

益诺思 (688710.SH)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周二（8月20日）有一家科创板上市公司“益诺思”询价。
- ◆ **益诺思 (688710)**: 公司是一家专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务(CRO)企业。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 5.82 亿元/8.63 亿元/10.38 亿元, YOY 依次为 74.30%/48.35%/20.32%; 实现归母净利润 0.87 亿元/1.35 亿元/1.94 亿元, YOY 依次为 104.68%/56.13%/43.60%。最新报告期, 公司 2024 年 1-6 月实现营业收入 6.06 亿元, 同比增加 15.01%; 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比减少 16.05%。根据公司管理层初步预测, 公司 2024 年 1-9 月营业收入预计较上年同期增长 13.91%至 17.67%, 归母净利润较上年同期下降 23.58%至 29.67%。

- ① **投资亮点**: 1、公司是国药集团体系下的中央企业; 依托雄厚的国资背景, 公司现已成为国内非临床安全性评价领域的龙头企业之一。国药集团持有公司 44.23%的股份、为公司实际控制人; 同时, 公司拥有经验丰富的科学家团队, 其中包括以总经理常艳女士为首的国家药监局新药审评专家 5 人、GLP 资深专家 2 人、ICH 及国内指导原则专家工作组成员 4 人、中国认证毒理学家 12 人、美国 AAALAC 检查专家 3 人。凭借雄厚的国资背景及优质的人才队伍, 公司成为我国最早、且目前为止少数(国内仅 6 家)同时具备 NMPA 和 OECD GLP 认证资质, 以及符合美国 FDA GLP 标准的非临床评价研究机构, 与恒瑞医药、礼新医药、石药集团等国内头部制药企业建立了较为深厚的战略合作关系; 据 Frost & Sullivan 统计, 2022 年公司在非临床安全性评价细分领域市占率为 6.80%、国内排名第三。招股书披露, 截至 2023 年末公司在手订单 13.27 亿元, 2024 年上半年新签订单金额较上年同期仍在增长, 公司业务有望稳定向好。2、公司积极通过股权合作等方式进一步保障上游原材料实验用猴供应的稳定性。实验用猴是公司的主要原材料; 据公司招股书披露, 实验用猴成本在公司原材料采购中占 60%以上、涉及使用实验用猴业务产生的收入占公司营收的 40%以上。为保证公司上游原材料实验用猴的供应稳定性, 公司于 2021 年 10 月与安徽盛鹏、黄山文投合资新设控股子公司黄山益诺思、主营实验动物的产销, 其中公司持有 51%股权; 又于当月收购黄山盛鹏与实验用猴繁育相关的经营性资产。安徽盛鹏系经安徽省林业厅批准并于 2015 年成立的实验用猴标准化养殖及实验动物生产基地, 拥有丰富的恒河猴资源。3、2024 年 3 月, 公司新设全资子公司美国益诺思, 利好公司全球化发展战略的推进。根据公司招股书披露, 伴随着我国 CRO 行业发展, 叠加亮眼的成本优势、国内临床及非临床试验成本仅为欧美地区的 30%-60%, 近年来海外订单转移趋势凸显。公司是国内较早具备发达国家 GLP 标准认证、及 AAALAC 国际认证的机构, 为承接海外业务奠定了坚实基础; 2023 年海外收入已超 4000 万。2024 年 3 月, 公司在美国设立海外分支机构、负责临床大小分子生物分析; 一方面将利好公司进一步拓展海外市场, 另一方面亦可通过国内国外实验室联动, 满足国内客户的国际多中心临床试验的生物分析需求。
- ② **同行业上市公司对比**: 根据主营业务的相似性, 选取昭衍新药、美迪西、康龙化成、药明康德为益诺思的可比上市公司。从上述可比公司来看, 2023 年

