续这种增长趋势。员工流失率处于低位并延续至 2Q26。招聘地域结构上，员工增长以美国为主（因为很多项目已回流美国），亚太（其中相当部分在印度）作为成本布局。

国内市场投资建议：

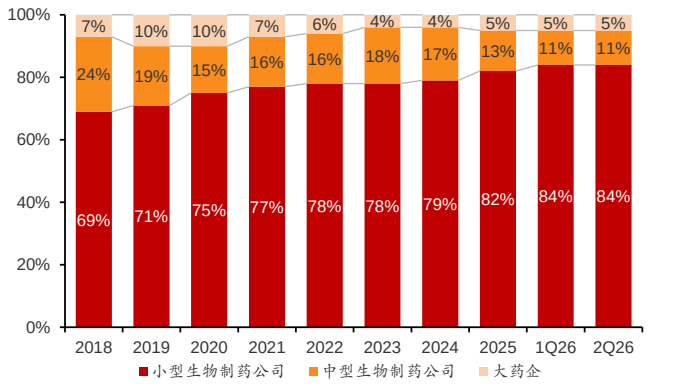
建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、康龙化成。

图 49: Medpace：历年收入及增速



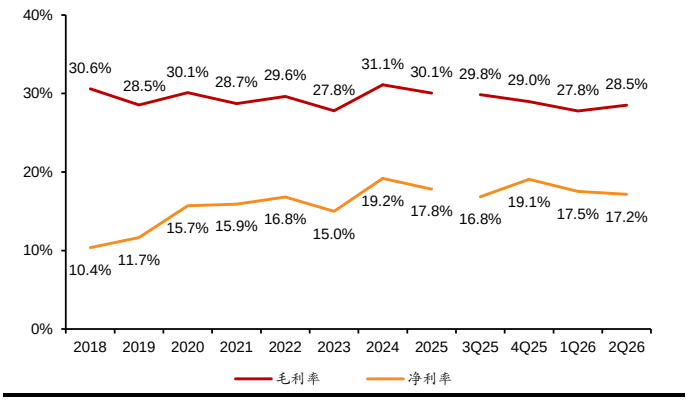
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：2026 年收入增速基于指引中值

图 50: Medpace：按照客户类型的历年收入拆分



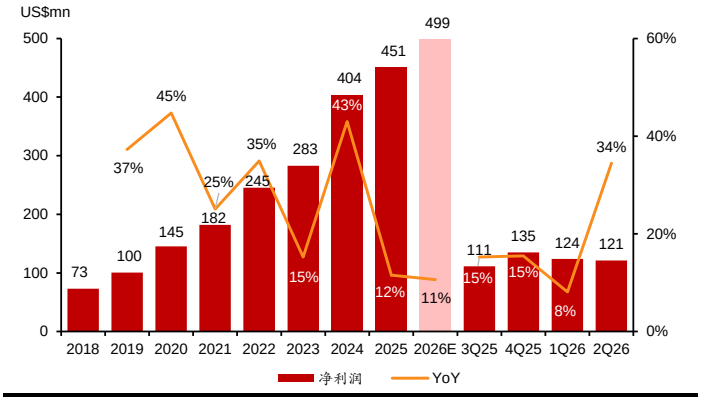
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：大药企为全球收入前 20 的药企，年收入小于 2.5 亿美元的为小型生物制药公司。

图 51: Medpace：历年毛利率及净利率



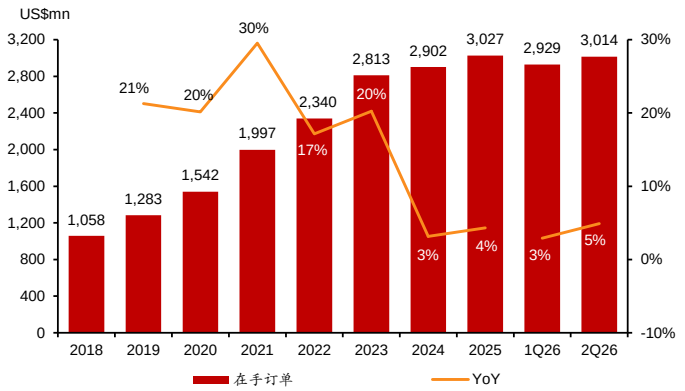
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 52: Medpace：历年净利润及增速



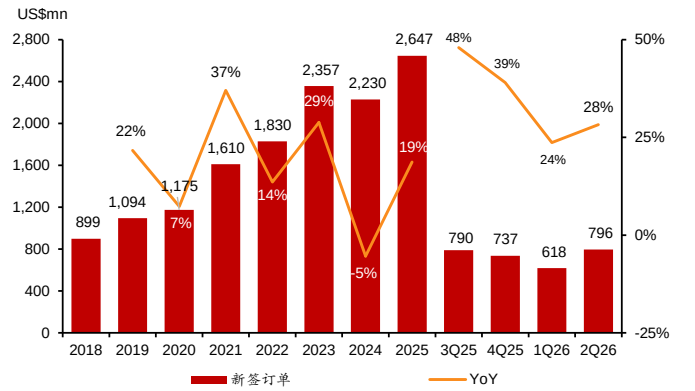
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：2026 年净利润增速基于指引中值

图 53: Medpace：历年在手订单



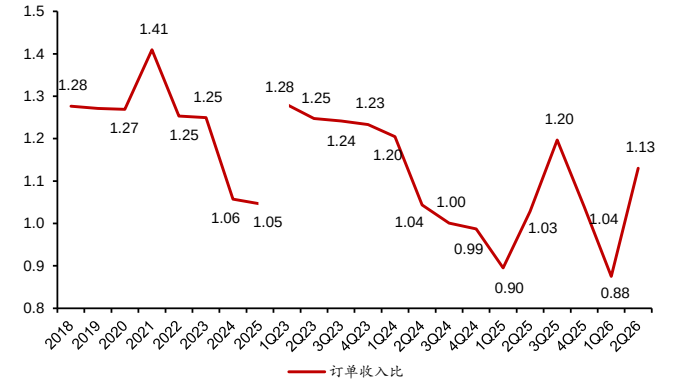
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 54: Medpace：历年新签订单



