

## 阳光诺和 (688621.SH)

## 收购朗研加码创新，“研发服务+管线培育+新质产业链”三位一体

**拟收购朗研 100% 股权，助力创新转型加速。**公司拟通过发行股份及可转换公司债券方式购买江苏朗研生命科技控股有限公司 100% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。收购朗研生命有望提高行业竞争力和盈利能力，完善战略布局，一方面，公司能够实现自主研发产品的孵化和实施，充分发挥公司研发优势和朗研生命的生产销售优势，促进研发品种落地以及朗研生命产能释放，形成公司新的盈利增长点。另一方面，公司将增加医药工业板块业务，实现“CRO+创新研发+医药工业”的产业布局。未来，医药工业板块将成为公司主营业务的重要组成部分，进一步提高上市公司盈利能力及抗风险能力，促进上市公司的可持续发展。

**发布股权激励草案，深度绑定核心骨干。**公司本次激励计划拟授予的限制性股票 272.1783 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 11,200 万股的 2.43%，授予价格为 22.78 元/股，激励对象 127 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员、核心骨干人员、中层管理人员等。首次授予部分公司层面的各年度业绩考核目标（公司层面归属系数 100%）为第一个归属期（1）2025 年 IND 不少于 3 项；启动 3 项新的临床试验（包括 I-III 期临床试验，以实现首例入组为标准）（2）以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%；第二个归属期（1）2026 年 IND 不少于 3 项；启动 3 项新的临床试验（包括 I-III 期临床试验，以实现首例入组为标准）（2）以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 20%。

**构建“研发服务+管线培育+新质产业链”三位一体的业务生态体系，医药研发蓝图逐渐展开。**公司持续加大的研发投入，不断丰富产品管线，在稳固主业的基础上，未来将进一步聚焦前沿领域，加速推进创新药物研发。当下，公司已有多款重磅产品进入临床试验阶段并有望在未来为公司带来可观的权益分成收益。

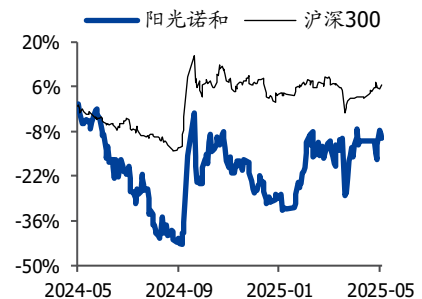
- 在多肽创新药领域，公司全资子公司诺和晟泰自主研发的 **STC007** 项目以 **kappa** 阿片受体（KOR）为靶点，主要用于治疗术后疼痛及成人慢性肾脏疾病相关的中至重度瘙痒。截至 2025 年 4 月 9 日，该项目针对术后疼痛以及成人慢性肾脏疾病引起的中度至重度瘙痒的 II 期临床试验正在开展，这两种适应症均为临床常见且亟待有效治疗的疾病领域，有望为患者提供一种全新的治疗选择。
- 此外，诺和晟泰自主研发的 **STC008** 项目为生长激素促分泌素受体（GHSR）激动剂，通过激活 GHSR 受体介导胃肠动力，实现增加体重的效果，主要用于治疗晚期实体瘤患者的肿瘤恶液质，这是一种在肿瘤患者中常见的严重并发症，严重影响患者的生活质量和生存期。截至 2025 年 4 月 9 日，该项目处于 I 期临床试验阶段。
- 在细胞治疗领域，公司与艺妙神州合作研发的 **ZM001** 注射液利用慢病毒载体将靶向 CD19 的 CAR 分子整合至 T 细胞的自体 CAR-T 细胞治疗产品，其特点是通过特异清除 SLE 患者体内的 B 细胞，进而缓解患者红斑狼疮症状，并维持长期疗效，是一种潜在的中度和重度 SLE 治疗药物。截至 2025 年 4 月 9 日，该产品已获得药物临床试验批准通知书，正处于 I 期临床试验阶段。
- 在改良型新药研发领域，公司聚焦缓控释制剂等高端制剂，已有 3 款口服缓释制剂处于临床阶段，4 款计划于 2025 年提交 IND 申请。

## 买入（维持）

## 股票信息

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 行业              | 医疗服务     |
| 前次评级            | 买入       |
| 05 月 21 日收盘价（元） | 46.36    |
| 总市值（百万元）        | 5,192.32 |
| 总股本（百万股）        | 112.00   |
| 其中自由流通股（%）      | 100.00   |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 3.22     |

## 股价走势



## 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 徐雨涵

执业证书编号：S0680524040006

邮箱：xuyuhan@gszq.com

## 相关研究

- 1、《阳光诺和（688621.SH）：新签订单快速增长，Q1 利润端超出预期》 2024-05-14
- 2、《阳光诺和（688621.SH）：收入利润快速增长，人均产值提升明显》 2023-08-29
- 3、《阳光诺和（688621.SH）：业绩符合预期，一体化服务能力持续提升》 2023-02-10

