

股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

总市值（亿元）	302.91
流通市值（亿元）	279.75
52周最高/最低（元）	116.71/52.26

研究所

分析师：周豫

SAC 登记编号：S1340522090001

Email: zhouyu@cnpsec.com

研究助理：乔露阳

SAC 登记编号：S1340122080011

Email: qiaoluyang@cnpsec.com

昭衍新药（603127.SH）：

动物资源夯实护城河，生物药引领订单高增长

● 投资要点

中国药物安评行业市场规模高速增长，景气度仍维持较高水平。药物安全性评价是医药研发外包行业重要组成部分，全球及中国的药物安全性评价市场规模分别占全球及中国 CRO 行业市场规模的 7.7% 及 6.1%。根据 Frost&Sullivan 报告，该行业全球市场规模从 2015 年的 34 亿美元增加到 2019 年的 48 亿美元，2015-2019 年复合年增长率也达到 9.4%，中国市场规模从 2015 年的 1.4 亿美元增加到 2019 年的 4.2 亿美元，期间复合年增长率高达 31.7%；从 CDE 受理创新药 IND 数量上来看，2021 年达 1832 个，2016-2021 年复合增长率为 30%，2022 年上半年为 809 个，与上年同期相比有所下降；从国内医药研发投入来看，中国医药研发投入 2022 年将达到 411 亿美元，预计同比增长 23%，而 2014 年仅为 93 亿美元，研发投入持续增长；从国内医疗健康产业投融资情况来看，2011-2021 年国内总融资额快速增长，由 126 亿元增长至 2192 亿元，复合年增长率为 33%，融资事件数也从百余次增长至千次，综合来看，中国药物安评行业景气度将继续维持较高水平。

公司为国内药物安评领域优质公司，开启全球化布局。公司成立于 1995 年，截至 2022 年 7 月 31 日已拥有超过 2600 人的专业技术团队，在北京、苏州、重庆、广州、上海、无锡、梧州、南宁、云南以及美国加州、波士顿设有子公司。公司业务主要包括药物安全性评价服务、药效学研究服务、药代动力学研究服务和药物筛选服务，其中药物安全性评价为公司核心业务。根据 Frost&Sullivan 数据，公司已成为国内最大的药物非临床安全性评价合同研究组织，按 2019 年的收入计，市场份额高达 15.7%。在全球化布局方面，公司于 2019 年 12 月以 2728 万美元现金收购美国临床前 CRO 公司 Biomere，2022 年上半年新签订单约为 2 亿元，同比增长近 30%。2022 年上半年昭衍国内公司新签海外订单同比增长超 100%，延续高增长趋势。

公司股权激励常态化，较好实现员工利益与公司利益的绑定。2018-2022 年公司连续 5 年对高管团队和核心技术人员实施大范围股权激励计划，涉及员工超 1800 人次，实现员工利益与公司利益的绑定。

生物药领域发展快速+动物资源保障，提升公司未来业绩确定性。公司业务生物大分子占比较高，订单约占 70%，在大分子领域的项目经验丰富，竞争力强，数据显示我国生物药 IND 增速大于化学药，未来公司有望依托生物药快速发展。公司于 2019 年 11 月开始在

广西梧州建设动物繁殖基地，截止 2022 年 6 月底，已经完成检疫场建设，投入使用后能饲养约 1.5 万头非人灵长类动物。此外，公司于今年上半年收购了两家实验猴供应商玮美生物和英茂生物，为生物资源供应提供了保障。

GLP 资质是公司高速增长护城河。从事药物安全性评价服务的 CRO 企业需具备 GLP 认证，GLP 实验室建设标准高，难度大，时间长，且各国 GLP 认证标准及流程存在差异。截至 2022 年 3 月 24 日，共有 76 家机构符合国家药监局 GLP 要求，其中同时具备 OECD GLP 资质的实验室共有 8 家，接受过 FDA GLP 检查的机构共有 12 家，其中包括昭衍两家。

产能建设持续进行，保障中长期业绩增长。从现有产能来看，实验室面积超 1.78 万 m²，动物房面积超 4.76 万 m²，且公司仍处于大规模扩建阶段。昭衍苏州拟新建 20000 m² 饲养设施及配套设施，预计 2022 下半年进行内部装修；梧州拟新建 50000 m² 动物房及配套设施，目前已开工建设；重庆拟新建实验室 20000 m²，预计 2023 年投入运营；广州拟新建实验室 18000 m²，预计 2023 年一期投入运营；无锡拟新建实验室 3000 m²，预计 2022 年下半年投入运营。

● 盈利预测

我们预测公司 2022/23/24 年营收为 22.04/29.78/40.25 亿元，归母净利润为 10.11/12.91/17.05 亿元，对应当前 PE 为 33/26/20X，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

政策风险，产能投放不及预期，一级市场投融资额下降风险，生物资产公允价值变动风险

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1516.68	2204.31	2978.05	4025.31
增长率（%）	40.97%	45.34%	35.10%	35.17%
归属母公司净利润（百万元）	557.46	1010.85	1290.88	1705.47
增长率（%）	76.96%	81.33%	27.70%	32.12%
EPS（元/股）	1.04	1.89	2.41	3.19
市盈率（P/E）	59.76	32.90	25.76	19.50
市净率（P/B）	4.66	4.16	3.58	3.02

目录

1 公司概况	6
1.1 27 年持续深耕成就国内药物安评领域的优质公司	6
1.1.1 国内药物安评领域的优质公司	6
1.1.2 公司历史沿革——27 年持续深耕，开启全球布局	6
1.1.3 公司股权结构较为集中，积极布局临床业务	7
1.2 业绩高速增长，“国际化+一站式”战略打开成长天花板	7
1.2.1 业绩高速增长，海外业务加速拓展	7
1.2.2 主营业务——依托安评领域核心优势，打造“一站式”服务	10
1.2.3 国际化战略不断推进，海外订单高速增长	16
2 行业概况	17
2.1 CRO 行业概况	17
2.1.1 CRO 行业市场规模	17
2.1.2 CRO 行业相关政策	21
2.1.3 医药外包市场供给端	23
2.1.4 医药外包市场需求端	24
2.2 国内药物非临床研究安全性评价行业概况	26
2.2.1 药物非临床研究安全性评价行业竞争格局	26
2.2.2 国内药物非临床研究安全性评价行业同业对比	27
2.3 行业发展瓶颈——国际化能力和动物资源掌控力	29
3 投资看点	30
3.1 管理层经验丰富，股权激励常态化	30
3.2 生物药领域发展快速+动物资源保障，提升公司未来业绩确定性	31
3.3 GLP 资质是公司高速增长护城河	32
3.4 产能建设持续进行，保障中长期业绩增长	34
4 盈利预测及估值	36
4.1 关键假设	36
4.2 收入拆分及盈利预测	37
4.3 PE 估值及投资建议	37
5 风险提示	38

图表目录

图表 1 : 公司发展历程	6
图表 2 : 公司股权结构 (截至 2022 年 6 月 30 日)	7
图表 3 : 公司历年营收及归母净利润情况 (亿元)	8
图表 4 : Biomere 订单情况 (单位: 亿元)	8
图表 5 : 公司历年境外客户数量及增速	8
图表 6 : 剔除海外收入的营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	9
图表 7 : 公司新签订单及增速情况 (单位: 亿元)	9
图表 8 : 公司合同负债及占次年营收比例 (单位: 亿元)	10
图表 9 : 公司历年期间费用率情况	10
图表 10 : 公司历年毛利率及净利率情况	10
图表 11 : 公司主营业务	11
图表 12 : 各业务历年营收规模占比情况	11
图表 13 : 各业务历年毛利占比情况	11
图表 14 : 公司业务经验	12
图表 15 : 全球生物药销售额及占全球药品销售总额比重 (单位: 十亿美元)	13
图表 16 : 按服务类型划分的非临床研究服务收益占比情况	13
图表 17 : 2016-2022H1 国内化学及生物创新药 IND 受理数量及增速	14
图表 18 : 临床试验及相关服务收入 (单位: 万元)	15
图表 19 : 实验模型业务收入 (单位: 万元)	15
图表 20 : 公司历年海外业务收入 (单位: 亿元)	16
图表 21 : 合同研究组织提供的主要服务	17
图表 22 : 按药物发现、临床前、临床划分的全球 CRO 市场规模 (单位: 亿美元)	17
图表 23 : 按药物发现、临床前、临床划分的中国 CRO 市场规模 (单位: 亿美元)	18
图表 24 : 全球 CRO 市场规模复合年增长率	18
图表 25 : 中国 CRO 市场规模复合年增长率	18
图表 26 : 2019 年全球 CRO 市场格局	19
图表 27 : 全球非临床药物评价行业市场规模及占全球 CRO 行业比重 (单位: 亿美元)	20
图表 28 : 中国非临床药物评价行业市场规模及占国内 CRO 行业比重 (单位: 亿美元)	20
图表 29 : 国内化学及生物创新药 IND 受理数量及增速	20
图表 30 : 国内医药研发投入及增速 (单位: 亿美元)	20
图表 31 : 中国医疗健康产业投融资情况 (单位: 亿元)	21
图表 32 : 推动创新药发展的相关政策梳理	22
图表 33 : 接受过 FDA GLP 检查的中国大陆机构 (2000. 10. 1-2022. 9. 30) (仅包含生物研究监测 BIMO)	23
图表 34 : 国内医药研发投入及增速 (单位: 亿美元)	24
图表 35 : 不同规模公司管线数占全球新药研发管线总数比例	24
图表 36 : 国内化学及生物创新药 IND 受理数量	25

图表 37 : 制药外包服务渗透率	25
图表 38 : 新药研发流程	26
图表 39 : 2019 年全球非临床研究安全性评价行业竞争格局	27
图表 40 : 2019 年中国非临床研究安全性评价行业竞争格局	27
图表 41 : 行业内公司市场份额对比	28
图表 42 : 行业内公司资质对比	28
图表 43 : 行业内公司一体化布局对比	29
图表 44 : 公司管理层介绍	30
图表 45 : 公司历年股权激励计划	31
图表 46 : CDE 受理的化学药和生物药 IND 数量及增速	32
图表 47 : 各国 GLP 实验室规定	33
图表 48 : 通过中、美、欧盟 GLP 检查的机构汇总	33
图表 49 : 公司具体 GLP 资质	34
图表 50 : 公司现有产能及扩建计划	35
图表 51 : 公司收入拆分	37
图表 52 : 盈利预测表	37
图表 53 : 估值对比	38

1 公司概况

1.1 27 年持续深耕成就国内药物安评领域的优质公司

1.1.1 国内药物安评领域的优质公司

昭衍新药（股票代码：603127.SH/6127.HK）成立于 1995 年，是中国最早从事药物非临床评价的民营 CRO 企业，公司截至 2022 年 7 月 31 日已拥有超过 2600 人的专业技术团队，较 2021 年底增加近 500 人，在北京、苏州、重庆、广州、上海、无锡、梧州、南宁、云南以及美国加州、波士顿设有子公司。公司正在拓展涵盖药物发现、临床前和临床试验阶段的综合服务，力图打造“国际化+一站式”合同研究组织。公司业务包括非临床研究服务、临床试验服务与实验模型的供应，主营业务为非临床研究服务，该部分业务可细分为非临床安全性评价服务、药效学研究服务、药代动力学研究服务和药物筛选服务，其中药物安全性评价为公司收入的核心来源。

根据 Frost&Sullivan 报告，公司已成为国内最大的药物非临床安全性评价合同研究组织，按 2019 年收入计，市场份额高达 15.7%，同时处于全球非临床安全性评价外包行业第一梯队。

1.1.2 公司历史沿革——27 年持续深耕，开启全球布局

在核心业务临床前安全性评价方面，公司领先优势明显，是中国首家通过美国 FDA GLP 检查的企业，其位于北京和苏州的设施分别顺利通过 FDA 的两次 GLP 检查，同时已获得 AAALAC 及国家药监局 GLP 认证，两个设施于 2021 年还通过了日本 PMDA 检查，苏州设施获得了 OECD GLP 认证。根据 Frost&Sullivan 报告，全国共有 20 个 CRO 企业通过国家药监局 GLP 认证，昭衍新药是国内少有的获得两个国家药监局 GLP 认证的合同研究组织之一。公司在安评领域深耕 27 年，可为全球客户提供被多国认可的临床前 GLP 药理毒理研究服务。

图表 1：公司发展历程

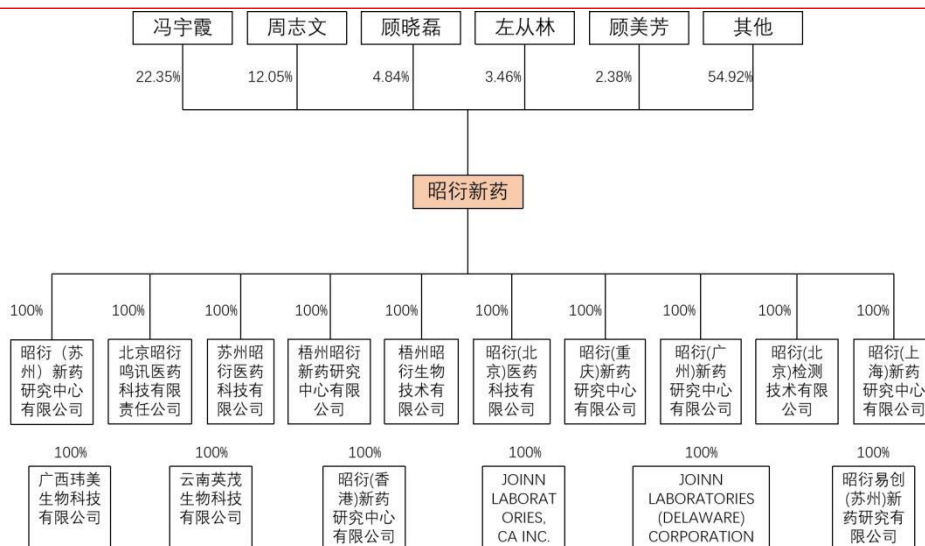
1995年	•北京昭衍新药研究中心股份有限公司成立
1998年	•完成首个基因治疗药物的安全性评估
2005年	•首次通过国家药监局的GLP认证
2008年	•昭衍（苏州）成立，昭衍首次通过AAALAC认证
2009年	•昭衍（北京）首次通过美国FDA的GLP检查
2013年	•昭衍（苏州）首次通过国家药监局GLP认证
2015年	•昭衍（苏州）通过波兰OECD的GLP认证
2016年	•昭衍（苏州）通过美国FDA的GLP检查 •昭衍（北京）通过韩国MFDS的GLP检查
2017年	•于上海证券交易所上市
2019年	•收购BIOMERE
2021年	•于港交所上市

