

益诺思 (688710.SH)

国资赋能的临床前 CRO 领先企业

2026 年 03 月 26 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

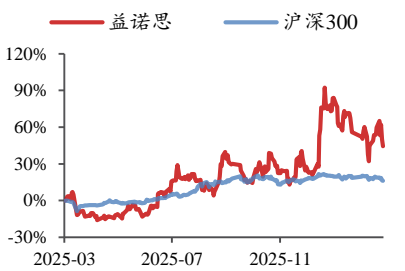
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

| | |
|--------------|-------------|
| 日期 | 2026/3/20 |
| 当前股价(元) | 52.13 |
| 一年最高最低(元) | 72.00/29.10 |
| 总市值(亿元) | 73.49 |
| 流通市值(亿元) | 47.28 |
| 总股本(亿股) | 1.41 |
| 流通股本(亿股) | 0.91 |
| 近 3 个月换手率(%) | 110.61 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 深耕临床前 CRO 业务，过往业绩优秀，往后值得期待

历时 15 年发展，益诺思深耕临床前 CRO 领域，塑造了独具特色的行业服务标杆。短期看，公司募投的新增产能正逐步释放，叠加在手和新签订单的稳健增长，为业绩复苏奠定坚实基础；中长期看，公司前瞻性卡位 ADC、小核酸药物、CGT 等高景气赛道，技术水平保持行业前列，同时国际化战略成果初显，海外业务有望成为驱动公司成长的第二曲线。我们看好公司的长期发展，预计 2025-2027 年归母净利润为-0.30/1.16/1.91 亿元，对应 EPS 为-0.22/0.82/1.36 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为-242.11/63.42/38.46 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业景气度逐渐提升，政策暖风与创新药出海共振，催生结构性机遇

经过近两年的深度调整，国内 CRO 行业在投融资端已出现边际改善信号。与此同时，2025 年以来国家不断出台政策，从研发审评提速到医保商保支付破局支持创新药发展，为行业注入了增长确定性。同时，本土创新药 BD 出海授权交易日趋活跃，药企的资金回笼将带来研发需求的逐步释放。在此背景下，能够提供符合全球标准的、高壁垒服务的 CRO 龙头企业，将迎来需求复苏与份额集中的双重利好。

● 强实力、新技术、国际化，构筑公司长期增长的坚实基础

公司作为国内最早同时具备 NMPA/OECD/FDA GLP 认证的企业之一，与国际标准接轨，具备了行业内具有竞争力的国际化服务能力；公司目前已拥有近 7.4 万平方米的现代化设施，千余人的研究团队，分布在上海、南通、黄山及美国等地，能够为全球医药企业和科研机构提供全方位的、符合国内及国际申报标准的一站式新药研发服务。同时，公司持续加大创新投入，紧跟国际最新发展前沿技术，搭建特色技术平台，构筑了公司长期增长的坚实基础。

● **风险提示：**国内政策变动、公司人才流失、地缘政治风险、行业竞争格局恶化、交易失败等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,038 | 1,142 | 812 | 1,074 | 1,377 |
| YOY(%) | 20.3 | 9.9 | -28.9 | 32.3 | 28.2 |
| 归母净利润(百万元) | 194 | 148 | -30 | 116 | 191 |
| YOY(%) | 43.6 | -24.0 | -120.5 | 481.8 | 64.9 |
| 毛利率(%) | 43.6 | 33.6 | 26.3 | 32.7 | 36.3 |
| 净利率(%) | 18.7 | 12.9 | -3.7 | 10.8 | 13.9 |
| ROE(%) | 11.1 | 5.7 | -1.2 | 4.5 | 7.1 |
| EPS(摊薄/元) | 1.38 | 1.05 | -0.22 | 0.82 | 1.36 |
| P/E(倍) | 37.8 | 49.7 | -242.1 | 63.4 | 38.5 |
| P/B(倍) | 4.5 | 3.1 | 3.2 | 3.1 | 2.9 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 临床前安评为核， 国资赋能的市场化领军者..... | 4 |
| 1.1、 国资控股， 打造全国领先的临床前药物研发服务平台..... | 5 |
| 1.2、 营收短期承压， 订单稳健增长， 后续增长确定性强..... | 7 |
| 2、 政策与资金共振驱动创新药复苏， 非临床安评价值凸显..... | 10 |
| 2.1、 政策+资金等多因素推动国内创新药行业快速发展， CRO 有望受益..... | 10 |
| 2.2、 CRO 助力新药研发降本增效， 国内 CRO 行业快速发展..... | 12 |
| 2.3、 非临床安评： 集中度提高的“战略高地”..... | 14 |
| 3、 安评业务： 强实力、 新技术、 国际化， 协同共振蓄力增长..... | 16 |
| 3.1、 资质完善的核心护城河， 壁垒高筑经验丰富..... | 16 |
| 3.2、 布局前瞻的领先技术平台， 国资背书行业一流..... | 17 |
| 3.3、 储备资源保证供给， 订单回暖拐点渐显..... | 20 |
| 3.4、 海外布局成效显著， 有望保持增长趋势..... | 21 |
| 4、 积极探索一体化转型， 临床业务贡献业务增量..... | 23 |
| 5、 盈利预测与投资建议..... | 25 |
| 5.1、 关键假设..... | 25 |
| 5.2、 盈利预测与估值..... | 25 |
| 6、 风险提示..... | 25 |
| 附： 财务预测摘要..... | 26 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 益诺思重点布局临床前 CRO 服务， 同时往上下游发展延伸..... | 5 |
| 图 2： 益诺思股权结构清晰， 国资背景为其特色..... | 5 |
| 图 3： 益诺思拥有经验丰富的研发管理团队..... | 6 |
| 图 4： 公司员工数量增长后保持稳定..... | 7 |
| 图 5： 研发技术人员持续增长， 占比提升..... | 7 |
| 图 6： 公司累计服务对象公司/机构数量不断增长..... | 7 |
| 图 7： 公司境内外申报经验丰富..... | 7 |
| 图 8： 公司在手订单进一步延续增长趋势（单位： 亿元）..... | 8 |
| 图 9： 2025 年公司新签订单快速增长（单位： 亿元）..... | 8 |
| 图 10： 公司营业收入韧性较强（单位： 百万元）..... | 8 |
| 图 11： 公司归母净利润短期承压（单位： 百万元）..... | 8 |
| 图 12： 公司非临床业务收入占比较高（单位： 百万元）..... | 9 |
| 图 13： 公司主营业务中安评占比较高（单位： 百万元）..... | 9 |
| 图 14： 公司目前以境内收入为主（单位： 百万元）..... | 9 |
| 图 15： 2025H1 公司境外收入占比有所提升..... | 9 |
| 图 16： 公司毛利率与净利率处承压阶段， 有望触底反弹..... | 10 |
| 图 17： 公司费用率控制较为良好..... | 10 |
| 图 18： 全球交易数量及金额在 2025 年迎来新一轮增长..... | 11 |
| 图 19： 中国医药相关交易总金额同比增长迅猛..... | 11 |
| 图 20： 2025 年中国药企 License out 交易额大幅增长..... | 12 |
| 图 21： 中国新药 IND/NDA 申报品种数量显著增加..... | 12 |
| 图 22： 全球 Pharma 研发支出总量稳步上升（单位： 亿美元）..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 23: 单个新药平均研发成本不断增高, 回报率却处于低位 (单位: 亿美元) | 13 |
| 图 24: 中国 CRO 市场规模有望高速增长 | 14 |
| 图 25: 全球 CRO 市场将持续扩容 | 14 |
| 图 26: 非临床药物安全性评价在多个方面体现重要性 | 14 |
| 图 27: 安评为非临床 CRO 中占比最大的业务板块 | 14 |
| 图 28: 全球安评市场: 稳健增长 (单位: 亿美元) | 15 |
| 图 29: 全球安评市场呈现寡头垄断趋势 | 15 |
| 图 30: 国内安评市场 CR5 份额不断提高, “寡头效应”将愈发明显 | 16 |
| 图 31: 2025 年公司海外收入有望实现同比增长 (单位: 百万元) | 22 |
| 图 32: 公司拥有充足的产能, 且布局全球 | 22 |
| 图 33: 公司出席 BIO 等国际盛会, 提升自身影响力 | 23 |
| 图 34: 公司与药康生物合作, 共建客户生态, 强化全球协同机制 | 23 |
| 图 35: 公司提供覆盖与贯穿药物研发全链路的研发服务 | 24 |
| 图 36: 公司的临床 CRO 业务稳定贡献收入 (单位: 百万元) | 24 |
| 表 1: 历时 15 年发展, 建设专业临床前 CRO 服务平台 | 4 |
| 表 2: 国家不断出台系列政策推动国内创新药行业发展 | 10 |
| 表 3: 中国试验成本仅为发达国家的 30%-60% | 13 |
| 表 4: 各国家和地区的 GLP 制度各不相同 | 15 |
| 表 5: 公司是国内最早同时具备 NMPA、OECD、FDA GLP 认证的企业之一 | 16 |
| 表 6: 公司在国内 GLP 资质项下的不同试验类型的资质取得全面 | 17 |
| 表 7: 公司拥有覆盖药物 PCC-IND-NDA 生命周期的一体化技术服务平台 | 18 |
| 表 8: 公司特色平台布局前沿, 创新不断 | 19 |
| 表 9: 公司不断承担/参与国家级、省级、区域性的各类科研项目 | 20 |
| 表 10: 公司已建成动物房面积数在 CRO 中处于前列 | 20 |
| 表 11: 公司自有猴场规模居行业前列, 后续有望进一步扩大 | 21 |
| 表 12: 公司各服务项目通常实施周期较短 | 21 |
| 表 13: 公司各业务线客户数量渐增 | 24 |
| 表 14: 与可比公司相比, 公司远期业绩有望保持较高增速, 2026 年估值接近于行业平均, 估值合理 | 25 |

1、临床前安评为核，国资赋能的市场化领军者

益诺思成立于2010年，是国药集团下属中国医药工业研究总院有限公司的控股子公司。公司先后通过NMPA的GLP认证、美国FDA的GLP检查、OECD的GLP认证，AAALAC认证及美国病理学会的CAP认证等，是一家专业的提供生物医药高质量创新药综合研发服务的（CRO）企业。业务范围覆盖早期成药性评价、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、临床生物样本分析、生物标志物与转化研究等领域。经过多年的发展，益诺思目前已拥有近7.4万平方米的现代化设施，千余人的研究团队，主要设施分布在上海、南通。公司具备行业领先的国际化服务能力，与国际标准接轨，为全球医药企业和科研机构提供全方位的、符合国内及国际申报标准的一站式新药研发服务。

