

业绩符合预期，充足订单保障稳健增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-11

主要观点：

► 事件概述

2023年3月10日，阳光诺和披露2022年年度报告：公司2022年实现营业收入6.77亿元，同比增长37.06%；归属于上市公司股东的净利润1.56亿元，同比增长47.59%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.42亿元，同比增长38.69%；基本每股收益1.95元/股，同比增长29.14%。

► 事件点评

● 2022 业绩保持稳健增长，药学研究营收贡献突出

2022 年收入、利润端均保持稳健增长：营业收入同比增长 37.06%，归母净利润同比增速为 47.59%，主营业务毛利率为 55.48%，净利率为 23.36%。2022 年单四季度实现营收 1.81 亿元，同比整长 18.89%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比增长 31.73%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同比增长 13.15%。

分板块来看，2022 年：药学研究服务实现营收 4.42 亿元，同比增长 58.66%；临床试验和生物分析服务实现营收 2.34 亿元，同比增长 9.40%。公司克服疫情对业务不利影响，各业务板块稳步发展。

● 团队规模稳步扩张，订单客户持续增长

公司持续扩张团队规模，提升项目订单承接能力。团队建设方面：截至 2022 年底，公司员工 1126 人，同比增长 24.94%。其中，药学研究板块人员 835 人，同比增长 31.50%，临床试验和生物分析板块人员 291 人，同比增长 22.27%。订单方面：报告期内，公司累计存量订单 19.94 亿元，同比增长 27.17%，新增订单 11.02 亿元，同比增长 18.62%。客户方面：公司先后为国内 650 余家客户提供药物研发服务，2022 年新增客户 155 家。持续高增长的订单及客户需求为业绩增长提供充分保障。

● 研发投入高速增长，研发成果兑现可期

公司持续推进“自研储备战略”，2022 年，公司研发投入 8968.57 万元，同比增长 88.51%，占营收的比重为 13.26%。公司持续加大自主立项创新药、改良型新药、特色仿制药及特殊剂型研发投入。截至 2022 年底公司在研项目累计已超 250 项，报告期内 8 项新药项目已通过 NMPA 进入临床试验，60 项药品申报上市注册受理，24 项一致性评价注册受理，26 项取得药品生产注册批件，15 项通过一致性评价，3 项原料药通过审评获批。创新药及改良型新药药学研究中，公司聚焦于多肽类和小核酸类药物的研发，子公司诺和德美助力盛世泰科研发的 1 类新药“DPP-4 抑制剂格列汀”进入新药上市申请受理阶段，是全球首个

收盘价（元）	109.50
近 12 个月最高/最低（元）	113/100
总股本（百万股）	80
流通股本（百万股）	57.13
流通股比例（%）	71.41
总市值（亿元）	87.60
流通市值（亿元）	62.55

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

相关报告

- 1.【华安医药】阳光诺和 (688621) 深度报告：深耕仿制药 CRO 一体化，拓展创新药 CRO 版图 2022-04-07
- 2.【华安医药】阳光诺和 (688621) 点评报告：业绩快速增长，盈利能力进一步提升 2022-04-29
- 3.【华安医药】阳光诺和 (688621) 点评报告：业绩持续高增长，在手订单饱满 2022-08-10
- 4.【华安医药】阳光诺和 (688621) 点评报告：业绩持续高增长，在手订单饱满 2022-10-25

通过定量药理模型豁免II期临床，直接开展III期验证性试验的DDP-4抑制剂；子公司诺和晟泰自主立项在研项目“STC007”注射液获得临床试验许可，丰富了公司肾病并发症及镇痛领域产品管线；改良型新药“BTP0717”已取得IND受理号，应用于内分泌疾病，目前国内无相同药品上市，市场价值高。

仿制药及特殊剂型中，阳光诺和×博瑞医药×知原药业合作研发吡美莫司软膏首仿获批上市，应用于治疗免疫功能正常人的特异性皮炎，公司未来将与知原药业按照约定比例分配收益；阳光诺和助力盐酸溴己新口服溶液与布洛芬混悬滴剂首仿获批上市，均属于国家药监局快速审批通道获批的12个新冠病毒感染对症治疗药物之一。

➤ 投资建议

考虑到公司业务稳健、订单充足，以及在CRO+CDMO一体化布局逐渐完善。我们预计公司2023~2025年营收分别为9.35/12.62/16.64亿元；同比增速为38.2%/35.0%/31.9%；归母净利润分别为2.25/3.20/4.39亿元；净利润同比增速44.6%/42.1%/37.1%；对应2023~2025年EPS为2.82/4.00/5.49元/股；对应PE为39/27/20X。我们维持“买入”评级。

