

阳光诺和 (688621.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩符合预期，一体化布局值得期待

业绩简评

2023年3月10日，公司发布2022年年度报告，2022年实现营收6.77亿元，同比增长37.06%；利润总额1.69亿元，同比增长38.52%；归母净利润1.56亿元，同比增长47.59%；扣非归母净利润1.42亿元，同比增长39.22%。在疫情的负面影响下，公司经营依然保持高速增长态势。

经营分析

订单和客户数量快速增长，业绩增长动力强劲。2022年公司新签订单金额11.02亿元，同比增长18.62%；累积存量订单19.94亿元，同比增长27.17%。公司先后为国内超过650家客户提供药物研发服务，其中2022年新增客户155家。新增客户和充裕的订单为业绩增长提供强劲动力。

持续加码研发投入，多项成果获得显著进展。2022年公司研发费用为0.90亿元，同比增长88.51%；在研项目总数超250项，同比增长100余项。研发成果上，2022年有8项新药项目已通过NMPA批准进入临床试验，60项药品申报上市注册受理，24项一致性评价注册受理；取得26项药品生产注册批件；15项通过一致性评价；3项原料药通过审评获批。新药品注册分类法规实施之后，公司累计已有13项仿制药首家取得药品注册批件或首家通过一致性评价。公司持续投入研发，在原研药和仿制药领域均有所进展。

向后端发力，打造“CRO+CDMO”一体化服务平台。公司计划收购郎研生命，在高端化学药及原料药的研发、生产、销售及CMO领域实现了对公司业务的有效补充，有利于加强公司在CXO行业的竞争优势，持续提升市场份额。未来公司会持续向CDMO业务领域延伸，一体化布局带来的成效值得期待。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.20/3.00/4.02亿元，对应PE分别为40/29/22倍，维持“买入”评级。

风险提示

解禁风险、核心技术人员流失风险、监管风险、IP保护风险、投资风险、汇率波动风险、原材料涨价风险、安全生产和环保风险。

医药组

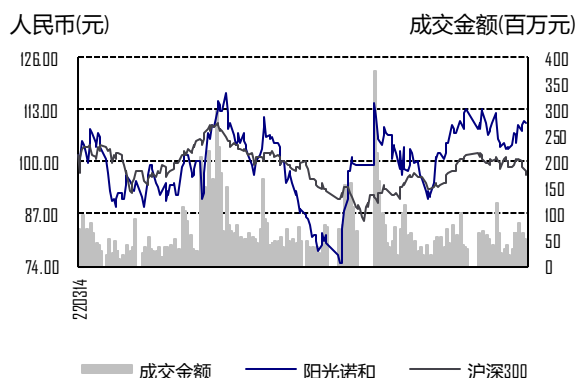
分析师：王班 (执业S1130520110002)

wang_ban@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：109.50 元

相关报告：

- 1.《阳光诺和公司点评：疫情不改高增长，一体化初见成效》，2023.2.10
- 2.《三季报业绩超预期，业务持续高增长-阳光诺和三季报点评》，2022.10.25
- 3.《三季度业绩预告超预期，持续保持高增长-业绩预告点评》，2022.10.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	677	949	1,292	1,690
营业收入增长率	42.12%	37.06%	40.23%	36.22%	30.79%
归母净利润(百万元)	106	156	220	300	402
归母净利润增长率	45.81%	47.59%	40.92%	36.71%	33.69%
摊薄每股收益(元)	1.321	1.949	2.747	3.756	5.021
每股经营性现金流净额	N/A	1.30	3.62	4.25	5.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.87%	17.39%	21.37%	24.85%	27.70%
P/E	N/A	52.53	39.86	29.16	21.81
P/B	N/A	9.14	8.52	7.25	6.04

