

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

CRO 业务结构调整, 创新药研发管线储备丰富

2025 年 08 月 29 日

事件: 2025 年 8 月 28 日, 公司发布《2025 年半年度报告》。2025H1 公司实现营业收入 5.90 亿元, 同比增长 4.87%; 实现归母净利润 1.30 亿元, 同比下降 12.61%; 实现扣非净利润 1.20 亿元, 同比下降 16.29%。单季度来看, 2025Q2 公司实现营业收入 3.59 亿元, 同比增长 15.73%; 实现归母净利润 1.00 亿元, 同比增长 32.23%; 实现扣非净利润 0.99 亿元, 同比增长 30.28%。

点评:**➤ 公司整体经营稳健, CRO 业务结构发生重要变化。**

从收入端来看: 2025 年上半年公司整体收入保持稳定, CRO 业务结构发生重要变化。公司坚持“临床前+临床”一体化商业模式, 业务板块分为药学研究服务、临床试验和生物分析服务、知识产权授权、权益分成等。2025H1 药学研究服务实现营业收入 2.03 亿元, 同比下滑 40.80%, 我们推测主要是由于仿制药 CRO 需求受到集采影响而产生波动; 2025H1 临床试验和生物分析服务实现营业收入 2.79 亿元, 同比增长 29.05%, 已经超越药学研究服务成为公司第一大收入来源; 2025H1 公司新增知识产权授权收入 1.00 亿元, 我们推测主要来自于公司与上海乐旷惠霖医药签署的 STC007 合作首付款; 2025H1 公司权益分成实现营业收入 734 万元, 同比增长 119.73%, 我们推测主要得益于权益合作项目的销售放量。

从利润端来看: 2025 年上半年公司利润端阶段性承压。从毛利率来看, 2025H1 公司整体毛利率 51.63%, 同比略有下降, 我们推测主要和收入结构变化有关; 从期间费用来看, 2025H1 公司销售费用率 3.00%, 管理费用率 8.66%, 财务费用率 1.05%, 研发费用率 12.92%, 整体来看, 各项期间费用同比 2024H1 同期变动不大。

总结: 2025H1 公司整体经营稳健, CRO 业务结构发生重要变化, 临床业务成为第一大收入来源, 公司正在向创新药 CRO 转型升级, 随着国内生物医药行业投融资的改善, 公司业绩有望边际改善。

➤ 战略转型关键时期, 创新药研发管线储备丰富。

公司正处于战略转型的关键时期, 通过“自主创新+技术转化”双轮驱动搭建研发平台, 截至中报已成功形成 20 余种具有自主知识产权的 1 类新药在研管线, 广泛覆盖自身免疫性疾病、疼痛管理、心血管疾病、中枢神经系统疾病、肿瘤、代谢性疾病及呼吸系统疾病等多个重要治疗领域, 目前已经进入临床阶段的重要研发管线包括:

1) STC007 注射液: 主要适应症为治疗术后疼痛及成人慢性肾脏疾病相关的中至重度瘙痒, 其中针对腹部手术后中重度疼痛的 II 期临床试验已达成预期目标, III 期临床试验正按既定计划有序推进; 针对瘙痒适应

症的 II 期临床试验正在进行中，截至中报入组顺利。

2) STC008 注射液：主要适应症为治疗晚期实体瘤的肿瘤恶液质，目前正在开展 I 期临床试验研究，其中 Ia 期试验计划招募 74 例健康受试者，截至中报已完成全部入组。

3) ZM001 注射液：公司与艺妙神州合作研发的靶向 CD19 自体 CAR-T 细胞治疗产品，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，截至中报正处于 I 期临床试验阶段。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 12.56 亿元、15.02 亿元、17.84 亿元，归母净利润分别为 2.06 亿元、2.46 亿元、2.98 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.84 元、2.20 元、2.66 元，对应 PE 估值分别为 38.66 倍、32.32 倍、26.70 倍。
- **风险因素：**生物医药行业投融资不及预期的风险；创新药项目研发失败的风险；行业竞争格局加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	932	1,078	1,256	1,502	1,784
增长率 YoY %	37.8%	15.7%	16.4%	19.6%	18.8%
归属母公司净利润 (百万元)	185	177	206	246	298
增长率 YoY%	18.1%	-4.0%	16.0%	19.6%	21.1%
毛利率%	56.7%	50.2%	51.1%	50.4%	50.1%
净资产收益率ROE%	17.8%	16.1%	17.3%	17.4%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.58	1.84	2.20	2.66
市盈率 P/E(倍)	43.05	44.83	38.66	32.32	26.70
市净率 P/B(倍)	7.65	7.23	6.68	5.64	4.74

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 28 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	1,664	1,989	2,373
货币资金	691	566	612	772	963
应收票据	5	8	9	11	13
应收账款	293	442	475	536	612
预付账款	45	86	99	120	143
存货	14	15	17	21	25
其他	309	398	453	529	617
非流动资产	506	473	469	453	436
长期股权投资	30	26	26	26	26
固定资产(合计)	159	158	160	158	154
无形资产	5	5	4	2	0
其他	311	283	280	267	256
资产总计	1,863	1,987	2,133	2,442	2,808
流动负债	761	779	843	939	1,049
短期借款	384	309	309	309	309
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	57	38	43	52	62
其他	321	431	490	577	677
非流动负债	45	106	107	107	107
长期借款	0	67	67	67	67
其他	45	39	40	40	40
负债合计	806	885	950	1,046	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	1,190	1,411	1,679
负债和股东权益	1,863	1,987	2,133	2,442	2,808

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	1,256	1,502	1,784
同比(%)	37.8%	15.7%	16.4%	19.6%	18.8%
归属母公司净利润	185	177	206	246	298
同比(%)	18.1%	-4.0%	16.0%	19.6%	21.1%
毛利率(%)	56.7%	50.2%	51.1%	50.4%	50.1%
ROE%	17.8%	16.1%	17.3%	17.4%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.58	1.84	2.20	2.66
P/E	43.05	44.83	38.66	32.32	26.70
P/B	7.65	7.23	6.68	5.64	4.74
EV/EBITDA	28.90	15.91	29.16	24.46	20.47

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	1,256	1,502	1,784
营业成本	404	537	614	745	891
营业税金及附加	1	2	2	3	3
销售费用	44	44	51	61	73
管理费用	109	106	124	148	176
研发费用	124	172	226	270	321
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	207	247	299
营业外收支	-1	-2	-1	-1	-1
利润总额	193	176	206	246	298
所得税	11	7	8	10	12
净利润	183	169	198	237	286
少数股东损益	-2	-8	-8	-9	-11
归属母公司净利润	185	177	206	246	298
EBITDA	262	259	267	312	364
EPS(当年)(元)	1.65	1.58	1.84	2.20	2.66

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	213	242	277
净利润	183	169	198	237	286
折旧摊销	64	68	51	56	57
财务费用	12	16	16	16	16
投资损失	-1	2	0	0	0
营运资金变动	-204	-244	-77	-107	-123
其它	39	20	24	41	41
投资活动现金流	-89	-43	-33	-41	-41
资本支出	-73	-30	-41	-41	-41
长期投资	-17	-40	0	0	0
其他	1	28	8	0	0
筹资活动现金流	78	-128	-133	-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	46	161	191

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理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。