

# 国内安评领先，转型综合 CRO

——益诺思首次覆盖报告

## 核心观点

- **国内安评龙头之一，优势突出。**公司主营创新药研究外包服务，在临床前安全性评价领域已跻身国内第三，竞争优势突出：1) 背靠央企资源丰富。作为国药集团旗下央企，背靠医工总院，在集团内部业务合作、产学研融合发展等方面具备优势；2) 核心团队专业资深。带领公司在国内外创新药研发规则、GLP 国际标准认证、毒理学技术趋势等方面走在行业最前列；3) 资质齐全。作为国内最早同时获得 NMPA、OECD 和 FDA GLP 检查认证的企业之一，具备国际化服务能力；4) 创新经验丰富。围绕新靶点、新分子和新技术进行研发突破，拥有业内稀缺的放射性药物影像评价技术平台，并布局 AI、类器官等前沿技术。截至 24 年底，公司已协助完成近 200 个创新药的研究服务，全面覆盖小分子、双（多）抗、ADC 和放射性药物等。
- **CRO 海外需求有所回暖，国内开启上行周期。**从全球看，24 年创新药一级融资和新开管线触底反弹，25Q1 继续改善，海外需求回暖；从国内看，24 年一级融资还在筑底，BD 金额再创新高，管线稳健增长。但是，随着今年港股 IPO 持续火热及科创板第五套上市标准重启，二级市场 IPO 提供资金退出通道将会扭转一级市场融资信心。随着国内一二级市场融资边际改善、创新药国内商业化和海外 BD 共振，国内药企将有能力和意愿进行创新药研发，CRO 有望开启上行周期。
- **强链补链，践行一站式服务&国际化战略。**24 年以来，国家释放两大政策红利：一是商保和丙类目录为国内创新药市场带来可观的长期需求增量；二是 A 股上市公司尤其央企迎来并购整合政策机遇期。我们认为，随着未来国内 CRO 行业景气上行，公司推进补链强链&国际化战略，加速并购整合和业务出海，未来成长空间广阔。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.99、1.16 和 1.42 元，由于公司安评业务竞争优势突出、并践行一站式 CRO 服务&国际化战略，未来成长空间大。根据可比公司 2025 年平均估值，给予当年 52 倍市盈率，对应目标价为 51.48 元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

行业增速不及预期风险；国内外医药行业政策风险；技术迭代风险；实验用猴供给短缺和价格波动风险；资产信用减值损失风险。

## 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,038	1,142	1,178	1,298	1,490
同比增长(%)	20.3%	9.9%	3.2%	10.2%	14.8%
营业利润(百万元)	211	159	148	175	214
同比增长(%)	48.2%	-24.8%	-6.7%	18.1%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	194	148	140	163	200
同比增长(%)	43.6%	-24.0%	-5.2%	16.6%	22.3%
每股收益(元)	1.38	1.05	0.99	1.16	1.42
毛利率(%)	43.6%	33.6%	32.5%	35.3%	37.2%
净利率(%)	18.7%	12.9%	11.9%	12.6%	13.4%
净资产收益率(%)	12.9%	7.4%	5.7%	6.3%	7.2%
市盈率	30.8	40.6	42.8	36.7	30.0
市净率	3.7	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（首次）
股价（2025年08月05日）	42.51 元
目标价格	51.48 元
52 周最高价/最低价	49.72/22.34 元
总股本/流通 A 股（万股）	14,098/2,820
A 股市值（百万元）	5,993
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 08 月 07 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.11	23.06	40.21	
相对表现%	-3.94	20.02	31.38	
沪深 300%	-1.17	3.04	8.83	22.74



## 证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860524020001  
香港证监会牌照：BRX199

## 联系人

袁润璞 yuanrunpu@orientsec.com.cn

## 目录

一、国内非临床安评领先，优势突出.....	5
1.1 背靠央企，核心团队资深 .....	5
1.2 资质齐全，创新经验丰富 .....	6
二、海外需求有所回暖，国内开启上行周期 .....	9
2.1 “外包渗透提升+创新驱动”，行业稳健增长.....	9
2.2 全球：融资管线趋势向上，海外市场景气 .....	11
2.3 中国：融资迎来关键转折，向上拐点已现 .....	13
三、借政策东风，践行一站式服务&国际化 .....	16
3.1 政策红利落地，并购整合正当其时 .....	16
3.2 内外并举，推进补链强链&国际化 .....	18
四、盈利预测与投资建议 .....	22
盈利预测 .....	22
投资建议 .....	23
五、风险提示.....	24
六、附录.....	24
公司基本情况介绍 .....	24
公司近年财务表现 .....	26

## 图表目录

图 1: 益诺思背靠医工总院，系央企国药集团参股子公司 .....	5
图 2: 全球制药界研发成本持续上升，唯有真创新才能带来高回报 .....	9
图 3: 在新药研发高风险、高投入、长周期背景下，CRO 已成为创新药产业链不可或缺的一环..9	
图 4: 新一轮专利悬崖将从 25 年持续至 28 年，跨国药企巨头急需补充创新药管线.....	10
图 5: 24 年国产双抗出海总交易金额、首付款和交易数量均再创新高 .....	10
图 6: 24 年国产 ADC 出海数量热度不减，交易金额有所下滑.....	10
图 7: 研发支出稳步增加，外包服务持续渗透 .....	11
图 8: 未来 3 年全球 CRO 市场规模有望保持双位数增速 .....	11
图 9: 24 年全球创新药一级市场融资和管线同步增加 .....	11
图 10: 25Q1 全球创新药融资持续向上 .....	12
图 11: 25Q1 全球创新药新开管线数量同比稳步增长 .....	12
图 12: 全球 CRO 景气度从后期临床向前期临床传导.....	12
图 13: 24 年以来全球早期临床管线占比波动向上.....	12
图 14: 21 年以来尽管一级融资下滑，BD 仍带动国内创新药管线数量增长.....	13
图 15: 24 年中国创新药 BD 首付款与一级市场融资基本持平 .....	13
图 16: 25Q1 国内创新药一级融资降幅趋缓 .....	13
图 17: 25Q1 中国创新药出海金额及数量再创新高 .....	13
图 18: 25Q1 国内核心管线申报数量仍在增加 .....	14
图 19: 25Q1 国内 NDA 核心管线申报增速快于 IND .....	14
图 20: A 股生物医药企业 IPO 已于 25Q1 触底 .....	14
图 21: 港股 18A 企业 IPO 已于 25Q1 开始回暖.....	14
图 22: 18 年以来中国创新药院内市场销售占比节节攀升.....	15
图 23: 24 年中国商业健康险保费收入已近万亿元.....	17
图 24: 到 2035 年商保带来的创新药械支付增量市场空间有望超 4000 亿元 .....	17
图 25: 以非临床安评为核心，内生外延打造综合性 CRO 企业 .....	18
图 26: 技术产能双轮驱动，近年来业务快速发展.....	24
图 27: 24 年非临床安评营收占比高达 84% .....	25
图 28: 24 年国内营收占比达 98%.....	25
图 29: 22 年非临床安评市占率 7%，位居国内第三 .....	25
图 30: 公司营收持续增长 .....	26
图 31: 利润短期有所承压 .....	26
图 32: 行业价格竞争，利润率有所下滑 .....	27
图 33: 推进降本增效，持续控制费用.....	27
图 34: 临床 CRO 业务拓展表现亮眼.....	27

图 35: 24 年临床 CRO 业务毛利率大幅提升至 40% .....	27
表 1: 核心高管囊括前（现）任中国及美国药监局资深新药审评专家.....	5
表 2: 益诺思是最早同时通过中美欧 GLP 认证或检查的国内 CRO 企业之一 .....	6
表 3: 相比国内同行，公司拥有最完善的中国 GLP 资质项下的不同试验类型的认证资质 .....	6
表 4: 全面掌握行业核心技术 .....	7
表 5: 前瞻创新，布局 AI、类器官、新疗法和特色疾病相关技术平台 .....	7
表 6: 创新药物评价经验丰富品类全面，涵盖偶联、双抗和小核酸等药物类型 .....	9
表 7: 已有 4 家拟按照科创板第五套标准上市的生物医药企业正在 IPO 排队中 .....	15
表 8: 顶层设计明确全链条支持创新药，医保局推动商业健康险与丙类目录支持政策加速落地 ..	16
表 9: 各层面不断推出与央企、新质生产力强链补链相关上市公司并购重组鼓励政策.....	17
表 10: 已建成动物房面积接近可比公司康龙化成和美迪西 .....	19
表 11: 实验猴在生物制品临床前研究中不可替代，是生物医药产业发展的战略资源 .....	19
表 12: 募投项目将继续扩大安评产能并推动业务链条延伸 .....	20
表 13: 上海益诺思及南通益诺思均已通过中美欧 GLP 认证或检查 .....	20
表 14: CRO 企业发展的主旋律是从细分专业型向综合型转型 .....	21
表 15: 可比公司估值（截至 2025 年 8 月 1 日）.....	23
表 16: 主营业务为创新药非临床安全性评价服务.....	24
表 17: 公司在双抗、ADC 等新型药物领域具备相对优势.....	26

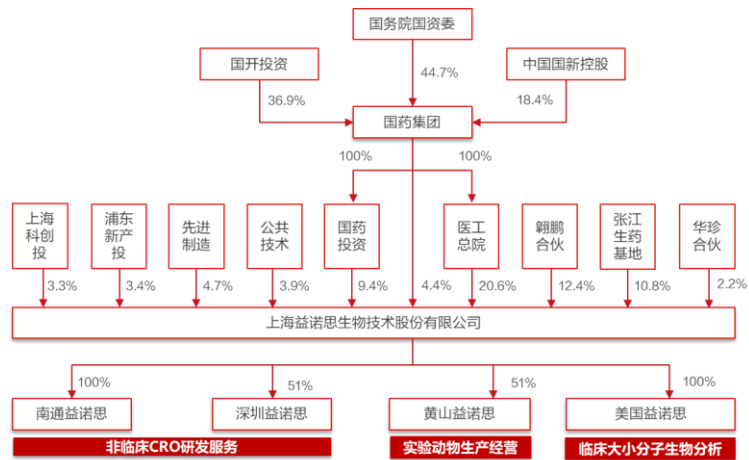
## 一、国内非临床安评领先，优势突出

### 1.1 背靠央企，核心团队资深

**国药集团旗下央企。**截至 25 年 3 月底，国药集团直接持有公司 4.4% 的股份，并通过全资子公司医工总院及国药投资间接持有 30.0% 的股份，合计持有 34.4% 的股份，系公司实际控制人。

**内部合作不断深入。**国药集团覆盖医药研发、制造、流通和医疗服务等大健康全产业链，公司定位国药集团医药创新发展技术策源地。24 年国药集团内部客户新签订单金额同比+26.3%，协同作用显著。随着集团内客户合作不断深入，预计未来将有更多优质订单涌现。

图 1：益诺思背靠医工总院，系央企国药集团参股子公司



数据来源：公司招股说明书及 2025 年一季报，Wind，东方证券研究所  
注：截至 2025 年 3 月 31 日

**核心团队专业资深，把握行业国际前沿。**截至 24 年 8 月 29 日，公司核心技术团队包括国家药监局新药审评专家 5 人，GLP（药品非临床研究质量管理规范）资深专家 2 人，ICH（人用药物注册技术要求国际协议会议）和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，能够带领公司在国内外创新药研发规则、GLP 国际标准认证、毒理学技术趋势、实验动物管理优化等方面走在行业前沿。

表 1：核心高管囊括前（现）任中国及美国药监局资深新药审评专家

姓名	职位	履历
魏树源	董事长	同济医科大学学士，研究员，国务院特殊津贴专家。从事生物制品病毒性疫苗研究、开发和各种生物制品生产管理工作 23 年，曾任武汉生物制品研究所、长春生物制品研究所、北京北生研生物制品股份有限公司党委书记、总经理；2024 年 3 月至今，任医工总院董事长、党委书记，2020 年 3 月至今，任公司董事长。
常艳	董事、 总裁、 核心技术 人员	上海医药工业研究院药理学博士、博士生导师。现任 NMPA 新药审评专家、资深 GLP 检查专家等，拥有超 24 年毒理学经验、16 年 CRO 管理经验，曾任安评中心助理研究员、主任助理、副主任，深圳益诺思董事长、总经理，现任公司董事、总裁、法定代表人，兼任南通益诺思董事、总经理、法定代表人及美国益诺思董事、总经理。
李华	高级副 总裁、 核心技术 人员	上海中医药大学中药学博士，博士生导师。现任 NMPA 新药审评专家，NMPA CDE 生物类似药、细胞治疗指导原则专家组成员等，拥有近 20 年毒理学经验，曾任安评中心副研究员、主任助理，公司毒理事业部研究员、高级总监，现任公司高级副总裁兼深圳益诺思董事长、总经理，南通益诺思副总经理兼 GLP 机构负责人。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

高晓红	副总裁、财务总监	上海财经大学硕士。曾任上海复星医药(集团)股份有限公司见习经理及财务分析总监、上海复星医药产业发展有限公司副总监、复星凯特生物科技有限公司财务总监，现任公司副总裁、财务总监，兼任美国益诺思董事。
陈啸春	首席科学官	浙江大学生物医学工程博士，曾任美国约翰·霍普金斯大学医学院博士后、美国马里兰大学医学院干细胞生物学与再生医学中心助理教授。作为资深药理学和毒理学专家，拥有超 20 年的新药发现和开发研究经验。曾任 FDA 资深非临床审评专家，在 FDA 新药审评中心和生物制品审评中心工作超 8 年，参与了数百个新药开发的 IND 和十多项 NDA/BLA 的审批工作，还作为多个 FDA 专题委员会的成员，为内部审评提供咨询，并参与多项行业指南的起草和制定。

数据来源：公司官网及 2024 年报，东方证券研究所

注：NMPA CDE 指国家药品监督管理局药品审评中心，GLP 指药品非临床研究质量管理；截至 2024 年 12 月 31 日

## 1.2 资质齐全，创新经验丰富

**国际国内 GLP 资质齐全。**公司是国内最早同时具备 NMPA（国家药品监督管理局）GLP 认证、OECD（经济合作发展组织）GLP 认证和通过 FDA（美国食品药品监督管理局）GLP 检查的企业之一，可提供符合全球申报标准的新药研究服务，具备国际化服务能力。

表 2：益诺思是最早同时通过中美欧 GLP 认证或检查的国内 CRO 企业之一

公司名称	首次取得资质/通过检查		
	NMPA GLP 认证	OECD GLP 认证	FDA GLP 检查
药明康德	2011	2010	2014
昭衍新药	2005	2015	2009
益诺思	2011	2012	2014
华西海圻	2004	2014	2017
康龙化成	2014	2017	2009
徕博科中国	2012	2011	2015

数据来源：公司招股书，华西海圻官网，NMPA 官网，柏睿咨询，东方证券研究所

注：截至 2023 年 12 月 31 日

**国内 GLP 试验类型资质更全面。**相较可比公司，益诺思在国内 GLP 资质项下的不同试验类型的资质取得情况更全面，在业务承接领域上更为多样化。

表 3：相比国内同行，公司拥有最完善的中国 GLP 资质项下的不同试验类型的认证资质

试验类型	益诺思	昭衍新药	美迪西	康龙化成	药明康德
单次和多次给药毒性试验(啮齿类)	√	√	√	√	√
单次和多次给药毒性试验(非啮齿类)	√	√	√	√	√
生殖毒性试验(I 段、II 段)	√	√	√	√	√
生殖毒性试验(III 段)	√	√	√	√	√
遗传毒性试验(Ames、微核、染色体畸变)	√	√	√	√	√
遗传毒性试验(小鼠淋巴瘤试验)	√	-	-	√	√
致癌试验	√	√	√	-	√
局部毒性试验	√	√	√	√	√
免疫原性试验	√	√	√	√	√
安全性药理试验	√	√	√	√	√
毒代动力学试验	√	√	√	√	√
依赖性试验	√	√	-	-	-
<b>NMPA GLP 认证数量</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司招股书，东方证券研究所  
注：截至 2024 年 8 月 29 日

**掌握关键核心技术，同时具备业内稀缺的放射性药物影像评价技术。**公司拥有同位素研究平台和放射性乙级场所，具备 31 种同位素使用资质，是国内极少数能承接放射性药物安评业务的企业之一。目前，正推进  $\beta$  核素放射性药物评价技术应用，并完成  $\alpha$  核素资质的认证和  $\alpha$  核素  $^{225}\text{Ac}$  标记等技术。

表 4：全面掌握行业核心技术

业务板块	技术类型	主要核心技术
早期成药性评价		NMPK 快速筛选策略
非临床安全性评价	前沿非临床评价技术平台	重要靶器官毒性生物标志物评价、猴发育和生殖毒性评价、遗传毒性评价、依赖性评价、眼科评价、体外心脏毒性评价等
	创新品类药物评价体系	双/多特异性抗体、ADC 药物、基因治疗产品、细胞治疗产品、溶瘤病毒产品、溶瘤细菌产品等
	尖端动物实验操作技术	颅内给药、心肌给药、吸入给药、眼内给药、肝脏原位荷瘤和给药、创新药物心脏毒性特殊诊断等
非临床药代动力学研究		用于抗体及细胞治疗产品的放射性同位素标记与 Micro-PET/MR 影像技术、用于细胞和基因治疗产品（包括溶瘤病毒类药物）研究技术
临床检测及转化研究		基于 LC-MS/MS 技术的 ADC、多肽及小核酸生物分析技术平台，高灵敏度大分子抗体分析平台、生物标志物与转化研究平台等

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

**前瞻创新：布局 AI、类器官、新疗法和特色技术。**从在研项目看，一方面广泛覆盖各种非临床和临床研究技术平台，业务上有利于强安评、补短板；另一方面推进 AI、类器官等新技术应用，有望推动降本增效和实验动物替代，同时强化 ADC 等新疗法、干眼症等特色疾病相关技术平台。

表 5：前瞻创新，布局 AI、类器官、新疗法和特色疾病相关技术平台

序号	项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
1	创新技术在药物毒性评价中的应用研究	建立基于人工智能的病理诊断模型；建立 LncRNA、HP、AGP、A2M、CIC 等多个新生物标志物检测方法	搭建基于人工智能的毒性辅助诊断技术平台，提升靶器官毒性生物标志物检测、幼年动物评价技术平台	可应用于创新药物的毒性评价中，提高研发效率，降低成本
2	药物早期毒性评价创新技术研究	建立心脏、睾丸类器官模型，建立疫苗的抗体依赖性增强作用评价和 3D 培养 MSC 的非临床评价关键技术	搭建基于类器官模型的毒性评价体外替代技术平台，提升创新品类评价技术平台	类器官模型可用于药物早期毒性预测同时作为传统动物实验的补充研究，创新品类评价新技术能提高药物研发成功率
3	新型疗法 PK 生物检测关键技术研究	建立基于 LC-MS/MS 技术的脂质体游离组分、基于 InDel 的细胞治疗产品、细胞分泌外泌体产品、基于 VP1/2/3 蛋白的 AAV 产品真实中和抗体等生物分析技术	提升新型疗法药物 PK 生物检测关键技术平台	用于创新品类药物 PK 评价，助力其快速实现临床转化

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4	多重生物标志物在创新药物研发中的应用研究	建立 NGS 测序和生物信息学分析技术平台及多个生物标志物免疫组化分析技术	提升 NGS 测序和生物信息学分析技术平台和基于免疫组化的多重生物标志物分析技术平台	可用于生物技术新品类药物 从非临床到临床的评价服务中，为快速实现临床转化提供技术支撑
5	药物免疫原性分析技术的优化研究	建立基于磁珠纯化和 PEG 纯化的 ADA 和 Nab 分析	提升生物技术药物免疫原性分析技术平台	可用于生物技术药物免疫原性临床分析，助力其临床研究
6	杂交免疫捕获 LC-MS/MS 生物分析技术在抗体偶联药物中的应用研究	基于 LC-MS/MS 的 ADC(总抗/偶联有效载荷)生物分析技术	提升 ADC 生物分析技术平台	可用于 ADC 体内药代/毒代动力学特征等研究
7	基于类器官的药物致肠道毒性评价技术研究	建立基于类器官的药物致肠道毒性评价技术	搭建基于类器官的毒性评价技术平台	可用于免疫介导的药物靶器官毒性评价及机制研究，为新药研发、药物早期毒性筛选提供新模型
8	眼科药物非临床评价创新技术研究	建立了青光眼小梁静脉烧灼、高氧诱导视网膜新生血管病和干眼症角膜损伤模型	拓展眼科疾病模型，提升眼科非临床评价技术平台	为未来相关疾病与眼科药物的研究奠定基础
9	药物非临床特殊评价技术研究	建立多个非常规动物种属临床病理学毒性标志物检测、肺脏微核评价和生物技术药物过敏反应动物模型及生物标志物检测技术	提升临床病理学毒性标志物检测、药物遗传毒性评价和生物技术药物非临床安全性评价技术平台	可用于相应药物品类的非临床评价，预防各类生物技术药物非临床评价中动物出现的过敏反应，减少由于过敏导致毒性评价结果的误判
10	体内外药代评价创新技术研究	建立 LC-HRMS 的完整 ADC 定量和定性 (DAR)分析、基于 LC/MS-MS 的核酸类药物生物分析、纳米抗体和重组蛋白的不同核素标记技术及相应放射性药物非临床评价技术	提升 ADC、核酸类药物生物分析技术平台，建立放射性诊断和治疗药物的不同核素标记技术和非临床评价技术平台	可用于相应药物品类体内外药代动力学评价
11	药效平台新技术新方法研究	建立肿瘤转移、基于 3D 打印技术的脑胶质瘤体外、自免疾病 EAE、代谢疾病猴 NASH 及关节炎等模型，建立多种肿瘤组织的肿瘤类器官库及相应的 PDOX 模型	搭建基于肿瘤类器官和 3D 打印的体外肿瘤药效评价技术平台，展非临床体内药效评价模型的种类	可为创新新药提供相关适应症非临床药效学研究
12	镇痛药物生殖毒性评价体系建立及机制探索	建立镇痛药物生殖毒性评价体系	建立镇痛药物生殖毒性评价体系并进行机制研究	可用于镇痛药物非临床评价
13	药物评价特殊关键技术研究	建立基于 MSD 和 Luminex 的细胞因子分析技术	提升生物技术药物细胞因子分析技术平台	可用于生物技术药物免疫毒性评价

数据来源：公司 24 年报，东方证券研究所

注：截至 2024 年 12 月 31 日

**药物评价经验丰富。**公司不仅在传统的小分子、抗体和中药领域经验丰富，同时还涵盖业内各类创新药物品类，包括：双抗/多抗、多肽、融合蛋白、新型 ADC（如双抗 ADC、双载荷 ADC，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

PDC）、基因治疗和基因编辑产品、干细胞和免疫细胞治疗产品、核酸类药物（如 siRNA、ASO、mRNA 药物等）、放射性诊断和治疗药物、溶瘤细菌、溶瘤病毒等。

表 6：创新药物评价经验丰富品类全面，涵盖偶联、双抗和小核酸等药物类型

药物品类	已评价项目数	药物品类	已评价项目数
偶联药物（XDC）	160+	多肽药物	50+
双抗/多抗药物	100+	放射性药物	50+
基因治疗药物	100+	干细胞治疗药物	50+
小核酸药物	80+	mRNA 药物	20+
免疫细胞药物	80+	/	/

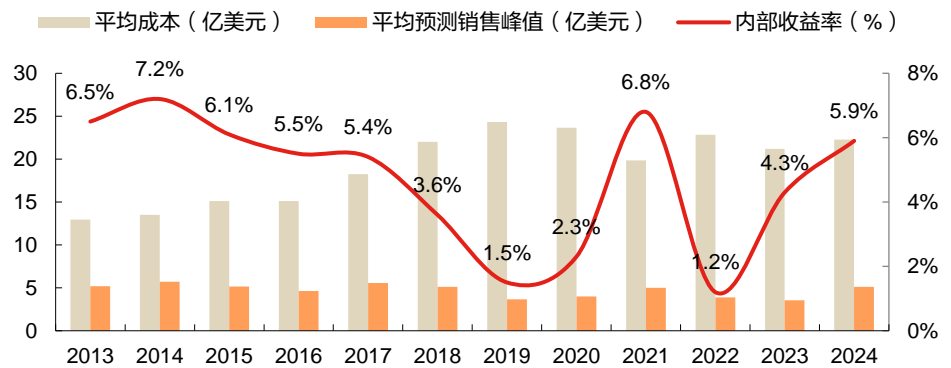
数据来源：公司 2024 年报及公众号，东方证券研究所  
注：截至 2024 年 12 月 31 日

## 二、海外需求有所回暖，国内开启上行周期

### 2.1 “外包渗透提升+创新驱动”，行业稳健增长

**创新与回报成正比，研发成本不断上升。**根据德勤统计，23-24 年全球排名前 20 药企后期管线内部收益率触底后持续上升，主要得益于 GLP-1 等高价值产品，表明高回报来自高度未满足需求和全新作用机制。但是，由于研究日趋复杂、患者招募竞争和新药研发失败率高等因素影响，研发成本持续增加，13-24 年新药研发平均成本从 13.0 亿美元上升至 22.3 亿美元。

图 2：全球制药界研发成本持续上升，唯有真创新才能带来高回报

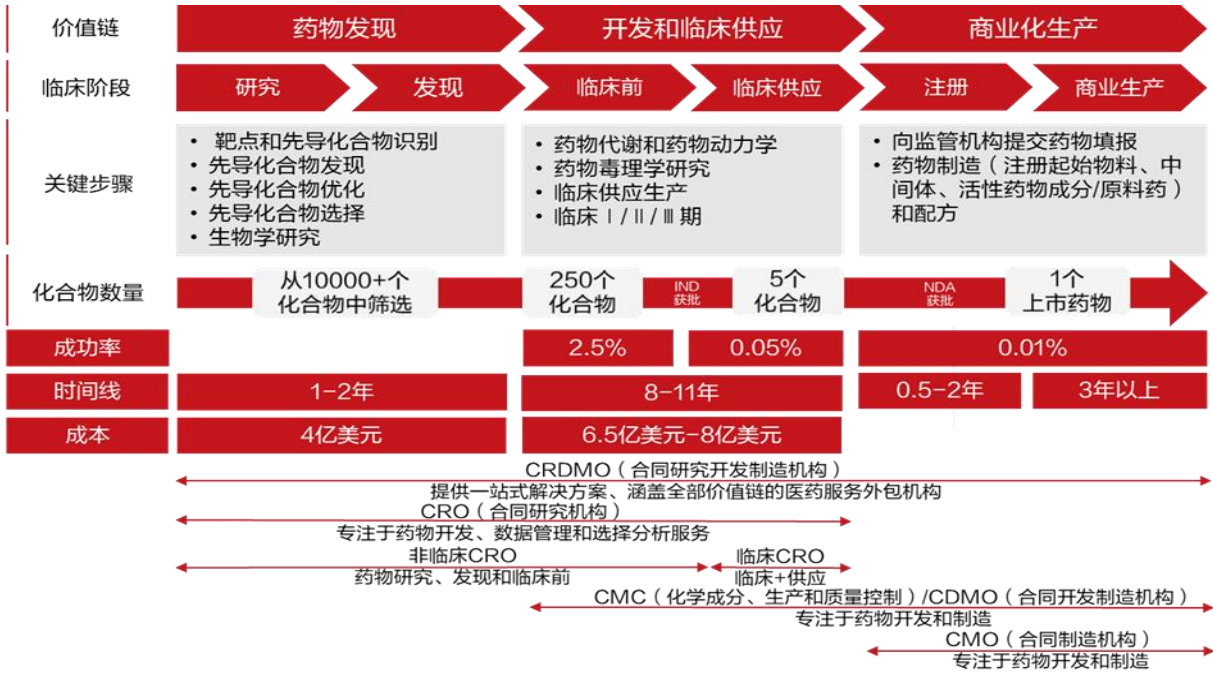


数据来源：德勤，东方证券研究所

注：21 年内部收益率回暖主要受新冠类药物影响；本统计系 13-24 年全球前 20 制药公司的创新回报

**CRO 助力制药企业降本增效。**CRO（合同研究组织）是指通过合同形式为制药企业和研发机构在药物研发过程中提供专业化服务，能够缩短研发周期、降低研发费用，帮助制药企业以低成本投入实现高质量研究。对应新药研发流程，CRO 公司提供的服务范围可分为药物发现、非临床（临床前）和临床。

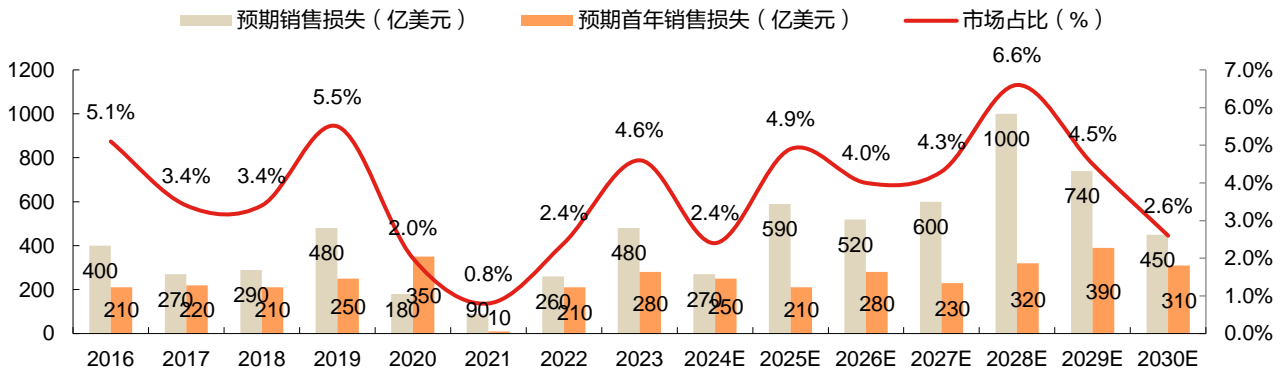
图 3：在新药研发高风险、高投入、长周期背景下，CRO 已成为创新药产业链不可或缺的一环



数据来源: Frost&Sullivan, 东方证券研究所

**专利悬崖高峰将至，倒逼药企加大研发。**专利悬崖是指重磅药物专利保护到期后，低价仿制药快速占领市场，导致专利药物销量骤降。据 Evaluate Pharma 估计，2025-2029 年全球将迎来新一轮专利悬崖高峰，28 年全球专利到期药物预测销售损失高达 1000 亿美元。

图 4：新一轮专利悬崖将从 25 年持续至 28 年，跨国药企巨头急需补充创新药管线



数据来源: Evaluate Pharma, E 药经理人, 东方证券研究所

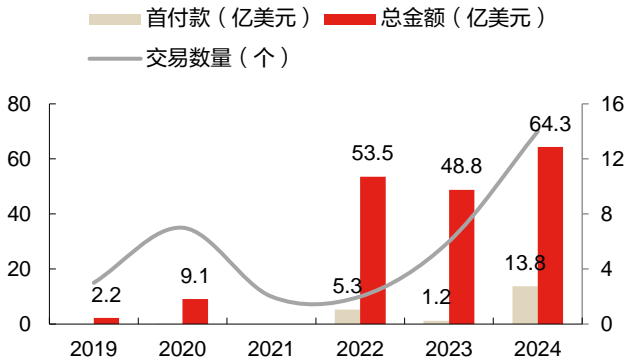
资料来源: 本统计为 2016-2030E 全球专利到期药物销售损失预测

**新型疗法兴起，中国创新走向世界。**随着 ADC、双/多特异性抗体、放射性药物、小核酸药物、细胞和基因疗法等创新药物正在打开更多靶点和机制，带来“pipeline in product”（产品流水线）机会。中国药企创新管线正通过 License-out 实现出海，放眼未来中国创新将成为全球创新药和 CXO 增长新动力。

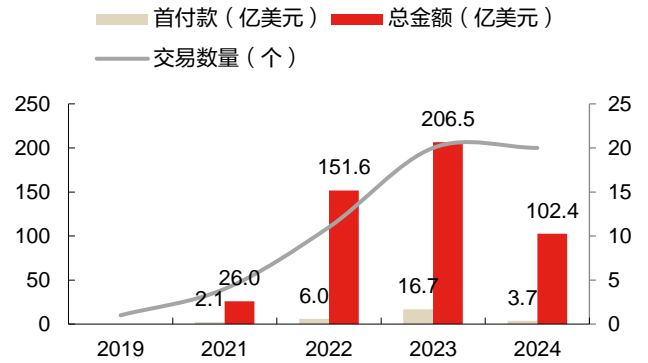
图 5：24 年国产双抗出海总交易金额、首付款和交易数量均再创新高

图 6：24 年国产 ADC 出海数量热度不减，交易金额有所下滑

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：医药魔方，东方证券研究所  
注：本统计涵盖 19-24 年国产双抗 License-out 交易数量及金额



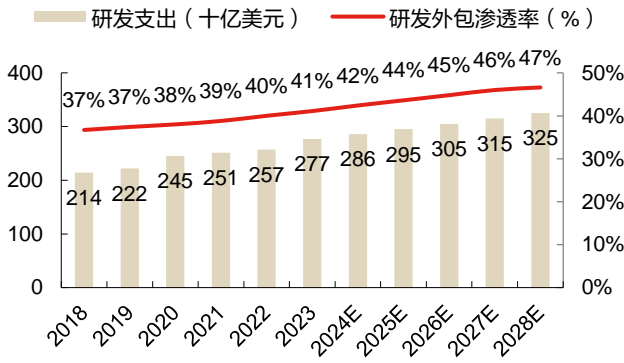
数据来源：医药魔方，东方证券研究所  
注：本统计涵盖 19-24 年国产 ADC License-out 交易数量及金额

**研发提升外包渗透，CRO 稳健增长。**首先，由于高未满足需求带来的高回报会不断吸引资本投入、小核酸药物等新型疗法层出不穷、同时专利悬崖倒逼药企加大研发，全球医药研发投入仍稳步增长；其次，受制药企业降本增效等多重因素驱动，全球医药研发外包率持续提升。

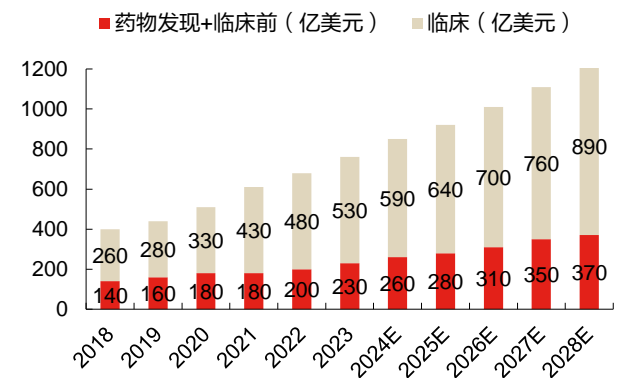
综上，随着全球医药研发支出增加、研发外包渗透率提升，全球 CRO 市场仍将保持一定的增速。据 Frost&Sullivan 预测，2028E 全球 CRO 行业市场规模高达 1260 亿美元，2023-2028E CAGR 达 10.6%。

图 7：研发支出稳步增加，外包服务持续渗透

图 8：未来 3 年全球 CRO 市场规模有望保持双位数增速



数据来源：Frost&Sullivan, Pharmaprojects, Evaluate Pharma, 东方证券研究所  
注：本统计涵盖 2018-2028E 全球医药研发开支及外包渗透率

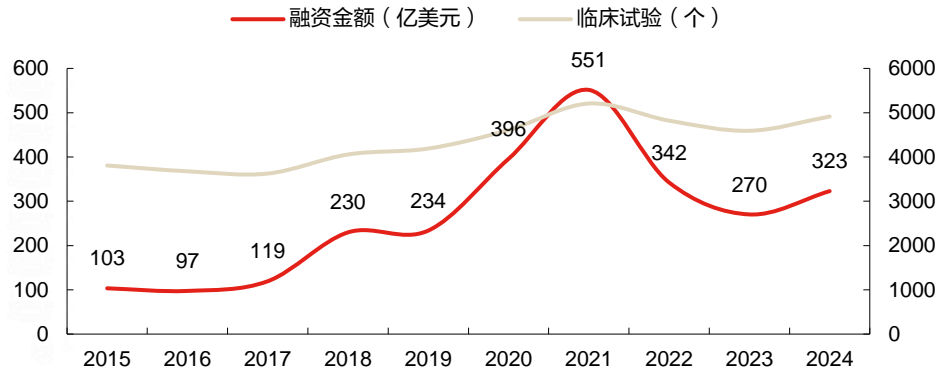


数据来源：Frost&Sullivan, 东方证券研究所  
注：本统计涵盖 2018-2028E 全球 CRO 行业市场规模

## 2.2 全球：融资管线趋势向上，海外市场景气

**24 年：融资和管线同步向上，CRO 景气度触底反弹。**创新药临床试验与 CRO 业务紧密相关，其数量可作为 CRO 景气度同步指标，而创新药一级市场融资系 CRO 景气度变化的重要先行指标。从全球看，15-24 年一级市场融资与开展临床试验数量的相关系数为 0.93，二者具有极强的正相关性。24 年全球创新药一级市场融资金额达 322.8 亿美元（同比+19.5%），开展临床试验数量 4913 个（同比+7.0%），一级融资回暖带动全球 CRO 行业景气度已于 24 年触底反弹。

图 9：24 年全球创新药一级市场融资和管线同步增加



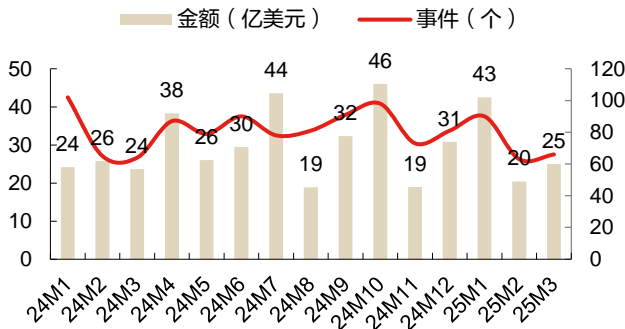
数据来源：医药魔方，东方证券研究所

注：一级融资仅统计 IPO（公开发行）之前融资轮次的融资事件，不包含 IPO、增发及并购事件，临床试验仅包含由企业发起的试验；本统计为 2015-2024 年全球创新药一级市场融资和开展临床试验数量

**25Q1：融资和管线向好，CRO 景气度持续向上。**25Q1，全球创新药一级市场融资金额达 88.0 亿美元（同比+19.3%），融资事件 219 起（同比-5.2%），融资表现继续向好，同时资源向头部企业集中；同期，全球新开临床试验 1280 个（同比+7.7%），新开管线同步增长。

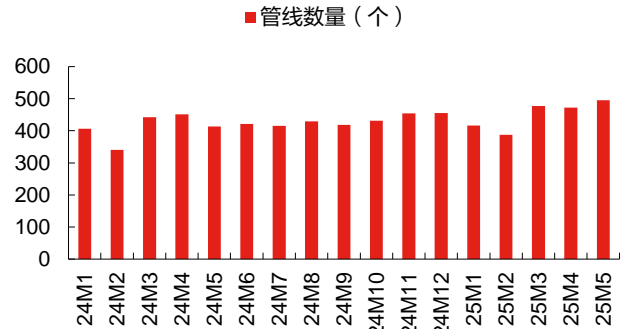
图 10：25Q1 全球创新药融资持续向上

图 11：25Q1 全球创新药新开管线数量同比稳步增长



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

注：本统计为 24M1-25M3 全球创新药一级市场融资情况，包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化和股权转让



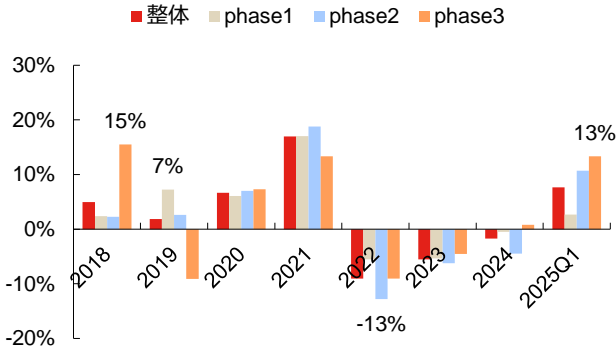
数据来源：clinicaltrials.gov，东方证券研究所

注：本统计为 24M1-25M3 全球创新药新开临床试验情况，仅统计 Funder Type 为 Industry, phase1-3 期临床试验

**CRO 景气度结构：从后向前传导，早研服务可期。**复盘从融资向管线的传导顺序，18-19 年融资大幅增长后高位稳定，3 期管线先行，18 年同比+15%，1 期管线接力增长，19 年同比+7%。24-25Q1 融资触底反弹后持续向上，3 期管线率先反弹，24 和 25Q1 同比增速分别为 1%和 13%。从历史经验看，若全球融资维持向好趋势，则 CRO 景气度有望向早期研发传导。

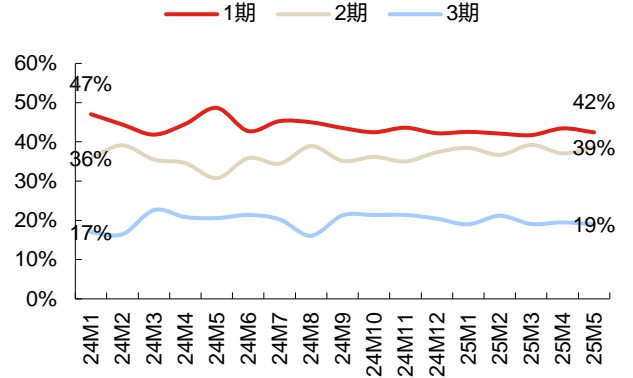
图 12：全球 CRO 景气度从后期临床向前期临床传导

图 13：24 年以来全球早期临床管线占比波动向上



数据来源: clinicaltrials.gov, 东方证券研究所

注: 本统计为 18-25Q1 全球创新药新开展临床试验数量同比增速按临床阶段拆分, 仅统计 Funder Type 为 Industry, phase1-3 期临床试验



数据来源: clinicaltrials.gov, 东方证券研究所

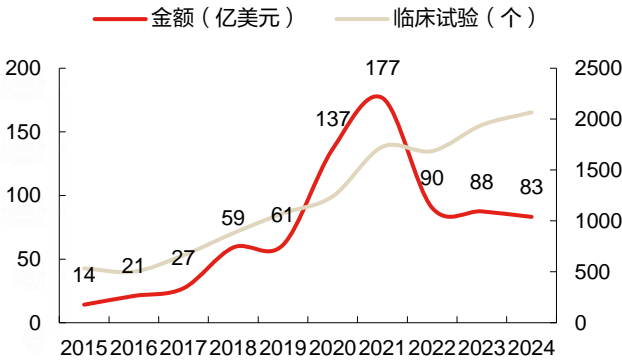
注: 本统计为 24M1-25M5 全球创新药新开展临床试验数量占比按临床阶段拆分, 仅统计 Funder Type 为 Industry, phase1-3 期临床试验

## 2.3 中国: 融资迎来关键转折, 向上拐点已现

**24 年: BD 弥补融资下滑, 管线数量保持增长。**从国内看, 15-24 年创新药一级融资和 BD (对外授权) 首付款金额之和与临床试验数量相关系数达到 0.69, 为强相关。尽管 22 年后一级融资持续下滑, 但 BD 首付款金额大幅上升, 带动临床试验数量保持增长。24 年中国创新药 BD 首付款达 41 亿美元, 与一级融资已基本持平, 带动同期临床试验数量同比增长 6.4%。

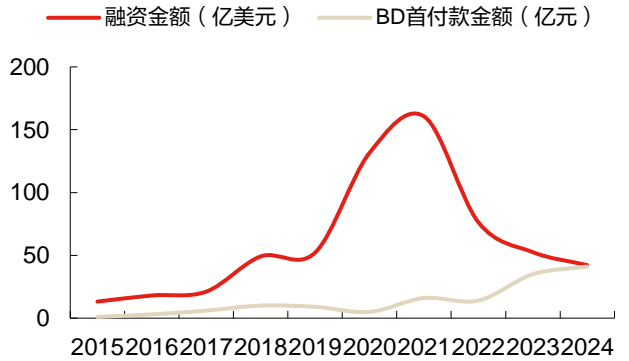
图 14: 21 年以来尽管一级融资下滑, BD 仍带动国内创新药管线数量增长

图 15: 24 年中国创新药 BD 首付款与一级市场融资基本持平



数据来源: 医药魔方, 东方证券研究所

注: 本统计为 2015-2024 年中国创新药一级市场融资和 BD 首付款加总额, 及开展临床试验数量; 一级融资仅统计 IPO (公开发行) 前融资轮次的融资事件, 不包含 IPO、增发及并购事件, 临床试验仅包含由企业发起的试验, 中国数据仅统计中国大陆 (不含港澳台)



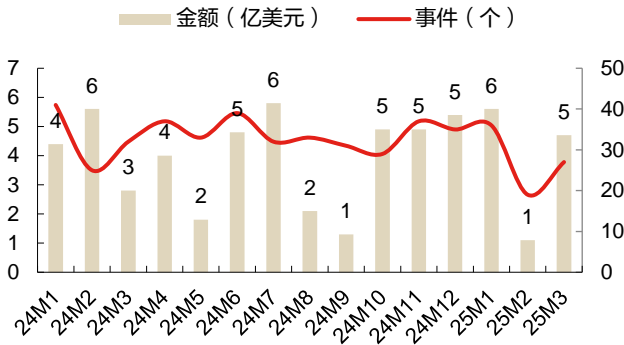
数据来源: 医药魔方, 东方证券研究所

注: 本统计为 2015-2024 年中国创新药一级市场融资额和 BD 首付款金额; 其余同左图

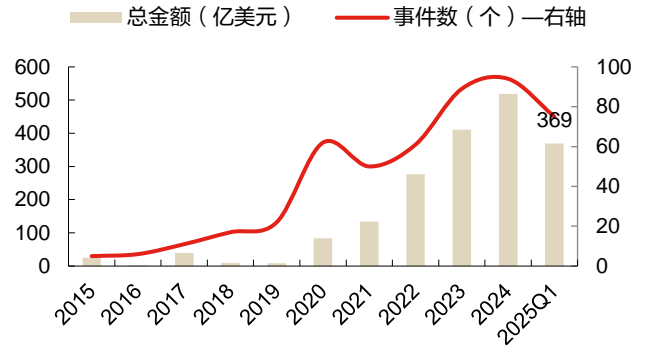
**25Q1: 融资降幅收窄, BD 再创新高。**25Q1, 中国创新药一级市场融资额 11.5 亿美元 (同比-10.6%), 金额继续下滑, 但降幅趋缓。另据医药魔方统计, 25Q1 中国药企 BD 总金额达 369 亿美元, 已超过 24 全年 BD 总金额的 70%, 交易事件数 75 笔 (同比+34%)。

图 16: 25Q1 国内创新药一级融资降幅趋缓

图 17: 25Q1 中国创新药出海金额及数量再创新高



数据来源：医药魔方，东方证券研究所  
注：本统计指 24M1-25M3 中国创新药一级市场融资情况，包含 IPO 及 IPO 前所有轮次，不含增发、并购、私有化和股权转让

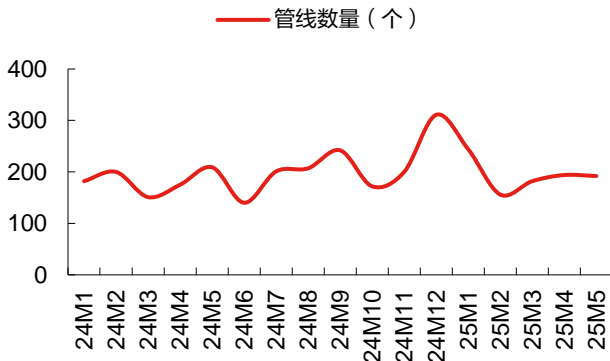


数据来源：医药魔方，东方证券研究所  
注：本统计指 2015-2025Q1 中国药企 License-out 交易统计

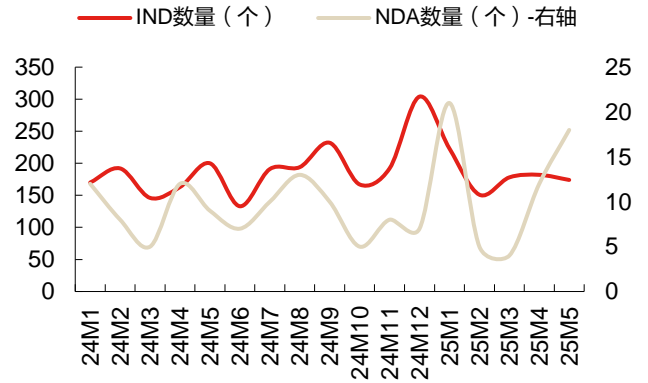
**核心管线：数量增加，后端快于前端。**25Q1，CDE 受理的创新药 IND 和 NDA 共 582 个（同比 +9.2%），核心管线申报数量仍在增加。分拆看，NDA 和 IND 数量同比增速分别为 20.0%、8.7%，表明临床后端景气度好于前端。

图 18: 25Q1 国内核心管线申报数量仍在增加

图 19: 25Q1 国内 NDA 核心管线申报增速快于 IND



数据来源：CDE，东方证券研究所  
注：本统计指 24M1-25M5 CDE 受理创新药申请情况，按 CDE 受理号统计，包括创新化学药和创新生物制品的 IND 和 NDA 申请

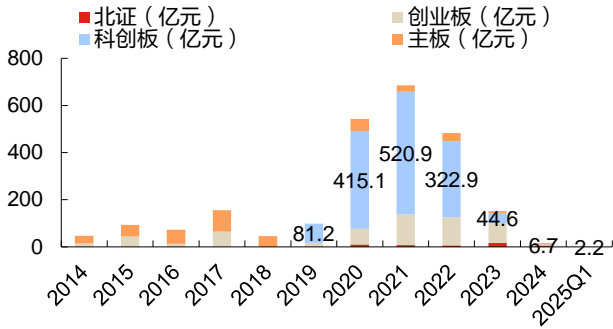


数据来源：CDE，东方证券研究所  
注：本统计指 24M1-25M5 CDE 受理 IND 和 NDA 数量，按 CDE 受理号统计，包括创新化学药和创新生物制品的 IND 和 NDA 申请

**科创板创业板已触底，18A 通道初现回暖迹象。**从 A 股看，19 年起科创板和创业板成为国内生物医药企业主要上市板块，但 23 年以来 IPO 募资额大幅缩水并已触底，25Q1 创业板保持零融资，科创板仅 1 家企业上市，A 股 IPO 已明显触底；从港股看，18A 企业 IPO 已于 24 年触底，25Q1 明显回暖。

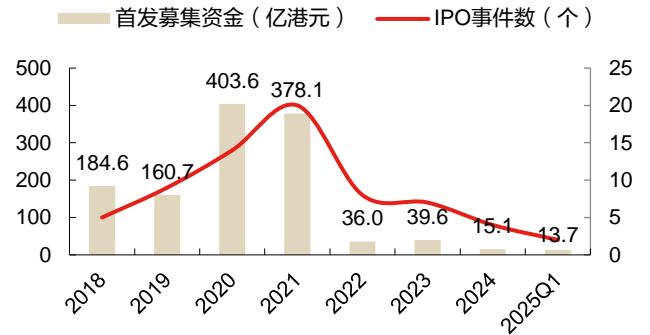
图 20: A 股生物医药企业 IPO 已于 25Q1 触底

图 21: 港股 18A 企业 IPO 已于 25Q1 开始回暖



数据来源: Wind, 东方证券研究所

注: 本统计为 A 股生物医药企业 IPO 趋势, A 股生物医药企业指属于 Wind 医药生物行业的上市公司



数据来源: Wind, 东方证券研究所

注: 本统计为港股 18A 企业 IPO 趋势; 18A 指香港联交所主板上市规则的第 18A 章, 专门针对生物科技公司的上市要求, 未有收入和利润的生物科技公司也可以提交上市申请

**科创板重启第五套标准，一二级融资有望改善。**25 年 6 月 18 日，中国证监会主席吴清在 2025 陆家嘴论坛宣布在科创板设置成长层并重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市；6 月 24 日，禾元生物成为首家上会的科创板第五套标准企业。随着科创板 IPO 放开，一级市场退出通道重启，极大增强市场信心，一二级融资有望持续向上。

表 7: 已有 4 家拟按照科创板第五套标准上市的生物医药企业正在 IPO 排队中

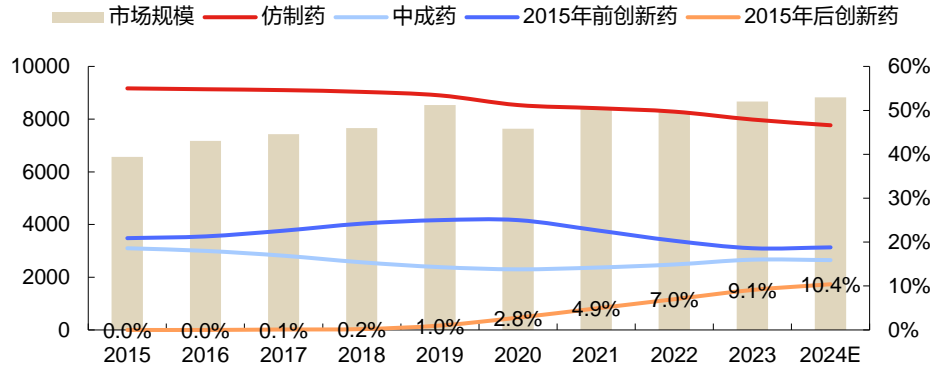
排队企业	主营业务	审核状态	更新日期	拟上市标准
禾元生物	植物源重组蛋白药物	已问询	20250624 更新招股书	科创板上市标准五
百奥赛图	动物模型、基因编辑、临床前 CRO 等	中止 (财报更新)	20241231 更新招股书	科创板上市标准四
恒润达生	免疫细胞治疗药物	中止 (财报更新)	20241231 更新招股书	科创板上市标准五
必贝特	生物诊断试剂	提交注册	20241217 更换会计师事务所并更新相关财务资料	科创板上市标准五
新通药物	乙肝等肝病药物	已受理	20250424 已报送辅导备案申请材料	科创板上市标准五

数据来源: Wind, 上交所官网, 东方证券研究所

注: 本统计为科创板生物医药企业 IPO 排队情况; 截至 2025 年 6 月 26 日; 仅包含属于 Wind 医药生物行业的科创板 IPO 排队公司

**国内 CRO 景气度有望开启上行周期。**24 年中国核心医院市场规模达 8822 亿元 (15-24 年 CAGR 达 3.3%)，得益于医保目录扩容和政策优化，24 年创新药占比达 29%，15 年之后获批的创新药占比达 10%，创新药商业化价值正在释放。我们认为，受益于创新药国内商业化、海外 BD 及一二级融资等多方面因素对现金流的改善，国内药企有能力和意愿增加研发，并带动 CRO 景气度周期向上。

图 22: 18 年以来中国创新药院内市场销售占比节节攀升



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

注：本统计为 2015-2024E 中国核心医院市场规模（亿元人民币）；核心医院指中国百张床位以上的医院；2024 年的数据为 2024Q1-Q3 的销售数据和 2023Q4 销售数据的加和；仅包括中国大陆，不包含港澳台；创新药指新分子实体和新复方组合，不包含中药和预防性疫苗

### 三、借政策东风，践行一站式服务&国际化

#### 3.1 政策红利落地，并购整合正当其时

**全链条支持创新药发展，丙类目录有望 9 月落地。**24 年 7 月，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，明确创新药政策支持方向，后续政策焦点在于商业健康险与丙类目录。25 年 1 月，医保局明确丙类目录将于 25 年内落地，争取 9 月份完成，未来商保将为创新药行业带来增量资金，并改变当前国内医保局作为唯一支付方的局面。

表 8：顶层设计明确全链条支持创新药，医保局推动商业健康险与丙类目录支持政策加速落地

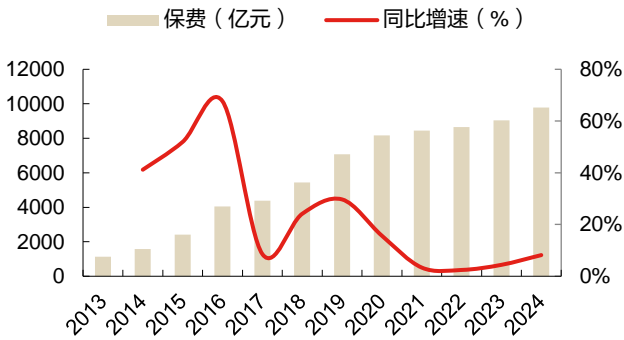
层面	时间	文件/会议	核心要点
国务院	2024 年 7 月 5 日	《全链条支持创新药发展实施方案》	全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
	2024 年 9 月 8 日	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	扩大健康保险覆盖面，将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入保障范围
医保局	2024 年 12 月 14 日	《2024 年全国医疗保障工作会议》	积极支持商业健康保险与基本医保差异化发展。探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。引导商业保险公司使用健康险资金加大对创新药械研发生产的投入。探索在数据共享、个账使用、费用结算和打击欺诈骗保等方面，与商保公司进行更高层次合作。
	2025 年 1 月 17 日	《保障人民健康，赋能经济发展》	丙类目录与每年基本医保药品目录调整同步开展，计划于 25 年内发布第一版，预计从 4 月 1 日开始申报，争取 9 月份完成。主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著，但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本医保目录的药品。丙类目录的商保结算价格由国家医保局组织保险公司与医药企业协商确定。对于丙类目录药品可不计入参保人自费率指标和集采中选可替代品种监测范围，符合条件的病例可不纳入按病种付费范围，实行按项目付费。

数据来源：中国政府网，国家医保局官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**商保规模可观，国内创新药向上弹性大。**24 年我国创新药械市场规模预计达 1620 亿元（同比 +16%），其中绝大部分为创新药。从支付结构看，商业健康险支出 124 亿元，占比仅 7.7%。根据《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》预测，2035 年中国创新药械市场规模将达到 1 万亿元，若参考成熟市场，我国商业健康险支付占比将达到 44%，对应 4400 亿元规模，相较 23 年我国 1400 亿元创新药市场规模，商保长期弹性巨大。

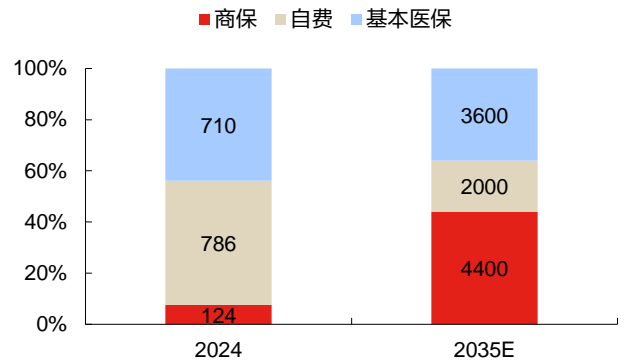
图 23：24 年中国商业健康险保费收入已近万亿元



数据来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，今日保，国家金融监督管理总局，东方证券研究所

注：本统计为 2013-2024 年中国商业健康险原保费总体规模

图 24：到 2035 年商保带来的创新药械支付增量市场空间有望超 4000 亿元



数据来源：《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》，东方证券研究所

注：本统计为我国创新药械市场当前及未来支付结构探讨

**政策支持并购重组，强链补链正当其时。**24 年以来，并购重组获得持续政策支持。从中央文件精神看，政策目的在于鼓励上市公司通过并购重组提高发展质量；从证监会发布的文件看，明确支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合；后续上海宣布设立 100 亿元生物医药产业并购基金，聚焦新质生产力强链补链。益诺思作为科创板上市央企，迎来外延发展政策机遇期。

表 9：各层面不断推出与央企、新质生产力强链补链相关上市公司并购重组鼓励政策

层面	时间	文件或会议	核心要点
中央	2024 年 4 月 12 日	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用 <b>并购重组</b> 、股权激励等方式 <b>提高发展质量</b> ；完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业 <b>加大对产业链上市公司的整合力度</b> ；加强并购重组监管，强化主业相关性
证监会	2024 年 2 月 5 日	并购重组座谈会	多措施并举活跃并购重组市场
	2024 年 3 月 15 日	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。支持上市公司之间吸收合并。优化重组“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核

	2024年6月19日	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，丰富并购重组支付工具，支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并，建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”
	2024年9月24日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，鼓励传统行业 <b>通过重组合理提升产业集中度</b> ，提升资源配置效率
地方	2024年11月27日	《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》	目标到2027年底，完成并购重组项目总数量突破100单、交易总价值突破300亿元，提出建立上市公司并购重组标的项目库、支持上市公司 <b>向新质生产力方向转型发展、联通香港资本市场打通境内外并购资源</b> 等十二项具体措施
	2024年12月9日	《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》	目标到2027年，形成3000亿元并购交易规模，聚焦新质生产力强链补链，推动传统行业转型升级， <b>设立100亿元生物医药产业并购基金</b>
	2025年3月28日	《南京市关于支持企业并购重组高质量发展的若干措施》	鼓励企业在 <b>生物医药</b> 等重点产业赛道上积极开展并购重组， <b>快速提升产业规模和实现关键技术突破</b>

数据来源：中国政府网，中国证监会官网，各地政府官网，东方证券研究所  
注：本统计为24年以来各层面并购重组政策梳理，截至2025年3月28日

### 3.2 内外并举，推进补链强链&国际化

**明确全产业链布局和国际化发展战略。**首先，新药研发是系统工程，业务板块单一的CRO企业难以满足制药企业的多方面需求，导致客户黏性不足；其次，随着我国创新药BD出海，国内CRO不断与国际接轨，全产业链布局和国际化发展已成为必然趋势。

公司明确内部业务链条延伸和外部兼并重组并举战略，有望实现从单一毒理业务向以非临床服务为主的综合性CRO企业转变，并推进业务国际化发展。

图 25：以非临床安评为核心，内生外延打造综合性 CRO 企业



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

**扩大安评产能，完善业务链条。**CRO行业产能主要受制于实验设施面积和技术人员数量，由于实验动物在非临床安评中的作用至关重要，实验设施面积尤其是动物房面积成为限制产能的瓶颈。截至2024年8月29日，公司已建成动物房面积26899 m<sup>2</sup>，接近可比公司康龙化成和美迪西。

表 10：已建成动物房面积接近可比公司康龙化成和美迪西

公司名称	益诺思	昭衍新药	药明康德	康龙化成	美迪西
已建成动物房面积（m <sup>2</sup> ）	26899	47600	60000	30000	30000
是否上市	√	√	√	√	√

数据来源：公司招股书，Frost&Sullivan，东方证券研究所

注：本统计截至2024年8月29日

**战略储备实验用猴，保障业务正常运行。**目前，大多数临床前研究都采用一种啮齿类动物和一种非啮齿类动物（犬、猴等）完成动物评价实验，然而生物制品必须选取能表达候选抗体药物靶向表位、与人类具有相似分子靶标和信号转导途径的动物，且最有用的信息往往来自非人灵长类实验动物（恒河猴和食蟹猴）的评估结果，因此实验用猴在生物制品临床前研究中不可替代，是战略资源。

公司于2021年设立黄山益诺思，收购安徽盛鹏猴场，进行实验动物繁殖和饲养。截至24年底，共拥有生产性生物资产（其中绝大多数为繁殖用恒河猴）账面价值约2448万元。此外，引入华珍合伙等实验猴繁殖和饲养企业作为股东，以保障实验猴持续、稳定供应。

表 11：实验猴在生物制品临床前研究中不可替代，是生物医药产业发展的战略资源

编号	靶点	交叉反应		临床症状	安全性评价反应	
		啮齿类	灵长类		啮齿类	灵长类
Bio1	GM-CSFR $\alpha$	有	有	肺泡蛋白沉积症	无	有
Bio2	DLL4	有	有	肺动脉内膜空泡	无	有
Bio3	TGF $\beta$ 1	有	有	皮肤肿瘤	无	有

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

Bio4	Unknown	无	有	肝毒性，眶周肿胀	NA	有
Bio5	Cytokine	无	有	生殖毒性	NA	有
Bio6	CD40	无	有	血栓，心肌梗死	NA	有
Bio7	FGF19	无	有	干扰胆酸代谢	NA	有
Bio8	Unknown	无	有	免疫毒性	NA	有
Bio9	JAK/STAT	无	有	胸腺萎缩	NA	有

数据来源：实验动物与比较医学（孙强等），东方证券研究所  
注：NA 指因无交叉反应而无法实施临床前安全性评价

从募投项目看，公司将增加动物和实验室设施规模，在强化非临床安全性评价服务能力基础上，推动服务链条延伸，建立符合国际规范的一站式药物评价服务平台。

表 12：募投项目将继续扩大安评产能并推动业务链条延伸

序号	项目名称	总投资额（万元）	项目建设期	项目必要性	实施主体
1	益诺思总部及创新转化中心项目	104500	3 年	1) 建立符合国际规范的一站式药物评价服务平台；2) 缓解实验室面积不足问题；3) 加强技术平台建设	上海益诺思
2	高品质非临床创新药物综合评价平台扩建项目	38471	2 年	解决动物设施服务能力不足问题	南通益诺思
3	补充流动资金	20000	无	持续加大研发、生产和销售等方面资金投入	上海益诺思

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

**设立美国益诺思，拓展国际市场。**公司将通过自建、合作和并购等方式，提升国际化水平：一方面，以美国大型制药公司的成药性评价与美国中小客户的注册申报业务为切入点，引流国际业务；另一方面，以并购或自建方式在海外建立实验室，拓展临床生物分析业务。公司已于 2024 年 3 月 21 日设立全资子公司美国益诺思，主营大小分子生物临床分析。

**国际化服务能力进一步提升。**25 年 4 月底，南通益诺思正式获得 FDA 签发的 GLP 现场检查报告（EIR），首次通过美国 FDA GLP 现场检查，目前上海益诺思总部及南通益诺思均已具备了开展符合 NMPA、美国 FDA 和 OECD GLP 要求的非临床安全性评价研究的能力。

表 13：上海益诺思及南通益诺思均已通过中美欧 GLP 认证或检查

相关领域	资质证书	持证人					认证或许可内容
		上海益诺思	南通益诺思	深圳益诺思	黄山益诺思	合计	
安全性评价	NMPA GLP 认证	√	√	√	-	√	取得 GLP 认证或通过 GLP 检查后，各国监管机构才接受药物安全性评价研究结果，研究数据可由客户选择进行多地申报（中国、OECD 国家、美国）
	OECD GLP 认证	√	√	-	-	√	
	通过 FDA GLP 检查	√	√	-	-	√	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

实验动物	实验动物使用许可证	√	√	√	-	√	SPF级：小鼠、大鼠、豚鼠、地鼠、兔；普通级：豚鼠、兔、犬、猴、猪（小型猪）
	实验动物生产许可证	-	-	-	√	√	普通环境（普通级猕猴）
	国际 AAALAC 认证	√	√	√	-	√	国际实验动物饲养评估认证协会实验动物护理和使用指南标准
	国家重点保护野生动物驯养繁殖许可证	√	-	-	-	√	繁育食蟹猴、恒河猴
	国家重点野生保护动物人工繁育许可证	-	-	-	√	√	人工繁育猕猴、食蟹猴（非食用）
实验	美国 CAP 认证	√	-	-	-	√	美国病理学家学会实验室认证项目
	上海市病原微生物实验室备案凭证	√	-	-	-	√	乙型肝炎病毒、鼠伤寒沙门氏菌、大肠杆菌操作项目
	生物安全实验室备案证书（BSL-2）	-	√	-	-	√	细胞学实验室（BSL-2 等级）
	辐射安全许可证	-	√	-	-	√	使用 V 类放射源、Ⅲ 类射线装置、非密封放射性物质、乙级非密封放射性物质工作场所

数据来源：公司招股书、2024 年报及公众号，东方证券研究所

注：本统计为公司及子公司主要生产、经营资质证书或备案凭证梳理（截至 2025 年 4 月 30 日）；√表示持证，-表示未持证

**参考国内同行企业，发展空间较好。**国内 CRO 行业较为分散、公司数量多，药明康德、康龙化成等少数一站式布局综合型 CRO 企业及昭衍新药、美迪西等细分专业型 CRO 公司规模较大，并远高于其他 CRO 公司。

我们认为，随着未来国内 CRO 景气步入上行周期，公司作为科创板上市央企，有望加速推进并购整合，内生外延增长可期，未来发展空间较好。

表 14：CRO 企业发展的主旋律是从细分专业型向综合型转型

可比公司	公司类型	主营业务	业务侧重点	行业地位
益诺思	细分专业型 CRO	药物早期成药性评价、非临床药效学研究、非临床药代动力学研究、非临床安全性评价研究和临床检测及转化研究	非临床安全性评价及药代动力学研究	非临床安评国内第三
昭衍新药		药物非临床安全性评价服务、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务、实验动物的繁殖销售	临床前药效学研究、药代动力学研究及安全性评价研究	非临床安评国内第二
美迪西		涵盖药物发现、药学研究至临床前研究全过程	药物发现、药学研究、临床前药效学研究、药代动力学研究及安全性评价研究	专注于非临床安全性评价及药物发现与药学研究等
康龙化成	综合型 CRO	药物研究、开发及生产 CRMO 服务，分为药物发现和药物开发研发服务两部分	药物发现与药学研究	药物发现国内第二
药明康德		小分子化学药的发现、研发及生产的全方位、一体化平台服务，在境外提供医疗器械检测及境外精准医疗研发生产服务	药物发现、药学研究、非临床安全性评价	中国规模最大、全球排名前列的 CRO 企业

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 安全性评价：考虑到 25 年仍需消化低价订单，从融资到订单价格传导仍需时间，因此安评业务有望于 25 年触底后快速反弹并恢复增长态势，预计 2025-27 年营收增速分别为 1.7%/9.1%/14.2%。
- 2) 药代动力学服务、药效学服务、早期成药性评价、临床检测及转化研究：公司加大优势业务与新兴业务之间协同，发挥毒理、药代业务导流效应，带动新兴业务快速发展；此外，由于益诺思总部及创新转化中心项目在 26 年落地后将建立符合国际规范的一站式药物评价服务平台，后续该板块业务保持快速增长。预计药代动力学服务 2025-27 年营收增速分别为 12.0%/13.0%/14.0%；药效学服务分别为 10.0%/15.0%/20.0%；早期成药性评价分别为 10.0%/15.0%/20.0%；临床检测及转化研究 2025-27 年营收增速分别为 11.6%/22.0%/24.0%。
- 3) 公司 25-27 年毛利率分别为 32.5%，35.3%和 37.2%。随国内创新药不断 BD 出海、一二级融资拐点向上、创新药国内商业化放量，行业有望量价齐升，此外公司推进降本增效和产能放大后的规模效应，预计公司毛利率于 25 年企稳后快速回升。
- 4) 公司 25-27 年销售费用率为 2.56%，2.68%和 2.70%，管理费用率为 12.11%，12.64%和 12.67%，研发费用率为 6.30%，6.54%和 6.21%。销售和管理费用的上升主要考虑到公司大力拓展海外及非安评业务，相关成本上升。研发费用率主要考虑到随着 25-26 年募投项目落地，配套研发项目增加，随着 26 年产能落地、销售收入增加又对 27 年研发费用有一定的摊薄影响。

#### 盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>安全性评价服务</b>					
销售收入（百万元）	889.3	959.3	975.1	1,063.6	1,215.1
增长率	25.2%	7.9%	1.7%	9.1%	14.2%
毛利率	44.5%	31.6%	30.0%	33.0%	35.0%
<b>药代动力学研究服务</b>					
销售收入（百万元）	95.1	113.0	126.5	143.0	163.0
增长率	-8.7%	18.8%	12.0%	13.0%	14.0%
毛利率	45.2%	44.0%	44.0%	45.0%	46.0%
<b>药效学研究服务</b>					
销售收入（百万元）	12.5	14.4	15.8	18.2	21.8
增长率	83.3%	15.0%	10.0%	15.0%	20.0%
毛利率	58.4%	55.0%	55.0%	56.0%	57.0%
<b>早期成药性评价</b>					
销售收入（百万元）	2.5	2.8	3.0	3.5	4.2
增长率	64.3%	10.0%	10.0%	15.0%	20.0%
毛利率	67.3%	24.5%	27.3%	30.4%	35.0%
<b>临床检测及转化研究</b>					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

销售收入（百万元）	36.9	46.9	52.4	63.9	79.2
增长率	-6.3%	27.2%	11.6%	22.0%	24.0%
毛利率	14.9%	40.3%	42.0%	44.0%	46.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	2.2	5.4	5.6	6.2	6.9
增长率	128.7%	149.6%	5.0%	10.0%	12.0%
毛利率	-16.7%	66.1%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	1,038.4	1,141.7	1,178.5	1,298.4	1,490.3
增长率	20.3%	9.9%	3.2%	10.2%	14.8%
综合毛利率	43.6%	33.6%	32.5%	35.3%	37.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

益诺思是国内非临床安全性评价龙头企业，具备国际国内资质齐全、央企背景实力雄厚、技术全面经验丰富、战略储备实验用猴四大竞争优势。从行业看，随着创新药国内商业化、海外 BD 及一二级融资等多方面因素对现金流的改善，国内药企有能力增加研发投入，并带动国内 CRO 景气度周期向上。从公司看，非临床安评细分领域优势明显，内生外延发力一站式服务&国际化，未来发展空间值得期待。

基于公司业务属性，我们选取：昭衍新药、凯莱英、康龙化成、泰格医药和百诚医药这 5 家作为可比公司。凯莱英以 CDMO 为主，康龙化成为 CRDMO 一站式服务企业；泰格医药为临床为主的公司；昭衍新药的主要业务包括为安全性评价、药效学研究等，百诚医药的主要业务为非临床及临床 CRO，此二者与公司同为 CRO 公司。

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.99、1.16 和 1.42 元，由于公司安评业务竞争优势突出、并践行一站式 CRO 服务&国际化战略，未来成长空间大。根据可比公司 2025 年平均估值，给予公司当年 52 倍市盈率，对应目标价为 51.48 元，首次给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值（截至 2025 年 8 月 5 日）

公司	代码	最新价格(元)					每股收益(元)					市盈率			
		2025/8/5	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
昭衍新药	603127	31.43	0.10	0.44	0.52	0.59	318.12	70.92	60.00	52.88					
凯莱英	002821	110.39	2.63	3.06	3.60	4.25	41.95	36.10	30.67	25.99					
康龙化成	300759	29.81	1.01	1.02	1.21	1.44	29.56	29.09	24.56	20.75					
泰格医药	300347	66.90	0.47	1.36	1.66	2.01	142.19	49.06	40.34	33.25					
百诚医药	301096	61.19	-0.48	0.65	0.91	1.10	-126.71	94.14	67.51	55.85					
	<b>最大值</b>						318.12	94.14	67.51	20.75					
	<b>最小值</b>						-126.71	29.09	24.56	37.74					
	<b>平均数</b>						81.02	55.86	44.62	37.37					
	<b>调整后平均</b>							<b>52</b>	<b>44</b>	<b>37</b>					

数据来源：wind，东方证券研究所

## 五、风险提示

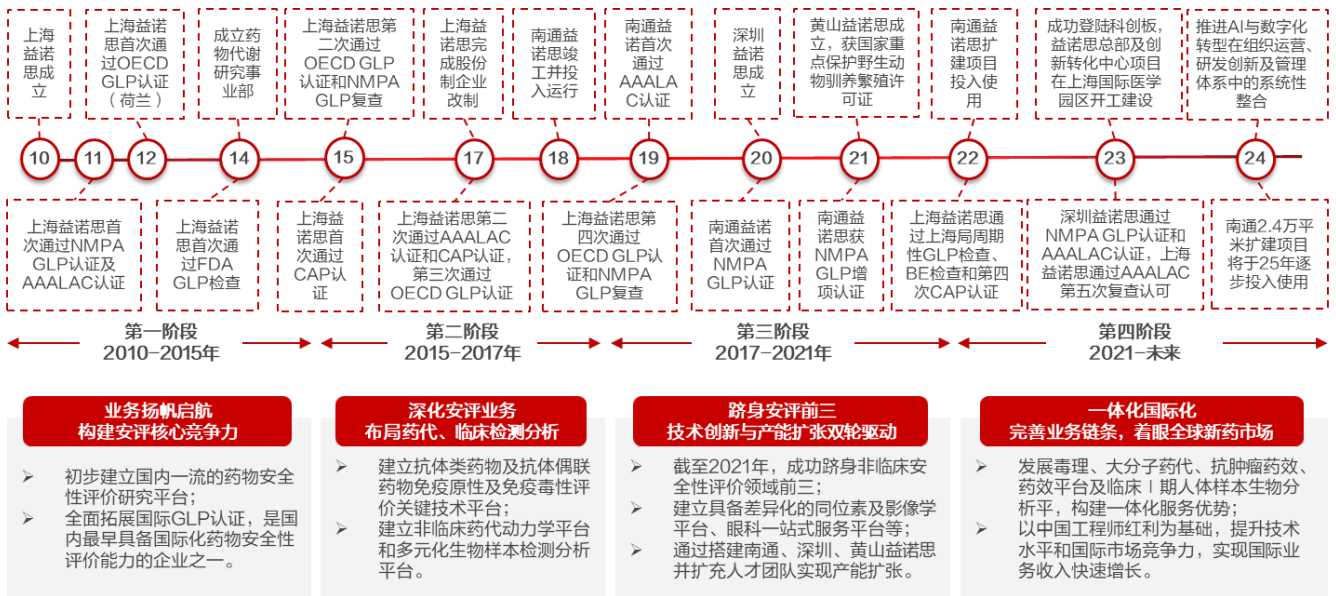
- **行业增速不及预期风险。**如果医药市场增速下滑、生物医药投融资减弱、CRO 行业竞争加剧，则 CRO 行业需求增速可能不及预期。
- **国内外医药行业政策风险。**如果国内外医药行业政策和法规发生变化，则可能导致公司业绩不及预期。
- **技术迭代风险。**如果公司不能应对新药研发等下游领域的快速变革，则可能影响盈利和持续发展能力。
- **原材料价格波动和供给紧缺风险。**如果实验用猴供给紧张、价格持续波动，则可能影响公司业务运行，导致公司业绩承压。
- **资产信用减值损失风险。**随着业务规模扩大，公司存货跌价损失及合同履行成本减值损失可能加大，可能影响公司盈利。

## 六、附录

### 公司基本情况介绍

**近年业务快速发展。**益诺思成立于 2010 年，2024 年 9 月在科创板上市，得益于国家医疗改革对创新药重视和中国生物医药产业高速发展，公司构建行业领先安评体系，持续推进技术创新，并通过搭建南通、深圳、黄山分公司快速扩张产能，实现业务规模高速增长。

图 26：技术产能双轮驱动，近年来业务快速发展



数据来源：公司官网及招股书，东方证券研究所

**公司主要从事非临床安全性评价服务。**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。

表 16：主营业务为创新药非临床安全性评价服务

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

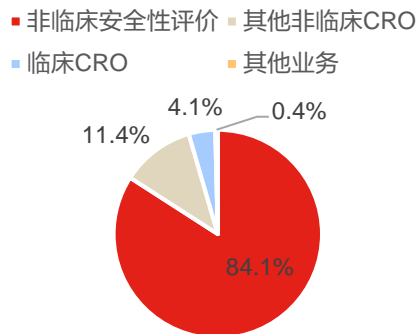
研发阶段	主营业务	核心定义	研究服务	项目周期
药物发现	早期成药性评价	在早期药物发现阶段对先导分子进行早期药效学研究及药代动力学特性和安全性评价，以初步评估这些活性化合物成药性前景，以筛选成药性前景较好药物进行后续开发	基因毒性预测模型、高通量遗传毒性评价筛选模型、心脏毒性体外评价筛选模型、致癌性体外评价模型、高通量生殖发育毒性评价筛选模型等	1-2个月
非临床研究	安全性评价	通过动物体内和体外系列研究全面评价候选药物的安全性，是新药申请 IND 并进入临床试验或申请 NDA/BLA 的必要程序和重要步骤	安全药理学、一般毒性、发育和生殖毒性、遗传毒性、致癌、局部耐受性、免疫毒性和免疫原性、毒代动力学和特殊毒性等相关研究	通常为6-9个月
	药代动力学	通过体外、体内试验及放射性同位素标记技术获得药物的基本药代动力学参数，了解药物体内暴露量与药效和毒性之间关系，指导进一步的非临床和临床试验设计及评估	体内药代研究，如动物体内吸收、组织分布、代谢产物鉴定、物料平衡等相关研究;体外药代研究，如体外吸收、分布、代谢、代谢酶抑制/诱导及转运体等相关研究	4-6个月
	药效学	评估受试药物治疗作用及其特点和机制，支持拟定临床适应症，为新药临床研究提供可靠依据	体外药效学服务包括细胞增殖抑制试验、克隆形成试验、慢病毒转染、蛋白免疫印迹等;体内肿瘤药效学服务包含同种移植模型、异种移植模型(人源肿瘤细胞皮下移植和原位移植模型)、特殊模型(人源化小鼠模型和PDX模型)等;体内非肿瘤药效学服务包含心脑血管、代谢、呼吸、炎症及免疫、神经及其他系统疾病等	2-4个月
临床研究	临床检测及转化	通过研究和建立相应测试药物及生物标志物的分析方法学，为创新药项目的临床药代、药效和安全性研究提供分析方法和数据支持	创新药物及代谢产物或降解产物在动物或人体血液、组织中的暴露量定量分析，抗药抗体 ADA 免疫原性评价，通过分析药物药效和安全性相关的单一或多组分生物标志物以建立药代-药效、药代-毒理相关性等	和具体药物有关

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

注：公司常规整套 IND 安全性评价项目周期通常为 6-9 个月，但存在少量 NDA/BLA 阶段安评 6 个月-3 年及非整套安评少于 6 个月

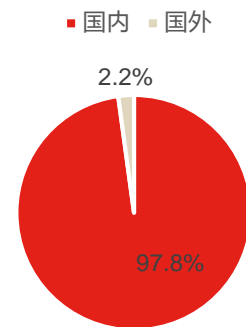
从 24 年营收拆分看，安评占比 84.1%，国内占比 97.8%。

图 27：24 年非临床安评营收占比高达 84%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：24 年国内营收占比达 98%



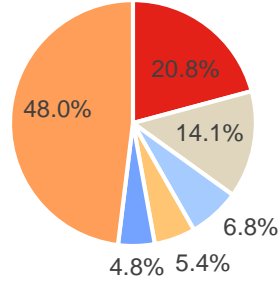
数据来源：Wind，东方证券研究所

非临床安评国内第三。据 Frost&Sullivan 测算，22 年公司在国内非临床安评市场占有率为 6.8%，位居国内第三，已成长为行业龙头。

图 29：22 年非临床安评市占率 7%，位居国内第三

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

■ 药明康德 ■ 昭衍新药 ■ 益诺思 ■ 华西海圻 ■ 康龙化成 ■ 其他



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

**源头创新服务能力突出。**截至 24 年底，公司 90%以上收入均来自 I 类创新药物非临床研究服务，协助完成近 200 个国际、国内首个创新药的研究服务，包括全球首个同时在中美获批用于帕金森病临床研究的 AAV 基因治疗产品、首个纳米双抗 ADC 等。助力国内创新药研发 NDA/BLA（药品上市申请/生物制品许可申请）成功案例 24 例，IND（新药临床研究申请）成功案例近 540 例，协助 140 余个创新药获批美、欧、韩及澳等国外监管机构注册申报，获批 FDA NDA/BLA 3 例。

**在新型疗法药物领域具备相对优势。**公司服务的 I 类创新药类别广泛，涵盖创新靶点小分子、抗体、细胞与基因治疗及放射性药物，较常规药物非临床研究难度大、要求高。值得注意的是，公司还在双抗/多抗、ADC（抗体偶联药物）、细胞与基因治疗等研发领域具备相对优势。

表 17: 公司在双抗、ADC 等新型药物领域具备相对优势

新型抗体类药物	细胞治疗产品	基因治疗产品
双/多特异性抗体	双靶点 CAR-T	AAV 等病毒载体
	通用型 CAR-T	
	TCR-T	mRNA
抗体及 ADC	TIL	siRNA
	DC 细胞	在体基因编辑产品
	人羊膜上皮干细胞	
	间充质干细胞	溶瘤病毒
	hiPSC 来源细胞治疗产品	基因修饰造血干细胞

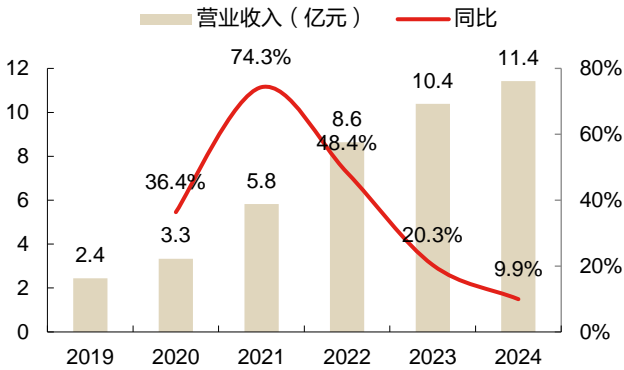
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

## 公司近年财务表现

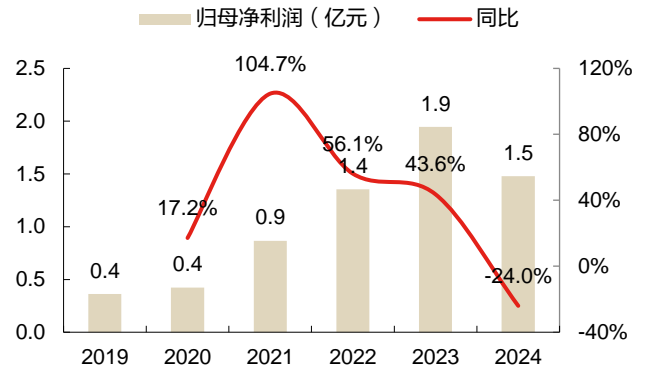
**营收持续增长，利润短期承压。**19-23 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别达 43.5%和 52.3%，过往业绩高速增长。24 年公司实现营收 11.4 亿元，同比+9.9%，归母净利润 1.5 亿元，同比-24.0%，利润下滑主要受国内医药行业投融资和需求增长放缓的影响，同时叠加市场竞争加剧导致销售订单价格下降，利润空间被压缩。

图 30: 公司营收持续增长

图 31: 利润短期有所承压



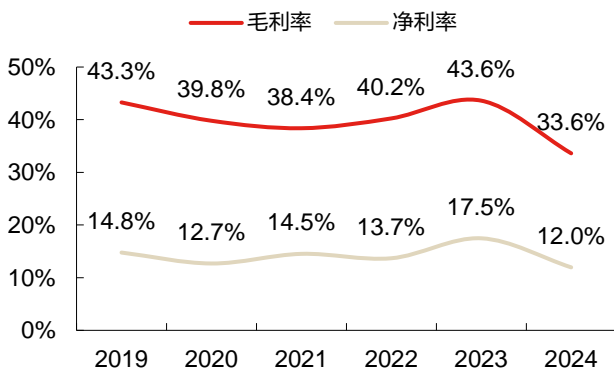
数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

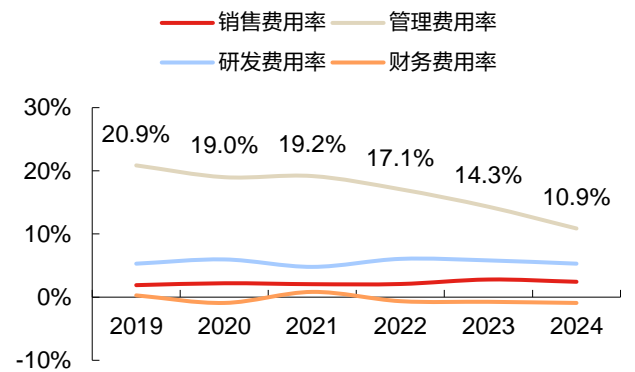
**利润率下滑，管理提质增效。**24 年公司毛利率达 33.6%，同比-10.0pct，主要受国内行业竞争导致订单价格下降影响，净利率达 12.0%，同比-5.5pct，净利率下滑幅度低于毛利率，主要系公司经营管理提质增效等措施取得一定成效，使得管理费用率进一步下降。

图 32: 行业价格竞争，利润率有所下滑



数据来源: Wind, 东方证券研究所

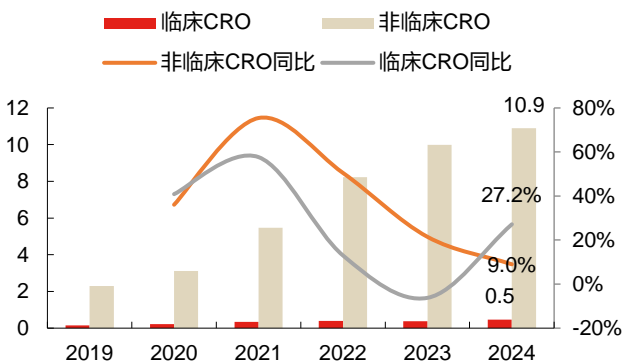
图 33: 推进降本增效，持续控制费用



数据来源: Wind, 东方证券研究所

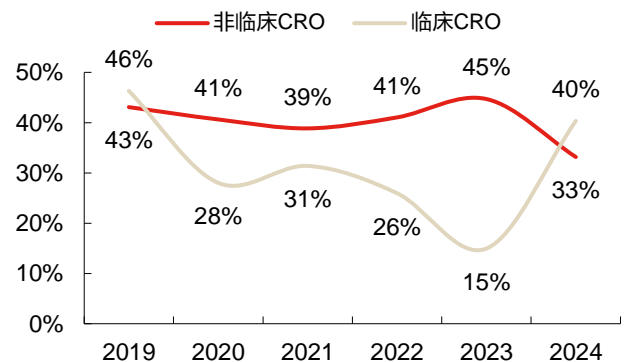
**业务拓展初见成效，临床 CRO 表现亮眼。**24 年，公司临床 CRO 业务实现营收约 0.5 亿元，同比 +27.2%，毛利率为 40.3%，同比+25.4pct，主要系公司积极拓展临床业务并取得一定成效。

图 34: 临床 CRO 业务拓展表现亮眼



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 35: 24 年临床 CRO 业务毛利率大幅提升至 40%



数据来源: Wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,158	1,370	1,566	1,203	953	营业收入	1,038	1,142	1,178	1,298	1,490
应收票据、账款及款项融资	224	279	263	296	345	营业成本	585	758	796	840	936
预付账款	13	61	37	42	59	销售费用	29	28	30	35	40
存货	511	332	438	588	795	管理费用	149	124	143	164	189
其他	81	126	101	116	137	研发费用	60	61	74	85	93
<b>流动资产合计</b>	<b>1,986</b>	<b>2,168</b>	<b>2,404</b>	<b>2,245</b>	<b>2,289</b>	财务费用	(8)	(11)	(13)	(13)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	30	45	21	34	54
固定资产	219	303	557	773	943	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	41	239	295	331	354	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	109	106	104	102	99	其他	19	22	21	23	26
其他	420	404	365	380	372	<b>营业利润</b>	<b>211</b>	<b>159</b>	<b>148</b>	<b>175</b>	<b>214</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>789</b>	<b>1,052</b>	<b>1,321</b>	<b>1,586</b>	<b>1,769</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,775</b>	<b>3,220</b>	<b>3,725</b>	<b>3,831</b>	<b>4,058</b>	营业外支出	0	0	1	0	0
短期借款	8	1	3	4	2	<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>159</b>	<b>148</b>	<b>175</b>	<b>214</b>
应付票据及应付账款	84	47	85	87	85	所得税	30	22	21	25	30
其他	789	521	837	806	849	<b>净利润</b>	<b>182</b>	<b>137</b>	<b>127</b>	<b>151</b>	<b>184</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>881</b>	<b>568</b>	<b>925</b>	<b>897</b>	<b>936</b>	少数股东损益	(13)	(11)	(13)	(13)	(16)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>148</b>	<b>140</b>	<b>163</b>	<b>200</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.38	1.05	0.99	1.16	1.42
其他	255	249	271	254	258						
<b>非流动负债合计</b>	<b>255</b>	<b>249</b>	<b>271</b>	<b>254</b>	<b>258</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,136</b>	<b>817</b>	<b>1,196</b>	<b>1,151</b>	<b>1,194</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	21	10	(3)	(15)	(32)	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	106	141	141	141	141	营业收入	20.3%	9.9%	3.2%	10.2%	14.8%
资本公积	1,098	1,688	1,688	1,688	1,688	营业利润	48.2%	-24.8%	-6.7%	18.1%	21.9%
留存收益	415	563	703	866	1,066	归属于母公司净利润	43.6%	-24.0%	-5.2%	16.6%	22.3%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,639</b>	<b>2,402</b>	<b>2,529</b>	<b>2,680</b>	<b>2,864</b>	毛利率	43.6%	33.6%	32.5%	35.3%	37.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,775</b>	<b>3,220</b>	<b>3,725</b>	<b>3,831</b>	<b>4,058</b>	净利率	18.7%	12.9%	11.9%	12.6%	13.4%
						ROE	12.9%	7.4%	5.7%	6.3%	7.2%
						ROIC	11.2%	6.2%	4.7%	5.3%	6.3%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	182	137	127	151	184	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	48	50	96	154	215	流动比率	2.25	3.81	2.60	2.50	2.44
财务费用	(8)	(11)	(13)	(13)	(9)	速动比率	1.65	3.20	2.08	1.77	1.47
投资损失	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(111)	(283)	299	(268)	(309)	应收账款周转率	5.1	4.6	4.4	4.7	4.7
其它	58	10	75	(4)	61	存货周转率	1.1	1.7	1.9	1.5	1.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>168</b>	<b>(97)</b>	<b>584</b>	<b>20</b>	<b>141</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
资本支出	(182)	(310)	(398)	(399)	(400)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.38	1.05	0.99	1.16	1.42
其他	(68)	(41)	0	0	0	每股经营现金流	1.59	-0.69	4.14	0.14	1.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(250)</b>	<b>(351)</b>	<b>(398)</b>	<b>(399)</b>	<b>(400)</b>	每股净资产	11.48	16.97	17.96	19.12	20.54
债权融资	6	6	(6)	2	1	<b>估值比率</b>					
股权融资	16	626	0	0	0	市盈率	30.8	40.6	42.8	36.7	30.0
其他	(37)	(35)	16	14	8	市净率	3.7	2.5	2.4	2.2	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(14)</b>	<b>597</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	EV/EBITDA	18.7	23.7	20.4	14.9	11.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.1	31.7	34.9	28.9	23.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(96)</b>	<b>149</b>	<b>196</b>	<b>(363)</b>	<b>(250)</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。