

业绩短期承压，静待拐点出现

——益诺思 2025 年中报点评

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现收入 3.8 亿元，同比-38.0%，归母净利润-1519 万元，同比-115.9%，扣非归母净利润-3256 万元，同比-136.4%。
- **需求放缓拖累业绩，静待拐点出现。**上半年公司业绩下滑主要受国内投融资下降和市场需求增长放缓影响，叠加市场竞争加剧导致销售订单价格下降，公司收入规模和利润空间被压缩。我们认为，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，中国药企将有能力和意愿加大创新药研发投入，**国内 CRO 行业将步入新的上行周期，而公司有望借助南通 2 期产能爬坡，实现新一轮增长。**
- **新签订单持续增长，海外布局成效显著。**25H1，公司新签订单 5.3 亿元，同比+7.4%。其中，核心业务 IND 和 NDA 的新签项目数合计同比增长 6.9%。值得注意的是，小核酸药物和放射性药物新签项目数增速亮眼，成为新增长点；在国际市场推广方面，加速海外商务 BD 团队和营销网络拓展，上半年重点亮相 CBA-GP、SOT、JSOT、Bio Boston 等 6 场顶级会议，发表主题演讲 2 场，实现全球客户池的快速扩大与高效触达，为海外业务拓展筑牢基础。25H1，公司实现海外收入 1507 万元，同比+160.4%，海外新签订单同比亦大幅增长。
- **产能建设稳步推进，研发创新硕果盈枝。**25H1，南通 2 期 2.4 万平方米设施已取得实验动物使用许可证，进入 GLP 模拟运营阶段，有望于 26 年初开启产能爬坡。同位素设施 1800 平方米实验室扩建改造和黄山益诺思新建综合实验楼正在推进中；此外，公司加大创新投入，25H1 研发投入营收占比达 5.9%，同比+2.3pct，已完成 α 核素资质认证和关键评价技术探索、肿瘤类器官建设和 AI 病理诊断模型的搭建，同时不断推进 AI 在非临床研究报告、翻译、阅片领域的应用，提升新药研发效率。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调收入和毛利率预测、上调费用预测，调整 2025-2027 年每股收益预测为 0.14/0.94/1.41（原预测 25-27 年为 0.99/1.16/1.42）元，根据可比公司给予 26 年 46 倍 PE，对应目标价 43.24 元，维持“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等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,038	1,142	855	1,005	1,220
同比增长(%)	20.3%	9.9%	-25.1%	17.6%	21.4%
营业利润(百万元)	211	159	22	143	212
同比增长(%)	48.2%	-24.8%	-86.3%	555.4%	48.9%
归属母公司净利润(百万元)	194	148	20	133	199
同比增长(%)	43.6%	-24.0%	-86.3%	554.8%	49.4%
每股收益(元)	1.38	1.05	0.14	0.94	1.41
毛利率(%)	43.6%	33.6%	27.9%	37.0%	39.6%
净利率(%)	18.7%	12.9%	2.4%	13.2%	16.3%
净资产收益率(%)	12.9%	7.4%	0.9%	5.5%	7.7%
市盈率	28.4	37.4	272.0	41.5	27.8
市净率	3.4	2.3	2.3	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申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月11日）	39.19元
目标价格	43.24元
52周最高价/最低价	49.72/22.34元
总股本/流通A股（万股）	14,098/9,069
A股市值（百万元）	5,525
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025年09月11日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.1	-9.91	14.1	63.08
相对表现%	-4.29	-20.23	-2.68	20.34
沪深300%	4.19	10.32	16.78	42.74



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

相关报告

国内安评领先，转型综合 CRO：——益诺思 2025-08-07
首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表（2025 年 9 月 11 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
昭衍新药	603127	34.42	0.10	0.41	0.49	348.38	83.46	70.03
凯莱英	002821	109.96	2.63	3.12	3.67	41.78	35.27	29.98
康龙化成	300759	32.47	1.01	1.00	1.19	32.20	32.49	27.28
泰格医药	300347	61.22	0.47	1.30	1.58	130.12	47.20	38.74
百诚医药	301096	62.92	-0.48	0.46	0.71	-130.30	137.11	88.22
	最大值					348.38	137.11	86.22
	最小值					-130.30	32.49	27.28
	平均数					84.44	67.11	50.85
	调整后平均					68	55	46

数据来源：wind，东方证券研究所

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	1,403	1,095	871	营业收入	1,038	1,142	855	1,005	1,220
应收票据、账款及款项融资	224	279	191	229	283	营业成本	585	758	616	633	737
预付账款	13	61	27	33	48	销售费用	29	28	30	33	36
存货	511	332	339	443	627	管理费用	149	124	127	137	153
其他	81	126	77	93	115	研发费用	60	61	51	55	61
流动资产合计	1,986	2,168	2,037	1,893	1,944	财务费用	(8)	(11)	(13)	(11)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	30	45	57	34	49
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	35	18	21
其他	420	404	365	379	372	营业利润	211	159	22	143	212
非流动资产合计	789	1,052	1,321	1,586	1,769	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	2,775	3,220	3,358	3,479	3,713	营业外支出	0	0	1	0	0
短期借款	8	1	3	4	2	利润总额	212	159	21	143	212
应付票据及应付账款	84	47	66	66	67	所得税	30	22	3	20	30
其他	789	521	650	662	725	净利润	182	137	18	123	183
流动负债合计	881	568	718	731	794	少数股东损益	(13)	(11)	(2)	(10)	(16)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	194	148	20	133	199
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.38	1.05	0.14	0.94	1.41
其他	255	249	264	251	255						
非流动负债合计	255	249	264	251	255	主要财务比率					
负债合计	1,136	817	982	983	1,049		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	21	10	8	(2)	(18)	成长能力					
实收资本(或股本)	106	141	141	141	141	营业收入	20.3%	9.9%	-25.1%	17.6%	21.4%
资本公积	1,098	1,688	1,688	1,688	1,688	营业利润	48.2%	-24.8%	-86.3%	555.4%	48.9%
留存收益	415	563	538	669	853	归属于母公司净利润	43.6%	-24.0%	-86.3%	554.8%	49.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,639	2,402	2,375	2,496	2,664	毛利率	43.6%	33.6%	27.9%	37.0%	39.6%
负债和股东权益总计	2,775	3,220	3,358	3,479	3,713	净利率	18.7%	12.9%	2.4%	13.2%	16.3%
						ROE	12.9%	7.4%	0.9%	5.5%	7.7%
						ROIC	11.2%	6.2%	0.3%	4.6%	6.7%
现金流量表						偿债能力					
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	18	123	183	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	2.84	2.59	2.45
财务费用	(8)	(11)	(13)	(11)	(9)	速动比率	1.67	3.23	2.29	1.88	1.51
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(105)	(284)	261	(188)	(261)	应收账款周转率	5.3	4.7	3.7	4.7	4.7
其它	52	11	104	1	55	存货周转率	1.2	1.8	1.7	1.4	1.2
经营活动现金流	168	(97)	467	78	183	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
资本支出	(182)	(310)	(398)	(399)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.38	1.05	0.14	0.94	1.41
其他	(68)	(41)	0	0	0	每股经营现金流	1.59	-0.69	3.32	0.55	1.30
投资活动现金流	(250)	(351)	(398)	(399)	(400)	每股净资产	11.48	16.97	16.79	17.72	19.02
债权融资	6	6	(6)	2	1	估值比率					
股权融资	16	626	0	0	0	市盈率	28.4	37.4	272.0	41.5	27.8
其他	(37)	(35)	(30)	10	(8)	市净率	3.4	2.3	2.3	2.2	2.1
筹资活动现金流	(14)	597	(36)	12	(7)	EV/EBITDA	17.1	21.7	40.9	15.1	10.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.1	29.0	467.5	32.7	21.1
现金净增加额	(96)	149	34	(308)	(224)						

资料来源：东方证券研究所

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

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。