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.1.3 公司股权结构较为集中，积极布局临床业务

公司实际控制人冯宇霞和周志文夫妇合计持股 34.40%，管理层合计持股 45.08%，股权结构较为集中。公司旗下全资子公司共 16 家。2018 年成立的昭衍医药主营业务为药物早期临床试验服务，包括临床 I 期及 BE（生物等效性）试验，积极布局临床业务。昭衍（苏州）成立于 2011 年，与昭衍新药的业务基本相同，目前员工共计 1000 余人，试验设施总建筑面积约 60000 平方米，包括功能实验室及动物设施，是目前国内规模最大的药物非临床评价机构，为客户提供一站式的非临床评价服务。北京昭衍鸣讯主要提供全生命周期的药物警戒解决方案。

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）



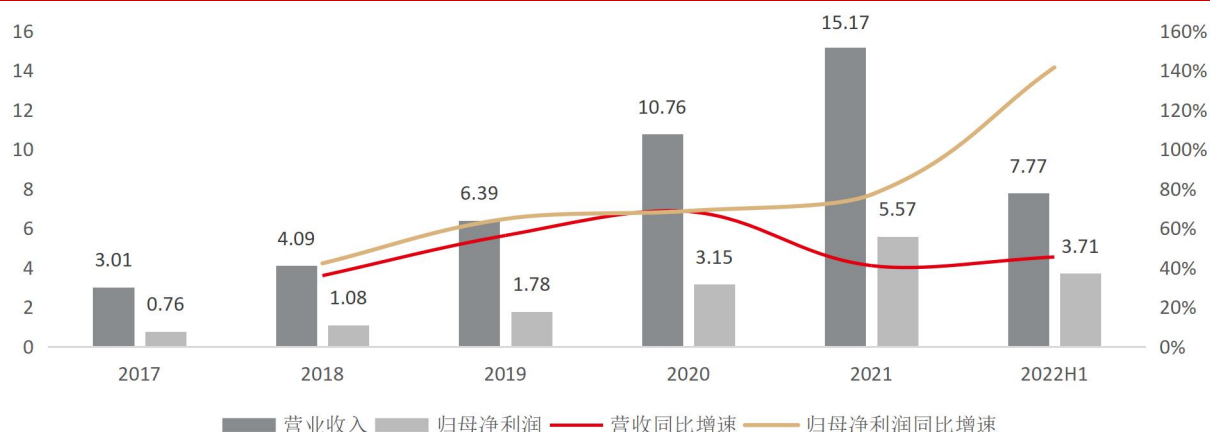
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 业绩高速增长，“国际化+一站式”战略打开成长天花板

1.2.1 业绩高速增长，海外业务加速拓展

公司业绩高速增长。从收入端来看，公司营业收入从 2017 年的 3.01 亿元增长至 2021 年的 15.17 亿元，2017-2021 年营收 CAGR 达 49.83%，2022H1 实现营业收入 7.77 亿元，同比增长 45.33%。从利润端来看，公司归母净利润从 2017 年的 0.76 亿元增长至 2021 年的 5.57 亿元，2017-2021 年归母净利润 CAGR 为 64.54%，2022H1 实现归母净利润 3.71 亿元，同比增长 141.40%。

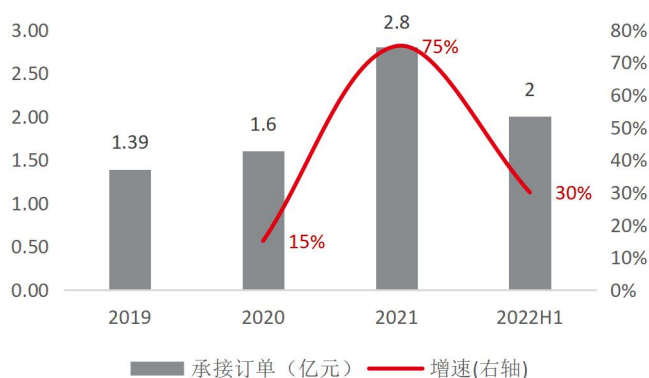
图表 3：公司历年营收及归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

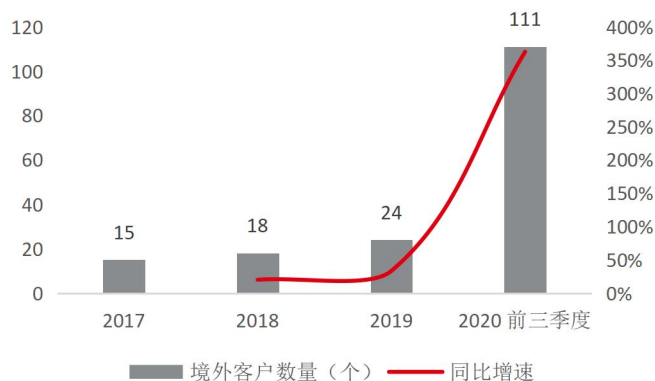
协同效果显著，海外业务加速拓展。公司于2019年12月以2728万美元现金收购美国临床前CRO公司Biomere，2022年上半年Biomere新增订单近2亿元，较上年同期增长近30%，2021年全年承接订单总额约为2.8亿元，相比2020年的1.60亿元，增长约75%。同时，昭衍国内公司2021年承接海外订单约1.6亿元人民币，同比增长超过100%。公司境外客户数量从2019年末的24个增长至2020年9月末的111个。

图表 4：Biomere 订单情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

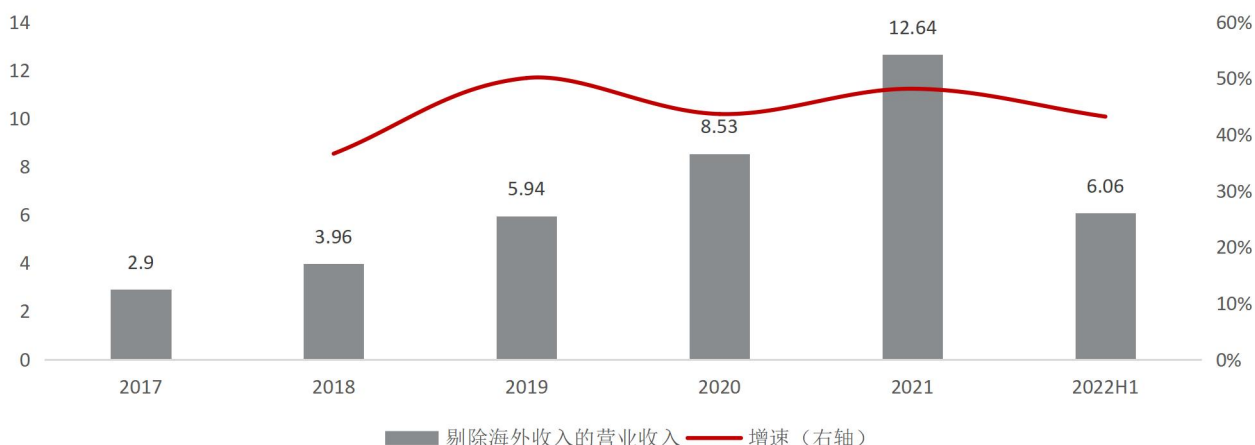
图表 5：公司历年境外客户数量及增速



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司海外收入的大部分均来源于Biomere，2021年剔除海外收入的境内营收为12.64亿元，同比增长48.09%，2017-2021年复合增长率达44.49%，2022H1实现境内营收为6.06亿元，同比增长43.14%。内生增速较快，国内安评赛道仍维持高景气度。

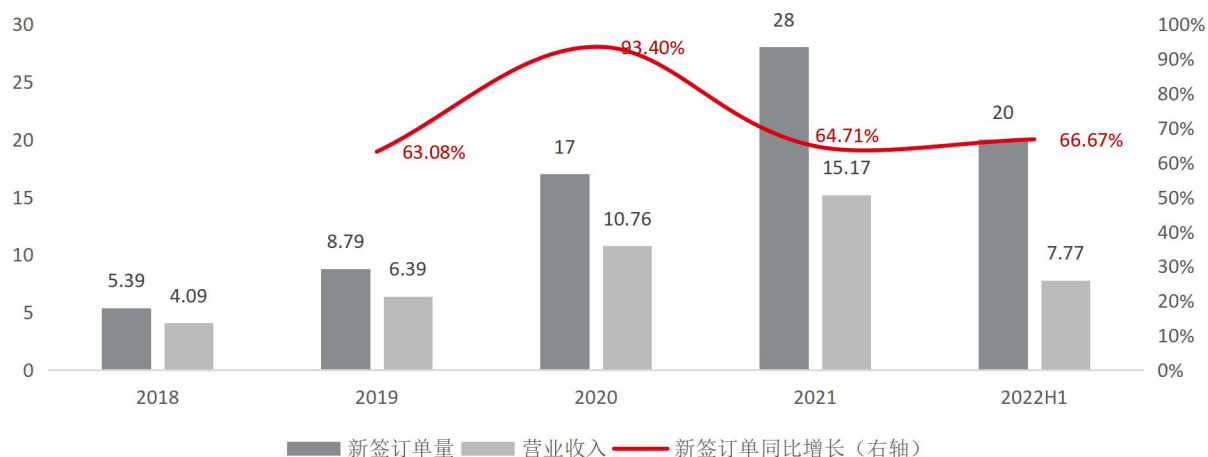
图表 6：剔除海外收入的营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

截至 2022 年上半年，公司在手订单超 41 亿元，新签能力不断增强。近年来公司订单新签能力不断增强，实验室产能的扩建加上动物饲养基地的收购及建立为源源不断的订单执行提供续航保障。2022H1 公司未完成订单总额超 41 亿元，新签订单超 20 亿元，创历史新高。此外，公司客户从 2017 年的 280 名增加至 2021 年约 750 名，公司客户群体不断壮大，订单获取能力不断增强。结合行业特性及公司以往情况，公司当年的订单大概有超 95%将在接下来的 1-2 年内确认，因此公司超 41 亿的在手订单将为未来两年的业绩增长保驾护航。

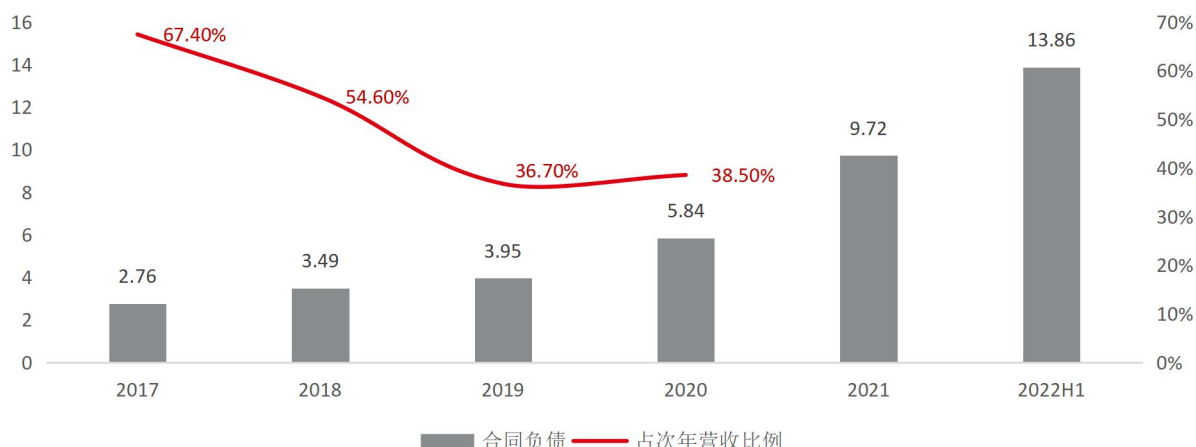
图表 7：公司新签订单及增速情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

业务增长推动合同负债快速增长。截至 2022 年上半年，公司合同负债为 13.86 亿元，同比增长 70.45%，2021 年末为 9.72 亿元，短期内公司业绩增长确定性强，从合同负债占次年营收比重可看出公司订单执行能力正在提高。

图表 8：公司合同负债及占次年营收比例（单位：亿元）

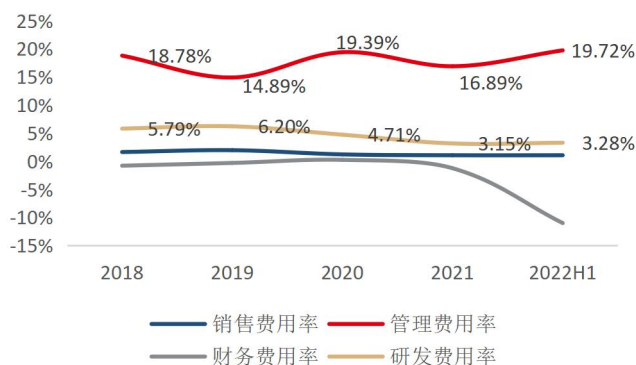


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司规模效应扩大，期间费用整体略有下降。公司管理费用率整体呈上升趋势，2022H1 为 19.72%（-4.8pp），研发费用率及销售费用率基本保持稳定，2021H1 分别为 3.28%（-0.8pp）和 1.05%（-0.3pp），财务费用率大幅下降，2021H1 为-11.02%（-20.2pp）。

