

昭衍新药 (603127.SH) ——2025 年年报点评

订单中高速增长，主营业务有望改善

优于大市

核心观点

2025 年全年收入下滑，利润同比改善。 2025 年全年营收 16.58 亿元 (-17.87%)，归母净利润 2.98 亿元 (+302.08%)，扣非归母净利润 3.11 亿元 (+1221.30%)，利润改善主要受生物资产公允价值变动的驱动。实验室服务及其他业务贡献净利润为人民币-1.64 亿元 (-219.61%)，生物资产公允价值变动带来净收益为人民币 4.76 亿元。其中，四季度单季度营收 6.73 亿元 (-1.54%)，单季度归母净利润 2.17 亿元 (+50.39%)，单季度扣非归母净利润 2.82 亿元 (+106.09%)。

新签订单同比显著增长，主营业务有望改善。 在投融资环境初步复苏、行业需求回暖的背景下，公司订单获取能力显著增强，2025 年公司新签订单约 26 亿元 (+41%)，整体在手订单金额约 26 亿元 (+18%)。其中，公司在抗体、小核酸、ADC 及肽类药物的项目签约量同比显著提升，非人灵长类生殖毒性及致癌试验等高难度长周期试验也保持稳定上升态势。

公司持续推进产能扩充和平台能力升级。 产能建设方面，苏州昭衍 II 期 20,000 平方米的设施陆续投入使用，该设施将进一步提升公司业务体量，为未来的业务执行和业绩增长提供保障；广州设施基建工程已经完成竣工验收，实验室装修投产后将进一步提升整体服务规模与水平。平台能力建设方面，1) 药物非临床服务：新增 CMA 认证，升级感官与神经领域的综合解决方案，打造吸入毒理评价一站式服务平台；2) 药物临床服务：公司多款服务品种通过国家药品监督管理局的临床试验现场核查，稳步推进阿尔茨海默病、渐冻症等神经系统疾病生物标志物检测能力建设；3) 实验模型研究：非人灵长类实验模型整体存栏数量保持平稳增长，并成功研发了肝衰竭免疫缺陷小鼠和免疫重建小鼠模型，同时积极投入类器官等新技术研发。

风险提示：行业景气度下行风险；生物资产公允价值变动风险；市场竞争加剧风险。

投资建议：行业需求回暖、实验猴价格上行，叠加公司在手订单提升，维持“优于大市”评级。公司利润端受到实验猴价格波动的影响大，考虑到实验猴价格上行，上调 2026/2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 4.45/4.83/7.16 亿元 (原 2026/2027 年 3.81/4.13 亿元)，同比增速 49.54%/8.48%/48.16%，当前股价对应 PE=62.1/57.3/38.7x。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,018	1,658	2,141	2,561	3,064
(+/-%)	-15.1%	-17.9%	29.1%	19.6%	19.7%
归母净利润(百万元)	74	298	445	483	716
(+/-%)	-81.3%	302.1%	49.5%	8.5%	48.2%
每股收益(元)	0.10	0.40	0.59	0.64	0.96
EBIT Margin	7.7%	-4.4%	6.8%	15.4%	22.6%
净资产收益率 (ROE)	0.9%	3.6%	5.3%	5.7%	8.1%
市盈率 (PE)	373.6	92.9	62.1	57.3	38.7
EV/EBITDA	113.1	727.1	112.4	56.1	35.7
市净率 (PB)	3.43	3.32	3.28	3.24	3.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

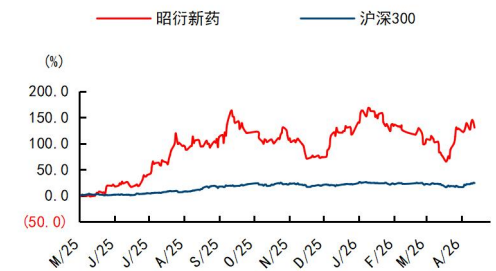
chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	36.93 元
总市值/流通市值	27673/27673 百万元
52 周最高价/最低价	45.95/15.12 元
近 3 个月日均成交额	791.45 百万元

