

# 医药

## 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

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 4Q25/2025 业绩情况。我们跟踪公司的 2025 业绩实现修复，但对 2026 年的业绩指引偏谨慎。在需求端，强劲商业化需求延续，早期研发需求现复苏端倪。此外，医药融资复苏和大药企稳健投入继续支撑全球医药研发生产需求。

- **2025 年业绩修复助力抵消宏观不确定性。** 尽管面对着全球宏观因素的扰动，我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2025 年业绩呈现普遍改善的趋势，在我们统计的 9 家公司中，分别有 8/6 家公司的 2025 年收入/净利润增速优于 2023-24 年。2025 年海外公司的毛利率再次承压，但净利润率则在 2H25 迎来改善，反映出海外公司对于运营费用的有效控制。资本支出下降趋势在 2H25 反转，但海外管理层对于 2026 年资本支出投入仍持谨慎态度。因此，我们预计 2026 年折旧和摊销对财务的压力将继续减少，可对冲宏观环境波动带来的负面影响。
- **强劲商业化需求延续，早期研发需求现复苏端倪。** C(D)MO 作为直接受益于商业化需求的细分赛道，持续产能建设以应对未来需求。生命科学上游公司同时受益于下游客户完成去库存以及旺盛的商业化生产带来的耗材需求的增长，但设备需求仍疲弱。临床 CRO 需求虽仍在增长，但宏观环境的不确定性以及 FDA 对验证性临床数量要求的变化带来了长期需求的担忧。得益于下半年全球 biotech 融资的实质复苏，临床前 CRO 则在 4Q25 迎来需求显著增长，Charles River 的 4Q25 新签订单同比增长 30.4%，管理层预计将带动收入在 2H26 恢复正增长。
- **2026 年业绩指引偏谨慎。** 海外公司管理层给予的 2026 年业绩指引相比 2025 年普遍降速，我们认为这主要反映了：1) 2025 年业绩的高基数；2) 2025 年末的需求复苏延续性的不确定性；3) 潜在宏观经济波动。分细分赛道看：1) C(D)MO 预计 2026 年业绩增速将放缓，主要反映业绩的高基数；2) 耗材收入高基数和模糊的设备需求复苏趋势拖累上游公司的业绩指引；3) 基于高业绩基数以及签单增速承压，临床 CRO 的 2026 业绩增速将恶化；4) 临床前需求增长驱动业绩改善。
- **医药融资复苏和大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求。** 2025 年全球医疗健康融资额同比增长 8.6%（动脉橙数据），是新冠疫情后首次重回实质性正增长的年度，其中，中国创新药融资额同比大增 127.3%（医药魔方数据）。我们认为美国目前利率已显著低于 2024-25 年，可能为融资带来持续的边际改善。同时，全球大药企的研发 (+1.1% YoY) 和资本支出 (+22.8% YoY) 在 2025 年仍稳健增长，进一步表明全球大药企作为医药研发创新的基石作用，有效支撑 CXO 和上游行业的需求。Biotech 在维持研发支出 (+1.3% YoY) 的同时，大幅降低了对资本支出的投入 (-38.9% 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	目标价	上行/	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)		PEG
			US\$bn	(LC)	下行空间			24-27E	26E	
Thermo Fisher	TMO US	买入	176.8	670	+40.9%	5.2%	5.4%	18.8	17.2	3.5
Danaher	DHR US	未评级	131.7	na	na	4.3%	5.8%	22.2	20.5	3.8
Samsung Bio	207940 KS	未评级	49.2	na	na	14.1%	27.2%	38.3	34.0	1.4
Lonza	LONN SW	未评级	42.9	na	na	7.4%	11.8%	27.1	22.6	2.3
IQVIA	IQV US	未评级	27.6	na	na	5.8%	5.1%	12.8	11.6	2.5
Charles River	CRL US	未评级	7.5	na	na	0.9%	4.0%	13.8	12.7	3.5

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测。数据截至 2026 年 3 月 12 日

优于大市  
(维持)

### 中国医药行业

武煜, CFA  
(852) 3900 0842  
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA  
huangbenchen@cmbi.com.hk

### 相关报告

1. [海外 CXO/生命科学上游 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](#)
2. [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](#)
3. [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](#)
4. [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](#)
5. [海外 CXO/生命科学上游 1Q24 业绩剖析：订单走弱，但 24 年下半年需求复苏仍是共识 - 2024 年 5 月 28 日](#)
6. [海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 年下半年需求复苏渐成共识 - 2024 年 3 月 15 日](#)
7. [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](#)
8. [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](#)
9. [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](#)
10. [China C\(D\)MO players to play a vital role in global market - 2022 年 2 月 16 日](#)

## 目录

<b>2025 年业绩修复助力抵消宏观不确定性 .....</b>	<b>3</b>
2025 年业绩增速普遍改善 .....	3
成本控制将助力抵消宏观不确定性 .....	5
4Q25 业绩压制股价表现 .....	7
<b>强劲商业化需求延续，早期研发需求现复苏端倪 .....</b>	<b>9</b>
强劲商业化需求延续，早期需求现初步复苏信号 .....	9
临床签单承压，临床前订单改善 .....	11
<b>2026 年业绩指引偏谨慎 .....</b>	<b>14</b>
超预期完成 2025 年业绩目标 .....	14
2026 年业绩指引偏谨慎 .....	15
<b>医药融资复苏和大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求 .....</b>	<b>17</b>
全球医疗健康融资在宏观波动中逆势增长 .....	17
无惧宏观波动，2025 年全球医药研发和资本支出维持增长 .....	20
<b>海外主要 CXO/生命科学上游公司 4Q25 及 2025 业绩概况与电话会要点 .....</b>	<b>24</b>
Thermo Fisher (TMO US, 买入) .....	24
Sartorius (SRT DE, 未评级) .....	28
IQVIA (IQV US, 未评级) .....	31
Medpace (MEDP US, 未评级) .....	35
Charles River (CRL US, 未评级) .....	38
Samsung Bio (207940 KS, 未评级) .....	42
Lonza (LONN SW, 未评级) .....	45

## 2025年业绩修复助力抵消宏观不确定性

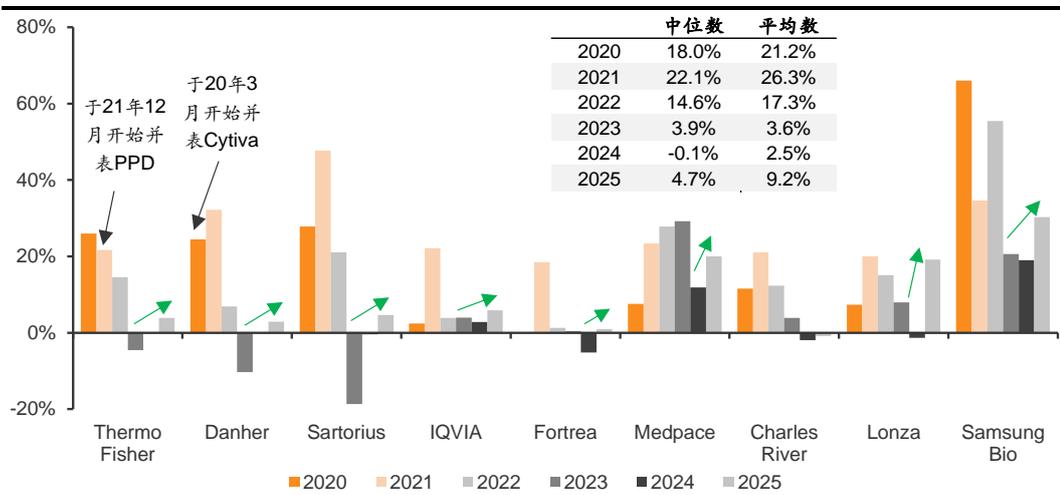
### 2025年业绩增速普遍改善

尽管面对着全球关税、美国药品价格政策（例如最惠国药价）以及美国降息节奏变化的扰动，全球医药市场整体需求的持续复苏助力海外CXO和生命科学上游公司在2025年成功走出后疫情时代的业绩阴霾。我们跟踪的海外主要CXO和生命科学上游公司的2025年收入和净利润增速相比2023-24年呈现普遍改善的趋势，在我们统计的9家公司中，分别有8/6家公司的2025年收入/净利润增速优于2023-24年，其中分别有5/6家公司的收入/净利润增速呈明显的逐季度加速改善势头。

具体来看，2025年海外公司收入同比增速的中位数/平均数分别为+4.7%/+9.2%，相比2024年的-0.1%/+2.5%有显著改善；净利润同比增速的中位数/平均数分别为+3.1%/+9.7%，相比2024年的+0.2%/+2.6%也明显改善。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，显示出海外公司成功应对关税和美国国内政策等宏观利空带来的运营挑战。

从细分赛道来看，C(D)MO和生命科学上游公司的2025年业绩改善趋势强于临床和临床前CRO。受到强劲的商业化生产需求的持续推动，C(D)MO公司的表现继续领跑。Lonza的2025收入同比强劲增长19.2%，显著快于2024年(-1.4% YoY)；三星生物2025年收入大增30.3%，在2024年高增速(+19.0% YoY)的基础上进一步加速。生命科学上游公司的业绩则继续受益于下游客户旺盛的商业化生产需求带来的耗材的需求恢复，主要公司的生物工艺业务均有亮眼增长，例如Danher的耗材收入4Q25同比高单位数增长。2025年业绩改善节奏滞后的细分赛道为临床和临床前CRO。由于订单基数较高带来的需求增速放缓叠加宏观环境政策扰动（例如FDA减少验证性临床数量要求），临床CRO的业绩在2025年面临压力，且对未来展望持谨慎态度。行业龙头IQVIA的2025年收入同比增长5.9%，其中临床运营板块收入同比增长4.3%，增速仍旧徘徊在疫情后的低位。受前期疲弱订单影响，临床前CRO公司的2025年业绩继续明显承压，虽然4Q25需求恢复强势增长，但由于订单转化周期要求，业绩恢复正增长需待2026年下半年。

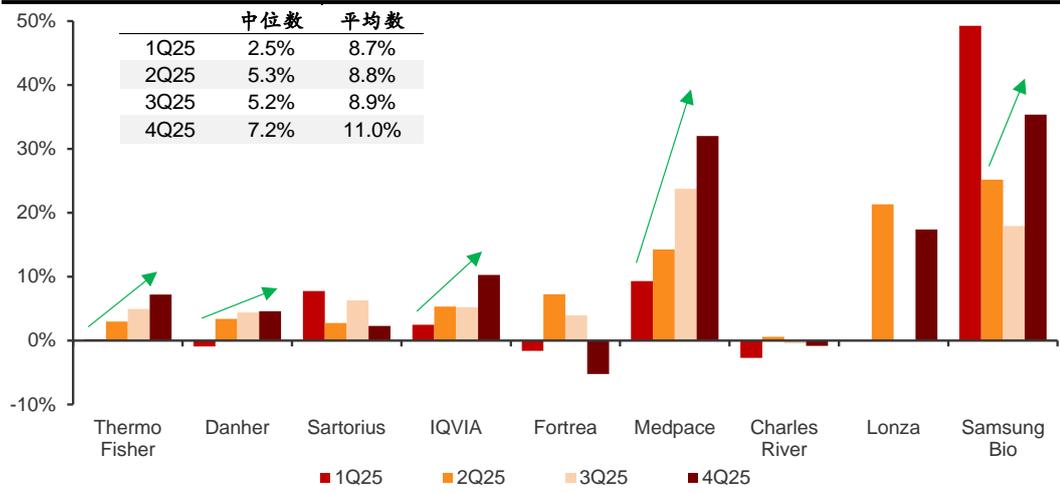
图1: 海外主要CXO和生命科学上游公司收入增速（年度）



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：所有公司的收入增速均基于表现收入。图中绿色箭头表示2025年收入增速相比2023-24年出现改善。

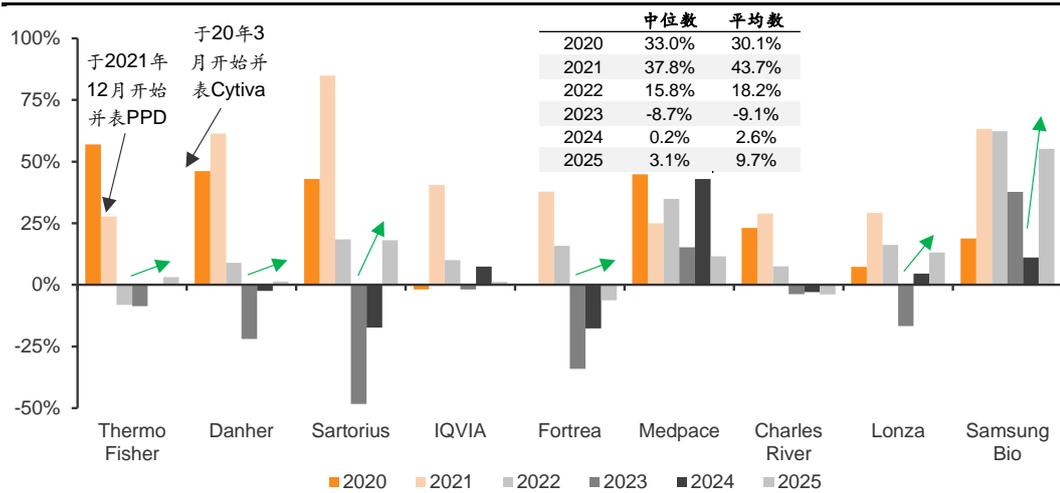
图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速 (季度)



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 2025 年收入增速逐季度改善的趋势。

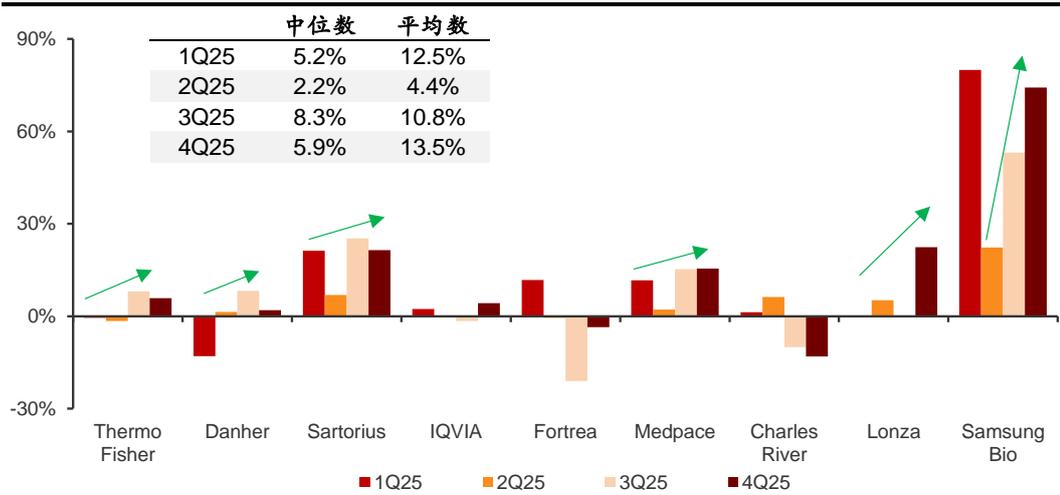
图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (年度)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza 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 2025 年净利润增速相比 2023-24 年出现改善。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (季度)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Lonza 和 Sartorius, 利润增速基于核心 (core/underlying) 净利润; 对于 Fortrea, 利润增速基于 non-GAAP EBITDA; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。Lonza 的 2Q25/4Q25 净利润增速指 1H25/2H25 净利润增速。图中绿色箭头表示 2025 年净利润增速逐季度改善的趋势。

### 成本控制将助力抵消宏观不确定性

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阶段性成果, 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。

2025 年海外公司的毛利率再次承压, 净利润率则在 2H25 迎来改善。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, 这种恢复的态势在 1H25 被打断。然而, 随着医药行业对于政策预期的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, 带动海外 CXO 和生命科学上游公司的毛利率和净利润改善。我们注意到 2H25 的净利率的改善势头好于毛利率, 反映出海外公司对于运营费用的有效控制。

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, 利润率出现显著改善; 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 2025 年的 47.0%, 平均净利润率从 2023 年的 19.8% 恢复到 2025 年的 20.8%, 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利润端的表现。临床 CRO 的平均毛利率在 2025 年下滑了 1.3 个百分点, 净利率下滑了 0.5 个百分点。考虑到需求环境将进一步承压, 我们预计临床 CRO 在 2026 年的利润率压力将延续。

3) 早期研发需求持续减少为临床前 CRO 公司 Charles River 带来巨大的成本压力, 其毛利率从 2023 年的 36.4% 下降到 2025 年的 33.0%, 净利润率从 2023 年的 13.3% 下降到 2025

年的12.8%。如果2026年早期研发需求可以延续2025年末的改善趋势，Charles River的管理层预计2026年利润增速将快于收入，因此利润率有希望在2026年迎来改观。

资本支出下降趋势在2H25反转。为了应对新冠期间大增的需求，CXO和生命科学上游公司普遍增加资本支出来提升产能，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。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。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。基于此，我们预计2026年海外CXO和上游公司的整体折旧和摊销对财务的压力将继续减小，可对冲宏观环境波动带来的负面影响。

为了应对宏观波动下的成本压力，除了控制资本支出投入，海外公司也启动了人员调整、产能调整、提升自动化应用率等措施来提升经营效率。我们预计这些成本控制措施将在2026年继续展现效果。

图5: 海外主要CXO和生命科学上游公司毛利率与净利润率趋势

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	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Thermo Fisher	-	-	-	+	+	-	-	+	-	-	-	+	-	+	+	+	+	-	-	+	-	-	-	+	+	
Danaher	+	+	-	+	+	-	-	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+
Sartorius	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
IQVIA	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Fortrea	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Medpace	-	-	-	+	+	-	+	-	+	-	-	-	+	-	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Charles River	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-	-	+
Lonza	+	+	+	-	-	+	-	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Samsung Bio	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
平均值(所有)	+	-	+	-	+	-	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	+	+
中位数(所有)	-	-	+	-	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	+	+
平均值(重资产)	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
中位数(重资产)	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年/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2Q25/4Q25指1H25/2H25。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6: 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	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	1Q25	2Q25	3Q25
Thermo Fisher	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Danaher	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Sartorius	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
IQVIA	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Fortrea	-	-	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Medpace	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charles River	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+
Lonza	+	+	+	-	+	-	+	-	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
Samsung Bio	-	+	+	-	-	-	+	-	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	+	-	+
平均值(所有)	-	-	+	-	-	-	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
中位数(所有)	+	-	-	+	-	-	+	+	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
平均值(重资产)	-	+	+	-	-	-	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+
中位数(重资产)	+	+	-	+	-	-	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2026E 资本支出变化基于公司管理层给予的最新指引。

## 4Q25 业绩压制股价表现

在 4Q25，更多海外主要 CXO 和生命科学上游公司公布的 4Q25 业绩未好于预期，且大部分公司的股价在公布业绩后下跌。1) 在公布 4Q25 业绩后，临床 CRO 公司的股价出现大幅跳水，其中 IQIVA 和 Medpace 的股价单日分别大跌 10.7% 和 15.9%，主要由于市场对于 AI 冲击的担忧以及管理层给予的谨慎的 2026 年需求和业绩展望。2) 虽然 C(D)MO 公司的 2025 年业绩强劲增长，但 4Q25 业绩不达预期，叠加 2026 年收入增速指引相比 2025 年放缓，导致股价下跌。3) 生命科学上游的股价在业绩公布后同样走弱，反映了不及预期的业绩指引。4) 临床前 CRO 公司 Charles River 股价表现相对较好，得益于公司 4Q25 订单恢复增长以及积极的需求和业绩展望。此外，所有公司的股价在业绩公布后的 1 个月内均显著下跌，主要反映 AI 担忧以及紧张的全球地缘政治局势对于市场情绪的影响。