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	105.73
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴箴箴
 daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (太湖远大)-2024 年第 50 期-总第 477 期 2024.8.13
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (佳力奇)-2024 年第 49 期-总第 476 期 2024.8.11
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (小方制药)-2024 年第 48 期-总第 475 期 2024.8.8
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (国科天成)-2024 年第 47 期-总第 474 期 2024.8.3
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (珂玛科技)-2024 年第 45 期-总第 472 期 2024.7.27



度可比公司的平均收入为 139.05 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 19.09X，销售毛利率为 35.83%；相较而言，公司营收规模低于可比公司平均，销售毛利率则处于同业的中高位区间。

- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	581.8	863.1	1,038.4
同比增长(%)	74.30	48.35	20.32
营业利润(百万元)	94.0	142.7	211.4
同比增长(%)	91.94	51.78	48.17
归母净利润(百万元)	86.7	135.4	194.4
同比增长(%)	104.68	56.13	43.60
每股收益(元)	1.19	1.40	1.84

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、益诺思	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	5
图 2: 公司归母净利润及增速变化	5
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2017-2026E 中国非临床 CRO 市场规模 (亿元)	6
图 6: 2022 全球非临床安全性评价市场格局	6
图 7: 2018-2027E 中国非临床安全性评价市场规模	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、益诺思

公司是一家专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务（CRO）企业，作为国内最早同时具备 NMPA 的 GLP 认证、OECD 的 GLP 认证、通过美国 FDA 的 GLP 检查的企业之一，与国际标准接轨；公司服务主要涵盖生物医药早期成药性评价、非临床研究以及临床检测及转化研究三大板块，其中非临床研究板块具体包括非临床安全性评价、非临床药代动力学研究、非临床药效学研究。

截止目前，公司已与国内知名头部创新型制药企业建立了深厚、密切的战略合作关系。创新药研发生物技术公司（Biotech）及制药公司（Biopharma）主要客户包括：①以细胞及基因治疗产品为主的深圳亦诺微（第一个中美澳获批临床的溶瘤病毒）、武汉纽福斯（眼科基因治疗产品）、上海爱萨尔（干细胞治疗产品）、南京艾尔普（国内第一个获批临床的 hiPSC 来源的心肌细胞）、上海斯微生物（新冠 mRNA 疫苗）、苏州瑞博生物（小核酸药物）、南京驯鹿生物（CAR-T）、君赛生物（TIL）、邦耀生物（基因修饰的造血干祖细胞）、上海细胞治疗集团（细胞治疗产品）、上海西比曼（外泌体）、杭州霍德（hiPSC 来源的细胞治疗产品）、西湖生物（红细胞载体药物）；②著名 AI 药物研发公司上海英矽智能（Insilico Medicine）、深圳晶泰科技的小分子创新药物；③以创新小分子和大分子药物研发为主的百济神州、亚虹医药、上海天境生物、上海礼新生物、上海科望生物、艾美斐、恒瑞医药、君实生物、齐鲁制药、天士力、百利药业、科伦药业、石药集团以及贝达药业等。

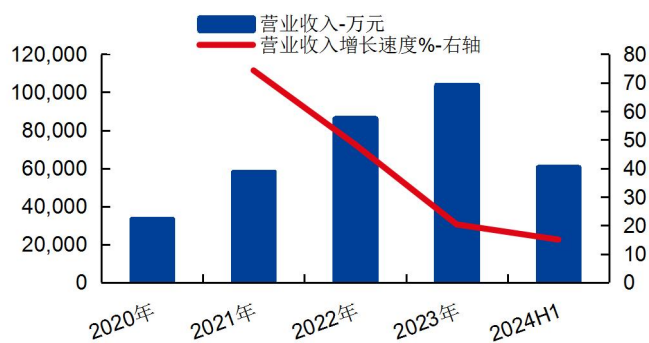
据公司统计，截至 2023 年末，公司已为国内外 770 余家制药公司、新药研发机构和科研院所提供 13,700 余项服务，并助力国内创新药研发 NDA/BLA 成功案例 18 例，IND 注册成功案例 370 余例，已有 90 余个创新药获得美国、欧盟、韩国及澳洲等国外监管机构临床批件。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 5.82 亿元/8.63 亿元/10.38 亿元，YOY 依次为 74.30%/48.35%/20.32%；实现归母净利润 0.87 亿元/1.35 亿元/1.94 亿元，YOY 依次为 104.68%/56.13%/43.60%。最新报告期，公司 2024 年 1-6 月实现营业收入 6.06 亿元，同比增加 15.01%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比减少 16.05%。