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	347	494	677	949	1,292	1,690
增长率		42.1%	37.1%	40.2%	36.2%	30.8%
主营业务成本	-175	-230	-301	-437	-598	-793
%销售收入	50.4%	46.6%	44.5%	46.1%	46.3%	46.9%
毛利	172	264	375	512	694	898
%销售收入	49.6%	53.4%	55.5%	53.9%	53.7%	53.1%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-2
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-9	-17	-20	-28	-39	-51
%销售收入	2.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-44	-69	-91	-123	-168	-211
%销售收入	12.7%	13.9%	13.4%	13.0%	13.0%	12.5%
研发费用	-34	-48	-90	-119	-159	-203
%销售收入	9.8%	9.6%	13.3%	12.5%	12.3%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	85	130	174	240	327	431
%销售收入	24.4%	26.3%	25.7%	25.3%	25.3%	25.5%
财务费用	-1	-3	-4	-1	-1	6
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.1%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-3	-11	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	0	0	0
%税前利润	0.5%	1.4%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	83	123	169	239	327	437
营业利润率	23.8%	24.8%	25.0%	25.2%	25.3%	25.8%
营业外收支	-1	0	0	0	0	0
税前利润	82	122	169	239	327	437
利润率	23.7%	24.7%	25.0%	25.2%	25.3%	25.8%
所得税	-8	-13	-11	-19	-26	-35
所得税率	9.9%	10.9%	6.6%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	74	109	158	220	300	402
少数股东损益	2	3	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	106	156	220	300	402
净利率	20.9%	21.4%	23.0%	23.2%	23.2%	23.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	74	109	158	220	300	402
少数股东损益	2	3	2	0	0	0
非现金支出	17	45	72	37	43	47
非经营收益	0	-2	-6	32	20	16
营运资金变动	-29	-63	-121	1	-24	-19
经营活动现金净流	63	88	104	290	340	446
资本开支	-27	-85	-104	-78	-42	-42
投资	-9	-193	90	0	0	0
其他	0	2	3	0	0	0
投资活动现金净流	-36	-276	-12	-78	-42	-42
股权募资	0	488	2	0	0	0
债权募资	12	115	63	230	-42	-144
其他	-6	-34	-39	-104	-141	-177
筹资活动现金净流	6	568	26	125	-183	-321
现金净流量	33	381	119	338	115	84

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	109	490	609	937	1,046	1,125
应收款项	56	131	221	245	315	386
存货	6	8	13	15	21	28
其他流动资产	92	313	198	206	274	355
流动资产	263	942	1,040	1,403	1,656	1,893
%总资产	68.3%	75.8%	71.1%	75.8%	78.7%	81.1%
长期投资	0	40	95	95	95	95
固定资产	75	90	143	165	166	164
%总资产	19.4%	7.3%	9.8%	8.9%	7.9%	7.0%
无形资产	43	63	107	138	137	137
非流动资产	122	301	423	449	447	442
%总资产	31.7%	24.2%	28.9%	24.2%	21.3%	18.9%
资产总计	385	1,243	1,463	1,852	2,103	2,335
短期借款	24	157	224	456	414	270
应付款项	14	21	35	37	50	67
其他流动负债	154	240	259	294	401	524
流动负债	192	418	518	787	865	861
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	55	37	25	18	13
负债	192	473	555	812	883	874
普通股股东权益	189	762	897	1,029	1,209	1,450
其中：股本	60	80	80	80	80	80
未分配利润	73	171	294	425	606	847
少数股东权益	4	8	12	12	12	12
负债股东权益合计	385	1,243	1,463	1,852	2,103	2,335

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	1.949	2.747	3.756	5.021
每股净资产	N/A	N/A	11.209	12.857	15.110	18.123
每股经营现金净流	N/A	N/A	1.299	3.624	4.253	5.578
每股股利	N/A	N/A	0.265	1.099	1.502	2.008
回报率						
净资产收益率	38.32%	13.87%	17.39%	21.37%	24.85%	27.70%
总资产收益率	18.83%	8.50%	10.66%	11.87%	14.29%	17.20%
投入资本收益率	35.25%	12.50%	14.35%	14.76%	18.42%	22.90%
增长率						
主营业务收入增长率	48.74%	42.12%	37.06%	40.23%	36.22%	30.79%
EBIT 增长率	64.63%	53.55%	33.75%	38.09%	36.32%	31.69%
净利润增长率	52.88%	45.81%	47.59%	40.92%	36.71%	33.69%
总资产增长率	34.79%	222.89%	17.74%	26.57%	13.57%	11.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.7	59.5	84.2	85.0	80.0	75.0
存货周转天数	10.5	11.2	12.3	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	30.7	25.4	31.1	29.0	29.0	29.0
固定资产周转天数	78.4	64.3	77.0	63.3	46.9	35.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.48%	-63.78%	-43.86%	-47.51%	-52.86%	-59.38%
EBIT 利息保障倍数	85.3	47.0	46.6	276.9	575.7	-74.8
资产负债率	49.87%	38.06%	37.92%	43.83%	41.97%	37.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-30	买入	145.33	N/A
2	2022-01-25	买入	97.00	N/A
3	2022-03-01	买入	95.65	N/A
4	2022-04-29	买入	92.87	N/A
5	2022-08-10	买入	103.29	N/A
6	2022-10-21	买入	101.00	N/A
7	2022-10-25	买入	99.43	N/A
8	2023-02-10	买入	108.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402