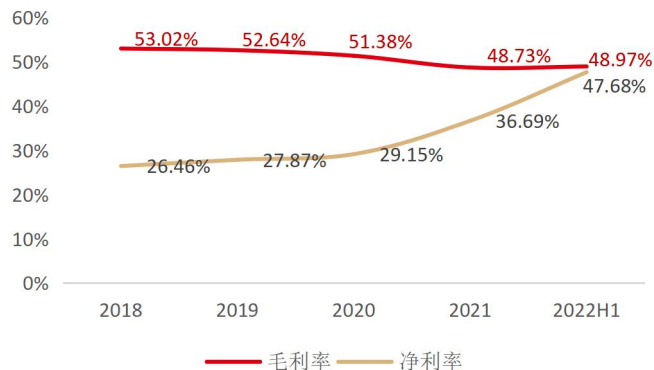
毛利率略有下降，净利率呈增长态势。公司毛利率由 2018 年的 53.02% 降至 2021 年的 48.73%，2022H1 为 48.97%，整体上略有下降。2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 达 64.54%，净利率由 26.26% 增长至 36.69%，2022H1 为 47.68%，整体保持增长态势。

图表 9：公司历年期间费用率情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 10：公司历年毛利率及净利率情况



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

1.2.2 主营业务——依托安评领域核心优势，打造“一站式”服务

依托安评领域核心优势，向产业链上下游延伸。公司是我国领先药物非临床安全性评价服务合同研究组织，公司业务包括非临床研究服务、临床试验服务与实验模型供应，主营业务为非临床研究服务，该部分业务可细分为药物安全性评价、药效学研究、药代动力学和药物筛选，其中药物安全性评价为公司收入的主要来源。公司的业务模式是依托在安全性评价

方面的核心能力向产业链上下游延伸，上游开展实验模型业务，下游开展临床试验服务，打造“一站式”服务。目前，公司为客户提供的一站式服务，包括生物大分子 CDMO、非临床评价、生物制品检定、临床 CRO、临床检测等，并且已实现多个 CDMO+临床前+临床项目的联动服务。

图表 11：公司主营业务



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司营业收入高速增长，非临床研究业务为核心。公司 2017-2021 年非临床研究服务收入占总收入比重均超 97%，占比较高，2021 年该业务营收达到 14.83 亿元，同比增长 40.84%，2022H1 为 7.55 亿元（+43.81%）。从毛利的占比来看，近两年占比均超 98%，是公司的绝大部分利润的来源。2021 年临床服务及其他业务收入同比增速达 47.62%，公司临床业务在行业高景气和公司一站式服务战略发展背景下快速拓展。

图表 12：各业务历年营收规模占比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 13：各业务历年毛利占比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

(1) 非临床研究业务

药物安全性评价为公司核心业务，“人才+行业经验+GLP 资质”成为药物安评业务高速增长的基石。公司非临床研究涵盖三个阶段，即临床前研究、临床阶段的非临床研究及上市后的非临床研究，依靠在北京、苏州及美国马赛诸塞州的 GLP 认证设施为国内外客户提供服务。业务包括药物安全性评价、药效学研究、药代动力学和药物筛选，其中药物安全性评价为公司核心业务，2019 占比为 70%。公司药物安全性评价业务行业领先，为国内医药工业百强企业的近 70 家企业与新兴医药生物公司提供安全性评价服务，按 2019 年收入计占市场份额达 15.7%。公司于 2019 年收购海外临床前 CRO 公司 Biomere，该公司主要侧重药物筛选和药效学研究，于 2019 年通过了 FDA 的检查，因此也具备一定的药物评价能力。

公司深耕非临床安全性评价 27 年，截至 2020 年末公司完成了超 5000 项非临床项目，积累了丰富的项目经验，公司凭借自身团队的专业丰富经验，所评价品种在后续申报临床试验成功率上优势明显，2020 年的 IND 申报数量占当年 CDE 受理数量的 30%-40%。

根据国家相关规定，在药物发现阶段以后的非临床研究必须根据适用 GLP 标准进行，由于近年来我国创新药企业如雨后春笋一般涌现，受资金及时间限制，众多中小药企不具备符合 GLP 规定的实验室设施。根据 Pharmama projects 统计，2016 年药理毒理评估外包率平均约为 70%，在各项研究中排名第一，刚需市场为公司未来的发展提供了广阔空间。

图表 14：公司业务经验

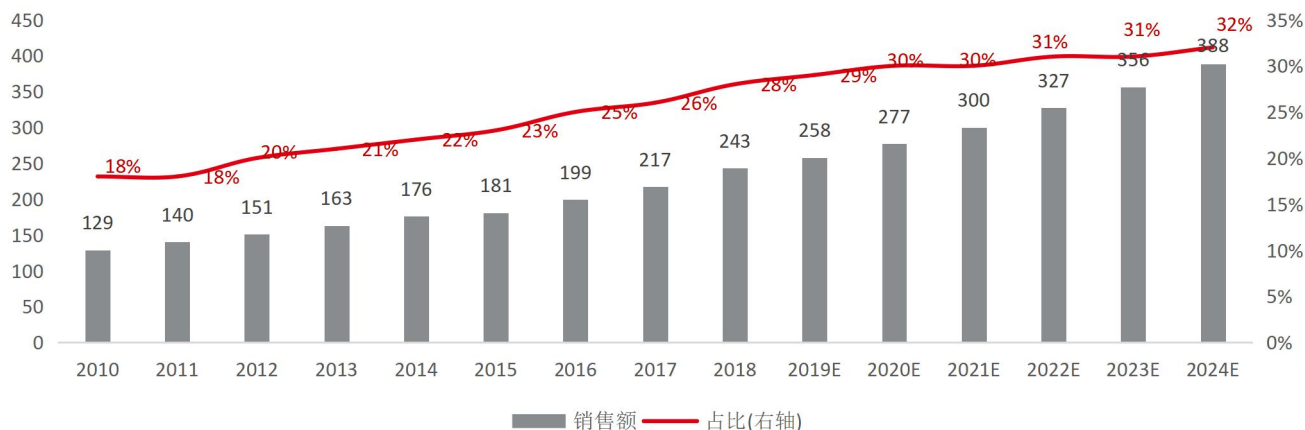
研究评价的药物种类丰富	➤ 2017 年至 2019 年，共新增了 598 个生物药、505 个化学药和 35 个中药的临床前研究项目。公司在承担新药临床前评价项目数量和承担生物类新药临床前评价项目数量上均处于国内领先地位
创新药评价经验丰富	➤ 公司已开展超过 100 余个重大新药创制及其他国家计划支持的创新药物项目 ➤ 开展了数百个新技术药物的评价，其中抗体药物超 200 个，对于细胞治疗产品（包括 CAR-T）、基因治疗产品、溶瘤病毒以及 ADC 类产品等复杂药物的评价也积累了丰富的经验，建立了系统的评价技术
给药途径、使用的动物种类广泛	➤ 在动物使用与供应方面，公司使用的实验动物种类包括了常用的啮齿类与非啮齿类动物，动物供应来源稳定，质量可靠 ➤ 在给药途径方面，公司除掌握常见的给药途径外，还建立了丰富的特殊给药技术，如连续静脉给药、眼科给药和吸入给药等，以满足创新药物评价的需求
国际注册经验	➤ 2009 年公司通过美国 FDA 检查之后，已经按照国际标准完成了若干药物的系统评价工作以支持国际注册，仅近 3 年完成国外申报的项目数就超过 300 个，这些药物已经进入或即将在国外进入临床试验

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司在眼科、呼吸安全及中枢神经系统等领域的服务相对领先。公司设有专门的眼科实验室、呼吸药物安全性评价实验室（中国最大的吸入暴露装置通量实验室）、中枢神经系统实验室等，配套设施齐全。2021 年公司训练了特殊途径的眼科给药技术及新的眼科疾病模型，并在国内率先开展了创新大分子吸入药物的评价工作。

公司在大分子领域项目经验充足。公司业务主要为生物大分子药物提供非临床研究服务，订单占比约 70%，在大分子领域的项目经验充足，这也是现阶段最大的行业需求领域（大分子生物分析以及基因及细胞疗法）。

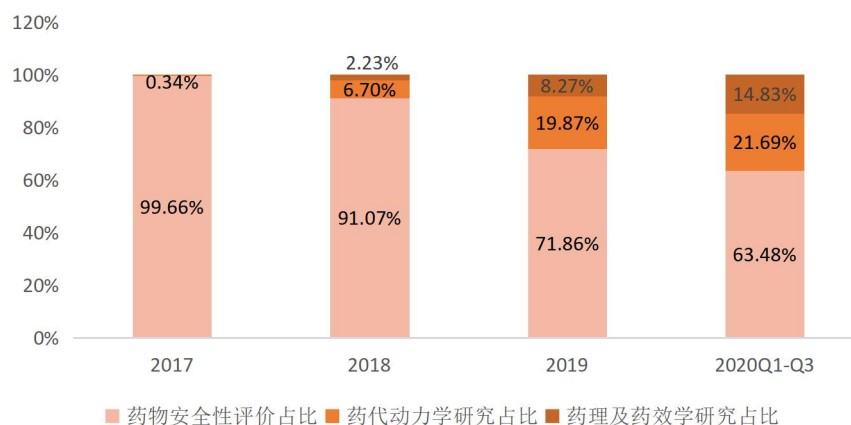
图表 15：全球生物药销售额及占全球药品销售总额比重（单位：十亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，中邮证券研究所

药代动力学、药理及药效学研究收入占比不断提高。2017 年起，公司药物安全性评价、药代动力学研究、药理及药效学研究三项非临床研究服务收入规模逐年上涨，整体趋于均衡发展，药代动力学研究、药理及药效学研究服务能力快速提高。药代动力学研究主要包括体内 PK 研究和体外 ADME 研究，此业务收入增长最快，2019 年收入增加近 1 亿元，占比也提升至 19.9%，2020 年前三季度占比达到 21.7%；公司提供的药理及药效学研究类型包括药效学研究和药物筛选，收入占比也不断提高，由 2017 年的 0.1% 提升至 2020 年前三季度的 14.8%。

图表 16：按服务类型划分的非临床研究服务收益占比情况



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

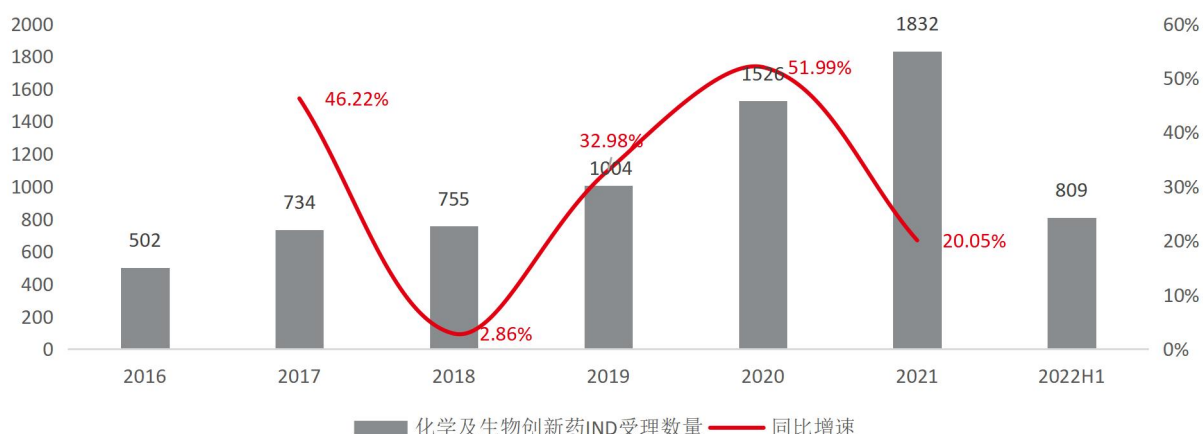
(2) 临床试验及相关服务

公司临床服务能力建立在“临床前药物评价经验+庞大的客户群资源”上，帮助研发企业从药物临床前评价无缝过渡到临床试验。公司的临床业务主要提供药物早期临床试验服务（临床 I 期及 BE 试验），包括法规/注册业务、医学撰写业务、临床监察/稽查业务、数据管

理与统计业务以及提供临床试验机构服务，公司目前有两家子公司可以提供临床试验及相关服务，分别是苏州昭衍医药和北京昭衍医药，可以提供一站式的早期临床研究解决方案。

I 期临床试验外包服务的需求有望快速增长。根据 Frost&Sullivan 统计，全球与中国临床 CRO 市场规模 2015-2019 年 CAGR 分别为 8.7%与 29.3%，公司目前主要从事的 I 期临床是临床试验的起始部分，据美国塔夫茨药物开发研究中心的论文显示，早期临床试验的外包比例高达约 60%，随着我国医药研发总投入的不断扩大，IND 受理数量的快速增长有望带动 I 期临床需求的增长。

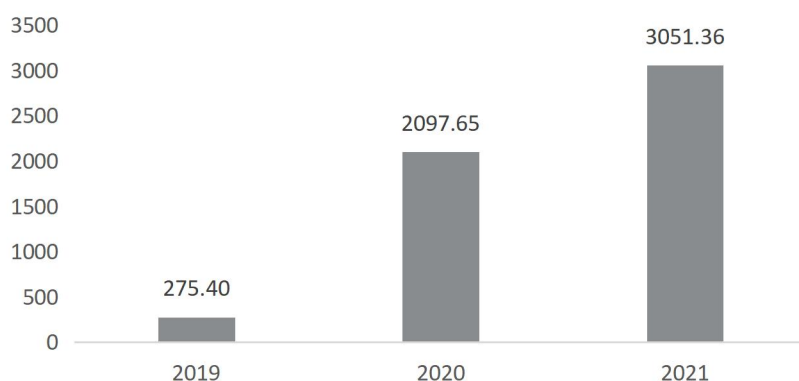
图表 17：2016-2022H1 国内化学及生物创新药 IND 受理数量及增速



资料来源：CDE，药智网，中邮证券研究所

收入快速增长，服务能力不断提升。当前公司临床试验服务业务仍属于初期阶段，近年来公司该部分业务收入快速增长，2020 年和 2021 年收入分别约为 2100 万元和 3100 万元，分别同比增长 320%和 45%，公司临床业务在行业高景气和公司一站式服务战略发展背景下得以快速拓展。2021 年公司临床检测实验室通过了中外客户数十次的质量体系与综合能力审计，并通过 14 项北京市临检中心的室间质评项目，服务能力不断提升。据公司 2022 年半年报显示，临床服务板块上半年新签订单同比实现大幅增长。

