

益诺思 (688710.SH)

增持 (维持)

盈利能力短期承压，拓展新技术布局未来

公司 2024 年实现收入 11.4 亿元、yoy+9.9%；毛利率 33.6%、yoy-10.0pct；归母净利润 1.5 亿元、yoy-24.0%；扣非归母净利润 1.3 亿元、yoy-28.1%。

2025Q1 实现收入 2.1 亿元、yoy-29.3%；毛利率 28.3%；归母净利润 552 万元、yoy-90.3%；扣非归母净利润 185 万元、yoy-96.5%。

□ **行业竞争加剧，毛利率短期承压：**2023 年以来，受国内生物医药投融资热情下降、行业需求波动等因素影响，安评 CRO 行业竞争加剧，签单价格明显下降。虽然 2024 年价格环比相对平稳，但仍处于低价订单执行阶段，从而导致毛利率波动。2024Q1-2025Q1 各季度毛利率分别为 40.6%、33.5%、34.8%、24.5%、28.3%，我们预计随着降本增效稳步推进以及优势领域持续改善盈利水平，公司毛利率有望逐步改善。

□ **集团内部充分协同，放射性药物/小核酸增长显著：**新签订单方面，2024 年公司新签订单 8.19 亿元、yoy-16%，其中国药集团内部客户新签订单 yoy+26%，药效板块新签订单同比+20%、IND 和 NDA 的新签订单个数合计 yoy+15%，放射性药物和小核酸药物同比显著增长。在手订单方面，截至 2024 年底在手订单 9.73 亿元、yoy-27%。

□ **技术升级驱动服务升级：**今年 4 月 FDA 宣布“计划逐步取消对单抗和其他药物的动物试验”，目前类器官研究已经用于药物筛选、毒性检测、疾病建模等各个方面，涵盖肿瘤、心脏、肠道、肝脏、脑、生殖系统器官等多个模型。公司于 2022 年开始布局，已使用人诱导多能干细胞构建心脏类器官模型并开展全生命周期的研究，为候选药物非临床心脏毒性评价提供新的模式；建立了基于 3D 打印的睾丸类器官，为雄性生殖毒性验证提供体外评价模型；搭建肿瘤类器官库，用于相关药效学的评价。

□ **维持“增持”投资评级。**公司管理团队经验丰富，GLP 相关资质完备，积极布局创新技术，获得国内领先药企广泛认可，积极拓展海外业务；此外，公司将稳步兼并收购逐步拓展上下游产业链服务，提升一站式服务能力。考虑到行业竞争压力，我们预计公司 2025-2027 年实现收入 12.0、13.2、14.8 亿元，实现归母净利润 1.5、1.6、1.9 亿元，对应 PE 30、27、23 倍。维持“增持”投资评级。

□ **风险提示：**市场竞争加剧、实验用猴价格波动、行业监管政策等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1038	1142	1199	1319	1477
同比增长	20%	10%	5%	10%	12%
营业利润(百万元)	211	159	158	176	206
同比增长	48%	-25%	0%	11%	17%
归母净利润(百万元)	194	148	147	163	191
同比增长	44%	-24%	0%	11%	17%
每股收益(元)	1.38	1.05	1.04	1.16	1.36
PE	22.8	30.1	30.2	27.2	23.2
PB	2.7	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值：NA

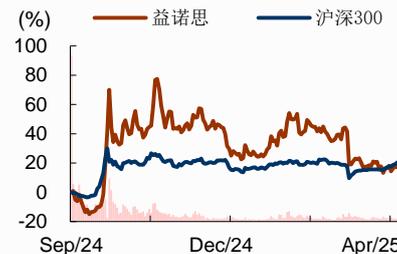
当前股价：31.5 元

基础数据

总股本(百万股)	141
已上市流通股(百万股)	28
总市值(十亿元)	4.4
流通市值(十亿元)	0.9
每股净资产(MRQ)	17.0
ROE(TTM)	4.0
资产负债率	25.6%
主要股东	中国医药工业研究总院有限
主要股东持股比例	20.62%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-27	65
相对表现	-9	-25	58



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《益诺思(688710)——国药系 CRO 第一股，国内安评领域龙头》
2024-12-18

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 研究助理

xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1986	2168	2228	2347	2502
现金	1158	1370	1372	1407	1458
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	11	12	13	15
应收款项	213	268	282	310	347
其它应收款	18	23	24	26	29
存货	511	332	364	398	439
其他	76	164	175	192	214
非流动资产	789	1052	1091	1120	1142
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	219	303	369	422	463
无形资产商誉	138	130	117	105	95
其他	433	618	604	593	584
资产总计	2775	3220	3319	3467	3645
流动负债	881	568	577	618	668
短期借款	8	1	0	0	0
应付账款	84	47	51	56	62
预收账款	611	351	385	421	465
其他	178	170	141	141	141
长期负债	255	249	249	249	249
长期借款	0	0	0	0	0
其他	255	249	249	249	249
负债合计	1136	817	826	867	917
股本	106	141	141	141	141
资本公积金	1098	1688	1688	1688	1688
留存收益	415	563	665	784	926
少数股东权益	21	10	(1)	(13)	(28)
归属于母公司所有者权益	1618	2392	2494	2613	2756
负债及权益合计	2775	3220	3319	3467	3645

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	168	(97)	166	174	201
净利润	182	137	136	151	177
折旧摊销	54	57	90	100	108
财务费用	12	12	(10)	(11)	(11)
投资收益	0	0	(31)	(24)	(17)
营运资金变动	(74)	(297)	(20)	(42)	(55)
其它	(5)	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(250)	(351)	(99)	(105)	(113)
资本支出	(234)	(288)	(130)	(130)	(130)
其他投资	(16)	(64)	31	24	17
筹资活动现金流	(14)	597	(65)	(33)	(38)
借款变动	(18)	(34)	(30)	0	0
普通股增加	0	35	0	0	0
资本公积增加	16	591	0	0	0
股利分配	0	0	(45)	(44)	(49)
其他	(13)	5	10	11	11
现金净增加额	(96)	149	2	36	51

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1038	1142	1199	1319	1477
营业成本	585	758	831	908	1002
营业税金及附加	0	2	2	2	2
营业费用	29	28	31	32	32
管理费用	149	124	132	142	155
研发费用	60	61	67	70	78
财务费用	(8)	(11)	(10)	(11)	(11)
资产减值损失	(30)	(45)	(18)	(24)	(29)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	19	24	31	24	17
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	211	159	158	176	206
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	212	159	158	176	206
所得税	30	22	22	25	29
少数股东损益	(13)	(11)	(11)	(12)	(15)
归属于母公司净利润	194	148	147	163	191

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	20%	10%	5%	10%	12%
营业利润	48%	-25%	0%	11%	17%
归母净利润	44%	-24%	0%	11%	17%
获利能力					
毛利率	43.6%	33.6%	30.7%	31.1%	32.1%
净利率	18.7%	12.9%	12.3%	12.4%	13.0%
ROE	12.9%	7.4%	6.0%	6.4%	7.1%
ROIC	11.2%	6.2%	5.2%	5.6%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	40.9%	25.4%	24.9%	25.0%	25.2%
净负债比率	1.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	3.8	3.9	3.8	3.7
速动比率	1.7	3.2	3.2	3.2	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.2	1.8	2.4	2.4	2.4
应收账款周转率	5.1	4.5	4.2	4.3	4.3
应付账款周转率	8.2	11.6	16.9	16.9	17.0
每股资料(元)					
EPS	1.38	1.05	1.04	1.16	1.36
每股经营净现金	1.19	-0.69	1.18	1.23	1.43
每股净资产	11.48	16.97	17.69	18.54	19.55
每股股利	0.00	0.32	0.31	0.35	0.41
估值比率					
PE	22.8	30.1	30.2	27.2	23.2
PB	2.7	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.8	20.0	16.3	14.7	12.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。