表1：历时15年发展，建设专业临床前CRO服务平台

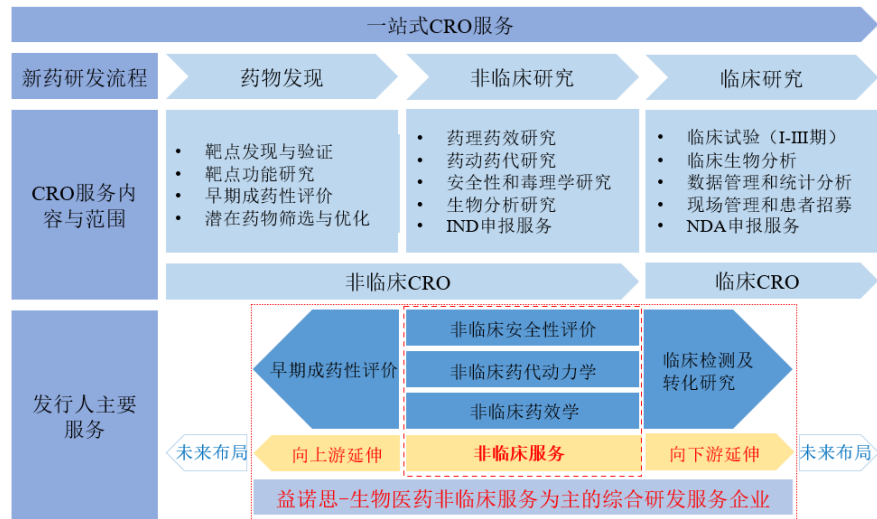
| 时间 | 事件 |
|-------|--|
| 2010年 | 上海益诺思生物技术有限公司成立 |
| 2011年 | 益诺思上海公司首次通过国家药品监督管理局NMPA GLP认证 益诺思上海公司首次通过国际实验动物评估和认可委员会AAALAC认证 |
| 2012年 | 益诺思上海公司首次通过OECD GLP认证（荷兰） |
| 2014年 | 成立药物代谢研究事业部 益诺思上海公司首次通过美国联邦政府食品药品监督管理局（FDA）检查 |
| 2015年 | 益诺思上海公司首次通过美国临床病理学家协会CAP认证 益诺思上海公司第二次NMPA GLP复查、第二次通过OECD GLP认证（荷兰） |
| 2017年 | 完成股份制改制，正式创立上海益诺思生物技术股份有限公司 益诺思上海公司第二次通过AAALAC认证、第三次通过OECD GLP认证（荷兰） 上海益诺思通过CAP认证复查 |
| 2018年 | 益诺思生物技术南通有限公司竣工并投入运行 |
| 2019年 | 益诺思上海公司第四次通过OECD GLP认证（荷兰）、第四次通过CFDA GLP复查 益诺思南通公司首次通过AAALAC认证 |
| 2020年 | 深圳市益诺思生物医药安全评价研究院有限公司启动 益诺思南通公司首次通过NMPA GLP认证 |
| 2021年 | 黄山益诺思生物技术有限公司成立 益诺思南通公司获得NMPA GLP增项认证 益诺思上海公司通过上海局周期性GLP检查 |
| 2022年 | 益诺思上海公司第四次获得CAP认证 益诺思上海公司顺利通过临床样本分析实验（BE）检查 益诺思深圳顺利通过国家药品监督管理局GLP认证 |
| 2023年 | 益诺思深圳顺利通过国际AAALAC认证 益诺思上海公司通过AAALAC第五次复审认可 |
| 2024年 | 在上海证券交易所科创板成功上市 益诺思上海公司顺利通过匈牙利OECD GLP认证以及NMPA GLP复查 益诺思上海公司顺利通过日本PMDA基于项目的全面系统GLP检查 益诺思南通公司顺利通过匈牙利OECD GLP认证、FDA GLP现场检查 益诺思南通公司顺利通过NMPA GLP增项检查 |
| 2025年 | 益诺思南通公司二期项目24000m ² 设施启用 |

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、国资控股，打造全国领先的临床前药物研发服务平台

公司立足创新药物研发的关键环节，构建涵盖创新药早期成药性评价，非临床研究以及临床检测及转化研究三大板块的综合性服务平台。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。公司主要业务聚焦于非临床安全性评价服务、非临床药代动力学研究服务、临床检测及转化研究服务。

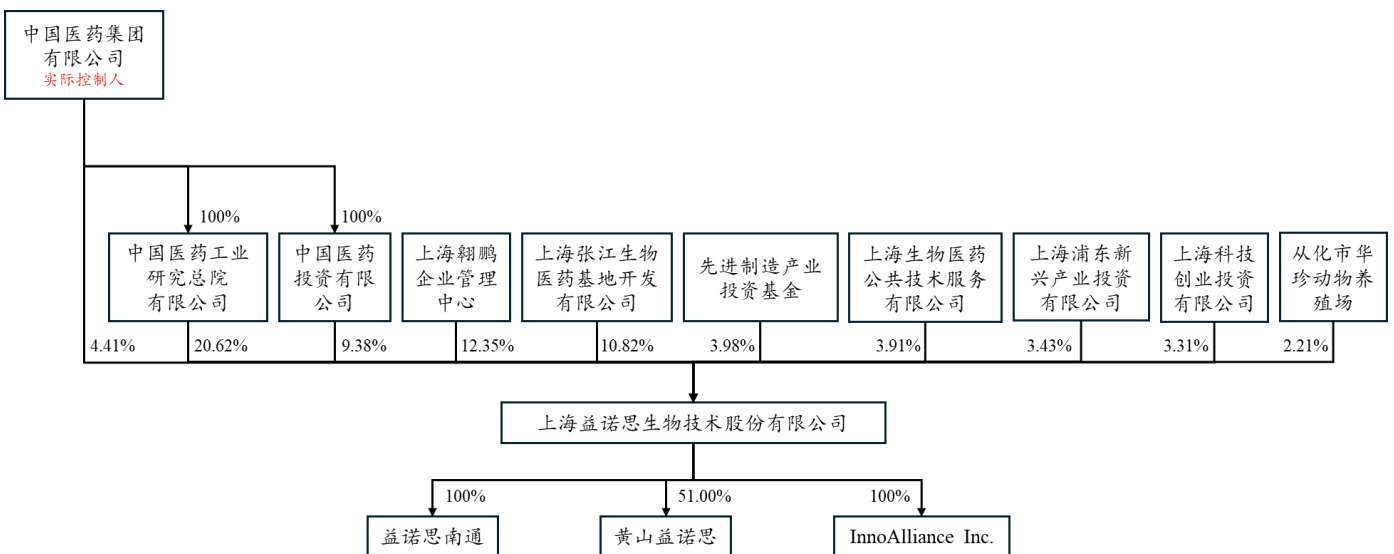
图1：益诺思重点布局临床前 CRO 服务，同时往上下游发展延伸



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司股权结构清晰，国资、产投基金、员工持股平台占主要：截至 2025 年 9 月 30 日，益诺思最大股东为中国医药集团有限公司，通过直接或间接方式共持有公司 34.41% 的股份，为公司实际控制人。上海翔鹏企业管理中心为公司员工持股平台，共持有公司股份 12.35%。上海张江、先进制造产投基金、上海生物医药公共技术服务、浦东新兴产业投资、上海科技创业投资等国资主导的产投基金合计持股 25.45%。公司股权结构较为集中。

图2：益诺思股权结构清晰，国资背景为其特色



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：数据截至 2025 年 9 月 30 日

公司拥有经验丰富的研发团队与管理团队。公司董事长魏树源先生，毕业于同济大学，研究员，国务院特殊津贴专家，上海市人大代表，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，熟悉各类生物制品质量控制和疫苗效果评价，精通生物制品GMP生产管理规范。公司总裁常艳博士，药理学博士，博士生导师，曾为国家药品监督管理局新药审评专家、资深GLP检查专家；NMPA/CDE/ICH5,S12专家组成员；NMPA/CDE遗传毒性指导原则专家组成员，OECD Pig-a指导原则专家组成员中国毒理学会生殖毒理委员会副秘书长；遗传委员会常务委员；药物毒理与安全性评委员会委员，拥有逾24年毒理学经验，16年CRO管理经验。公司首席科学家陈啸春博士是资深的药理学和毒理学专家，拥有超过20年的新药发现和开发研究经验。加入益诺思之前，陈博士曾任美国食品药品监督管理局（FDA）资深非临床审评专家，在FDA新药审评中心（CDER/OND）和生物制品审评中心（CBER/OTP）工作超过8年。此外，他还作为多个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。公司其余高管团队也均有丰富的药物开发经验或财务经验。

图3：益诺思拥有经验丰富的研发管理团队



魏树源

董事长

毕业于同济大学，研究员，国务院特殊津贴专家，上海市人大代表。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，熟悉各类生物制品质量控制和疫苗效果评价，精通生物制品GMP生产管理规范，主持并完成了多项国家高技术产业化示范工程项目的建设，主持并完成了各种疫苗和血液制品GMP生产大楼的设计、建设和GMP认证工作；主持并通过多项疫苗产品WHO预认证现场检查。



常艳博士

总裁

药理学博士 研究员，博士生导师，DCST国家药品监督管理局新药审评专家、资深GLP检查专家；NMPA/CDE/ICH5,S12专家组成员；NMPA/CDE遗传毒性指导原则专家组成员 OECD Pig-a指导原则专家组成员 中国毒理学会生殖毒理委员会副秘书长；遗传委员会常务委员；药物毒理与安全性评委员会委员 逾24年毒理学经验，16年CRO管理经验。



李华 博士

高级副总裁

中药学博士 研究员，博士生导师，DCST国家药品监督管理局新药审评专家 NMPA CDE生物类似药、细胞治疗指导原则专家组成员；NMPA/CDE/ICH9专家组成员 中国毒理学会中药和天然药物毒理专业委员会副秘书长；中国药学会药物安全性评价研究专业委员会委员 近20年毒理学研究经验



高晓红

副总裁

15年医药领域财务工作经验，其中5年企业财务全盘管理经验，10年大型复星医药集团（A+H）总部财务分析和下属子公司业务管理经验。



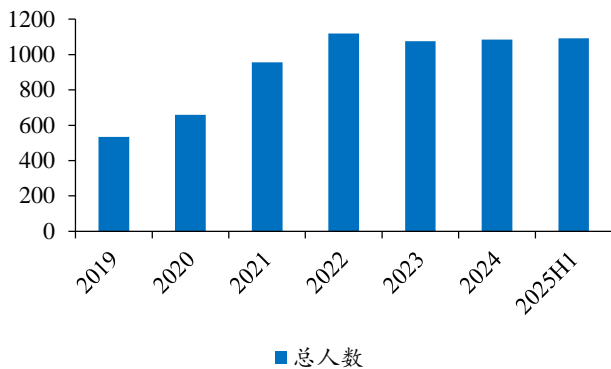
陈啸春 博士

首席科学官

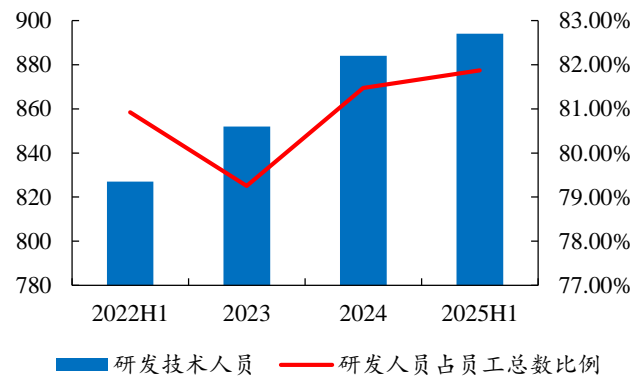
陈啸春博士是资深的药理学和毒理学专家，拥有超过20年的新药发现和开发研究经验。加入益诺思之前，陈博士曾任美国食品药品监督管理局（FDA）资深非临床审评专家，在FDA新药审评中心（CDER/OND）和生物制品审评中心（CBER/OTP）工作超过8年。此外，他还作为多个FDA专题委员会的成员，为内部审评提供咨询，并参与多项行业指南的起草和制定。陈啸春博士拥有浙江大学生物医学工程博士学位。在美国约翰·霍普金斯大学医学院完成博士后研究后，任美国马里兰大学医学院干细胞生物学与再生医学中心任职助理教授，专注于创新药物的发现和开发。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

员工数量保持稳定，研发技术人员占比较大。2022年开始，公司员工数量稳定保持在1000人以上，2025H1为1092人，同比略微增长。其中研发技术人员占比较大，2025H1为894人，占员工总数比例达81.87%。稳定且充足的员工数量将支持公司业绩进一步增长。

图4：公司员工数量增长后保持稳定


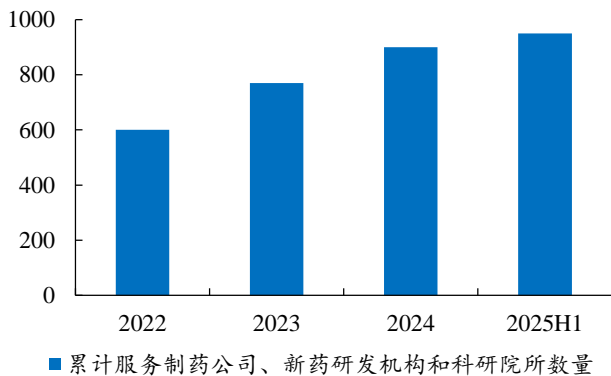
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：研发技术人员持续增长，占比提升


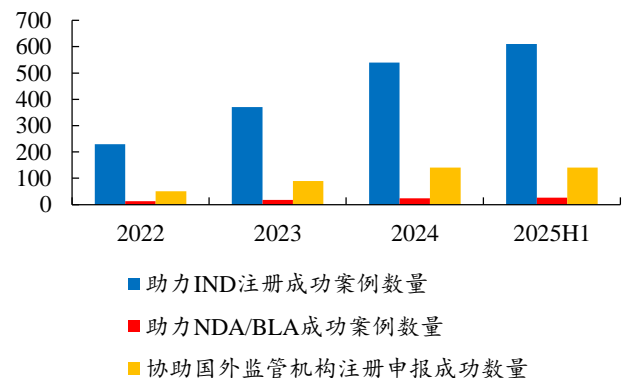
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、营收短期承压，订单稳健增长，后续增长确定性强

公司服务能力不断获得客户认可，各项申报经验丰富。经过 15 年的发展与积累，公司在客户群体中积累了良好的口碑，2022-2025H1 累计服务制药公司数量逐年上升。截至 2025H1，公司累计服务了国内外 950 多家制药公司、新药研发机构和科研院所，助力国内创新药研发 IND 注册成功案例 610 余例，NDA/BLA 成功案例 26 例，协助 140 余个项目获批了美国、欧盟、韩国及澳洲等国外监管机构的临床注册申报，FDA NDA/BLA 成功案例 3 例。2025H1，公司核心业务 IND 和 NDA 的新签项目个数合计同比增长 6.86%，彰显了公司强大的市场拓展能力。

图6：公司累计服务对象公司/机构数量不断增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司境内外申报经验丰富


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在手订单充沛，新签订单额度恢复增长。经过前几年行业的周期性波动，随着 2025 全球生物医药投融资回暖、中国创新药 BD 出海的火热，以及公司持续加大国内外业务布局力度，2025 年公司在手订单金额 12.48 亿元，同比增长 28.23%；新签订单金额 11.35 亿元，同比增长 38.62%，其中海外市场新签订单金额为人民币 7477.22 万元。新签订单额度是客户和市场对公司研发服务能力认可的客观评价指标，也是衡量企业未来业绩的先行指标，充沛的在手订单和新签订单增长的恢复，保障了未来公司业绩增长确定性。我们预计后续公司的业绩有望持续保持增长趋势。

图8：公司在手订单进一步延续增长趋势（单位：亿元）

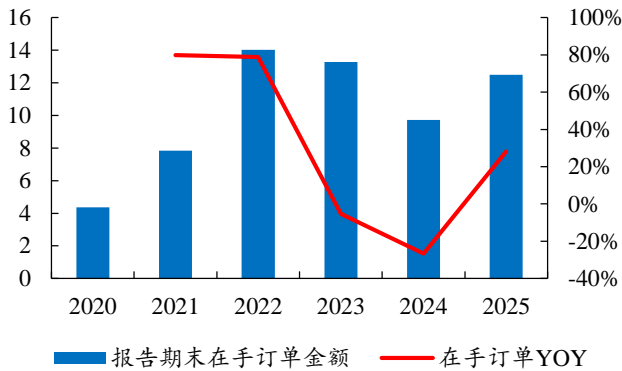
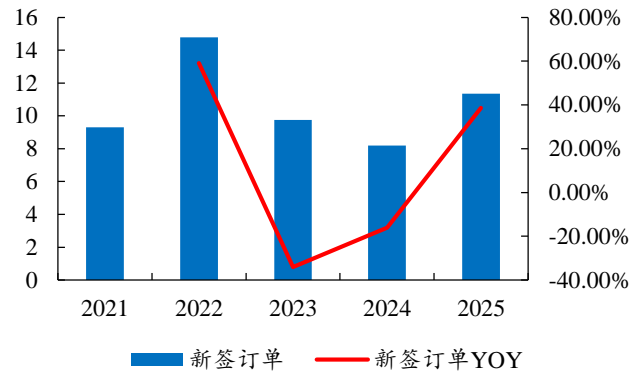


图9：2025年公司新签订单快速增长（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司营收短期承压，后续有望逐渐回暖。近年来，面对生物医药投融资遇冷以及持续加剧的业内竞争压力，公司展现出强大的经营韧性。2019-2024 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 36.07%/32.51%。2025 年公司营业收入 8.11 亿元，归母净利润为负，主要系市场竞争激烈，销售订单价格下降幅度较大，利润端被压缩。随着行业的回暖以及新签优质销售订单后续将在报表端逐步体现，公司基本面有望触底反弹。

图10：公司营业收入韧性较强（单位：百万元）

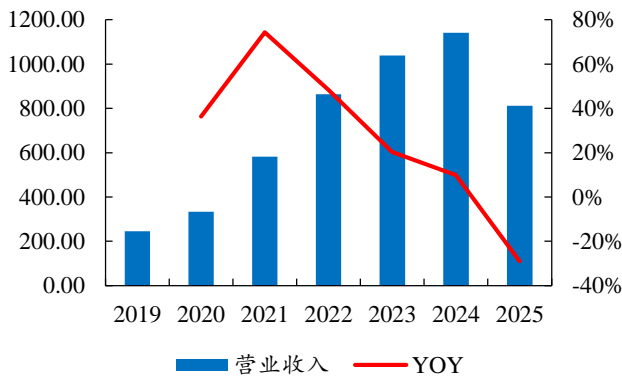
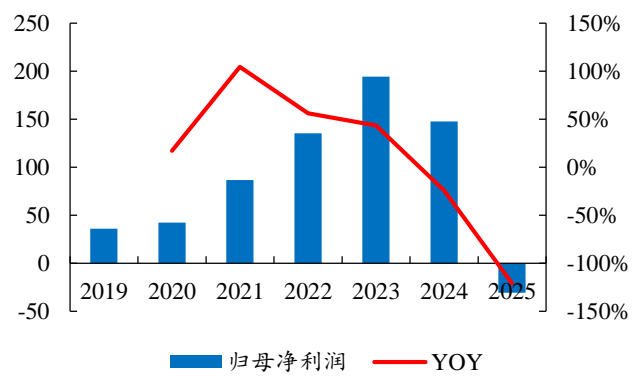


图11：公司归母净利润短期承压（单位：百万元）

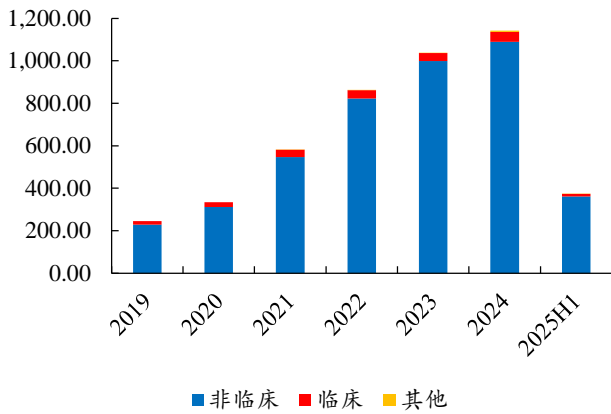


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

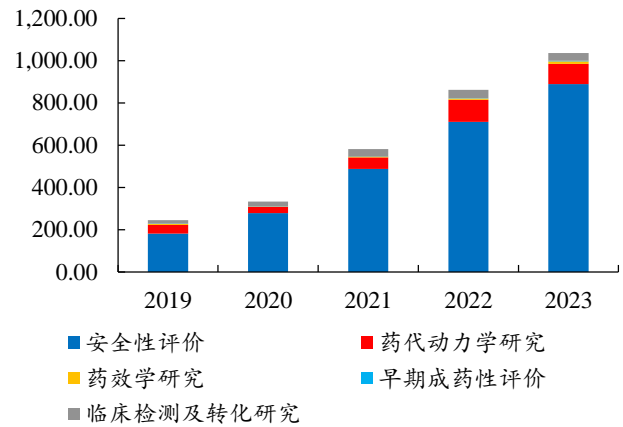
非临床安评为公司核心业务。公司非临床业务目前为营收主体，2022-2025H1 均贡献公司 95% 以上的营业收入，而在非临床业务中，安全性评价业务占比较高，为目前公司的核心业务，其他如药代动力学研究、药效学研究、早期成药性评价等也稳定贡献收入。临床业务作为公司向下游延伸的战略布局，发展平稳，同时为公司构建“一站式”服务能力提供了重要补充。

图12: 公司非临床业务收入占比较高 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

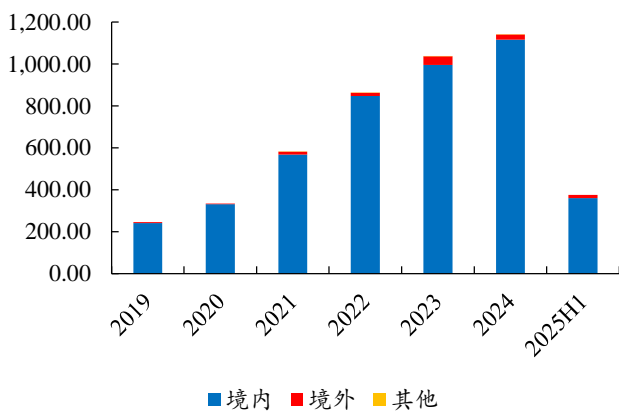
图13: 公司主营业务中安评占比较高 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

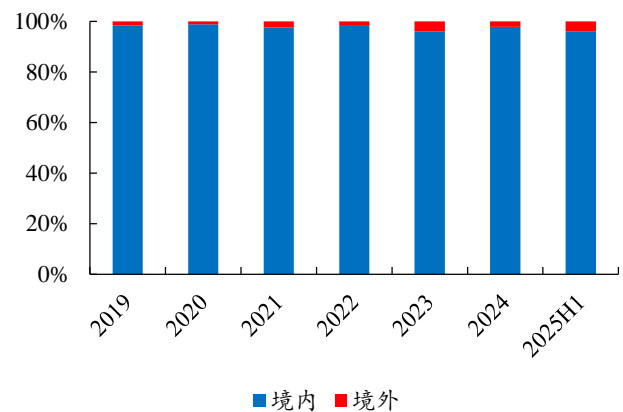
公司海外布局初见成效。境内外收入方面, 公司目前以境内收入为主, 2019-2025H1 境内收入均占总收入 95%以上。公司在深耕国内市场的同时, 国际化战略已初有成效, 2025H1 公司境外收入占比提升至 4.02%, 且 2025 年公司国际业务新签订单同比大幅增长, 公司在国际市场上的认可度和影响力正在逐步提升。

图14: 公司目前以境内收入为主 (单位: 百万元)



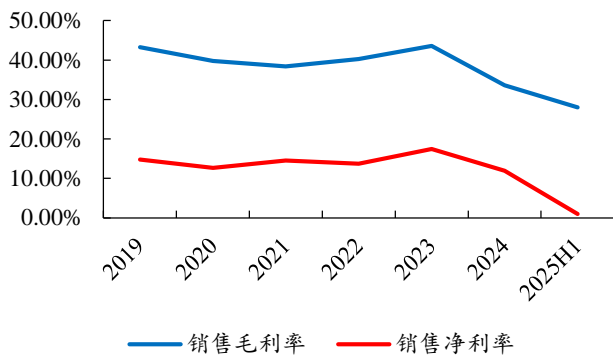
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2025H1 公司境外收入占比有所提升