图表 18：临床试验及相关服务收入（单位：万元）

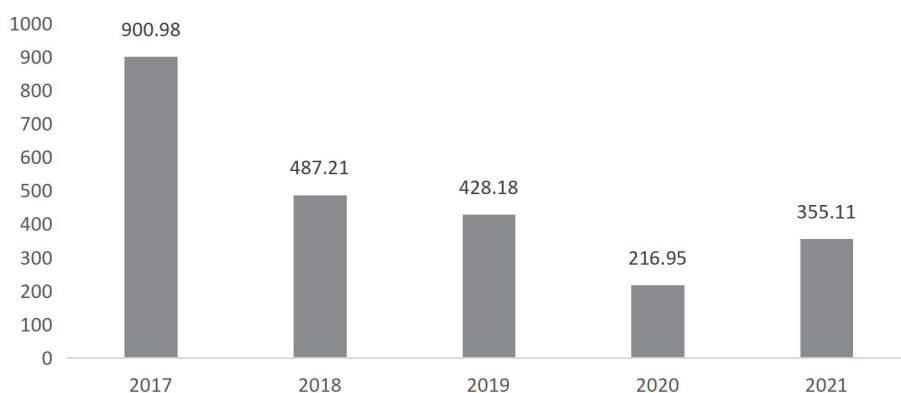


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

（3）实验模型业务

公司该业务分为啮齿类动物实验模型业务和非人灵长类实验模型业务，2021 年以前依靠向客户销售啮齿类实验模型获得收入，并未销售非人灵长类实验模型。2022 上半年，子公司启辰生物开始大规模创建疾病动物模型，大动物已出现明显的典型症状，预计年内完成表型鉴定，开展市场推广，小动物方面，累计创建基因编辑细胞及小鼠模型 30 多种。

图表 19：实验模型业务收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

控制非人灵长类实验模型资源尤为重要。根据 Frost&Sullivan 资料，随着生物药物研发数量的不断增加，在需求的推动下，非人灵长类实验模型的价格要较其他同类型的实验模型高出很多，其中非人灵长类动物食蟹猴的均价已经从 2017 年的每只约 1.38 万元上涨到 2020 年 1-9 月的每只约 4.2 万元，目前价格已远超 15 万元。因此，公司未来着重发展非人灵长类实验模型业务，为了增加动物实验模型的自给率，公司从 2019 年 11 月开始在广西梧州建设动物基地，截至 2022 年 6 月底，已经完成检疫场建设，基本建成用于超过 1.5 万只大动物饲养能力的模型设施，同时公司于 2022 年上半年分别以 9.75 亿元和 8.29 亿元收购了实验猴供应商玮美生物和英茂生物，为稀缺生物资源的持续供应提供保障。

1.2.3 国际化战略不断推进,海外订单高速增长

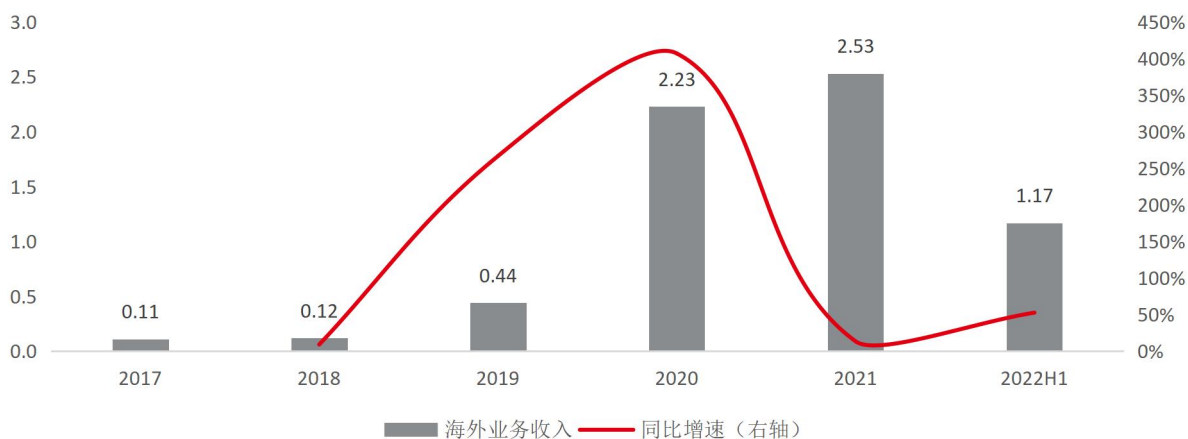
收购 Biomere, 提升国际化服务能力。公司以临床前安全性评价业务为基础,增强业务的“深度”,积极推进国际化战略,据公司公告,2019 年以自有资金 2728 万美元现金收购美国优质临床前 CRO 公司 Biomere100%股权,提高了公司美国市场的知名度,进一步提升了国际化服务能力,扩大了公司海外市场份额,截至 2020 年 9 月 30 日,Biomere 实现收入约为人民币 1.58 亿元,占公司总收入的 25%。Biomere 位于美国马萨诸塞州,拥有 25 年经营历史,是美国新英格兰地区三大 CRO 公司之一,其美国客户群包括超过 100 家生物科技公司及机构和七家大型医药公司。目前公司通过成功整合 Biomere 同时升级加利福尼亚州的设施,已经在美国东西海岸确立了具有战略意义的布局。

公司收购后 Biomere 获得的订单不断增加,2020 及 2021 年新签订单总额分别为约 1.6 与 2.8 亿元,2022 年上半年新签订单约为 2 亿元,同比增长近 30%,实现快速增长,获得订单的能力不断增强。

H 股发行成功强化公司海外业务拓展能力,2021 年 2 月公司于 H 股上市,深化海外业务布局,提升全球医药研发服务能力,助推全球客户的新药研发。2022 上半年昭衍国内公司新签海外订单同比增长超 100%,上年同期约为 7300 万元,延续高增长趋势。

总体来看,2021 年公司实现海外业务收入 2.53 亿元,同比增长 13.45%,占总营收比重为 16.68%,2022H1 实现海外业务收入 1.71 亿元,同比增长 52.68%。

图表 20: 公司历年海外业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

2 行业概况

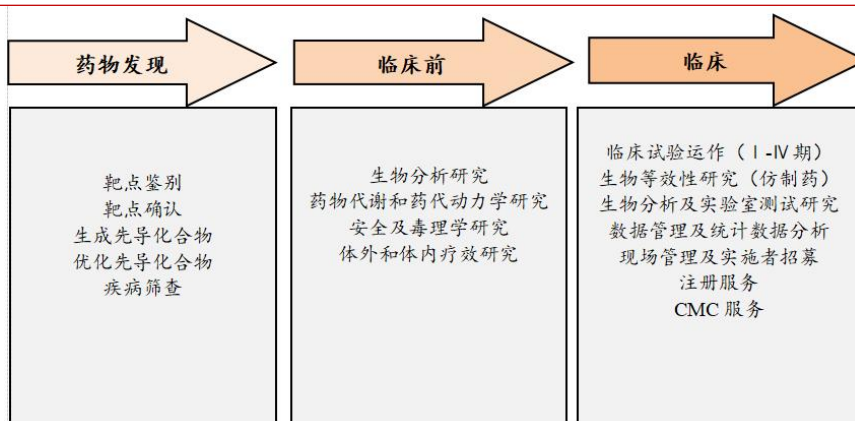
2.1 CRO 行业概况

2.1.1 CRO 行业市场规模

(1) 全球 CRO 市场规模稳定增长，国内 CRO 呈现高景气

合同研究机构提供的主要服务涵盖三个阶段分别是药物发现、临床前、临床阶段。

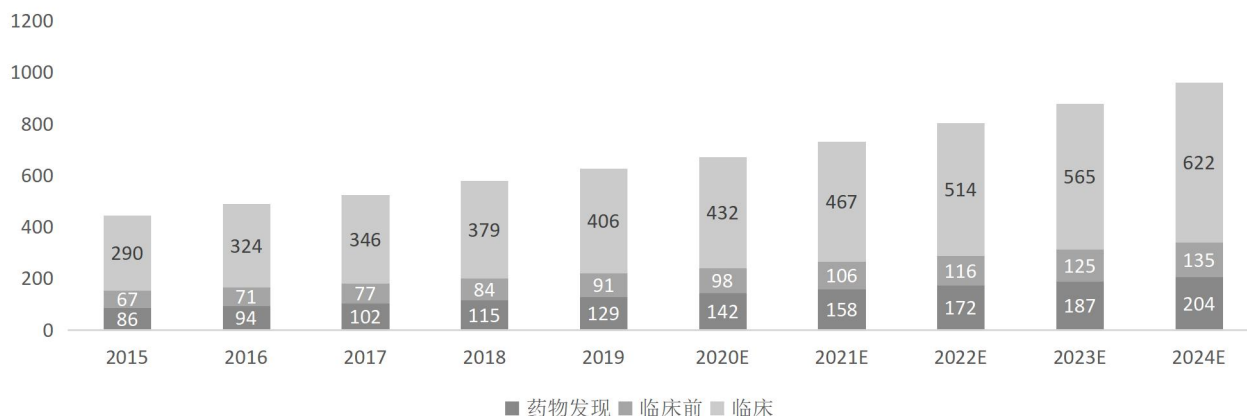
图表 21：合同研究组织提供的主要服务



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

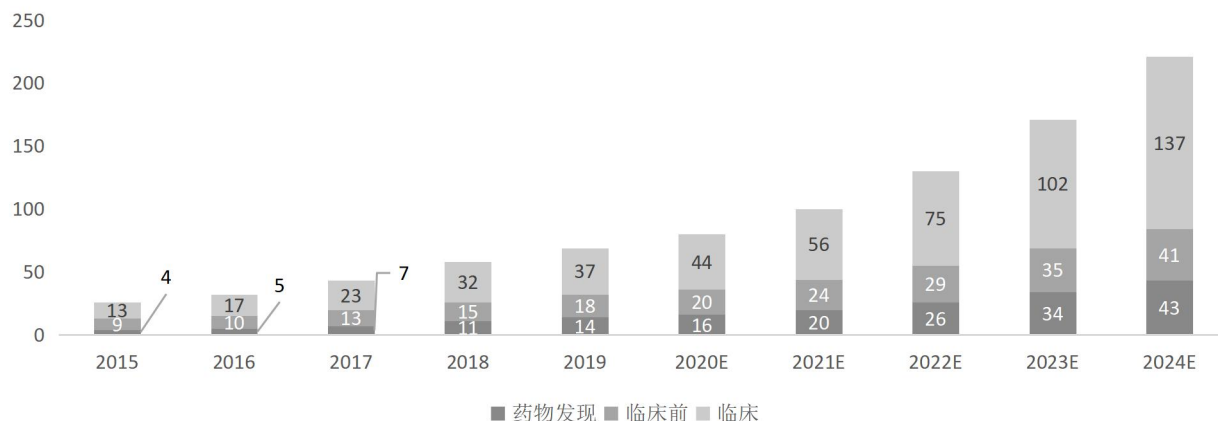
CRO 市场规模稳定增长。根据 Frost&Sullivan 报告，全球 CRO 市场规模由 2015 年的 443 亿美元增至 2019 年的 626 亿美元，预计 2024 年将增至 960 亿美元，2019-2024 复合年增长率为 8.9%，其中药物发现 9.6%、临床前 8.2%、临床 8.9%。中国 CRO 市场规模由 2015 年 26 亿美元增至 2019 年 68 亿美元，预计到 2024 年增至 222 亿美元，期间复合增长率为 26.5%，呈现高景气度。

图表 22：按药物发现、临床前、临床划分的全球 CRO 市场规模（单位：亿美元）



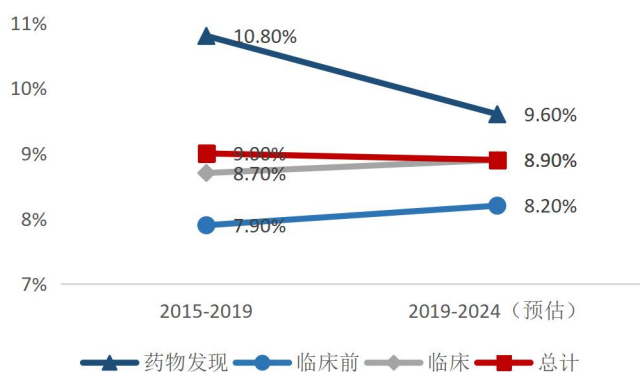
资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

图表 23：按药物发现、临床前、临床划分的中国 CRO 市场规模（单位：亿美元）



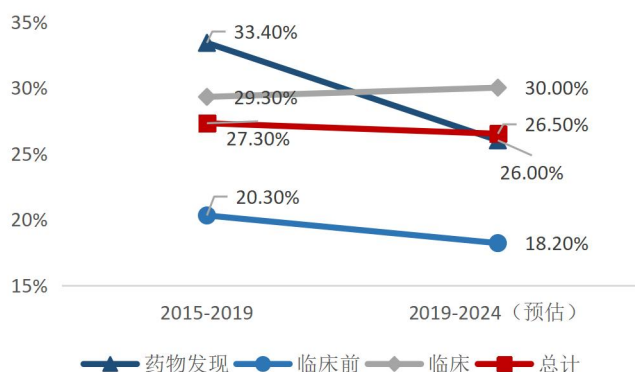
资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

图表 24：全球 CRO 市场规模复合年增长率



资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

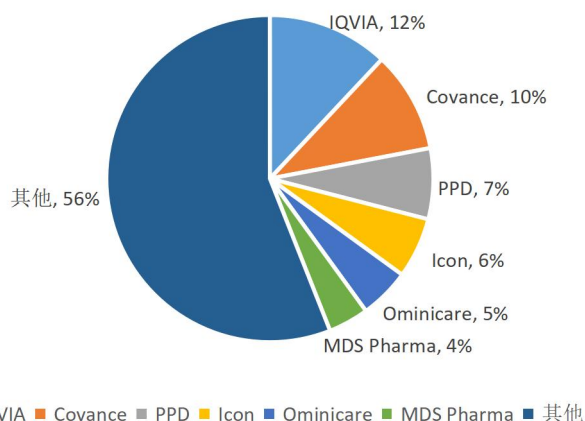
图表 25：中国 CRO 市场规模复合年增长率



资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

CRO 行业呈现出集中度不断提升的特征，强者恒强。2019 年全球前六大 CRO 企业市场份额达 44%，这些公司大多成立于上世纪 80、90 年代，通过不断并购来巩固龙头地位，并使其业务范围扩张到全产业链的各个环节，多年经营积累了庞大的客户群体，且客户粘度较高，因此其他中小型 CRO 企业难以弯道超车。