市场走势



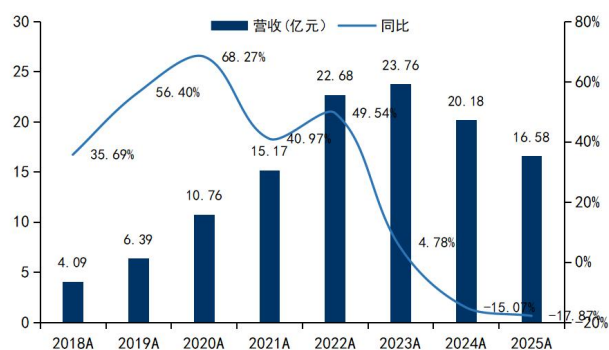
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《昭衍新药(603127.SH)——2025 年一季报点评——季度收入承压，利润端同比扭亏》——2025-05-09
- 《昭衍新药(603127.SH)——2024 年年报点评——全年收入下滑，四季度收入、利润环比改善》——2025-05-04
- 《昭衍新药(603127.SH)——2024 年半年报点评——业绩短期承压，核心业务回暖》——2024-09-13

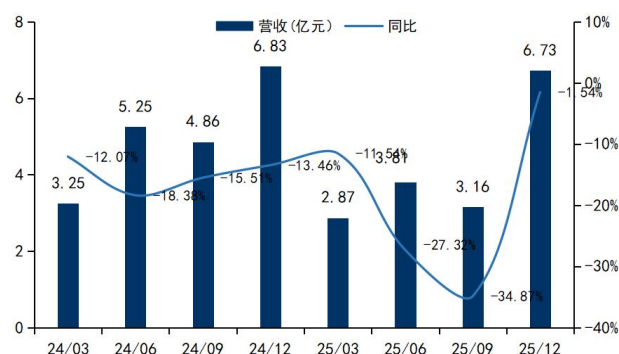
2025 年全年收入下滑，利润同比改善。2025 年全年营收 16.58 亿元（-17.87%），归母净利润 2.98 亿元（+302.08%），扣非归母净利润 3.11 亿元（+1221.30%），利润改善主要受生物资产公允价值变动的驱动。实验室服务及其他业务贡献净利润为人民币 -1.64 亿元（-219.61%），生物资产公允价值变动带来净收益为人民币 4.76 亿元。其中，四季度单季度营收 6.73 亿元（-1.54%），单季度归母净利润 2.17 亿元（+50.39%），单季度扣非归母净利润 2.82 亿元（+106.09%）。

图1: 昭衍新药营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 昭衍新药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 昭衍新药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

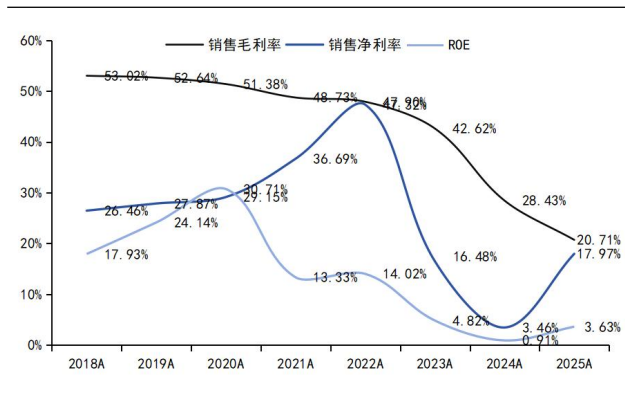
图4: 昭衍新药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