图 7: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 4Q25 业绩后股价表现

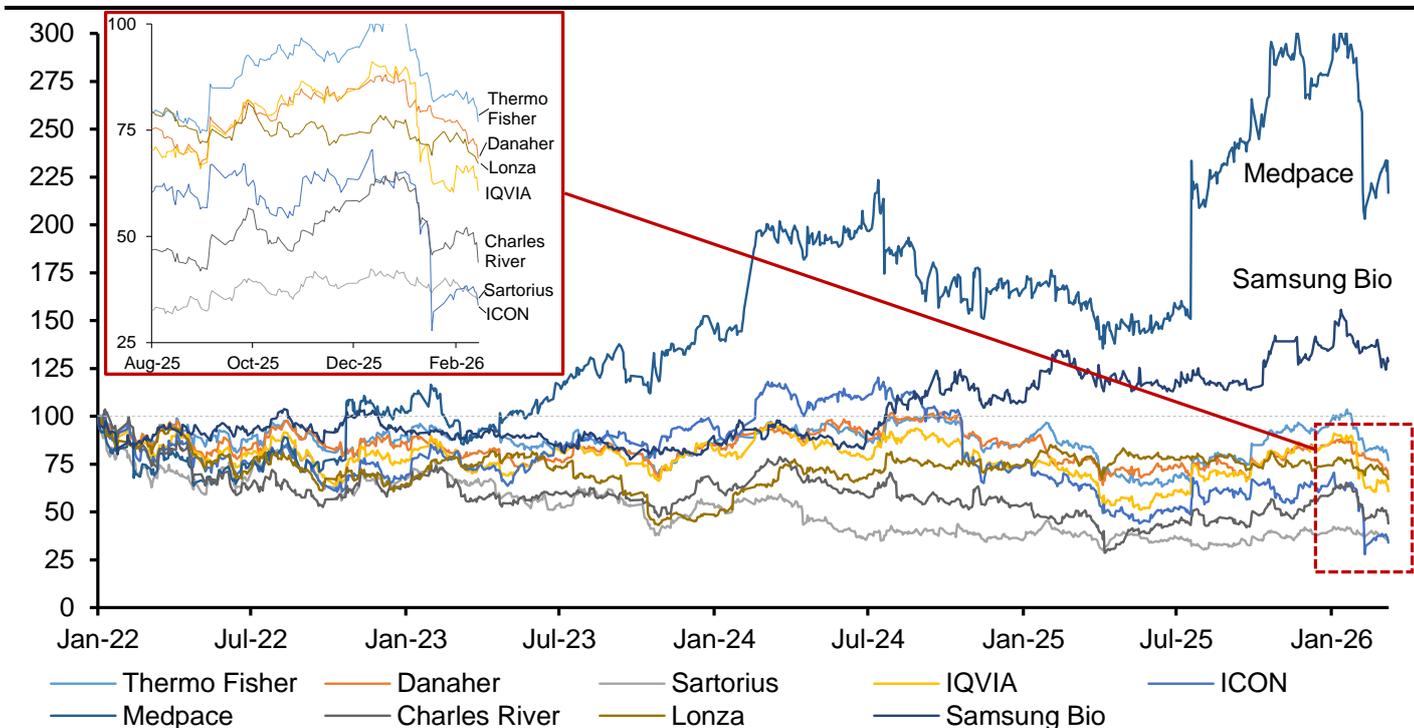
公司	核心业务	4Q25 业绩发布后股价变化			季度收入 vs 一致预期				季度利润/EPS vs 一致预期			
		1天	1周	1月	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Thermo Fisher	生命科学上游、CXO	-2.6%	-7.1%	-16.4%	Beat	Beat	Beat	Beat	In-line	Beat	Beat	Beat
Danaher	生命科学上游	-4.8%	-8.1%	-10.7%	Beat	Beat	In-line	In-line	Beat	Beat	Beat	Beat
Sartorius	生命科学上游	6.0%	-1.2%	-0.6%	Beat	In-line	Beat	In-line	Beat	Beat	Beat	Beat
IQVIA	临床 CRO、数据服务	-10.7%	-12.5%	-12.2%	Beat	Beat	In-line	Beat	Beat	Beat	In-line	In-line
Fortrea	临床 CRO	4.5%	0.4%		Beat	Beat	Beat	Miss	Beat	Beat	Miss	Miss
Medpace	临床 CRO	-15.9%	-19.3%	-9.8%	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat	Beat
Charles River	药物发现和 安评、动物模型	-0.3%	4.7%	-3.0%	Beat	Beat	Beat	In-line	Beat	Beat	Beat	In-line
Lonza	C(D)MO	-2.1%	-6.6%	-4.0%		Beat		Miss		Beat		Beat
Samsung Bio	CMO	-5.1%	-4.4%	-8.3%	Beat	Miss	Beat	Miss	Beat	Miss	Beat	Miss

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

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

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

图 8: 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 3 月 12 日。

## 强劲商业化需求延续，早期研发需求现复苏端倪

### 强劲商业化需求延续，早期需求现初步复苏信号

2025 年海外 CXO 和生命科学上游持续受益于强劲的商业化需求。C(D)MO 作为直接受益赛道，客户需求大幅领先其他细分板块。生命科学上游公司同时受益于下游客户完成去库存以及旺盛的商业化生产带来的耗材需求的增长。临床 CRO 需求虽仍在增长，但宏观环境的不确定性带来需求波动，项目取消有提升。临床前 CRO 则在 4Q25 迎来需求显著增长，得益于下半年全球 biotech 融资的实质复苏。

C(D)MO 行业继续看到强劲的商业化需求，得益于下游客户在不确定宏观环境下对于能够产能收入的后期产品的持续高度重视。Lonza 在 2025 年签单超 100 亿瑞士法郎（与 2024 年持平），生物药、高活性 API 和偶联板块均延续强劲表现。Lonza 管理层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，而 Lonza 拥有美国本土最大体量的生物药生产设施（通过收购的 Vacaville 设施），将从药物生产回流美国的趋势中受益。另一家全球头部生物药 CMO 公司三星生物基于 2025 年完全投产的新工厂（总产能 18 万升），新签订单在 2024 年 43 亿美元的基础上续创新高，2025 年达到 49 亿美元（+14% YoY）。三星生物签单中包括多个重大合同，包括与某欧洲药企签订 14.1 亿美元合同（公司历史最大订单）以及与某美国药企签订 12.9 亿美元合同（公司历史第二大订单）。三星生物在 2025 年 12 月宣布将以 2.8 亿美元从 GSK 购买一处位于美国马里兰州的生产设施（产能 6 万升），以应对增长的美本土生产需求。同时三星生物计划在 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。

旺盛的商业化生产需求带动生命科学上游公司耗材业务快速增长。上游公司 2025 年业绩延续了 2H24 的复苏趋势，主要由耗材（经常性收入）持续增长驱动，但客户对于购买大型设备仍旧谨慎。与 C(D)MO 类似，下游医药客户旺盛的商业化生产需求持续支撑生物工艺业务的耗材销售，成为上游公司业绩增长的最强驱动力。Thermo Fisher 管理层表示公司整体业绩由生物工艺和 CDMO 共同拉动。Danaher 的生物工艺收入持续强劲增长，4Q25 耗材收入高单位数增长，并预计生物工艺收入在 2026 年维持高单位数增长，显示出客户需求将维持高位。由于仍在消化新冠期间超前的产能投资，下游客户对设备的采购倾向仍维持在低位，但医药客户对于先进设备的需求已逐步复苏。悬而未决的美国政策（如 NIH 资助政策）则进一步降低了学术和政府机构对设备的采购需求，持续压制上游公司的设备收入。

临床 CRO 需求或面临更大压力，项目取消上升值得关注。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 2025 年新签订单同比下降 1.8%，连续三年下滑，但订单收入比全年仍达 1.12x，且呈逐季度加速趋势，4Q25 新签订单恢复同比正增长。主要服务中小 biotech 的 Medpace 的 2025 年新签订单同比增长 18.7%，其中下半年同比增速超 40%。尽管 IQVIA 和 Medpace 的 2025 年订单仍维持增长，但两家公司的项目取消在 4Q25 均出现上扬，可能意味着客户对于临床投入的谨慎态度。此外，宏观环境波动和临床政策调整（FDA 减少验证性临床数量要求）叠加临床 CRO 行业订单高基数或将导致未来订单增长压力提升，IQVIA 和 Medpace 管理层对 2026 年业绩展望均偏谨慎。

临床前需求回暖初现端倪。伴随着全球 biotech 融资在 2025 年下半年的实质增长，全球临床前 CRO 巨头 Charles River 的药物发现和安评 (DSA) 需求也随之上涨，公司在 4Q25 的新签订单同比大增 30.4%，驱动全年接单同比增长 12.8%。得益于 biotech 客户的需求抬升，Charles River 订单收入比在 4Q25 达到 1.12x，为 3Q22 后的最高值。但考虑到宏观环境不确定性仍在，管理层对于 DSA 业务需求改善趋势将延续至 2026 年，并在 2026 年下半年带动 DSA 和整个公司的内生收入回到正增长持谨慎乐观态度。

此外，我们认为现阶段 AI 对 CXO 行业的影响小，相关公司股价波动更多反映市场情绪的短期变化。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。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，以更好的卡位 AI 科技革命浪潮。例如 IQVIA 在 2025 年已在超过 30 个场景内部署了超过 150 个 AI 智能体，合作领域包括临床和商业化阶段。IQVIA 管理层认为 AI 是机遇而非挑战，AI 将推动更多药物进入临床，同时临床试验的成功率将得到提升。目前 AI 技术以及衍生出的非动物试验模型 (NAM) 的应用集中在药物早期研发阶段，基于自身领先的技术和行业口碑，Charles River 管理层认为自身将是医药客户和监管机构验证新型技术的最佳合作伙伴。Charles River 管理层曾在 2Q25 业绩电话会上预计在 2025 年产生约 2 亿美元的 NAM 相关时收入 (相当于 25 年 DSA 收入的约 8.3%)。

图 9: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层如何看待融资与客户需求

公司	核心业务	行业需求
Thermo Fisher	生命科学上游, 临床 CXO	<ul style="list-style-type: none"> <li>业绩增长由生物工艺和 CDMO 业务共同驱动。</li> <li>认为大药企有信心处理好与美国政府的关系，biotech 客户对融资复苏的反馈异常积极。</li> <li>2025 年设备业务仍面临美国学术和政府机构预算紧张的压力 (预计将延续至 2026 年)，同时面临中国整体需求的不足，但制药行业客户的需求不错。</li> <li>目前全球无菌灌装产能供应进一步紧张，公司因此收购了赛诺菲的一处美国工厂。CDMO 业务在 2025 年强劲增长，预计在此后几年将加速增长。</li> <li>临床 CRO 业务逐季度改善，2H25 恢复正增长，其中 4Q25 中单位数增长，客户订单增速快于收入。</li> <li>CDMO 和临床 CRO 的一站式服务正带来增量订单。</li> <li>仍认为市场基本面支持公司达到 3%-6% 的内生增长。</li> </ul>
Danaher	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> <li>生物工艺业务持续强劲，其中 4Q25 耗材收入高单位数增长，设备收入中单位数增长。设备收入目前仍旧低于正常水平，订单集中在短周期项目 (由新增产线需求驱动)。管理层预计生物工艺核心收入 2026 年高单位数增长。</li> <li>2025 年全球抗体生产需求维持稳健，融资环境出现适度改善，大药企研发支出有所恢复，biotech 需求维持稳定，学术和政府机构需求疲软。预计 2025 年的逐步复苏的市场环境将持续。</li> <li>医药制造回流美国无疑将会发生，虽然具体时间难以判断，但公司的设备业务将受益于这一长期趋势。</li> </ul>
Sartorius	生命科学上游	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年客户的耗材需求回归正常 (mid-teens 增长)，但对于设备的投资态度仍维持谨慎。</li> <li>12 个月滚动订单收入比持续维持在 1x 以上，但在 4Q25 环比小幅下滑。管理层预计市场将持续正常化，积极的需求趋势将得以延续。</li> <li>MNC 在美投资计划仍需要时间兑现。考虑到订单转化时间，预计在 2027 年及之后这些投资会对收入带来更大贡献。</li> <li>短期内管理层预计中国市场整体仍将持平或者只有适度增长，并不预计会有大的转折发生，但长期看仍有转折的可能。</li> </ul>
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年订单收入比为 1.12，呈逐季度加速的趋势。</li> <li>2025 年行业面临的宏观环境波动导致客户决策缓慢和 biotech 融资受限，影响了上半年的订单。但随着时间推进，宏观环境有所稳定，需求指标和资金状况也逐渐好转。</li> <li>询单单位数增长，其中大药企和新兴 biotech 客户贡献最大。</li> <li>4Q25 的项目取消率略高于正常范围，由某些临床试验失败导致。</li> <li>在临床阶段，客户倾向于把真实世界研究应用在更早期的临床实验中。在商业化阶段，客户对于综合商业化服务商 (从分析到调研到销售) 的需求程度更高。</li> <li>AI 对于 IQVIA 是机会，不是挑战。IQVIA 在数据和专业知识上拥有深厚的竞争壁垒。</li> <li>目前 AI 主要用于上游药物发现以及预测临床成功率，大药企客户反馈他们会因此进行更多临床试验，且这些实验的成功率将更高。</li> </ul>

Medpace	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2025 年全年新签订单 26.5 亿美元，同比增长 18.7%</li> <li>• 4Q25 项目取消提升，广泛分布在公司所有订单中，在代谢领域稍多。管理层不认为如此高的项目取消可以持续，客户决策流程仍旧是顺利的。</li> <li>• 管理层不认为现在代谢领域的研究有过度集中的问题</li> <li>• 更高的项目取消导致 4Q25 订单收入比走低至 1.04x，低于之前的预期。询单同环比均有所增长。</li> <li>• 在融资改善了很多的情况下，市面上仍有不错的业务机会，认为整体业务环境令人满意。</li> <li>• 管理层认为 2026 年 AI 还无法助力临床 CRO 效率提升，长期来看 AI 将会刺激更多临床开发，但可能会减少对于员工数量的需求，也将一定程度上减少收入。</li> <li>• 预计 2026 年员工数量将中至高单位数增长，相比 2025 年将加速。</li> </ul>
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型 (RMS), CDMO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2025 年内生物医药行业需求企稳，大药企和中小 biotech 客户的需求均展现出改善的信号。</li> <li>• 随着融资在下半年再度增长，biotech 客户成为下半年 DSA 订单收入比 (4Q25 为 1.1x) 逐季度改善的主要驱动力。</li> <li>• 2025 年新签订单 22.8 亿美元，同比增长 12.8%，其中 4Q25 同比增长 30.4%。</li> <li>• 管理层谨慎乐观，认为 DSA 业务的需求趋势将延续至 2026 年并在 2026 年下半年带动 DSA 业务和整个公司的内生收入回到正增长。</li> <li>• NAM 虽具备前景，但仍旧面临数据不足以及概念验证的挑战，因此将是一个在科学技术进步的基础上的长期过程，特别是在受监管的药物安评领域。</li> <li>• 客户对 NHP 相关研发需求走高，带动 NHP 相关收入实质性增长，年度 NHP 使用量同比增长 10.3% 至 1.285 万只，此趋势反映出客户对于传统动物安评实验的持续依赖性</li> <li>• 4Q25 的 DSA 项目取消延续 3Q25 的趋势保持在低位。</li> <li>• 政府政策的不确定性 (包括 NIH 经费) 导致 RMS 收入增速放缓。</li> <li>• 正积极考虑在中国市场布局 RMS 以外的业务。</li> </ul>
Lonza	CDMO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2025 年新签合同超 100 亿瑞士法郎 (24/23 年分别为约 100/130 亿瑞士法郎)</li> <li>• 生物药商业化需求强劲，Vacaville 工厂表现超出预期，临床小规模哺乳动物业务双位数强劲增长。</li> <li>• 高活性 API 和偶联药物的需求强劲。</li> <li>• CGT 业务受管线波动及运营表现的负面影响</li> <li>• 供应链区域化 (regionalization) 趋势将持续，主要体现在新业务上，而非现有产品的转移。客户倾向于在需求地附近进行生产。</li> <li>• 西方公司收购中国在研资产后，倾向于将其转移到西方供应链，这为 Lonza 带来了业务机会。</li> <li>• Biotech 缺乏自建产能，长期将继续依赖外包。大药企资本开支保持稳定，预计未来不会大幅增加自建产能投入，但更多转向美国本土投资。</li> </ul>
Samsung Bio	CMO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2025 年新签订单达到 49 亿美元 (+14% YoY)，续创新高。</li> <li>• 将以 2.8 亿美元从 GSK 购买一处位于美国马里兰州的生产设施 (产能 6 万升)。</li> <li>• 计划在 2023-32 年投资约 53 亿美元建设 Bio Campus II (三座生物药工厂，产能估计 54 万升)。</li> <li>• 计划在 2026-34 年投资约 49 亿美元建设 Bio Campus III，扩充 ADC、CGT 等新分子领域的的能力。</li> </ul>

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

## 临床接单承压, 临床前订单改善

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, 2025 年海外 CXO 和生命科学上游新签订单普遍上涨, 但临床 CRO 接单出现下滑。在公布订单数据的 9 家海外 CXO 和生命科学上游公司中, 有 7 家公司的 2025 年新签订单同比增长 (vs 2023 年/2024 年: 3/4 家), 且平均增速达 14.1%, 实现了实质性增长。

临床 CRO 公司 2025 年新签订单增速明显承压。龙头公司 IQVIA 的新签订单在 2025 年同比减少 1.8%, 连续第三年同比减少, 表明行业的需求增长乏力。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 行业接单没有出现类似上游、CDMO 和临床前 CRO 赛道的深度调整, 目前临床 CRO 新签订单的基数压力已然高企。此外, 虽然下游医药客户重视临床后期项目, 但早期研发需求持续的疲弱长期来看必然导致进入临床阶段项目的数量减少, 而 FDA 对于验证性临床数量的调整则加剧了长期需求增长的压力。因此, 我们认为, 2025 年临床 CRO 的新签订单的增长压力将可能延续至 2026 年, 这凸显了全球临床 CRO 行业共同面临的长期订单增长压力。

我们追踪的 3 家临床前 CRO 公司的新签订单均连续两年同比增长，这反映了 2H25 融资增长驱动早期研发需求增长叠加去年同期的低基数效应。临床前研发需求的实质性复苏需以融资的实质性恢复为前提，基于目前动荡的国际局势，市场普遍预计美联储 2026 年的降息节奏将趋缓，预计降息将发生在下半年，这将对 2026 年上半年的 biotech 融资带来一定压力。但考虑到利率已明显低于 2024-25 年的水平，可能为 biotech 融资带来边际改善，这将利好 biotech 的早期研发需求。考虑到从融资转化到签单再到收入的时间滞后，我们估计海外临床前 CRO 公司的业绩将在 2H26 开始反映 2H25 的订单改善。

强劲的商业化需求推动 C(D)MO 的新签订单在高位维持稳健增长。三星生物的 2025 年新签订单达到创纪录的 49 亿美元，在 2024 年的高基数上继续稳健增长了 14.0%，虽然增速较 2024 年有下滑，但绝对金额仍旧相当可观。基于全球旺盛的生物药生产需求以及三星生物雄心勃勃的产能扩建计划，我们预计未来几年三星生物的新签订单绝对金额仍将维持在高位。

图 10: 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
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%
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%
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%
Fortrea					10.1%	8.9%	-20.8%	-11.2%			-6.0%	2.0%	-9.6%	-11.8%	-4.5%	-20.0%
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%
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%
Inotiv				78.8%	61.4%	-22.5%	4.7%	10.7%	-19.7%	-17.7%	6.6%	-33.8%	27.5%	24.1%	60.4%	28.7%
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%
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%

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

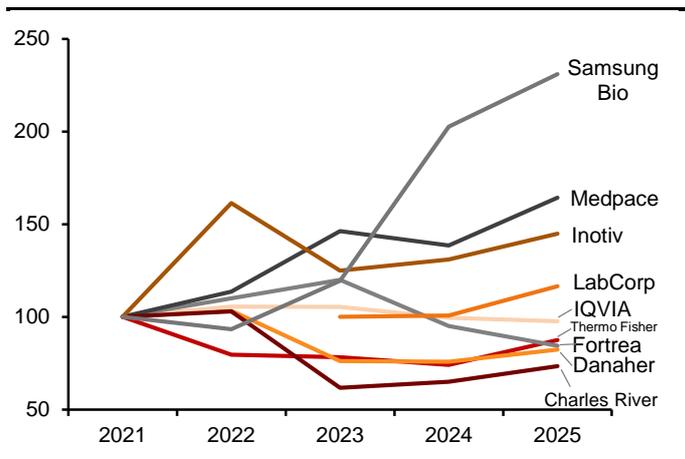
图 11: 新签订单变化趋势

公司	新签订单变化趋势															
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Thermo Fisher			+	+	-	-	+		+	-	+	-	+	+	+	+
Danaher			+	+	-	-	+		-	+	-	+	-	+	-	+
IQVIA			+	+	-	-	+		+	-	-	-	+	+	+	+
Fortrea				+	+	-	-		-	-	+	+	-	-	+	-
Medpace	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	-	-	+	+	+	-
Charles River	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	-	+	-	+	+
Inotiv				+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	-
Labcorp							+	+	+	+	+	-	+	+	-	+
Samsung Bio	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: “+”表示当期数值相比于上期数值有增加, “-”表示有减少。增加的年度以红色标注, 减少的年度以绿色标注, 没有数据的年度以灰色标注。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 12: 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。