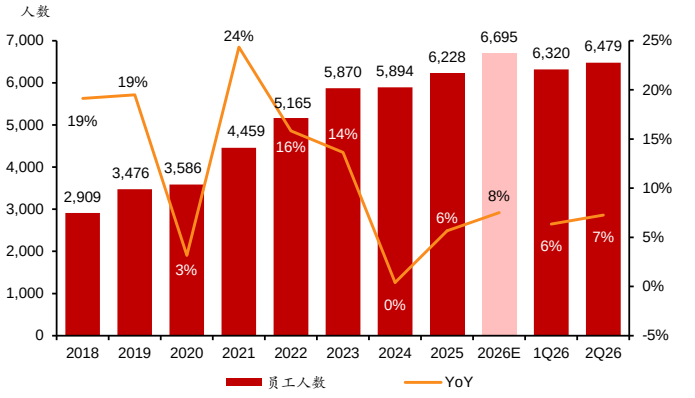
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 55: 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 56: Medpace：历年员工人数



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2026 年员工人数基于公司指引: 高单位数增长

Charles River（CRL US, 未评级）

2Q26 业绩概况：

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 2Q26 业绩，收入同比下降 2.7%至 10.0 亿美元（vs 2025/1Q26：-0.9%/+1.2% YoY），内生收入同比增长 0.1%（vs 2025/1Q26：-1.6%/-1.5% YoY），内生增速为 3Q23 以来首次转正。毛利率同比提升 1.6 个百分点至 36.2%（vs 2025/1Q26：33.0%/29.6%），为 2Q23 后的最高水平。Non-GAAP 净利润同比下降 5.0%至 1.46 亿美元（vs 2025/1Q26：-3.9%/-14.6% YoY），Non-GAAP 净利润率同比减少 0.4 个百分点至 14.6%（vs 2025/1Q26：12.8%/10.2%）。Non-GAAP EPS 同比下降 3.2%至 3.02 美元（vs 2025/1Q26：-0.4%/-12.0% YoY）。

订单：2Q26 药物发现和安评业务（DSA）新签订单 7.01 亿美元，同比大增 38.5%（vs 2025/1Q26：+12.8%/+1.0% YoY），为近四年最高，环比增长 12.6%。DSA 订单收入比（book-to-bill）为 1.19x（vs 2025/1Q26：0.95x/1.04x），连续第三个季度高于 1x，且为 3Q22 以来近四年最高水平。截至 2Q26 末，在手订单达到 19.7 亿美元，同比增长 2.1%（vs 2025/1Q26：-5.6%/-3.5% YoY），环比增长 2.6%。

分板块：1）研究模型与服务板块（RMS）收入同比下降 1.8%（内生：-1.4% YoY）至 2.1 亿美元，capex 同比增长 37.1%。收入下滑主因北美小型模型销量下降及服务收入下降，但大部分被中国中型 biotech 与 CRO 客户对研究模型的强劲需求抵消；NHP 发货节奏 2Q26 趋于正常、带来环比改善，但对同比影响不大。2）药物发现与安评板块（DSA）收入同比下降 1.9%（内生：+0.2% YoY）至 6.1 亿美元，capex 同比增长 10.4%。改善广泛分布于多研究类型与分子形态，包括 IND-enabling 研究的明显增加与 NHP 相关研究的持续强劲。柬埔寨 NHP 供应商收购带来的采购成本节约将于 3Q26 开始体现、4Q26 贡献更大。3）生产板块（Manufacturing）收入同比下降 6.3%（内生：+1.3% YoY）至 1.9 亿美元，capex 同比下降 49.5%。

2026 年指引：全面上调全年业绩指引，预计 2026 年收入同比下降 3.5%-2.5%（此前指引为同比下降 5.5%-4.0%），其中内生收入同比增长 0.0%-1.0%（此前指引为同比下降 1.5%-0.5%），预计 Non-GAAP EPS 同比增长 8.5%-11.4%（此前指引为同比增长 5.1%-9.9%）。分板块内生收入增速，预计 RMS 板块同比低到中单位数下降（维持不变），DSA 板块同比低单位增长（上调，此前指引为同比低单位数下降至小幅增长），生产板块同比低到中单位数增长（上调，此前指引为低单位数增长）。

3Q26 指引：预计 3Q26 收入同比下降 6.0%-4.0%，其中内生收入同比增长 1.0%-3.0%，Non-GAAP EPS 同比增长 19.3%-23.5%。

业绩电话会要点

1) **订单与需求**：管理层表示生物医药需求环境在 2Q26 持续改善，特别是 DSA 板块，订单收入比创近四年新高，DSA 订单收入比 1.19x，连续三季大于 1x，内生增速在 3Q23 首次恢复正增长，预计公司将在下半年取得更快内生增速。2Q26 询单再次强劲增长，中标率（capture rate）近数月出现回升，但管理层称尚未形成趋势，需观察今年底至明年的情况。

2) **客户需求趋势拆分：a)** 过去 12 个月 biotech 融资额近 1,000 亿美元，仅略低于疫情期间的峰值。截至目前融资活动韧性强且覆盖面广，包括 IPO 活动明显增加、以及稳健的 VC 与增发融资。融资面改善带动中小 biotech 客户引领行业的需求改善，2Q26 中小 biotech 客户内生收入基本持平，较近几个季度的下滑有明显改善；由于

订单到收入存在数个季度的自然时滞，预计 3Q26 起 biotech 客户将开始为 DSA 及合并报表贡献增量内生增长。**b）**全球大药企客户也是 2Q26 DSA 订单改善的重要推动因素。多数大药企客户已基本完成持续几年的管线重组与优先级调整活动，这些客户的需求趋势在过去 18 个月逐步改善，带动 2Q26 大药企收入延续内生增长；管理层描述大药企客户的需求趋势为“更多订单、更多业务讨论、更多询单、以及更少项目取消”。**c）**学术/政府终端约占公司总收入 10%，需求稳定但不增长。NIH 预算已获批、拨款正在发放，但改为多年期拨款，部分受资助方仍在摸索新拨款机制下的工作方式，这拖累了 RMS 北美需求。

3) **早期研发需求：**早期需求回暖信号明确，2Q26 DSA 业务改善广泛分布于多种课题类型和分子类型，其中 IND-enabling 研究出现更加明显的上升（a more discernible uptick），因客户将研发重心前移以补充研发管线，同时客户对复杂生物药的关注继续推动 NHP 相关研究需求；订单结构上，公司观察到从 post-IND 工作向 pre-IND 工作的回摆，这对于公司获取后期更复杂项目订单至关重要。

4) **AI 对临床前业务的影响：**管理层认同多篇公开文章的观点，即 AI 可以提高分子设计、靶点识别等工作的效率，从而推动更多分子进入临床前验证阶段，推动对安评服务的需求，这将利好 CRL。管理层认为 AI 平台药物发现公司一般推进的项目数量多于传统 biotech（通常只有一两个项目），目前 AI 药物发现公司数量尚小，管理层预计未来几年内将明显加速，将有利于安评/临床前验证服务。