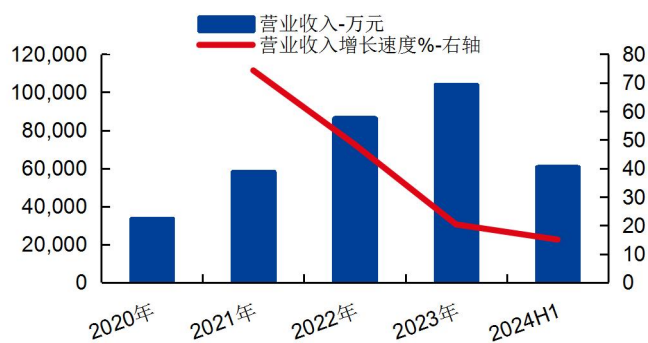
2023 年，公司主营收入按业务类型可分为两大板块，分别为非临床 CRO（9.99 亿元，96.44%）、临床 CRO（0.37 亿元，3.56%）。目前，公司以非临床 CRO 业务为核心，2021-2023 年报告期内来自非临床 CRO 的收入占比稳定在九成以上；而在非临床 CRO 业务中，又以安全性评价业务为主体、在公司总营收中稳居 80%以上的份额。

图 1：公司收入规模及增速变化



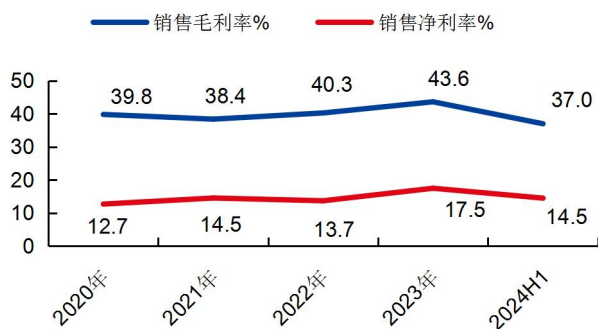
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



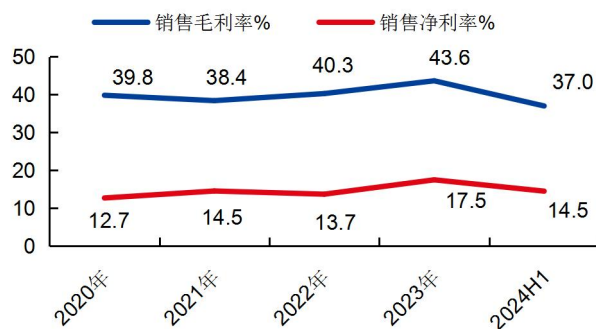
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