● 风险提示

医药行业投入下降；药物研发技术发展带来的技术升级；新药研发失败；订单不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	677	935	1262	1664
收入同比 (%)	37.1%	38.2%	35.0%	31.9%
归属母公司净利润	156	225	320	439
净利润同比 (%)	47.6%	44.6%	42.1%	37.1%
毛利率 (%)	55.5%	56.3%	56.8%	56.6%
ROE (%)	17.4%	20.1%	22.2%	23.3%
每股收益 (元)	1.95	2.82	4.00	5.49
P/E	52.51	38.86	27.35	19.94
P/B	9.14	7.81	6.07	4.66
EV/EBITDA	35.12	27.14	19.40	13.75

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					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E										
流动资产	1040	1406	1918	2569	营业收入	677	935	1262	1664										
现金	609	935	1160	1696	营业成本	301	409	546	723										
应收账款	203	166	339	341	营业税金及附加	1	1	2	2										
其他应收款	13	16	25	29	销售费用	20	33	42	50										
预付账款	24	38	50	65	管理费用	91	131	174	216										
存货	13	14	22	25	财务费用	4	1	0	0										
其他流动资产	178	237	322	413	资产减值损失	0	0	0	0										
非流动资产	423	475	513	544	公允价值变动收益	0	0	0	0										
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	3	4	6										
固定资产	143	178	201	221	营业利润	169	252	356	487										
无形资产	4	5	6	6	营业外收入	0	0	0	0										
其他非流动资产	276	292	306	316	营业外支出	0	0	0	0										
资产总计	1463	1881	2431	3113	利润总额	169	252	356	487										
流动负债	518	706	930	1164	所得税	11	22	29	39										
短期借款	201	271	346	417	净利润	158	230	327	447										
应付账款	33	32	55	62	少数股东损益	2	5	6	8										
其他流动负债	284	403	529	685	归属母公司净利润	156	225	320	439										
非流动负债	37	37	37	37	EBITDA	223	300	412	548										
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.95	2.82	4.00	5.49										
其他非流动负债	37	37	37	37															
负债合计	555	742	966	1201	主要财务比率														
少数股东权益	12	16	22	31	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E										
股本	80	80	80	80	成长能力														
资本公积	500	500	500	500	营业收入	37.1%	38.2%	35.0%	31.9%										
留存收益	317	542	863	1302	营业利润	38.1%	48.6%	41.5%	36.7%										
归属母公司股东权	897	1122	1442	1882	归属于母公司净利	47.6%	44.6%	42.1%	37.1%										
负债和股东权益	1463	1881	2431	3113	获利能力														
					毛利率（%）	55.5%	56.3%	56.8%	56.6%										
					净利率（%）	23.0%	24.1%	25.4%	26.4%										
					ROE（%）	17.4%	20.1%	22.2%	23.3%										
					ROIC（%）	13.7%	16.2%	17.8%	18.9%										
					偿债能力														
					资产负债率（%）	37.9%	39.5%	39.7%	38.6%										
					净负债比率（%）	61.1%	65.2%	66.0%	62.8%										
					流动比率	2.01	1.99	2.06	2.21										
					速动比率	1.63	1.61	1.67	1.80										
					营运能力														
					总资产周转率	0.50	0.56	0.59	0.60										
					应收账款周转率	4.34	5.00	4.90	4.83										
					应付账款周转率	11.72	12.52	12.51	12.37										
					每股指标（元）														
					每股收益	1.95	2.82	4.00	5.49										
					每股经营现金流	1.30	4.41	3.05	6.97										
					每股净资产	11.21	14.03	18.03	23.52										
					估值比率														
					P/E	52.51	38.86	27.35	19.94										
					P/B	9.14	7.81	6.07	4.66										
					EV/EBITDA	35.12	27.14	19.40	13.75										

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	104	353	244	558					
净利润	158	230	327	447					
折旧摊销	53	41	51	57					
财务费用	8	7	9	11					
投资损失	-3	-3	-4	-6					
营运资金变动	-121	73	-143	42					
其他经营现金流	287	162	475	410					
投资活动现金流	-12	-90	-85	-82					
资本支出	-104	-93	-89	-88					
长期投资	90	0	0	0					
其他投资现金流	3	3	4	6					
筹资活动现金流	26	63	66	60					
短期借款	63	70	75	71					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-37	-7	-9	-11					
现金净增加额	119	326	225	536					

资料来源: wind, 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，曾任职于强生医疗（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。

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述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。