

CRO 服务+自主新药双轮驱动，创新转型步入收获期

证券研究报告

2026 年 08 月 05 日

阳光诺和（688621.SH）首次覆盖报告

核心结论

国内领先的研发综合体，CRO 服务+自主新药双轮驱动。公司是一家成立于 2009 年的专注创新药物研发的综合性企业，以自主研发与对外合作双轮驱动，构建了多元技术平台与研发管线，目前业务有：临床试验和生物分析、药学研究服务、创新药及改良型新药研发服务、知识产权授权及权益分成等。

医药研发增量资金助力，内需逐步进入高景气周期。我们认为，中国本土新药研发需求有望持续增长，内需逐步进入高景气周期，主要驱动因素是医药研发增量资金助力：1) 26H1 创新药 BD 持续火热，总金额达到 977 亿美元；2) 26H1 港股 18A IPO 募资 126.91 亿港元，接近 2025 年全年水平；3) 医药投融资持续复苏，26H1 国内市场融资额达到 684 亿元，同比增长 96%。

业务模式布局完善，创新转型步入收获期。公司业务起步于药学研究，随后向临床研究及生物分析等 CRO 服务领域扩展；此外，公司在自主新药领域布局有多条自研管线，业务模式涵盖对外知识产权授权、权益分成等，2025 年 007 和 008 项目成功对外授权，创新转型逐步进入收获期。

研发持续投入，管线布局丰富。公司坚持以自主创新为核心发展导向，研发投入持续加大，2025 年和 2026 年第一季度研发投入分别为 1.62、0.35 亿元，对应研发投入占比分别为 13.22%、18.01%。此外，公司在研管线持续丰富，截至 2025 年末，公司已自主构建 20 余项拥有完全自主知识产权的一类新药在研管线，覆盖自身免疫性疾病、疼痛管理、心血管疾病等疾病领域。

投资建议：我们预计 2026 年-2028 年公司营业收入分别为 12.46/13.46/15.19 亿元，同比增长 2.0%/8.0%/12.9%，归母净利润为 1.95/2.13/2.50 亿元，同比变动-4.4%/+9.1%/+17.4%，在参考可比公司后，我们给予公司 2026 年归母净利润 40 倍 PE，对应目标价为 69.59 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：仿制药研发需求下滑、新签订单不及预期、新药研发进度不及预期或失败等风险。

核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,078	1,222	1,246	1,346	1,519
增长率	15.7%	13.3%	2.0%	8.0%	12.9%
归母净利润（百万元）	177	204	195	213	250
增长率	-4.0%	14.9%	-4.4%	9.1%	17.4%
每股收益（EPS）	1.58	1.82	1.74	1.90	2.23
市盈率（P/E）	38.4	33.4	35.0	32.1	27.3
市净率（P/B）	6.2	5.6	4.8	4.2	3.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

增持

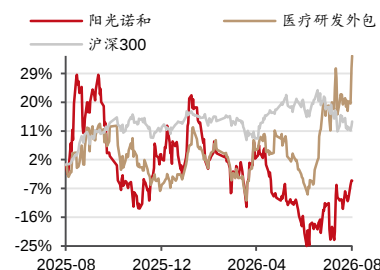
股票代码 688621.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 60.88

近一年股价走势



分析师

李梦园 S0800523010001

15618259155

limengyuan@research.xbmail.com.cn

张巍 S0800526040003

zhangwei09802@xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
阳光诺和核心指标概览	5
一、 国内领先的研发综合体，CRO 服务+自主新药双轮驱动	6
1.1 聚焦医药领域多年，赋能药物研发生产全流程	6
1.2 收入增速下降，利润有所波动	8
二、 内需逐步进入高景气周期，国内 CRO 市场持续扩容	9
2.1 医药研发增量资金助力，内需进入高景气周期	9
2.2 研发持续投入+IND 不断增长，国内 CRO 市场空间持续扩容	12
三、 业务模式布局完善，创新转型步入收获期	13
3.1 CRO 服务：药学研究有所承压，临床业务保持稳健	13
3.2 自主新药：创新持续转型，业务模式多元	16
四、 研发投入持续增加，创新管线步入收获期	17
4.1 研发投入持续增加，技术平台布局完善	17
4.2 在研创新管线丰富，多个项目步入收获期	19
五、 盈利预测与投资建议	22
5.1 收入拆分与盈利预测	22
5.2 估值与投资建议	23
六、 风险提示	24

图表目录

图 1：阳光诺和核心指标概览图	5
图 2：公司发展历程	6
图 3：公司部分主营业务	7
图 4：公司股权结构（截至 2026 年一季度）	7
图 5：公司《2025 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》公司层面业绩考核目标	8
图 6：2019 -2026Q1 营业收入及增速（亿元）	9
图 7：2019 -2026Q1 归母净利润及增速（亿元）	9
图 8：2019 -2026Q1 毛利率及净利率	9
图 9：2019 -2026Q1 各项费用率	9

图 10: 2015-2026H1 中国创新药 BD 总金额及数量 (亿美元/个)	10
图 11: 2018-2026H1 港股 18A IPO 数量及募资金额 (亿港元/个)	11
图 12: 2015-2026M1-7 国内医药投融资金额 (亿元)	11
图 13: 2015-2026M1-7 国外医药投融资金额 (亿元)	11
图 14: 2020-2026 年 7 月国内月度融资额汇总 (亿元)	12
图 15: 2020-2026 年 7 月海外月度融资额汇总 (亿元)	12
图 16: 2017-2034E 中国医药研发投入 (亿美元)	12
图 17: 2020-2025 中国 IND 申报受理及获批数量 (个)	12
图 18: 2020-2034E 中国 CRO 服务市场规模 (亿美元)	13
图 19: 仿制药药学研究服务流程	14
图 20: 2020-2025 仿制药药学研究服务收入及增速 (亿元)	14
图 21: 2020-2025 药物非临床研究服务毛利率	14
图 22: 临床试验及生物分析服务流程	15
图 23: 2020-2025 临床试验及生物分析服务收入及增速 (亿元)	15
图 24: 2020-2025 临床试验及生物分析服务毛利率	15
图 25: 2017-2025 各业务收入结构变化 (亿元)	16
图 26: 2019-2025 研发投入及占比 (亿元)	17
图 27: 2020-2025 研发人员数量及占比	17
图 28: 公司技术平台布局完善	18
图 29: iCVETide®多肽创新分子发现平台	18
图 30: 小核酸递送平台	19
图 31: 小核酸序列设计平台	19
图 32: CGT 技术平台	19
图 33: 公司规划管线	20
图 34: STC007 注射液具备独特优势	21
图 35: STC007 注射液治疗腹部手术后疼痛 II 期临床试验数据	21
图 36: 收入拆分与盈利预测	23
表 1: 可比公司估值情况 (截至 2026 年 8 月 5 日)	24

投资要点

关键假设

- 1) 公司现阶段核心业务是临床试验和生物分析业务，涵盖创新药和仿制药两大领域，尽管行业竞争激烈，但由于公司内部业务的协同导流和长期合作客户转化，我们预计该业务未来保持稳定增长，预计 2026-2028 年的营业收入分别为 6.17/7.34/8.81 亿元，分别同比增长 18.00%/19.00%/20.00%；考虑到公司目前该业务主要以一体化项目导流为主，盈利能力较为稳定，我们预计 2026-2028 年的毛利率分别为 38.00%/38.00%/38.00%。
- 2) 公司仿制药药学研究服务系公司传统核心业务板块，但由于 MAH 政策收紧导致药企研发意愿降低、短期行业竞争加剧导致订单价格下滑，以及公司战略性调整业务布局，因此我们预计该业务将处于战略收缩状态，预计 2026-2028 年的营业收入分别为 2.37/1.66/1.16 亿元，分别同比下降 30.00%/30.00%/30.00%；公司已主动调整业务布局，减少低毛利仿制药项目承接，重点拓展高附加值业务，综合考虑过往低价订单影响，我们预计 2026-2028 年的毛利率分别为 20.00%/20.00%/20.00%。
- 3) 创新药、改良型新药研发服务是当下公司战略转型的核心方向，受益于创新药 BD 交易火热，公司自研管线成功实施对外转让和授权，我们预计该业务将保持稳健增长的趋势，2026-2028 年的营业收入分别为 2.73/3.14/3.71 亿元，同比增长 10.00%/15.00%/18.00%；由于该业务的主要成本为研发支出，此前已在各年度计入研发费用，计入当期成本较低，因此该业务毛利率较高，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 97.00%/97.00%/97.00%。
- 4) 知识产权授权业务同样是公司战略转型和新布局的业务方向之一，考虑到在研管线的临床进度以及对外授权节奏，我们预计 2026-2028 年的营业收入分别为 1.05/1.16/1.33 亿元，分别同比增长 5.00%/10.00%/15.00%，由于对外授权的业务模式和前期研发投入费用化，因此我们预计该业务毛利率将保持 100%。
- 5) 权益分成是公司与客户约定在药品获批上市后按一定比例分享销售收益，考虑到公司权益分成的管线数量、进展以及分成比例，我们预计 2026-2028 年的营业收入分别为 0.13/0.14/0.17 亿元，分别同比增长 15.00%/15.00%/15.00%，由于已上市产品无需公司后续投入，因此毛利率为 100%。

区别于市场的观点

市场认为由于 MAH 政策收紧导致行业竞争激烈，公司药学研究业务承压，但我们认为：公司已经积极调整业务布局：1) 主动减少药学研究业务的低毛利订单承接，重点拓展特殊制剂、改良型新药等高附加值业务；2) 坚定实施创新转型，已有多条在研创新管线，未来创新转型有望成为公司新成长曲线。