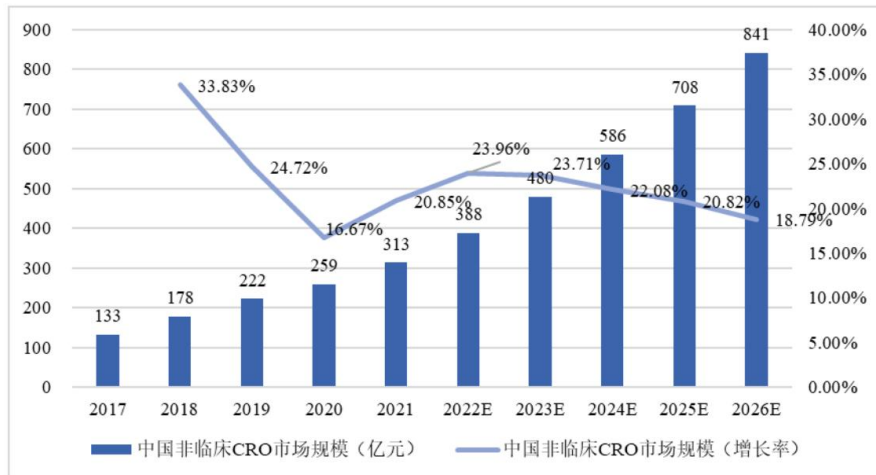
公司是国内一线的非临床 CRO 企业，按业务类型，可归属于非临床 CRO 行业。

1、非临床 CRO 行业

在 CRO 细分业务市场规模上，根据业务类型不同可以将 CRO 分为两大类：非临床 CRO 服务，主要提供药物发现、非临床阶段研究服务；临床 CRO 服务，主要提供临床阶段研究、后续药品审批与药品上市等研究服务

2017 年至 2021 年，我国非临床 CRO 市场规模持续增长，金额从 133 亿人民币增长到 313 亿人民币，年复合增速为 23.9%，预计 2026 年将达到 841 亿人民币，2021—2026 年的复合增速为 21.9%。

图 5: 2017-2026E 中国非临床 CRO 市场规模 (亿元)



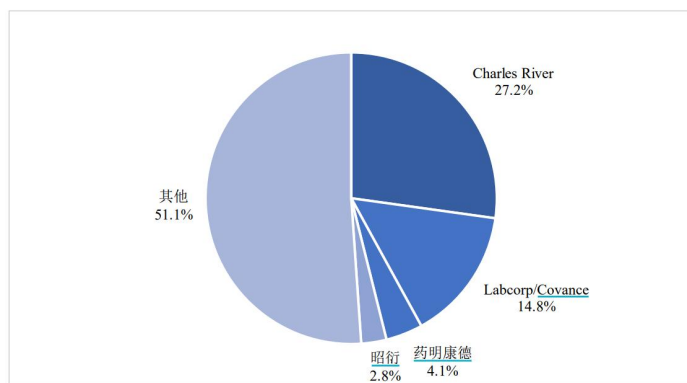
资料来源: Frost&Sullivan、华金证券研究所

报告期内, 药物非临床安全性评价业务收入是公司主要的营收来源。作为 CRO 行业的重要环节之一, 非临床安全性评价与 CRO 行业发展趋势相同, 呈现同步态势。相较于其他 CRO 环节, 非临床安全性评价需要 GLP 资质认证, 存在较高的准入门槛, 同时国际化资质认证的难度更高, 进一步增加了竞争壁垒。

2018 年全球非临床安全性评价市场规模为 44.9 亿美元, 并于 2022 年增至 78.3 亿美元, 2018—2022 年的复合增速为 14.92%, 预计 2027 年全球非临床安全性评价市场规模将达到 194.1 亿美元, 2022—2027 年的复合增速达到 19.91%。竞争格局方面, 2022 年全球安评市场已呈现寡头垄断格局; 两大寡头 Charles River 和 LabCorp 分别占据约 27.2%和 14.8%的市场份额, 占据了较为绝对的市场竞争优势。

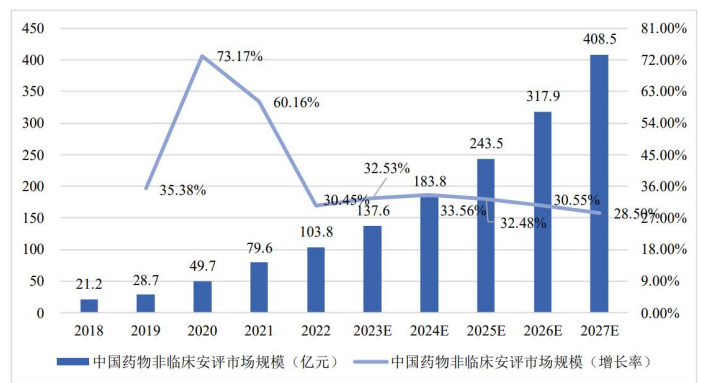
根据 Frost&Sullivan 的统计数据, 2018 年中国非临床安全性评价市场规模约为 21.2 亿元, 并于 2022 年快速增长至 103.8 亿元, 2018 年至 2022 年的复合增速为 48.77%。预计中国非临床安全性评价市场规模于 2027 年将达至 408.5 亿元, 2022 年至 2027 年的复合增速高达 31.51%。

图 6: 2022 全球非临床安全性评价市场格局



资料来源: Frost&Sullivan、华金证券研究所

图 7: 2018-2027E 中国非临床安全性评价市场规模



资料来源: Frost&Sullivan、华金证券研究所

相较于全球安评市场已形成的寡头垄断的格局, 中国安评市场的集中度仍处于不断提高阶段。经过 20 余年的发展, 中国安评市场已经形成了几家龙头企业, 如昭衍新药、药明康德、益诺思

等。2022 年中国安评市场药明康德比例最高，为 20.8%；其次为昭衍新药的 14.1%；第三名即益诺思，占比 6.8%。

非临床安全性评价行业是一个具备较高竞争壁垒的行业，具体表现为除了通过较全的境内外 GLP 认证/检查需要较高的资金投入和时间成本外，更为重要的是头部企业拥有的专业知识和业务经验积累、技术团队实力和品牌效应等构建了长期的“护城河”，使得新进入者难以在短时间内容赶超，也因此竞争格局表现为行业内前五较为稳定的同时，集中度会不断提升，呈现强者恒强的“马太效应”。

（三）公司亮点

1、公司是国药集团体系下的中央企业；依托雄厚的国资背景，公司现已成为国内非临床安全性评价领域的龙头企业之一。国药集团持有公司 44.23%的股份、为公司实际控制人；同时，公司拥有经验丰富的科学家团队，其中包括以总经理常艳女士为首的国家药监局新药审评专家 5 人、GLP 资深专家 2 人、ICH 及国内指导原则专家工作组成员 4 人、中国认证毒理学家 12 人、美国 AAALAC 检查专家 3 人。凭借雄厚的国资背景及优质的人才队伍，公司成为我国最早、且目前为止少数（国内仅 6 家）同时具备 NMPA 和 OECD GLP 认证资质，以及符合美国 FDA GLP 标准的非临床评价研究机构，与恒瑞医药、礼新医药、石药集团等国内头部制药企业建立了较为深厚的战略合作关系；据 Frost & Sullivan 统计，2022 年公司在非临床安全性评价细分领域市占率为 6.80%、国内排名第三。招股书披露，截至 2023 年末公司在手订单 13.27 亿元，2024 年上半年新签订单金额较上年同期仍在增长，公司业务有望稳定向好。

2、公司积极通过股权合作等方式进一步保障上游原材料实验用猴供应的稳定性。实验用猴是公司的主要原材料；据公司招股书披露，实验用猴成本在公司原材料采购中占 60%以上、涉及使用实验用猴业务产生的收入占公司营收的 40%以上。为保证公司上游原材料实验用猴的供应稳定性，公司于 2021 年 10 月与安徽盛鹏、黄山文投合资新设控股子公司黄山益诺思、主营实验动物的产销，其中公司持有 51%股权；又于当月收购黄山盛鹏与实验用猴繁育相关的经营性资产。安徽盛鹏系经安徽省林业厅批准并于 2015 年成立的实验用猴标准化养殖及实验动物生产基地，拥有丰富的恒河猴资源。

3、2024 年 3 月，公司新设全资子公司美国益诺思，利好公司全球化发展战略的推进。根据公司招股书披露，伴随着我国 CRO 行业发展，叠加亮眼的成本优势、国内临床及非临床试验成本仅为欧美地区的 30%-60%，近年来海外订单转移趋势凸显。公司是国内较早具备发达国家 GLP 标准认证、及 AAALAC 国际认证的机构，为承接海外业务奠定了坚实基础；2023 年海外收入已超 4000 万。2024 年 3 月，公司在美国设立海外分支机构、负责临床大小分子生物分析；一方面将利好公司进一步拓展海外市场，另一方面亦可通过国内国外实验室联动，满足国内客户的国际多中心临床试验的生物分析需求。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、益诺思总部及创新转化中心项目：**本项目拟建设科研总部大楼、安评实验室、动物设施楼、临床分析与转化中心及地下室等。
- 2、高品质非临床创新药物综合评价平台扩建项目：**本项目拟购置南通市海门临江新区中兴智谷产业园内 13#、14#、23/24#、25#、26#定制厂房进行装修建设；购置建筑面积为 24,115.93 平方米，其中需装修面积 24,450.00 平方米，装修工程主要包括动物房、实验室、办公室、配套设施及动力中心等。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	益诺思总部及创新转化中心项目	104,500.00	104,500.00	3 年
2	高品质非临床创新药物综合评价平台扩建项目	38,471.19	35,700.00	2 年
3	补充流动资金	20,000.00	20,000.00	
	总计	162,971.19	160,200.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2023 年度，公司实现营业收入 10.38 亿元，同比增长 20.32%；实现归属于母公司净利润 1.94 亿元，同比增长 43.60%。根据公司管理层初步预测，2024 年 1-9 月公司预计可实现的营业收入约为 91,000 万元至 94,000 万元，较上年同期增长 13.91%至 17.67%；预计实现归属于母公司股东的净利润约为 12,700 万元至 13,800 万元，较上年同期下降 23.58%至 29.67%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约为 11,900 万元至 13,000 万元，较上年同期下降 21.93%至 28.53%，降幅超过 20%，超出此前预期的下跌幅度，主要系受到市场环境、实验用猴价格带来的订单价格波动以及主要原材料实验用猴结转成本差异带来的影响。

公司专注于 CRO 领域；根据主营业务的相似性，选取昭衍新药、美迪西、康龙化成、药明康德为益诺思的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 139.05 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 19.09X，销售毛利率为 35.83%；相较而言，公司营收规模低于可比公司平均，销售毛利率则处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2023 年营业收 入(亿元)	2023 年 营收增速	2023 年归 母净利润 (亿元)	2023 年归 母净利润 增速	2023 年 销售毛利 率	2023 年 ROE(摊 薄)
603127.SH	昭衍新药	111.37	-176.81	23.76	4.78%	3.97	-63.04%	42.62%	4.80%
688202.SH	美迪西	38.23	-22.19	13.66	-17.68%	-0.33	-109.82%	23.77%	-1.32%
300759.SZ	康龙化成	364.45	24.57	115.38	12.39%	16.01	16.48%	35.75%	12.75%
603259.SH	药明康德	1,160.99	13.61	403.41	2.51%	96.07	9.00%	41.18%	17.43%
	平均值	418.76	19.09	139.05	0.50%	28.93	-36.85%	35.83%	8.41%
688710.SH	益诺思	/	/	10.38	20.32%	1.94	43.60%	43.62%	12.02%

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 8 月 14 日），华金证券研究所

（六）风险提示

核心技术人才流失及核心技术泄密风险、技术升级迭代风险、业绩下降的风险、资质或认证失效带来的经营风险、因技术信息泄露导致的风险、市场竞争加剧的风险、主要原材料价格波动的风险、实验用猴供应的风险、行业监管政策风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn