



公司研究 | 深度报告 | 益诺思 (688710.SH)

安全性评价业务或迎来景气上行, 多维度布局全 新增长点

报告要点

站在当前时点，中国创新药企业手里资金正在变得更加充裕，资金来源变得多元，每个资金来源渠道基本趋势向上，中国创新药研发景气度或渐趋改善，安评行业或迎来新一轮上行阶段。益诺思凭借资质、技术、项目经验多方面优势，在业务承接方面具备较强竞争力，并于行业底部进行扩产，订单承接能力大幅提升，业务有望迎来景气上行。同时，公司多维度布局全新增长点，一方面积极开拓海外市场，推进全球布局，另一方面，推进临床 CRO 益临思并购进程，有利于完善上下游产业链布局，构建一体化服务解决方案，为长期发展和提升竞争力奠定坚实基础。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392



万梦蝶

SAC: S0490525050001

益诺思 (688710.SH)

2026-04-27

安全性评价业务或迎来景气上行，多维度布局全新增长点

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

益诺思：国内非临床安全性评价 CRO 头部企业

益诺思是一家专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务 (CRO) 企业，以安全性评价业务为核心，是国内最早同时具备 NMPA GLP 认证、OECD GLP 认证、通过 FDA GLP 检查的企业之一。2024-2025 年公司业绩阶段性承压，但订单已开始明显转好，2025 年新签订单金额 11.35 亿元，同比增长 38.62%，2025 年末在手订单金额 12.48 亿元，同比增长 28.23%，考虑到安评项目执行周期一般在 6-9 个月，公司有望在 2026 年迎来基本面拐点。

非临床安全性评价行业或迎来新一轮向上阶段

非临床安全性评价服务在非临床研究中行业准入门槛最高，该环节外包需求强烈，国内安评机构相对稀缺。目前全球安评市场呈现寡头垄断趋势，中国安评市场竞争格局相对更分散，但市场集中度在持续提升。安评行业需求与创新药研发投入景气度趋势高度相关。2022 年前，安评行业需求高景气，行业市场规模从 2018 年 21.2 亿元快速增长至 2022 年 103.8 亿元。2022 年以来，安评行业需求由热转冷，行业市场规模进入平台期。国内创新药研发景气度或渐趋改善，安评环节显著受益。站在当前时点，中国创新药企业手里资金正在变得更加充裕，资金来源在变得多元，每个资金来源渠道基本趋势向上，中国创新药研发景气度或渐趋改善，安评行业或迎来新一轮向上阶段。

安评业务护城河深厚，多维度布局全新增长点

公司资质、技术、项目经验构筑深厚护城河。公司安全性评价资质的全面性和国际化水平位于市场前列；专业能力过硬，核心技术扎实；服务客户数量不断增加，服务项目经验深厚，服务药物类型广泛。

公司在行业底部扩产，订单承接能力大幅提升。实验设施面积尤其是动物房规模直接关系到非临床研究的项目承接能力，截至 2024 年 8 月，公司已建成动物房面积 26,899 平方米，且还在进行多地设施扩建与平台升级，持续提升非临床研究服务产能，大幅提升订单承接能力。

积极开拓海外市场，推进全球布局。公司围绕市场、产品服务、团队、产业协同等多维度发力，积极拓展海外市场，成效逐步显现。2025 年海外市场新签订单金额达 7477.22 万元且同比大幅增长，占 2025 年公司整体新签订单金额的比例为 6.6%，公司海外收入占比有望进一步上升。

并购临床 CRO 益临思，向一站式 CRO 转型。本次收购将推动公司业务正式进入临床研究服务领域，有利于公司进一步完善上下游产业链布局，构建一体化服务解决方案，为长期发展和行业竞争力提升奠定坚实基础。

风险提示

- 1、国内非临床安全性评价行业需求恢复不及预期；
- 2、国内非临床安全性评价行业竞争加剧；
- 3、实验猴进出口政策变化风险；
- 4、类器官等新技术迭代风险；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	67.62
总股本(万股)	14,098
流通A股/B股(万股)	9,069/0
每股净资产(元)	16.58
近12月最高/最低价(元)	75.86/29.10

注：股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind


 更多研报请访问
长江研究小程序

目录

益诺思：国内非临床安全性评价 CRO 头部企业.....	6
以非临床研究服务为主的综合研发服务企业.....	6
资深团队奠定发展根基，国资控股赋能.....	7
业绩阶段性承压，订单已开始转好，有望迎来拐点.....	8
非临床安全性评价行业或迎来新一轮向上阶段.....	10
非临床安全性评价：非临床研究中行业准入门槛最高.....	10
全球市场寡头垄断，中国市场集中度不断提升.....	12
国内创新药研发景气度或渐趋改善，安评环节显著受益.....	13
安评业务护城河深厚，多维度布局全新增长点.....	17
资质、技术、项目经验构筑深厚护城河.....	17
行业底部扩产，订单承接能力大幅提升.....	19
积极开拓海外市场，推进全球布局.....	20
并购临床 CRO 益临思，向一站式 CRO 转型.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图 1：益诺思主营业务.....	6
图 2：益诺思股权结构.....	7
图 3：益诺思收入及增速（单位：亿元）.....	9
图 4：益诺思归母净利润及增速（单位：亿元）.....	9
图 5：益诺思毛利率和净利率.....	9
图 6：益诺思三费率.....	9
图 7：益诺思细分业务收入（单位：亿元）.....	9
图 8：益诺思细分业务收入占比.....	9
图 9：益诺思非临床业务收入拆分（单位：亿元）.....	10
图 10：益诺思非临床业务收入结构.....	10
图 11：益诺思新签订单金额及增速（单位：亿元）.....	10
图 12：益诺思期末在手订单金额及增速（单位：亿元）.....	10
图 13：药物研发各环节外包渗透率比较.....	12
图 14：全球非临床安全性评价市场竞争格局（2022 年）.....	13
图 15：中国非临床安全性评价市场 CR5 份额.....	13
图 16：中国非临床安全性评价市场竞争格局（2022 年）.....	13
图 17：中国生物医药投融资项目数量及金额（单位：个，亿美元）.....	14
图 18：国产新药历年 IND 数量（单位：个）.....	14
图 19：中国非临床安全性评价市场规模及增速（单位：亿美元）.....	14
图 20：医药公司 A（上）和 H（下）股 IPO 募集资金（单位：亿元）.....	15

图 21: 医药公司 A (上, 亿元) 和 H (下, 亿港元) 股增发规模.....	15
图 22: 中国生物医药投融资项目数量及金额 (单位: 个, 亿美元)	16
图 23: 对外 BD 首付款及里程碑统计 (单位: 亿美元)	16
图 24: IPO 募集资金、医药公司增发、中国生物医药投融资和对外 BD 首付款金额汇总及增速 (单位: 亿元)	16
图 25: 对外 BD 里程碑金额 (单位: 亿元)	16
图 26: 益诺思累计服务制药公司/新药研发机构/科研院所数量 (家)	19
图 27: 益诺思累计助力 IND 注册、NDA/BLA 成功案例数量 (个)	19
图 28: 益诺思国内和海外收入 (单位: 亿元)	21
图 29: 益诺思国内和海外收入占比.....	21
图 30: 益诺思临床检测及转化研究业务收入 (单位: 亿元)	22
图 31: 中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测 (单位: 亿元)	23
表 1: 益诺思发展历程.....	6
表 2: 益诺思资质认证情况	7
表 3: 益诺思分支机构.....	8
表 4: 益诺思管理团队履历	8
表 5: 非临床安全性评价试验种类、动物种属和研究内容	11
表 6: 中国主要安评 CRO 资质首次取得年份	17
表 7: 中国主要安评 CRO 不同试验类型资质取得情况	17
表 8: 益诺思不同业务板块主要核心技术.....	18
表 9: 益诺思不同药物类型项目经验	19
表 10: 中国主要安评 CRO 动物房规模 (单位: 平方米)	20
表 11: 益诺思募投项目情况.....	20

益诺思：国内非临床安全性评价 CRO 头部企业 以非临床研究服务为主的综合研发服务企业

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，2024 年 9 月在上海证券交易所科创板上市（股票代码：688710）。