股价上涨催化剂

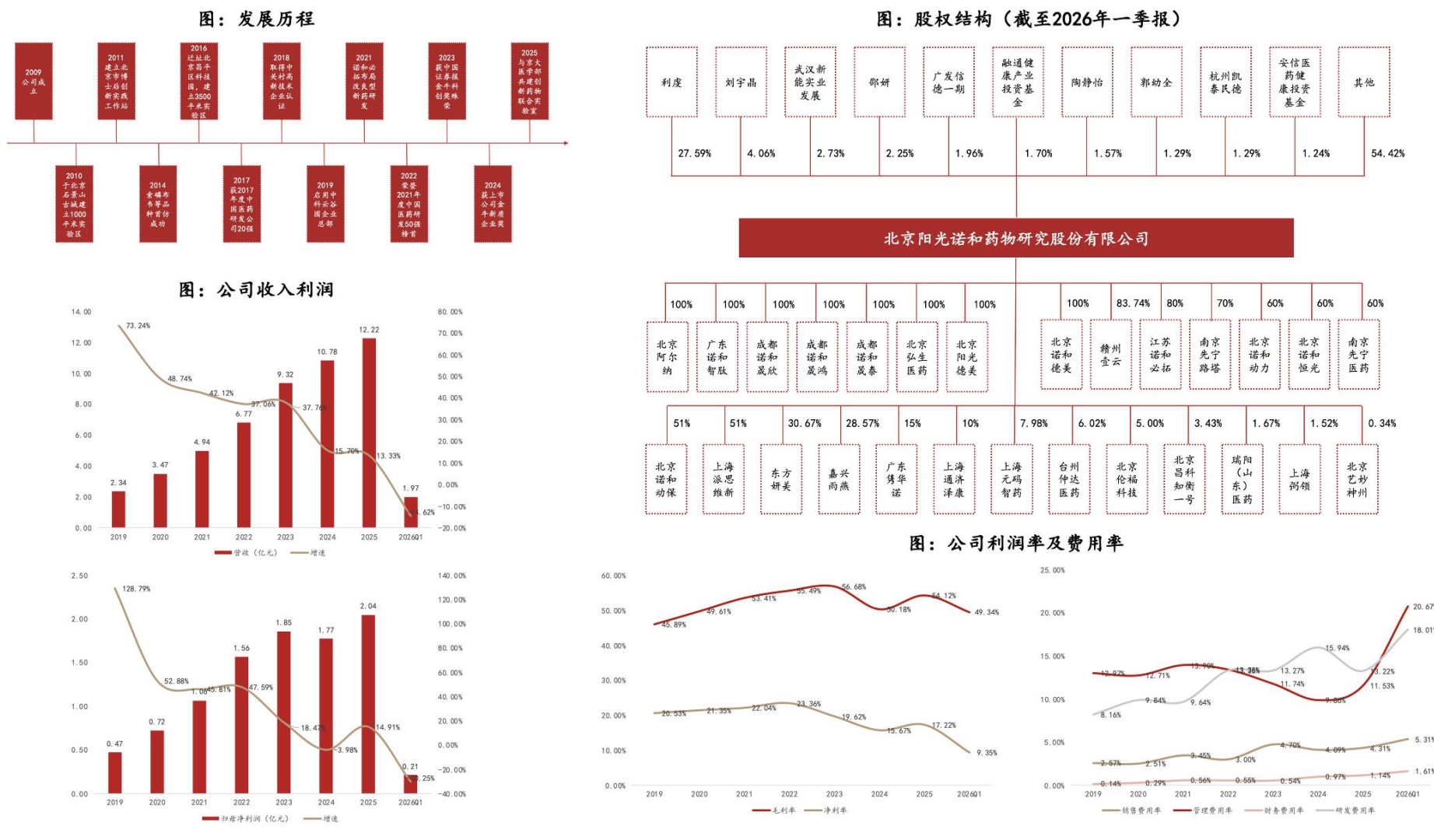
新签订单超预期，创新药研发进度/临床数据等超预期，自研管线成功对外 BD。

估值与目标价

我们预计 2026 年-2028 年公司营业收入分别为 12.46/13.46/15.19 亿元，同比增长 2.0%/8.0%/12.9%，归母净利润为 1.95/2.13/2.50 亿元，同比变动-4.4%/+9.1%/+17.4%，在参考可比公司后，我们给予公司 2026 年归母净利润 40 倍 PE，对应目标价为 69.59 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

阳光诺和核心指标概览

图 1：阳光诺和核心指标概览图



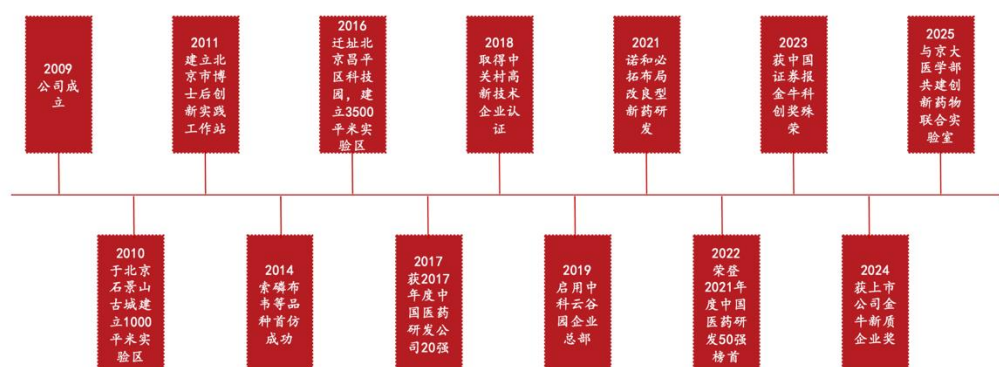
资料来源：iFinD，公司官网，公司财报，西部证券研发中心

一、国内领先的研发综合体，CRO服务+自主新药双轮驱动

1.1 聚焦医药领域多年，赋能药物研发生产全流程

公司聚焦医药领域多年，领先的创新研发综合体。阳光诺和成立于2009年，是一家专注于创新药物研发的综合性企业，以自主研发与对外合作双轮驱动，构建了多元化的技术平台与研发管线，已具备从药物靶点发现、多分子形式 PCC 确认、非临床研究、临床研究到药品注册上市的全流程研发能力。目前，公司经过多年技术积累，已构建了“1+4”技术平台体系：1 个综合药物研发平台，以及多肽药物、小核酸药物、细胞与基因治疗药物、小分子药物 4 个创新技术平台，公司在研品种覆盖肿瘤、自身免疫、疼痛管理、心血管、中枢神经、代谢及呼吸系统疾病等重大治疗领域。

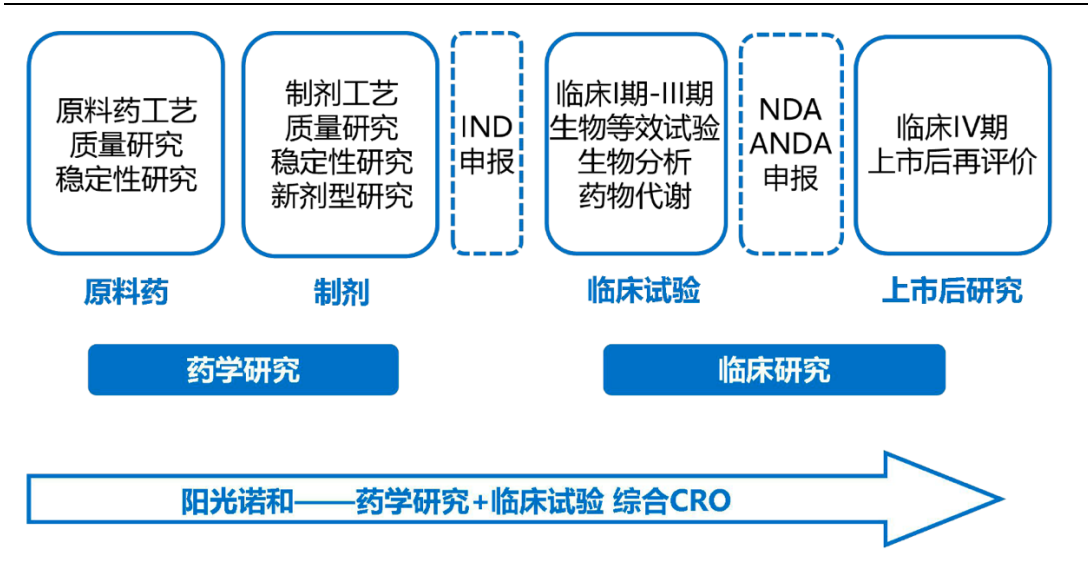
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

CRO 服务+自主新药双轮驱动，业务覆盖新药研发全周期。公司聚焦 CRO 服务+自主新药双轮驱动：对外提供涵盖 2 类新药、仿制药药学开发与一致性评价、创新药临床服务的全流程一站式解决方案；对内构建从靶点发现到产业化的创新药全链条自主研发体系，公司的服务内容贯通药物发现、药理药效、药学研究、临床研究及生物分析等关键环节，以体系化能力赋能客户加速成果转化，以差异化创新提升患者用药可及性。具体来看，公司主营业务分为：1) CRO 服务：包括仿制药药学研究、临床试验和生物分析；2) 自主新药：包括创新药及改良型新药研发、知识产权授权、权益分成。