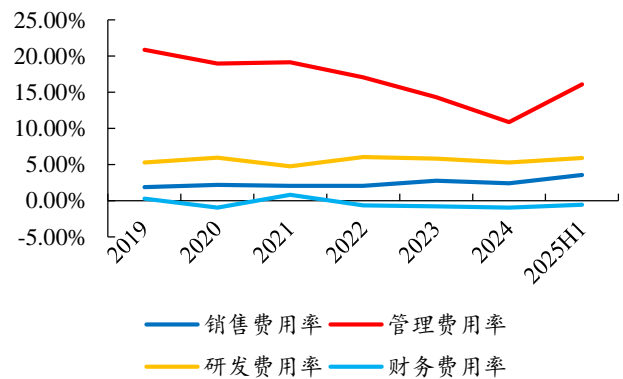


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司毛利率基本触底, 费用率控制良好: 公司受之前所签低价订单的影响, 公司毛利率和净利率处于承压状态, 2025H1 销售毛利率为 28.02%, 已基本触底, 后续有望随着行业的周期性回暖以及新签优质订单的释放, 恢复至正常水平。与此同时, 公司费用率控制较为良好, 降本增效措施正在不断体现出成效, 2025H1 费用率的略微上升主要因营业收入的下降, 属正常范围。

图16: 公司毛利率与净利率处承压阶段, 有望触底反弹


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 公司费用率控制较为良好


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、政策与资金共振驱动创新药复苏, 非临床安评价值凸显

近年来, 全球医药行业在变革中加速前行。创新技术(如 ADC、细胞基因疗法 CGT)持续吸引巨资押注, GLP-1 等明星靶点衍生疗法竞争格局不断演变, 地缘政治与监管政策持续重塑市场准入路径。与此同时, 国内政策端的利好, 以及创新药 BD 出海的空前火热, 也将助力 CXO 行业重回高景气度。

2.1、政策+资金等多因素推动国内创新药行业快速发展, CRO 有望受益

中国医药行业具有较强的政策导向性。近年来, 顶层设计清晰地引导行业从仿制向创新、从“Me-too”向“Best-in-class/First-in-class”转型升级。自药品上市许可持有人(MAH)制度试点, 到 2021 年发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》, 政策持续为高质量创新“扶优限劣”。

重磅政策不断出台, 为创新药构建了全链条的支持体系。2024 年开始, 国家加大对创新药的支持力度, 发布《全链条支持创新药发展实施方案》、《支持创新药高质量发展的若干措施》、《商业健康保险创新药品目录》等政策文件, 为我国创新药产业营造了前所未有的发展环境, 也为处于产业链上游的 CXO 行业注入了强大的增长确定性。

表2: 国家不断出台系列政策推动国内创新药行业发展

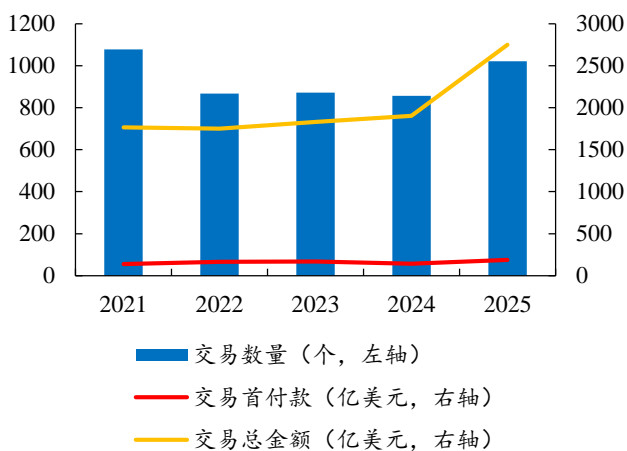
| 发布日期 | 政策/法规名称 | 颁布部门 | 主要内容 |
|---------|--|------------|---|
| 2020.07 | 新版《药品注册管理办法》 | 国家市场监督管理总局 | 规定了四大快速审批通道, 即突破性治疗药物程序、附条件批准程序、优先审评审批程序、特别审批程序, 大大加快了临床急需新药的上市速度; 明确“境外已上市药品可使用境外数据直接申报”, 大幅简化国产创新药境外上市后回国再注册的流程 |
| 2021.03 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 全国人大 | 将生物药技术创新、抗体药物研发列为科技前沿攻关领域; 整合优化科技资源配置: 聚焦生物医药等重大创新领域组建一批国家实验室, 重组国家重点实验室, 形成结构合理、运行高效的实验室体系 |
| 2021.11 | 《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》 | 国家药品监督管理局 | 从患者需求的角度出发, 对抗肿瘤药物的临床研发提出建议, 以期指导申请人在研发过程中, 落实以临床价值为导向, 以患者为核心的研发理念; 为促进抗 |

| 发布日期 | 政策/法规名称 | 颁布部门 | 主要内容 |
|---------|--|-------------------|--|
| | | | 肿瘤药科学有序的开发，提供参考 |
| 2024.07 | 《全链条支持创新药发展实施方案》 | 国务院 | 通过政策全链条覆盖，加速我国创新药研发、审批、生产和市场应用，推动医药产业升级和人民健康福祉提升 |
| 2025.07 | 《支持创新药高质量发展的若干措施》 | 国家医保局、 国家卫生健康委 | 医保信息平台开放；建立“丙类目录”（商保创新药目录）；豁免集采替代；特例单议支付；鼓励地方试点 |
| 2025.07 | 《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》 | 国家医疗保障局 | 明确设立“商业健康保险创新药品目录”，与医保目录同步调整，纳入高临床价值但超出医保范围的药品，探索医保与商保双轨支付机制 |
| 2025.12 | 首版《商业健康保险创新药品目录》 | 国家医保局 | 首版商保创新药目录清单共计纳入18家创新药企的19种新药；各地医保部门会同有关部门推动多层次医疗保障体系建设，积极支持普惠型商业健康保险发展，商保创新药目录推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。 |
| 2025.12 | 国家创业投资引导基金 | 国家发展改革委 | 国家创业投资引导基金启动运作，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区先行设立三只区域基金，重点支持生物医药、脑机接口等前沿领域 |

资料来源：政府网站、开源证券研究所

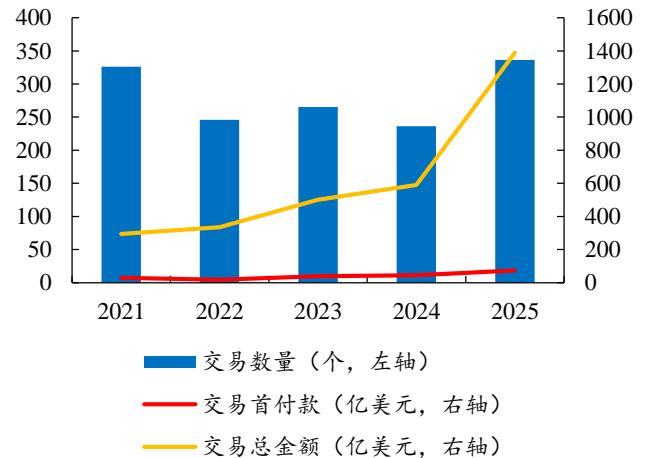
资金端，2025年全球医药交易火热，国内创新药企资金回笼。根据医药魔方数据，2025年全球医药交易市场较为活跃，交易数量突破1000笔，同比增长19.14%；首付款达188亿美元，同比增长30.56%；总金额达2751亿美元，同比增长44.4%。2025年在整体交易市场蓬勃发展的背景下，**中国相关医药交易的表现突出，无论在交易数量还是金额上均刷新历史纪录。**2025年中国医药交易共计336笔，约占全球总数的32%，交易总金额突破千亿美元大关，实现翻倍增长，达到1388亿美元，占全球医药交易总金额的50.5%。这一显著贡献主要来源于中国企业的License-out交易。

图18：全球交易数量及金额在2025年迎来新一轮增长



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图19：中国医药相关交易总金额同比增长迅猛

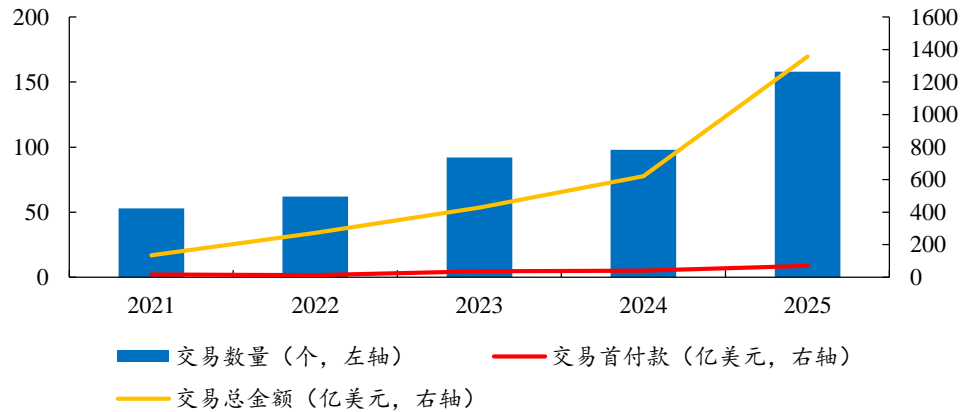


数据来源：医药魔方、开源证券研究所

国产药企研发能力逐渐得到国际认可，License out 交易额大幅增长。2025年，license-out 交易一共158笔，同比增长61.22%；从交易金额上看，2025年交易总金额

额已超千亿美元，达 1357 亿美元，同比增长 118.17%，首付金额达 70 亿美元。同比增长 70.73%。国内创新药企业资产受到全球认可，也为其提供了良好的退出以及资金回笼渠道，影响有望传导至上游的 CXO。

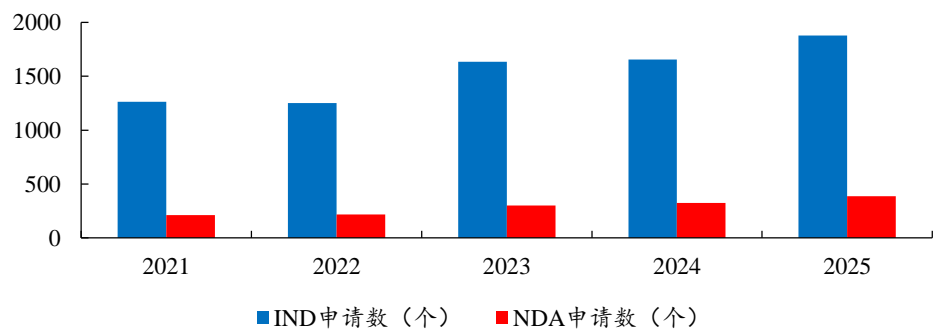
图20：2025 年中国药企 License out 交易额大幅增长



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

新药 IND/NDA 申报数量显著增加，国内创新药行业逐渐开花结果：随着政策端及资金端的不断助力，国内医药行业蓬勃发展。近年来，国内新药 IND 与 NDA 申报数量有了明显的提升，2025 年受理新药临床试验申请（以下简称 IND）1878 个品种，同比增长 13.34%；新药上市申请（以下简称 NDA）387 个品种，同比增长 19.44%，国内创新药行业逐渐开花结果。