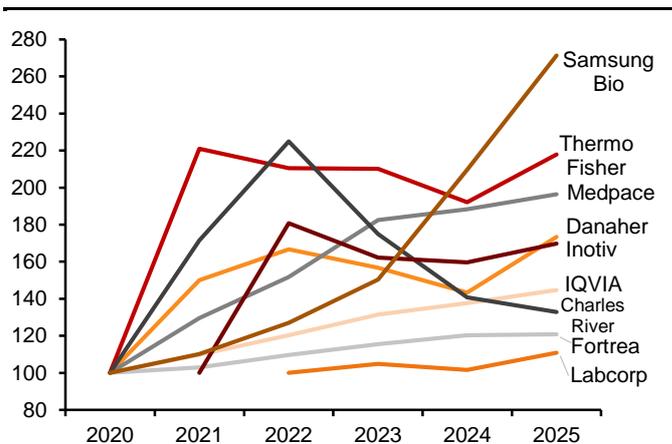
图 13: 在手订单变化趋势

公司	在手订单变化趋势															
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Thermo Fisher		+	+	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	+	+
Danaher		+	+	+	+	-	-	+	-	-	-	-	+	+	+	+
IQVIA	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Fortrea					+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+
Medpace	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+
Charles River	+	+	+	+	+	-	-	+	-	-	-	-	+	-	-	+
Inotiv				+	+	+	-	-	+	-	-	-	+	+	+	+
Labcorp							+	-	-	+	+	-	+	+	-	+
Samsung Bio	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

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 14: 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。

## 2026年业绩指引偏谨慎

### 超预期完成2025年业绩目标

我们用全年业绩达成率来衡量2025年实际业绩与公司指引的差异。我们定义业绩达成率为实际全年业绩与初次给予的业绩指引的比值，可体现管理层在年初对公司业绩的预期是否更乐观或更保守。我们统计的10家海外CXO和生命科学上游公司中有9家达成了2025年的业绩目标，收入达成率的中位数/平均数分别为102.2%/104.6%，净利润达成率的中位数/平均数分别为102.1%/104.3%，2025年的业绩达成率显著高于2024年（收入/净利润的平均达成率为98.0%/96.3%），充分展现业绩逐季度提速的普遍趋势。生命科学上游的2025年业绩达成率低于其他细分板块，我们认为这主要由于设备需求仍未复苏导致。

2025年海外CXO和生命科学上游公司的业绩达成率普遍较高，我们认为主要得益于：1) 重磅药物上市带动全球生物医药研发需求（特别是商业化需求）走出新冠疫情后的周期低谷；2) biotech融资在2H25实现大幅增长，驱动biotech研发需求的实质性增长；3) 包括对等关税在内的宏观经济扰动的影响小于预期，全球医药客户和产业链各方在2025年内逐渐对政策对业务的影响有更加清晰的预期，医药研发和生产的正常工作得以推进。

图 15: 海外主要CXO和生命科学上游2025年业绩指引变化情况

公司	核心业务	2025 收入指引变化			全年业绩达成率	2025 利润指引变化			全年业绩达成率
		1Q25	2Q25	3Q25		1Q25	2Q25	3Q25	
Thermo Fisher	生命科学, 临床 CRO, C(D)MO	—	↑	↑	101.9% ✓	↓	↑	↑	98.1% ✗
Danaher	生命科学上游	—	—	↓	98.9% ✗	—	↑	↑	101.6% ✓
	-生物科技板块	↑	—	—	99.9% ✓	—	—	—	—
	-生命科学板块	↓	—	—	96.7% ✗	—	—	—	—
Sartorius	生命科学上游	—	—	↑	101.5% ✓	—	—	↑	100.7% ✓
	-生物工艺板块	—	—	↑	102.4% ✓	—	—	↑	100.6% ✓
	-实验室产品&服务板块	—	—	—	99.1% ✗	—	—	↓	95.6% ✗
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	↑	—	—	102.4% ✓	—	↑	—	100.2% ✓
Fortrea	临床 CRO	—	↑	↑	108.9% ✓	—	—	↑	102.6% ✓
Medpace	临床 CRO	↑	↑	↑	117.2% ✓	—	↑	↑	115.7% ✓
Labcorp (实验室业务)	实验室业务	—	↑	↓	101.9% ✓	—	—	—	—
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型	↑	↑	↑	105.2% ✓	—	↑	↑	109.9% ✓
	-RMS 板块	—	↑	↑	102.0% ✓	—	—	—	—
	-DSA 板块	↑	↑	↑	106.5% ✓	—	—	—	—
	-生产板块	↑	↑	—	101.7% ✓	—	—	—	—
Samsung Bio	CMO	—	↑	—	106.4% ✓	—	—	—	—
Lonza	CDMO	—	↑	—	101.4% ✓	—	↑	—	105.3% ✓
<b>平均达成率</b>					<b>104.6%</b>				<b>104.3%</b>
<b>中位达成率</b>					<b>102.2%</b>				<b>102.1%</b>

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 全年业绩达成率指实际报告全年业绩与初次业绩指引的比值, “x”表示未达成, “√”表示达成, 考虑到 2025 年增速普遍较低, 达成率高于 99% 即视为达成目标。季度间指引变化方向基于公司指引中值, 向上箭头表示上调, 向下箭头表示下调, 横线表示持平。对于 Danaher, 收入指引变化基于内生增速; 对于 Sartorius 和 Lonza, 收入指引变化基于固定汇率下增速; 其余公司收入指引变化基于表现增速。对于 Medpace, 利润指引变化基于 GAAP EPS; 对于 Fortrea 和 Sartorius, 利润指引变化基于 non-GAAP EBITDA; 对于 Danaher, 利润指引变化基于 non-GAAP 运营利润; 对于 Lonza, 利润指引变化基于核心 EBITDA 利润率; 其余公司利润指引变化基于 non-GAAP EPS。

## 2026 年业绩指引偏谨慎

海外主要 CXO 和生命科学上游公司管理层给予的 2026 年业绩指引增速相比 2025 年普遍降速。我们认为这主要反映了: 1) 2025 年业绩的相对高基数; 2) 2025 年末的需求复苏延续性的不确定性; 3) 潜在宏观经济波动 (例如地缘政治、美国利率等)。

C(D)MO 公司管理层预计 2026 年业绩增速将放缓, 主要反映业绩的高基数。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 2024-25 年的业绩, 我们预计强劲的商业化生产需求将在 2026 年延续。Lonza 管理层预计 2026 年收入将同比增长 11%-12% (固定汇率), 相比 2025 年 (+21.7% YoY) 显著放缓。三星生物的管理层预计 CMO 业务收入在 2026 年增长 15%-20%, 虽然相比 2025 年降速, 但仍是十分强劲的增长。三星生物在 2024-25 年签订了巨量的订单, 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。

耗材收入高基数和模糊的设备需求复苏趋势拖累生命科学上游公司的业绩指引。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 2025 年, 推动其生物工艺业务维持强劲增长, 背后的驱动为医药客户重视临床后期和商业化项目, 也推动了其 CDMO 业务的持续强劲增长。但 Thermo Fisher 管理层指出美国政府和学术机构订单不足导致的设备需求走弱将延续至 2026 年。叠加耗材收入的高基数, 我们认为 Thermo Fisher 的生命科学上游业务面临一定的增长压力。但公司的 CDMO 业务在持续的高需求下预计将维持高增长, 拉动整个业绩增长在 2025 年的基础上有所提速。虽然 Danaher 的整体业绩预计将在 2026 年提速, 但这主要由诊断业务加速增长所致, 生物科技板块 (包括生物工艺) 预计核心收入增长 6%, 大体延续了 2025 年 (+6.5% YoY) 的趋势, 管理层预计设备业务仍将承压, 生命科学板块核心收入预计在 2026 年持平。其他全球头部生命科学上游公司的 2026 年业绩指引大多相比 2025 年有所放缓, 反映出普遍的谨慎态度。

基于高业绩基数以及签单增速承压, 临床 CRO 的 2026 年业绩增速将比 2025 年恶化。临床 CRO Medpace 主要服务中小 biotech, 是 2025 年内受益于 biotech 融资复苏最明显的临床 CRO 公司。尽管公司 2025 年的新签订单同比增长 18.7%, 但 Medpace 管理层给出的 2026 年全年收入增速指引大幅低于 2025 年, 叠加 4Q25 走高的项目取消, 反映了管理层对于 2026 年 biotech 客户需求的谨慎性。更具行业代表性的 IQVIA 预计 2026 年业绩与 2025 年持平, 其中临床 CRO 业务预计将比 2025 年稍微减速, 表明市场需求的不确定性。

临床前需求增长驱动业绩指引改善。全球医药融资在 2025 年下半年实现同比增长, 有力支持了 biotech 客户对于早期研发的投入决心。全球安评龙头 Charles River 的收入增速连续多个季度承压, 其中药物发现和安评业务 (DSA) 收入降幅尤甚, 但管理层预计 2026 年 DSA 收入将恢复小幅正增长, 从而拉动公司整体增长。考虑到订单转化成收入的时间要求,

Charles River 管理层预计 2025 年末签单增长将在 2026 年下半年反映在收入上。我们认为临床前 CRO 的业绩反弹将是 2026 年 CXO 行业的主题之一。

图 16: 海外公司 2026 年业绩指引汇总

公司	核心业务	2025 收入 (YoY)	2026 收入指引 (YoY)	VS 2025	2025 利润 (YoY)	2026 利润指引 (YoY)	VS 2025
Thermo Fisher	生命科学上游, CXO	• +3.9% (表现) • +2% (内生)	• (+3.9%) ~ (+5.9%) (表现) • (+3%) ~ (+4%) (内生)	• 改善 (表现) ↑ • 改善 (内生) ↑	+4.6%	(+5.9%) ~ (+8.4%)	改善 ↑
Danaher	生命科学上游	• +3.0% (表现) • +2.0% (核心)	(+3%) ~ (+6%) (核心)	改善 ↑	+4.3%	(+7.1%) ~ (+9.0%)	改善 ↑
	-生物科技板块	• +8.0% (表现) • +6.5% (核心)	+~6% (核心)	恶化 ↓			
	-生命科学板块	• +0.0% (表现) • -1.5% (核心)	持平 (核心)	改善 ↑			
Sartorius	生命科学上游	• +4.7% (表现) • +7.6% (CC)	(+5%) ~ (+9%) (CC)	恶化 ↓	29.7% (核心 EBITDA 利润率)	稍高于 30% (核心 EBITDA 利润率)	改善 ↑
	-生物工艺板块	• +6.5% (表现) • +9.5% (CC)	(+6%) ~ (+10%) (CC)	恶化 ↓	31.7% (核心 EBITDA 利润率)	稍高于 32% (核心 EBITDA 利润率)	改善 ↑
	-实验室产品&服务板块	• -2.5% (表现) • +0.2% (CC)	(+2%) ~ (+6%) (CC)	改善 ↑	21.5% (核心 EBITDA 利润率)	稍低于 21% (核心 EBITDA 利润率)	恶化 ↓
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	• +5.9% (表现) • +4.8% (CC)	• (+5.2%) ~ (+6.4%) (表现)	• 持平 (表现) ▬	+7.1%	(+5.3%) ~ (+7.8%)	恶化 ↓
Fortrea	临床 CRO	+1.0%	(-6.4%) ~ (-2.7%)	恶化 ↓	-6.2%	(+0.1%) ~ (+15.9%)	改善 ↑
Medpace	临床 CRO	+20.0%	(+8.9%) ~ (+12.8%)	恶化 ↓	+11.6%	(+8.0%) ~ (+13.3%)	恶化 ↓
Labcorp (实验室板块)	实验室业务	+6.0%	(+3.0%) ~ (+5.0%)	恶化 ↓			
Charles River	发现和安 (DSA), 动物模型	• -0.9% (表现) • -1.6% (内生)	• (+0.0%) ~ (+1.5%) (表现) • (-1.0%) ~ (+0.0%) (内生)	• 改善 (表现) ↑ • 改善 (内生) ↑	-0.4%	(+4.1%) ~ (+8.9%)	改善 ↑
	-RMS 板块	• +2.0% (表现) • +1.2% (内生)	• 低到中单位数下降 (表现) • 低到中单位数下降 (内生)	• 恶化 (表现) ↓ • 恶化 (内生) ↓			
	-DSA 板块	• -2.0% (表现) • -2.6% (内生)	• 持平至低单位数增长 (表现) • 低单位数下降至小幅增长 (内生)	• 改善 (表现) ↑ • 改善 (内生) ↑			
	-生产板块	• -0.4% (表现) • -1.6% (内生)	• 中到高单位数增长 (表现) • 低单位数增长 (内生)	• 改善 (表现) ↑ • 改善 (内生) ↑			
Samsung Bio	CMO	+30.3%	(+15%) ~ (+20%)	恶化 ↓	+55.2%		
Lonza	CDMO	• +19.2% (表现) • +21.7% (CC)	(+11%) ~ (+12%) (CC)	恶化 ↓	31.6% (核心 EBITDA 利润率)	>32% (核心 EBITDA 利润率)	改善 ↑

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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

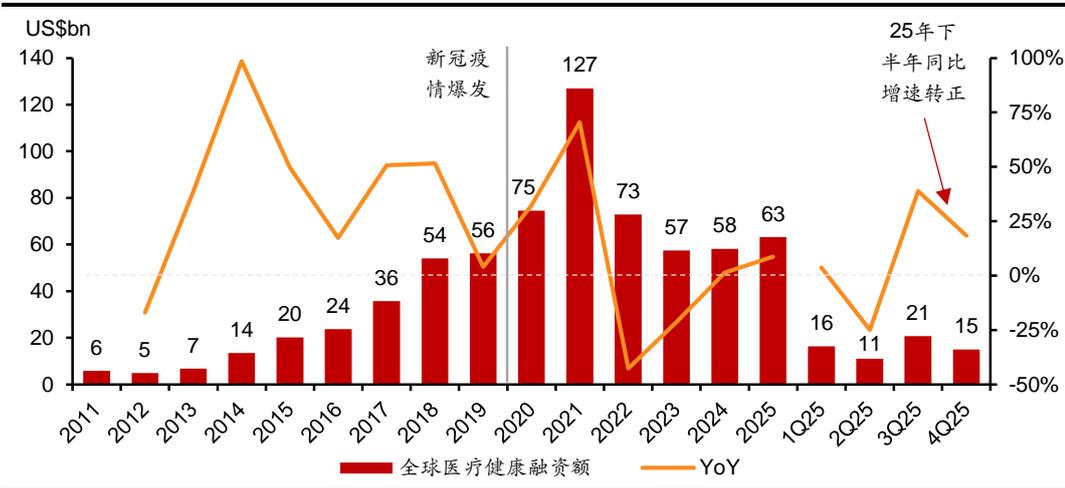
## 医药融资复苏和大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求

### 全球医疗健康融资在宏观波动中逆势增长

根据动脉橙数据，2025年全球医疗健康（包括药物、器械等细分领域）融资额同比增长8.6%，是新冠疫情后首次重回实质性正增长的年度。伴随着美联储在2025年9月再次开启降息通道，全球医疗健康融资在2H25同比增长29.5%，显著优于1H25的同比下降10.1%，表明美国特朗普政府在2025年发动全球关税战以及推动美国“最惠国药价”等政策并未影响全球资金投资医药产业的信心。

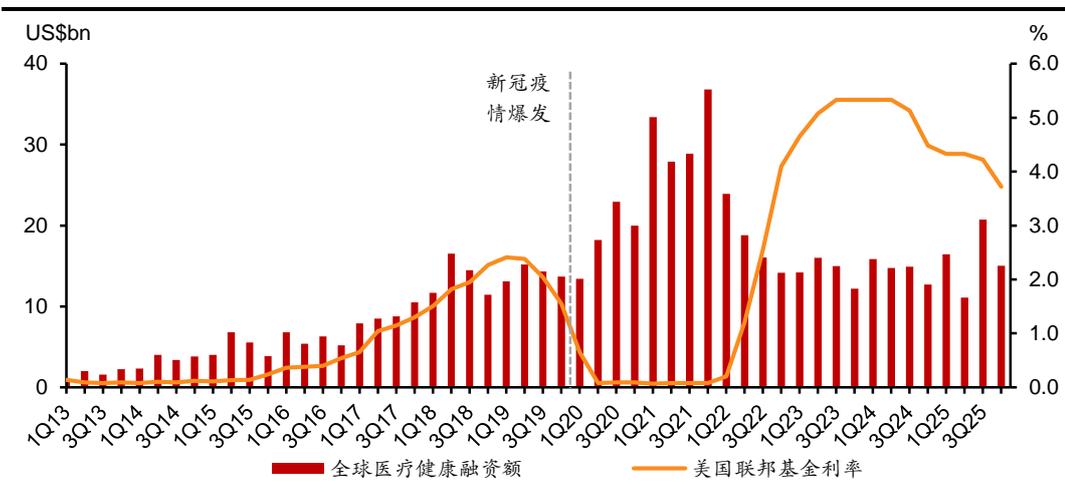
基于目前动荡的国际局势，市场普遍预计美联储2026年的降息节奏将趋缓，预计降息将发生在下半年，这将对2026年上半年的医疗健康融资带来一定压力。但考虑到美国目前利率已显著低于2024-25年的水平，这可能为融资带来持续的边际改善，我们认为具备优质管线的biotech公司将继续获得资金的青睐。

图 17: 全球医疗健康融资额（年度）



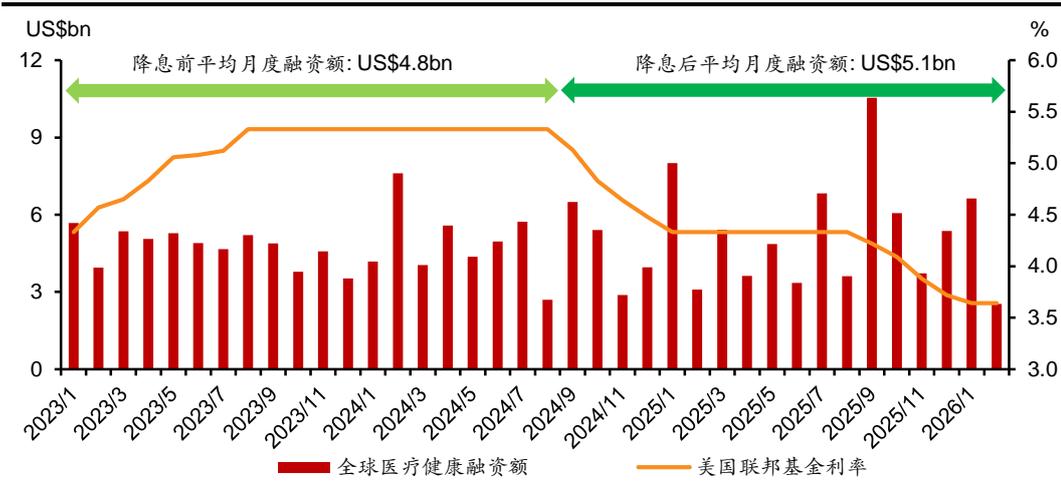
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 18: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率（季度）



资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

图 19: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率

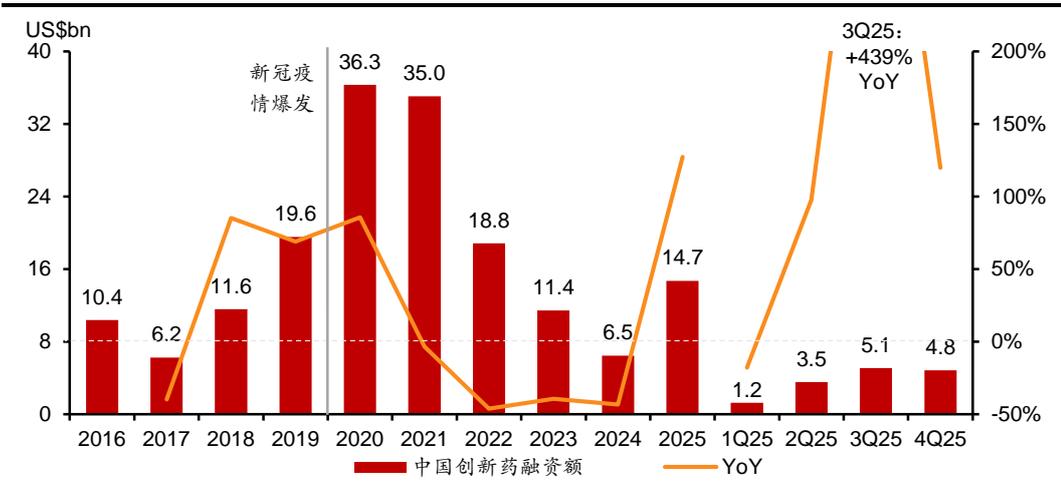


资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

在创新药领域, 全球融资活动在 2025 年下半年亦取得显著复苏。据医药魔方数据, 全球创新药融资额在 3Q25/4Q25 分别同比增长 6.5%/37.3%, 然而, 由于上半年融资额同比大幅下滑 31.2%, 导致 2025 年全年融资总额仍同比下降 6.5%。尽管相较 2024 年 11.2% 的同比增长有所回落, 但 2025 年下半年创新药融资的强劲加速, 凸显了全球生物医药投资情绪的高涨。

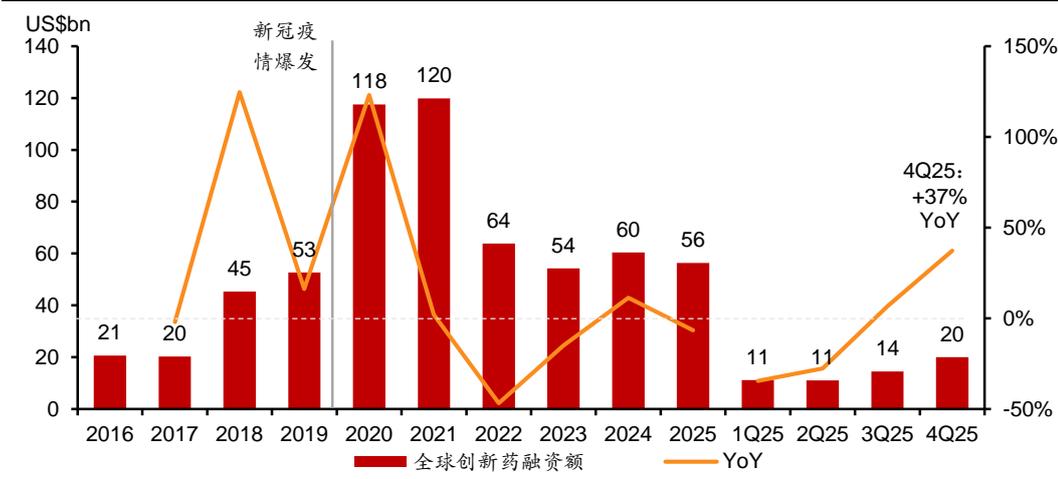
值得关注的是, 2025 年中国融资市场的复苏步伐大幅快于全球平均水平。全年中国创新药融资额同比大增 127.3%, 主要由下半年高达 215.4% 的同比增长所驱动。此轮爆发式反弹的核心动力源自中国药物出海进程的丰硕成果, 年内达成的对外授权及并购交易数量和金额均快速攀升。全球市场对中国在 ADC、双抗、CGT、小核酸等前沿技术领域的研发能力认可度持续提升, 显著增强了本土创新的动力与估值预期。我们认为, 这一趋势不仅将推动中国创新药融资重回可持续、高质量的增长轨道, 也将为 2026 年及以后全球生物医药融资提供有力支撑。

图 20: 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 21: 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, 近一年该指数持续走强, 已超过历史均值。在新冠疫情爆发后, 伴随着全球对医药需求的急剧上升, XBI 指数大幅度上升。伴随美联储大幅加息以及全球医疗健康融资持续走弱, XBI 指数在 2021 年 2 月后开始下行, 该指数相比疫情高点的跌幅最多达到了 63.9%。2023 年 10 月以后, 市场开始预期美国降息, XBI 指数在 2025 年前在历史均值附近盘整。进入 2025 年, 由于美国新一届政府的政策引发了全球性的宏观环境波动, XBI 指数快速下调。随着行业对于美国关税等政策的消化, 同时由于美联储在 2025 年下半年再次开启降息, XBI 指数持续走强, 目前已超过历史均值。我们认为, XBI 指数未来将继续受到美联储利率政策的影响, 或将受益于美联储降息预期带来的融资边际改善。同时, 融资改善将会提振全球医药行业的研发需求, CXO 和生命科学上游行业也更有望看到客户需求的持续回暖。

图 22: 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 3 月 12 日。

## 无惧宏观波动，2025年全球医药研发和资本支出维持增长

作为 CXO 和生命科学上游行业最重要的客户群体，全球制药企业的研发和资本支出 (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，多个全球大药企宣布了成本削减计划，具体措施包括行政、信息和销售部门裁员、研发管线调整、全球产能优化等，biotech 公司则显著压缩了资本支出。这些成本控制措施引发了市场对于 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，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，发现在新冠疫情爆发至 2024 年全球大药企和头部 biotech 公司的研发和资本支出均保持持续增长的趋势。进入 2025 年，尽管受到全球关税和美国药品价格政策等因素的扰动，全球大药企的研发和资本支出仍然实现了增长，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 1.1% 和 22.8% 至 1,224 亿美元和 432 亿美元，而纳入我们统计的 10 家头部 biotech 公司的合计研发和资本支出则同比分别增长 1.3% 和减少 38.9% 至 219 亿美元和 18 亿美元。大药企支出的韧性和绝对金额进一步表明全球大药企作为全球医药研发创新的基石作用，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。

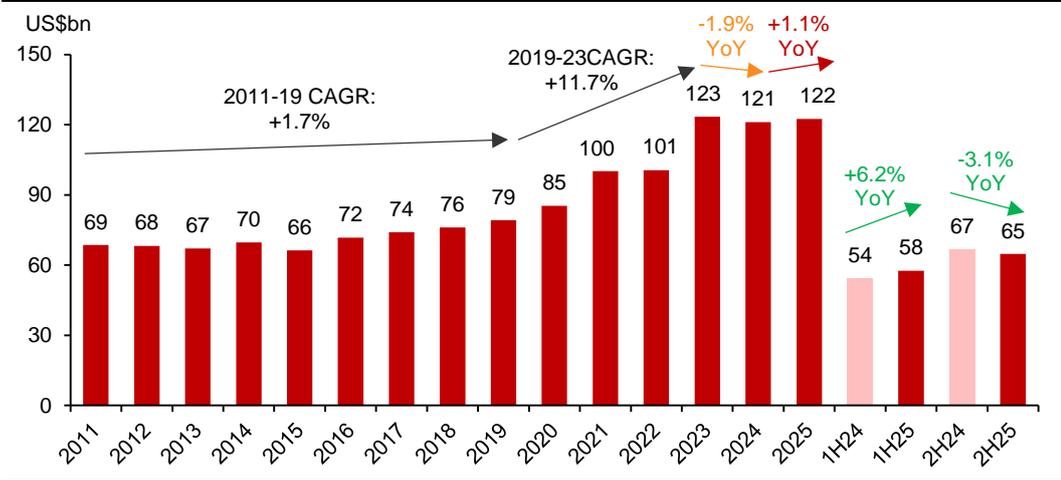
大药企的研发投入保持增长。在 2025 年，我们统计的这 10 家大药企的研发投入同比小幅增长了 1.1%，但这 10 家大药企中有 6 家的研发费用实现了增长，平均同比增长 11.6%，充分表明在控制成本的大背景下，大药企整体上仍维持了健康增长的研发投入强度。其中 2H25 的合计研发投入同比下降了 3.1%，但 10 家大药企中仍有 5 家的研发费用同比增长，平均增长了 17.9%。辉瑞在 3Q23 宣布了一项涉及全公司的多年成本控制计划，目标到 2027 年底合计节约 72 亿美元成本，同时管理层承诺将节约的部分成本用于提升研发效率。因此，我们看到辉瑞的研发支出在 1H25 同比增长 10.8%，虽然 2H25 研发投入同比减少 14.5%，但环比仍增长了 1.1%，维持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 年和 2025 也分别同比增长 9.9% 和 6.1%。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，受益于减肥药的礼来和诺和诺德在 2025 年均继续提高研发支出，其中诺和诺德的研发支出在 2H25 同比大增 29.0% (1H25: -11.2% YoY)，带动全年研发投入同比增长 8.3%；而礼来的研发费用在 2025 年实现了 21.3% 的同比增长，延续了 2023-24 年的趋势。礼来和诺和诺德的研发支出表明全球药企对代谢领域的投入强度并未放缓。

相较于研发支出，大药企对于产能建设有更强烈的投入意愿。我们统计的 10 家全球大药企在 2025 年的合计资本支出同比增长了 22.8% (vs +1.1% 的平均研发支出涨幅)，增速明显超过过去 15 年的 CAGR (6.0%)。其中有 8 家的资本支出在 2025 年同比增长，平均涨幅为 23.8% (vs 1.6% 的平均研发支出涨幅)。若剔除因减肥药需求而大幅增加资本支出的礼

来和诺和诺德，其余 8 家公司的合计资本支出在 2025 年也同比增长了 11.8% (vs -0.4% 的平均研发支出涨幅)，表明大药企对于其他治疗领域也有较强的固定资产投资意愿。

需要注意的是，大药企普遍提高资本支出表明成本控制计划在 2025 年并没有对大药企的资本支出计划造成负面影响。辉瑞的资本支出在 2024/2025 同比下降了 25.5%/9.6%，降幅明显收窄；赛诺菲的资本支出在 2024/2025 同比增长了 5.7%/10.7%，展现了强化资本支出投入的意愿。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。然而我们认为，2025 多数大药企资本支出的增长主要是由全球医药行业内旺盛的商业化生产需求推动，而大药企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，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。

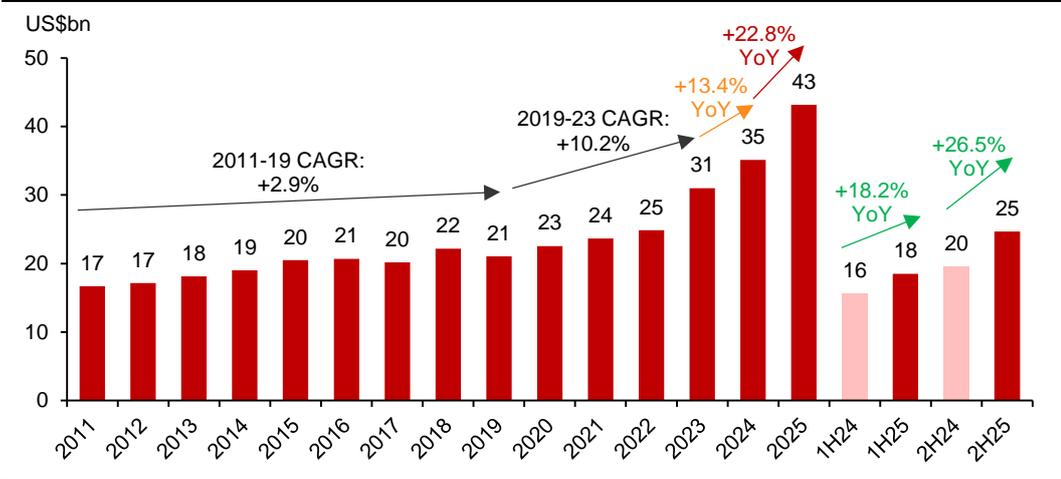
图 23: 全球主要大药企的研发费用



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 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 10 家公司中的 6 家的 2025 年研发费用同比增长。

图 24: 全球主要大药企的资本支出



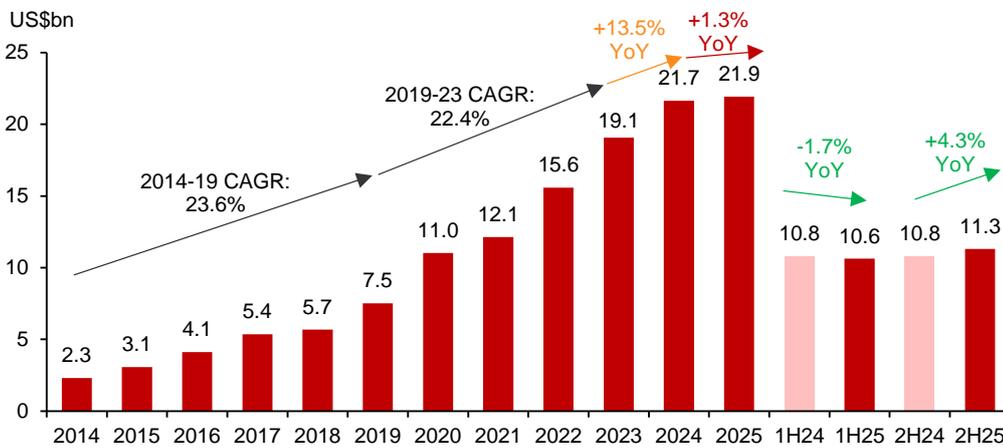
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 8 家的 2025 年资本支出同比增长。

2025年 biotech 的研发投入增速放缓，资本支出大幅下降。我们统计的全球 10 家头部 biotech 公司的 2025 年研发费用同比增长了 1.3% (vs 大药企: +1.1%)，10 家公司中虽有 7 家的研发费用同比有增长 (平均增速为 26.3%)，但 3 家减少支出的公司 (Moderna、BioNtech 和 Incyte) 的研发投入体量较大，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更趋于谨慎，2025 年的合计资本支出同比大幅下降 38.9%，其中 2H25 同比下降 47.7%，10 家公司中有 6 家削减了资本支出，平均降幅为 41.9%。

2025 年 biotech 公司的研发和资本支出投入的谨慎态度延续了 2024 年的趋势，这与全球融资复苏偏慢相关。2024 年下半年的融资弱复苏态势被 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在此增长，但 biotech 公司基于政策的波动预期在资金使用上仍旧谨慎，因此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。

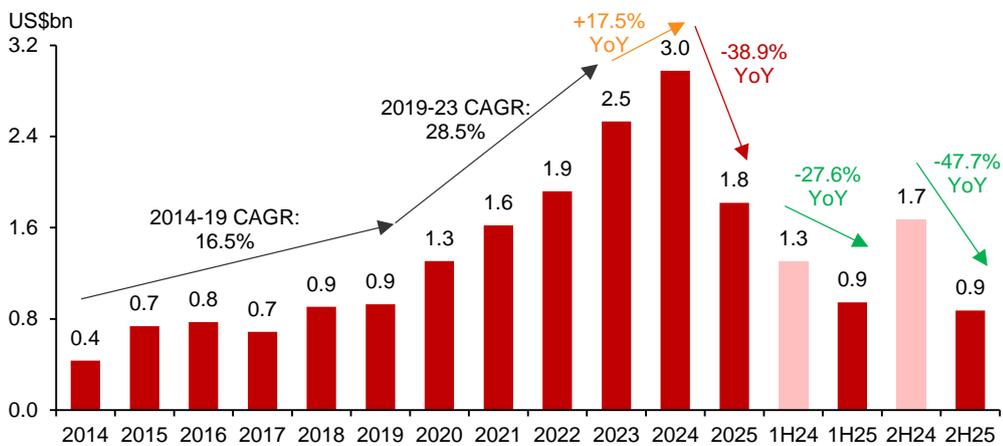
图 25: 全球头部 biotech 公司的研发费用



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 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)、Beigene (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 7 家的 2025 年研发费用同比增长。

图 26: 全球头部 biotech 公司的资本支出



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 4 家的 2025 年资本支出同比增长。

图 27: 全球主要药企估值比较

公司	股票代码	评级	市值 US\$bn	收入	净利润	P/E(x)		PEG(x)	PB(x)	ROE	股息率
				CAGR 24-27E	CAGR 24-27E	26E	27E	26E	26E	26E	26E
<b>海外</b>											
Thermo Fisher	TMO US	买入	176.8	5.2%	5.4%	18.8	17.2	3.5	3.0	16.0%	0.4%
Danaher	DHR US	未评级	131.7	4.3%	5.8%	22.2	20.5	3.8	2.4	10.6%	0.7%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	49.2	14.1%	27.2%	38.3	34.0	1.4	5.4	16.3%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	42.9	7.4%	11.8%	27.1	22.6	2.3	3.5	12.9%	1.1%
IQVIA	IQV US	未评级	27.6	5.8%	5.1%	12.8	11.6	2.5	3.6	27.3%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	21.7	5.8%	8.8%	14.7	13.6	1.7	2.3	15.4%	1.1%
Sartorius	SRT GR	未评级	16.3	7.1%	17.2%	30.1	24.8	1.7	2.9	11.4%	0.6%
Medpace	MEDP US	未评级	12.6	12.7%	10.6%	26.1	23.2	2.5	nm	nm	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	7.5	0.9%	4.0%	13.8	12.7	3.5	2.2	14.1%	0.0%
ICON	ICLR US	未评级	7.4	0.2%	-3.4%	7.8	7.2	nm	0.7	9.0%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	5.7	24.3%	22.3%	24.9	20.4	1.1	2.9	12.0%	1.6%
<b>海外平均</b>				<b>8.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>21.5</b>	<b>18.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>14.5%</b>	<b>0.5%</b>
<b>国内</b>											
药明康德	603259 CH	买入	39.5	12.6%	14.3%	19.5	17.2	1.4	3.2	16.1%	1.6%
药明生物	2269 HK	买入	18.2	17.2%	18.1%	19.7	16.6	1.1	2.3	14.2%	0.0%
药明联合	2268 HK	买入	8.7	37.9%	35.4%	30.2	22.7	0.9	4.8	18.3%	0.0%
康龙化成	300759 CH	买入	6.8	15.1%	16.2%	24.1	20.3	1.5	2.8	11.6%	0.9%
泰格医药	300347 CH	买入	6.6	10.2%	24.2%	37.1	29.6	1.5	2.1	5.7%	1.1%
凯莱英	002821 CH	未评级	5.1	15.5%	24.3%	26.3	21.9	1.1	1.9	7.6%	1.4%
昭衍新药	603127 CH	未评级	3.3	-1.2%	nm	nm	nm	nm	2.8	4.2%	0.3%
<b>国内平均</b>				<b>15.3%</b>	<b>22.1%</b>	<b>26.1</b>	<b>21.4</b>	<b>1.2</b>	<b>2.8</b>	<b>11.1%</b>	<b>0.7%</b>

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: Thermo Fisher、药明康德、药明生物、药明联合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3月12日)。

## 海外主要 CXO/生命科学上游公司 4Q25 及 2025 业绩概况与电话会要点

以下内容根据公开资料整理，不代表观点；如有错漏，敬请谅解。

### Thermo Fisher (TMO US, 买入)

#### 2025 年度业绩概况:

全球生命科学和 CXO 龙头 Thermo Fisher 公布 2025 年度业绩，全年收入同比增长 3.9% 至 446 亿美元 (vs 2024: +0.1% YoY; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +0.2%/+3.0%/+4.9%/+7.2% YoY)，其中内生收入同比增长 2% (vs 2024: +0% YoY; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +1%/+2%/+3%/+3% YoY)，增速相比 2024 年有提速，且程逐季度加速趋势。毛利率同比减少 0.6 个百分点至 41.5%。Non-GAAP 净利润同比增长 3.1% 至 86.4 亿美元 (vs 2024: +0.2% YoY; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: -0.5%/-1.5%/+8.1%/+5.9% YoY)。

分板块：1) 生命科学解决方案板块收入同比增长 7.7% (内生增速: +3%) 至 104 亿美元，占总收入的 22.3%；2) 分析仪器板块收入同比增长 1.2% (内生增速: +0%) 至 76 亿美元，占总收入的 16.2%；3) 专科诊断板块收入同比增长 3.6% (内生增速: +2%) 至 47 亿美元，占总收入的 10.0%；4) 实验室产品和生物医药服务板块 (包括临床 CRO 和 CDMO 服务) 收入同比增长 3.6% (内生增速: +3%) 至 240 亿美元，占总收入的 51.5%。

**2026 年指引:** 首次给予业绩指引，预计收入同比增长 4% 至 6%，其中内生收入同比增长 3% 至 4%；预计 Adj. EPS 同比增长 6% 至 8%。预计资本支出投入为 18-20 亿美元，按照中值计算将同比增长 25%。

**1Q26 指引:** 预计 1Q26 内生收入增速低于全年业绩指引，由会计天数变化和 CDMO 业务收入确认节奏影响，预计 Adj. EPS 同比低单位数增长。

#### 业绩电话会要点:

- 客户需求:** 基于 2026 年 1 月份与欧美客户的会议，**公司认为大药企维持有信心态度**，他们有信心处理好与美国政府的关系，认为已达成的 MFN 协议是良好的信号，将持续推进自身研发管线，这将会反映在他们的研发行动中。融资已开始恢复，**Biotech 客户的反馈是异常积极的**，但从融资到研发投入仍需时间，通常在 6 个月左右。Biotech 客户的需求增加将是驱动全年业绩的最大动力，并将对未来几年产生积极影响。在当下的环境下，客户对于可信赖的合作伙伴依赖度是增加的。
- M&A:** 2025 年完成或者宣布 3 项重大收购。1) 完成对 Solventum 的分离纯化业务的收购，进一步强化 Thermo Fisher 的细胞培养基和一次性技术 (均在生物工艺业务内)，为医药客户的药物生产带来更多价值。2) 完成赛诺菲位于美国新泽西的无菌灌装工厂，进一步强化公司在美国境内的 DP 产能；3) 在 4Q25 宣布收购临床数据服务商 Clario，公司预计 Clario 在 2025 年全年收入约 12.5 亿美元 (相当于