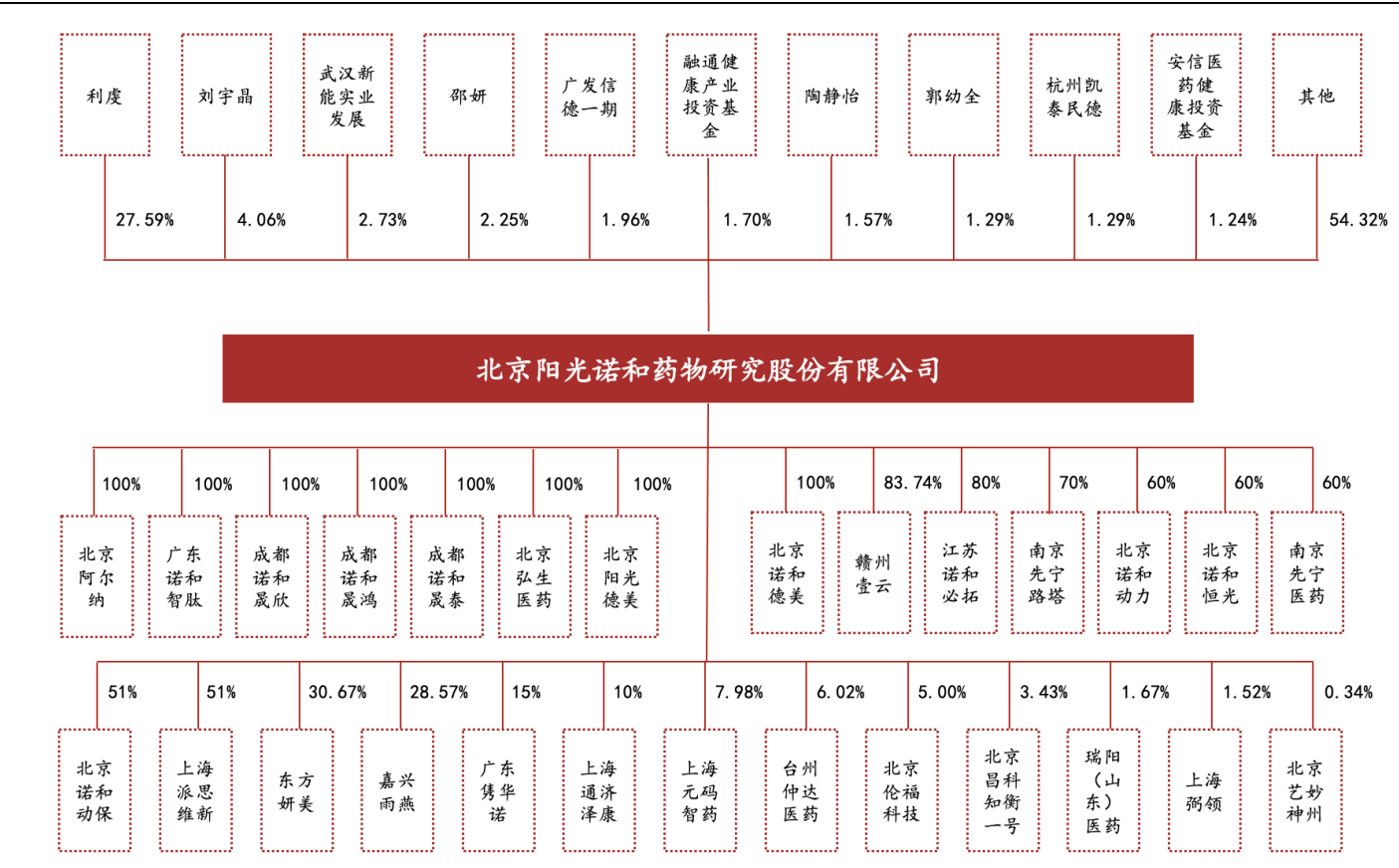
图 3：公司部分主营业务



资料来源：阳光诺和招股说明书，西部证券研发中心

股权结构清晰稳定，子公司布局完善。截至 2026 年 3 月 31 日，公司实控人、控股股东为利度，直接持股比例为 27.59%，公司股权结构清晰稳定，实控人对公司有相对较高的控制权。此外，公司设立有多个子公司，业务布局完善，如：诺和晟泰负责多肽研发、阳光德美负责生物检测、派思维新负责药理药效、诺和必拓负责改良药研发、诺和动力负责核药研究、先宁医药负责 SMO、诺和恒光负责贴剂研发等。

图 4：公司股权结构（截至 2026 年一季报）



资料来源：iFinD，公司 2026 年一季报，西部证券研发中心（注：本图所涉及的子公司为公司部分子公司）

股权激励草案（修订稿）颁布，彰显中长期发展信心。2026 年 4 月 23 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案修订稿），公司拟向董监高、核心技术人员在内的 127 名员工实施股权激励计划，约占公司员工总数 1556 人（截至 2024 年 12 月 31 日）的 8.16%，此次拟授予 272.1783 万股限制性股票，约占此激励计划草案公告时公司股本总额 11200 万股的 2.43%，归属期共分为 2 期，归属比例分别为 50%、50%，业绩考核年度为 2025 年-2026 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，此次股权激励草案的颁布，彰显公司长期发展的信心。（注：公司于 2026 年 7 月 3 日发布《关于作废 2025 年限制性股票激励计划部分已授予尚未归属的限制性股票的公告》，激励对象中共 13 名激励对象离职和 1 名激励对象自愿放弃，作废其已授予尚未归属的限制性股票 11.2046 万股，本次作废不会影响股权激励计划的继续实施。）

图 5：公司《2025 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》公司层面业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标 (公司层面归属系数 100%)	业绩考核目标 (公司层面归属系数 90%)	业绩考核目标 (公司层面归属系数 80%)
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%。	1) 2025 年 IND 不少于 3 项；启动 2 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%。	1) 2025 年 IND 不少于 2 项；启动 2 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 年营业收入或净利润增长率不低于 20%。	1) 2026 年 IND 不少于 2 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 年营业收入或净利润增长率不低于 20%。	1) 2026 年 IND 不少于 2 项；启动 2 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 年营业收入或净利润增长率不低于 20%。

资料来源：公司《2025 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》，西部证券研发中心

1.2 收入增速下降，利润有所波动

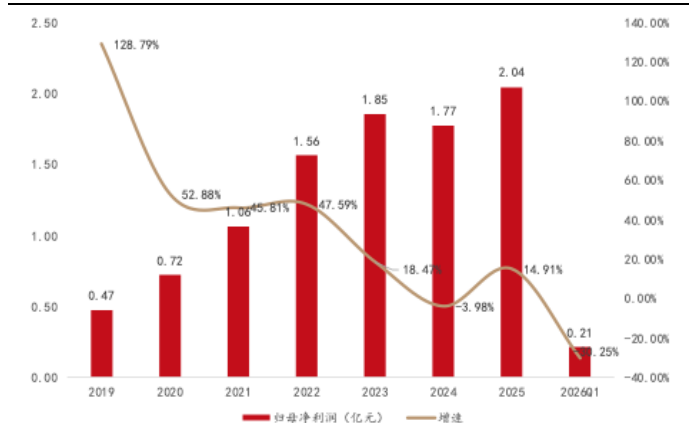
收入增速下降，利润有所波动。从收入端来看，公司 2019 年营业收入为 2.34 亿元，随后快速增长到 2023 年的 9.32 亿元，期间 CAGR 为 41.27%，2024、2025 年营业收入分别为 10.78、12.22 亿元，分别同比增长 15.70%、13.33%，2026 年第一季度公司营业收入为 1.97 亿元，同比下降 14.62%；从利润端来看， 2019 年归母净利润为 0.47 亿元，随后快速增长到 2023 年的 1.85 亿元，期间 CAGR 为 40.85%，2024、2025 年归母净利润分别 1.77、2.04 亿元，分别同比减少 3.98%、同比增长 14.91%， 2026 年第一季度归母净利润为 0.21 亿元，同比下降 30.25%。

图 6：2019 -2026Q1 营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

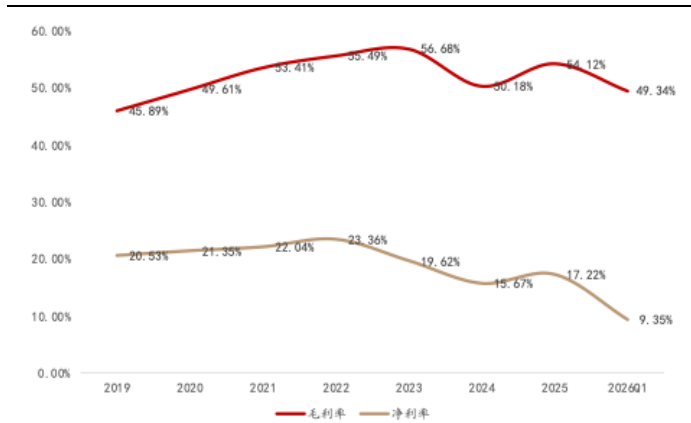
图 7：2019 -2026Q1 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