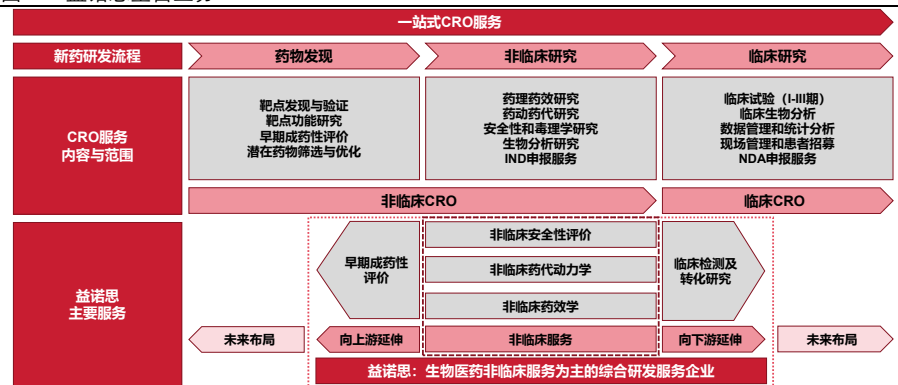
表 1：益诺思发展历程

时间	事件
2010	上海益诺思生物技术有限公司成立
2011	上海总部首次通过 NMPA GLP 认证 上海总部首次通过国际实验动物评估和认可委员会 AAALAC 认证
2012	上海总部首次通过 OECD GLP 认证（荷兰）
2014	成立药物代谢研究事业部 上海总部首次通过美国联邦政府食品药品监督管理局（FDA）检查
2017	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
2018	益诺思生物技术南通有限公司竣工并投入运行
2020	深圳市益诺思生物医药安全评价研究院有限公司启动 益诺思南通首次通过 NMPA GLP 认证
2021	黄山益诺思生物技术有限公司成立
2022	益诺思南通实验楼及办公楼装修扩建项目投入使用
2023	益诺思总部及创新转化中心项目在上海国际医学园区开工建设 益诺思深圳顺利通过 NMPA GLP 认证、国际 AAALAC 认证
2024	益诺思（股票代码：688710）在上海证券交易所科创板成功上市
2025	益诺思南通二期项目 2.4 万平方设施启用

资料来源：益诺思官网，长江证券研究所

公司是一家专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务（CRO）企业，服务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。同时，公司计划向药物发现上游和临床研究下游延伸，打造一站式 CRO 服务解决方案。

图 1：益诺思主营业务



资料来源：益诺思公告，长江证券研究所

公司是国内最早同时具备 NMPA GLP 认证、OECD GLP 认证、通过 FDA GLP 检查的企业之一，与国际标准接轨，具备行业内具有竞争力的国际化服务能力，经过多年发展与积累，公司在国内非临床安全性评价细分领域市场占有率排名前三，处于行业领先地位。

截至 2025H1 末，公司已拥有近 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、深圳、黄山及美国旧金山等地，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，协助完成了 200 余个国际、国内首个创新药的研究服务。

表 2: 益诺思资质认证情况

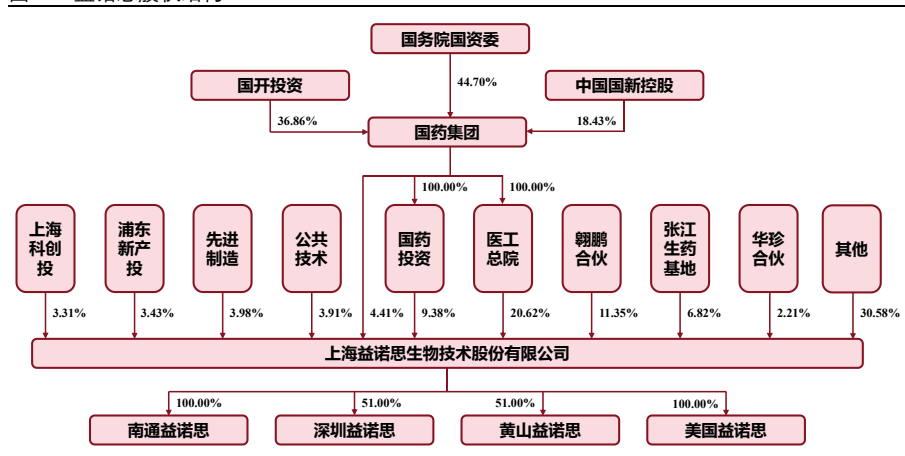
	NMPA GLP 首次认证	OECD GLP 首次认证	FDA GLP 首次检查	AAALAC 首次认证
上海总部	2011 年	2012 年 (荷兰) 2024 年 (匈牙利)	2014 年	2011 年
益诺思南通	2020 年	2024 年 (匈牙利)	2024 年	2019 年
益诺思深圳	2023 年	-	-	2023 年

资料来源: 益诺思官网, 益诺思公众号, 长江证券研究所

资深团队奠定发展根基，国资控股赋能

国资控股主导，股权结构较为集中。公司实际控制人为国药集团，截至 2025Q3 末，其通过直接或间接方式合计持有公司 34.41% 股份，上海翱鹏企业管理中心为公司员工持股平台，持有公司 12.35% 股份。上海张江生物医药基地开发有限公司、先进制造产业投资基金、上海生物医药公共技术服务有限公司、上海浦东新兴产业投资有限公司、上海科技创业投资有限公司合计持股 25.45%，此外从化市华珍动物养殖场持股 2.21%，确立了公司深厚的产业背景和资源支持。

图 2: 益诺思股权结构



资料来源: 益诺思公告, 长江证券研究所 (注: 数据截至 2026.3.24)

公司子公司分工明确。上海总部与南通、深圳子公司主要负责非临床 CRO 服务，黄山子公司主要负责实验动物的繁殖、养殖和研究，美国子公司负责临床大小分子生物分析。

表 3：益诺思分支机构

机构简称	业务范围
上海益诺思	早期成药性评价、非临床安全性研究、非临床药代动力学、临床生物样本分析、生物标记物及转化医学
南通益诺思	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、非临床安全研究、临床试验生物样本分析、放射影像评价、眼科中心
深圳益诺思	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
黄山益诺思	灵长类实验动物繁殖、养殖、研究
美国益诺思	临床大小分子生物分析

资料来源：益诺思官网，益诺思公告，长江证券研究所

研发管理团队专业底蕴深厚，行业经验丰富。公司核心成员平均从业年限超过 20 年，董事长魏树源先生拥有超 23 年生物制品研发与管理经验；总裁常艳博士拥有逾 24 年毒理学经验和 16 年 CRO 管理经验，现兼任国家药品监督管理局新药审评专家、国家药品监督管理局资深 GLP 检查专家等；高级副总裁李华博士拥有近 20 年毒理学研究经验，现兼任教育部学位中心审评专家、NMPA 药品审评专家、中国毒理学会中药与天然药物毒性专业委员会委员兼副秘书长、中国毒理学会药物毒理与安全性评价专业委员会委员、中国药学会药物安全性评价研究专业委员会委员等。

表 4：益诺思管理团队履历

姓名	职位	履历
魏树源	董事长	毕业于同济医科大学，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	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	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。

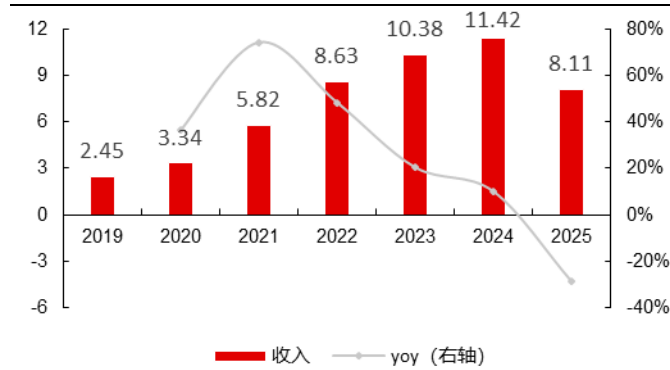
资料来源：益诺思官网，益诺思公告，长江证券研究所

业绩阶段性承压，订单已开始转好，有望迎来拐点

2020 年前中国创新药崛起大时代、2020-2022 年全球公共卫生事件的发生推动资金加速涌入生物医药，带来安评行业连续多年需求快速增长，公司新签订单金额、收入、利润也保持较快增长趋势。2023 年以来，生物医药资本退潮，市场需求增长放缓，同时叠

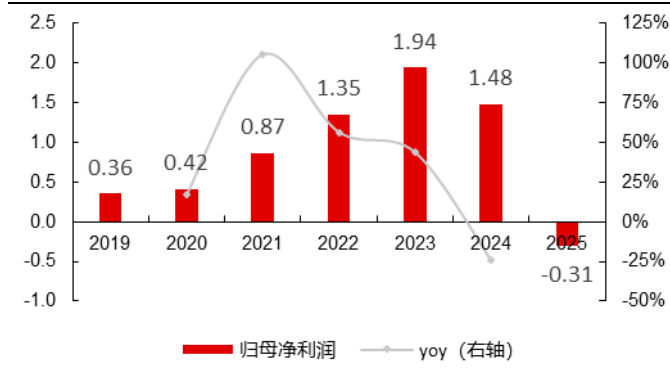
加行业竞争加剧、实验用猴价格下降等因素，行业订单价格承压下行，公司新签订单金额 2023、2024 年呈现下滑趋势，使得公司 2024、2025 年业绩阶段性承压。