5) **NAM 业务发展：**CRL 高度重视 NAM 领域的投入，去年设立科学顾问委员会并从行业引入首席科学官专注 NAM 开发。公司的 NAM 工作专注于研究如何减少使用动物的同时提供更多数据，这依赖于现有技术与新技术的结合，CRL 可能会通过外部引进合作伙伴的方式开发新技术。管理层明确 CRL 永远不会有一个独立的 NAM 业务板块，NAM 将被整合进安评工作流中，这也是 NAM 唯一可被使用的途径。CRL 具备成为整合 NAM 技术行业领导者的有利位置。

6) **NHP 供应：**公司收购的 KF 柬埔寨猴场将带来成本节约，但对 3Q26 的 DSA 利润率影响很小，预计将对 4Q26 有更大影响（进口、检疫、适应新环境、上课题、确认收入需要时间），因此管理层预计 4Q26 为 DSA 全年利润率最高季度，但提示不要把 4Q26 的利润率直接外推至 2027 年。CRL 近年完成对毛里求斯（Noveprim）与柬埔寨（KF）猴场的收购后，公司可控制质量、物流、发货节奏与存栏量本身；待第三方供应合同逐步到期后，更多自有动物将转入 DSA 课题。受监管的 NHP 相关安评研究是公司的竞争优势，收购的两处猴场将使得公司的 NHP 供应更加可靠，管理层视其为获取市场份额的因素。

7) **产能**：过去几年业务量下降导致公司目前产能充足，in vivo（动物房、设备）无瓶颈、人员需随需求补充；实验室端公司有 5 项全球扩产正在进行（含苏格兰 Heriot Watt 大学研究园的生物分析实验室扩产），用于未来的业务增长；预计产能利用率将提升，且不会遇到产能瓶颈。

8) **定价**：目前整体定价尚未实质改善、仍维持过去几年水平，但也无新增折扣，公司以积极的市场营销和定价策略提升项目中标率。管理层预计未来几个季度随产能利用率回升，定价将趋有利，但按订单转化成收入的时滞，任何提价行为都要到 2027 年才会体现在收入中。

9) **中国 CRO 竞争**：CRL 在中国拥有成熟的模式动物和服务业务，并且基于此业务基础将会在中国延伸至其他业务，公司在持续观察这种扩张的机会。管理层认为中国 CRO 不断增加服务能力带来了竞争，这种趋势大约在十年前开始出现，但管理层认为这更多是早期化学/生物业务（非监管业务）的结构性转移至中国（及部分至印

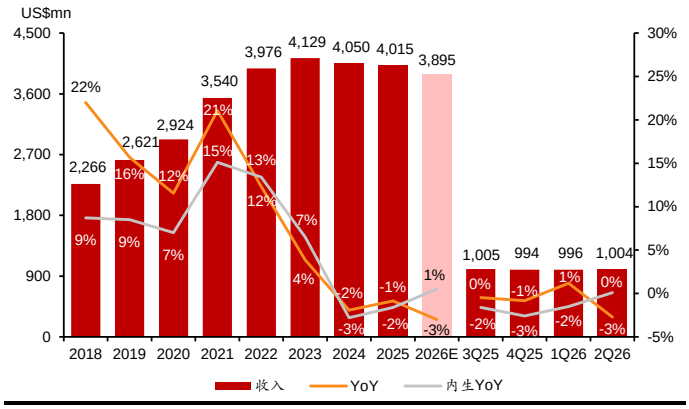
度）。管理层在密切关注中国 CRO 承接西方客户受监管安评工作的发展情况，目前看这种情况仍属少数、并主要服务在中国做 I 期的公司，西方客户并没有将受监管工作转移至中国。CRL 将以服务、速度与西方市场供应链实现差异化竞争优势。一些大药企的确在中国新建了研发中心，但这些在华研发中心用于早期研发阶段，很少涉足受监管的安评服务。管理层认为全球药企对于安评工作已形成共识，即安评行业具有很高的门槛，在监管、业务规模与服务能力上的要求使得客户难以维持有规模的内部安评团队。

10) **中外价差：**一些客户反馈服务西方市场的特定中国 CRO 公司的定价与西方 CRO 公司的定价差距已不太大（not too far off anymore）。中国服务商的定价仍然更低、且会持续处在更低的水平（语言、时区等复杂性导致需要用低价进入西方市场），但价差在收窄。服务中国本土 biotech/药企的定价仍显著更低。

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。

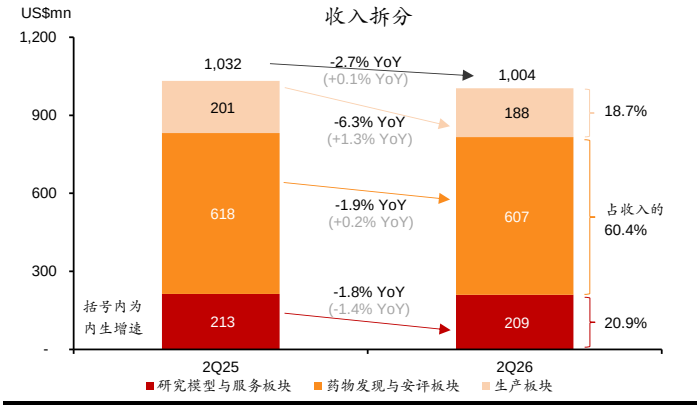
图 57: Charles River：历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：2026 年收入增速基于指引中值

图 58: Charles River：收入拆分



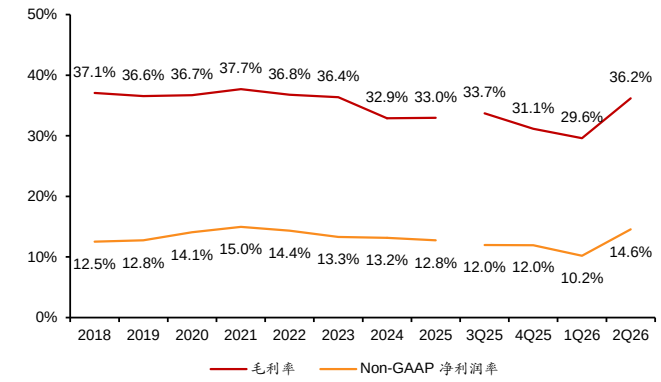
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 59: Charles River：收入增速拆分