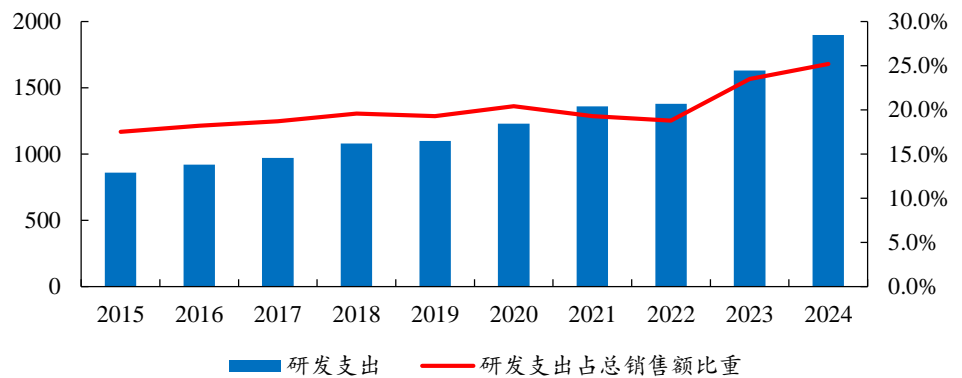
图21：中国新药 IND/NDA 申报品种数量显著增加



数据来源：CDE、药智网、开源证券研究所

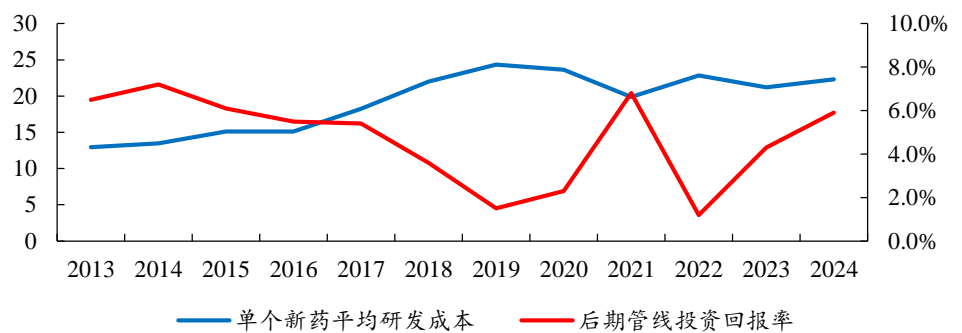
2.2、CRO 助力新药研发降本增效，国内 CRO 行业快速发展

Pharma 研发支出不断提高，为 CRO 提供稳定市场需求。大型药企是全球创新药研发的“基石”，其研发投入规模较大，构成了 CRO 可靠的订单来源。根据 IQVIA 数据，全球大型药企的研发支出不断增加，并在 2024 年达到 1900 亿美元的总量，占其销售额的 25.2%。Pharma 不断增长的研发投入意愿，将有效转化为 CRO 行业增长的驱动力。

图22：全球 Pharma 研发支出总量稳步上升（单位：亿美元）


数据来源：IQVIA、开源证券研究所

新药研发专业度及效率要求催生 CRO 需求。根据德勤的研究，2024 年研发一款新药的平均成本已经高达 22.29 亿美元，后期管线的投资回报率却仅有 5.9%。而为了降低研发成本，同时加快研发速度，药企倾向于选择与效率更高、研究更专业的 CRO 企业合作，带动 CRO 需求增加。

图23：单个新药平均研发成本不断增高，回报率却处于低位（单位：亿美元）


数据来源：Deloitte、开源证券研究所

工程师红利及稳定的供应链优势，提升中国 CRO 企业的国际竞争力：CRO 行业作为知识密集型行业，依靠生物背景的技术人才提供专业化服务，对人才需求量大。近几年，中国医药行业的快速发展，离不开海内外大量化学、生物、医学背景的人才的加入，弥补 CRO 行业对人才的需求。另外，国内 CXO 企业的人均薪酬低于国外，而在临床前研究及临床研究各阶段研发费用也仅为发达国家的 30%-60%。当前的工程师红利及稳定的供应链优势，显示出中国 CRO 企业的竞争力，不断吸引国际药企开展项目合作，实现 CRO 产业链向中国的转移。

表3：中国试验成本仅为发达国家的 30%-60%

| 试验阶段 | 试验项目 | 中国试验成本占西方发达国家比例 |
|-------|------------|-----------------|
| 临床前试验 | 化合物筛选 | 30%-60% |
| | 毒理试验 | 30% |
| | 动物试验 | 30% |
| 临床试验 | I 期临床 | 30%-60% |
| | II-III 期临床 | 30%-60% |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

多重因素推动国内 CRO 市场规模快速增长，且增速有望高于全球：国内创新药行业的崛起+全球医药外包服务产业链向中国转移，预计国内 CRO 市场快速增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2025 年全球 CRO 市场规模将达到 1026.5 亿美元，后续将以每年 9%-10% 的增速持续增长，预计 2027 年将达到 1230.5 亿美元。与此同时，据 Frost & Sullivan 数据，2025 年我国的 CRO 市场规模将达到 1406 亿元人民币，且向上增长趋势仍将延续，后续保持 15% 以上的高增速，预计 2027 年将达到 1923 亿元人民币。

图24：中国 CRO 市场规模有望高速增长

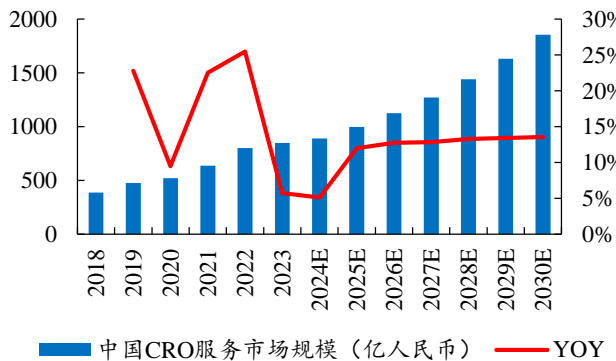
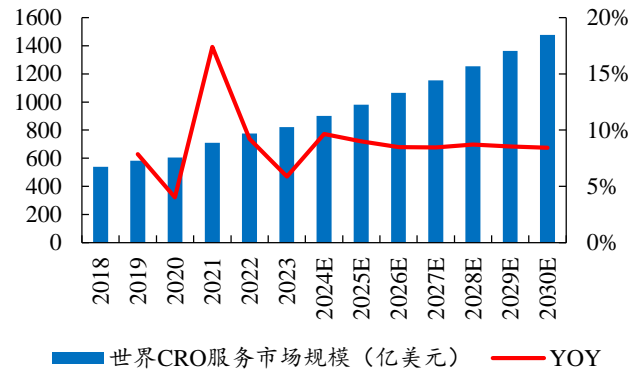


图25：全球 CRO 市场将持续扩容



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.3、非临床安评：集中度提高的“战略高地”

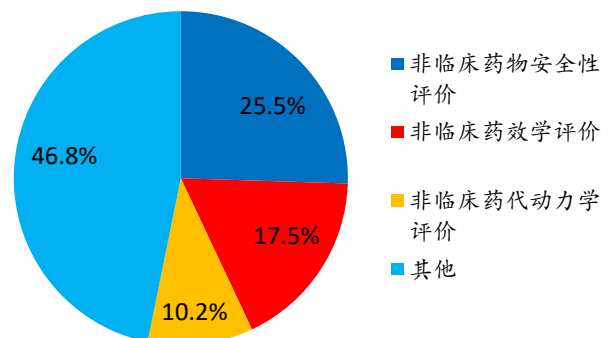
安评业务是非临床外包版图中规模最大的单一板块。非临床 CRO 主要包括非临床安评、非临床药代动力学、非临床药效学等业务板块。其中，非临床安全性评价是指通过动物体内和体外系列研究全面评价候选药物的安全性，是新药申请 IND 并进入临床试验或申请 NDA/BLA 的必要程序和重要步骤。其重要性主要体现在确定毒性剂量、安全剂量范围、毒性作用、毒性靶器官以及判断毒性可逆性等方面，对于药物研发的意义重大。根据 Frost & Sullivan 数据统计，2021 年我国非临床安评市场规模为 79.6 亿元，占同期国内非临床 CRO 市场的 25.5%。

图26：非临床药物安全性评价在多个方面体现重要性



资料来源：公司招股书

图27：安评为非临床 CRO 中占比最大的业务板块



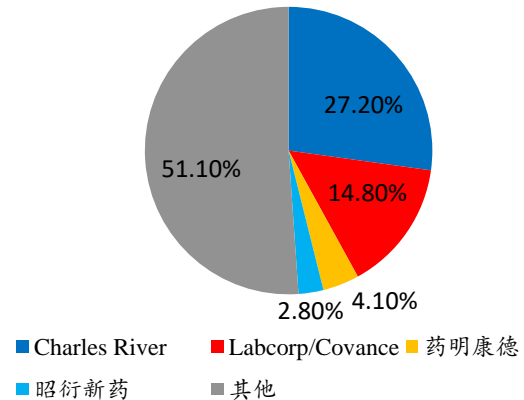
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

全球非临床安评市场持续增长，并呈现寡头垄断趋势。根据 Frost & Sullivan 数据统计，2025 年全球非临床安评市场规模将达到 137.1 亿美元，并将保持稳健增长，2027 年预计达到 194.1 亿美元。全球安评市场经过多年发展，已呈现寡头垄断格局，根据 Frost & Sullivan 数据，2022 年两大寡头 Charles River 和 LabCorp 分别占据约 27.2% 和 14.8% 的市场份额，占据了较大的市场竞争优势。

图28：全球安评市场：稳健增长（单位：亿美元）



图29：全球安评市场呈现寡头垄断趋势



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

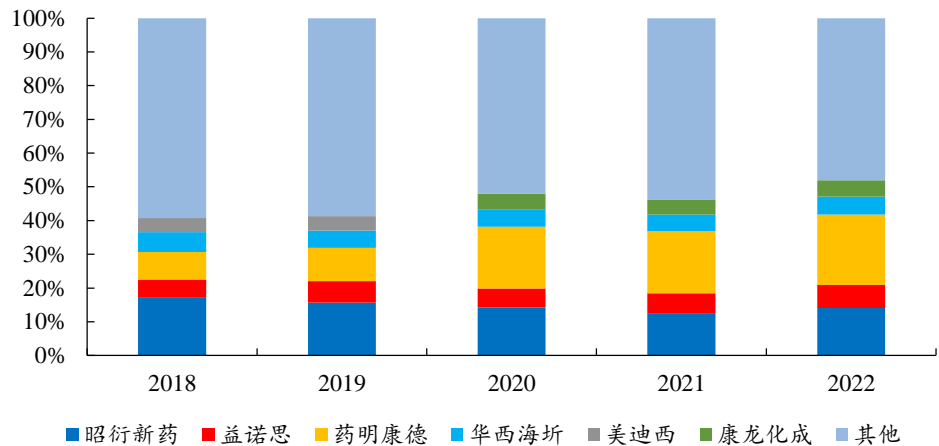
GLP 设施建设与维护成本高昂，同时拥有多国 GLP 认证资质的机构稀缺：非临床研究质量管理规范（Good Laboratory Practice, GLP）是针对非临床研究机构运行管理和非临床研究项目实施的质量管理体系，各国 GLP 的标准不一，但均规定未通过 GLP 认证/检查的机构不得开展非临床安评工作。获得 GLP 认证或通过 GLP 检查既耗时又昂贵，因为这通常需要组建合格的管理和运营团队，进行广泛的培训并进行大量资本投资以升级相关的设施和设备。截至 2025 年 8 月，国内共有 73 处 GLP 设施获得 NMPA GLP 认证，且其中存在大量科研院所，整体活跃的盈利性质 GLP 机构仅约 40 家，具有一定规模的进一步减少。而与此同时，各个国家和地区的 GLP 要求标准又不尽相同，故想要同时取得多国 GLP 认证更是困难，目前国内仅有 6 家 CRO 企业同时具有 NMPA、FDA 和 OECD 的 GLP 认证。

表4：各国家和地区的 GLP 制度各不相同

| 项目 | 中国（国家药监局） | 美国（FDA） | 经合组织（OECD） |
|--------|--------------------|----------------------------------|--------------|
| 适用范围 | 人体疾病药物 | 添加剂、药物、医疗设备、药物、杀虫剂及化妆品、添加生物及电子产品 | 剂及工业化学品 |
| 资质 | 通过检查时授予证书 | 并无授予证书 | 通过检查时授予证书 |
| 标准操作规程 | 质保部及机构负责人须共同批准 SOP | 并无要求 | 机构负责人须批准 SOP |

