证券研究报告

公司研究

公司点评报告

阳光诺和(688621)

唐爱金 医药首席分析师
执业编号：S1500523080002
邮　箱：tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师
执业编号：S1500524120003
邮　箱：hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

STC007 二期临床数据读出，业务转型阶段把握价值重估机遇

2025 年 06 月 04 日

事件：2025 年 5 月 29 日，公司公告全资子公司诺和晟泰自主研发的 STC007 注射液治疗腹部手术后的中、重度疼痛的 II 期临床试验达成预期目标。

点评：

- **STC007 二期临床数据读出，具备较强的商业化潜力。**

STC007 是诺和晟泰自主研发的化学 1 类新药，属于强效 KOR 激动剂，与 KOR 受体结合后，能有效阻断和抑制痛感信号的传递，从而产生镇痛的作用。STC007 主要适应症包括术后疼痛及成人慢性肾脏疾病相关的中至重度瘙痒，目前均处于 II 期临床阶段，本次公告的是已经完成的术后疼痛 II 期临床试验，入组 156 例患者，试验结果表明 STC007 注射液镇痛效果显著优于安慰剂，与阳性对照药盐酸曲马多注射液相当，总体安全性和耐受性良好。

有效性：与安慰剂组相比，STC007 注射液能够有效改善腹部术后疼痛中度至重度受试者的术后 0-24 小时的静息和运动状态下的疼痛评分（最小二乘均值差值分别为 5.16、5.64、6.25），与盐酸曲马多注射液组相比，STC007 注射液能够有效改善腹部术后疼痛中度至重度受试者的术后 0-24 小时运动状态下的疼痛评分（最小二乘均值差值分别为 6.52、1.25、3.29）。与盐酸曲马多组注射液组和安慰剂组相比，STC007 注射液挽救治疗药物累积使用量更低，首次接受挽救治疗时间更晚。

安全性：STC007 注射液总体的安全性和耐受性良好，未发现新的安全性信号、未发生严重不良事件。呕吐和恶心是研究期间最常见的不良反应，STC007 低剂量组发生率为 10.0%和 7.5%，高剂量组发生率为 10.3%和 5.1%，低于盐酸曲马多注射液 50mg 组的 20.5%和 25.6%，低于安慰剂组的 15.0%和 12.5%，在同靶点药物中也处于较低水平。

根据摩熵医药咨询统计，国内阿片类镇痛药销售额从 2019 年的 193.58 亿增长至 2023 年的 233.68 亿元，销售额排名靠前的阿片类镇痛药包括地佐辛、瑞芬太尼、舒芬太尼、布托啡诺、纳布啡、羟考酮等。κ 阿片受体（简称 KOR）不同于传统的 μ 阿片受体（简称 MOR），是极具抗镇痛潜力的靶点，可以在不进入中枢的情况下，在外周神经系统发挥镇痛作用，不会导致呼吸抑制和便秘，且无明显成瘾性风险。2025 年 5 月 21 日，海思科公告自主研发的 KOR 激动剂安瑞克芬注射液获批上市，是全球首个获得镇痛适应症的无须纳入麻精药品管理的白处方阿片类镇痛药物，具有重大的临床意义和社会意义。

我们认为，阿片类药物市场空间广阔，传统 μ 阿片类药物存在呼吸抑制等不良反应和成瘾风险等相关问题，κ 阿片类药物具备更强的临床优势，不仅可以用于术后镇痛，还可以开发成人慢性肾脏疾病相关的中至

重度瘙痒等新适应症；海思科同靶点药物的成功上市说明成药性已经得到充分证明，阳光诺和的 STC007 研发进度领先，II 期临床数据已经展现良好的疗效性和安全性，未来具备较强的商业化潜力。

- **构建“研发服务+管线培育+新质产业链”，业务转型阶段公司价值重估。**

2025 年 5 月 14 日，公司举办 2025 年投资者开放日，首次提出构建“研发服务+管线培育+新质产业链”。

1）研发服务：公司打造全面且专业的研发平台，从药物发现阶段的靶点研究，到药学研究中的各类剂型开发，再到临床研究的各个环节，具备成熟的技术和丰富的经验。

2）管线培育：公司研发管线丰富，涵盖创新药、改良药和特殊剂型仿制药。创新药 STC007、STC008 等项目展现出良好的临床潜力；改良药项目 NHKC-1、BTP0611 等致力于优化现有药物的疗效和安全性；特殊剂型仿制药则聚焦于凝胶贴膏剂、热熔贴膏剂等领域。

3）新质产业链：公司拟收购朗研生命，整合原料药和制剂的生产能力，在多地拥有生产基地，具备多种剂型的生产能力，实现从原料到制剂的全产业链覆盖，确保产品的质量和供应稳定性。