收入增速拆分	2022		2023		2024		2025		2026E	
	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速	表观增速	内生增速
总收入	**12.3%**	**13.4%**	**3.9%**	**6.5%**	**-1.9%**	**-2.8%**	**-0.9%**	**-1.6%**	**(-3.5%) - (-2.5%)**	**(+0.0%) - (+1.0%)**
研究模型与服务板块	7.1%	9.0%	7.2%	5.9%	4.7%	-0.1%	2.0%	1.2%	中单位数下降	低到中单位数下降
药物发现与安评板块	16.1%	17.5%	6.9%	7.9%	-6.3%	-6.2%	-2.0%	-2.6%	低单位数下降	低单位数增长
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	6.6%	6.8%	-0.4%	-1.6%	低到中单位数下降	中单位数增长

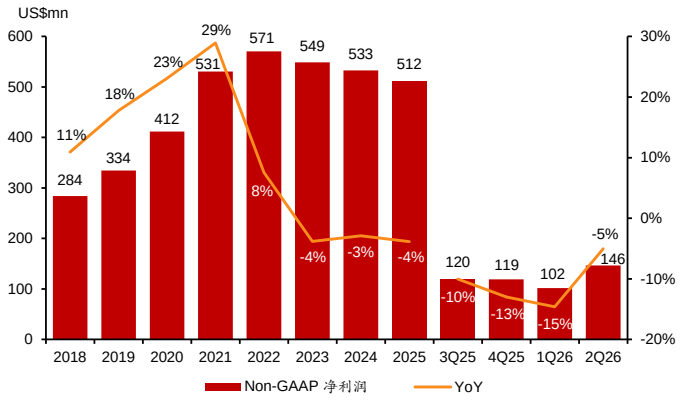
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 60: Charles River：历年毛利率及净利率



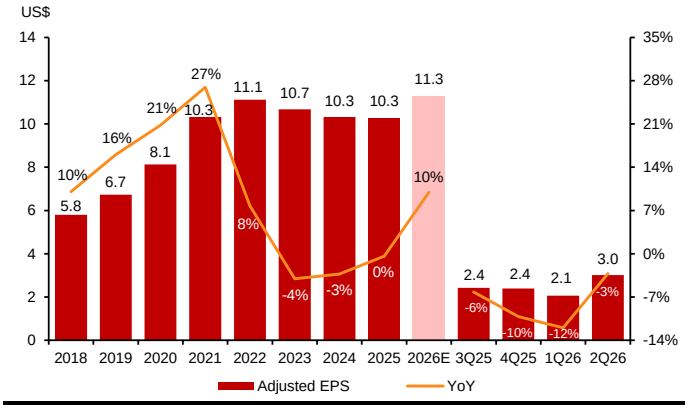
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 61: Charles River：历年 non-GAAP 净利润及增速



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

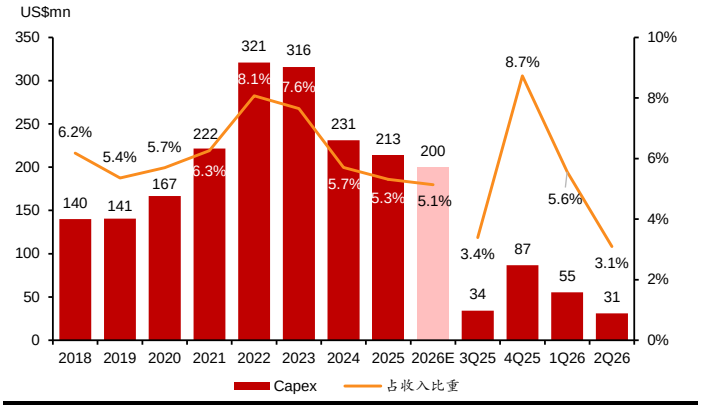
图 62: Charles River：历年 adjusted EPS 及增速



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2026 年 adjusted EPS 增速基于指引中值

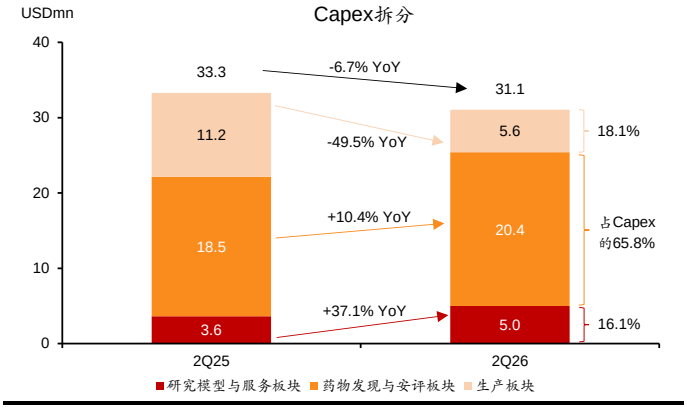
图 63: Charles River：历年资本支出占比



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

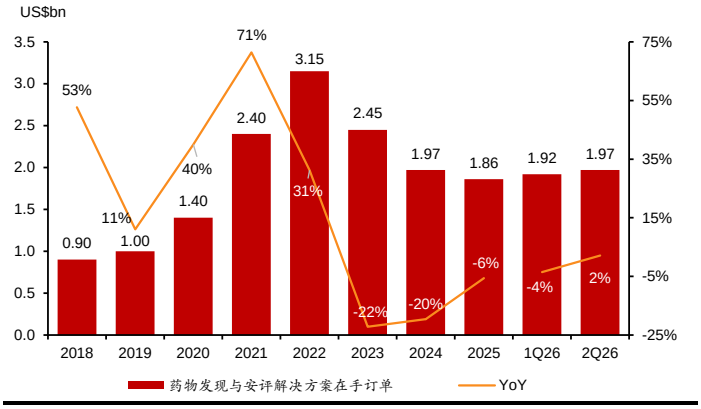
注：2026E 资本支出基于公司指引。

图 64: Charles River：资本支出拆分



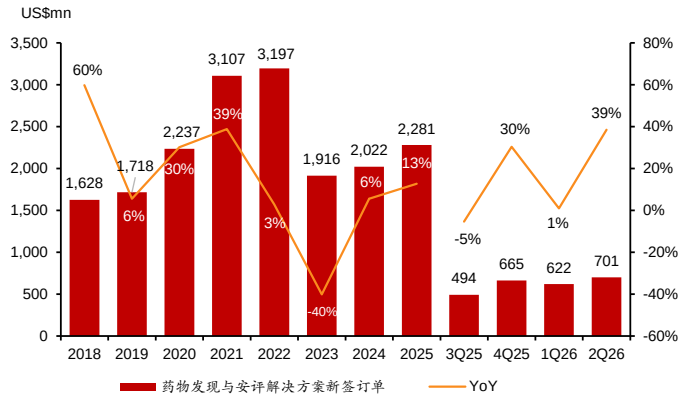
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 65: Charles River：历年在手订单