资料来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

高竞争壁垒使得安评市场集中度不断提高，公司国内排名领先：难以取得的 GLP 资质、专业知识与业务经验的深厚积累、技术实力与品牌效应等等，这些因素使得非临床安评领域竞争壁垒高筑，为行业巨头建立“护城河”的同时使得新进入者难以在短时间内追赶。根据 Frost & Sullivan 数据统计，2022 年中国安评赛道益诺思的市场占有率约 6.8%，仅次于药明康德和昭衍新药。同时，CR5（行业前五）的市占率呈现明显提高趋势，总和从 2018 年的 40.7% 增长到 2022 年的 52.0%，未来市场集中度有望进一步提高，“寡头效应”将不断显现。

图30：国内安评市场 CR5 份额不断提高，“寡头效应”将愈发明显


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

3、安评业务：强实力、新技术、国际化，协同共振蓄力增长

公司强大的业务实力、前瞻性的新技术布局与坚定的国际化战略三者之间形成合力。公司以高壁垒的非临床安评业务为基石，以国资背景为信任背书，构筑了稳固的市场地位和客户信任；在此基础上，系统性覆盖肿瘤免疫、ADC、CGT、小核酸、细胞与基因治疗放射性药物等前沿赛道，持续巩固技术护城河；同时，通过搭建海外营销体系和构建全球认可的资质体系，加速推开全球市场的大门。这三大战略支柱协同共振，为公司在行业调整期后积蓄增长势能。

3.1、资质完善的核心护城河，壁垒高筑经验丰富

资质壁垒高筑，打造“全球通行证”。GLP (Good Laboratory Practice)，即药品非临床研究质量管理规范，是非临床安全性评价业务的进入门槛以及核心壁垒。公司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，资质的全面性与国际化水平位居行业前列。

表5：公司是国内最早同时具备 NMPA、OECD、FDA GLP 认证的企业之一

| 公司 | 资质取得年份 | | |
|------|-------------|-------------|------------|
| | NMPA GLP 认证 | OECD GLP 认证 | FDA GLP 检查 |
| 昭衍新药 | 2005 | 2015 | 2009 |
| 美迪西 | 2011 | - | 2017 |
| 康龙化成 | 2014 | 2017 | 2009 |
| 药明康德 | 2011 | 2010 | 2014 |
| 益诺思 | 2011 | 2012 | 2014 |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

NMPA GLP 细分项目资质覆盖全面。公司在 NMPA GLP 认证项下的试验类型覆盖全面，共计 12 项，尤其在遗传毒性试验、依赖性实验等特殊毒理学研究领域具备较为稀缺的服务能力，能够满足创新药研发多样化和复杂化的需求，在业务承接领域上将更为多样化，具备较强的竞争力。

表6: 公司在国内 GLP 资质项下的不同试验类型的资质取得全面

| 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 | √ | √ | - | - | - |
| NMPA GLP 认证数量 | 12 | 11 | 10 | 10 | 11 |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、布局前瞻的领先技术平台，国资背书行业一流

以市场需求为导向，技术平台实力持续领先。公司拥有一体化技术平台，覆盖药物的 PCC-IND-NDA 生命周期。近年来，公司立足全球药物研发趋势，以市场需求与前瞻式布局相结合的科技创新双轮驱动模式，以临床转化效率与监管科学前沿为锚点，布局高景气的 ADC、小核酸、CGT 等领域，完成多项药物评价关键技术创新，完善和提升了公司的业务服务能力。

表7：公司拥有覆盖药物 PCC-IND-NDA 生命周期的一体化技术服务平台

| 研究平台 | 平台简介 | 服务内容 | 平台优势 |
|--------------|--|---|---|
| 早期成药性评价平台 | 公司早期成药性评价平台专注于为药物研发提供及时和便利的早期成药性服务,拥有经验丰富的成药性研究团队,加速客户研究项目的进程。 | 早期药效筛选 早期药代筛选 早期毒性预测和筛选 同位素标记与影像 | <p>【多学科深度融合】深度融合药效学、药代动力学、毒理学及同位素标记影像技术,实现风险前置精准识别</p> <p>【定制化服务】针对小分子、ADC、抗体、小核酸等多元化药物类型,结合分子特性设计定制化筛选方案</p> <p>【加速研发闭环】通过"体外预测-体内验证-影像追踪"三维数据联动,缩短候选化合物筛选周期,降低后期开发风险</p> |
| 非临床药效学研究平台 | 公司非临床药效学平台经过多年积累,已经拥有经验丰富的专业技术团队、精良的设备仪器、品类多样的细胞库及体内疾病药效学模型。 | 体外药效学研究 体内肿瘤药效研究 体内非肿瘤药效研究 | 公司药效学平台及团队拥有丰富的专业技术及经验,已经完成数十项客户药理药效申报项目支持;团队逐步构建并完善肿瘤及非肿瘤细胞及动物模型库,可根据客户的需求提供各种有效的药效模型为客户提供药理药效服务。平台已建成各类模型,可服务多种药物类型。 |
| 非临床药代动力学研究平台 | 益诺思非临床药代动力学平台可提供 DMPK 综合型服务,平台具备符合全球高标准的全生命周期质量管理体系,遵循 ICH、NMPA 和美国 FDA 的指导原则,提供法规要求的全套 IND、NDA/BLA 试验项目研究服务。 | 体外药代动力学研究 体内药代动力学研究 放射性同位素标记化合物 ADME 研究 | <p>【领先的放射性与活体成像技术】国内稀缺的整合 36 种核素资质及乙级放射场所,结合 QWBA、PET/SPECT 活体成像技术,实现 ADC、基因治疗药物等高灵敏度检测及临床剂量转化,填补国内复杂药物分析空白。</p> <p>【多维代谢研究能力】覆盖人肝微粒体、重组酶、肝细胞等体外代谢模型;</p> <p>【全品类药物服务与高效转化能力】年均完成近百例 IND 项目,支持从 IND 至 NDA/BLA 全周期申报。</p> |
| 非临床安全性评价研究平台 | 益诺思非临床安全性评价平台处于国际领先水平,广泛覆盖创新药物品类的非临床安全性评价体系,能够为肿瘤免疫靶点、新的分子开发和递送技术、新型抗体(双/多特异性抗体、ADC、纳米抗体等)、多肽和融合蛋白、核酸药物、细胞与基因治疗产品等新兴研发方向,提供一流的非临床评价解决方案。 | 安全药理学 一般毒理学 遗传毒理学 发育和生殖毒理学 免疫毒性和免疫原性 致癌试验 制剂安全性与光毒性试验 吸入制剂安全性评价 依赖性实验 注册支持服务 病理和临床病理学 | <p>【国际领先水平】能够为全球的医药企业和科研机构提供全方位的符合国内及国际申报标准的新药研究服务</p> <p>【广泛覆盖创新药物品类】平台广泛覆盖创新药物品类的非临床安全性评价体系</p> <p>【尖端实验动物操作技术】益诺思掌握行业领先的尖端实验动物操作技术,拥有品类丰富、齐全的实验动物资源</p> <p>【丰富技术储备】在多种评价领域拥有丰富的技术储备</p> <p>【专业科研人员团队】丰富项目经验的毒理学家队伍,能够为客户提供更专业、更高效的服务</p> |
| 临床生物样本分析平台 | 益诺思生物分析团队恪守全球最高质量监管标准,提供符合 NMPA/FDA/OECD/EMA/ICH 法规监管的全面且专业的一站式服务。 | 小分子生物分析解决方案 大分子生物分析及免疫原性分析解决方案 基因与细胞治疗产品分析解决方案 疫苗类产品分析解决方案 | <p>【国际化合规体系及实验室】中美双实验室布局,PL+PM+PI 全流程信息化管理,加速跨国药物研发</p> <p>【多技术平台覆盖】整合 PCR/ddPCR、光谱流式、NGS 等高灵敏度技术,支持基因/细胞治疗、核酸药物等复杂分析</p> <p>【方法学创新】双/多抗 ADA 检测、中和抗体(Nab)策略及 40+已验证检测组合(细胞因子/TGF-β 等);</p> <p>【丰富行业经验】成功完成 ADC、CAR-T、溶瘤病毒、mRNA 疫苗及 PROTAC 小分子等 200+项目</p> |
| 生物标志物与转化研究平台 | 公司生物标志物与转化研究平台专注于创新药物研发,为企业及机构提供从生物标志物发现、验证到临床转化的全流程方案。 | IHC 平台 基因组学研究 蛋白生物标志物检测 流式分析平台 | <p>先进的仪器设备,多维技术平台</p> <p>符合 GLP、GCP 标准数据,源头保证转化研究可靠性</p> <p>高质量联动非临床、临床研究的一体化平台</p> <p>转化研究新型合作模式</p> |

资料来源：公司官网、开源证券研究所

特色平台布局前沿，提高服务附加价值。公司积极投入人工智能（AI）、类器官技术的研发与应用。AI 辅助病理诊断系统已逐渐开始应用，旨在提升阅片效率和准确性；类器官平台则在心脏、肠道、生殖毒性等多个方向取得进展，有望在药物早期筛选和毒性评价中给客户id提供部分替代传统动物实验的选择，提供更高附加值的服务。除此之外，公司还有放射性同位素平台、眼科一体化评价平台、吸入制剂评价平台等特色平台，技术水平均处行业前列。

表8：公司特色平台布局前沿，创新不断

| 特色平台（部分） | 平台简介 | 服务内容 | 最新进展 |
|------------------|--|--|--|
| AI 毒性病理诊断技术平台 | 在毒性病理诊断领域中创新性地引入 AI，通过 AI 深度学习算法，在国内较早构建了基于自监督学习范式与多尺度形态学特征融合的 AI 病理辅助诊断模型，在非临床药物安全性评价框架下实现对 WSI 进行跨种属自动识别和分析，大大提高毒性病理学家诊断的效率。 | AI 病理辅助诊断 | 完成 1.5 万张 WSI 扫描以及对应训练数据整理，AI 病理二分类诊断模型识别准确率有了进一步提升 |
| 基于类器官的药物体外评价技术平台 | 公司主动布局并深耕非动物实验测试方法（NAMs）技术体系，将类器官、器官芯片、AI 毒性预测等人源化模型与经典动物数据交叉验证，为每一款创新药量身定制“动物+NAMs”双轨并行的最优化方案，确保安全性评价既领先又可靠 | 类器官毒性测试 | 在国内较早使用人诱导多能干细胞构建了心脏类器官模型并开展了全生命周期研究；在国内首次基于光固化 3D 生物打印技术建立了用于早期药物生殖毒性筛查的睾丸类器官模型，提示了生物 3D 打印模型在早期药物毒性筛查方面的潜力；建立了基于 hiPSC 的药物致畸性模型，为药物非临床安全性生殖毒性评价提供了新方法和新模型。 |
| 放射性同位素平台 | 益诺思放射性同位素平台拥有 36 种放射性同位素使用资质，平台配备独立同位素实验设施，及 γ 计数器、液体闪烁计数器、QWBA、PET/MR 等先进检测设备，并支持放射性临床生物样本全流程分析。 | 放射性药物非临床及临床研究 放射性同位素标记化合物的非临床及临床研究 | 放射性药物配体类型，在小分子和多肽基础上，拓展了靶向纳米抗体、重组蛋白等；初步探索并建立了 ^{225}Ac 、 ^{212}Pb 等 α 核素的标记和质控分析方法及非临床评价关键技术，为新型放射性药物的研发提供了技术支持 |
| 眼科一体化评价平台 | 益诺思眼科一体化评价平台专注眼科疾病用药，平台整合毒理学、药效学、病理学、眼科学、分子生物学、药代动力学等 6 大学科模块，实现“药效-药代-毒性”三位一体评价的专科平台。服务品类包括基因治疗、小核酸、双抗、小分析化药、干细胞等。 | 眼科疾病动物模型 眼科专科给药技术 眼科品类服务能力 | 丰富了眼科基础疾病模型研究，建立了青光眼小梁静脉烧灼模型、长效眼底血管病变模型、干眼症角膜损伤模型等；完善了眼科模型综合评价技术和手段，如电生理检测技术、qPCR、Western Blot、免疫荧光等；开展了表观遗传修饰机制研究，为眼科药物的研发提供了重要的实验工具 |
| 吸入制剂评价平台 | 益诺思吸入制剂评价平台是一站式临床前吸入药效、药代及安全性评价技术平台，支持采用多种属的实验动物（啮齿类、犬和非人灵长类等）进行非临床有效性和安全性评价，以及代谢动力学特征研究。 | 非临床药效学呼吸平台 体外药效学研究 非临床药代动力学研究平台 放射性 ADME 研究 非临床安全性研究平台 | 进一步扩充吸入药物评价平台产能，可用于完成啮齿类和非啮齿类动物（大鼠、小鼠、豚鼠、犬和猴等）对气体、液体气溶胶、粉尘气溶胶、纳米颗粒气溶胶、烟气等可吸入物的口鼻暴露研究；实现气溶胶在线浓度检测和实时采样；采用高精密控制系统，提高了气溶胶均匀度和稳定性。 |