➤ 公司经皮递送研发平台 (TDDS) 同样成果显著, 通过与日本 KANEKA 公司合作, 引进先进透皮贴剂技术, 在研项目覆盖阿尔茨海默病、精神分裂、哮喘等多个领域, 为患者提供更多给药方式选择。

**多元化的权益分配机制, 自主立项+收购特许权双轮驱动。**一方面积极筹备自主立项项目, 待项目发展至关键阶段, 企业将适时向客户推介, 并受客户委托继续提供专业的研发服务。另一方面密切关注市场动态, 积极寻找具有重大潜力的研发药物, 通过对其临床后期的开发或商业化活动进行资助, 以换取未来的药品特许权, 或者直接从药物的原始创新者手中购买现成的特许权。

**积极推动创新平台建设, 与华为云展开合作。**全资子公司诺和智肽与华为云计算技术有限公司正式签约, 双方将基于华为云盘古大模型技术, 共同建设“多肽分子大模型平台”。多肽药物研发长期面临靶点对接难、分子筛选效率低、成药性优化复杂等挑战。此次合作将依托华为云盘古大模型的强大算力和 AI 算法, 深度融合公司自主研发的 iCVETide 多肽创新分子发现平台, 构建覆盖“多肽分子力场开发-自由能微扰计算-分子动力学增强采样”的全流程 AI 模型体系, 实现多肽药物设计的智能化、高效化。聚焦于多肽相互作用模型、亲和力模型、条件生成模型以及属性预测模型等多个关键模块, 公司与华为云计划启动并推进多肽药物研发管线, 涵盖从苗头化合物的发现到先导化合物的优化等研发阶段。合作内容涵盖: **多肽 AI 模型开发**-包括相互作用模型、属性预测模型等核心模块; **计算平台构建**-打造云端一体化多肽药物研发系统, 支持分子设计、优化及成药性评估; **管线协同推进**-加速 STC007 (术后镇痛/CKD-aP)、STC009 (SHPT 治疗) 等核心管线的临床转化。

**盈利预测与评级:** 考虑到生物医药投融资环境变化导致的订单价格、数量波动, 我们下调此前对于公司业绩的预测, 同时暂不考虑定增和股权激励的影响, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.33、2.88、3.55 亿元, 对应增长 31.3%、23.8%、23.0%, 当前股价对应 PE 为 22X、18X、15X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 订单执行不及预期风险, 医药研发投入下降风险、行业竞争加剧风险、新药研发进展不及预期风险等。

| 财务指标           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 932   | 1,078 | 1,291 | 1,539 | 1,824 |
| 增长率 yoy (%)    | 37.8  | 15.7  | 19.8  | 19.2  | 18.5  |
| 归母净利润 (百万元)    | 185   | 177   | 233   | 288   | 355   |
| 增长率 yoy (%)    | 18.1  | -4.0  | 31.3  | 23.8  | 23.0  |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.65  | 1.58  | 2.08  | 2.58  | 3.17  |
| 净资产收益率 (%)     | 17.3  | 15.3  | 17.6  | 18.2  | 18.5  |
| P/E (倍)        | 28.1  | 29.3  | 22.3  | 18.0  | 14.6  |
| P/B (倍)        | 5.0   | 4.7   | 3.9   | 3.3   | 2.7   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 21 日收盘价

### 财务报表和主要财务比率

**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1357  | 1514  | 1700  | 1903  | 2229  |
| 现金             | 691   | 566   | 946   | 713   | 1283  |
| 应收票据及应收账款      | 297   | 450   | 335   | 662   | 482   |
| 其他应收款          | 11    | 10    | 19    | 14    | 26    |
| 预付账款           | 45    | 86    | 33    | 129   | 51    |
| 存货             | 14    | 15    | 24    | 20    | 33    |
| 其他流动资产         | 298   | 387   | 343   | 365   | 354   |
| <b>非流动资产</b>   | 506   | 473   | 499   | 518   | 535   |
| 长期投资           | 30    | 26    | 39    | 43    | 52    |
| 固定资产           | 159   | 158   | 176   | 195   | 214   |
| 无形资产           | 5     | 5     | 4     | 3     | 2     |
| 其他非流动资产        | 311   | 283   | 280   | 276   | 268   |
| <b>资产总计</b>    | 1863  | 1987  | 2199  | 2420  | 2763  |
| <b>流动负债</b>    | 761   | 779   | 787   | 771   | 813   |
| 短期借款           | 384   | 309   | 309   | 309   | 309   |
| 应付票据及应付账款      | 57    | 38    | 76    | 59    | 100   |
| 其他流动负债         | 321   | 431   | 402   | 402   | 403   |
| <b>非流动负债</b>   | 45    | 106   | 96    | 82    | 69    |
| 长期借款           | 0     | 67    | 54    | 41    | 28    |
| 其他非流动负债        | 45    | 39    | 42    | 40    | 41    |
| <b>负债合计</b>    | 806   | 885   | 882   | 853   | 882   |
| 少数股东权益         | 17    | 2     | 1     | -3    | -9    |
| 股本             | 112   | 112   | 112   | 112   | 112   |
| 资本公积           | 474   | 376   | 376   | 376   | 376   |
| 留存收益           | 454   | 613   | 811   | 1063  | 1369  |
| 归属母公司股东权益      | 1040  | 1101  | 1315  | 1570  | 1891  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1863  | 1987  | 2199  | 2420  | 2763  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 93    | 32    | 501   | -127  | 675   |
| 净利润            | 183   | 169   | 232   | 285   | 348   |
| 折旧摊销           | 42    | 46    | 34    | 40    | 47    |
| 财务费用           | 5     | 10    | 3     | 1     | -4    |
| 投资损失           | -1    | 2     | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -204  | -257  | 234   | -452  | 286   |
| 其他经营现金流        | 67    | 62    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -89   | -43   | -59   | -57   | -63   |
| 资本支出           | 73    | 30    | 14    | 14    | 9     |
| 长期投资           | -17   | -40   | -13   | -4    | -9    |
| 其他投资现金流        | -33   | -52   | -58   | -48   | -63   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 78    | -128  | -62   | -49   | -42   |
| 短期借款           | 183   | -75   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 67    | -13   | -13   | -13   |
| 普通股增加          | 32    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -26   | -98   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -111  | -22   | -49   | -36   | -29   |
| <b>现金净增加额</b>  | 82    | -138  | 381   | -233  | 570   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 932   | 1078  | 1291  | 1539  | 1824  |
| 营业成本            | 404   | 537   | 644   | 767   | 909   |
| 营业税金及附加         | 1     | 2     | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用            | 44    | 44    | 54    | 63    | 73    |
| 管理费用            | 109   | 106   | 130   | 156   | 183   |
| 研发费用            | 124   | 172   | 210   | 248   | 293   |
| 财务费用            | 5     | 10    | 3     | 1     | -4    |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 8     | 18    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1     | -2    | 1     | 1     | 1     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 194   | 178   | 249   | 302   | 369   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 193   | 176   | 248   | 302   | 368   |
| 所得税             | 11    | 7     | 16    | 17    | 20    |
| <b>净利润</b>      | 183   | 169   | 232   | 285   | 348   |
| 少数股东损益          | -2    | -8    | -1    | -4    | -7    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 185   | 177   | 233   | 288   | 355   |
| EBITDA          | 238   | 228   | 280   | 337   | 405   |
| EPS (元)         | 1.65  | 1.58  | 2.08  | 2.58  | 3.17  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 37.8  | 15.7  | 19.8  | 19.2  | 18.5  |
| 营业利润(%)         | 14.7  | -8.5  | 40.2  | 21.4  | 22.0  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 18.1  | -4.0  | 31.3  | 23.8  | 23.0  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 56.7  | 50.2  | 50.1  | 50.2  | 50.2  |
| 净利率(%)          | 19.8  | 16.5  | 18.0  | 18.7  | 19.4  |
| ROE(%)          | 17.3  | 15.3  | 17.6  | 18.2  | 18.5  |
| ROIC(%)         | 12.4  | 11.2  | 13.3  | 14.2  | 14.8  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 43.3  | 44.5  | 40.1  | 35.2  | 31.9  |
| 净负债比率(%)        | -22.8 | -9.7  | -40.1 | -19.7 | -47.4 |
| 流动比率            | 1.8   | 1.9   | 2.2   | 2.5   | 2.7   |
| 速动比率            | 1.4   | 1.4   | 1.7   | 1.8   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率         | 3.7   | 2.9   | 3.3   | 3.1   | 3.2   |
| 应付账款周转率         | 9.0   | 11.4  | 11.4  | 11.4  | 11.4  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.65  | 1.58  | 2.08  | 2.58  | 3.17  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.83  | 0.29  | 4.48  | -1.13 | 6.03  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 9.29  | 9.83  | 11.74 | 14.02 | 16.88 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 28.1  | 29.3  | 22.3  | 18.0  | 14.6  |
| P/B             | 5.0   | 4.7   | 3.9   | 3.3   | 2.7   |
| EV/EBITDA       | 20.7  | 22.2  | 16.6  | 14.4  | 10.5  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 21 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com