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

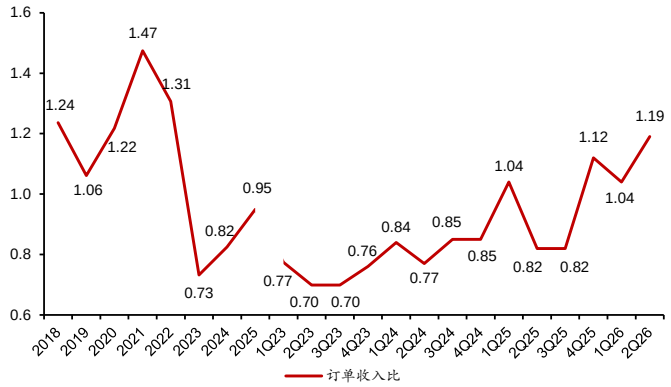
图 66: Charles River：历年新签订单



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2023 年前的年度新签订单计算方式为：期末在手订单 – 期初在手订单+当期收入。2024 年及之后的年度和季度新签订单为公司公布数据。

图 67: Charles River：历年订单收入比



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

注：2023 年前的年度订单收入比方式为：当期新签订单/当期收入。2024 年及之后的年度和季度订单收入比为公司公布数据。

Samsung Bio（207940 KS，未评级）

2Q26 业绩概况

财务：全球生物药 CMO 龙头三星生物（Samsung Bio）公布 2Q26 业绩，收入（仅包括 CMO 业务，下同）同比增长 30.3%至 1.32 万亿韩元（约 9.25 亿美元），相比 1Q26 有所提速（vs 2025/3Q25/4Q25/1Q26：+30.3%/+17.9%/+35.4%/25.7% YoY）。毛利率同比减少 2.8 个百分点至 53.0%（vs 2025/3Q25/4Q25/1Q26：55.2%/58.5%/52.3%/54.1%）。净利润同比增长 29.0%至 0.43 万亿韩元（约 3.0 亿美元）（vs 2025/3Q25/4Q25/1Q26：+55.2%/+53.1%/+74.2%/41.7% YoY）。

2026 年业绩指引：维持全年业绩指引，预计 2026 年收入同比增长 15-20%，目标为指引区间的上限（按照 20%计算，2H26 收入同比增长约 13.6%）。

订单：2Q26 新签订单 29 亿美元，为公司历史新高，同比大增 222%（猜测可能由签单落地节奏导致，1Q26 公司新签订单仅约 2 亿美元；26 年前两个季度新签订单平均值为 15.5 亿美元，比 25 年各季度均值高 27%）。2Q26 末在手订单约 99.2 亿美元，同比增长 3.2%（vs 2025/1Q26：+29.4%/+16.1% YoY），环比下降 3.4%。

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

公司已在韩国仁川购买额外土地建设其 Bio Campus II，将额外建设 3 座工厂（估计产能至少可达 18*3=54 万升），计划在 2023-32 年合计投资额约 53 亿美元。同时，将计划从 2026 年建设 Bio Campus III，将扩充公司在 ADC、CGT 等新分子领域的能力，计划在 2026-34 年合计投资额约 49 亿美元。

2026 年 3 月完成对 GSK 美国马里兰州 Rockville 生产设施 2.8 亿美金的收购，设施 DS 产能为 6 万升，可支持临床至商业化阶段的生产。同时，三星生物将对此处设施投入额外资金用于扩大产能和升级技术。该产能将在 3Q26 开始贡献收入。

2026 年 7 月宣布以 14.6 亿瑞士法郎（约 18 亿美元）的现金对价收购多肽原料药 CDMO 公司 PolyPeptide 的全部股份，正式踏足快速增长的全球多肽药物 CDMO 行业，也将继续扩充三星生物在欧美的产能布局。收购预计在 26 年底完成。

项目管线：截至 2Q26 末，公司管线内有 115 个 CMO 项目（vs 2025 年底的 107 个），176 个 CDO 项目（vs 2025 年底的 164 个）。公司正在逐步强化其“D”端能力，连续多年推出相关技术平台，在 2024 年公司推出 S-tensify（细胞培养平台）、SelecTailor（定制开发服务）、S-AfuCHO（细胞系平台）和 S-OptiCharge（上游工艺开发平台）。在 2025 年 6 月推出 Samsung Organoids（药物筛选服务）。

分拆生物类似药业务：三星生物于 2025 年 5 月 22 日宣布将分拆其生物类似药业务（Samsung Bioepis），以消除客户对公司同时从事 CMO 和生物类似药业务带来的潜在利益冲突的担忧。分拆于 2025 年 11 月 3 日完成，三星生物将专注从事生物药 CMO 业务。

国内市场对标企业：

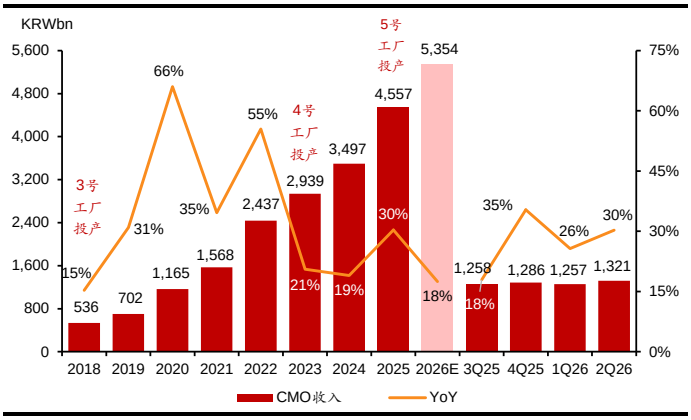
全球市场认可度高且产能规模大的生物药 CMO 公司，如药明生物。提示注意亚洲市场竞争对手对国内生物药 CMO 公司在获取海外订单上的潜在影响。

图 68: Samsung Bio：产能建设规划

工厂	现有产能							规划产能	
	Bio Campus I					Plant in US	Peptide plants	Bio Campus II	Bio Campus III
	Plant #1	Plant #2	Plant #3	Plant #4	Plant #5			Plant #6-8	
位置	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	韩国仁川	美国马里兰州	欧美+印度	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	6万升	NA	估计至少54(18*3)万升	ADC、CGT等新分子领域
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	2.8亿美元收购	18亿美元收购	约53亿美元	约49亿美元
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	2026年3月完成收购	预计2026年底完成收购		
GMP投产日期	2013年6月	2016年2月	2018年10月	2023年6月	2025年4月				
工厂状态	商业运营中	商业运营中	商业运营中	商业运营中	商业运营中	商业运营中	商业运营中	建设中	建设中