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

国药集团控股，独特信用背书。公司是国药集团下属中国医药工业研究总院有限公司的控股子公司，在集团内的功能定位为“医药创新发展技术策源地”。公司的央企背景，为公司带来了独特的信用背书。截至 2025H1，公司承担/参与的国家级、省级、区域性各类科研项目共 6 项，其中国家重点研发计划“干细胞及转化研究”重点专项以“优秀”的最高绩效等级通过综合验收，此类系列课题的推进，不仅证明了公司的技术实力，更体现了其作为“国家队”在攻克行业关键技术难题中的重要作用。

表9：公司不断承担/参与国家级、省级、区域性的各类科研项目

| 序号 | 项目名称 | 主管部门 | 角色 | 起止时间 | 验收状态 |
|----|--|---------------------------|----|-----------------|-----------|
| 1 | 干细胞治疗产品的质量评价及临床前安全评价 | 国家科学技术部重点研发计划“干细胞及转化研究”专项 | 主持 | 2020/10-2024/12 | 已验收，获优秀等级 |
| 2 | 上海市新药安全评价专业技术服务平台 | 上海市科学技术委员会研发平台项目 | 主持 | 2024/07-2027/06 | 滚动支持 |
| 3 | 符合国际标准的综合性新药评价创新转化中心建设 | 上海市发展改革委员会战略性新兴产业重大项目 | 主持 | 2024.01-2027.12 | 进行中 |
| 4 | 江苏省新药一站式高效非临床评价公共服务平台建设 | 江苏省科学技术厅创新能力建设计划项目 | 主持 | 2021/03-2024/12 | 已验收 |
| 5 | ddPCR 法在 iPSC 衍生的细胞治疗产品药理学、非临床及临床评价中的研究与应用 | 中国药品监督管理局研究会研究课题 | 主持 | 2024.01-2024.12 | 已验收 |
| 6 | 多靶点人源化小鼠模型在自身免疫性疾病双多抗药物毒性评价中的开发及应用 | 上海市科学技术委员会科技计划项目 | 主持 | 2025/07-2028/06 | 新立项 |

资料来源：公司年报、开源证券研究所 注：第 1 项，“十三五”期间，益诺思是一项国家重点研发计划项目课题承担单位。

3.3、储备资源保证供给，订单回暖拐点渐显

实验动物限制产能瓶颈，头部企业已自建厂房。在新药研发过程中，候选药物进入临床试验阶段之前，必须接受急性、慢性、发育、生殖毒性以及致癌性的全面评估，以确保其在人体应用中的有效性和安全性。而目前非人灵长类动物(Non-human primates, NHPs)因与人类高度相似，能够更好地诠释人类疾病的诸多关键问题，被认为是再现人类状况的最理想的实验动物模型，其供应的稳定性与成本直接决定了 CRO 企业的产能上限与盈利能力。面对实验动物这一关键战略资源的供给瓶颈，头部 CRO 公司已通过重资产投入构筑了较高的规模壁垒，这一点在各公司的动物房设施面积上得到了最直观的体现。因此，领先企业凭借其庞大的、高标准的设施，不仅能确保供应链的稳定和成本优势，更形成了强大的产能壁垒，使得中小型机构无法在同一维度竞争，从而加速了安评这一细分市场的份额向头部集中。

表10：公司已建成动物房面积数在 CRO 中处于前列

| 公司名称 | 昭衍新药 | 药明康德 | 康龙化成 | 美迪西 | 益诺思 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 已建成动物房平方数 | 47,600 | 60,000 | 30,000 | 30,000 | 26,899 |

数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

自有猴场储备资源，稳定供给保障发展。为保障实验用猴供应并减小市场价格波动带来的风险，公司除了通过成立子公司黄山益诺思，自建猴场之外，还以股权为纽带与华珍合伙、金港生物建立长期合作关系，保障实验用猴的主要供应。

表11: 公司自有猴场规模居行业前列, 后续有望进一步扩大

| 公司 | 项目 | 获取途径 | 存栏量 |
|------|---------------------|-------------------|--|
| 益诺思 | 安徽盛鹏 | 购买商品猴、 收购经营性资产 | 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司共有繁殖猴 1,235 只, 配合对外引种等措施形成 2,000 至 3,000 只的养殖规模 |
| | 新野新豫、新野碧水湾、 新野豫辉 | 购买繁殖猴、 商品猴 | |
| 昭衍新药 | 梧州昭衍 | 自建 | 存栏量未知, 但是具备饲养 1.5 万只灵长类的设施, 以昭衍新药 2021 年生物资产的繁殖猴和实验用猴价格推算昭衍新药自有实验用猴 3,200 余只 |
| | 广西玮美 | 兼并收购 | 拥有实验模型资产 (包括存货和生产性生物资产) 7.34 亿元, 以昭衍新药 2021 年生物资产的繁殖猴和实验猴价格推算广西玮美猴子数量近 1 万只 |
| | 云南英茂 | 兼并收购 | 拥有实验模型资产 (包括存货和生产性生物资产) 6.99 亿元, 以昭衍新药 2021 年生物资产的繁殖猴和实验猴价格推算云南英茂猴子数量近 1 万只 |
| 美迪西 | | | 未收购猴场 |
| 康龙化成 | 康瑞泰 | 兼并收购 | 2021 年底, 实验用猴存栏量接近 10,000 只 |
| | 肇庆创药 | 兼并收购 | |
| 药明康德 | 春盛生物 | 兼并收购 | 食蟹猴饲养规模达 2 万余只 |

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

新签订单周期较短, 业绩拐点将逐渐显现。公司主要采用设计研发模式, 即接受客户委托, 根据客户项目类型、药物类型, 以客户需求为导向, 通过矩阵管理模式, 以项目/任务为中心抽调公司各事业部人员形成项目执行团队, 设计相适应的试验方案立项并执行, 待项目团队完成合同约定的所有试验项目后, 按约定交付项目成果。公司安评业务的实施周期约为 6-9 个月, 故现阶段业绩体现 2024 年下半年及 2025 年上半年签单情况。随着 2025 年公司新签订单增长, 以及行业环境回暖带来订单价格的逐步回升, 将在公司后续的业绩中逐步体现。

表12: 公司各服务项目通常实施周期较短

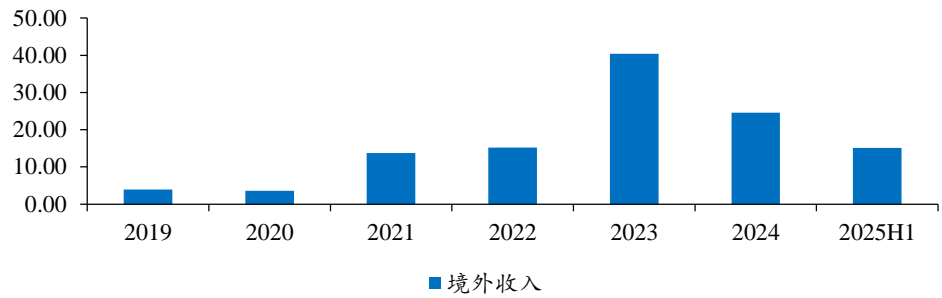
| 业务类别 | 安全性评价 | 药代动力学 | 药效学 | 早期成药性评价 | 临床检测及转化研究 |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------------|
| 项目实施周期 | 6-9 个月 | 4-6 个月 | 2-4 个月 | 1-2 个月 | 和药物本身的研究周期相关 |

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

3.4、海外布局成效显著, 有望保持增长趋势

海外布局成效显著, 蓄力期向发力期迈进。公司的境外收入呈波动向上态势, 2025H1, 公司海外收入达 1507 万元, 全年有望实现同比增长。此外, 2025 年公司海外市场新签订单金额为人民币 7477.22 万元, FDA NDA/BLA 成功案例已有 3 例。公司持续加强海外市场拓展力度, 通过多元化渠道、多地区布局提升海外营收占比, 助力营收增长, 国际市场认可度与品牌影响力稳步攀升。

图31：2025 年公司海外收入有望实现同比增长（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：公司拥有充足的产能，且布局全球



上海益诺思生物技术股份有限公司

上海益诺思生物技术股份有限公司位于中国(上海)自由贸易试验区郭守敬路199号，拥有18000平方米现代化设施。公司先后通过NMPA的GLP认证、美国FDA的GLP检查、OECD的GLP认证，AAALAC 认证及美国病理学会的CAP认证等。服务范围涵盖早期成药性评价、非临床药代动力学研究、非临床安全性评价、临床生物样本分析、生物标志物与转化研究。



益诺思生物技术南通有限公司

益诺思生物技术南通有限公司拥有约54,000平方米现代化设施，其中一期18,000平方米设施于2018年投入运行，先后通过NMPA GLP 认证、OECD GLP认证、U.S. FDA GLP 检查、AAALAC 认证，取得实验动物许可证、辐射安全许可证等。二期24,000 平方设施于2025年6月底投入运行。服务范围涵盖早期成药性评价、非临床药效学研究、非临床药代动力学研究、非临床安全性研究、临床试验生物样本分析、放射影像评价、眼科中心。



上海益诺思生物技术股份有限公司

上海益诺思生物技术股份有限公司位于上海市浦东新区康南路220号5-7楼，主要负责非临床药代动力学、临床生物样本分析生物标志物及转化医学。



黄山益诺思生物技术有限公司

黄山益诺思生物技术有限公司位于安徽省黄山市祁门县金字牌镇莲花村118号，主要从事非人灵长类实验动物繁育、养殖、研究。



InnoAlliance

美国益诺思生物技术股份有限公司 (InnoAlliance Inc.)，为公司的全资子公司，位于2680 Zanker Rd, San Jose, CA 95134，主要提供生物分析和生物标志物服务。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

发力国际市场推广，提高公司海外声誉。公司加速海外商务 BD 团队及营销网络的进一步拓展，2025H1 高效实施全球营销网络布局，累计参与国内外行业展会 33 场。其中在国际市场方面，基于深度需求洞察，重点亮相 SOT、ASGCT、ASCO、World ADC 等全球顶级行业会议，系统性提升了行业话语权，深度价值交互在目标圈层确立专业可信赖的战略合作伙伴形象，驱动品牌信任资产持续增值。公司将国

际化拓展作为重点发展战略，未来公司将继续通过加强海外销售部建设，同时充分联合产业链上下游、产业资本合作伙伴等搭建多元化营销渠道，加速提升公司在国际市场上的认可度和影响力。

图33：公司出席 BIO 等国际盛会，提升自身影响力



资料来源：公司公众号

与药康生物合作，打造国际化一站式解决方案。2025年9月9日，公司与药康生物正式达成战略合作，双方将围绕“模型开发—药代安评应用—海外拓展”展开全面合作，共同推动增强我国生物医药产业链的自主可控性与国际竞争能力。其中，公司与药康生物将建立海外客户联合开发机制，共享国际药企等目标客户资源（重点覆盖美国、欧洲、亚太地区），通过共同举办技术推介与联合路演等方式，推广集成双方优势的“药康模型+益诺思药代及安评”一站式解决方案。