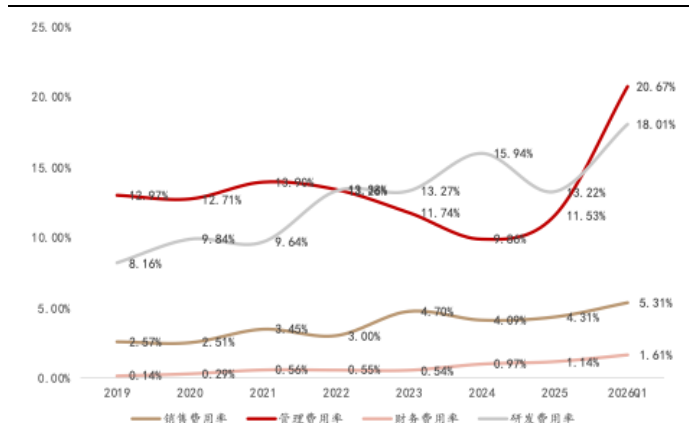
毛利率稳定、净利率下降，多项费用率有所提升。近年来公司毛利率保持相对稳定，2025年毛利率为54.12%，2026年第一季度毛利率为49.34%；公司近年来净利率有所下降，2025年净利率为17.22%，2026年第一季度净利率为9.35%，较去年同期分别减少2.50个百分点。此外，近年来公司多项费用率有所提升，2025年，管理、研发、销售、财务费用率分别为11.53%、13.22%、4.31%、1.14%；2026年第一季度公司管理费用率为20.67%，较去年同期增加10.15个百分点；研发费用率为18.01%，较去年同期增加1.67个百分点；销售费用率为5.31%，较去年同期增加1.77个百分点；财务费用率为1.61%，较去年同期增加0.59个百分点。

图 8：2019 -2026Q1 毛利率及净利率



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 9：2019 -2026Q1 各项费用率



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

二、内需逐步进入高景气周期，国内CRO市场持续扩容

2.1 医药研发增量资金助力，内需进入高景气周期

随着中国创新药 BD 交易持续火热，港股创新药企 IPO 的不断回暖、医药投融资的复苏，我们认为，中国本土新药研发需求有望持续增长，从而带动国内本土 CRO 快速回暖，内需逐步进入高景气周期。

2026H1 创新药 BD 持续火热，总金额达到 977 亿美元。2025 年，中国创新药 BD 交易

达到历史新高，共计 157 起 license-out 交易事件，总金额约 1357 亿美元，较 2024 年实现翻倍增长。2026 上半年，中国创新药 BD 交易延续火热趋势，共计 96 起 license-out 交易事件，总金额达 977 亿美元，整体来看，2026 年创新药 BD 有望延续火热趋势，中国创新药资产质量不断提升并获得国际认可。

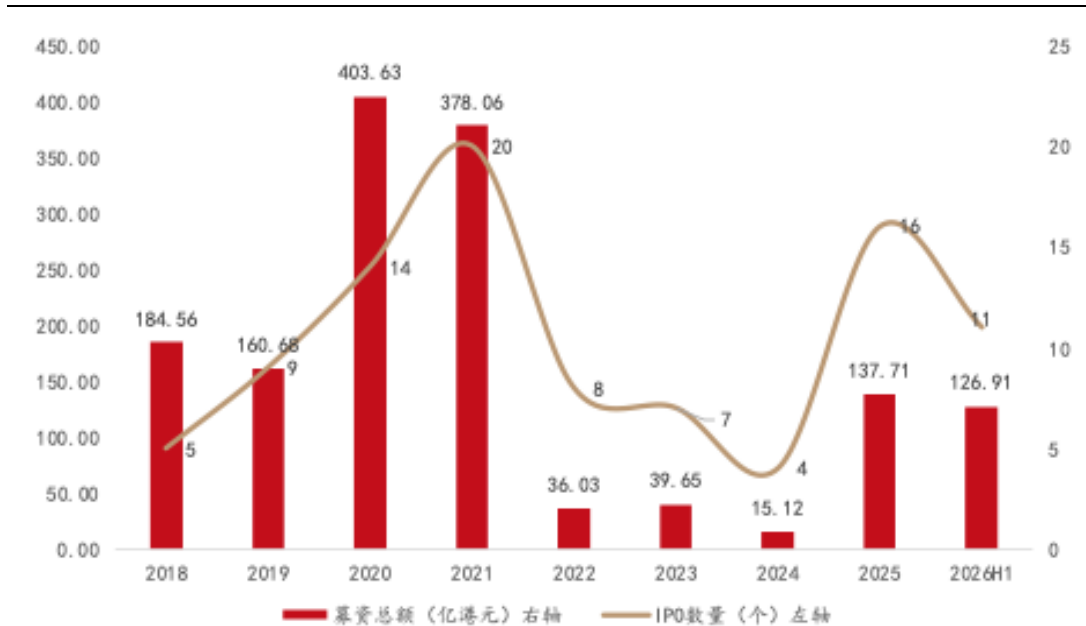
图 10：2015-2026H1 中国创新药 BD 总金额及数量（亿美元/个）



资料来源：医药魔方，西部证券研发中心

港股创新药企 IPO 回暖，预计 2026 募资总额持续增长。2025 年，港股共有 16 家药企以 18A 成功 IPO，募集资金总额为 137.71 亿港元，较 2024 年的 15.12 亿港元大幅增长；2026 年上半年，港股共有 11 家药企以 18A 成功 IPO，募集资金总额为 126.91 亿港元，接近 2025 年全年募集资金总额。此外，截至 2026 年 7 月 3 日，港股共有 38 家药企以 18A 排队等候上市（仅统计目前聆讯中，剔除已失效或已撤回），未来募资总额有望持续增长。

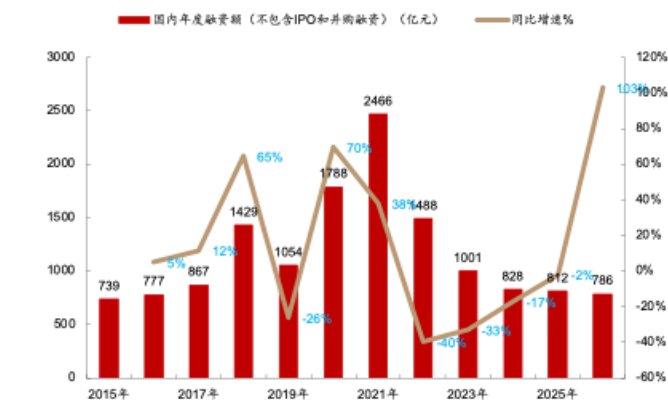
图 11: 2018-2026H1 港股 18A IPO 数量及募资金额（亿港元/个）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

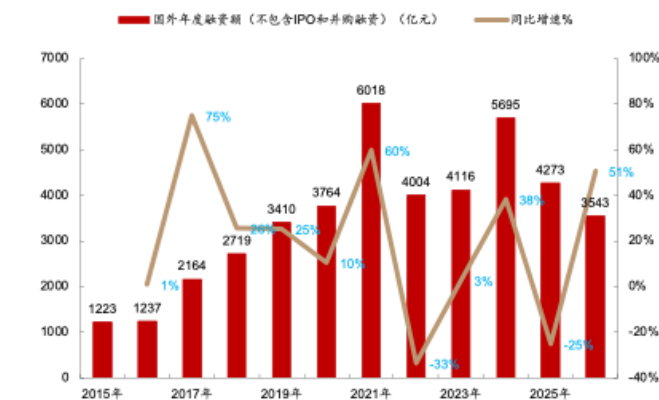
2026年1-7月国内外医药投融资持续复苏。截至2026年7月31日，2026年1-7月国内市场融资额达到786亿元，同比增长103%，海外市场融资额达3543亿元，同比增长51%，整体来看，国内外医药投融资持续复苏，其中国内市场复苏更为强劲。此外，分月度来看，2026年7月单月国内市场融资额达102亿元，同比增长169%，2026年7月单月海外市场融资额达432亿元，同比下降14%。

图 12: 2015-2026M1-7 国内医药投融资金额（亿元）



资料来源：动脉橙，西部证券研发中心

图 13: 2015-2026M1-7 国外医药投融资金额（亿元）



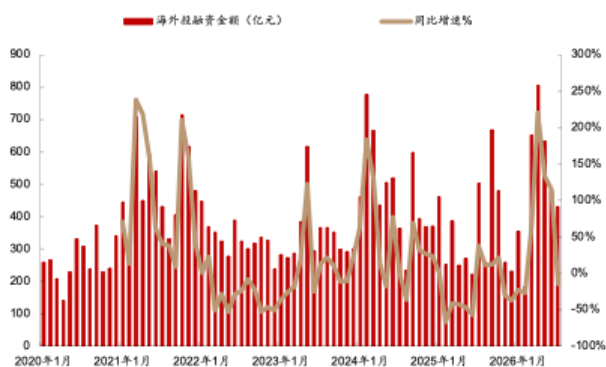
资料来源：动脉橙，西部证券研发中心

图 14：2020-2026 年 7 月国内月度融资额汇总（亿元）



资料来源：动脉橙，西部证券研发中心

图 15：2020-2026 年 7 月海外月度融资额汇总（亿元）



资料来源：动脉橙，西部证券研发中心

2.2 研发持续投入+IND 不断增长，国内 CRO 市场空间持续扩容

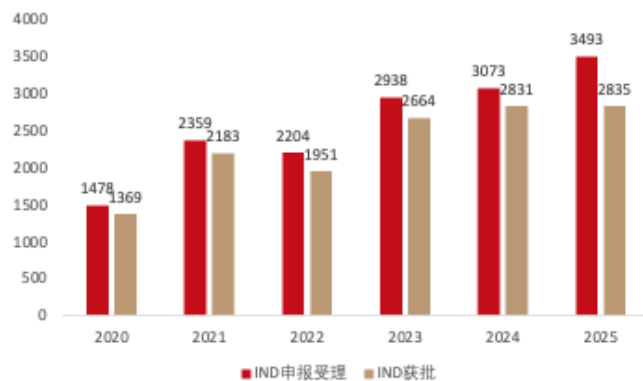
国内医药研发持续投入，IND 及 NDA 数量不断增长。创新是医药行业的核心竞争力之一，研发的持续投入是医药创新的重要驱动力。随着国内药物创新需求的提升、国家政策不断扶持，我国医药研发投入总体呈现显著上升趋势，根据弗若斯特沙利文数据，中国研发投入规模从 2020 年的 247 亿美元增长至 2024 年的 412 亿美元，2034 年将达到 783 亿美元。此外，我国 IND 数量持续增长，2025 年我国 IND 申报受理和获批的数量分别为 3493、2835 个，同比增长 13.67%、0.14%。

图 16：2017-2034E 中国医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，鼎泰药物招股说明书，西部证券研发中心

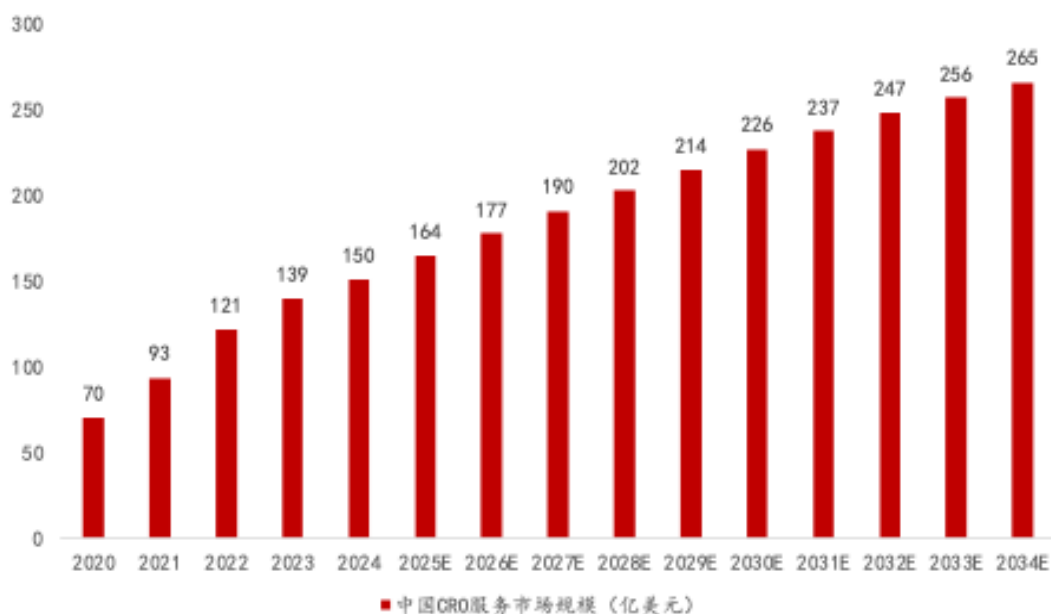
图 17：2020-2025 中国 IND 申报受理及获批数量（个）



资料来源：中国医药信息工业中心，西部证券研发中心

国内 CRO 行业持续发展，市场规模不断扩容。近年来，由于国内本土创新药企需求的增加，国内 CRO 市场持续发展，市场规模不断扩容，根据弗若斯特沙利文数据，2025 年市场规模约为 164 亿美元，2030 年将达到 226 亿美元，2034 年有望进一步增长至 265 亿美元。

图 18: 2020-2034E 中国 CRO 服务市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，鼎泰药物招股说明书，西部证券研发中心

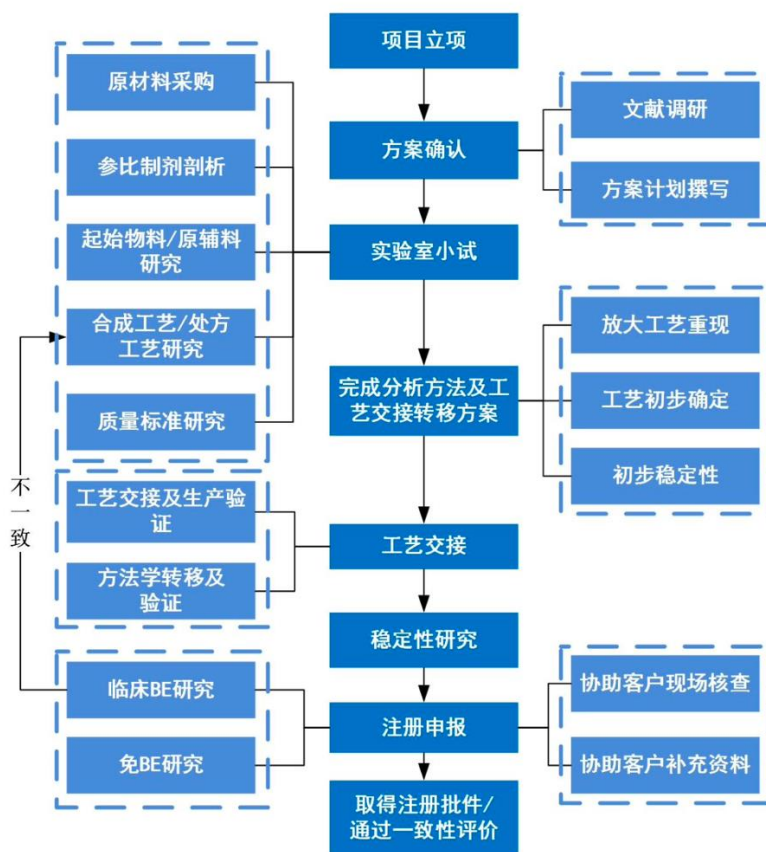
三、业务模式布局完善，创新转型步入收获期

3.1 CRO服务：药学研究有所承压，临床业务保持稳健

早年药学业务起家，逐步拓展临床业务。公司业务起步于药学研究业务，在药学研究领域积累了丰富的经验，建立了扎实的客户基础。随后，公司的业务领域向临床研究、生物分析、药物发现及部分临床前研究等服务领域扩展，目前具备“临床前+临床”综合研发服务模式，能够满足客户多样化需求，有利于提高药物开发成功的率和研发效率，从而有利于提高公司订单获取的能力。

药学是传统核心业务，聚焦仿制药研发。公司仿制药药学研究服务系公司传统核心业务板块，服务主要聚焦于仿制药的处方工艺开发、质量标准研究、稳定性研究、仿制药一致性评价等。由于仿制药无需重新验证药物的有效性与安全性，仅需证实其与原研药物具有一致性，其核心依据主要源自药学研究，因此药学研究服务构成仿制药研发过程中的关键环节。

图 19：仿制药药学研究服务流程



资料来源：阳光诺和招股说明书，西部证券研发中心

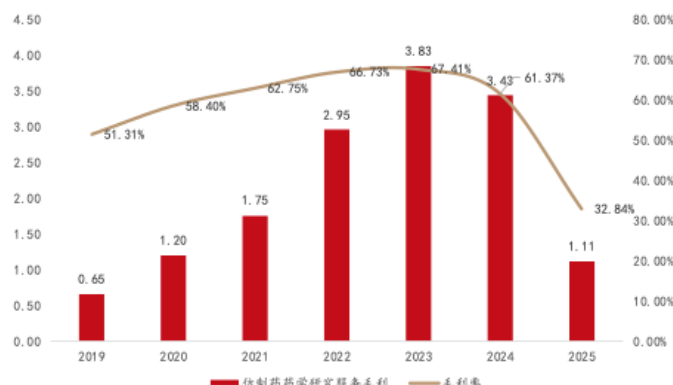
仿制药药学短期承压，毛利率有所波动。2025 年，公司仿制药药学研究服务实现收入 3.38 亿元，同比下降 39.41%，毛利率为 32.84%，较去年同期减少 28.53 个百分点，该业务收入下降的主要原因是：1）受国家集采政策常态化推进影响，普通仿制药终端利润空间收窄，制药企业新立项意愿及研发外包预算有所下降；2）行业竞争加剧，部分同质化项目服务价格承压；3）公司主动调整业务布局，减少低毛利仿制药项目承接，重点拓展特殊制剂、改良型新药、高价值仿制药等高附加值业务。此外，该业务毛利率下降的主要原因是收入大幅下滑而成本未能同比例下降。

图 20：2020-2025 仿制药药学研究服务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

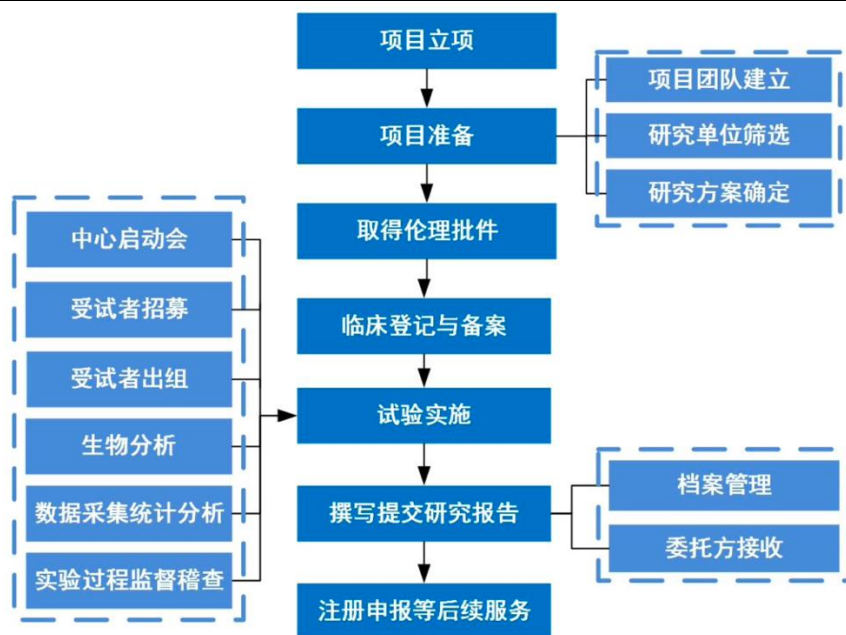
图 21：2020-2025 药物非临床研究服务毛利率



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

临床业务布局全面，提供一站式服务能力。在临床试验领域，公司凭借卓越的专业能力与完善的平台布局，为客户提供全方位、高质量的临床研究服务，主要面向创新药与仿制药两大领域，涵盖创新药物自 I 期至 IV 期研究、仿制药生物等效性试验及上市后评价，并提供全流程解决方案。公司生物分析服务涉及大小分子药物的药代动力学、免疫原性、药效学和生物标志物检测，可承接临床前与临床样本分析。

图 22：临床试验及生物分析服务流程



资料来源：阳光诺和招股说明书，西部证券研发中心

临床收入增长稳健，毛利率保持相对稳定。2025 年，公司临床试验及生物分析服务实现收入 5.23 亿元，同比增长 2.13%，毛利率为 37.70%，较去年同期增加 0.53 个百分点，公司临床试验及生物分析服务收入仍实现小幅增长，毛利率保持相对稳定，主要原因是公司内部业务协同导流、长期合作客户支撑和一体化项目有序转化所带来的业务结构性优势有效对冲了行业竞争带来的不利影响，使得公司临床试验及生物分析服务收入和毛利率保持基本稳定。

图 23：2020-2025 临床试验及生物分析服务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 24：2020-2025 临床试验及生物分析服务毛利率



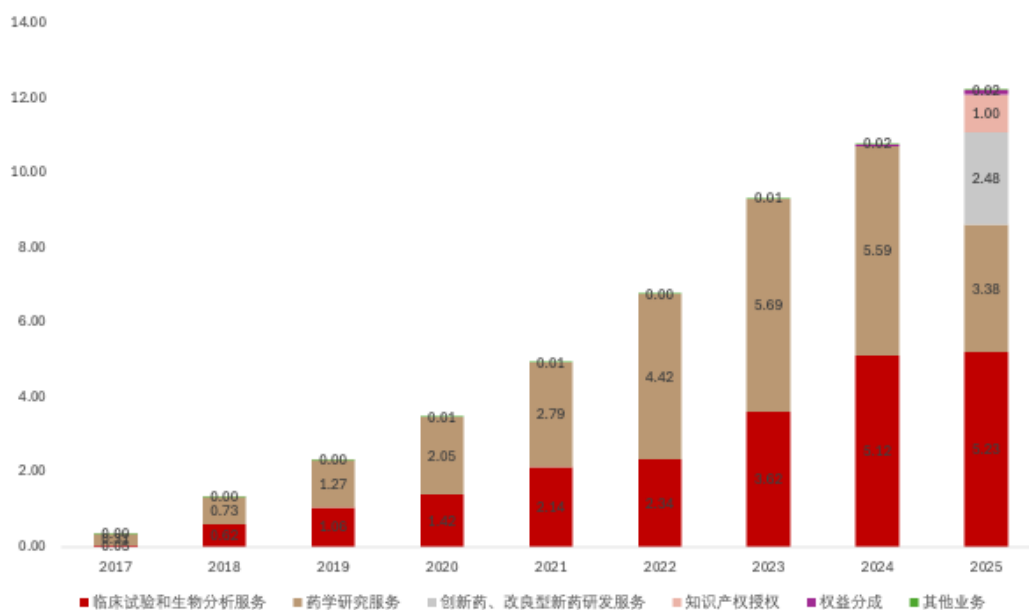
资料来源：iFinD，西部证券研发中心

医院覆盖全面，项目经验丰富。目前，公司在全国设立了 22 个常驻点，与近 500 家医院建立了长期稳定的临床合作关系，形成了广泛且高效的临床试验网络。公司正在开展多项具有前沿性和创新性的临床试验项目。公司通过多年的积累，已形成了丰富的创新药物及改良型新药的临床研究经验。在研产品布局涵盖多肽偶联药物（PDC）、放射性核素偶联药物（RDC）、小核酸皮下注射剂等前沿剂型。

3.2 自主新药：创新持续转型，业务模式多元

坚定创新转型，业务模式多元。公司立足“研发服务+管线培育+新质产业链”三位一体业务生态，在研发服务领域坚持“临床前+临床”一体化综合服务模式；在管线培育方面，公司坚定实施创新转型，紧密围绕未被满足的临床需求，聚焦多肽、小核酸、细胞治疗等前沿领域，专注研发具备全球自主知识产权的创新药物，并通过技术授权转让、合作权益分成等多元化方式实现成果转化与价值变现，构建具有市场竞争力的产品线。目前，公司在自主新药领域，已经布局有包括创新药及改良型新药研发、知识产权授权、权益分成等多元业务模式，可以不断分享创新药研发及上市后红利。

图 25：2017-2025 各业务收入结构变化（亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

国内创新药 BD 交易持续活跃，新药研发服务成功兑现收入。创新药及改良型新药研发服务是公司当前战略转型的核心方向，公司构建从靶点发现到产业化的创新药、改良型新药全链条自主研发体系，自研管线推进至临床关键阶段后，择机通过权益转让等方式向合作客户转让，公司仅保留部分销售分成权。2025 年，公司新增创新药、改良型新药研发服务收入 2.48 亿元，毛利率为 96.87%，主要原因是 2025 年以来，国内创新药 BD 交易活跃及国际化布局加速，公司自主研发管线不断实现对外授权及转让，主要包括：1) 创新药 STC008 管线对外转让；2) 改良型新药 BTS0327、BTS1115 和 BTP0611 等自研项目成功对外转；此外，该业务毛利率较高的主要原因是：1) 相关研发投入已在此前年度计入研发费用，未结转至当期营业成本；2) 业务收入来源于项目早期里程碑节点，对应的交付内容以技术方案转移等为主，所需直接材料、人工及外部服务成本较少，当期结转的

直接成本金额较少。

STC007 成功对外合作，知识产权授权收入 1 亿元。知识产权授权业务是公司依托自身研发实力与资源自主立项，打造拥有自主知识产权的医药资产并持有主要权益。待项目推进至合适研发阶段，通过区域权益许可等形式向客户出让部分权益，从而获取一次性转让费、里程碑付款等收益的业务模式，属于当前 CRO 企业从“服务外包”向“价值共创”转型的代表性模式。2025 年，公司新增知识产权授权业务收入 1.00 亿元，毛利率为 100.00%，主要是公司成功与合作方就 STC007 镇痛适应症签署技术授权合作协议并收款。

权益分成快速增长，持续分享新药红利。权益分成业务是公司在部分药品研发合作项目中，除收取研发服务费用外，与客户约定在药品获批上市后按一定比例分享销售收益，从而使公司在药品有效生命周期内持续获得收益的业务模式。2025 年，公司权益分成业务实现收入 0.11 亿元，同比增长 67.44%，毛利率均为 100%，未来随着产品市场推广的逐步深入，终端销量持续增长，公司依据合作协议约定收取的权益分成收入也将会相应增加。

四、研发投入持续增加，创新管线步入收获期

4.1 研发投入持续增加，技术平台布局完善

坚定自主创新战略，研发投入持续增加。公司坚持以自主创新为核心发展导向，以技术转化为重要支撑，持续加大研发资金、人才、设备等各类资源投入力度。近年来，公司研发投入持续增加，研发投入从 2019 年的 0.19 亿元快速增长到 2024 年的 1.72 亿元，2025 年和 2026 年第一季度研发投入分别为 1.62、0.35 亿元，对应研发投入占比分别为 13.22%、18.01%；此外，公司研发团队持续壮大，2025 年研发人员共计有 1108 人，约占公司总员工的 83%。

图 26：2019-2025 研发投入及占比（亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 27：2020-2025 研发人员数量及占比



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

技术平台布局完善，药物领域覆盖全面。近年来，创新药研发平台化趋势明显，各类专业化平台实现分子筛选、靶点验证、管线推进的高效协同，推动创新药研发取得突破。技术平台是公司战略落地、提升核心竞争力的关键载体，为公司高质量发展提供核心战略支撑。围绕主营业务发展方向，公司已构建并持续完善覆盖多肽、小核酸、缓控释改良型新药、细胞治疗及临床服务等在内的多项核心技术平台，各平台功能定位清晰、优势互补、协同

联动，为创新药研发、改良型新药产业化及临床服务能力提升提供坚实技术保障。

图 28：公司技术平台布局完善



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

多肽创新药平台：公司建设 iCVETide®多肽新药发现平台，借助计算辅助药物发现(CADD)技术，显著提升多肽创新药物分子的发现效率，降低筛选成本。目前，公司正携手华为云，基于盘古大模型打造 AI 多肽分子发现平台，运用人工智能辅助药物发现 (AIDD) 技术，进一步增强 iCVETide®平台的分子发现与优化能力。此外，公司的 BiMTtide®多肽偶联药物 (PDC) 开发平台，可实现 PDC、RDC 药物分子结构的优化与定制开发，全方位助力创新药物研发。