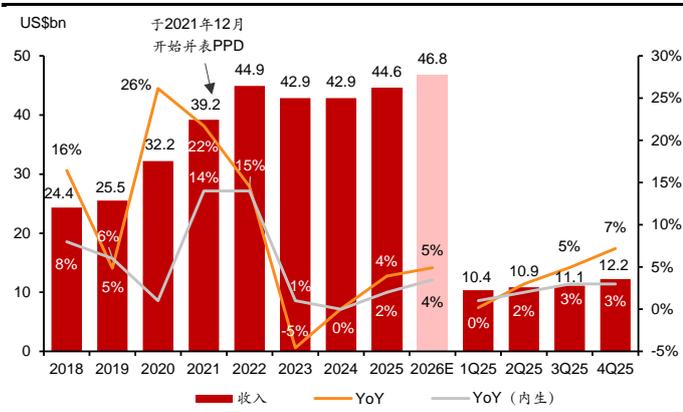
- Thermo Fisher 2025 年总收入的 2.8%)，将强化公司的临床 CRO 服务能力。4) 收购影响：2026 年全年业绩指引包含 Solventum 的分离纯化业务和赛诺菲工厂预计在 2026 年贡献的 6 亿美元的收入（相当于 Thermo Fisher 2025 年总收入的 1.3%，Adj. EPS 的 0.3%），但不包括 Clario 的并表。预计在 2026 年中旬前完成 Clario 收购，预计收购后 12 月内带来额外 0.45 美元的 Adj. EPS（相当于 Thermo Fisher 2025 年 Adj. EPS 的 1.9%）。若同时考虑 Clario 并表的影响，预计 2026 年整体 Adj. EPS 将增长 7-9%（原指引为 6-8%）。
- 3) **设备需求**：仍面临美国学术和政府机构预算紧张的压力，同时面临中国整体需求的不足，但制药行业客户的需求不错，所以仍支持收入在 2025 年小幅增长。客户对于公司的创新型设备的需求仍在，与 NVIDIA 的合作将持续强化该业务的竞争力。在目前 2026 年业绩指引中仍旧假设美国学术和政府机构的预算与 2025 年持平或者小幅上涨，认为这些美国客户在 2026 年仍会有一定程度的谨慎，或许会在年内逐步减弱。此客户群体在未来将是助力公司提高升入上限的一个驱动因素之一。
- 4) **CDMO 和临床 CRO 业务整合**：1) CDMO 业务的发展趋势非常好，公司是全球领先的 DP 服务商，同时在生物药 DS 上也具备一定的竞争力。目前全球无菌灌装产能供应进一步紧张，因此公司收购了赛诺菲的美国新泽西工厂，同时由于**客户有意增加美国境内的生产**，公司因此获得订单。**CDMO 业务在 2025 年强劲增长，公司预计在此后几年将加速增长。**2) **临床 CRO 业务逐季度改善**，2025 年下半年恢复正增长，其中 4Q25 中单位数增长，客户订单增速快于收入增速，并持续展现强劲趋势。与 OpenAI 的合作将专注于提升临床 CRO 的服务能力和效率，但由于临床试验是高度监管的领域，AI 在此领域的应用是一个长期的过程。待客户验证 AI 可以提高投资回报，便会更积极的拥抱 AI 技术去拓展管线。3) 整合了 CDMO 和临床 CRO 的 Accelerator 业务意在提升客户项目的执行效率、缩短药物上市时间，目前此组合业务形成的差异化能力正为临床 CRO 和 CDMO 业务带来有意义的订单。
- 5) **增速展望**：2025 年的内生增速包含了 1 个点的新冠收入减少的负面影响，若加回，2025 年内生收入将同比增长 3%。新冠收入减少的负面影响预计在未来两年内将减弱，允许公司业绩在此基础上改善。尽管从 2026 年 1 月份与客户的会议来看管理层对现在的市场状况乐观，仍预计 2026 年内生收入将增长 3%-4%。长期来看，仍认为市场基本面支持 3%-6% 的内生增长。
- 6) **分区域的收入增速拆分**：2025 年北美和欧洲市场增速相比 2024 年均提速，中国市场则加速下降，但所有市场均呈现逐季度改善的趋势。1) 2025 年全年北美市场低单位数增长 (vs 2024 低单位数下降；1Q25：持平；2Q25：低单位数增长；3Q25：低单位数增长；4Q25：低单位数增长)；2) 欧洲市场中单位数增长 (vs 2024 持平；1Q25：低单位数增长；2Q25：低单位数增长；3Q25：中单位数增长；4Q25：中单位数增长)；3) 亚太市场低单位数增长 (vs 2024 低单位数增长；1Q25：低单位数增长；2Q25：低单位数下降；3Q25：中单位数增长；4Q25：低单位数增长)，其中中国市场中单位数下降 (vs 2024 低单位数增长；1Q25：中单位数下降；2Q25：高单位数下降；3Q25：中单位数下降；4Q25：低单位数下降)。
- 7) **分终端客户类型的收入增速拆分**：作为公司最大的客户群体，制药行业收入增长相

比2024年提速，由生物工艺和CXO业务驱动，其他客户群体基本维持2024年的增长趋势。1) 药企和 biotech 终端全年同比中单位数增长 (vs 2024: 低单位数增长; 1Q25: 低单位数增长; 2Q25: 中单位数增长; 3Q25: 中单位数增长; 4Q25: 高单位数增长)，由生物工艺 (bioproduction)、研究/安全市场渠道、分析设备和 CDMO 业务共同驱动，其中临床 CRO 在 4Q25 表现亮眼，同比增长中单位数的增长。2) 学术和政府终端全年同比低单位数增长 (vs 2024: 低单位数增长; 1Q25: 低单位数下降; 2Q25: 中单位数下降; 3Q25: 低单位数下降; 4Q25: 低单位数下降)，受美国和中国市场环境的压制。3) 工业和应用终端全年同比低单位数增长 (vs 2024: 低单位数增长; 1Q25: 低单位数增长; 2Q25: 低单位数下降; 3Q25: 中单位数增长; 4Q25: 低单位数下降)，由研究/安全市场渠道和电子显微镜业务驱动。4) 诊断和医疗健康终端全年同比持平 (vs 2024: 低单位数下降; 1Q25: 低单位数增长; 2Q25: 低单位数下降; 3Q25: 低单位数下降; 4Q25: 低单位数增长)。

国内市场对标企业：

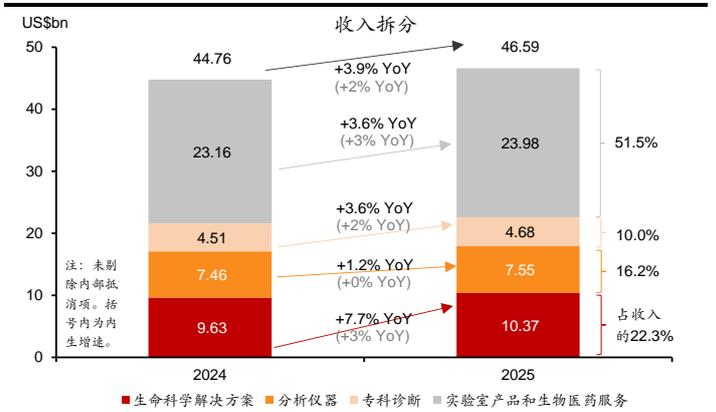
建议关注具备国产替代潜力的生命科学服务商。建议关注效率高且产能规模大的 CDMO 公司，如药明康德、药明生物；建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药。

图 28: 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 29: Thermo Fisher: 收入拆分 (2025)



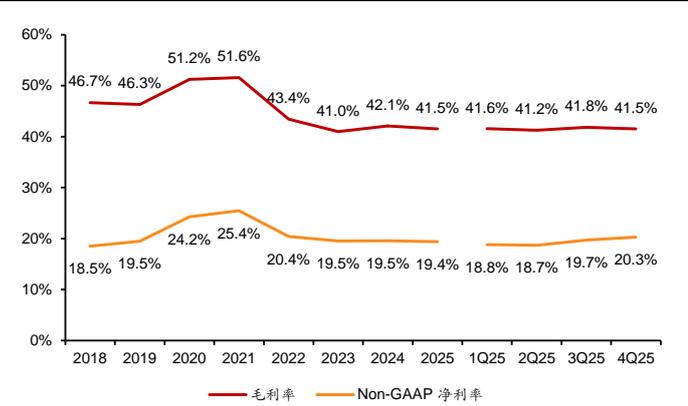
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 30: Thermo Fisher: 历年收入增速拆分

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

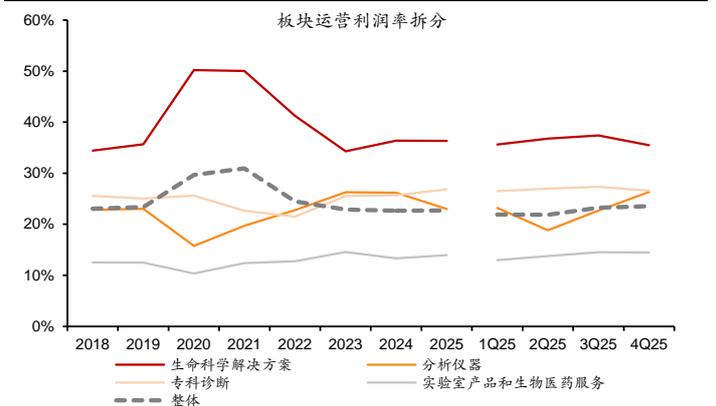
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 由于四舍五入原因数据加总有出入

图 31: Thermo Fisher: 历年毛利率及净利率



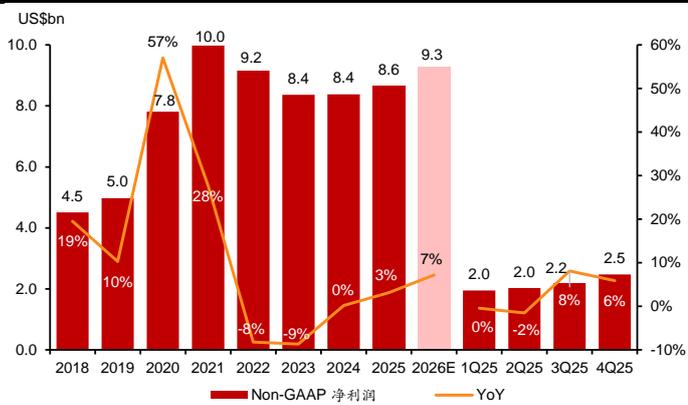
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 32: 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

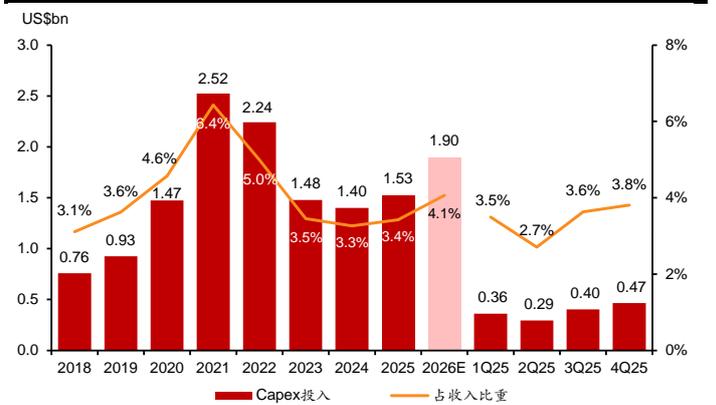
图 33: Thermo Fisher: 历年 non-GAAP 净利润



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2026年 non-GAAP 净利润增速基于 non-GAAP EPS 指引中值

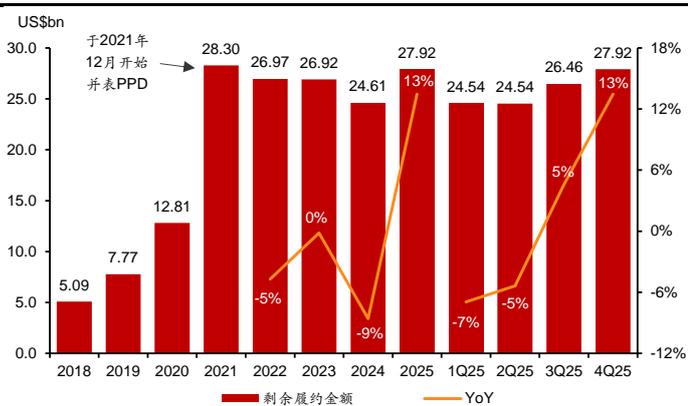
图 34: Thermo Fisher: 历年资本支出



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 35: Thermo Fisher: 历年剩余履约金额 (Remaining Performance Obligations)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

## Sartorius (SRT DE, 未评级)

### 2025 年度业绩概况:

欧洲生命科学上游龙头 Sartorius 公布 2025 年度业绩，收入同比增长 4.7% 至 35.4 亿欧元 (vs 2024: -0.4%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +7.7%/+2.7%/+6.3%/+2.3% YoY)，固定汇率 (constant currency/ CC) 下收入同比增长 7.6%，年度收入在 2022 年后首次恢复正增长。毛利率同比提升 1.2 个百分点至 46.3%；核心 EBITDA 利润同比增长 11.2% 至 10.5 亿欧元 (vs 2024: -1.8%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +12.4%/+11.4%/+14.8%/+7.1% YoY)，核心净利润同比增长 18.1% 至 3.3 亿欧元 (vs 2024: -17.3%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +21.3%/+6.9%/+25.3%/+21.5% YoY)。

分板块：1) 生物工艺解决方案收入同比增长 6.5% (CC: +9.5%) 至 28.7 亿欧元，占收入的 81.0%；2) 实验室产品和服务收入同比下降 2.5% (CC: +0.2%) 至 6.7 亿欧元，占收入的 19.0%。

**2026 年指引：**管理层首次给予 2026 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% (对应核心 EBITDA 金额同比至少增长 8.0%)。预计资本支出占收入的比重为 12.5% (与 2025 年持平)。

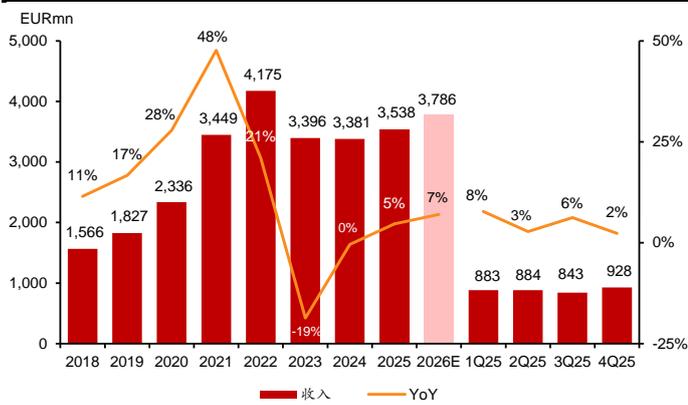
### 业绩电话会要点:

- 需求：2025 年客户的耗材需求回归正常，但对于设备的投资态度仍维持谨慎。**其中生物工艺板块的耗材收入 mid teens 增长，设备收入在年内已经企稳，下半年收入环比上半年双位数增长 (订单也是类似趋势)。新签订单强劲增长，增速快于收入，12 个月滚动订单收入比持续维持在 1x 以上，但在 4Q25 环比小幅下滑，新签订单绝对金额 (10 亿欧元) 与 4Q24 一致，是 2025 年内签单最高的季度。**行业趋势很明显得已经回到正轨，但是仍没有恢复至长期增速区间，特别是对设备而言。**管理层目前预计市场将持续正常化，积极的需求趋势将得以延续。现在已经持续看到小型 CDMO 客户越来越活跃的需求，无论是对于耗材还是设备，这些客户正在为自身管线的生产做好准备并开始建立存货，也是 Sartorius 管理层对未来积极展望的一个原因。
- 业绩指引：**虽然对于公司的订单增速有信心，但 2026 年的业绩指引区间比较宽，反映管理层对于市场宏观环境和地缘政治的谨慎态度。业绩指引的上限将基于耗材的持续增长以及设备恢复适度增长，指引下限意味着市场整体情况将恶化导致耗材收入增速放缓，但指引下线也不意味着设备收入将下滑。**管理层仍旧认为长期来看市场增速可以到 9% 左右。**
- 分区域的 2025 年收入增速拆分：**EMEA 市场收入同比增长 5.8% (CC)，此区域 2024 年恢复速度快于其他区域，因此 2025 年增长面临高基数的压力。美洲市场收入同比增长 8.9% (CC)。亚太市场收入同比增长 8.9% (CC)，其中中国市场持续

企稳，显现出复苏的早期信号，若剔除中国，亚太市场收入同比低双位数增长。

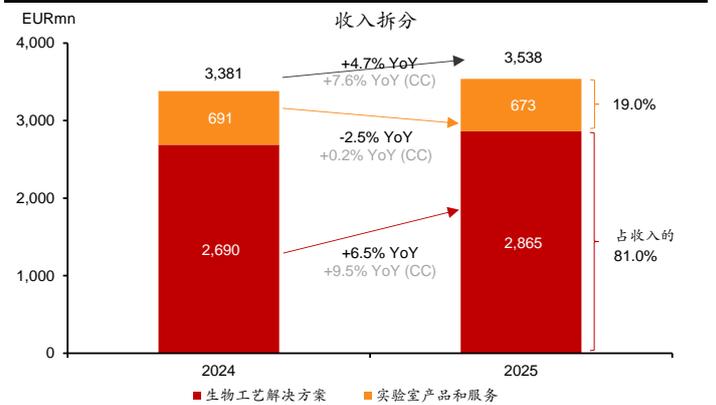
- 4) **MNC 在美投资的影响**: MNC 已宣布了多个在美投资计划，其中有些是真实承诺的投资，有些仍需要时间兑现。考虑到订单的转化时间，这些在美投资计划大概率不会在 2026 年对 Sartorius 贡献收入，公司 2026 年业绩指引也未考虑这部分影响，预计在 2027 年及之后这些投资会对收入带来更大贡献。Sartorius 与所有客户保持紧密联系，将支持客户的在美投资计划，正在跟客户沟通，但目前仍以了解 Sartorius 在这个过程中可扮演的角色为主，还没有谈论到具体的在美投资计划。客户在决定购买产品时的核心考量是技术和产品性能，并不是基于供应商的地理位置，因此管理层认为 Sartorius 也有很大潜力受益于 MNC 的在美投资趋势。凭借在美国本土的工厂，Sartorius 有能力承接这些业务，目前客户反馈是积极的。
- 5) **资本支出**: 2026 年管理层预计资本支出占收入比重至少 12.5% (25 年为 12.5%)，主要由于韩国工厂的建设。预计从 2027 年起，资本支出占收入比重将开始下降。
- 6) **中国市场**: 中国市场之前持续多年谈论的本土供应商抢占市场份额的逻辑即将结束，管理层认为现在 Sartorius 已可以维持在中国的市占率，并将受益于中国市场可能的适度增长。Sartorius 参与到了众多中国医药创新中，支持了多个中国资产的对外授权。短期内管理层预计中国市场整体仍将持平或者只有适度增长，并不预计会有大的转折发生，但长期看仍有转折的可能。同时，中国市场仍旧面临设备投资过剩的问题，因此预计中国设备需求在 2026 年仍将疲弱，但预计耗材将会保持适度增长。

图 36: Sartorius: 历年收入及增速



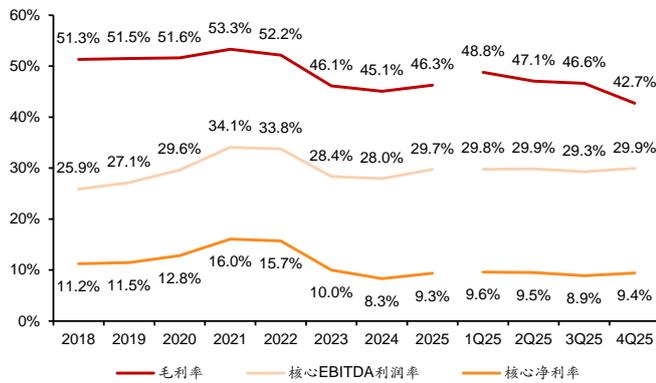
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2026 年收入增速基于指引中值

图 37: Sartorius: 收入拆分 (2025)



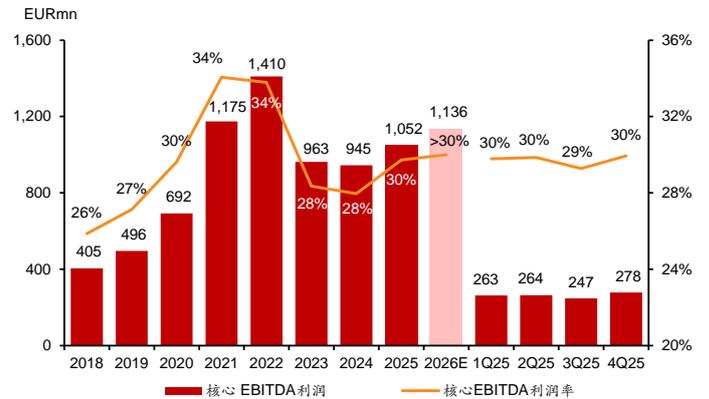
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 38: Sartorius: 历年毛利率及净利率



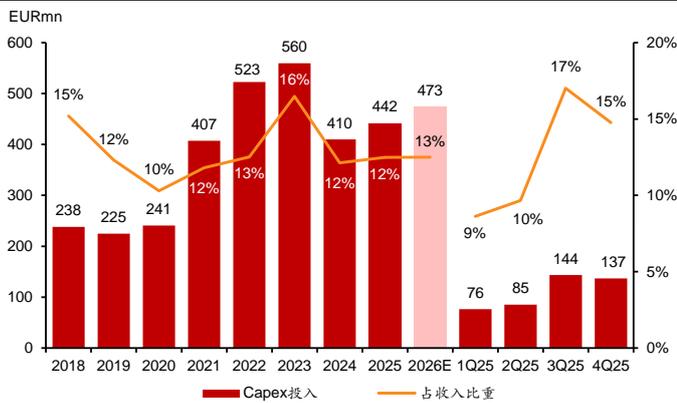
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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