图34：公司与药康生物合作，共建客户生态，强化全球协同机制



资料来源：公司公众号

4、积极探索一体化转型，临床业务贡献业务增量

公司积极尝试一体化转型。随着药企对研发外包的需求不断提升，追求一站式服务的需求加大，CRO 企业实行业务一体化发展是构建自身竞争力、提升盈利能力的有效途径。公司以非临床 CRO 业务为基石，积极探索和完善一体化赋能平台，

在非临床 CRO 业务发展的同时，搭建了涵盖生物分析、免疫原性、流式分析等多元化的临床检测及转化研究平台，为临床 CRO 业务快速发展提供技术支持。

同时，公司通过外延并购加速完善产业链布局。2026 年 1 月，益诺思已与控股股东中国医药工业研究总院及相关方签署意向协议，拟以自有资金收购上海益临思医药开发有限公司控股权。益临思为医工总院旗下临床实验服务中心，主营 I-IV 期临床试验、人体药代动力学研究及生物等效性研究等临床 CRO 服务。本次收购完成后，公司有望实现业务由非临床研究向临床研究环节延伸，构建覆盖新药研发关键阶段的一体化 CRO 服务体系，进一步提升综合服务能力与产业链协同效应。

图35：公司提供覆盖与贯穿药物研发全链路的研发服务



资料来源：公司公众号

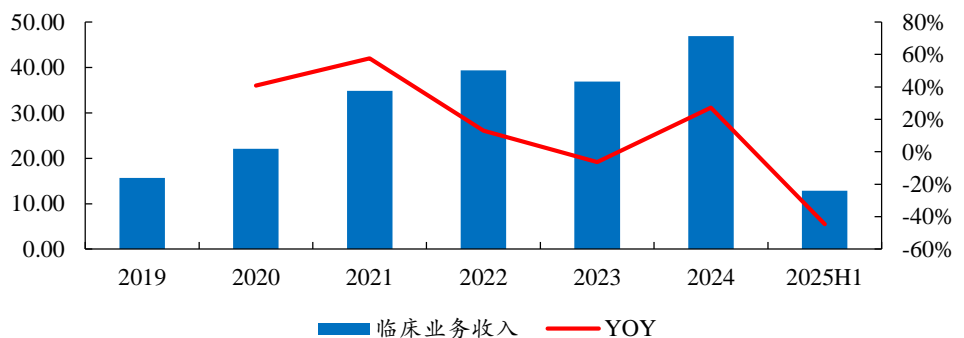
公司临床 CRO 业务发展稳健，有效丰富业务链条。公司把握下游创新药研发迅速发展的机会，通过增加技术团队、增购仪器设备、完善服务链条，不断提升自身临床业务的能力，有望使得公司的临床 CRO 业务收入和服务客户数量在未来进一步增长，成为公司一体化发展战略中新的业务增长点。

表13：公司各业务线客户数量渐增

| 客户数量 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------|------|------|------|
| 非临床 CRO | 187 | 210 | 293 |
| 临床 CRO | 14 | 15 | 22 |
| 综合 | 21 | 24 | 33 |

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图36：公司的临床 CRO 业务稳定贡献收入（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 非临床业务：随着过往低价订单收入的逐步确认和完结、新签订单质量回暖及海外收入的进一步提升，预计 2025-2027 年收入增速分别为-28.00%、32.00%、28.00%，毛利率逐步提升，分别为 21.80%、32.50%、36.00%；

(2) 临床业务：随着新签订单的逐步确收，预计 2025-2027 年收入增速分别为-46.00%、40.00%、30.00%，毛利率保持稳定，分别为 33.00%、38.00%、43.00%；

(3) 期间费用率：随着收入体量增加，各项费用率有望持续下降。

5.2、盈利预测与估值

益诺思是国内非临床安评 CRO 领域的领军企业，凭借其国际化 GLP 资质和深厚的国资背景，已构建起坚实的业务护城河。受益于前期创新药研发的高景气度，公司业绩快速增长。短期看，虽受行业周期性影响业绩承压，但公司新签和在手订单已明显回暖，募投的新增产能正逐步释放，为业绩复苏奠定坚实基础；中长期看，公司国际化战略成果已初步显现，有望将海外业务打造成公司的第二增长曲线，同时在 ADC、小核酸、放射性药物、CGT 等前沿技术领域的精准卡位，有望为公司业绩贡献新动能。我们看好公司作为行业龙头的抗周期韧性及长期发展潜力，预计 2025-2027 年归母净利润为-0.30/1.16/1.91 亿元，对应 EPS 为-0.22/0.82/1.36 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为-242.11/63.42/38.46 倍。与可比公司相比，公司 2025 年 PE 因短期盈利探底而偏高，但其 2026 年后的业绩增速预期将超行业平均水平，远期估值具备吸引力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：与可比公司相比，公司远期业绩有望保持较高增速，2026 年估值接近于行业平均，估值合理

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 归母净利润增速 (%) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|--------|-------|-------------|---------|--------|-------|--------|---------|-------|-------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 26.26 | 12.01 | -1.23 | 28.39 | 22.32 | 26.00 | 26.26 | 20.52 | 16.83 |
| 603259.SH | 药明康德 | 90.90 | -1.63 | 102.65 | -4.32 | 23.74 | 28.68 | 14.16 | 14.80 | 11.96 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 28.10 | -81.34 | 95.87 | 61.19 | 30.40 | 168.26 | 145.13 | 90.03 | 69.05 |
| | 可比公司平均 | | -23.66 | 113.38 | -23.65 | 65.76 | 28.42 | 25.49 | 74.31 | 61.85 |
| 688710.SH | 益诺思 | 52.13 | -24.00 | -120.54 | 481.78 | 64.90 | 49.73 | -242.11 | 63.42 | 38.46 |

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：昭衍新药盈利预测数据为 Wind 一致预期，其他数据预测源于开源证券研究所，数据截止至 2026 年 3 月 20 日收盘

6、风险提示

- 国内政策变动：**国内相关政策变动可能直接影响非临床 CRO 服务需求；
- 地缘政治风险：**地缘政治因素带来不确定性，可能给公司带来不利影响；
- 行业竞争格局恶化：**若行业竞争恶化，公司业绩存在进一步下滑的风险；
- 公司人才流失：**若未来不能提供有竞争力的待遇，公司核心人员可能流失。
- 交易失败风险：**交易存在因监管审批不通过或标的资产重大变化而导致交易失败或终止的风险，进而可能对公司股价及战略布局产生不利影响。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1986 | 2168 | 2119 | 2223 | 2263 |
| 现金 | 1158 | 1370 | 1745 | 1518 | 1652 |
| 应收票据及应收账款 | 224 | 279 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 18 | 23 | 6 | 32 | 17 |
| 预付账款 | 13 | 61 | 0 | 70 | 20 |
| 存货 | 511 | 332 | 334 | 470 | 505 |
| 其他流动资产 | 63 | 103 | 35 | 133 | 69 |
| 非流动资产 | 789 | 1052 | 888 | 933 | 979 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 247 | 328 | 225 | 290 | 344 |
| 无形资产 | 109 | 106 | 115 | 126 | 140 |
| 其他非流动资产 | 433 | 618 | 549 | 517 | 496 |
| 资产总计 | 2775 | 3220 | 3008 | 3156 | 3243 |
| 流动负债 | 881 | 568 | 436 | 521 | 473 |
| 短期借款 | 8 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 应付票据及应付账款 | 84 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 789 | 521 | 436 | 520 | 471 |
| 非流动负债 | 255 | 249 | 244 | 244 | 244 |
| 长期借款 | 0 | 0 | -5 | -5 | -5 |
| 其他非流动负债 | 255 | 249 | 249 | 249 | 249 |
| 负债合计 | 1136 | 817 | 680 | 765 | 717 |
| 少数股东权益 | 21 | 10 | 12 | 4 | -8 |
| 股本 | 106 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 资本公积 | 1098 | 1688 | 1688 | 1688 | 1688 |
| 留存收益 | 415 | 563 | 543 | 618 | 742 |
| 归属母公司股东权益 | 1618 | 2392 | 2316 | 2387 | 2533 |
| 负债和股东权益 | 2775 | 3220 | 3008 | 3156 | 3243 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 168 | -97 | 326 | -83 | 303 |
| 净利润 | 182 | 137 | -29 | 109 | 179 |
| 折旧摊销 | 54 | 57 | 60 | 69 | 87 |
| 财务费用 | -8 | -11 | -25 | -15 | -7 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -147 | -387 | 319 | -248 | 41 |
| 其他经营现金流 | 88 | 107 | 2 | 3 | 3 |
| 投资活动现金流 | -250 | -351 | 104 | -114 | -133 |
| 资本支出 | 234 | 288 | -104 | 114 | 133 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -16 | -64 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -14 | 597 | -55 | -30 | -38 |
| 短期借款 | 8 | -8 | 0 | 0 | 1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | -5 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 16 | 591 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -39 | -22 | -49 | -30 | -39 |
| 现金净增加额 | -96 | 149 | 375 | -227 | 132 |

| 利润表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1038 | 1142 | 812 | 1074 | 1377 |
| 营业成本 | 585 | 758 | 599 | 723 | 877 |
| 营业税金及附加 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 营业费用 | 29 | 28 | 29 | 34 | 39 |
| 管理费用 | 149 | 124 | 128 | 150 | 186 |
| 研发费用 | 60 | 61 | 47 | 64 | 76 |
| 财务费用 | -8 | -11 | -25 | -15 | -7 |
| 资产减值损失 | -29 | -42 | -65 | -5 | -7 |
| 其他收益 | 19 | 24 | 21 | 22 | 22 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 211 | 159 | -13 | 131 | 217 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 3 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 212 | 159 | -16 | 130 | 216 |
| 所得税 | 30 | 22 | 13 | 21 | 37 |
| 净利润 | 182 | 137 | -29 | 109 | 179 |
| 少数股东损益 | -13 | -11 | 1 | -7 | -12 |
| 归属母公司净利润 | 194 | 148 | -30 | 116 | 191 |
| EBITDA | 231 | 175 | -3 | 150 | 255 |
| EPS(元) | 1.38 | 1.05 | -0.22 | 0.82 | 1.36 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|---------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 20.3 | 9.9 | -28.9 | 32.3 | 28.2 |
| 营业利润(%) | 48.2 | -24.8 | -108.0 | 1126.7 | 65.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 43.6 | -24.0 | -120.5 | 481.8 | 64.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 43.6 | 33.6 | 26.3 | 32.7 | 36.3 |
| 净利率(%) | 18.7 | 12.9 | -3.7 | 10.8 | 13.9 |
| ROE(%) | 11.1 | 5.7 | -1.2 | 4.5 | 7.1 |
| ROIC(%) | 9.0 | 4.1 | -2.1 | 2.8 | 5.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 40.9 | 25.4 | 22.6 | 24.2 | 22.1 |
| 净负债比率(%) | -66.4 | -54.1 | -73.4 | -62.0 | -63.9 |
| 流动比率 | 2.3 | 3.8 | 4.9 | 4.3 | 4.8 |
| 速动比率 | 1.6 | 3.1 | 4.0 | 3.2 | 3.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 5.3 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款周转率 | 8.2 | 11.6 | 25.6 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.38 | 1.05 | -0.22 | 0.82 | 1.36 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.19 | -0.69 | 2.31 | -0.59 | 2.15 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.48 | 16.97 | 16.43 | 16.93 | 17.97 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 37.8 | 49.7 | -242.1 | 63.4 | 38.5 |
| P/B | 4.5 | 3.1 | 3.2 | 3.1 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 27.1 | 34.6 | -1947.2 | 39.2 | 22.4 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn