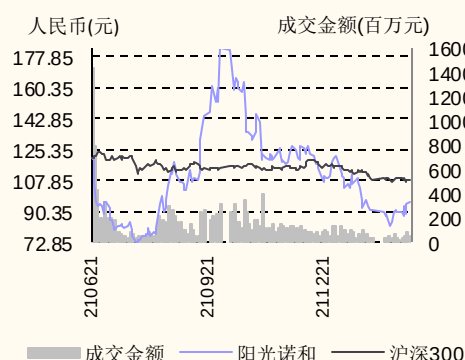


阳光诺和 (688621.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 95.65 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.80
已上市流通 A 股(亿股)	0.17
总市值(亿元)	76.52
年内股价最高最低(元)	182.52/72.85
沪深 300 指数	4582
上证指数	3462

**相关报告**

1. 《业绩符合预期, 主营强劲增长-【国金医药】阳光诺和点评》, 2022.1.25
2. 《临床前+临床业务双轮驱动, CRO 新星高成长-阳光诺和三季报点...》, 2021.10.30
3. 《半年报超预期, CRO 新星高速增长-阳光诺和中报点评》, 2021.8.21
4. 《综合服务+产品赋能, CRO 新星高成长-阳光诺和新股报告》, 2021.6.4

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

主营业绩符合预期, 未来有望加速成长**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	347	494	668	919	1,242
营业收入增长率	48.74%	42.12%	35.25%	37.65%	35.14%
归母净利润(百万元)	72	106	149	211	288
归母净利润增长率	52.88%	45.81%	41.38%	41.39%	36.53%
摊薄每股收益(元)	1.208	1.321	1.867	2.640	3.605
每股经营性现金流净额	N/A	0.82	3.33	3.27	4.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.32%	13.87%	17.54%	21.59%	25.05%
P/E	N/A	92.07	51.22	36.23	26.54
P/B	N/A	12.77	8.99	7.82	6.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2 月 27 日, 阳光诺和发布 2021 年年报公告, 公司实现营业收入 4.94 亿元, 同比增长 42.12%; 归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 45.81%; 扣非后归母净利 1.02 亿元, 同比增长 41.07%, 收入利润均实现高速增长。

简评

- **主营业务稳步推进, 新签订单高速增长。**国内医药研发外包行业高景气度, 公司不断提升研发及市场开拓能力, 进一步打造临床前及临床一体化服务平台, 主营业务实现高速增长。分板块来看, 药学研究业务实现营收 2.79 亿元, 同比增长 35.98%; 临床试验与生物分析业务实现营收 2.14 亿元, 同比增长 50.95%。此外, 公司新签订单高速增长, 2021 年新签订单为 9.29 亿元, 同比增长 76.42%, 累计存量订单为 15.68 亿元, 饱满的订单保证了未来业绩的高速增长。
- **公司持续加码研发, 人才团队进一步扩充。**公司不断加码研发并加强多种技术能力平台建设, 2021 年研发支出为 0.48 亿元, 同比增长 39.15%, 研发人员总数为 716 人, 占比 82.02%; 研发人员人均产值为 56.55 万元, 同比提升 10.38%。此外, 各个业务板块的研发人员保持快速增长趋势, 药学研究业务有 635 人, 同比增长 21.65%; 临床试验与生物分析业务共有 238 人, 同比增长 52.56%, 进一步增强了公司综合研发服务能力与竞争力。
- **自主创新项目稳步推进, 各项经营指标逐步改善。**我们预计 2022 年开始, 公司的自主研发板块会逐渐开始有重点产品销售分成爬坡, 2023 年开始会有较为显著的分成分收入, 为毛利率、净利率和 ROE 带来的显著改善和提升。整体来看, 公司经营层面持续向好, 展现出新业务拓展加速、分成分收入加速的良好经营态势。