图 29：iCVETide®多肽创新分子发现平台



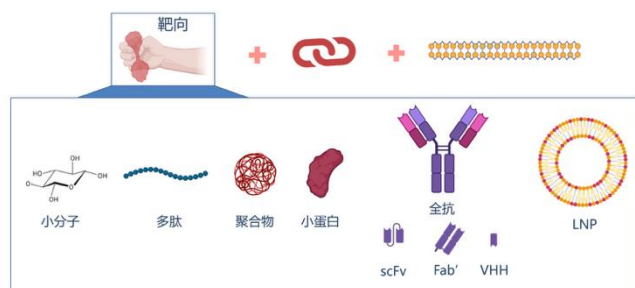
建立以设计和筛选为核心的全创新链技术平台

解决多肽药物源头创新瓶颈问题，诞生“first-in-class”新药

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

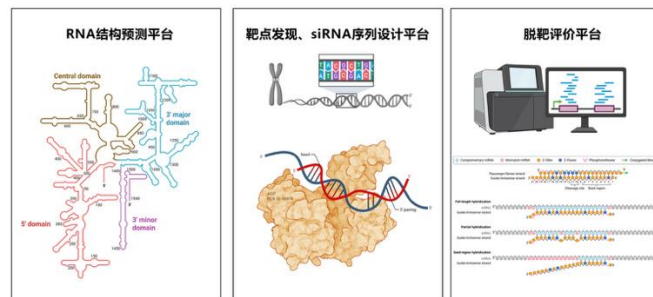
小核酸创新药研发平台：公司建立专业化小核酸创新药研发平台，聚焦小核酸药物递送系统关键技术攻关，着力解决小核酸药物体内稳定性、靶向递送、生物利用度等行业共性难题。通过创新载药系统设计与制剂优化，有效提升小核酸药物递送效率与治疗效果，为小核酸药物临床转化与产业化发展奠定核心技术基础。

图 30：小核酸递送平台



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图 31：小核酸序列设计平台



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

细胞治疗平台：公司积极构建细胞治疗研发平台，在免疫细胞改造、靶向载体设计及体内高效递送等关键环节形成差异化技术优势，具备高效开发、临床转化及迭代升级的综合能力。平台聚焦自身免疫疾病、肿瘤等存在重大未满足临床需求的治疗领域，依托成熟的技术体系开展创新疗法研发，相关产品已进入临床试验阶段，为公司在前沿治疗领域形成核心竞争力与持续创新能力提供了有力支撑。

图 32：CGT 技术平台



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

4.2 在研创新管线丰富，多个项目步入收获期

在研管线持续丰富，治疗领域覆盖全面。公司始终以自主创新为核心发展导向，以技术转化为重要支撑，持续加大研发资金、人才、设备等各类资源投入力度，严格按照国际先进标准建设专业化创新研发平台，聚焦自主研发核心能力培育与提升，不断夯实创新发展根基。截至 2025 年末，公司已自主构建 20 余项拥有完全自主知识产权的 1 类新药在研管线，治疗领域全面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大临床需求方向。

图 33：公司规划管线



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

STC007 注射液：STC007 注射液是诺和晟泰研发的外周 κ 阿片受体 (KOR) 激动剂，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，这两种适应症均为临床常见且亟待有效治疗的疾病领域。 κ 阿片样物质受体 (简称：KOR 受体) 是极具治疗瘙痒潜力的靶点，是一种抑制性 G 蛋白偶联受体 (GPCR)，由 380 个氨基酸组成，强啡肽是其内源性配体，广泛分布于中枢神经系统 (CNS) 和外周组织，参与痛觉、瘙痒、神经内分泌、情感行为和认知等重要的生理活动。KOR 受体激动剂与 μ 阿片样物质受体 (简称：MOR) 激动剂不同，KOR 激活后可以产生免疫调节作用，发挥减轻瘙痒的疗效；KOR 激动剂极大程度降低了呼吸抑制、便秘及成瘾等，且机体对于 KOR 激动剂也不易产生耐受，患者依从性强，因此具有较好的市场应用前景。截至 2025 年末，“STC007 注射液”在临床进展上取得阶段性成果：针对腹部手术后中、重度疼痛的 II 期临床试验已圆满达成预期目标，III 期临床试验正按既定计划有序推进，该突破有望为术后疼痛患者带来全新的治疗方案；针对瘙痒适应症的 II 期临床试验目前稳步推进。

图 34：STC007 注射液具备独特优势



资料来源：公司微信公众号，西部证券研发中心

2 期临床数据优秀，与信立泰达成合作。临床研究显示，STC007 能在不进入中枢的情况下，激活外周 κ 阿片受体，在外周有效阻断、抑制痛感和瘙痒信号的传递，从而产生镇痛和抗瘙痒的作用。且因 STC007 不易透过血脑屏障，可避免中枢阿片类药物常见的呼吸抑制、便秘及成瘾等副作用。根据已有的临床前及临床数据，STC007 具有疗效良好、安全性更优的潜力；如能研发成功，将为肾病瘙痒患者提供更多治疗选择。基于明确的机制和优秀的临床数据，2026 年 3 月，公司与信立泰达成合作协议，信立泰获得 STC007 的原料药及制剂相关知识产权、许可技术于中国市场所有瘙痒适应症的独家许可权益，公司将获得首付款及研发里程碑款总金额最高不超过 12,500 万元，以及累计最高不超过 72,500 万元的销售里程碑和销售提成。

图 35：STC007 注射液治疗腹部手术后疼痛 II 期临床试验数据

组别/试验类型	有效性试验	安全性试验
安慰剂组	SPID0-24h 最小二乘均值差值分别为 5.16、5.64、6.25	呕吐和恶心的发生率为 15.0% 和 12.5%
盐酸曲马多注射液组	SPID0-24h 最小二乘均值差值分别为 6.52、1.25、3.29	50mg 组呕吐和恶心的发生率为 20.5% 和 25.6%
结论	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	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%、7.5%、高剂量组为 10.3%、5.1%；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

资料来源：公司《自愿披露关于 STC007 注射液治疗腹部手术后疼痛 II 期临床试验数据的公告》，西部证券研发中心

STC008 注射液：截至 2025 年末，诺和最泰的另一款在研创新药“STC008 注射液”正在开展 I 期临床试验研究。该产品体外对 GHSR 受体具有较强结合活性，动物模型研究显示其对肿瘤恶液质具有显著改善效果，毒理学研究未观察到明显不良反应，同时具备显著改善国外已上市同类品种不良反应的潜力，产品成药性良好、安全性优势突出。该药物的主要适应症为治疗晚期实体瘤的肿瘤恶液质，该并发症在肿瘤患者中高发且严重影响患者生活质量与生存期，临床需求迫切、市场空间广阔，目前国内尚无针对该适应症的专用治疗药物。2025 年 12 月，公司与星浩控股就 STC008 注射液达成合作协议，公司将获得人民币 5000 万元首付款及后续里程碑付款，累计总金额为 5 亿元（含税），以及销售净额（不含税）8% 的销售分成。

ABA001 注射液：全资子公司阿尔纳研发的 ABA001 注射液，是一款靶向血管紧张素原（AGT）的信使 RNA(mRNA)基因的小干扰核苷酸药物，偶联 N-乙酰半乳糖胺递送系统，可精准地将药物递送至肝脏细胞，通过 siRNA 的干扰沉默机制，从源头靶向沉默 AGT 的信使 RNA，阻断 AGT 蛋白的合成，从根本上抑制肾素-血管紧张素-醛固酮系统升高血压的作用，从而降低血压。截至 2026 年 4 月 23 日，该品种的临床试验申请已获批准，后续将逐步推进临床试验工作。

ZM001 注射液：此外，公司与艺妙神州合作研发的 ZM001 注射液，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，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。在临床研究中，ZM001 展现出快速清除 B 细胞且持续性的疗效，以及极低的严重不良反应发生率，是一款安全有效的 CAR-T 治疗药物。截至 2025 年末，该品种正处于 I 期临床试验阶段。

五、盈利预测与投资建议

5.1 收入拆分与盈利预测

我们预计 2026 年-2028 年公司营业收入分别为 12.46/13.46/15.19 亿元，同比增长 2.0%/8.0%/12.9%，归母净利润为 1.95/2.13/2.50 亿元，同比变动-4.4%/+9.1%/+17.4%，关键假设如下：

- 1) 公司现阶段核心业务是临床试验和生物分析业务，涵盖创新药和仿制药两大领域，尽管行业竞争激烈，但由于公司内部业务的协同导流和长期合作客户转化，我们预计该业务未来保持稳定增长，预计 2026-2028 年的营业收入分别为 6.17/7.34/8.81 亿元，分别同比增长 18.00%/19.00%/20.00%；考虑到公司目前该业务主要以一体化项目导流为主，盈利能力较为稳定，我们预计 2026-2028 年的毛利率分别为 38.00%/38.00%/38.00%。
- 2) 公司仿制药药学研究服务系公司传统核心业务板块，但由于 MAH 政策收紧导致药企研发意愿降低、短期行业竞争加剧导致订单价格下滑，以及公司战略性调整业务布局，因此我们预计该业务将处于战略收缩状态，预计 2026-2028 年的营业收入分别为 2.37/1.66/1.16 亿元，分别同比下降 30.00%/30.00%/30.00%；公司已主动调整业务布局，减少低毛利仿制药项目承接，重点拓展高附加值业务，综合考虑过往低价订单影响，我们预计 2026-2028 年的毛利率分别为 20.00%/20.00%/20.00%。
- 3) 创新药、改良型新药研发服务是当下公司战略转型的核心方向，受益于创新药 BD 交易火热，公司自研管线成功实施对外转让和授权，我们预计该业务将保持稳健增长的趋势，2026-2028 年的营业收入分别为 2.73/3.14/3.71 亿元，同比增长 10.00%/15.00%/18.00%；由于该业务的主要成本为研发支出，此前已在各年度计入研发费用，计入当期成本较低，因此该业务毛利率较高，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 97.00%/97.00%/97.00%。
- 4) 知识产权授权业务同样是公司战略转型和新布局的业务方向之一，考虑到在研管线的临床进度以及对外授权节奏，我们预计 2026-2028 年的营业收入分别为 1.05/1.16/1.33 亿元，分别同比增长 5.00%/10.00%/15.00%，由于对外授权的业务模式和前期研发投入

入费用化，因此我们预计该业务毛利率将保持 100%。

- 5) 权益分成是公司与客户约定在药品获批上市后按一定比例分享销售收益，考虑到公司权益分成的管线数量、进展以及分成比例，我们预计 2026-2028 年的营业收入分别为 0.13/0.14/0.17 亿元，分别同比增长 15.00%/15.00%/15.00%，由于已上市产品无需公司后续投入，因此毛利率为 100%。

图 36：收入拆分与盈利预测

阳光诺和（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3.47	4.94	6.77	9.32	10.78	12.22	12.46	13.46	15.19
yoy	48.74%	42.12%	37.06%	37.76%	15.70%	13.33%	1.95%	8.00%	12.87%
营业成本	1.75	2.30	3.01	4.04	5.37	5.61	5.80	5.97	6.50
毛利	1.72	2.63	3.75	5.28	5.35	5.51	6.66	7.49	8.69
毛利率	49.61%	53.41%	55.49%	56.68%	50.18%	54.12%	53.45%	55.63%	57.21%
临床试验和生物分析服务	1.42	2.14	2.34	3.62	5.12	5.23	6.17	7.34	8.81
yoy	33.90%	50.95%	9.40%	54.54%	41.19%	2.13%	18.00%	19.00%	20.00%
营业成本	0.90	1.26	1.54	2.18	3.21	3.26	3.82	4.55	5.46
毛利	0.52	0.88	0.80	1.44	1.90	1.97	2.34	2.79	3.35
毛利率	36.88%	41.12%	34.28%	39.72%	37.17%	37.70%	38.00%	38.00%	38.00%
业务收入比例	40.88%	43.42%	34.66%	38.88%	47.44%	42.75%	49.47%	54.51%	57.95%
药学研究服务	2.05	2.79	4.42	5.69	5.59	3.38	2.37	1.66	1.16
yoy	61.01%	35.98%	58.66%	28.67%	-1.74%	-39.41%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
营业成本	0.85	1.04	1.47	1.85	2.16	2.27	1.90	1.33	0.93
毛利	1.20	1.75	2.95	3.83	3.43	1.11	0.47	0.33	0.23
毛利率	58.40%	62.75%	66.73%	67.41%	61.37%	32.84%	20.00%	20.00%	20.00%
业务收入比例	58.96%	56.42%	65.31%	61.00%	51.80%	27.69%	19.01%	12.32%	7.64%
创新药、改良型新药研发服务	--	--	--	--	--	2.48	2.73	3.14	3.71
yoy	--	--	--	--	--	--	10.00%	15.00%	18.00%
营业成本	--	--	--	--	--	0.08	0.08	0.09	0.11
毛利	--	--	--	--	--	2.41	2.65	3.05	3.60
毛利率	--	--	--	--	--	96.87%	97.00%	97.00%	97.00%
业务收入比例	--	--	--	--	--	20.32%	21.92%	23.34%	24.40%
知识产权授权	--	--	--	--	--	1.00	1.05	1.16	1.33
yoy	--	--	--	--	--	--	5.00%	10.00%	15.00%
权益分成	--	--	--	--	0.07	0.11	0.13	0.14	0.17
yoy	--	--	--	--	--	--	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	0.01	0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
yoy	--	--	--	--	--	--	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	0.00	--	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	0.00	--	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率	62.85%	--	96.03%	98.04%	96.52%	92.02%	90.00%	90.00%	90.00%
占比	0.16%	0.16%	0.03%	0.12%	0.15%	0.16%	0.17%	0.17%	0.17%

资料来源：iFinD，西部证券研发中心

5.2 估值与投资建议

公司业务主要为临床试验与生物分析、药学研究，在考虑业务结构、未来发展重心、估值可比性等因素后，我们选取了药明康德、诺思格、博济医药作为可比公司，其中：1) 药明康德是 CXO 板块龙头，业务覆盖新药研发全流程，其估值水平常被认为是 CXO 板块估值的锚；2) 诺思格、博济医药是临床 CRO，主营业务和公司核心业务较为类似。我们预计 2026 年-2028 年公司营业收入分别为 12.46/13.46/15.19 亿元，同比增长 2.0%/8.0%/12.9%，归母净利润为 1.95/2.13/2.50 亿元，同比变动-4.4%/+9.1%/+17.4%，在参考可比公司后，我们给予公司 2026 年归母净利润 40 倍 PE，对应目标价为 69.59 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1：可比公司估值情况（截至 2026 年 8 月 5 日）

代码	公司	股价	总市值	净利润(亿元)			净利润 CAGR		PE（倍）	
		(元/股)	(亿元)	2026 年	2027 年	2028 年	2026-2028	2026 年	2027 年	2028 年
603259	药明康德	147.50	4458.94	200.13	239.40	283.44	19.01%	21.99	18.38	15.53
301333	诺思格	51.30	49.55	1.53	1.78	1.79	8.34%	32.49	27.91	27.68
300404	博济医药	9.91	38.23	0.54	0.74	0.96	33.33%	70.79	51.66	39.82
	平均	69.57	1515.57	67.40	80.64	95.40	18.97%	41.76	32.65	27.68
688621	阳光诺和	60.88	68.19	1.95	2.13	2.50	13.17%	34.99	32.08	27.32

资料来源：iFinD，西部证券研发中心（注：可比公司归母净利润预测参考同花顺一致预期）

六、风险提示

- 1) 仿制药研发需求下滑风险。由于 MAH 政策收紧，国内仿制药客户研发需求萎缩，而仿制药 CRO 竞争较为激烈，未来如果行业需求复苏不及预期，各家 CRO 将加大竞争，从而影响公司订单承接及盈利能力，因此存在一定仿制药需求下滑的风险。
- 2) 新签订单不及预期风险。公司目前主要业务为药学研究服务及临床服务，客户需求受到投融资、研发支出以及管线推进等因素影响，而新签订单作为公司业绩的先导指标，如果客户的需求不及预期，则会影响公司新签订单，进而影响公司的业绩表现，因此存在一定新签订单不及预期的风险。
- 3) 新药研发进度不及预期或失败风险。公司目前已经布局有 20 余项拥有完全自主知识产权的 1 类新药在研管线，新药研发高风险高回报，如果新药研发进度不及预期或者失败，则会影响公司整体业绩表现及估值水平，因此存在一定新药研发进度不及预期或失败风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	566	462	960	1,189	1,471	营业收入	1,078	1,222	1,246	1,346	1,519
应收款项	859	1,082	890	918	963	营业成本	537	561	580	597	650
存货净额	15	14	17	16	18	营业税金及附加	2	3	2	3	3
其他流动资产	75	183	101	120	135	销售费用	44	53	56	61	68
流动资产合计	1,514	1,741	1,969	2,243	2,587	管理费用	278	302	324	370	441
固定资产及在建工程	158	139	150	161	171	财务费用	10	14	18	11	9
长期股权投资	26	29	28	28	29	其他费用/（-收入）	29	78	62	80	83
无形资产	5	5	3	2	0	营业利润	178	212	205	225	265
其他非流动资产	283	371	267	241	223	营业外净收支	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)
非流动资产合计	473	544	449	432	423	利润总额	176	209	203	222	263
资产总计	1,987	2,285	2,418	2,675	3,009	所得税费用	7	(2)	6	8	11
短期借款	309	499	397	402	433	净利润	169	211	197	215	252
应付款项	461	463	476	495	528	少数股东损益	(8)	7	2	2	3
其他流动负债	8	6	7	7	7	归属于母公司净利润	177	204	195	213	250
流动负债合计	779	969	880	904	967						
长期借款及应付债券	67	48	68	88	108	财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
其他长期负债	39	35	39	38	37	盈利能力					
长期负债合计	106	83	107	126	145	ROE	16.6%	17.6%	14.8%	14.0%	14.3%
负债合计	885	1,051	987	1,030	1,112	毛利率	50.2%	54.1%	53.4%	55.6%	57.2%
股本	112	112	112	112	112	营业利润率	16.5%	17.3%	16.4%	16.7%	17.4%
股东权益	1,103	1,233	1,430	1,645	1,897	销售净利率	15.7%	17.2%	15.8%	15.9%	16.6%
负债和股东权益总计	1,987	2,285	2,418	2,675	3,009	成长能力					
						营业收入增长率	15.7%	13.3%	2.0%	8.0%	12.9%
现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营业利润增长率	-8.5%	19.2%	-3.4%	9.7%	17.9%
净利润	169	211	197	215	252	归母净利润增长率	-4.0%	14.9%	-4.4%	9.1%	17.4%
折旧摊销	61	67	64	66	67	偿债能力					
利息费用	10	14	18	11	9	资产负债率	44.5%	46.0%	40.8%	38.5%	37.0%
其他	(209)	(198)	292	(30)	(34)	流动比	1.95	1.80	2.24	2.48	2.67
经营活动现金流	32	93	571	262	295	速动比	1.93	1.78	2.22	2.46	2.66
资本支出	(26)	(91)	(40)	(51)	(52)						
其他	(17)	(114)	69	0	0	每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
投资活动现金流	(43)	(205)	29	(51)	(52)	每股指标					
债务融资	4	149	(102)	18	40	EPS	1.58	1.82	1.74	1.90	2.23
权益融资	(117)	(90)	0	0	0	BVPS	9.83	10.87	12.61	14.51	16.74
其它	(15)	(40)	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	(128)	19	(102)	18	40	P/E	38.4	33.4	35.0	32.1	27.3
汇率变动						P/B	6.2	5.6	4.8	4.2	3.6
现金净增加额	(138)	(93)	498	229	283	P/S	6.3	5.6	5.5	5.1	4.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。