

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

阳光诺和 (688621)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

史慧颖 医药行业分析师

执业编号: S1500523080003

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩高增长，持续研发投入提升综合实力

2023年08月29日

事件: 阳光诺和发布 2023 年半年报。公司 2023 年上半年实现收入 4.61 亿元 (同比+42.16%)，归母净利润 1.18 亿元 (同比+35.03%)，扣非归母净利润 1.15 亿元 (同比+40.62%)。

点评:

- **“临床前+临床”优势明显，两大业务协同驱动高增长。**2023H1，公司 **药学研究服务**业务实现 3.17 亿元(同比+37.30%)，公司持续整合技术平台，创建了中药研究事业部，已与四川省中医药科学院、成都市药品检验研究院达成平台共建；积极开拓新领域，成立诺和瑞宠，目前在研 30+ 宠物药项目。**临床试验与生物分析业务**实现 1.44 亿元(同比+54.55%)，其中临床试验方面，公司在全国拥有 19 个常驻点，与 260 多家医院建立长期合作；生物分析方面，自主开发近 600 个生物分析方法，目前在执行 60 多项创新药项目，推进 2 项创新药项目免二进三，1 项国内自主知识产权 P-CAB 创新药待批准上市。
- **盈利能力有所波动，研发投入持续增长。****利润率方面**，2023H1 公司综合毛利率达 56.93%(同比-1.44pp)，归母净利率 25.59%(同比-1.35pp)，扣非归母净利率 24.91%(同比-0.27pp)，上半年利润率主要受 Q1 疫情影响较大，单 Q2 毛利率回升明显 (64.70%，+4.83pp)。**费用率方面**，2023H1 期间费用率为 25.61%(-2.09pp)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.57%(-0.48pp)/ 11.01%(-1.93pp)/ 11.57%(+0.43pp)/ 0.46%(-0.11pp)。公司持续加大对自主立项创新药、改良型新药、特色仿制药的研发投入，拉升研发费用率，规模效应使得管理费用率降低。
- **研发管线有序推进，综合能力日渐提升。**2023H1，公司产品矩阵进一步丰富，研发管线有序推进，公司参与研发和自主立项研发的项目中，共有 3 项新药进入临床试验，取得 31 项药品生产批件，18 项药品通过一致性评价；新药品注册分类法规实施之后，公司累计已有 15 项仿制药首家取得药品注册批件或首家通过一致性评价；此外，公司拥有 6 项权益分成项目 (取得生产批件)。2023H1，公司拥有 3.63 万 m² 的研发实验室 (3.17 万 m² 已投入、0.46 万 m² 正在建设)，研发人员 987 位 (较去年同期+216 人)，综合实力持续提升。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 9.42/13.00/17.63 亿元，同比增长 39.2%/38.0%/35.6%；归母净利润分别为 2.20/3.17/4.26 亿元，同比增长 41.3%/43.8%/34.4%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 29/20/15 倍。
- **风险因素:** 行业竞争加剧、研发投入及外包需求下降、政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	494	677	942	1,300	1,763
增长率 YoY %	42.1%	37.1%	39.2%	38.0%	35.6%
归属母公司净利润 (百万元)	106	156	220	317	426
增长率 YoY%	45.8%	47.6%	41.3%	43.8%	34.4%
毛利率%	53.4%	55.5%	52.2%	52.2%	51.6%
净资产收益率ROE%	13.9%	17.4%	20.5%	22.8%	23.4%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.95	1.97	2.83	3.80
市盈率 P/E(倍)	80.53	52.51	29.01	20.17	15.01
市净率 P/B(倍)	12.77	9.14	5.95	4.59	3.51

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	942	1,040	1,201	1,627	2,229	
货币资金	490	609	701	1,023	1,462	
应收票据	3	4	6	7	9	
应收账款	109	203	175	225	308	
预付账款	26	24	50	62	77	
存货	8	13	19	26	35	
其他	305	187	251	284	338	
非流动资产	301	423	478	509	521	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	87	143	173	190	193	
无形资产	3	4	5	4	4	
其他	211	276	300	315	324	
资产总计	1,243	1,463	1,679	2,136	2,750	
流动负债	418	518	565	696	873	
短期借款	138	201	200	200	200	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	18	33	37	53	75	
其他	261	284	328	443	598	
非流动负债	55	37	27	32	37	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	55	37	27	32	37	
负债合计	473	555	591	727	910	
少数股东权益	8	12	14	17	21	
归属母公司	762	897	1,074	1,392	1,819	
负债和股东权益	1,243	1,463	1,679	2,136	2,750	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	494	677	942	1,300	1,763	
同比	42.1%	37.1%	39.2%	38.0%	35.6%	
归属母公司净利润	106	156	220	317	426	
同比	45.8%	47.6%	41.3%	43.8%	34.4%	
毛利率(%)	53.4%	55.5%	52.2%	52.2%	51.6%	
ROE%	13.9%	17.4%	20.5%	22.8%	23.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.95	1.97	2.83	3.80	
P/E	80.53	52.51	29.01	20.17	15.01	
P/B	12.77	9.14	5.95	4.59	3.51	
EV/EBITDA	60.13	35.12	21.87	15.19	10.75	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	494	677	942	1,300	1,763	
营业成本	230	301	451	622	854	
营业税金及附加	1	1	1	2	2	
销售费用	17	20	26	36	49	
管理费用	69	91	108	149	203	
研发费用	48	90	113	153	208	
财务费用	3	4	-6	-12	-21	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	2	3	0	0	0	
其他	-6	-3	-6	3	8	
营业利润	123	169	243	352	475	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	122	169	243	352	475	
所得税	13	11	21	32	45	
净利润	109	158	223	320	430	
少数股东损益	3	2	2	3	4	
归属母公司	106	156	220	317	426	
EBITDA	157	223	272	370	483	
EPS(当年)(元)	1.51	1.95	1.97	2.83	3.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	88	104	263	404	500	
净利润	109	158	223	320	430	
折旧摊销	33	53	29	33	36	
财务费用	1	8	10	10	10	
投资损失	-2	-3	-2	-3	0	
营运资金变	-63	-121	-13	31	14	
其它	9	9	15	10	10	
投资活动现金流	-276	-12	-102	-77	-56	
资本支出	-85	-104	-77	-59	-43	
长期投资	-193	90	-25	-18	-13	
其他	2	3	0	0	0	
筹资活动现金流	568	26	11	-5	-5	
吸收投资	488	2	32	0	0	
借款	148	216	-1	0	0	
支付利息或股息	-1	-27	-10	-10	-10	
现金流净增加额	381	119	173	324	441	

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。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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了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。