

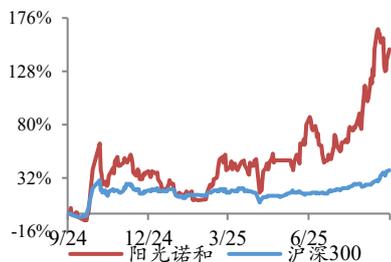
临床业务快速增长，创新资产储备丰富

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-02

收盘价(元)	76.90
近12个月最高/最低(元)	86.50/28.90
总股本(百万股)	112
流通股本(百万股)	112
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	86

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：杨馥媛

执业证书号：S0010524080001

邮箱：yangfuyuan@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】阳光诺和点评：STC007达成授权合作，重视创新管线资产价值 2025-07-04

2.【华安医药】阳光诺和24年报点评：临床业务持续推进，研发投入不断加码 2025-04-12

主要观点：

事件概况

2025年8月，阳光诺和发布2025年半年报：公司2025年H1实现营业收入5.90亿元，同比增长4.87%；归母净利润1.30亿元，同比下降12.61%。其中单二季度实现收入3.59亿元，同比增长15.73%；归母净利润1.01亿元，同比增长32.23%。

事件点评

● 研发持续投入，创新药管线布局日益完善

截至25年8月，公司已成功形成二十余种具有自主知识产权的1类新药在研管线，广泛覆盖了自身免疫性疾病、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。目前公司正在积极多个创新药项目的临床研究。

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、重度疼痛的临床II期已完成，III期临床试验有序推进中；针对瘙痒适应症的II期临床试验正在进行中，目前入组顺利，研究进展态势良好。

2) STC008注射液：主要适应症为治疗晚期实体瘤的肿瘤恶液质。Ia期试验计划招募74例健康受试者，目前已完成全部入组。该适应症市场巨大且临床急需，目前国内市场尚无针对该适应症的专用治疗药物。STC008注射液有望填补该领域国内治疗药物的空白。

3) ZM001注射液：该管线是一种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，适应症为中重度SLE。目前已处于临床I期阶段。

4) IC19：为靶向CD19的异体通用型CAR-T，适应症为SLE。该管线是公司艺妙神州合作的第2款自免药物。目前处于IIT阶段。

此外，公司在多肽、小核酸、细胞治疗、核药等领域布局了多条产品管线，分别处于临床前不同的阶段，公司将持续推动自研产品的孵化和开发。

● 临床业务占比逐渐提高，权益分成金额快速增长

25上半年公司药学研究实现收入2.03亿元(-40.80%)；临床试验和生物分析业务实现收入2.79亿元(+29.05%)；知识产权授权实现收入1.00亿元，主要为核心创新药管线STC007对外BD的首付款；权益分成2实现收入733.71万元(+119.73%)。公司未来每年还会新增权益品种获批上市，自研项目带权益品种数量会不断滚动增加，该部分会为公司带来研发期后收入，延长项目盈利周期。

● 投资建议

我们预计2025-2027年营收为13.06/15.87/18.41亿元，同比+21.1%/21.5%/16.0%；预计2025-2027年归母净利润为2.36/3.07/3.45亿元，同比+32.8%/30.3%/12.4%。维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧；药物研发技术发展带来的技术升级；订单交付不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1078	1306	1587	1841
收入同比 (%)	15.7%	21.1%	21.5%	16.0%
归属母公司净利润	177	236	307	345
净利润同比 (%)	-4.0%	32.8%	30.3%	12.4%
毛利率 (%)	50.2%	54.0%	52.8%	51.8%
ROE (%)	16.1%	19.1%	19.9%	18.3%
每股收益 (元)	1.58	2.10	2.74	3.08
P/E	23.86	36.55	28.06	24.96
P/B	3.84	6.97	5.58	4.56
EV/EBITDA	15.91	27.57	21.38	18.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1514	1836	2306	2879	营业收入	1078	1306	1587	1841
现金	566	836	994	1438	营业成本	537	601	750	887
应收账款	442	424	596	609	营业税金及附加	2	2	3	3
其他应收款	10	19	16	24	销售费用	44	59	71	77
预付账款	86	79	103	124	管理费用	106	144	175	202
存货	15	22	30	32	财务费用	10	2	0	1
其他流动资产	395	457	565	652	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	473	451	421	383	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	34	42	47	投资净收益	-2	1	1	1
固定资产	158	152	137	118	营业利润	178	244	326	366
无形资产	5	6	6	7	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	283	259	236	211	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	1987	2288	2727	3262	利润总额	176	243	325	365
流动负债	779	945	1071	1254	所得税	7	12	15	17
短期借款	309	389	439	469	净利润	169	231	310	349
应付账款	38	79	46	102	少数股东损益	-8	-5	3	3
其他流动负债	431	476	586	683	归属母公司净利润	177	236	307	345
非流动负债	106	109	112	115	EBITDA	259	302	384	428
长期借款	67	67	67	67	EPS (元)	1.58	2.10	2.74	3.08
其他非流动负债	39	42	45	48					
负债合计	885	1054	1183	1369					
少数股东权益	2	-3	0	4					
股本	112	109	109	109					
资本公积	376	279	279	279					
留存收益	613	848	1155	1500					
归属母公司股东权益	1101	1236	1543	1888					
负债和股东权益	1987	2288	2727	3262					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
经营活动现金流	32	333	141	443	成长能力				
净利润	169	231	310	349	营业收入	15.7%	21.1%	21.5%	16.0%
折旧摊销	68	47	49	52	营业利润	-8.5%	37.1%	33.7%	12.3%
财务费用	16	10	12	14	归属于母公司净利	-4.0%	32.8%	30.3%	12.4%
投资损失	2	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-244	40	-235	24	毛利率 (%)	50.2%	54.0%	52.8%	51.8%
其他经营现金流	433	197	551	330	净利率 (%)	16.5%	18.0%	19.3%	18.7%
投资活动现金流	-43	-35	-24	-19	ROE (%)	16.1%	19.1%	19.9%	18.3%
资本支出	-30	-38	-32	-29	ROIC (%)	11.7%	13.7%	15.0%	14.2%
长期投资	-40	-13	-8	-6	偿债能力				
其他投资现金流	28	16	16	16	资产负债率 (%)	44.5%	46.1%	43.4%	42.0%
筹资活动现金流	-128	-27	41	19	净负债比率 (%)	80.2%	85.4%	76.6%	72.4%
短期借款	-75	80	50	30	流动比率	1.95	1.94	2.15	2.30
长期借款	67	0	0	0	速动比率	1.37	1.41	1.57	1.71
普通股增加	0	-3	0	0	营运能力				
资本公积增加	-98	-97	0	0	总资产周转率	0.56	0.61	0.63	0.61
其他筹资现金流	-22	-7	-9	-11	应收账款周转率	2.93	3.00	3.08	3.03
现金净增加额	-138	270	158	443	应付账款周转率	11.38	10.29	12.00	12.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.58	2.10	2.74	3.08
					每股经营现金流薄)	0.29	2.98	1.26	3.95
					每股净资产	9.83	11.04	13.78	16.86
					估值比率				
					P/E	23.86	36.55	28.06	24.96
					P/B	3.84	6.97	5.58	4.56
					EV/EBITDA	15.91	27.57	21.38	18.23

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 杨馥媛, 主要负责 CXO 等行业研究。复旦大学保险硕士, 医药+经济复合背景。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。