我们认为，公司目前处于业务转型的关键时期，市场正在重新认识阳光诺和，公司存在价值重估机遇。研发服务方面，公司是国内少数临床前及临床一体化的 CRO 平台，创新药临床服务的占比逐年提升；管线培育方面，公司自主立项 400 多项产品储备，以 STC007 为代表的研发管线价值逐渐被市场认知和发现；新质产业链方面，公司拟收购的朗研生命生产能力充足，为公司后续创新药品种上市提供落地支持。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 12.89 亿元、15.12 亿元、17.79 亿元，归母净利润分别为 2.04 亿元、2.46 亿元、3.00 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.82 元、2.20 元、2.68 元，对应 PE 估值分别为 31.88 倍、26.36 倍、21.63 倍。
- **风险因素：**创新药研发失败的风险；收购交易存在不确定性；行业投融资情况不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	932	1,078	1,289	1,512	1,779
增长率 YoY %	37.8%	15.7%	19.5%	17.3%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	185	177	204	246	300
增长率 YoY%	18.1%	-4.0%	14.9%	20.9%	21.9%
毛利率%	56.7%	50.2%	50.4%	50.3%	50.3%
净资产收益率ROE (%)	17.8%	16.1%	17.2%	17.5%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.58	1.82	2.20	2.68
市盈率 P/E(倍)	35.16	36.62	31.88	26.36	21.63
市净率 P/B(倍)	6.25	5.90	5.49	4.62	3.88

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 6 月 3 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,357	1,514	1,672	1,987	2,366
货币资金	691	566	591	762	962
应收票据	5	8	9	11	13
应收账款	293	442	489	540	610
预付账款	45	86	103	121	142
存货	14	15	18	21	25
其他	309	398	463	532	615
非流动资产	506	473	472	456	438
长期股权投资	30	26	26	26	26
固定资产	159	158	160	158	154
无形资产	5	5	4	2	0
其他	311	283	283	270	258
资产总计	1,863	1,987	2,144	2,443	2,805
流动负债	761	779	860	947	1,050
短期借款	384	309	309	309	309
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	57	38	45	53	62
其他	321	431	506	585	679
非流动负债	45	106	106	106	106
长期借款	0	67	67	67	67
其他	45	39	38	38	38
负债合计	806	885	966	1,052	1,156
少数股东权益	17	2	-6	-15	-27
归属母公司股东权益	1,040	1,101	1,184	1,406	1,676
负债和股东权益	1,863	1,987	2,144	2,443	2,805

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	932	1,078	1,289	1,512	1,779
同比（%）	37.8%	15.7%	19.5%	17.3%	17.6%
归属母公司净利润	185	177	204	246	300
同比（%）	18.1%	-4.0%	14.9%	20.9%	21.9%
毛利率（%）	56.7%	50.2%	50.4%	50.3%	50.3%
ROE%	17.8%	16.1%	17.2%	17.5%	17.9%
EPS (摊薄)(元)	1.65	1.58	1.82	2.20	2.68
P/E	35.16	36.62	31.88	26.36	21.63
P/B	6.25	5.90	5.49	4.62	3.88
EV/EBITDA	28.90	15.91	23.97	19.80	16.36

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	932	1,078	1,289	1,512	1,779
营业成本	404	537	639	751	884
营业税金及附加	1	2	2	3	3
销售费用	44	44	53	62	73
管理费用	109	106	127	149	175
研发费用	124	172	232	272	320
财务费用	5	10	10	10	8
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-2	0	0	0
其他	-52	-27	-21	-17	-13
营业利润	194	178	205	248	302
营业外收支	-1	-2	-1	-1	-1
利润总额	193	176	204	247	301
所得税	11	7	8	10	12
净利润	183	169	196	237	289
少数股东损益	-2	-8	-8	-9	-12
归属母公司净利润	185	177	204	246	300
EBITDA	262	259	265	313	366
EPS (当年)(元)	1.65	1.58	1.82	2.20	2.68

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	93	32	203	253	287
净利润	183	169	196	237	289
折旧摊销	64	68	51	56	57
财务费用	12	16	16	16	16
投资损失	-44	-58	-1	2	0
营运资金变动	-204	-244	-92	-97	-116
其它	39	20	32	41	41
投资活动现金流	-89	-43	-43	-41	-41
资本支出	-73	-30	-41	-41	-41
长期投资	-17	-40	0	0	0
其他	1	28	-2	0	0
筹资活动现金流	78	-128	-135	-40	-46
吸收投资	7	15	0	0	0
借款	183	-7	0	0	0
支付利息或股息	-56	-38	-36	-40	-46
现金流净增加额	82	-138	25	171	200

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。