图 3：益诺思收入及增速（单位：亿元）



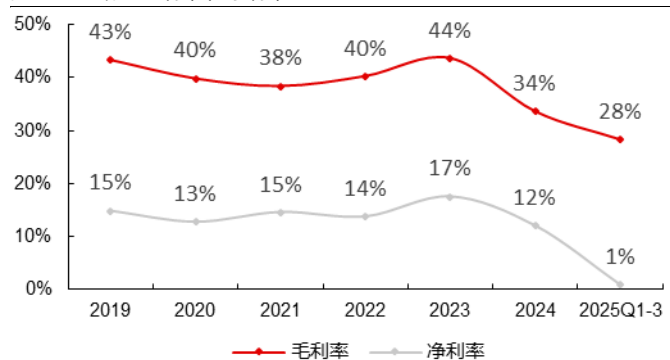
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2025 年为业绩快报数据）

图 4：益诺思归母净利润及增速（单位：亿元）



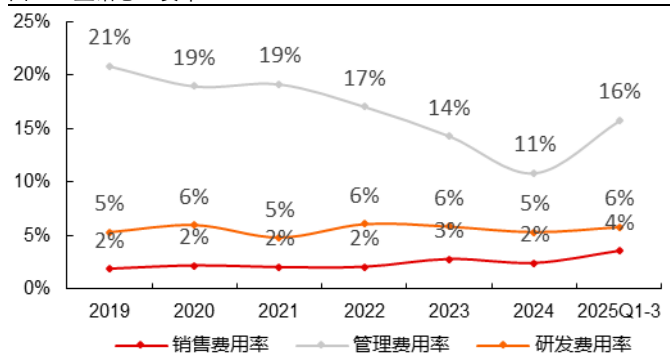
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2025 年为业绩快报数据）

图 5：益诺思毛利率和净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

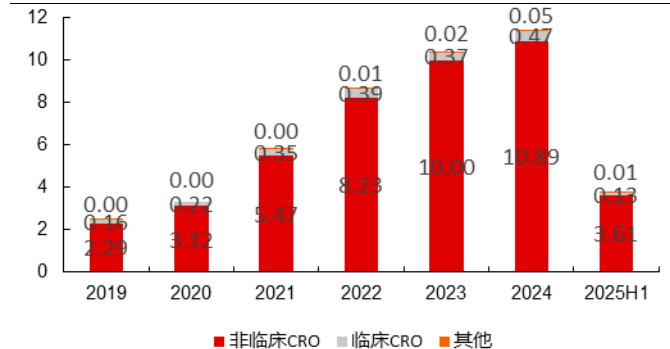
图 6：益诺思三费率



资料来源：Wind，长江证券研究所

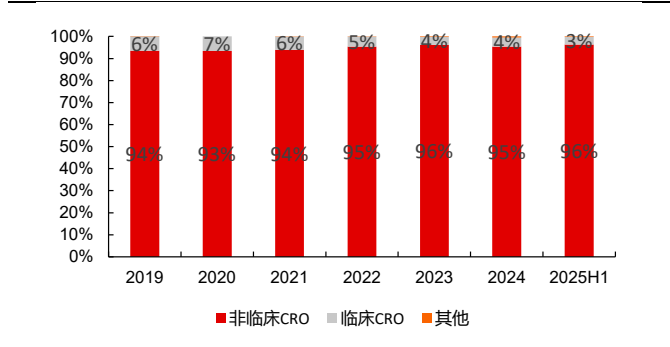
而从收入结构来看，非临床 CRO 业务始终为公司主要业务板块，2022 年以来收入占比维持在 95%+，临床 CRO 业务收入占比在 5%以内，而在非临床 CRO 业务中，安全性评价业务收入占比比较高，为公司核心业务。

图 7：益诺思细分业务收入（单位：亿元）



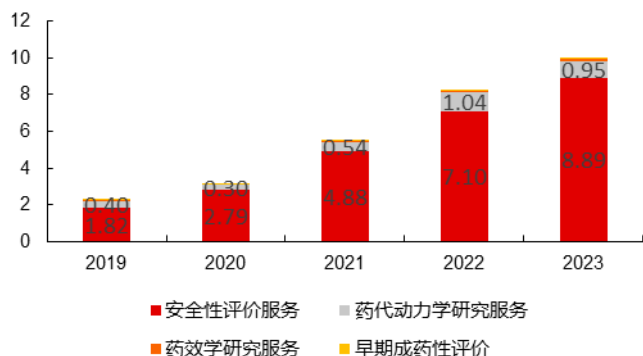
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：益诺思细分业务收入占比



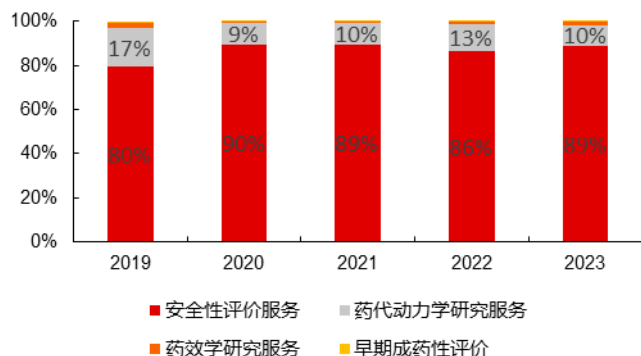
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：益诺思非临床业务收入拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

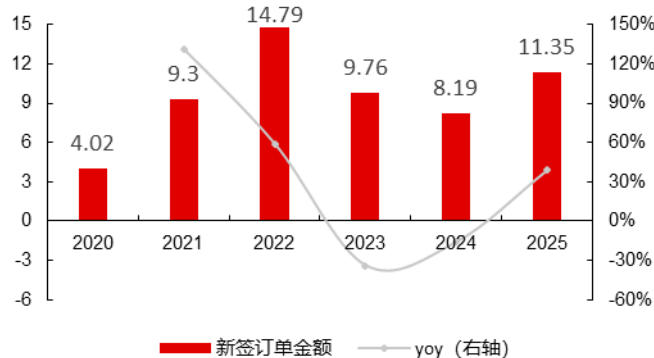
图 10：益诺思非临床业务收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

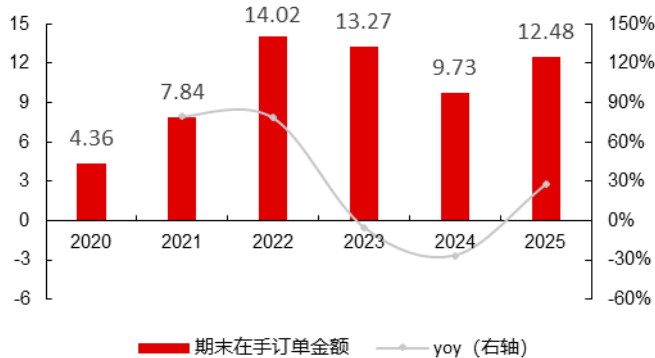
公司强化非临床业务板块领先地位，持续巩固并提升核心业务市场份额，2024 年核心业务 IND 和 NDA 新签订单个数同比增长 14.63%，2025Q1-3 同比增长 30.71%。伴随着订单单价从下滑、企稳到逐渐回升，公司订单储备呈现稳中有进态势，2025H1 新签订单金额 5.32 亿元，同比增长 7.39%，期末在手订单金额为 11.12 亿元，较 2024 年末增长 14.29%；2025H2 新签订单金额 6.03 亿元，同比增长 86%，期末在手订单金额为 12.48 亿元，较 2024 年末增长 28.23%。考虑到公司项目执行周期一般在 6-9 个月，公司有望在 2026 年迎来基本面拐点。

图 11：益诺思新签订单金额及增速（单位：亿元）



资料来源：益诺思公告，长江证券研究所

图 12：益诺思期末在手订单金额及增速（单位：亿元）



资料来源：益诺思公告，长江证券研究所

非临床安全性评价行业或迎来新一轮向上阶段

非临床安全性评价：非临床研究中行业准入门槛最高

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。

非临床安全性评价服务主要包括安全药理学试验、急性毒性试验、重复给药毒性试验、毒代动力学试验、生殖毒性试验、遗传毒性试验、致癌试验、局部毒性试验、免疫毒性试验等。

药物安全性问题是导致药物研发失败的重要因素，也是上市药物出现撤市问题的主要原因之一。候选药物在进入人体临床试验/上市前，均需进行全面的安全性评价，从而降低药物因严重毒性反应而导致研发失败的经济损失。