## IQVIA (IQV US, 未评级)

### 2025 年度业绩概况:

全球临床 CRO 龙头 IQVIA 公布 2025 年度业绩, 收入同比增长 5.9% 至 163 亿美元 (vs 2024: +2.8%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +2.5%/+5.3%/+5.2%/+10.3% YoY), 收入增速比 2024 年加速, 且呈逐季度加速的趋势。毛利率同比减少 1.6 个百分点至 34.3%。Non-GAAP 净利润同比增长 1.3% 至 20.7 亿美元 (vs 2024: +7.4%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +2.4%/-0.2%/-1.5%/+4.3% YoY), Non-GAAP 净利润率同比减少 0.6 个百分点至 12.7%。

截至 2025 年底, 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 在手订单金额达到 327 亿美元, 相比 2024 年底增长 5.1% (vs 2024: +4.7%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +4.7%/+4.9%/+4.2%/+5.1% YoY)。2025 年订单收入比 (book-to-bill) 为 1.12 (vs 2024: 1.19; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: 1.02/1.12/1.15/1.18), 呈逐季度加速的趋势。基于订单收入比计算出的 2025 年新签订单同比下降 1.8% 至 100 亿美元 (vs 2024: -5.6%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: -16.8%/-9.6%/-1.5%/+8.1% YoY)。

分板块: 1) 科技与分析解决方案收入同比增长 7.6% (固定汇率/CC: +6.2%) 至 66 亿美元, 占总收入的 40.6%; 2) 研发解决方案收入同比增长 4.3% (CC: +3.5%) 至 89 亿美元, 占总收入的 54.5%; 3) 合同销售与医疗解决方案收入同比增长 9.7% (CC: +8.2%) 至 7.9 亿美元, 占总收入的 4.8%。

**2026 年指引:** 管理层预计 2026 年收入同比增长 5.2%-6.4%, Non-GAAP EPS 同比增长 5.3%-7.8%。分板块, 预计商业化解解决方案收入同比增长 6.8%-8.3%; 研发解决方案 (即临床 CRO 业务) 收入同比增长 3.4%-4.5%。

**1Q26 指引:** 管理层预计 1Q26 收入同比增长 5.8%-8.4%, Non-GAAP EPS 同比增长 2.6%-6.3%。

### 业绩电话会要点:

- 宏观环境:** 2025 年行业面临宏观经济、政府政策不确定性及持续的高利率压力。这导致了客户决策缓慢和 Biotech 融资受限, 影响了上半年的订单。但随着时间推进, 宏观环境有所稳定, 需求指标变得更加有利, 资金状况也逐渐好转。
- 需求:** 核心需求指标在 4Q25 持续改善。项目管线数同比增长 10%, 增长来自所有客户群体。询单双位数增长, 其中大药企和新兴 biotech 客户贡献最大。项目赢得率同比提升几个点。4Q25 的项目取消率略高于正常范围, 但这并非宏观原因, 而是由于某些临床试验失败。在临床阶段, 客户倾向于把真实世界研究应用在更早期的临床实验中。在商业化领域, 客户对于综合商业化服务商 (从分析到调研到销售) 的需求程度更高。
- IQVIA 在 AI 上的数据优势:** AI 智能体需要三个要素: 能够被 AI 消化且成规模的数据、专业知识和技术, IQVIA 拥有前两者作为深厚竞争壁垒, 而技术可以通过外部购买获得。在数据壁垒方面, 1) 不同于法律、消费和金融等行业, IQVIA 的数据

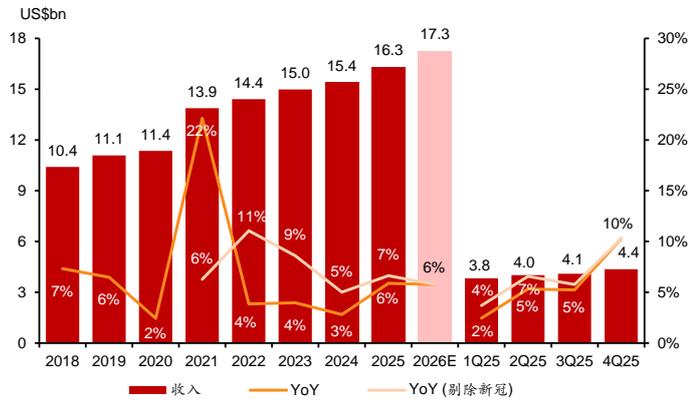
是专有的和非公开的，通用 AI 模型无法抓取这些数据；2) IQVIA 的数据是来源可靠的、脱敏的、清洗后的可直接适配算法的数据，这项工作耗资巨大，IQVIA 已在这方面成规模地投入了十多年，至今没有其他公司可以复制；3) 医疗数据是动态变化的，需持续更新；4) 医疗数据受到严格的法规和隐私合规限制，且这些限制在不同国家和地区也是不同的；5) 医疗数据在规模和复杂度上需满足互通性、相关性、完整性、可追溯性、可靠性和可关联性要求，其他任何行业的数据复杂度都无法与之相比；6) IQVIA 向客户出售的只是基于部分数据产生的最终产品，而这些产品背后的完整数据集是耗时且颗粒度非常高的，但这正是训练差异化和专有化 AI 智能体的必须基础数据。

- 4) **IQVIA 在 AI 上的专业知识优势：**在训练 AI 的专业知识上，需要深厚的医疗专业领域知识解读复杂数据，以确保 AI 智能体工作的精准度和合规性，这正是 IQVIA 一直呼吁的医疗级 AI，它不仅可以允许 IQVIA 提供差异化的临床服务，也能在商业化阶段帮助客户，因此已经看到客户对于 AI 赋能的分析服务增长的需求，更多跟大药企的相关合作正在商谈中。在过去的一年中，IQVIA 利用自身专有数据训练并已在超过 30 个场景内部署了超过 150 个 AI 智能体，合作领域包括临床和商业化。通常每个医疗场景需要部署多个 AI 智能体，但有些 AI 智能体的成本极高，这需要医疗专业知识去帮助选择最佳的 AI 智能体组合。
- 5) **IQVIA 在 AI 时代的机会：**AI 对于 IQVIA 是机会，不是挑战。在 AI 数据和专业知识上的投入是相当大的，只有在临床和商业化领域、在多种疾病领域以及在全球市场均具备规模的玩家才能让这笔投入具备经济效益。IQVIA 服务上万个客户，在规模上已具备这种能力。IQVIA 在 AI 领域能做的事情，药企也能做，但药企没有这么做，因为与 IQVIA 合作才是更理性和更经济的决策。一些低端的咨询和分析工作可能会被 AI 替代，但同时看到客户对于下一代信息数据管理服务的需求正在增长，例如客户对于综合商业化服务（从分析到调研到销售）的需求。中大型药企对公司的 DAAS 服务（data-as-a-service）有强劲的需求，该服务整合了 IQVIA 自有的全球和区域数据，结合第三方的数据资源，可构建合规的、可扩张的技术构架。在临床业务中，多个客户基于 AI 能力选择了与 IQVIA 合作来提高临床试验效率，例如 AI 赋能的临床规划工具来加速项目进展、定制化 AI 解决方案优化患者随机入组和药物供应。大药企在谈论 AI 时，99% 的时候指的是将 AI 用于上游药物发现以及预测药物的临床成功率，这不会导致临床试验减少。相反，大药企客户反馈他们会进行更多临床试验，且这些实验的成功率将更高。
- 6) **定价：**尽管面临大药企的重新采购服务的压力，但 IQVIA 并未看到单纯的价格打压，而是通过生产力提升来维持竞争力。
- 7) **收购：**通过收购一处位于英国的设施加强了在临床 1 期阶段的服务能力，同时收购 NEXT Oncology 扩充了 SMO 业务在早期肿瘤临床试验中的患者招募服务能力。

国内市场对标企业：

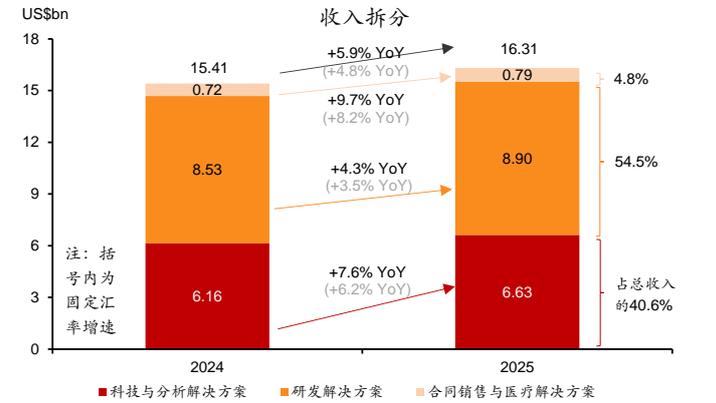
国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、康龙化成。

图 41: IQVIA: 历年收入及增速



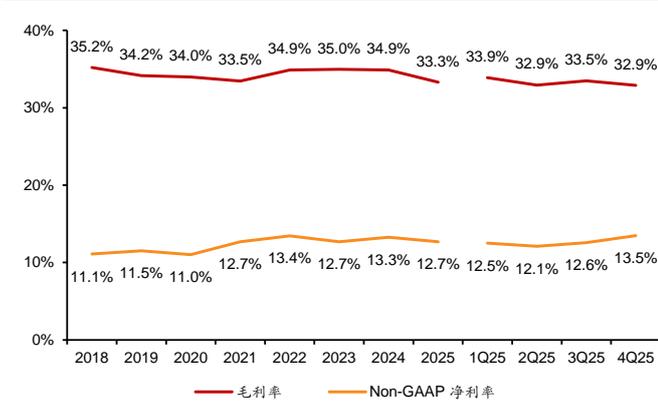
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2026 年收入增速基于指引中值

图 42: IQVIA: 收入拆分 (2025)



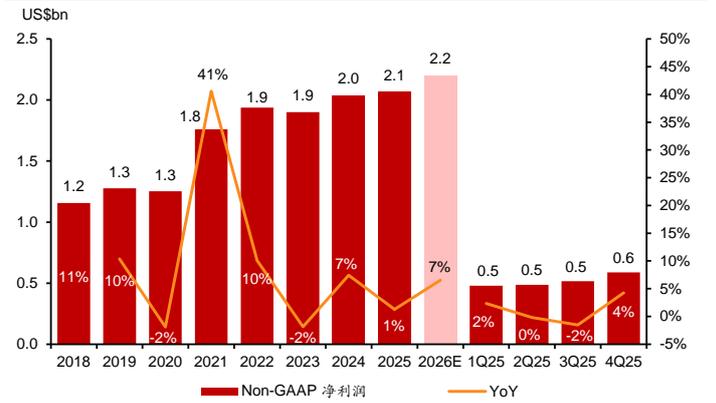
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: IQVIA: 历年毛利率及净利率



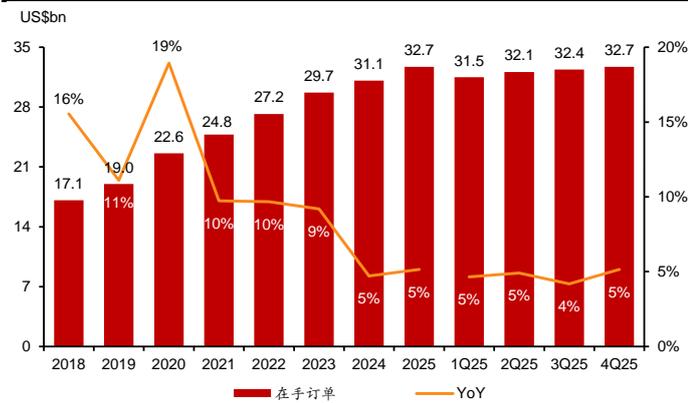
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: IQVIA: 历年 non-GAAP 净利润



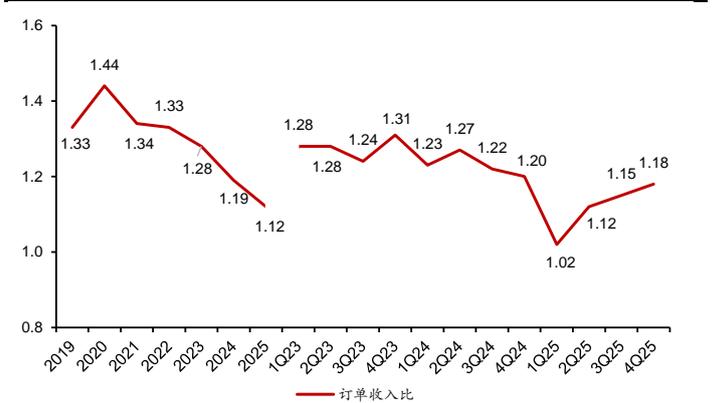
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2026 年 non-GAAP 净利润增速基于 non-GAAP EPS 指引中值

图 45: IQVIA: 历年在手订单



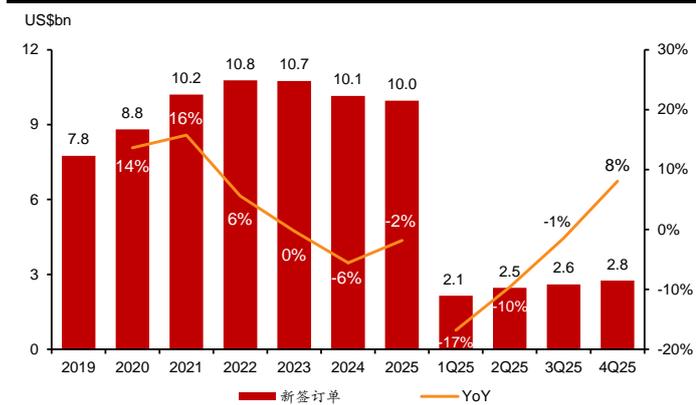
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 46: IQVIA: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 47: IQVIA: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 新签订单根据订单出货比计算得出, 与公司披露口径 (如有) 有差异

## Medpace (MEDP US, 未评级)

### 2025 年度业绩概况:

美国临床 CRO 公司 Medpace 公布 2025 年度业绩，收入同比增长 20.0% 至 25.3 亿美元 (vs 2024: +11.8%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +9.3%/+14.2%/+23.7%/+32.0% YoY)，其中小型生物制药公司贡献 82% 的收入 (vs 2024: 79%)，收入增速比 24 年显著提速，且呈逐季度加速的趋势。毛利率同比减少 1.1 个百分点至 30.1% (vs 2024: 31.1%)，GAAP 净利润同比增长 11.6% 至 4.5 亿美元 (vs 2024: +43.0%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +11.7%/+2.2%/+15.3%/+15.5% YoY)。

截至 2025 年底，在手订单金额达到 30.3 亿美元，相比 2024 年底增长 4.3% (vs 2024 年: +3.2% YoY)。2025 年全年新签订单 26.5 亿美元，同比增长 18.7% (vs 2024: -5.4%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: -18.8%/+12.6%/+47.9%/+39.1% YoY)。全年订单收入比为 1.05x (vs 2024: 1.06x; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: 0.90x/1.03x/1.20x/1.04x)。截至 2025 年底，员工人数为 6,228 人，相比 2024 年底增长 5.7% (vs 2024 年: +0.4% YoY)。

**2026 年指引:** 管理层首次给予 2026 年业绩指引，预计 2026 年收入同比增长 8.9%-12.8%，GAAP 净利润同比增长 8.0%-13.3%。

### 业绩电话会要点:

- 1) 需求: 4Q25 项目取消提升**，绝对金额和占比均是过去一年的最高值。项目取消并不来自特定大项目，而是广泛分布在公司所有订单中，一些取消的订单是由于药物临床失败所致。项目取消在代谢领域稍多，肿瘤订单仍是最快增长的疾病领域，其他疾病领域订单保持正常。更高的项目取消导致 4Q25 订单收入比走低至 1.04x，低于之前的预期。询单同环比均有所增长。若加回取消的订单，2025 年毛新签订单显著高于 2024 年。需要注意的是，考虑到订单转化速率不断提高，业绩增长不必基于很高的订单收入比。**管理层不认为如此高的项目取消可以持续，客户决策流程仍旧是顺利的**，没有出现新的意外变化，特别是在融资改善了很多的情况下。市面上仍有不错的业务机会，认为整体业务环境令人满意，市场趋势正走在正确的方向上。
- 2) 代谢领域研发过度集中:** 代谢领域收入占比从 2024 年的 22% 提升至 2025 年的 29%，也驱动公司过手费的增长。**代谢领域的临床集中在减重和糖尿病适应症，MASH 领域也有一定的集中现象。但管理层不认为现在代谢领域的研究有过度集中的问题**，现阶段这对公司不构成风险。预计 2026 年代谢领域收入占比将下降至正常区间 (伴随的过手费收入也将减少)，将对公司整体增速带来负面影响。
- 3) AI 的影响:** 目前判断 AI 改变临床 CRO 行业还为时过早，但认为这些变化会慢慢展现出来。管理层认为 2026 年 AI 还无法助力临床 CRO 效率提升，但从长期来看，AI 带来的效率提升一部分由服务提供商享受，也将同时使客户受益。**AI 将会刺激更多临床开发**。一些公司提供的服务如果可以被 AI 更有效率的做出来，AI 将是利空，但这种事情发生需要多年时间。管理层表示还很难看到这种变革中的业务机会，

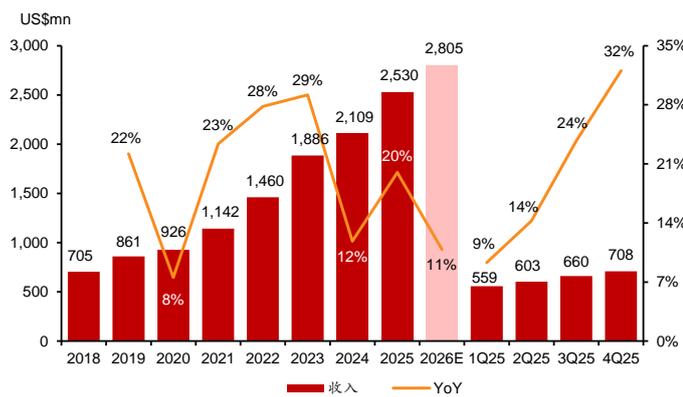
Medpace 期望使用更多 AI 工具来提升效率，今年将会推出一些 AI 应用，主要聚焦提升内部效率和辅助数据分析和临床试验点选择，但长期来看这可能会减少对于员工数量的需求，也将一定程度上减少收入。

- 4) **员工招聘**：管理层预计 2026 年员工数量将中至高单位数增长，相比 2025 年将加速。
- 5) **竞争和定价**：大型临床 CRO 仍旧向之前那样对 biotech 客户采取激进的价格策略，这种情况一直都存在，并没有看到任何趋势性的变化，公司竞标时看到的竞争对手与 5 年前是相同的。很多的客户被 MNC 收购，长期来看这将导致公司失去订单，短期来看公司没有丢失过任何正在进行的项目，但基于公司有大量的客户群，MNC 收购 biotech 对于 Medpace 来说不会带来问题。

国内市场投资建议：

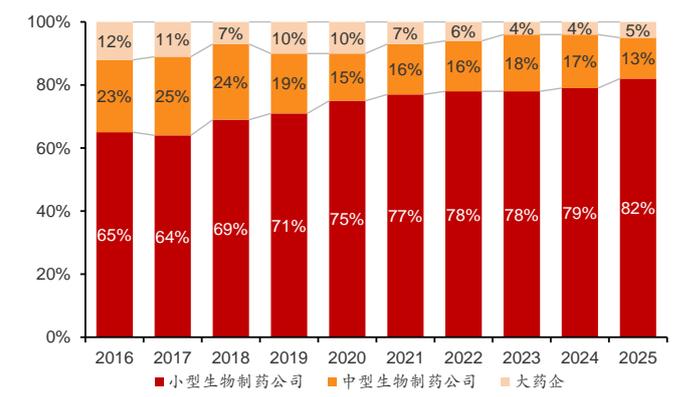
建议关注国内+国际临床运营经验丰富的临床 CRO 公司，如泰格医药、康龙化成。

图 48: Medpace: 历年收入及增速



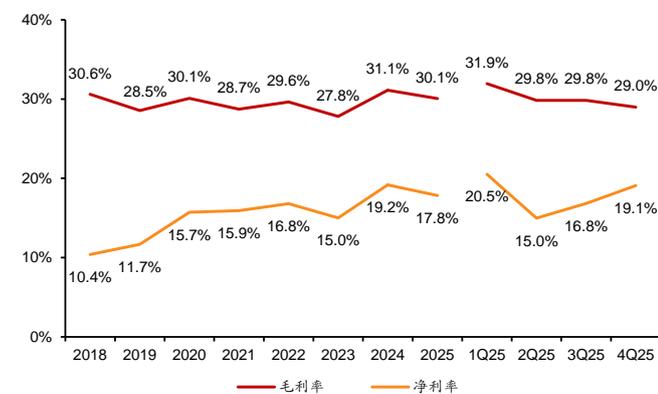
资料来源：公司财报，招银国际环球市场  
注：2026 年收入增速基于指引中值

图 49: Medpace: 按照客户类型的历年收入拆分



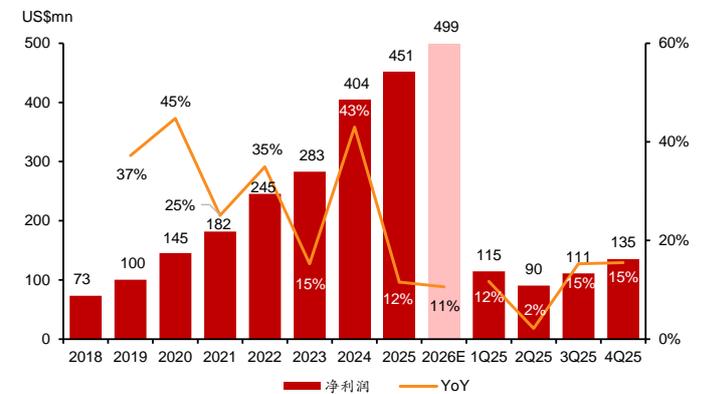
资料来源：公司财报，招银国际环球市场  
注：大药企为全球收入前 20 的药企，年收入小于 2.5 亿美元的为小型生物制药公司。

图 50: Medpace: 历年毛利率及净利率



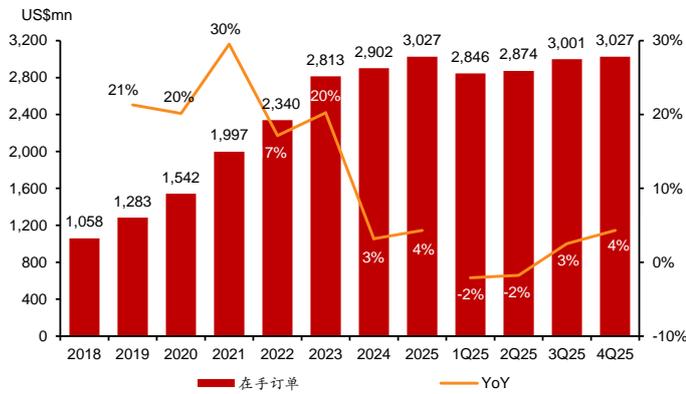
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 51: Medpace: 历年净利润及增速



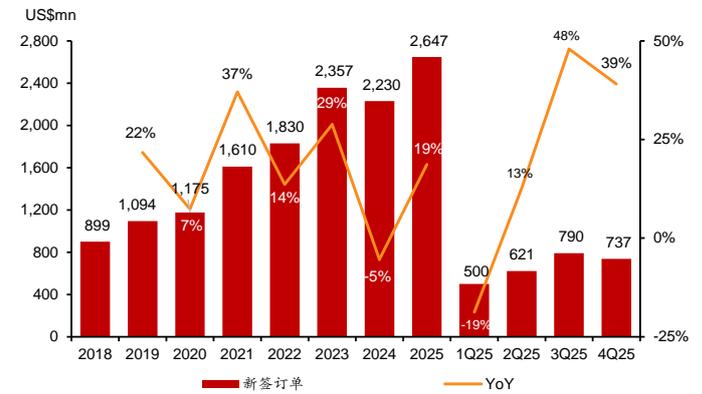
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 52: Medpace: 历年在手订单



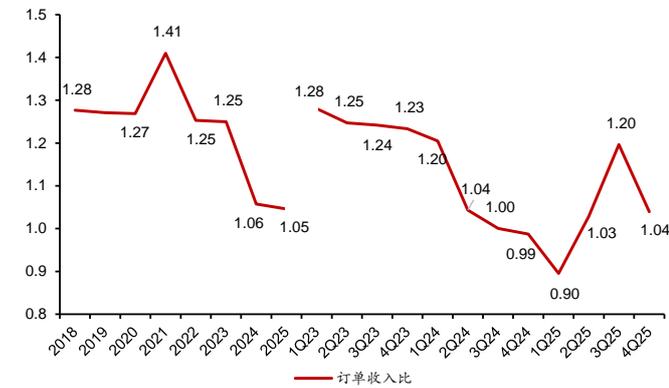
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 53: Medpace: 历年新签订单



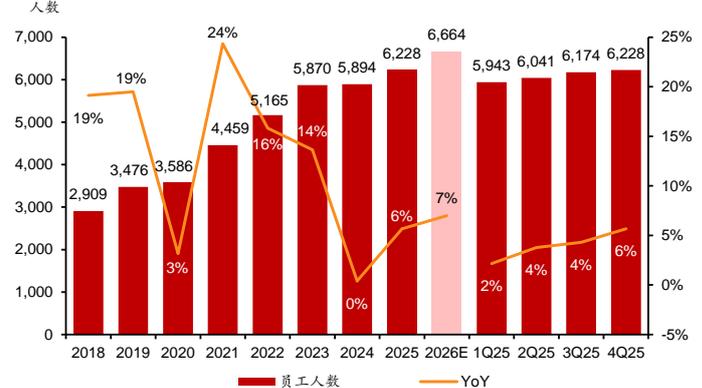
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 54: Medpace: 历年订单出货比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 55: Medpace: 历年员工人数



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 2026年员工人数基于公司指引: 中至高单位数增长

## Charles River (CRL US, 未评级)

### 2025 年度业绩概况:

全球药物安评 CRO 龙头 Charles River 公布 2025 年度业绩，收入同比下降 0.9% 至 40.2 亿美元 (vs 2024: -1.9%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: -2.7%/+0.6%/-0.5%/-0.8% YoY)，其中内生收入同比下降 1.6% (vs 2024: -2.8%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: -1.8%/-0.5%/-1.6%/-2.6% YoY)。毛利率同比提升 0.1 个百分点至 33.0%，Non-GAAP 净利润同比下降 3.9% 至 5.1 亿美元 (vs 2024: -2.9%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +1.3%/+6.2%/-10.0%/-13.0% YoY)，Non-GAAP 净利润率同比减少 0.4 个百分点至 12.8%。

**2025 年新签订单 22.8 亿美元，同比增长 12.8%** (vs 2024: +5.6%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +21.3%/+5.0%/-5.4%/+30.4% YoY)，连续两年正增长。**2025 年订单收入比为 0.95x (vs 2024: 0.82x)**，其中 4Q25 为 1.12x，为 2022 年后的最高值。截至 4Q25，药物发现与安评板块的在手订单金额为 18.6 亿美元，相比 2024 年底下降 5.6% (vs 2024: -19.6%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: -15.3%/-10.6%/-15.1%/-5.1% YoY)，4Q25 环比 3Q25 增长 3.3%。

分板块：1) 研究模型与服务板块 (RMS) 收入同比增长 2.0% (内生: +1.2% YoY) 至 8.5 亿美元，资本支出同比下降 39.4%；2) 药物发现与安评板块 (DSA) 收入同比下降 2.0% (内生: -2.6% YoY) 至 24.0 亿美元，资本支出同比增长 3.6%；3) 生产板块收入同比下降 0.4% (内生: -1.6% YoY) 至 7.7 亿美元，资本支出同比增长 7.6%。

**2026 年指引**：管理层首次给予 2026 年业绩指引，预计 2026 年收入同比增长 0.0%-1.5%，其中内生收入同比下降 0.0%-1.0%，Non-GAAP EPS 同比增长 4.1%-8.9%。分板块内生收入增速，预计 RMS 板块同比低到中单位数下降，DSA 板块同比低单位数下降至小幅增长，生产板块同比低单位数增长。

**1Q26 指引**：管理层预计 1Q26 收入同比持平至小幅下降，内生收入同比低单位数下降，Non-GAAP EPS 同比下降 17-19% (high teens)。

### 业绩电话会要点:

- 客户需求**：2025 年内生物医药行业需求企稳，带来了 DSA 业务新签订单的大幅度改善，特别是在 1Q25 和 4Q25。在 2025 年内的不同时间段内，大药企和中小 biotech 客户的需求均展现出改善的信号。在 2024 年暂缓支出后，很多大药企客户在 2025 年初预算释放后立刻开始推进项目，带来强劲的 DSA 新签订单。Biotech 融资在 2025 年上半年放缓，导致中小型 biotech 客户的需求在年中放缓。然而，随着融资在下半年再度增长，特别是 4Q25 的融资额创纪录，biotech 客户成为下半年 DSA 订单收入比 (4Q25 为 1.1x) 逐季度改善的主要驱动力。来自大药企和中小 biotech 客户收入均在年内小幅下滑。4Q25 的大药企收入同比实质性反弹，中小型 biotech 客户的收入同比小幅下滑，由于 2025 年中 DSA 业务需求较弱 (从 DSA 签单到产生收入需 1-2 个季度)。管理层谨慎乐观的认为 DSA 业务的需求趋势将延续至 2026 年，并在 2026 年下半年带动 DSA 业务和整个公司的内生收入回到

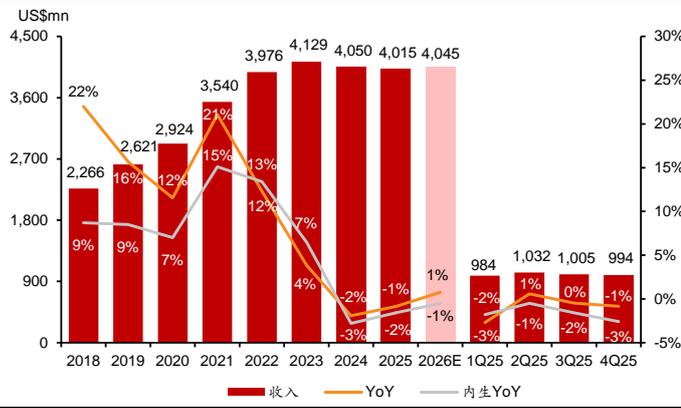
正增长。

- 2) **非动物模型及 AI**: CRL 持续聚焦构建非动物模型 (NAM) 产品, 认为这些技术将支持和互补现有的安评工作。**NAM 虽具备前景, 但仍旧面临数据不足以及概念验证的挑战。因此 NAM 的应用将是一个在科学技术进步的基础上的长期过程, 特别是在受监管的药物安评领域。**在公司从 2025 年初开始对外谈论 NAM 至今, 药物开发领域还没有出现显著变化, CRL 也没有感受到任何客户行为的显著变化, 但跟客户有更多关于 NAM 的对话。对 AI 担忧造成股价的波动感到惊讶。AI 是 NAM 的一种, CRL 认可 NAM 作为科技进步带来的好处, 长期来看认为 AI 将助力公司的业务, 而不是颠覆。公司的很多大型药企客户已经在药物研发领域应用 AI 多时, 这并不是一个全新的概念。管理层持续认为 CRL 是帮助客户和监管机构验证 NAM 的关键合作伙伴。AI 可以助力药物研发, 但在安评领域尚无太多实践。尽管如此, CRL 也在拥抱 AI 技术, 将其应用在诸如虚拟对照、报告撰写以及销售等领域, 并将继续扩大 AI 的应用范围。
- 3) **药物发现与安评板块 (DSA)**: 由于课题数量减少 (特别是药物发现阶段的课题), 4Q25 的 DSA 内生收入同比下滑 3.3%, 但 DSA 服务价格保持相对稳定。**客户对 NHP 相关研发需求走高, 带动 NHP 相关收入实质性增长, 年度 NHP 使用量同比增长 10.3% 至 1.285 万只, 此趋势反映出客户对于传统动物安评实验的持续依赖性,**尽管 CRL 和行业当前均在积极测试和扩大 NAM 的应用前景。NHP 相关课题数量在 4Q25 继续走高, 并预计将在 1Q26 延续。DSA 订单收入比在 4Q25 达到 1.12x, 远好于 3Q25 的 0.82x, 主要由中小型 biotech 客户驱动, 但大药企客户对于订单增长也有贡献。4Q25 和年内大部分时间内的询单保持稳定改善趋势, 项目取消延续 3Q25 的趋势保持在低位。基于上述趋势, 管理层相信有利的 DSA 需求趋势将在 2026 年持续, 但这种改善将是非线性的 (类似 2025 年), 4Q25 以及近期不错的订单将会从 2Q26 开始体现在业绩上, 特别是在下半年。
- 4) **实验模型板块 (RMS)**: RMS 收入受到北美市场小型试验动物收入下降的影响, 由于大药企和中型 biotech 客户的内部研发活动仍未完全复苏。来自学术和政府机构的收入保持稳定, 但政府政策的不确定性 (包括 NIH 经费) 导致收入增速放缓。小型试验动物价格在北美和欧洲继续上涨, 欧洲出货量下滑, 但中国的出货量持续快速增长。
- 5) **中国市场**: 目前仅有 RMS 业务布局了中国市场, 随着中国本土创新能力的提高和政府投资支持, 以及考虑到中国巨大的病人群体和监管要求本土开发的药物需在本土进行测试, **CRL 正在积极考虑在中国市场布局其他业务,** 预计中国收入占比将会逐渐提高。
- 6) **NHP 供应**: 柬埔寨 KF 猴场长期以来一直是 CRL 的 NHP 供应商, 收购 KF 猴场带来的 NHP 成本节约将从 2026 年下半年开始带来有意义的运营利润率提升。**基于收购的 KF 和 Noveprim 猴场, CRL 内部将可满足大部分公司的 NHP 需求。**

国内市场对标企业：

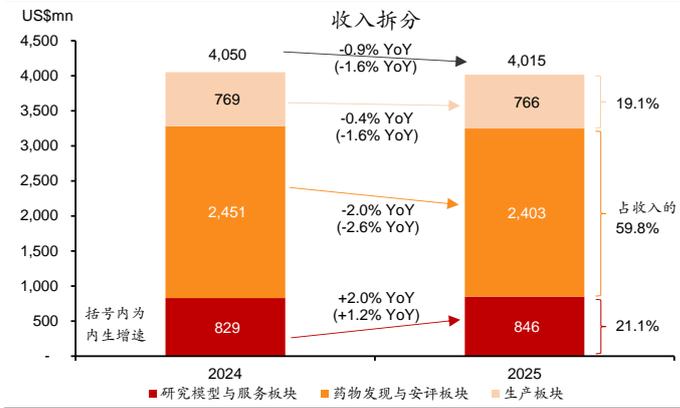
国内涉及药物安评的CXO，如昭衍新药、药明康德、康龙化成。

图 56: Charles River: 历年收入及增速



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

图 57: Charles River: 收入拆分 (2025)



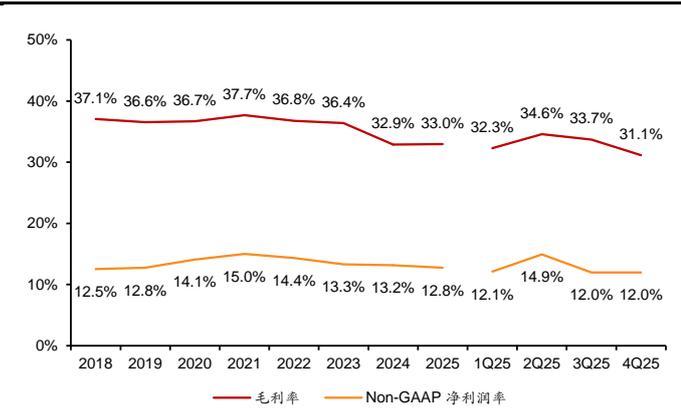
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 58: Charles River: 收入增速拆分

收入增速拆分	2022		2023		2024		2025		2026E	
	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速	表现增速	内生增速
总收入	12.3%	13.4%	3.9%	6.5%	-1.9%	-2.8%	-0.9%	-1.6%	(+0.0%) - (+1.5%)	(-1.0%) - (+0.0%)
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%	低到中单位数下降	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%	持平至低单位数增长	低单位数下降至小幅增长
生产板块	6.3%	5.3%	-8.6%	2.0%	6.6%	6.8%	-0.4%	-1.6%	中到高单位数增长	低单位数增长

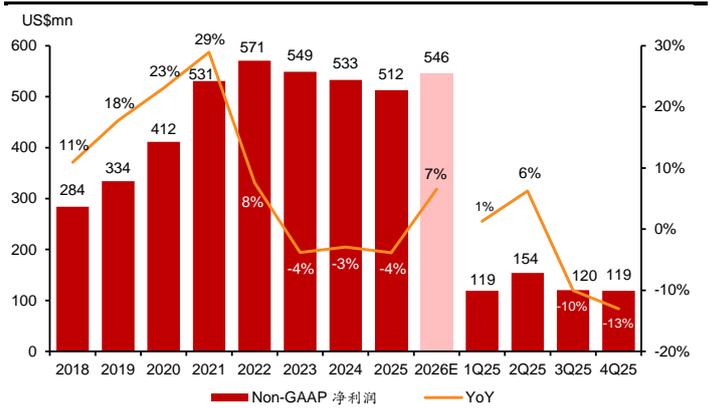
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 59: Charles River: 历年毛利率及净利率



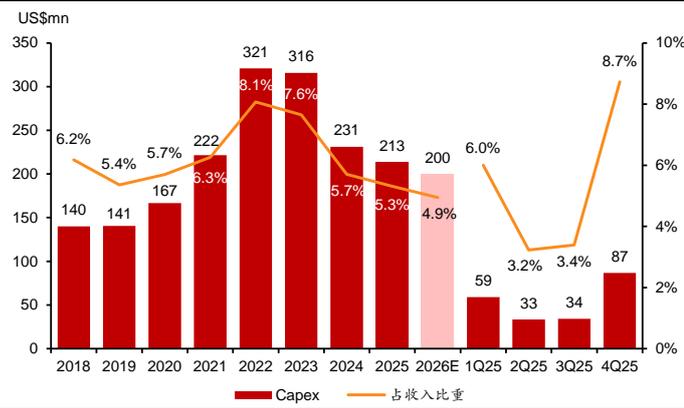
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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



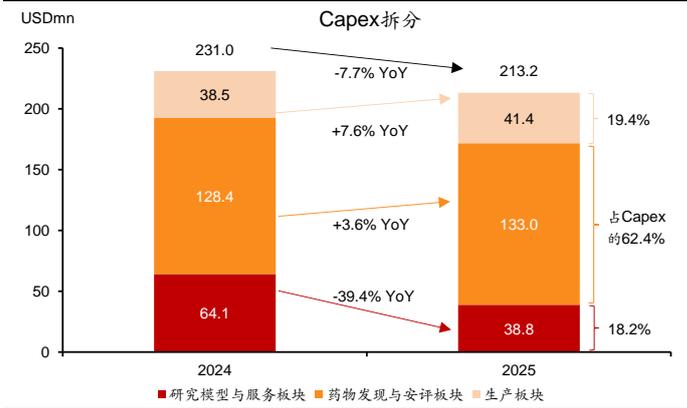
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2026年利润增速基于 non-GAAP EPS 指引中值

图 61: Charles River: 历年资本支出占比



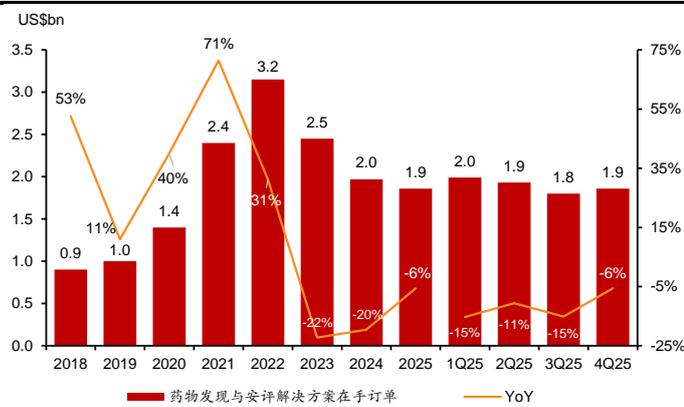
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 62: Charles River: 资本支出拆分 (2025)



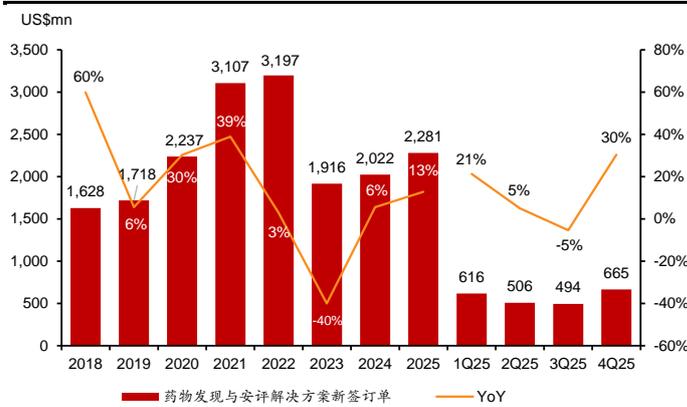
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 63: Charles River: 历年在手订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