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

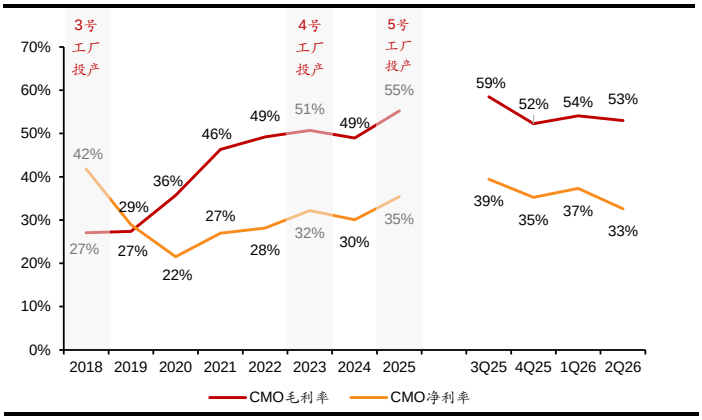
图 69: Samsung Bio：CMO 历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

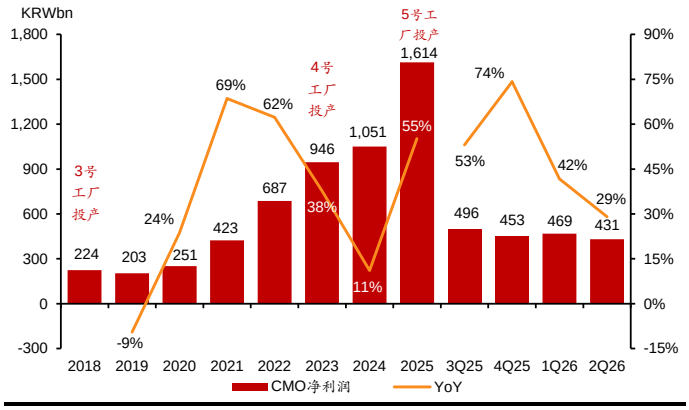
注：2026 年收入基于指引中值

图 70: Samsung Bio：CMO 历年毛利率及净利率



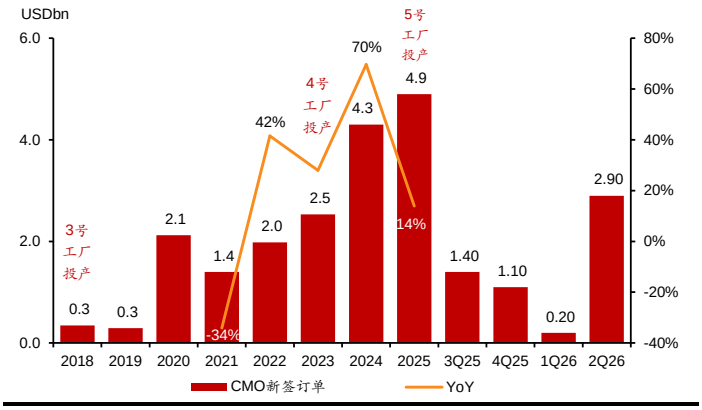
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 71: Samsung Bio：CMO 历年净利润及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

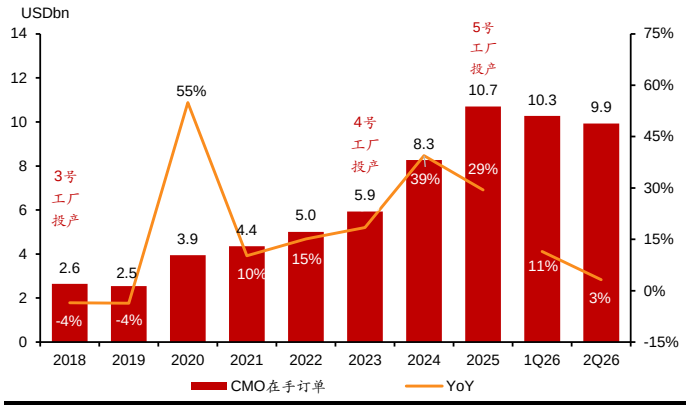
图 72: Samsung Bio：CMO 历年新签订单



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

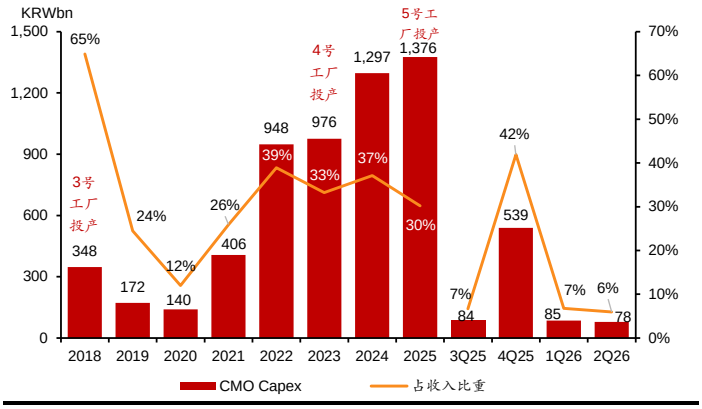
注：新签订单计算方法为：期末累计合同金额 - 期初累计合同金额。

图 73: Samsung Bio：CMO 历年在手订单



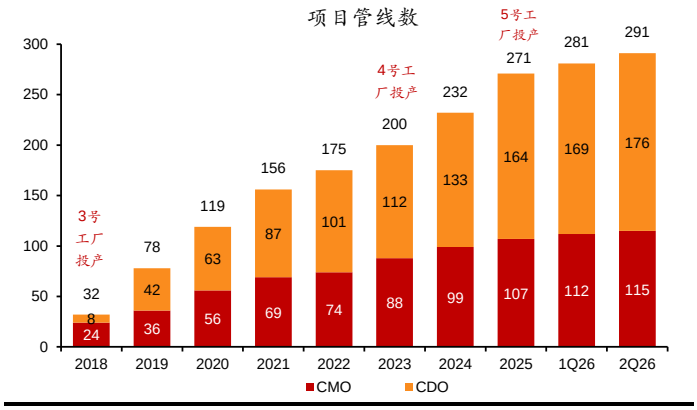
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 74: Samsung Bio：历年资本支出



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 75: Samsung Bio：CMO 历年管线项目数量



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

Lonza （LONN SW，未评级）

1H26 业绩概况：

全球生物药 CDMO 龙头 Lonza 公布 2026 年上半年业绩（均为剔除 CHI 业务后的持续经营 CDMO 口径），收入同比增长 11.2%（固定汇率/CC：+16.0%；vs 2025/1H25/2H25：+21.7%/+19.0%/+24.1% YoY）至 33.7 亿瑞士法郎，且 1H26 增长全部来自内生增长，而 1H25 的增长包含 Vacaville 收购的并表贡献；汇率对上半年收入增速拖累近 5 个百分点（主要为美元贬值导致），预计 2H26 汇率影响显著缓和、全年负面影响约 2~3 个百分点。核心 EBITDA 同比增长 27.4%至 11.8 亿瑞士法郎，核心 EBITDA 利润率同比提升 4.4 个百分点至 34.8%（vs 2025/1H25/2H25：31.6%/30.4%/32.7%）。核心利润同比增长 34.3%至 6.0 亿瑞士法郎，核心利润率同比提升 3.1 个百分点至 17.9%（vs 2025/1H25/2H25：16.1%/14.8%/17.2%）

分板块：Lonza 三大板块 1H26 均实现双位数增长 (CC)。1）Integrated Biologics 板块（哺乳动物生产和制剂）收入同比增长 10.0%（CC）至 18.7 亿瑞士法郎（占比约 55.4%），由增长型项目（Visp 大规模哺乳动物资产、制剂）爬坡贡献增长，但基础业务产品组合偏弱及 Visp 爬坡摊薄利润率；capex 同比增长 3.1%；2）Advanced Synthesis 板块（小分子和生物偶联）收入同比增长 27.7%（CC）至 8.3 亿瑞士法郎（占比约 24.7%），由小分子与生物偶联强劲需求（特别是生物偶联）、资产利用率提升、有利产品组合及 1H25 低基数共同驱动；剔除基数与确认节奏影响后，上半年内生增速为 low teens；capex 同比增长 5.5%；3）Specialized Modalities 板块（CGT、mRNA、微生物和 Bioscience）收入同比增长 22.6%（CC）至 5.5 亿瑞士法郎（占比约 16.7%），恢复正增长，主要由微生物（低基数上强劲增长）与 Bioscience（双位数增长）驱动，CGT 于上半年末恢复正常运营、预计 2H26 贡献增长；capex 同比减少 48.4%。

2026 年指引：维持全年收入同比增长 11-12%（CC）的指引不变，预计全年汇率对增速负面影响约 2~3 个百分点；上调全年核心 EBITDA 利润率指引至 33%-34%（此前指引为超过 32%）；Capex 占收入比维持 mid-to-high teens 区间（vs 2025/1H26：19.2%/17.2%）。

业绩电话会要点：

1) **市场需求与外包趋势：**管理层认为外包趋势未发生根本变化，没有观察到客户改变其外包模式，预计大药企 Capex 占销售额比重在 2015-2030 年间稳定于约 5%的水平，但地缘背景下投资地域将更多转向美国、更少的资金分配至其他区域。此前观察到部分客户决策周期拉长，认为由于客户在宏观波动中理清思路所需必要时间，而非需求转弱；中小客户因缺乏自建产能的能力天然依赖 CDMO，这部分客户占 Lonza 收入约 45%。

2) **地缘政治下的全球供应链调整：**供应链区域化（regionalization）趋势延续，客户对贴近需求地生产（尤其美国产能）的需求尤为旺盛；Lonza 在美、欧、亚均衡布局及 Vacaville 收购后的美国最大哺乳动物 CDMO 地位构成竞争优势，客户对美国市场生物药产能签约需求持续处于高位。

3) **订单与需求：**1）与一家美国领先 biopharma 公司延长战略长期合作，覆盖临床至商业化的广泛创新生物药，整合公司全部美国商业化基地与全球开发服务于单一合作框架；2）Vacaville 去年已签署的 5 份大型长期商业合同预计足以对冲罗氏产量至 2028 年的逐步减少；3）Stein 第二条商业化无菌 ADC 灌装线已锁定一家大型药企客户；4）哺乳动物产能需求持续超过供给，客户对于美国生物药产能需求持续处于高

位；5）持续在 ADC 领域新产能建设，维持 Lonza 在早期 D 端服务市场的竞争力，同时也可以更好地服务客户对于从单一合作伙伴获得一站式服务（从早期到商业化生产，从 DS 到 DP）的不断增长的兴趣。

4) **产能爬坡：**Visp 基地的大型哺乳动物产能已进入产能爬坡阶段（预计将持续多年），目前按计划进展顺利。此 Visp 大规模哺乳动物资产包括 6×20,000 升产能，爬坡期间暂不贡献收入增长且会摊薄利润率，但将是生物药业务未来增长的重要动力。Vacaville 设施计划在 2H26 暂时停产升级，全年收入预计约 6 亿瑞士法郎，与 2025 年大体持平，去年已签 5 份大单足以替代罗氏逐渐降低的收入贡献，并在 2028 年后开始驱动增长、2030 年后充分释放产能价值。Stein 大规模无菌灌装基地扩展战略范围，新增高价值小分子制剂能力（原仅聚焦生物药），增量 Capex 很小，投产时间相应延至 2028 年，将扩大此产能的可服务目标市场规模。

5) **ADC 新投资：**宣布两个 ADC 新产能建设项目：1）正在 Visp 基地新建高活性 payload-linker 多用途车间，2029 年开始爬坡；2）Stein 第二条商业化无菌 ADC 灌装线，2030 年起爬坡，已获一家大型药企锚定客户支持。两个项目最迟于 2030 年中达到销售峰值。ADC 为高吸引力细分市场，且 Lonza 处于领先地位，将持续加码此领域的投资。

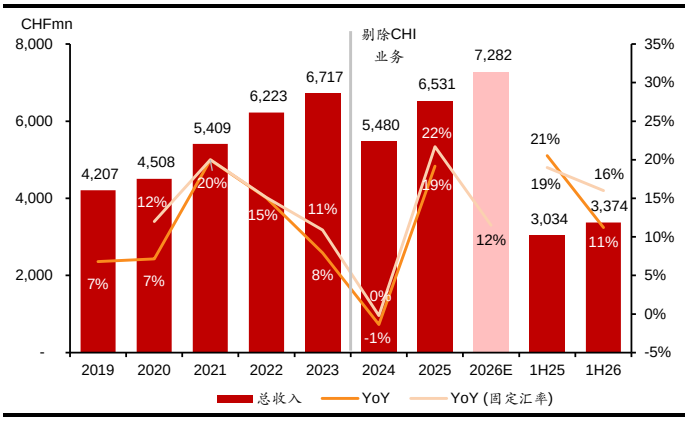
6) **CGT 与 FDA 483：**Lonza 管线内第六款商业化 CGT 产品获批，巩固公司全球领先的商业化 CGT 生产商地位。CGT 此前的生产挑战已解决，生产已恢复并将于 2H26 贡献增长。管理层表示 FDA 的 483 报告并非是造成去年 CGT 产能问题的原因，认为如今 FDA 的 483 报告属日常监管常态，各基地相关报告均不影响运营与收入。