表 5：非临床安全性评价试验种类、动物种属和研究内容

试验种类	动物种属	研究内容
安全药理学	小鼠、大鼠、犬、非人灵长类	观察药物对主要生命器官功能的影响，主要观察中枢神经系统、呼吸系统、循环系统功能
急性毒性试验	小鼠、大鼠	观察单次给药后或 24 小时内多次给药后一定时间内的动物毒性反应及死亡情况
	犬	
	非人灵长类	
重复给药毒性试验	其它动物	通过较高剂量较长周期的重复给药来考察动物接受药物后的表现的毒性特征
	小鼠、大鼠	
	犬	
毒代动力学	非人灵长类	包括以下几个方面：1) 方法学建立与优化、分析与生物分析方法的验证；2) 监测血药浓度，评估药物在体内的动力学情况及与毒性的关系
	小鼠、大鼠、犬	
生殖毒性试验	小鼠、大鼠、家兔	观察供试药物对哺乳动物生殖功能和发育过程的影响，预测其可能产生的对生殖细胞、受孕、妊娠、分娩、哺乳等亲代生殖机能的不良影响，以及对子代胚胎-胎儿发育、出生后发育的不良影响
遗传毒性试验	小鼠	通过系列的体外、体内试验考察受试物对生物细胞的结构和功能的变化，导致机体遗传信息的改变的有害效应
致癌试验	小鼠、大鼠	检测受试药物是否诱发动物发生肿瘤或癌的风险
局部毒性试验	小鼠、大鼠、家兔、豚鼠	皮肤、粘膜、眼、肌肉、皮下等刺激性试验
免疫毒性、免疫原性试验	大鼠、豚鼠、家兔	根据药物特点设计一系列免疫学试验或结合一般毒性试验，评估供试品对机体免疫系统的影响，包括但不限于主动全身过敏反应、皮肤被动过敏反应等试验研究
特殊安全性试验	-	溶血试验（主要用于溶血性贫血的病因诊断）、光毒性试验（一种对阳光引发的免疫系统反应强度的试验）等

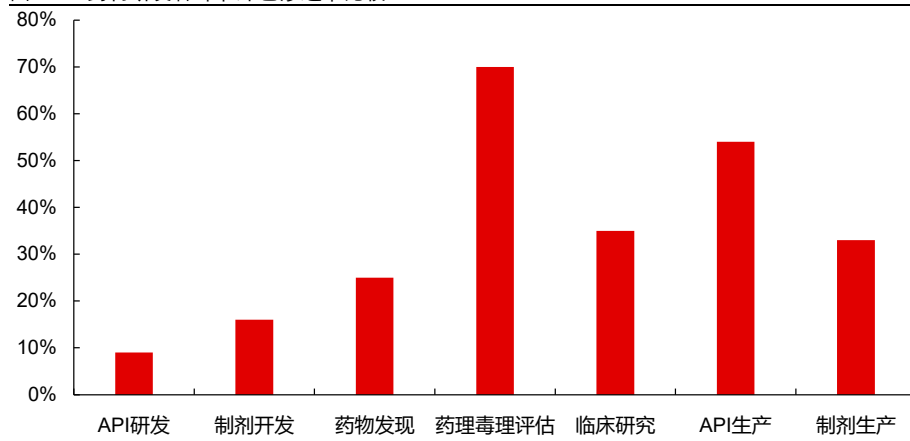
资料来源：昭衍新药公告，长江证券研究所

非临床安全性评价服务在非临床研究中行业准入门槛最高。非临床安全性评价服务是法规管理严格的技术服务，需要严格遵循相关的质量管理规范。非临床研究质量管理规范（GLP）指进行体内或体外实验及在实验室条件下的测试系统对试验品进行前瞻性研究以确定其安全性的最低基本规定，其对实验室组织机构和人员、设施条件、仪器设备和实验材料、实验运行管理、流程管理和质量控制、数据记录、计算机化系统等均有严格的要求。各个国家相关监管机构对于药物安全性研究高度重视，具有 GLP 规范资质或通过 GLP 核查的研究机构进行的药物安全性评价研究结果才可能被接受和认可。

NMPA 和 OECD 对安评机构实验室实行认证制度，在经核查后颁发实验室资格认可证书，FDA 不对实验室进行 GLP 认证，而是针对具体试验项目开展是否符合 GLP 要求的检查。此外，开展安评涉及实验动物使用，在国内，需取得实验动物使用许可证；在国际，AAALAC 认证是国际通用实验动物管理和使用质量标志，也是开展基于实验动物的生物医药领域国际合作的必要前提条件。FDA、OECD 等推荐在拥有 AAALAC 资质的实验室开展动物实验。

GLP 实验室建设成本高昂，非临床安全性评级环节外包需求强烈，国内安评机构相对稀缺。

图 13: 药物研发各环节外包渗透率比较



资料来源：益诺思公告，长江证券研究所（注：来自 2024 年 8 月 29 日发布的益诺思招股说明书）

GLP 实验室建设周期相对较长、相关实验仪器和设施的固定资产开支较高，认证过程较为繁琐，比如我国 GLP 认证要求申请机构应在申请前按照 GLP 标准运行 1 年以上并按照 GLP 的要求完成申请试验项目的药物安全性评价研究，证书有效期 5 年，期间还有多次检查。因此，药物研发机构更愿意将安评试验外包而非自行建设，截至 2025 年，国内也几乎没有药企自行建设 GLP 实验室。据统计，从药物研发各主要环节外包渗透率来看，非临床安全性评价所在环节外包渗透率最高，为 70%，远高于其他环节。

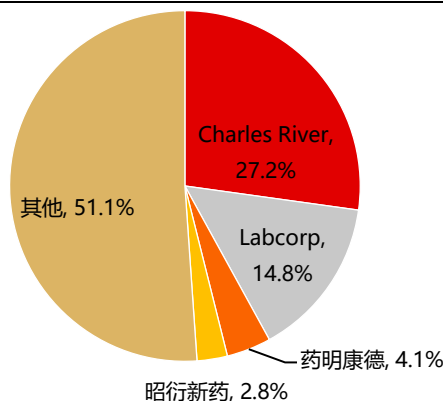
截至 2025 年 12 月 18 日，国内共有 76 家机构符合 NMPA GLP 要求，但其中存在大量科研院所。同时具备 NMPA、OECD 及 FDA GLP 认证/检查的有 8 家，分别是药明康德、昭衍新药、益诺思、华西海圻、康龙化成、徕博科（科文斯）、美迪西和西山中科。

随着中国创新药逐步走向全球，中美双报和国际多中心临床申报需求快速增长，对安评 CRO 资质的全面性提出更高要求，也进一步加大中小型企业准入后的市场竞争难度。

全球市场寡头垄断，中国市场集中度不断提升

全球药物非临床安评市场呈现寡头垄断趋势，2022 年两大寡头 Charles River 和 Labcorp 分别占据约 27.2%和 14.8%市场份额，占据了较为绝对的市场竞争优势。

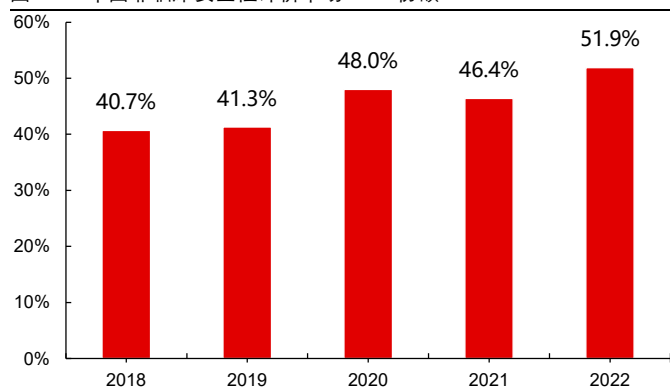
图 14：全球非临床安全性评价市场竞争格局（2022 年）



资料来源：Frost & Sullivan，益诺思公告，长江证券研究所

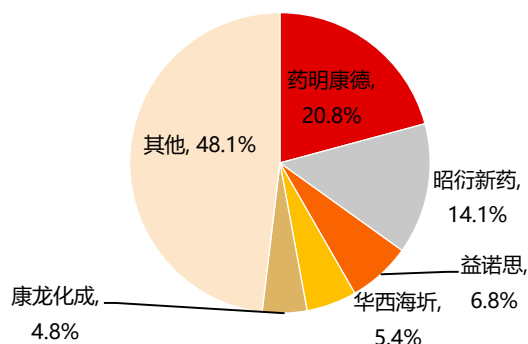
中国药物非临床安评市场竞争格局相较于全球更分散，但市场集中度持续提升，2022 年 CR5 份额为 51.9%。