投资建议

- 考虑到公司主营业务的高成长性, 我们上调 2022-2023 年 EPS 分别为 1.87/2.64 元, 分别上调 4.13%/0.11%, 并给出 2024 年 EPS 为 3.61 元 (此前无 2024 年预测), 对应 PE 分别为 51/36/27, 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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	234	347	494	668	919	1,242
增长率		48.7%	42.1%	35.2%	37.7%	35.1%
主营业务成本	-126	-175	-230	-321	-432	-576
%销售收入	54.1%	50.4%	46.6%	48.1%	47.0%	46.4%
毛利	107	172	264	346	487	666
%销售收入	45.9%	49.6%	53.4%	51.9%	53.0%	53.6%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-1
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-6	-9	-17	-17	-23	-31
%销售收入	2.6%	2.5%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-30	-44	-69	-81	-110	-147
%销售收入	13.0%	12.7%	13.9%	12.1%	12.0%	11.8%
研发费用	-19	-34	-48	-79	-108	-145
%销售收入	8.2%	9.8%	9.6%	11.8%	11.8%	11.7%
息税前利润 (EBIT)	51	85	130	169	245	342
%销售收入	22.0%	24.4%	26.3%	25.4%	26.6%	27.5%
财务费用	0	-1	-3	0	-5	-14
%销售收入	0.1%	0.3%	0.6%	0.0%	0.5%	1.1%
资产减值损失	-2	3	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.5%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	55	83	123	170	240	328
营业利润率	23.6%	23.8%	24.8%	25.4%	26.1%	26.4%
营业外收支	-1	-1	0	0	0	0
税前利润	54	82	122	170	240	328
利润率	23.3%	23.7%	24.7%	25.4%	26.1%	26.4%
所得税	-7	-8	-13	-20	-29	-39
所得税率	12.0%	9.9%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	48	74	109	149	211	288
少数股东损益	1	2	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	47	72	106	149	211	288
净利率	20.3%	20.9%	21.4%	22.4%	23.0%	23.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	48	74	109	149	211	288
少数股东损益	1	2	3	0	0	0
非现金支出	13	12	22	29	29	29
非经营收益	1	0	-2	11	7	16
营运资金变动	-1	-29	-63	77	14	21
经营活动现金净流	61	58	66	266	261	354
资本开支	-26	-27	-85	11	-21	-21
投资	0	-9	-193	-300	-300	-300
其他	10	0	2	-100	-100	-100
投资活动现金净流	-15	-36	-276	-389	-421	-421
股权募资	3	0	488	0	0	0
债权募资	12	12	115	-162	179	221
其他	-12	-6	-34	-66	-91	-131
筹资活动现金净流	3	6	568	-228	88	90
现金净流量	49	28	359	-351	-72	24

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	76	109	490	139	68	91
应收账款	80	56	131	103	141	191
存货	4	6	8	11	15	21
其他流动资产	22	92	313	312	371	445
流动资产	182	263	942	565	596	748
%总资产	63.6%	68.3%	75.8%	46.3%	36.2%	34.2%
长期投资	0	0	40	440	840	1,240
固定资产	63	75	90	92	92	89
%总资产	22.1%	19.4%	7.3%	7.5%	5.6%	4.1%
无形资产	37	43	63	57	52	49
非流动资产	104	122	301	656	1,048	1,439
%总资产	36.4%	31.7%	24.2%	53.7%	63.8%	65.8%
资产总计	286	385	1,243	1,221	1,644	2,188
短期借款	16	24	157	0	179	401
应付款项	21	14	21	27	36	48
其他流动负债	130	154	240	285	392	530
流动负债	167	192	418	312	608	979
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	55	50	50	50
负债	167	192	473	362	658	1,029
普通股股东权益	117	189	762	852	978	1,151
其中股本	16	60	80	80	80	80
未分配利润	72	73	171	261	388	561
少数股东权益	2	4	8	8	8	8
负债股东权益合计	286	385	1,243	1,221	1,644	2,188

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	1.321	1.867	2.640	3.605
每股净资产	N/A	N/A	9.524	10.645	12.229	14.392
每股经营现金净流	N/A	N/A	0.825	3.329	3.266	4.428
每股股利	N/A	N/A	0.000	0.747	1.056	1.442
回报率						
净资产收益率	40.64%	38.32%	13.87%	17.54%	21.59%	25.05%
总资产收益率	16.60%	18.83%	8.50%	12.23%	12.85%	13.18%
投入资本收益率	33.62%	35.25%	12.50%	17.35%	18.49%	19.28%
增长率						
主营业务收入增长率	73.24%	48.74%	42.12%	35.25%	37.65%	35.14%
EBIT增长率	82.24%	64.63%	53.55%	30.36%	44.49%	39.57%
净利润增长率	128.79%	52.88%	45.81%	41.38%	41.39%	36.53%
总资产增长率	44.46%	34.79%	222.89%	-1.74%	34.61%	33.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	102.8	66.7	59.5	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	11.0	10.5	11.2	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	35.6	30.7	25.4	29.0	29.0	29.0
固定资产周转天数	98.6	78.4	64.3	48.5	35.1	25.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.05%	-44.48%	-63.78%	-34.56%	-4.65%	13.10%
EBIT利息保障倍数	160.8	85.3	47.0	-544.0	50.8	24.4
资产负债率	58.41%	49.87%	38.06%	29.63%	40.01%	47.02%

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
买入	0	1	4	6	10
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2021-06-04	增持		150.96 ~ 159.65
2	2021-08-21	买入	105.00	N/A
3	2021-10-30	买入	145.33	N/A
4	2022-01-25	买入	97.00	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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402