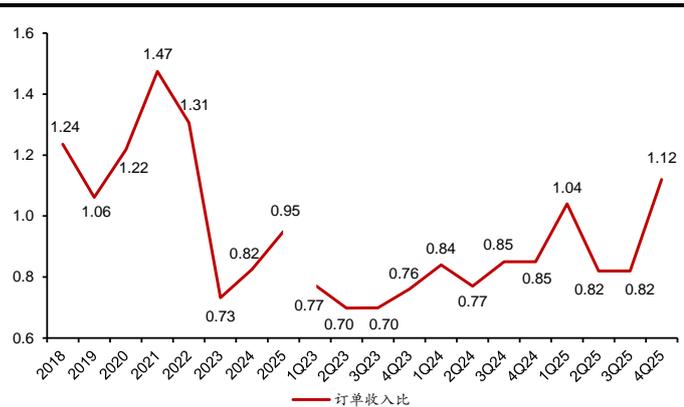
图 64: Charles River: 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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 65: Charles River: 历年订单收入比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

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)

### 2025年度业绩概况

**财务:** 全球生物药 CMO 龙头三星生物 (Samsung Bio) 公布 2025 年度业绩, 收入 (仅包括 CMO 业务, 下同) 同比增长 30.3% 至 4.56 万亿韩元 (约 32.1 亿美元), 相比 2024 年显著提速 (vs 2024: +19.0% YoY; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +49.3%/+25.2%/+17.9%/+35.4% YoY)。毛利率同比提高 6.2 个百分点至 55.2% (vs 2024: 49.0%; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: 54.2%/55.8%/58.5%/52.3%)。净利润同比增长 55.2% 至 1.61 万亿韩元 (约 11.4 亿美元), 相比 2024 年显著提速 (vs 2024: +11.1% YoY; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +79.9%/+22.3%/+53.1%/+74.2% YoY)。

**2026 年业绩指引:** 管理层首次给予全年业绩指引, 预计 2026 年 CMO 收入同比增长 15-20%。

**订单:** 2025 新签订单 49 亿美元, 续创公司历史新高, 同比增长 14.0%, 较 2024 年增速放缓 (vs 2024: +69.7% YoY; 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +200.0%/+50.0%/+27.3%/-47.6% YoY)。基于累计合同额和收入计算出 2025 年末在手订单约 104.5 亿美元, 同比增长 26.4%, 较 2024 年增速放缓 (vs 2024: +39.4% YoY; 截至 1Q25/2Q25/3Q25/4Q25: +53.7%/+56.5%/+52.2%/+26.4% YoY)。

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

公司已在韩国仁川购买额外土地建设其 Bio Campus II, 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。

2025 年 12 月宣布将以 2.8 亿美元从 GSK 购买一处位于美国马里兰州的生产设施, 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。收购预计将在 1Q26 完成。

**项目管线:** 截至 4Q25 末, 公司管线内有 107 个 CMO 项目 (vs 2024 年底的 99 个), 164 个 CDO 项目 (vs 2024 年底的 133 个)。公司正在逐步强化其“D”端能力, 连续多年推出相关技术平台, 在 2024 年公司推出 S-tensify (细胞培养平台)、SelecTailor (定制开发服务)、S-AfuCHO (细胞系平台) 和 S-OptiCharge (上游工艺开发平台)。在 2025 年 6 月推出 Samsung Organoids (药物筛选服务)。

**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：

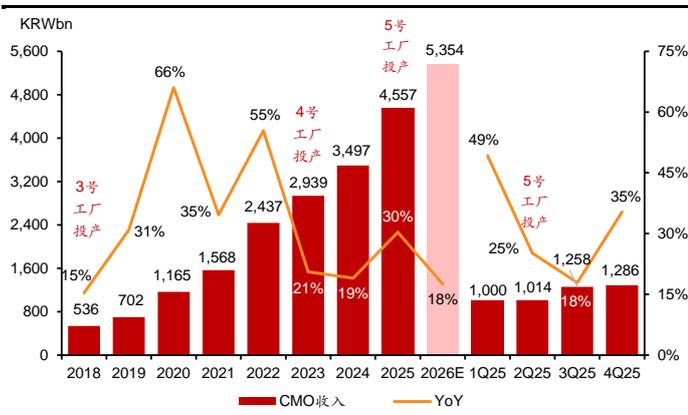
全球市场认可度高且产能规模大的生物药CMO公司，如药明生物。提示注意亚洲市场竞争对手对国内生物药CMO公司在获取海外订单上的潜在影响。

图 66: Samsung Bio: 产能建设规划

工厂	Bio Campus I					Plant in US	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	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	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	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			
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	建设中	建设中

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

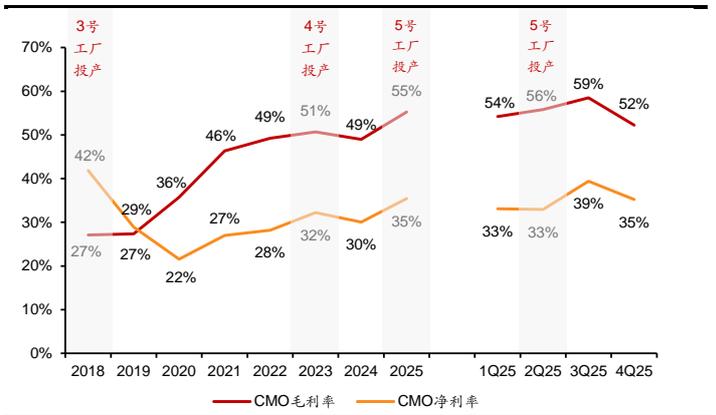
图 67: Samsung Bio: CMO 历年收入及增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

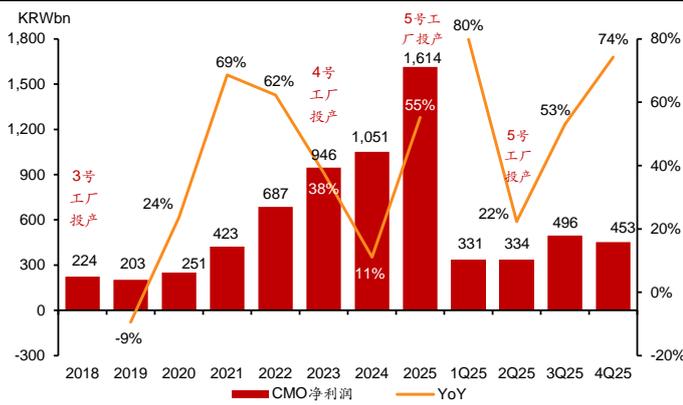
注：2026年收入基于指引中值

图 68: Samsung Bio: CMO 历年毛利率及净利率



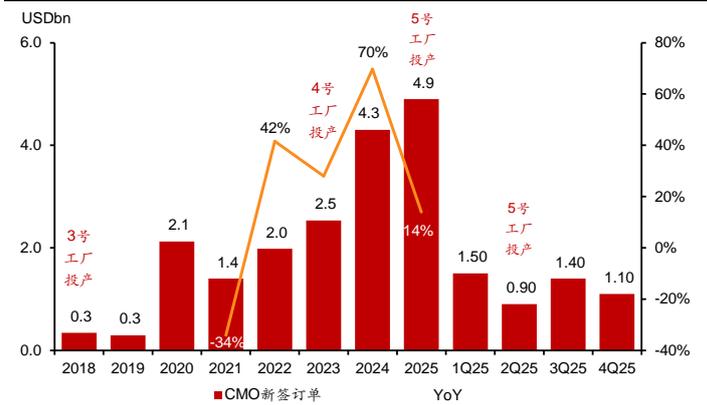
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 69: Samsung Bio: CMO 历年净利润及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

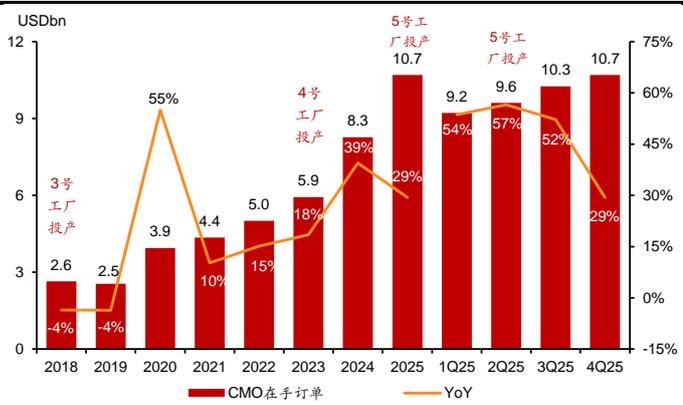
图 70: Samsung Bio: CMO 历年新签订单



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

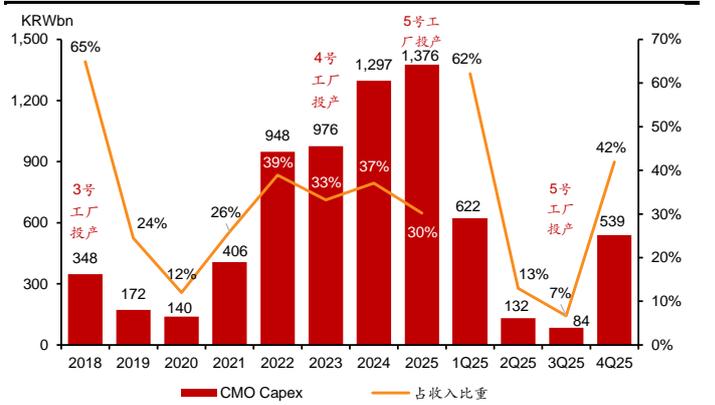
注: 新签订单计算方法为: 期末累计合同金额 - 期初累计合同金额。

图 71: 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 72: 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 73: 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)

### 2025 年度业绩概况:

全球生物药 CDMO 龙头 Lonza 公布 2025 年度业绩 (均为剔除 CHI 业务后的数据), 收入同比增长 19.2% (固定汇率/CC: +21.7% ; vs: 2024/1H25/2H25: -2.1%/+21.3%/+17.4% YoY) 至 65.3 亿瑞士法郎, 较 2024 年显著提速; 若剔除新收购的 Vacaville 工厂的收入, 收入将同比增长 11-13% (即 low teens, CC); 毛利率同比提升 2.6 个百分点至 35.4%; 核心 EBITDA 利润同比增长 24.9% 至 20.6 亿瑞士法郎; 核心净利润同比增长 13.1% 至 10.5 亿瑞士法郎, 核心净利润率同比减少 0.9 个百分点至 16.1%。

分板块: Lonza 已经调整板块报告结构, 将专注于 CDMO 业务, 并重新分为 3 个新板块。

1) Integrated Biologics 板块 (包含哺乳动物生产和制剂业务) 收入同比增长 26.6% (CC) 至 36.5 亿瑞士法郎, 资本支出同比下降 25.7%; 2) Advanced Synthesis 板块 (包括小分子和生物偶联业务) 收入同比增长 22.4% (CC) 至 16.1 亿瑞士法郎, 资本支出同比增长 11.3%; 3) Specialized Modalities 板块 (包含 CGT、mRNA、微生物和 Bioscience) 收入同比下降 3.0% (CC) 至 10.3 亿瑞士法郎, 资本支出同比增长 36.6%。

**2026 年指引:** 管理层首次给予业绩指引, **预计收入同比增长 11-12% (CC)**, 核心 EBITDA 利润率超过 32%。预计全年资本支出投入占收入的 16-19% (即 high-teens, 低于 2025 年)。未来市场基本需求叠加 Lonza 竞争力可支持公司内生收入维持 10-13% 的增长。

### 业绩电话会要点:

- 1) **市场需求:** 2025 年新签合同超 100 亿瑞士法郎 (2024/2023 年分别为约 100/130 亿瑞士法郎), 收购的 Vacaville 设施签订了第五个重大长期订单。
- 2) **板块表现:** Integrated Biologics 商业化需求强劲, Vacaville 工厂表现超出预期, 临床小规模哺乳动物业务双位数强劲增长。Advanced Synthesis 基于高活性 API (HPAPI) 和偶联药物 (Bioconjugates) 的强劲需求。Specialized Modalities 内细胞与基因治疗 (CGT) 业务受管线波动及运营表现疲软影响, 微生物业务部分收入延期至 2026 年确认, 但 Bioscience 业务恢复高增长。
- 3) **地缘政治下的全球供应链调整:** 供应链区域化 (regionalization) 趋势将持续, 主要体现在新业务分上, 而非现有产品的转移。客户倾向于在需求地附近进行生产, Lonza 在美、欧、亚的均衡产能布局 (各占约 1/3) 成为竞争优势。美国市场需求旺盛, Lonza 已是美国最大的哺乳动物细胞 CDMO。西方公司收购中国在研资产后, 倾向于将其转移到西方供应链, 这为 Lonza 带来了业务机会。
- 4) **长期外包需求趋势:** 预计 2025 年小型 Pharma/Biotech 占全球临床管线份额达 75% (2015 年为 60%), 这些公司因缺乏自建产能, 将继续依赖外包, 推动外包需求增长。同时, 大药企的资本支出占销售额比重保持稳定 (约 4.5-5%), 预计未来不会大幅增加自建产能投入, 但更多转向美国本土投资。
- 5) **收购 Roche 的美国 Vacaville 工厂:** 收购 Roche 位于美国 Vacaville 工厂的整合工

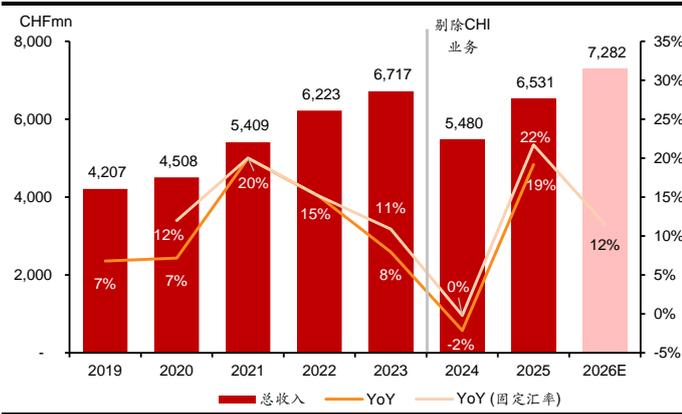
作顺利，已签署5份大型长期商业合同，足以替代 Roche 原产品未来退出的产量，预计到2028年收入将保持在现有水平（约6亿瑞郎/年），并在2030年代初达到销售峰值。该工厂使 Lonza 一举成为美国最大的哺乳动物细胞 CDMO 厂商（美国产能市占率超过35%）。

- 6) **资本支出**：2025年资本开支占比降至19.6%，预计2026年为 high teens，中期将逐步降至 mid-to-high teens，随着增长项目成熟，资本密集度将逐渐降低。目前全球有23个大型资本增长项目（总投资70亿瑞郎）在建，90%为商业化或混合资产，100%位于欧美，以满足未来需求。

国内市场对标企业

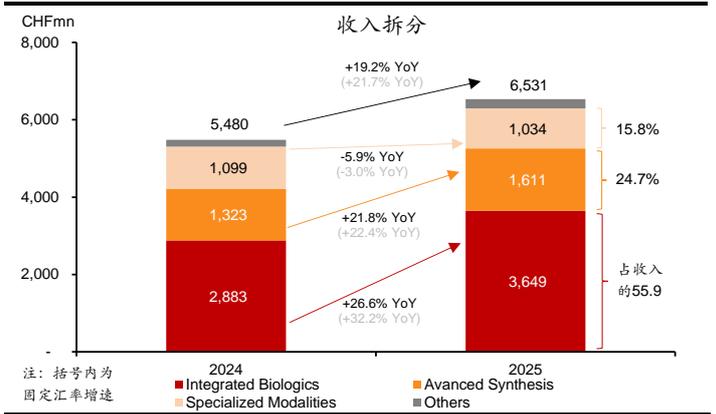
建议关注定价能力强且产能规模大的生物药 CDMO 公司，如药明生物，以及 ADC CDMO，如药明合联；注意 CGT CDMO 业务现阶段盈利能力不足且客户项目推进风险相对较高。

图 74: Lonza: 历年收入及增速



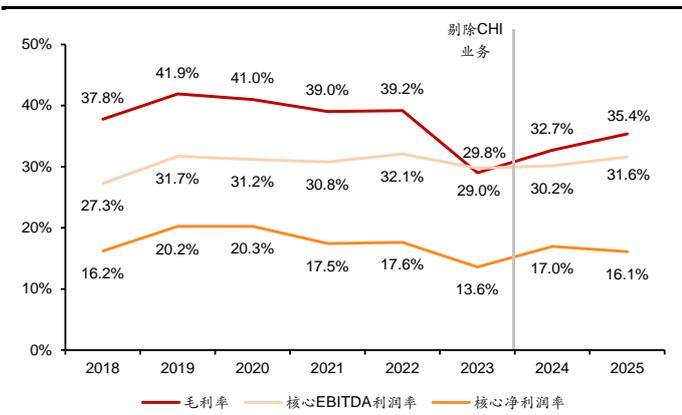
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场  
注: 2026 年收入增速基于指引中值

图 75: Lonza: 收入拆分 (2025)



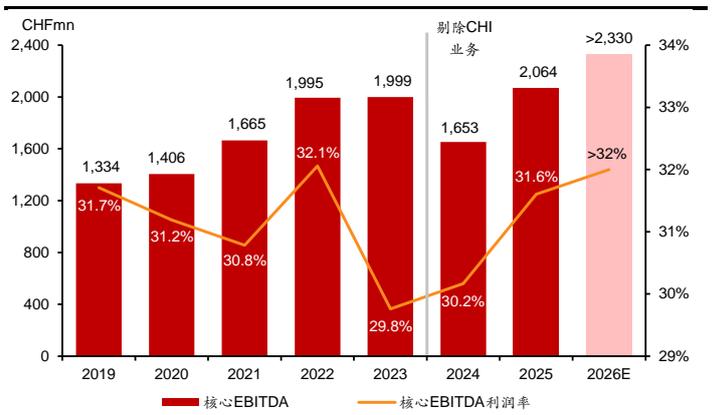
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 76: Lonza: 历年毛利率及净利率



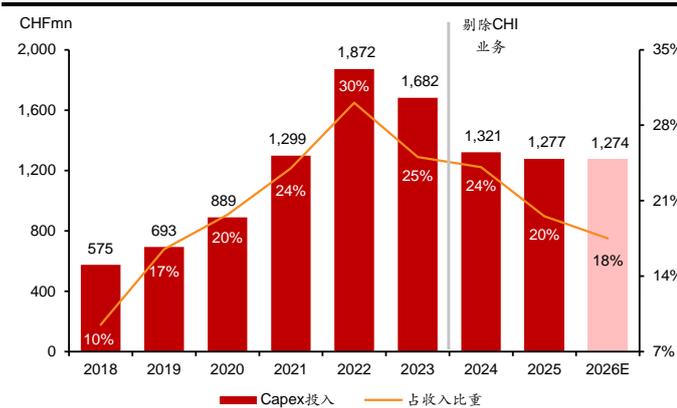
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 77: Lonza: 历年核心 EBITDA



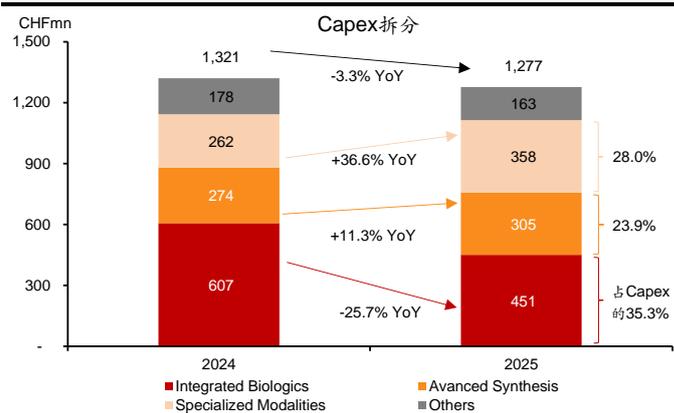
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 78: Lonza: 历年资本支出投入



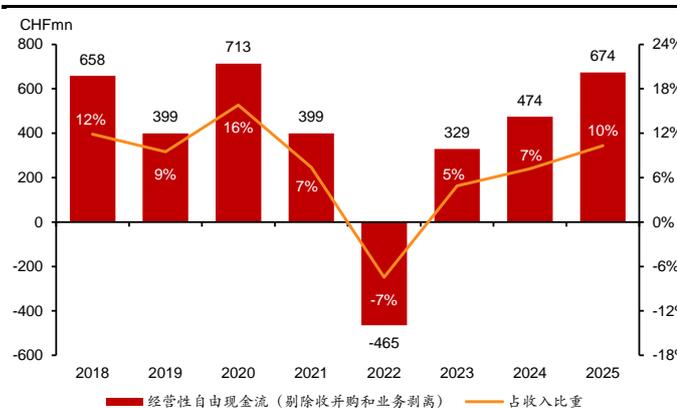
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 79: Lonza: 资本支出拆分



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 80: Lonza: 历年自由现金流



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

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

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

### 招银国际环球市场投资评级

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

### 招银国际环球市场行业投资评级

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

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

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

### 重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。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著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

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

#### 对于接收此份报告的英国投资者

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

#### 对于接收此份报告的美国投资者

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

#### 对于在新加坡的收件人

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