图 15：中国非临床安全性评价市场 CR5 份额



资料来源：Frost & Sullivan，益诺思公告，长江证券研究所

图 16：中国非临床安全性评价市场竞争格局（2022 年）



资料来源：Frost & Sullivan，益诺思公告，长江证券研究所

国内创新药研发景气度或渐趋改善，安评环节显著受益 安评行业需求与创新药研发投入景气度趋势高度相关

2020 年前，多重因素共振开启中国创新药崛起大时代，带来安评行业需求快速增长

一方面，国家政策大力支持中国创新药发展。2008 年国务院批准“重大新药创制”科技重大专项实施方案，2016 年国务院办公厅印发《药品上市许可持有人制度试点方案》等，另一方面，一大批海外人才回国创立 Biotech 在资本助力下快速推进研发管线，叠加 2018 年科创板开通和港股 18A 上市规则修订，未盈利 Biotech 退出机制完善，进一步促进投资热情，中国生物医药投融资项目数量/金额快速提升，另外，传统药企也在政策影响下大幅增加研发投入，向创新转型升级。

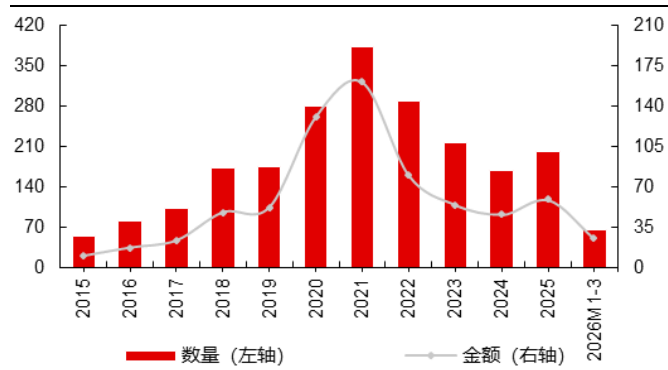
创新药研发热情火爆，多年高强度研发投入，随之而来的是安评行业需求的快速增长、国产新药 IND 数量、临床试验数量的大幅提升。

2020-2022 年中：资金加速涌入生物医药，进一步推高创新药研发投入和安评行业需求

全球公共卫生事件的发生推高各路资本对生物医药领域的投资热情，中国生物医药投融资项目数量和金额迎来爆发，安评行业需求也呈现爆发式增长。

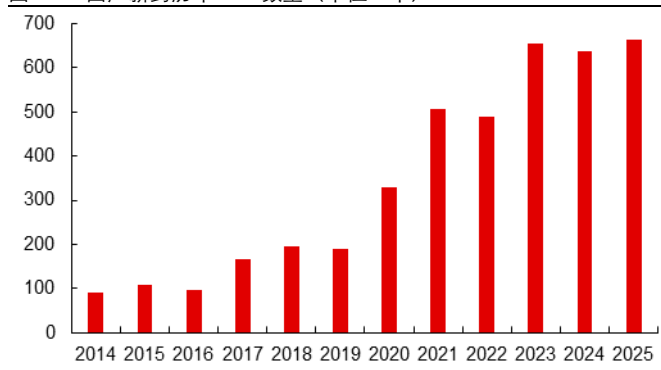
据 Frost & Sullivan，中国安评行业市场规模从 2018 年 21.2 亿元增长至 2022 年 103.8 亿元，年复合增速高达 48.75%。

图 17：中国生物医药投融资项目数量及金额（单位：个，亿美元）



资料来源：医药魔方，长江证券研究所

图 18：国产新药历年 IND 数量（单位：个）



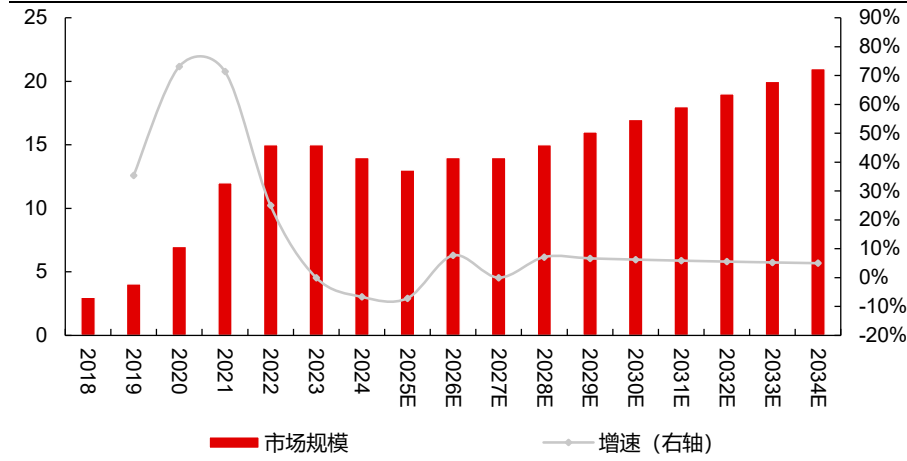
资料来源：Insight，长江证券研究所

2022 年中以来：全球公共卫生事件大脉冲后需求由热转冷，历经阵痛

2022 年中以来行业由热转冷进入景气下行阶段：“量”的维度：1、全球公共卫生事件相关需求断崖式下滑；2、2022 年 3 月美联储开启加息周期，全球和中国生物医药资本退潮，常规业务需求走弱。“价”的维度：安评行业供需关系转变，供需关系不匹配造成产业内卷。相关公司收入端承压，加之成本端、费用端偏刚性，利润端承压更甚。

据 Frost & Sullivan，中国安评行业市场规模 2023 年持平，2024 年下滑 7%，预计 2025 年也将继续下滑 7%。

图 19：中国非临床安全性评价市场规模及增速（单位：亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，鼎泰药物招股书，长江证券研究所

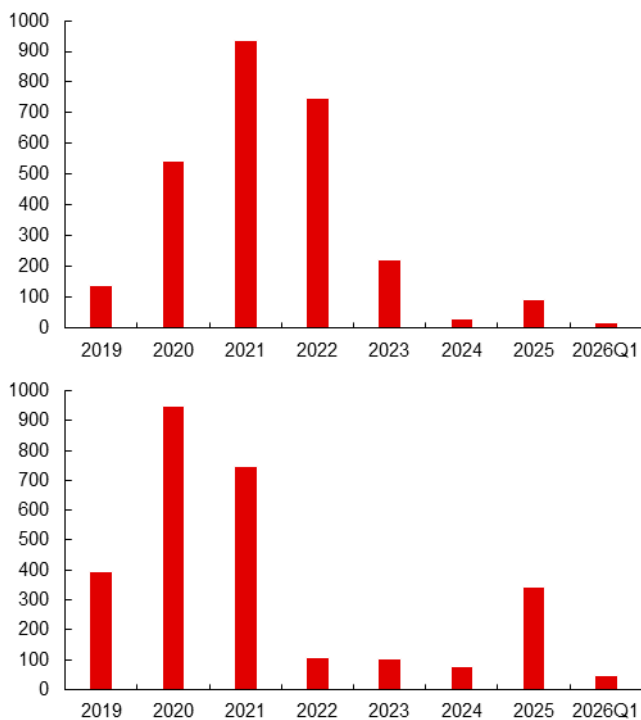
当前安评行业或迎来新一轮向上阶段

站在当下时点，中国创新药企业手里资金正在变得更加充裕：资金来源在变得多元，各资金来源渠道基本趋势向上。

1、创新药上市通道变宽，IPO 募集资金充沛研发投入：（1）未盈利企业科创板上市通道打开。2025 年 10 月 28 日，科创板科创成长层迎来首批“上新”，3 家新注册企业（均未盈利）在上交所上市，其中禾元生物和必贝特均为创新药企业。预计随着未盈利企业科创板上市的持续推进，医药企业 A 股 IPO 募集资金规模有望逐渐向好。2025 年医药公司 A 股 IPO 募集资金 91 亿元，同比增长 216.6%，2026Q1 募集资金 18 亿元，同比增长 183.6%。（2）创新药企业港股 IPO 热潮重现。2020-2024 年港股上市创新药企业数量逐渐收窄，2025 年创新药企业港股 IPO 热潮重现，全年共有 21 家创新药企业成功上市，高于 2020 年。2025 年医药公司 H 股 IPO 募集资金 336 亿元，同比增长 334.7%，2026Q1 募集资金 46 亿元，同比增长 192.0%。

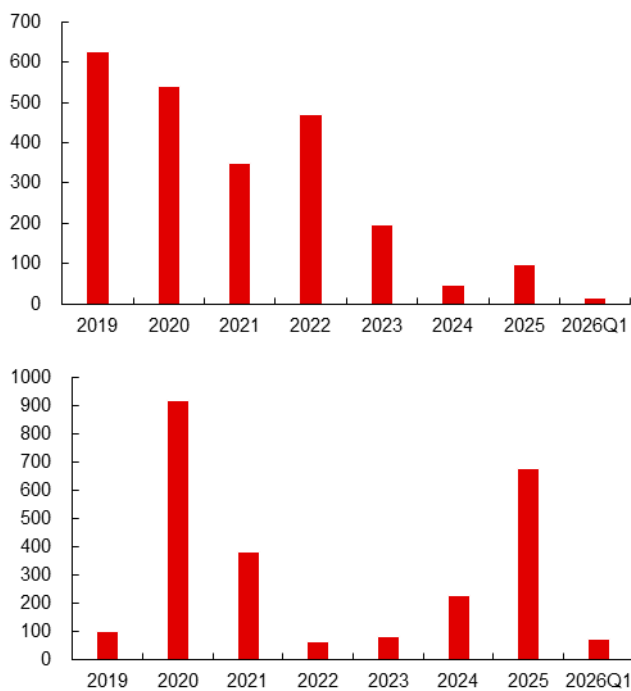
2、医药上市公司增发规模在加大：2025 年 A 股医药公司增发规模 99 亿元，同比增长 111.1%，H 股医药公司增发规模 668 亿港元，同比增长 194.9%。2026Q1 A 股医药公司增发规模 14 亿元，同比增长 44.4%，H 股医药公司增发规模 71 亿港元，同比增长 31.9%。

图 20：医药公司 A（上）和 H（下）股 IPO 募集资金（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 21：医药公司 A（上，亿元）和 H（下，亿港元）股增发规模

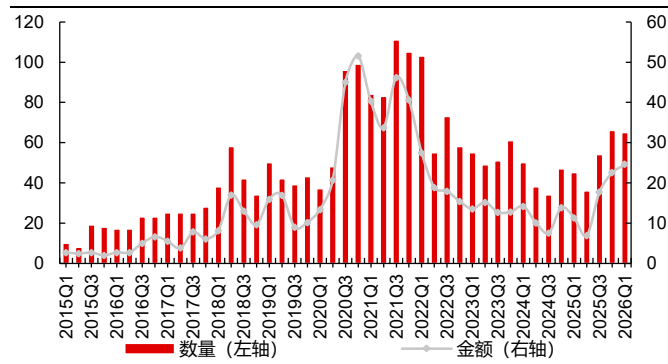


资料来源：iFinD，长江证券研究所

3、中国生物医药投融资金额或正处于触底回升。2024 年 7 月国务院常务会议正式审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，多地积极响应，相关支持政策细化落地，中国生物医药市场环境不断优化改善。同时，2025 年以来，伴随着二级市场创新药估值重塑，医药企业 A/H 上市通道变宽，一级生物医药投融资退出通道打通，一二级联动或带来中国生物医药投融资生态逐渐走向正循环。2025 年中国生物医药投融资项目数量 201 个，同比增长 18.9%，投融资金额 58 亿美元，同比增长 28.0%。2026Q1 中国生物医药投融资项目数量 65 个，同比增长 44.4%，投融资金额 25 亿美元，同比增长 117.1%。

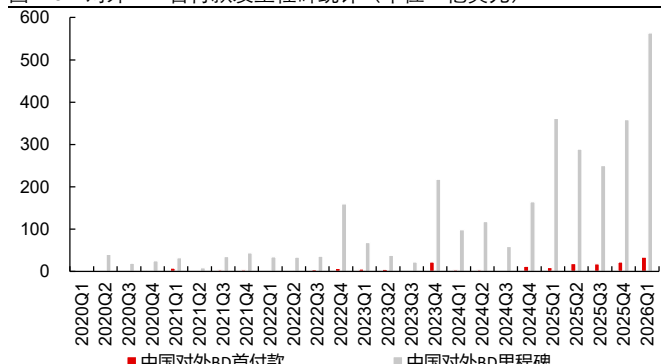
4、对外 BD：对外 BD 首付款作为新的研发投入资金来源，已经成为主要资金来源，且还有大额潜在里程碑。2025 年中国对外 BD 首付款 69 亿美元，同比增长 224.9%，对外 BD 里程碑 1259.8 亿美元，同比增长 185.9%。2026Q1 中国对外 BD 首付款 34 亿美元，同比增长 274.2%，对外 BD 里程碑 564 亿美元，同比增长 55.8%，均创单季度历史新高。

图 22：中国生物医药投融资项目数量及金额（单位：个，亿美元）



资料来源：医药魔方，长江证券研究所

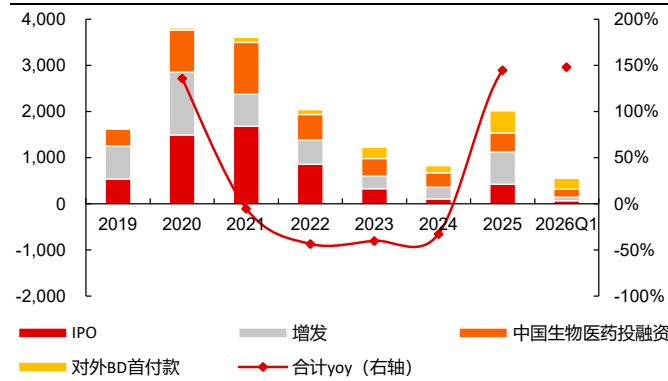
图 23：对外 BD 首付款及里程碑统计（单位：亿美元）



资料来源：医药魔方，长江证券研究所

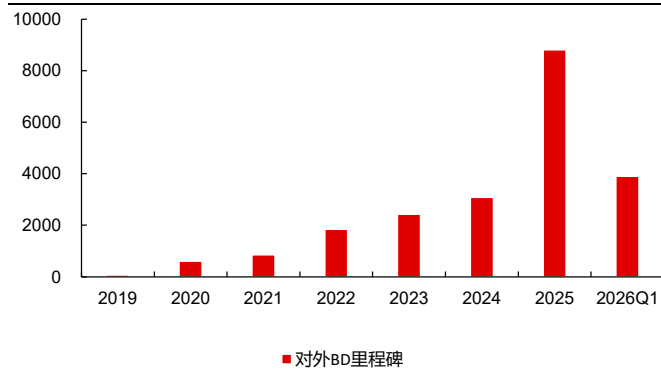
汇总来看，2025 年中国医药企业 IPO 募集资金、上市公司增发规模、中国生物医药投融资金额和对外 BD 确定性首付款金额合计 2015 亿元，同比增长 145%，2026Q1 为 547 亿元，同比增长 148%；此外，2025 年对外 BD 潜在里程碑高达 8805 亿元，同比增长 185.9%，2026Q1 为 3894 亿元，同比增长 56%。

图 24：IPO 募集资金、医药公司增发、中国生物医药投融资和对外 BD 首付款金额汇总及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，医药魔方，长江证券研究所

图 25：对外 BD 里程碑金额（单位：亿元）



资料来源：医药魔方，长江证券研究所

伴随着创新药企业 A/H 上市和增发充沛资金，二级市场创新药估值重塑和一级退出通道打通带来中国生物医药投融资生态逐渐走向正循环，创新药对外 BD 涌现为研发投入注入新的资金来源并提升行业整体研发投入意愿，中国创新药研发投入景气度或渐趋改善，随之带来创新药产业链进入新一轮景气周期，安评环节或显著受益。

安评业务护城河深厚，多维度布局全新增长点 资质、技术、项目经验构筑深厚护城河

公司安全性评价资质的全面性和国际化水平位于市场前列。公司是国内最早同时具备 NMPA GLP 认证、OECD GLP 认证、通过 FDA GLP 检查的企业之一。

表 6：中国主要安评 CRO 资质首次取得年份

公司	资质首次取得年份		
	NMPA GLP 认证	OECD GLP 认证	FDA GLP 检查
昭衍新药	2005	2015	2009
药明康德	2010	2010	2014
华西海圻	2004	2014	2017
益诺思	2011	2012	2014
徕博科（科文斯）	2012	2011	2015
康龙化成	2014	2017	2009
美迪西	2011	2025	2017
西山中科	2013	2025	2024
赛赋医药	2019	2024	-
鼎泰药物	2011	-	2025

资料来源：NMPA, FDA, EMA 官网，益诺思公告，鼎泰药物微信公众号，徕博科微信公众号，长江证券研究所

公司在 NMPA GLP 认证下试验类型资质最为全面，在业务承接方面具备较强的竞争力。

表 7：中国主要安评 CRO 不同试验类型资质取得情况

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 (个)	12	11	10	10	11

资料来源：益诺思公告，长江证券研究所

公司专业能力过硬，核心技术扎实。公司核心技术覆盖早期成药性、安全性评价、药代动力学、药效学、临床检测及转化等关键环节。

公司在安全性评价领域建立了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、体外心脏毒性评价技术平台等，攻克了多个尖端动物实验操作技术，并打造了一批具备丰富第一手项目经验的技术人员团队，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（免疫细胞治疗产品、干细胞治疗产品、溶瘤病毒、AAV 载体的基因治疗产品等）等新兴研发方向，提供一流的非临床评价解决方案。

此外，公司整合跨学科资源，积极开发创新药物评价需求的新技术或新方法，赋能创新药物研发，已构建放射性同位素平台、猴生殖评价技术平台、吸入制剂评价平台、专注于眼科疾病用药的药效、药代和毒性评价的眼科一体化评价平台等特色技术平台。

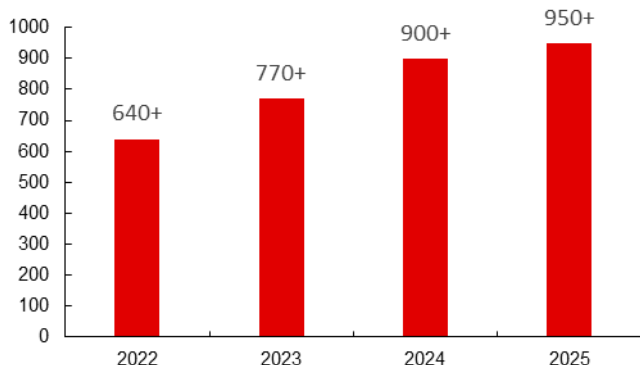
表 8：益诺思不同业务板块主要核心技术

业务板块	技术类型	主要核心技术
早期成药性评价		公司掌握了药物研发阶段 DMPK 快速筛选策略
非临床安全性评价	非临床评价技术平台	公司建立了多个非临床评价技术平台，包括重要靶器官毒性生物标志物评价技术平台、猴发育和生殖毒性评价技术平台、遗传毒性评价技术平台、依赖性评价技术平台、眼科评价技术平台、体外心脏毒性评价技术平台等
	创新品类的药物评价体系	公司创建了多个创新品类的药物评价体系，包括双/多特异性抗体评价体系、ADC 药物评价体系、基因治疗产品评价体系、细胞治疗产品评价体系、溶瘤病毒产品评价体系、溶瘤细菌产品评价体系等
	实验操作技术	公司攻克了多个尖端动物实验操作技术，包括颅内给药技术、心肌给药技术、吸入给药技术、眼内给药技术、肝脏原位荷瘤和给药技术、创新药物心脏毒性特殊诊断技术等
非临床药代动力学研究		公司建立了特色的放射性同位素平台，能将放射性同位素标记与 Micro-PET/MR 影像技术用于抗体及细胞治疗产品的药代动力学研究；此外，公司还掌握了新兴治疗领域—细胞和基因治疗产品包括溶瘤病毒类药物的药代动力学研究技术
非临床药效学研究		公司建立了成熟的人肺癌细胞小鼠原位异种移植模型和脑胶质瘤小鼠原位模型等先进的肿瘤动物模型
临床检测及转化研究		公司建立了先进的 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

资料来源：益诺思公告，长江证券研究所

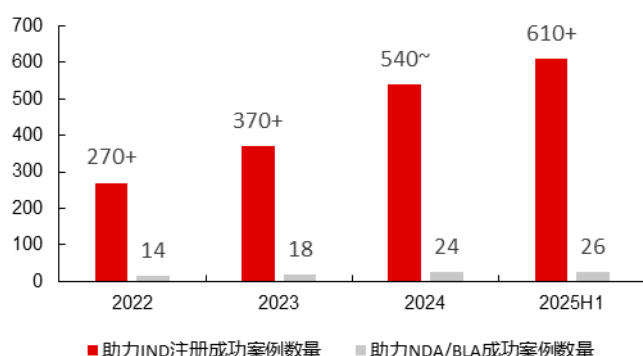
公司服务客户数量不断增加，服务项目经验深厚。截至 2025H1 末，公司累计服务了国内外 950 多家制药公司、新药研发机构和科研院所，助力国内创新药研发 IND 注册成功案例 610 余例，NDA/BLA 成功案例 26 例，协助 140 余个项目获批美国、欧盟、韩国及澳洲等国外监管机构的临床注册申报，FDA NDA/BLA 成功案例 3 例。

图 26: 益诺思累计服务制药公司/新药研发机构/科研院所数量 (家)



资料来源: 益诺思公告, 长江证券研究所

图 27: 益诺思累计助力 IND 注册、NDA/BLA 成功案例数量 (个)



资料来源: 益诺思公告, 长江证券研究所

公司服务药物类型广泛。公司可提供符合监管法规要求的全套 IND、NDA/BLA 试验项目, 申报药物类型包含所有小分子和大分子药物类型, 如化药、小核酸、多肽、抗体类药物、融合蛋白、ADC 药物、CGT 产品等, 公司在各药物类型领域均完成了数量可观的新药研发项目, 累计获批案例众多, 并已成功支持多个中、美、欧 IND 多报批项目。

表 9: 益诺思不同药物类型项目经验

药物类型	项目经验
多肽	累计完成近 60 项新药研发项目, NMPA IND 获批近 20 例, 已成功服务多个中美、中欧 IND 双报批项目
PROTAC/分子胶	累计完成 10+项新药研发项目, 并已成功服务中美 IND 双报批项目
小分子药物	500+小分子化药项目经验, 覆盖各类创新靶点
ADC	累计完成 150+项 ADC 项目, NMPA IND 获批 40+例, FDA IND 获批 15 例
疫苗	累计完成疫苗相关新药研发项目 56 个, 疫苗种类涵盖预防性、治疗性、mRNA 疫苗等
抗体	累计完成 300+个新药研发项目, NMPA IND 获批近 120 例, 已成功服务 20+中、美、欧 IND 多报批项目
核酸	已完成小核酸相关新药研发项目近 100 例, mRNA 新药研发项目 30+例, 项目涉及 IND 申报研究、NDA 申报研究和早筛及其他非申报类型的研究
基因治疗	累计完成 100 项新药研发项目, NMPA IND 获批 10+例, FDN IN 获批近 10 例, 已成功服务多个中、美、欧 IND 多报批项目
细胞治疗	累计完成 100+项新药研发项目, NMPA IND 获批近 30 例, 已成功服务多个中美 IND 双报批项目
放射性药物	累计完成 IND 整包项目近 30 个, 助力合作伙伴获得近 20 个放射性药物的 IND 批件, 完成 4 项中美双报双批项目

资料来源: 益诺思官网, 长江证券研究所

行业底部扩产, 订单承接能力大幅提升

实验动物在安全性评价中起到至关重要的作用, 实验设施面积尤其是动物房规模直接关系到非临床研究的项目承接能力。截至 2024 年 8 月, 公司已建成动物房面积 26,899 平方米。

表 10: 中国主要安评 CRO 动物房规模 (单位: 平方米)

	益诺思	昭衍新药	药明康德	康龙化成	美迪西
已建成	26,899	47,600	60,000	30,000	30,000

资料来源: 益诺思公告, 长江证券研究所

公司多地设施扩建与平台升级, 持续提升非临床研究服务产能, 大幅提升订单承接能力, 减少项目排期等待, 更好地提升服务效率和体验, 助力客户提升新药开发效率。

- 南通益诺思: 1、南通高品质非临床创新药物综合评价平台扩建项目 2.4 万平方米的设施已于 2025H1 取得实验动物使用许可证, 全面进入 GLP 模拟运营阶段, 并于 2026Q1 接受了 NMPA GLP 检查。南通二期项目按计划投产后将有效补齐公司动物设施能力, 显著提升在创新分子、先进疗法及复杂制剂领域的评价服务能力。2、南通益诺思同步整合放射影像评价中心、类器官技术平台等特色资源, 进一步强化放射性药物和新技术平台的技术壁垒。3、同期进行同位素设施 1800 平方米实验室扩建改造工程, 将大幅提升放射性药物的评价服务能力, 为细分领域业务增长注入新的动力。
- 黄山益诺思: 1、持续布局实验灵长类动物资源, 已完成二期猴舍建设, 用于后续拟引进猴群的养殖与繁衍。2、积极推进黄山益诺思新建综合实验楼项目, 2026 年 3 月正式宣告竣工, 助力其从动物繁育向“繁育—研究评价”多元化业务模式加速转型。3、后续将依托新建综合实验楼所提供的优质平台, 深化与高校、科研院所及其他研究机构的战略合作, 共同开发高技术附加值业务服务, 进一步巩固和提升其高质量发展的核心竞争力。

表 11: 益诺思募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	实施主体	项目必要性
益诺思总部及创新转化中心项目	104,500.00	上海益诺思	1、提高公司服务能力, 进一步赋能国内外医药研发企业; 2、缓解实验室面积不足问题, 为公司创造更高的利润; 3、加强技术平台建设, 提升品牌影响力。
高品质非临床创新药物综合评价平台扩建项目	38,471.19	南通益诺思	1、解决公司动物设施服务能力不足的问题; 2、满足不断增加的市场需求, 抢占发展先机; 3、符合公司发展战略, 提高公司的综合竞争力。
补充流动资金	20,000.00	上海益诺思	-

资料来源: 益诺思公告, 长江证券研究所

积极开拓海外市场, 推进全球布局

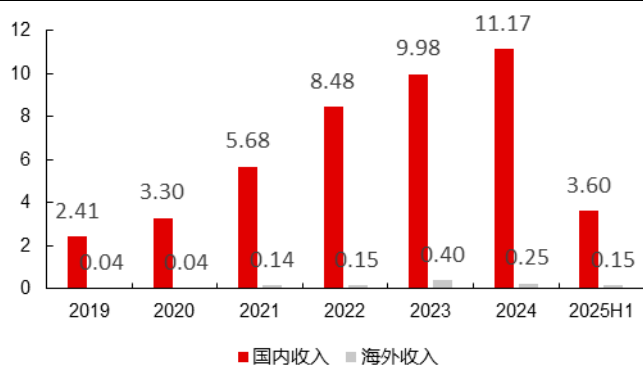
公司围绕市场、产品服务、团队、产业协同等多维度发力, 积极拓展海外市场。

- 市场方面, 公司加速海外商务 BD 团队及营销网络拓展, 提升海外推广资源投入, 增大海外展会参与力度, 推动品牌在海外市场的影响力, 2025H1 公司参与国内外行业展会共计 33 场, 重点亮相 CBA-GP、SOT、JSOT、Bio Boston 等 6 场国际顶级会议, 发表主题演讲 2 场, 系统性提升了行业话语权, 同时公司注重本地化策略, 充分利用美国子公司实体开业运营契机开展园区类活动。

- 产品服务方面，以 FDA 国际认证为标杆，聚焦差异化领域，提升产品技术与质量。
- 团队建设方面，招聘具备 FDA 背景/国际化背景高端科技人才，加强服务能力，为全球申报项目提供科学性和合规性支持，助力项目成功。
- 产业协同方面，深化与上下游服务商的联动，充分发挥各方优势，交换与整合资源，实现互利共赢，推进公司国际化战略的实施。

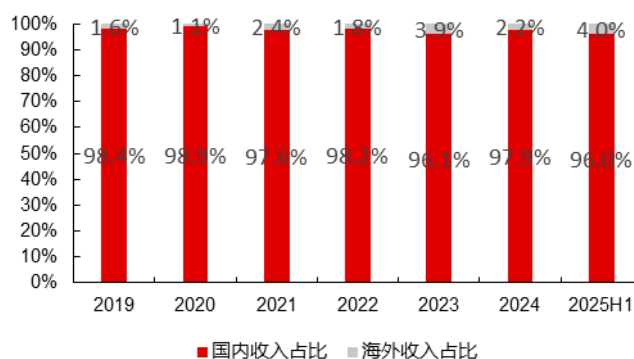
公司海外市场开拓成效逐步显现。2025 年海外市场新签订单金额达 7477.22 万元且同比大幅增长，占 2025 年公司整体新签订单金额的比例为 6.6%。而 2024、2025H1 公司海外收入占比分别为 2.2%、4.0%，公司海外收入占比有望呈现进一步上升趋势。

图 28：益诺思国内和海外收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：益诺思国内和海外收入占比

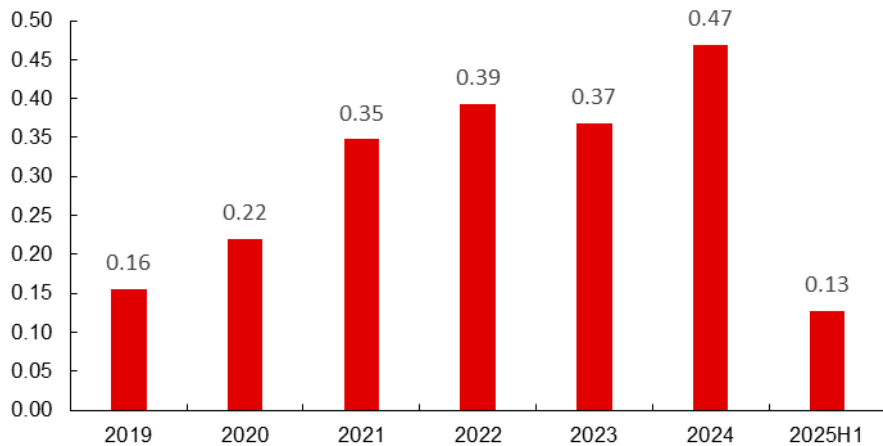


资料来源：Wind，长江证券研究所

并购临床 CRO 益临思，向一站式 CRO 转型

公司临床 CRO 业务即临床检测及转化研究业务，主要指通过研究和建立相应的测试药物以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。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、组学研究等多元化的临床检测及转化研究平台，利用自身积累的人才优势和客户资源优势积极拓展并获得稳步发展。

图 30: 益诺思临床检测及转化研究业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2026 年 1 月, 公司与公司控股股东医工总院的控股子公司益临思及其股东签署股权收购相关的意向协议, 拟以自有资金收购益临思控股权。

益临思成立于 2004 年 2 月, 是控股股东医工总院所属临床研究中心, 国家高新技术企业、上海市专精特新中小企业及科技型中小企业, 主要从事临床 CRO 服务业务, 核心业务聚焦新药 I 期至 IV 期临床试验、人体药物代谢与动力学研究、生物等效性研究; 随机对照临床试验; 国际多中心临床试验; 各类临床试验的监查、项目管理、受试者招募、数据管理、生物统计、医学翻译、医学报告撰写、市场调研和产品开发战略咨询等; 此外, 还提供医疗器械和功能性保健品的临床试验服务, 在临床研究服务领域具备成熟体系和专业能力。

本次收购将推动公司业务正式进入临床研究服务领域, 有利于公司进一步完善上下游产业链布局, 构建一体化服务解决方案, 建立覆盖药物研发早期概念验证至产业孵化的全链条新型服务体系, 为长期发展和行业竞争力提升奠定坚实基础。

投资建议

综上所述, 中国创新药研发景气度或渐趋改善, 安全性评价行业或正迎来量价齐升景气上行阶段。公司凭借资质、技术、项目经验多方面优势, 在业务承接方面具备较强竞争力, 并于行业底部进行扩产, 订单承接能力大幅提升, 业务有望迎来景气上行, 公司 2025 年订单已开始明显转好, 新签订单金额 11.35 亿元, 同比增长 38.62%, 考虑到项目执行周期一般在 6-9 个月, 公司有望在 2026 年迎来基本面拐点。此外, 公司多维度布局全新增长点, 一方面积极开拓海外市场, 推进全球布局, 另一方面, 推进临床 CRO 益临思并购进程, 有利于完善上下游产业链布局, 构建一体化服务解决方案, 为长期发展和提升竞争力奠定坚实基础。

我们预计, 公司 2025-2027 年收入分别为 8.11、13.20、18.50 亿元, 同比变动-28.9%、+62.7%、+40.2%, 归母净利润分别为-0.31、1.42、2.82 亿元, 2026-2027 年对应 PE 分别为 67.3、33.8 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内非临床安全性评价行业需求恢复不及预期。国内非临床安全性评价行业需求依赖于国内创新药研发投入，主要取决于创新药企业账面资金充沛程度和研发投入意愿强度，这两者的改变都可能影响行业需求变化趋势。
- 2、国内非临床安全性评价行业竞争加剧。如若公司不能持续保持自身核心竞争力，可能会面临竞争加剧的风险，从而对盈利水平带来影响。
- 3、实验猴进出口政策变化风险。实验猴进出口政策或影响实验猴供需格局带来价格变动，对安评订单价格和盈利水平带来变化。
- 4、类器官等新技术迭代风险。类器官、器官芯片等新技术在快速发展，但目前替代动物实验有其局限性，需要密切关注新技术发展情况及相关法规动态。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期。本篇报告涉及盈利预测均是基于分析师对于公司经营情况的预测，可能会存在相关假设不成立或者不及预期的风险。

若公司订单转化不及预期或者公司后续获取订单能力下降，又或者行业需求恢复不及预期和竞争加剧导致新签订单折扣率较高，则可能会导致公司业绩不及预期。悲观情况下我们预计 2025-2026 年公司营业收入分别为 8.11、12.80 亿元，对应归母净利润分别为 -0.31、1.30 亿元。

图 31：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测（单位：亿元）

	基准情形下			悲观情形下		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	11.42	8.11	13.20	11.42	8.11	12.80
营业收入同比增速	10%	-29%	63%	10%	-29%	58%
非临床CRO收入	10.89	7.58	12.59	10.89	7.58	12.20
临床CRO收入	0.47	0.49	0.57	0.47	0.49	0.56
归母净利润	1.48	-0.31	1.42	1.48	-0.31	1.30

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。