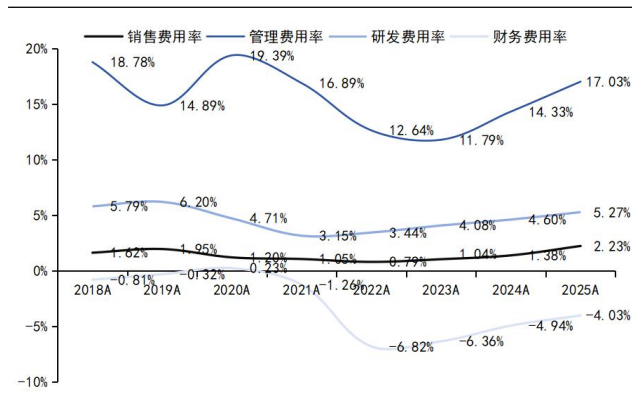
净利率同比提升。2025 年公司整体销售毛利率 20.71%（-7.72pp），销售净利率 17.97%（+14.51pp）。销售费用率 2.23%（+0.85pp），管理费用率 17.03%（+2.70pp），研发费用率 5.27%（+0.67pp），财务费用率 -4.03%（+0.91pp）。

图5: 昭衍新药利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 昭衍新药四项费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

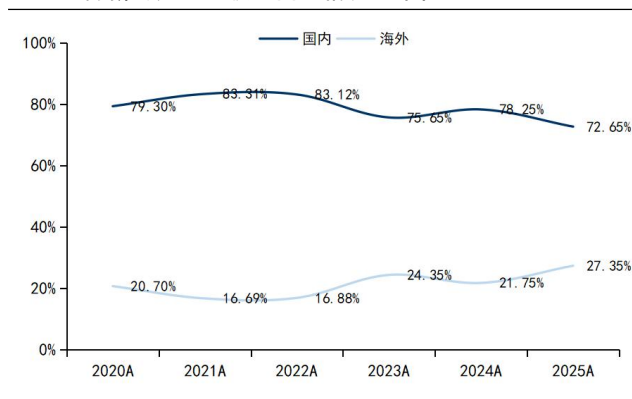
分地区看: 海外收入呈现增长态势。2025 年公司国内收入 12.04 亿元, 同比下降 23.75%, 占总收入比重为 72.65%; 海外收入 4.53 亿元, 同比上升 3.27%, 占总收入比重为 27.35%。

图7: 昭衍新药分地区收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 昭衍新药分地区收入占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

行业复苏, 新签订单同比增长。在投融资环境初步复苏、行业需求回暖的背景下, 公司订单获取能力显著增强, 2025 年公司新签订单约 26 亿元 (+41%), 整体在手订单金额约 26 亿元 (+18%)。其中, 公司在抗体、小核酸、ADC 及肽类药物的项目签约量同比显著提升, 非人灵长类生殖毒性及致癌试验等高难度长周期试验也保持稳定上升态势。

公司持续推进产能扩充和平台能力升级。产能建设方面, 苏州昭衍 II 期 20,000 平方米的设施陆续投入使用, 该设施将进一步提升公司业务通量, 为未来的业务执行和业绩增长提供保障; 广州设施基建工程已经完成竣工验收, 实验室装修投产后将进一步提升整体服务规模与水平。平台能力建设方面, 1) 药物非临床服务: 新增 CMA 认证, 升级感官与神经领域的综合解决方案, 打造吸入毒理评价一站式服务平台; 2) 药物临床服务: 公司多款服务品种通过国家药品监督管理局的临床试验现场核查, 稳步推进阿尔茨海默病、渐冻症等神经系统疾病生物标志物检测能力建设; 3) 实验模型研究: 非人灵长类实验模型整体存栏数量保持平稳增长, 并成功研发了肝衰竭免疫缺陷小鼠和免疫重建小鼠模型, 同时积极投入类器官等新技术研发。

风险提示：行业景气度下行风险；生物资产公允价值变动风险；市场竞争加剧风险。

投资建议：行业需求回暖、实验猴价格上行，叠加公司在手订单提升，维持“优于大市”评级。公司净利润受到实验猴价格波动的影响大，考虑到实验猴价格上行，上调 2026/2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 4.45/4.83/7.16 亿元（原 2026/2027 年 3.81/4.13 亿元），同比增速 49.54%/8.48%/48.16%，当前股价对应 PE=62.1/57.3/38.7x。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2026/4/17	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE			ROE	PEG	投资评级	
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	24A		25E
603127.SH	昭衍新药	36.93	256	2.98	4.45	4.83	7.16	92.9	62.1	57.3	38.7	3.6	1.7	优于大市
603259.SH	药明康德	99.39	3,008	191.51	167.03	196.78	223.03	15.5	17.8	15.1	13.3	24.0	2.9	优于大市
300759.SZ	康龙化成	30.47	517	16.64	20.32	24.73	29.80	33.6	27.5	22.6	18.8	11.0	1.1	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：康龙化成盈利预测为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	965	912	957	1101	1266	营业收入	2018	1658	2141	2561	3064
应收款项	226	202	235	294	354	营业成本	1445	1314	1525	1650	1789
存货净额	1479	1412	1755	1769	1955	营业税金及附加	9	9	10	11	14
其他流动资产	235	226	260	319	390	销售费用	28	37	40	45	50
流动资产合计	5031	5262	5716	5993	6476	管理费用	289	282	320	350	400
固定资产	1066	1047	1298	1444	1561	研发费用	93	87	100	110	120
无形资产及其他	299	285	274	262	251	财务费用	(100)	(67)	(47)	(33)	(23)
投资性房地产	3001	3088	3088	3088	3088	投资收益	36	18	19	21	23
长期股权投资	0	0	(8)	(17)	(22)	资产减值及公允价值变动	(61)	604	250	100	100
资产总计	9396	9682	10368	10770	11353	其他收入	(219)	(366)	(73)	(81)	(92)
短期借款及交易性金融负债	39	20	404	745	850	营业利润	104	338	489	576	867
应付款项	50	74	62	72	83	营业外净收支	(0)	(0)	3	1	1
其他流动负债	1021	1066	1310	1313	1485	利润总额	104	337	492	577	867
流动负债合计	1111	1161	1776	2129	2418	所得税费用	34	40	48	95	153
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	0	(2)	(2)	(2)
其他长期负债	206	196	153	111	79	归属于母公司净利润	74	298	445	483	716
长期负债合计	206	196	153	111	79	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1317	1357	1928	2240	2496	净利润	74	298	445	483	716
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	35	90	95	31	26
股东权益	8079	8325	8439	8531	8857	折旧摊销	102	112	118	139	152
负债和股东权益总计	9396	9682	10368	10770	11353	公允价值变动损失	61	(604)	(250)	(100)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	(100)	(67)	(47)	(33)	(23)
每股收益	0.10	0.40	0.59	0.64	0.96	营运资本变动	(1326)	162	(125)	(131)	(140)
每股红利	0.16	0.03	0.44	0.52	0.52	其它	(33)	(90)	(96)	(32)	(27)
每股净资产	10.78	11.11	11.26	11.38	11.82	经营活动现金流	(1087)	(32)	188	390	627
ROIC	3%	0%	3%	5%	8%	资本开支	0	(771)	(202)	(205)	(183)
ROE	1%	4%	5%	6%	8%	其它投资现金流	(219)	(384)	0	0	0
毛利率	28%	21%	29%	36%	42%	投资活动现金流	(200)	(1155)	(194)	(196)	(178)
EBIT Margin	8%	-4%	7%	15%	23%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	2%	12%	21%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-15%	-18%	29%	20%	20%	支付股利、利息	(120)	(22)	(331)	(392)	(389)
净利润增长率	-81%	302%	50%	8%	48%	其它融资现金流	(373)	1179	383	341	104
资产负债率	14%	14%	19%	21%	22%	融资活动现金流	(611)	1134	52	(50)	(284)
股息率	0.4%	0.1%	1.2%	1.4%	1.4%	现金净变动	(1898)	(53)	46	144	165
P/E	373.6	92.9	62.1	57.3	38.7	货币资金的期初余额	2863	965	912	957	1101
P/B	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	货币资金的期末余额	965	912	957	1101	1266
EV/EBITDA	113.1	727.1	112.4	56.1	35.7	企业自由现金流	0	(561)	(78)	131	399
						权益自由现金流	0	618	318	473	498

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032