7) **其他重要信息：**1）已签署协议将 CHI 业务以 23 亿瑞士法郎企业价值出售给 Lone Star，预计 2026 年底前交割；两年内完成四项非 CDMO/非核心剥离，纯 CDMO（pure-play CDMO）转型正式收官，距 2024 年底宣布新战略不足 15 个月；2）资本配置框架：第一优先级为维护性基础设施和系统投入，用于确保基本业务可持续创造价值；其次累进分红，内部建设与并购执行严格内部要求，缺乏有吸引力机会时盈余资本将返还股东；3）公司库存水平较 2025 年末无显著变化，管理层提示不宜以自身库存外推 bioprocessing 上游供应商的景气波动。

国内市场对标企业

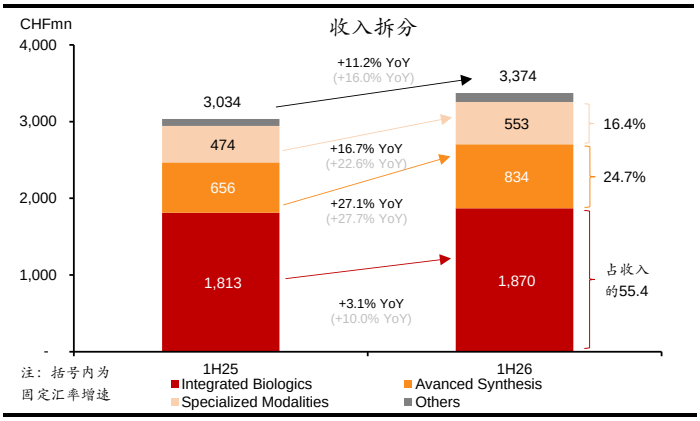
建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物，以及 ADC CDMO，如药明合联；注意 CGT CDMO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目推进风险相对较高。

图 76: Lonza：历年收入及增速



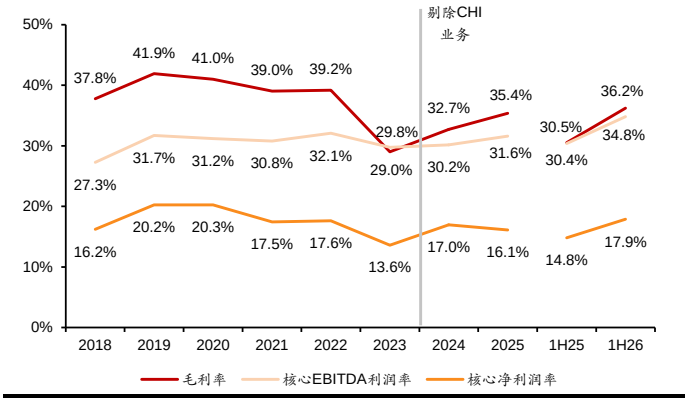
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场
注：2026 年收入增速基于指引中值

图 77: Lonza：收入拆分



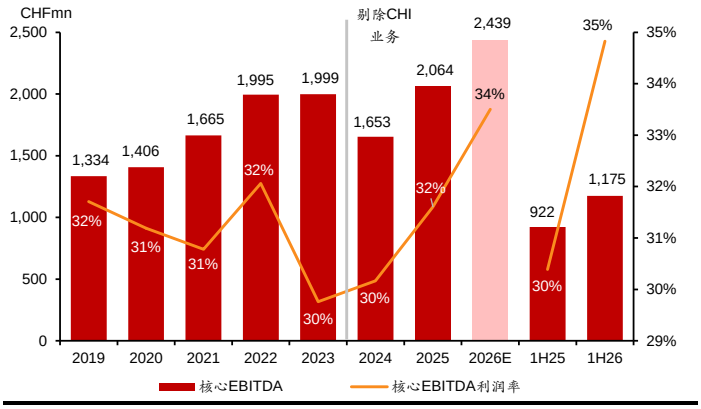
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 78: Lonza：历年毛利率及净利率



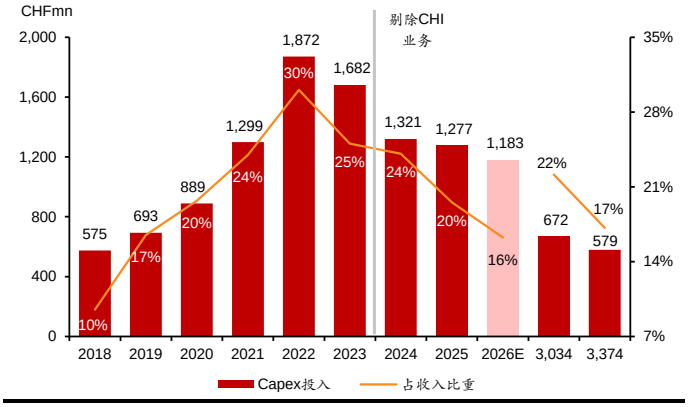
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

图 79: Lonza：历年核心 EBITDA



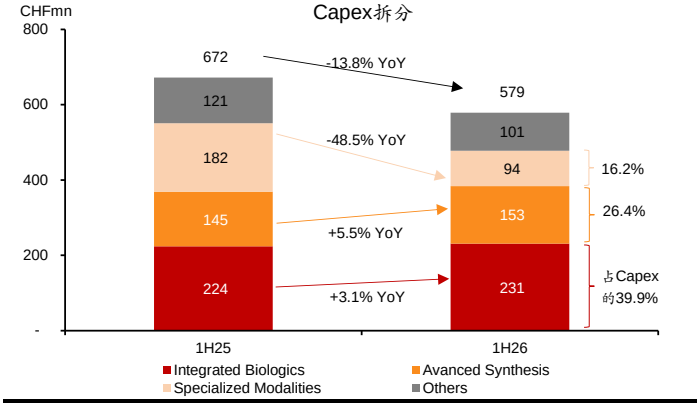
资料来源: 公司财报，招银国际环球市场
注：2026 年 EBITDA 利润基于指引中值

图 80: Lonza：历年资本支出投入



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场
注：2026E 资本支出基于公司指引。

图 81: Lonza：资本支出拆分



资料来源: 公司财报，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，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责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，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个人。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篇制的报告。 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。