图表 26：2019 年全球 CRO 市场格局



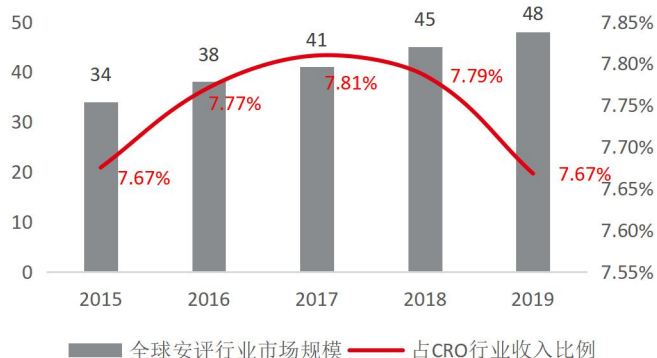
资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

（2）中国药物安评服务需求空间大

中国药物安评行业市场规模高速增长，景气度仍维持较高水平。药物安全性评价是医药研发外包行业重要组成部分，全球及中国的药物安全性评价市场规模分别占全球及中国 CRO 行业市场规模的 7.7% 及 6.1%。近年来中国与全球非临床安全评价的需求快速增长，根据 Frost&Sullivan 报告，该行业全球市场规模从 2015 年的 34 亿美元增加到 2019 年的 48 亿美元，2015-2019 年复合年增长率也达到 9.4%，中国市场规模从 2015 年的 1.4 亿美元增加到 2019 年的 4.2 亿美元，期间复合年增长率高达 31.7%。公司该部分收入占 2020 年总收入的 70%，按 2019 年收入计算，公司在药物安全性评价领域的国内市场占有率为 15.7%，全球市场份额为 1%。

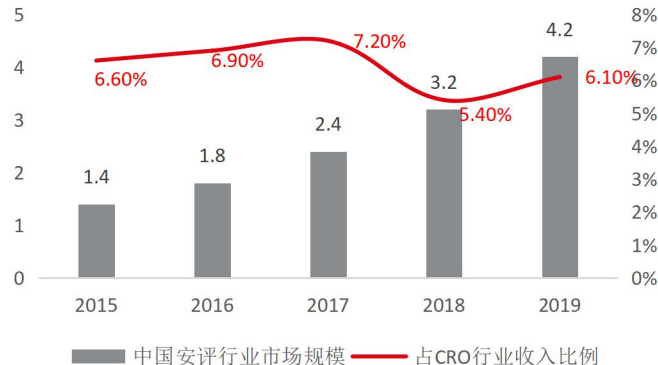
根据美国查尔斯河披露的资料显示，全球药物安评业务的外包率超 55%，同时根据国家相关规定，在药物发现阶段以后的非临床研究必须根据适用 GLP 标准进行，各国对 GLP 实验室认证标准严格，众多中小药企受资金及时间限制短期内很难建成 GLP 实验室，因此药物安评行业的外包率仍有上升空间。

图表 27：全球非临床药物评价行业市场规模及占全球 CRO 行业比重（单位：亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

图表 28：中国非临床药物评价行业市场规模及占国内 CRO 行业比重（单位：亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

中国药物安评行业需求空间大。从 CDE 受理创新药 IND 数量上来看，2016-2021 年化学及生物创新药 IND 受理数量逐年上升，2020 年达到 1832 个，同比增长 20%，2016-2021 年复合增长率为 30%，2022 年上半年为 809 个，与上年同期相比有所下降。从国内医药研发投入来看，根据 Frost&Sullivan 的数据预测，中国医药研发投入 2022 年将达到 411 亿美元，预计同比增长 23%，而 2014 年仅为 93 亿美元，研发投入持续稳定增长。从国内医疗健康产业投融资情况来看，2011-2021 年国内总融资额快速增长，由 126 亿元增长至 2192 亿元，复合年增长率为 33%，融资事件数也从百余次增长至千次，综合来看，中国药物安评行业需求空间较大。

图表 29：国内化学及生物创新药 IND 受理数量及增速



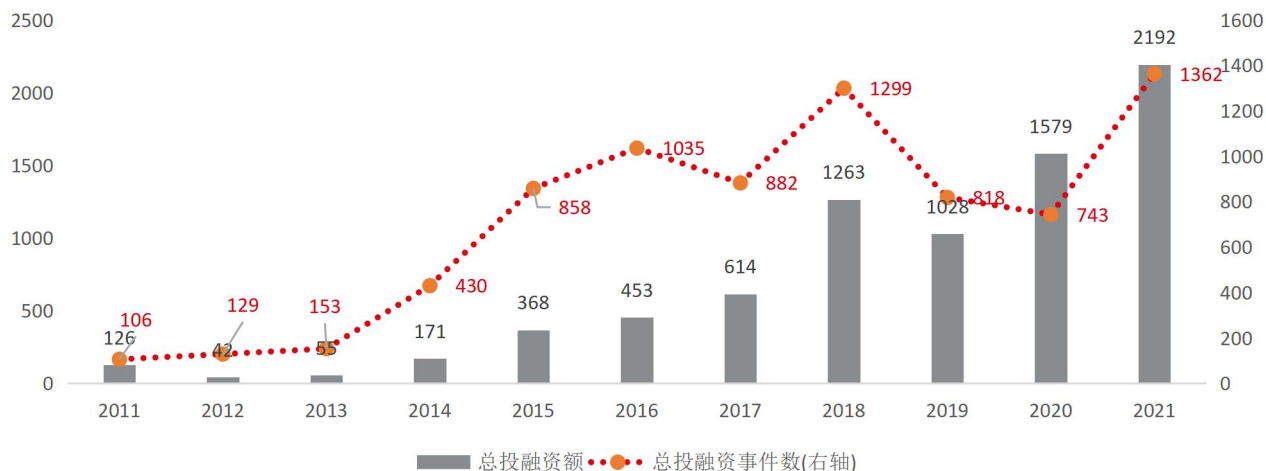
资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

图表 30：国内医药研发投入及增速（单位：亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

图表 31：中国医疗健康产业投融资情况（单位：亿元）



资料来源：动脉网，中邮证券研究所

2.1.2 CRO 行业相关政策

药审政策的推动是行业增长的最主要原动力。国内医药政策环境正在推动医药产业由“仿制驱动”上升至“创新驱动”，自 2015 年 8 月国务院顶层设计“加快创新药审评审批”以来，从研发到销售，配套的鼓励政策相继出台。

从促进创新药发展方面来看，2015 年起我国加快药政改革，促进产业创新升级，提高仿制药标准，鼓励创新药发展。2016 年以来我国医药产业的发展方向确定为加强研发创新、强化质量监管、加快急需药和医疗器械审批以及建立完善现代医药流通网络。伴随着国家对新药研发的政策鼓励，国内生物医药企业投融资的快速上升，以及大量研发人员流入国内，初创型生物医药公司得到蓬勃发展。尤其是 2017 年 10 月由中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》的出台，加速了我国药审改革进程。之后国家食品药品监督管理局及各相关部委在三个月内连续发布 44 份文件，落实双办《意见》，内容涉及临床试验、药物审批、医疗器械各个方面，促进了我国医药创新环境的整体发展，不仅激发了国内制药企业的创新热情，同时也吸引了众多海外及国内的科学家创业，使得制药企业的研发投入和一级市场投融资规模均出现快速增长，为 CRO 行业带来增量需求。

图表 32：推动创新药发展的相关政策梳理

时间	发布机构	文件及政策	主要内容	政策解析
2015. 7	CFDA	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况进行自查，以确保临床试验数据真实、可靠。	临床试验审查趋严格，解决医药产业诟病，促进良性发展。
2015. 8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	明确了改革的 12 项任务，包括提高药品审批标准，推进仿制药质量一致性评价，加快创新药审评审批，开展 MAH 等。	明确医药政策改革目标。
2016. 2	CFDA	《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	提出优先审评审批的范围、程序以及工作要求。	解决药品注册申请积压的问题。
2016. 3	国务院	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	规定化学药新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。	对仿制药的审核开始严格，促进药企研发由仿制转向创新。
2016. 6	国务院	《药品上市许可持有人制度试点方案》	药品上市许可持有人依据是否具备相应生产资质选择委托药品生产企业生产批准上市的药品或自行生产。	鼓励更多轻资产型机构参与研发新药
2017. 6	CFDA	加入 ICH	可以参与 ICH 指导原则的制订，同时需要逐步在国内实施 ICH 指导原则。	我国的药品开发监管开始与国际接轨。
2017. 7	CFDA	《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》	明确了境外临床试验数据可用于在中国的药品注册申报。	加快新药引入中国市场。
2017. 10	中共中央办公厅、国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	就如何改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理等方面给出指导意见。	鼓励国内创新药械产业的发展。
2018. 7	CFDA	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	临床试验“默认值”，自申请受理并缴费之日起 60 日内，申请人未收到 CDE 否定或质疑意见的，即可开展临床试验。	加快国内创新药启动临床试验的速度。
2019. 9	国家医疗保障局等	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	国家组织药品集中采购和使用试点将在全国范围内推开，通过企业间的市场化竞价，以量换价，降低采购药品的价格。	压缩仿制药的利润空间，加速本土药企“由仿到创”的转变。
2019. 12	全国人大	《中华人民共和国药品管理法》	国家鼓励研究和创制新药；全国推广药品上市许可持有人制度（MAH）等。	在国家法律层面鼓励创新药发展。
2020. 7	NMPA	《药物临床试验质量管理规范》	参照 ICH-GCP 制定，使试验各方责任明确，要求更高，可操作性强，也添加了在受试者保护、试验数据电子化和规范审查等方面内容。	临床试验与国际进一步接轨，要求更高。
2021. 11	CDE	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	当选择阳性药作为对照时，应关注阳性对照药是否反映和代表了目标适应症患者最佳用药情况；当计划选择安慰剂或 BSC 作为对照药时，则应确保该适应症在临床中确无标准治疗；当有 BSC 时，应优选 BSC 作为对照，而非安慰剂。	me-too 类药物上市难度加大。

资料来源：国务院，NMPA，中邮证券研究所

2.1.3 医药外包市场供给端

药物安全性评价服务行业壁垒较高，国内市场供给相对紧缺。CRO 行业是我国近二十年来的发展起来的新兴行业，近几年来，国家医药政策持续鼓励创新，医疗改革不断提速，医保市场持续扩容，为创新药品和医疗器械的研发及上市提供了广阔的发展空间，同时国内外制药企业为了迅速抢占创新市场的份额，在研发上投入大量资金。CRO 行业作为药物研发产业链上的重要一环，迎来了重要的发展机遇，中国早期的 CRO 企业大多由海外回国人员创办，近些年受国内 CRO 行业高景气度的影响，CRO 企业如雨后春笋快速增长，市场供给充分。但由于药物安全性评价服务行业壁垒较高，各国对 GLP 实验室认证标准严格，获得 GLP 资质耗时耗力。

据美国 FDA 公布的数据显示，2000.10.1-2022.9.30，中国大陆及台湾地区接受过 FDA GLP 检查的机构共 16 家，总计检查 26 次，仅占 FDA GLP 总检查次数的 1.9%，而美国机构已接受千余次的检查。据 NMPA 公布的数据显示，截至 2022 年 3 月，共有 76 家机构符合药物 GLP 要求，较上年增加 3 家机构，同时具备 OECD GLP 资质的实验室共有 8 家，接受过 FDA GLP 检查的机构共有 12 家，市场供给相对紧缺。

图表 33：接受过 FDA GLP 检查的中国大陆机构（2000.10.1-2022.9.30）（仅包含生物研究监测 BIMO）

机构名称	检查时间	检查项目	检查结果
中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所	2009 年 10 月 7 日	生物研究监测	VAI
	2017 年 4 月 28 日	生物研究监测	VAI
北京昭衍新药研究中心股份有限公司	2009 年 7 月 17 日	生物研究监测	VAI
	2013 年 9 月 20 日	生物研究监测	VAI
康龙化成（北京）生物技术股份有限公司	2009 年 7 月 24 日	生物研究监测	VAI
	2013 年 9 月 13 日	生物研究监测	VAI
	2019 年 5 月 24 日	生物研究监测	VAI
上海益诺思生物技术有限公司	2014 年 6 月 6 日	生物研究监测	VAI
	2018 年 5 月 22 日	生物研究监测	VAI
苏州药明康德新药开发股份有限公司	2014 年 6 月 13 日	生物研究监测	VAI
	2017 年 9 月 22 日	生物研究监测	VAI
	2019 年 3 月 8 日	生物研究监测	VAI
科文斯医药研发（上海）有限公司	2015 年 7 月 24 日	生物研究监测	VAI
	2016 年 8 月 2 日	生物研究监测	VAI
昭衍（苏州）新药研究中心有限公司	2019 年 3 月 15 日	生物研究监测	VAI
	2016 年 8 月 2 日	生物研究监测	VAI
中国科学院上海药物研究所	2017 年 4 月 21 日	生物研究监测	VAI
成都华西海圻医药科技有限公司	2017 年 9 月 15 日	生物研究监测	VAI
上海美迪西生物医药股份有限公司	2018 年 5 月 14 日	生物研究监测	VAI
云南省药物研究所			

资料来源：FDA，中邮证券研究所（VAI: Voluntary Action Indicated）

2.1.4 医药外包市场需求端

国内创新药市场研发投入持续增长，景气度较高。根据 Frost&Sullivan 的数据预测，中国医药研发投入 2022 年将达到 411 亿美元，预计同比增长 23%，而 2014 年仅为 93 亿美元，研发投入持续稳定增长。

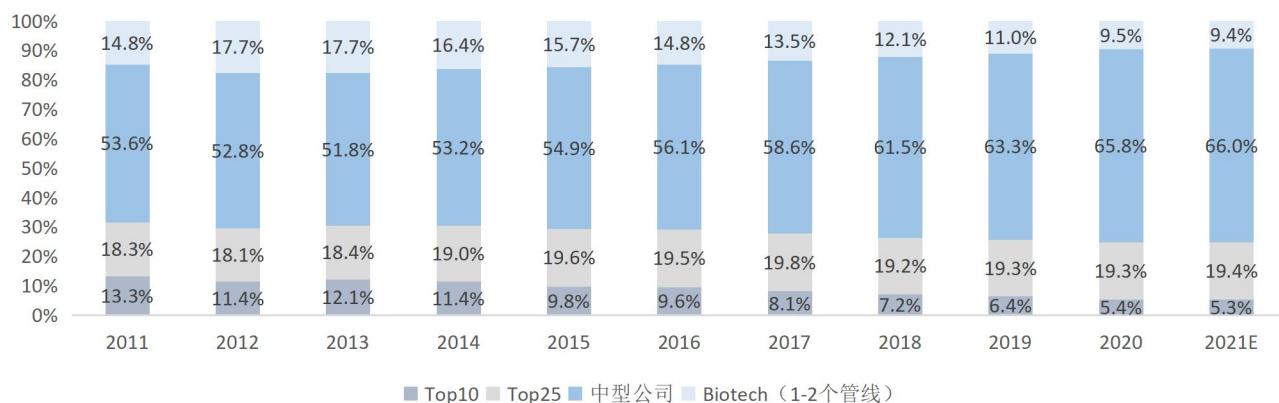
图表 34：国内医药研发投入及增速（单位：亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

全球研发格局分散化，中小公司渐成主力。据 Pharmaproject 的统计，从 2010 年到 2020 年，全球新药研发的管线数从 9700 个上升到了 1.77 万个，复合年增长率 6.09%。其中，中小型药企贡献的新药管线数量增速远高于 top10 及 top25 的药企。从 2012 年到 2019 年，全球 biotech 新药研发管线数复合年增长率为 10.2%，全球 top10 新药研发管线数复合年增长率为-2.7%。尽管 2020 年受疫情影响，中小型的公司管线占比仍持续上升，由 2019 年的 74.3% 上升至 2020 年的 75.3%，而大型药企管线占比呈下降趋势，TOP25 位制药公司从 2019 年的 9.47% 下降到 9.36%，TOP10 企业所占的份额也从 5.40% 降至 5.27%。

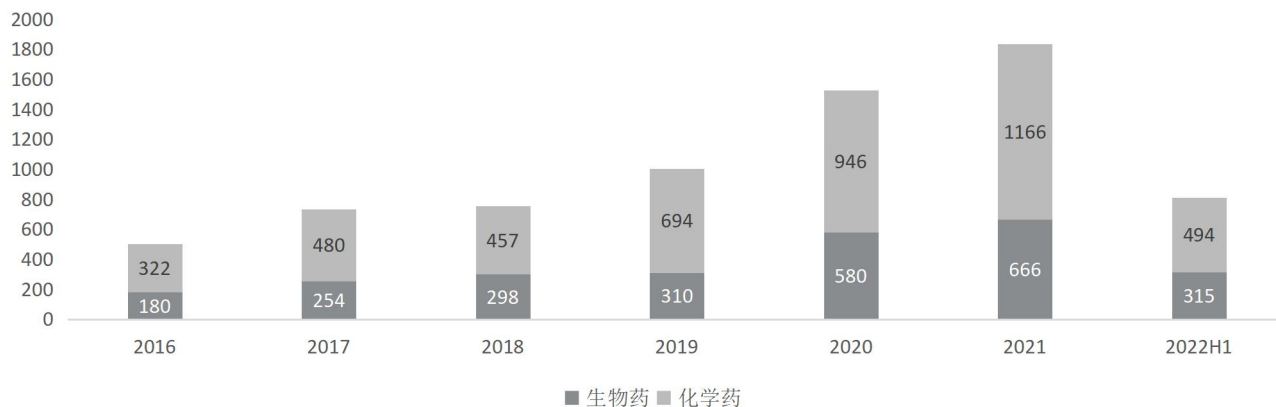
图表 35：不同规模公司管线数占全球新药研发管线总数比例



资料来源：Pharmaproject，中邮证券研究所

国内 CDE 新药临床受理品种数量处于上升阶段，呈现高速增长。2021 年共有 1166 个化学药和 666 个生物药申报临床试验，分别同比增长 23%和 15%，2020 年分别同比增长 36%和 87%，增长速度较快。

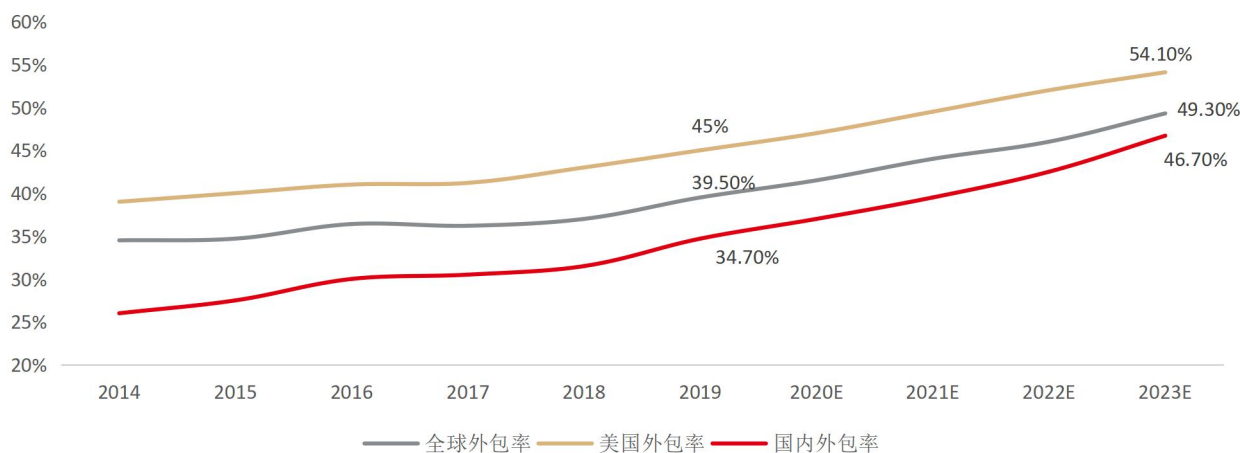
图表 36：国内化学及生物创新药 IND 受理数量



资料来源：CDE，中邮证券研究所

CRO 渗透率不断提升，国内低于全球平均水平。市场外包服务对全球研发支出的渗透率从 2014 年的 33.7%提升至 2019 年的 39.5%。美国 CRO 渗透率由 2014 年 38.9%增至 2018 年 45%，预计到 2023 年增至 54.1%，高于全球同期渗透率 49.3%。届时美国将仍然为全球最大的 CRO 市场。中国 CRO 渗透率由 2014 年 26.2%增至 2019 年 34.7%，预计到 2023 年增至 46.7%，低于全球同期渗透率 49.3%，未来几年中国医药外包渗透率有望持续提升。

图表 37：制药外包服务渗透率

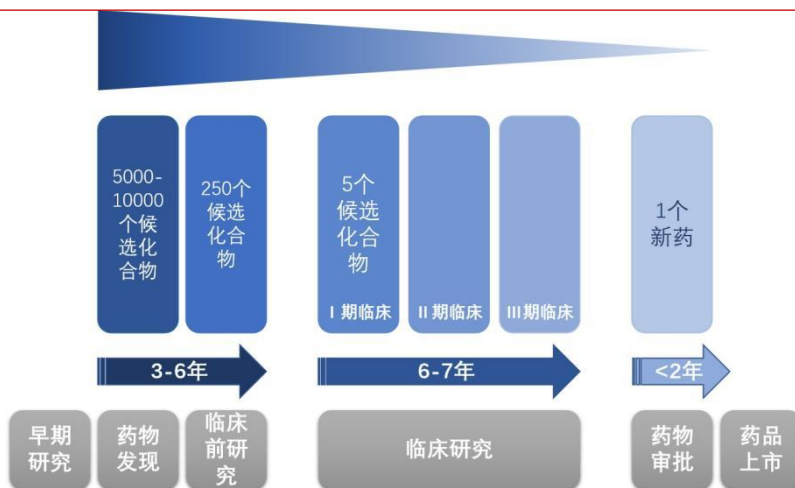


资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

药物非临床安全性评价享有评价品种数量和评价时间上的优势。医药研发流程呈倒三角

特点，一个新药的最终上市往往需要成千上万个候选化合物的早期研究，临床前评价作为研发流程早期的研发外包服务，享有评价品种数量和评价时间上的赛道优势。

图表 38：新药研发流程



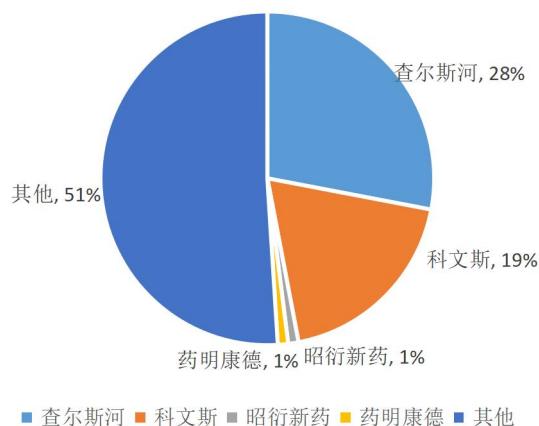
资料来源：美迪西招股书，中邮证券研究所

2.2 国内药物非临床研究安全性评价行业概况

2.2.1 药物非临床研究安全性评价行业竞争格局

药物非临床研究安评行业竞争格局较为清晰。从全球角度来看，海外安评行业整合度高，主要市场份额由两大跨国公司掌握，分别为 Charles River Labora 查尔斯河实验室及 Laboratory Corporation of America Holding 美国实验室控股公司，2019 年按收入计，两家公司市场份额共为 47%，其中查尔斯河占 28%，美国实验室占 19%。查尔斯河实验室创立于 1947 年，总部位于美国马萨诸塞州 Wilmington，是一家全球领先的提供药物发现和临床前研究开发服务的 CRO 公司，公司于 2000 年完成 IPO，已成为全球临床前 CRO 领先企业。而美国实验室之所以能在药物安评行业占有如此之大的市场份额的原因是，公司于 2015 年以 61 亿美元收购 Covance Inc 科文斯，科文斯是全球第二大药物研发合同研究组织，位列昆泰之后，其业务范围覆盖了早期的药物研发（包括非临床安全评价）以及后期的临床试验。

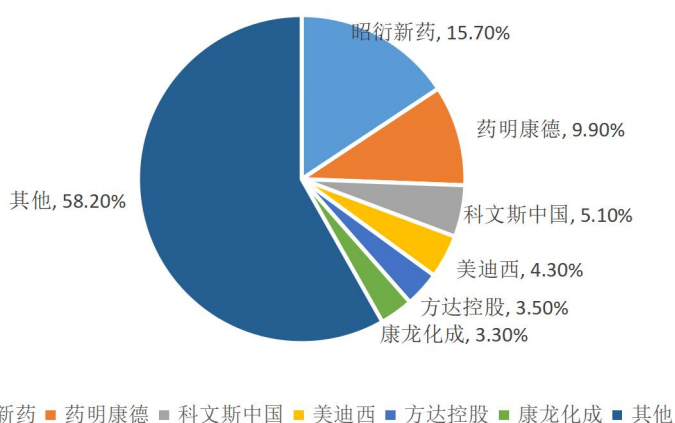
图表 39：2019 年全球非临床研究安全性评价行业竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，中邮证券研究所

从国内角度来看，行业整合度不及海外，昭衍新药在国内非临床研究安评行业处于领先地位。国内竞争企业包括药明康德、康龙化成、科文斯中国、昭衍新药、美迪西、方达控股、华西海圻、益诺思等，其中药明康德和康龙化成为国内 CXO 行业领先企业；昭衍新药和美迪西业务更偏向临床前 CRO；方达控股被国内第三大 CRO 龙头泰格医药收购；华西海圻和益诺思均为非上市公司，主营业务为药物非临床安全性评价。药明康德、康龙化成、昭衍新药、美迪西、华西海圻均成立于 2000 年前后，而益诺思起源于 1973 年，前身为国家上海新药安全评价研究中心。在国内市场份额上昭衍新药处于领先地位，按 2019 年收入计非临床安评市场份额为 15.7%。

图表 40：2019 年中国非临床研究安全性评价行业竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，中邮证券研究所

2.2.2 国内药物非临床研究安全性评价行业同业对比

(1) 市场份额

昭衍新药为国内药物安全性评价行业领先企业，市场份额高达 15.7%。昭衍新药位列行业第一。药明康德国内药物安全性评价市场份额为 9.9%，仅次于昭衍新药，2021 年上半年毒理学服务新增订单同比增幅超 80%。

图表 41：行业内公司市场份额对比

	昭衍新药	药明康德	科文斯	美迪西	康龙化成
国内市场份额	15.7%	9.9%	5.1%	4.3%	3.3%

资料来源：Frost & Sullivan，中邮证券研究所

（2）GLP 资质

昭衍新药、药明康德及美迪西资质较为齐全。从 GLP 资质来看，昭衍新药是七家中唯一一个获得四个国家或地区的 GLP 认证的公司，全球服务能力较强，除美迪西外，其余五家公司均通过了中国、美国及欧盟的 GLP 检查。在实验动物方面，昭衍新药和美迪西通过全部三个认证项目，所有公司均具备 AAALAC 认证。综合来看昭衍新药、药明康德及美迪西资质较为齐全。

图表 42：行业内公司资质对比

资质类型	认证项目	昭衍 新药	药明 康德	科文斯	美迪西	康龙 化成	华西 海圻	益诺思
临床前研究	中国 NMPA GLP 认证	√	√	√	√	√	√	√
	欧盟 OECD GLP 认证	√	√	√	-	√	√	√
	美国 FDA GLP 认证	√	√	√	√	√	√	√
	韩国 MFDS GLP 认证	√	未披露	-	-	未披露	-	-
	病原微生物实验室备案	未披露	√	未披露	√	未披露	-	-
实验动物	辐射安全许可证	未披露	√	未披露	√	√	-	-
	国家重点保护野生动物	√	√	未披露	√	√	-	-
	驯养繁殖许可证	√	未披露	未披露	√	未披露	未披露	未披露
	AAALAC 认证	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：公司公告，各公司官网，中邮证券研究所

（3）一体化布局

科文斯中国、药明康德、康龙化成一体化布局进度较快。在医药外包市场一体化布局上，海外企业完成时间较早，完成度较高，科文斯中国早已具备从临床前研究到临床研究的服务能力。国内 CRO 行业起步较晚，行业集中度不高，目前处于高速发展阶段，为在增量市场获得一席之地，国内公司近些年纷纷制定一体化发展战略，目前来看一体化使得头部公司的竞争优势开始显现，药明康德和康龙化成两家头部公司业务布局已经涵盖到临床前 CRO、临床 CRO 及 CDMO，提升了公司的客户粘度。目前，国内 CRO 行业享受更高估值也来源于一体化升

级，一些细分领域的头部企业和中小企业正走在加速布局一体化、抢技术窗口期的路上，如美迪西和昭衍新药，益诺思于华西海圻在近两年也在持续拓展业务领域。

图表 43：行业内公司一体化布局对比

	临床前CRO					临床CRO					小分子CDMO		CGT CDMO
	药物筛选	药物发现	药代药动	安评	生物分析	I 期	II 期	III 期	SMO	数统	I - II 期	III 期/商业化	
昭衍新药													
药明康德													
科文斯中国													
美迪西													
康龙化成													
华西海圻													
益诺思													

由强至弱

资料来源：公司公告，各公司官网，中邮证券研究所

2.3 行业发展瓶颈——国际化能力和动物资源掌控力

临床前 CRO 具有一定在岸性质。由于药理毒理研究属于检测类业务，且受试物毒性未经测试，一般不易通过海关审查，因此安评外包服务具有一定的在岸属性，成为国内安评行业天花板的限制性因素之一。行业内企业若想抬高天花板，必须内生和外延并举，积极拓展海外市场，加速国际化布局，获得更多国际市场份额。拓展海外市场的方式包括收购海外知名 CRO 企业，海外建厂、港股或美股上市等。在这方面科文斯、药明康德、康龙化具备更强竞争优势，美迪西和昭衍新药正处于开拓海外市场的初级阶段。

药物安评原材料价格持续上涨，考验公司实验模型资源控制能力。近年非人灵长类实验动物（实验用猴）即公司原材料价格上涨较快，以食蟹猴为例，其单价自 2017 年以来持续上涨，有关非人灵长类动物实验模型的平均市场价格从 2017 年的每只约 1.38 万元上涨至 2019 年的 2.1 万元，两年上涨幅度超 50%，2020 年上半年 COVID-19 疫情期间，用于评估预防性生物制剂（如新冠疫苗和抗体）的非人灵长类动物实验模型需求很大，同时为防控疫情，市场监管总局、农业农村部、国家林草局联合发布《禁止野生动物交易的公告（2020 年第 4 号）》，其中就包括实验用猴，直接导致价格较 2019 年上涨 100%至每只 4.2 万元，随后价格持续上涨，目前已经远超每只 15 万元，生物资源短缺情况日益加剧，如果上述情况不得到改善，可能会出现原材料短缺等情况，影响行业内公司正常经营，考验公司实验模型资源控制能力。

3 投资看点

3.1 管理层经验丰富，股权激励常态化

公司管理层稳定，业务经验丰富。公司管理层均有几十年的生物制药和医疗保健行业的丰富经验，副董事长左从林先生、董事孙云霞女士及姚大林先生等均为国内外新药评价行业资深专家，在公司长期工作，为公司的战略制定、业务管理、技术创新提供了坚实的管理支持。

图表 44：公司管理层介绍

冯宇霞女士	董事长 创始人	➢ 拥有 30 余年生物制药和医疗保健行业丰富经验 ➢ 1986.8-1989.8 任中国人民解放军第 252 医院医生 ➢ 1992-1994 先后担任中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所实习研究员及助理研究员 ➢ 1995.8 -2007.6 担任昭衍新药总经理 ➢ 2019.2 月起担任北京昭衍生物技术有限公司董事长
左从林先生	副董事长	➢ 拥有 30 余年生物制药和医疗保健行业丰富经验 ➢ 1989.8-1996.11 先后在中国空军航空医学研究所担任实习研究员及助理研究员 ➢ 1996.12 -2001.1 任昭衍新药专题负责人 ➢ 2001.2 -2008.2 任昭衍新药药物安全评价中心设施经理 ➢ 2009.1 起担任中国毒理学会理事，彼目前担任中国药理学学会药物毒理专业委员会委员及中国毒理学会药物毒理与安全性评价专业委员会常务委员
高大鹏先生	董事 总经理 董事会秘书	➢ 2005.8-2006.7 任北京中税信诚税务师事务所助理审计师 ➢ 2007.6-2012.10 先后担任舒泰神（300204 CH）助理会计师及财务经理 ➢ 2012.11 起加入昭衍，历任财务经理、财务总监等职务
孙云霞女士	董事 副总经理 苏州昭衍总经理	➢ 拥有 20 余年医疗保健领域经验，曾先后任吉林省四平市防疫站的食品卫生监督员及北京大学首钢医院的主任医师 ➢ 2011.10 起一直担任中国毒理学会药物毒理与安全性评价专业委员会委员 ➢ 2018.10 起担任中国毒理学会理事 ➢ 2019.11 起担任中国毒理学会中药与天然药物毒理专业委员会之常务委员会委员 ➢ 1999.10 加入昭衍，历任高级研究主任、药毒理部主任、质量保证部主任、设备测试副经理及经理等职务
姚大林博士	董事 副总经理 苏州昭衍高级副总裁	➢ 20 余年医疗行业拥有丰富经验，主要负责公司科学创新及技术改进的战略规划以及监管合规 ➢ 1989-1990 任白求恩医科大学（现称吉林大学白求恩医学部）助理教授 ➢ 1990.10-1995.12 任美国国立卫生研究院国立神经病学与中风研究所实验神经病学实验室特聘科学家 ➢ 1999.12-2011.12 在美国食品药品监督管理局药品评审和研究中心工作，包括担任代谢及内分泌药物部高级审议 ➢ 2012.2 加入昭衍，历任高级副总经理、执行董事等职务

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

连续五年发布股权激励计划，彰显公司高增决心。2022 年 8 月，公司公告拟向董事、高管及核心技术（业务）骨干人员共 611 名，授予限制性股票 140.06 万股，占总股本的 0.26%。股权激励考核年度为 2022-2024 年，考核目标以 2021 年营业收入为基数，增速分别不低于 35.00%、82.25%、146.04%。此次股权激励对象包括核心技术人员 607 人，涉及人数众多，能

够有效提振员工积极性。同时，业绩考核目标体现了公司对未来业绩持续高增长的信心，有助于吸引人才，利好公司中长期的高速成长。

图表 45：公司历年股权激励计划

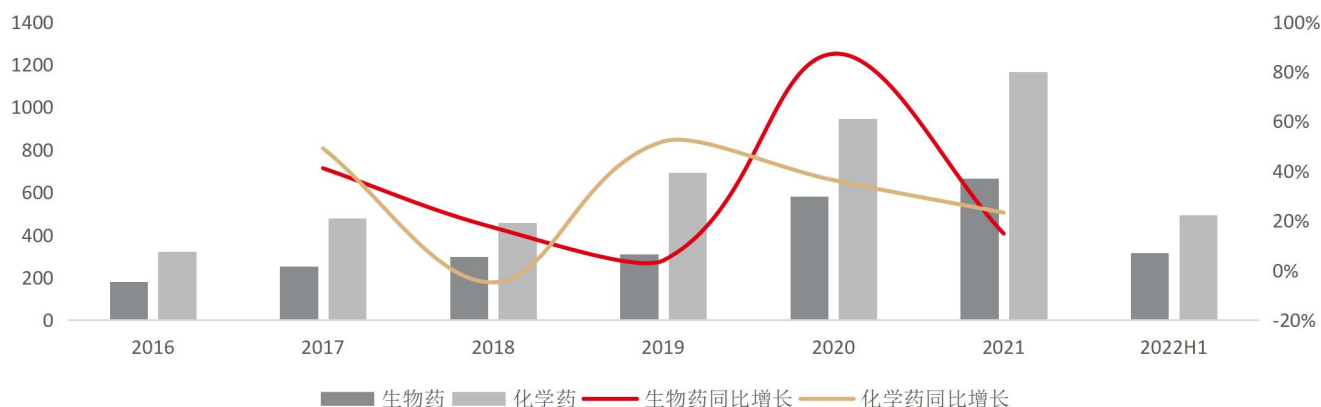
	2018 年		2019 年		2020 年	2021 年	2022 年
类型	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划
对象	董事和高管 核心技术骨干					核心技术骨干	董事和高管 核心技术骨干
授予数量（万股）	40.00	35.00	124.90	45.00	209.00	67.54	140.06
股份占比	0.49%	0.43%	0.77%	0.28%	0.92%	0.18%	0.26%
行权价格/授予价格（元/股）	56.62	28.31	48.11	24.06	94.77	83.97	39.87
人数	129		243		356	505	611
三年解锁百分比	50%/30%/20%	50%/30%/20%	50%/30%/20%	50%/30%/20%	50%/30%/20%	40%/30%/30%	50%/30%/20%
解锁条件	以 2017 年营收为基数		以 2018 年营收为基数		以 2019 年营收为基数	以 2020 年营收为基数	以 2021 年营收为基数
第一年，营业收入增长率不低于	2018 年 20%	2018 年 20%	2019 年 30%	2019 年 30%	2020 年 25%	2021 年 30%	2022 年 35%
第二年，营业收入增长率不低于	2019 年 44%	2019 年 44%	2020 年 69%	2020 年 69%	2021 年 56.25%	2022 年 69%	2023 年 82.25%
第三年，营业收入增长率不低于	2020 年 72.8%	2020 年 72.8%	2021 年 119.7%	2021 年 119.7%	2022 年 95.31%	2023 年 119.70%	2024 年 146.04%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 生物药领域发展快速+动物资源保障，提升公司未来业绩确定性

公司有望依托生物药快速发展。2022H1，CDE 受理的生物药 IND 数量为 315，受理的化学药 IND 数量为 494，在总数上化学药多于生物药。2021 年 CDE 受理的生物药 IND 数量为 666，2016-2021 年复合增长率为 30%，受理的化学药 IND 数量为 1166，2016-2021 年复合增长率为 29%。生物药 IND 增速已经超过化学药，生物药研发增长较快，公司业务生物大分子占比较高，在大分子领域的项目经验丰富，竞争力强，未来公司有望依托生物药快速发展。

图表 46: CDE 受理的化学药和生物药 IND 数量及增速



资料来源: CDE, 中邮证券研究所

原材料自给, 充足的动物资源保障订单增速。生物药研发所需要的实验模型为非人灵长类动物模型, 因此生物药安评用猴占比高。随着生物药物研发数量的不断增加, 在需求的推动下, 非人灵长类实验模型的价格要较其他同类型的实验模型高出很多, 其中非人灵长类动物食蟹猴的均价已经从 2017 年的每只约 1.38 万元上涨到如今每只超 15 万元, 各公司成本压力极大。昭衍新药经营实验室模型业务, 于近两年开始发展非人灵长类实验模型业务, 但并未进行销售, 截至 2020 年 9 月 30 日, 公司已饲养 2,232 只非人灵长类实验模型。同时公司从 2019 年 11 月开始在广西梧州建设动物繁殖基地, 截止 2022 年 6 月底, 已经完成检疫场建设, 投入使用后能饲养约 1.5 万头非人灵长类动物。此外, 公司于今年上半年收购了两家实验猴供应商玮美生物和英茂生物, 不仅在商业供应紧张时提供保证和补充, 还可以满足特殊的动物需要, 有效控制了成本, 为订单增速提供保障。

3.3 GLP 资质是公司高速增长护城河

药物安全性评价服务行业壁垒高, 中小企业难以进入。从事药物安全性评价服务的 CRO 企业需具备 GLP 认证, 各国 GLP 认证标准及流程存在差异, 因此通过多国药监局 GLP 审查对 CRO 企业尤为重要。GLP 实验室建设标准高, 难度大, 时间长。首先, 国内各 GLP 实验室建筑面积少则几千平方米, 多则上万平方米, 建筑面积大, 例如吉林省药物安全评价中心 (GLP 实验室) 的总建设面积超 8000 平方米。其次, 各功能区的建设要求不同, 标准严格。例如, 动物室须大小合适, 分布合理, 配套设施齐全并能调控温度, 针对不同动物建设屏障系统 (万级)、亚屏障系统 (十万级) 及开放系统; 实验室温度须控制在 $20 \pm 3^{\circ}\text{C}$, 相对湿度 30%~70%, 光照 12h, 同时控制噪音; 各实验室仪器须在建筑上做相应配置。因此 GLP 实验室建设难度大, 需要的建设时间也相对更长, 行业壁垒较高, 中小型企业难以进入。

图表 47：各国 GLP 实验室规定

	中国（国家药监局）	美国（FDA）	欧盟（OECD）
适用范围	人体疾病药物	添加剂、药物、 医疗设备、 生物及电子产品	药物、杀虫剂及化妆品、添加 剂及工业化学品
资质	通过检查时授予证书 每三年进行一次定期检查	并无授予证书， 每两年进行一次定期检查 会随机抽查	通过检查时授予证书 每两至三年进行一次 定期检查
标准操作规范	质保部及机构负责人 需共同批准 SOP	并无要求	机构负责人须批准 SOP 质保部须存置 SOP 副本

资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

截至 2022 年 3 月 24 日，共有 76 家机构符合国家药监局 GLP 要求，其中同时具备 OECD GLP 资质的实验室共有 8 家，接受过 FDA GLP 检查的机构共有 12 家。

图表 48：通过中、美、欧盟 GLP 检查的机构汇总

	国家药监局	FDA	OECD
北京昭衍新药研究中心股份有限公司	√	√	
昭衍（苏州）新药研究中心有限公司	√	√	√
康龙化成（北京）生物技术股份有限公司	√	√	√
中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所	√	√	
苏州药明康德新药开发股份有限公司	√	√	√
国家沈阳新药安全评价研究中心	√	√	√
上海益诺思生物技术有限公司	√	√	√
科文斯医药研发（上海）有限公司	√	√	√
上海美迪西生物医药股份有限公司	√	√	
中国科学院上海药物研究所	√	√	√
成都华西海圻医药科技有限公司	√	√	√
云南省药物研究所	√	√	

资料来源：NMPA，FDA，OECD，中邮证券研究所

公司具备国内非临床安全性评价行业最全的 GLP 资质，能够满足各类客户的药物研发需求，成为公司业务高速增长的护城河。

图表 49：公司具体 GLP 资质

公司名称	资质认证	认证（检查）部门	通过认证（检查）时间	说明
北京昭衍	GLP 认证	NMPA	2005 年 7 月首次通过 2011 年 9 月、2014 年 10 月、2017 年 12 月、 2020 年 10 月通过定期 检查	认证批件编号为:GLP11005033 获 9 项资质认证
	GLP 检查	美国 FDA	2009 年 8 月 2013 年 9 月	国内首批且两次通过美国 FDA 检查的 CRO 机构
	GLP 检查	韩国 MFDS	2016 年 10 月	MFDS 检查组认为公司提交的毒理研 究数据符合 GLP 要求
	GLP 检查	日本 PMDA	2021 年 12 月	此次检查是日本 PMDA 史上第一次对 中国非临床 CRO 进行的 GLP 检查
	AAALAC 认证 (认证范围包 括苏州昭衍)	AAALAC	2008 年 10 月通过认 证；2011 年、2014 年、2017 年、2020 年 通过检查评估	与世界 500 强医药巨头相关的全球生 物医药单位大多要求其医药产品的动 物实验都将在 AAALAC 认证单位完成
苏州昭衍	GLP 认证	NMPA	2013 年 2 月、2014 年 8 月、2017 年 3 月、 2020 年 6 月通过定期 检查	认证批件编号为：GLP13002052 和 GLP14005062，获 9 项资质认证
	GLP 认证	OECD	2015 年 10 月通过首次 认证，2017 年、2021 年再次通过检查	认证批件号码：16/2017/DPL
	GLP 检查	美国 FDA	2016 年 8 月 2019 年 3 月	公司在实验设施、技术、人员 GLP 依从性等方面全方位符合要求
	GLP 检查	日本 PMDA	2021 年 12 月	此次检查是日本 PMDA 史上第一次对 中国非临床 CRO 进行的 GLP 检查
	CNAS 检查	中国合格评定国家 认可委员会	2018 年 7 月、2019 年 8 月、2020 年 11 月	在生物制品、中药、化学药品、和兽 药方面的评价能力和质量管理体系得 到进一步提升

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.4 产能建设持续进行，保障中长期业绩增长

昭衍新药处于大规模扩建阶段。从现有产能来看，实验室面积超 1.78 万 m²，动物房面积超 4.76 万 m²，由于公司订单大规模增加叠加原材料价格上涨驱动，目前公司无论是在实验室还是在动物房上都处于大规模扩建阶段。昭衍苏州拟租赁 9000 m² 动物房及实验室，预计

2022 年底完成室内装修，拟新建 20000 m²饲养设施及配套设施，预计 2022 年下半年进行内部装修；梧州拟新建 50000 m²动物房及配套设施，已于 2019 年 4 月开工建设；重庆拟新建实验室 20000 m²，预计 2023 年投入运营；广州拟新建实验室 18000 m²，预计 2023 年一期投入运营；无锡拟新建实验室 3000 m²，预计 2022 年下半年投入运营。

图表 50：公司现有产能及扩建计划

地点	现有设施	面积 (m ²)	扩建计划	开工时间	建设预期
北京	实验室	2509			
	动物房及配套设施	5750			
	办公室及其他	3341			
苏州	实验室	7000 (新装修+1800)	(1) 租赁 9000 m ² 含大小动物房以及实验室 (2) 建设 20000 m ² ，以饲养设施为主，并配套新的动力中心以及 IT 机房等辅助设施	(1) 2022 年 (2) 2021 年	(1) 计划于 2022 年底完成室内装修 (2) 2022 上半年基本完成基建工作，预计下半年进行内部装修
	动物房及配套设施	29893 (新装修+7500)			
	办公室及其他	24707			
南宁	动物房及配套设施	8847			
梧州	动物房及配套设施		50000	2019 年 4 月	
	办公室及其他		26420		
重庆	实验室		20000	2021 年 6 月	预计 2023 年投入运营
广州	实验室		18000	2021 年 10 月	预计 2022 年底完成基建工作，2023 年一期投入运营
无锡	实验室	未披露	3000	2022 年	预计 2022 年下半年投入运营
马赛诸塞州	实验室	2323			
	动物房及配套设施	3066			
加州	实验室	6000			

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 关键假设

按公司的核心业务板块分别进行盈利预测，核心假设如下：

- 1) **非临床研究服务：**目前国内鼓励创新药的政策依旧延续，药物安评行业在热门靶点或领域不断变化的背景下仍呈现出较高景气度，药物安评服务需求空间将有望进一步扩大，考虑到公司非临床研究服务为公司核心业务，整体在手订单充足，2022上半年在手订单超41亿，为公司短期业绩提供了较强的确定性。此外，公司实验室和动物房设施处于大规模扩建阶段，产能将在未来1-2年内释放，预计公司非临床研究服务业务未来三年仍保持高速增长，2022-2024年营业收入同比增长45.00%，35.00%，35.00%；考虑到公司实验用猴储备数量相对充足，能够较为有效应对全球实验用猴供应相对紧张的问题，且有望赋予公司更强的议价能力，而海外业务仍处于拓展期，毛利率要低于国内水平，因此综合预计公司非临床研究服务业务毛利率稳中略有抬升，2022-2024年毛利率分别为49.98%，52.34%，53.21%。
- 2) **临床试验及相关服务：**我国医药行业改革持续推进，政策持续鼓励创新，医药行业投融资增速虽处于短暂低谷，但临床CRO市场规模仍出现扩张，考虑到公司早期临床试验服务处于初期阶段，结合“临床前药物评价经验+庞大的客户群资源”的优势，预计公司临床试验及相关服务业务未来三年延续前期增长，2022-2024年营业收入同比增长50.00%，40.00%，40.00%；考虑到公司业务规模逐渐扩大，预计毛利率有所提升，2022-2024年毛利率分别为38.00%，38.35%，38.65%。
- 3) **实验模型销售：**当前啮齿类动物由于繁殖周期较短，供应较为充足，价格连年下降，非人灵长类动物实验模型供应紧张，价格快速增长，考虑到公司将不再扩大啮齿类动物实验模型业务，今后发展的重点转向控制非人灵长类实验模型资源，公司已经完成广西梧州检疫场建设，可用于超过1.5万只大动物饲养能力的模型设施，同时收购了实验猴供应商玮美生物和英茂生物，预计公司实验模型业务收入未来三年将持续增长，2022-2024年销售收入同比增长70.00%，50.00%，50.00%；考虑到未来实验猴价格供应紧张问题将得到缓解，预计毛利率将有所回调，2022-2024年毛利率分别为45.00%，35.00%，30.00%。
- 4) **期间费用率：**
 - 1) 销售费用率，公司实验用猴的储备较为充足，同时在临床前安全评价领域深耕多年，客户粘性较高，预计销售费用率将保持下降趋势，2022-2024年分别为1.05%，0.95%，0.80%；
 - 2) 管理费用率，考虑到公司2022年继续实施股票期权激励计划，且收购了两家公司100%股权，同时公司员工数量持续增长，预期将带来管理费用的增加，但营收也在持续增长，因此预计管理费用率仍呈下降趋势，2022-2024年分别为16.50%，14.00%，13.00%；
 - 3) 研发费用率，考虑到公司未来营收有望保持较高增速，预计公司未来研发费用率持续下降，2022-2024年分别为2.50%，2.00%，1.50%。

4.2 收入拆分及盈利预测

截止至 2022 年 10 月 26 日，公司的收盘价为 62.15 元，总市值为 302.91 亿元，我们预计 2022 年-2024 年营业收入分别为 22.04 亿元，29.78 亿元和 40.25 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 10.11 亿元，12.91 亿元和 17.05 亿元，对应的 2022 年-2024 年 EPS 分别为 1.89 元/股，2.41 元/股和 3.19 元/股，市盈率分别为 32.90 倍，25.76 倍，19.50 倍。

图表 51：公司收入拆分

	2021A			2022E			2023E			2024E		
	营业收入 (亿元)	YOY	毛利率	营业收入 (亿元)	YOY	毛利率	营业收入 (亿元)	YOY	毛利率	营业收入 (亿元)	YOY	毛利率
非临床 研究服务	14.83	40.84%	49.00%	21.50	45.00%	49.98%	29.03	35.00%	52.34%	39.19	35.00%	53.21%
临床试验及 相关服务	0.31	47.62%	35.97%	0.47	50.00%	38.00%	0.65	40.00%	38.35%	0.91	40.00%	38.65%
实验模型 销售	0.04	100%	46.19%	0.07	70.00%	45.00%	0.10	50.00%	35.00%	0.15	50.00%	30.00%
总计	15.17	40.97%	48.73%	22.04	45.34%	49.72%	29.78	35.10%	51.98%	40.25	35.17%	52.80%

资料来源：中邮证券研究所

图表 52：盈利预测表

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
单位：百万元				
营业总收入	1516.68	2204.31	2978.05	4025.31
增长率 (%)	40.97%	45.34%	35.10%	35.17%
归母净利润	557.46	1010.85	1290.88	1705.47
增长率 (%)	76.96%	81.33%	27.70%	32.12%
EPS (元/股)	1.04	1.89	2.41	3.19
市盈率 (P/E)	59.76	32.90	25.76	19.50
市净率 (P/B)	4.66	4.16	3.58	3.02

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.3 PE 估值及投资建议

选取行业中与昭衍新药业务最为相近的药明康德、康龙化成和美迪西三家公司，2022-2024 年三家公司的平均 PE 分别为 33.67 倍，24.68 倍，17.97 倍。公司在我国药物安评行业领先，在客户资源和实验平台等方面具有较高壁垒，同时，公司正向产业链上下游及国际化方向做拓展，业绩新增长点明确。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 53：估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603259.SH	药明康德	78.20	2228.16	1.72	2.88	3.34	4.29	45.47	27.14	23.42	18.24
300759.SZ	康龙化成	52.64	573.35	2.09	1.66	2.25	3.03	25.19	31.73	23.43	17.35
688202.SH	美迪西	234.53	203.84	4.55	5.57	8.63	12.80	51.54	42.13	27.18	18.32
	平均值	121.79	1001.78	2.79	3.37	4.74	6.71	40.73	33.67	24.68	17.97
603127.SH	昭衍新药	62.15	302.91	1.04	1.89	2.41	3.19	59.76	32.90	25.76	19.50

资料来源：iFind，股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价，昭衍新药来自中邮证券研究所预测，其余数据来自 iFind 一致，中邮证券研究所

5 风险提示

政策风险

CRO 行业的发展跟客户，即药品研发企业的研发热情联系紧密。一方面，如果未来通过港股或内地科创板上市的政策有变化，进而影响国内医药股权投资热情，会使得药品研发增长放暖或下降，公司业务将受影响；另一方面，国家药监部门对于鼓励创新或支持创新的政策如果有调整，也会对公司客户的药品研发热情有显著影响，进而影响公司业务。

产能投放不及预期

若公司苏州 II 期、重庆和广州项目进展不达预期，将影响公司未来业务承接能力，限制业务拓展空间。

一级市场投融资额下降风险

一级市场的投融资将直接影响公司客户药物研发企业的资金情况，若整体的一级市场投融资额下降，药物研发企业的现金流将减少，进而使得药物研发投入减少，公司业务将受到影响。

生物资产公允价值变动风险

公司生物资产数量庞大，生物资产主要为实验用猴，其价格与市场供求息息相关，若未来国内放开野生动物交易，将可能导致实验用猴价格发生较大幅度波动，届时公司将面临生物资产公允价值变动风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					资产负债表				
营业收入	1517	2204	2978	4025	货币资金	4154	4560	5955	7465
营业成本	778	1108	1430	1900	应收和预付	154	211	249	341
营业税金及附加	9	12	16	21	存货	701	898	766	1341
销售费用	16	23	28	32	其他流动资	806	480	543	629
管理费用	256	364	417	523	流动资产合	5814	6150	7513	9775
财务费用	-19	-154	-137	-179	长期股权投	25	24	24	24
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	投资性房地	0	0	0	0
投资收益	17	22	45	81	固定资产	493	629	749	780
公允价值变动	158	300	200	90	在建工程	127	204	269	186
营业利润	643	1159	1480	1956	无形资产开	137	124	110	95
营业外收支	-1	0	0	0	商誉	122	107	107	107
利润总额	642	1159	1480	1955	其他非流动	1945	2804	3015	2965
所得税	86	151	192	254	资产总计	8537	9839	11518	13747
净利润	556	1008	1287	1701	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-3	-3	-4	应付和预收	155	258	285	416
归母股东净利润	557	1011	1291	1705	长期借款	5	4	3	2
预测指标					其他负债	1233	1569	1935	2333
毛利率	48.73%	49.72%	51.98%	52.80%	负债合计	1393	1832	2224	2751
销售净利率	36.46	45.86%	43.35%	42.37%	股本	382	534	534	534
销售收入增长率	40.97	45.34%	35.10%	35.17%	资本公积	5544	5383	5383	5383
EBIT Margin	29.62	31.16%	37.03%	40.01%	其他综合收	27	27	27	27
归母净利润增长	76.96%	81.33%	27.70%	32.12%	归母公司股	7136	8001	9292	10997
ROE	8%	13%	14%	16%	少数股东权	8	6	2	-2
ROA	7%	10%	11%	12%	股东权益合	7144	8007	9294	10995
ROIC	5%	7%	10%	13%	负债和股东	8537	9839	11518	13747
EPS (X)	1.04	1.89	2.41	3.19	现金流量表				
PE (X)	59.76	32.90	25.76	19.50	经营性现金	686	620	1392	1354
PB (X)	4.66	4.16	3.58	3.02	投资性现金	-2070	-367	-196	66
PEG	0.78	0.40	0.93	0.61	融资性现金	5290	153	199	89
EV/EBITDA (X)	52.94	36.46	22.33	14.81	现金净流量	3845	406	1396	1509

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。