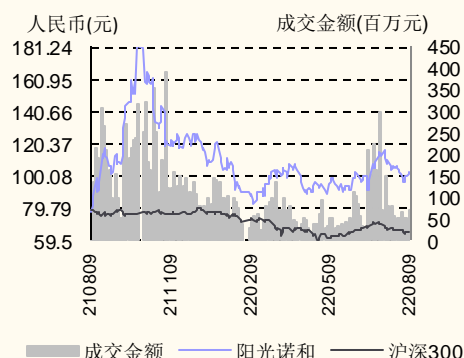


市场价格 (人民币): 103.29 元

## 需求旺盛, 疫情不改业绩高增长

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.80
已上市流通 A 股(亿股)	0.57
总市值(亿元)	82.63
年内股价最高最低(元)	182.52/77.92
沪深 300 指数	4156
上证指数	3247



## 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	667	924	1,304
营业收入增长率	48.74%	42.12%	35.20%	38.41%	41.16%
归母净利润(百万元)	72	106	150	214	313
归母净利润增长率	52.88%	45.81%	41.97%	42.34%	46.66%
摊薄每股收益(元)	1.208	1.321	1.875	2.669	3.915
每股经营性现金流净额	N/A	1.10	1.79	3.07	4.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.32%	13.87%	17.61%	21.79%	26.81%
P/E	N/A	92.07	55.08	38.70	26.39
P/B	N/A	12.77	9.70	8.43	7.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 8月9日, 阳光诺和发布2022年中报, 公司实现营业收入3.24亿元, 同比增长44.71%; 归母净利润8738万元, 同比增长48.19%; 扣非后归母净利润8167万元, 同比增长42.62%, 收入和利润端均实现高速增长。

## 简评

- 2022Q2 业绩增长稳健, 药学研究业务增长势头迅猛, 疫情对上半年临床业务有一定影响, 看好下半年临床业务恢复。** 单季度来看, 2022Q2 公司实现营业收入1.76亿元, 同比增长37.50%; 归母净利润5398万元, 同比增长40.43%; 扣非后归母净利润5049万元, 同比增长35.95%。分板块来看, 2022H1 药学研究业务实现2.31亿元, 同比增长74.24%, 临床试验及生物分析业务实现9324万元, 同比增长2.37%, 该业务主要受到新冠疫情影响, 导致受试者入组及项目进度减慢, 看好H2临床相关业务的恢复。
- 持续加码研发, 研发投入不断加大。** 2022H1 实现研发支出3613万元, 同比增长82.69%, 研发投入占比为11.14%, 相较于2021H1提升2.32个百分点, 主要是公司加大了对自主立项创新药、改良型新药、特色仿制药的研发投入。此外, 公司不断丰富研发人才团队, 研发人员共有771人, 占比78.51%, 其中硕博共有113人, 占研发人员的比例为14.65%。
- 新签及在手订单饱满, 未来业绩高成长。** 2022H1 公司新签订单为5.45亿元, 同比增长24.15%, 我们预计疫情影响上半年临床新签订单, 预计下半年进一步改善。公司目前累计存量订单为17.89亿元, 同比增长32.81%, 饱满的订单保证了未来业绩的高成长。此外, 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, 不断提升服务能力, 保证订单的高效交付。

## 投资建议

- 我们预计2022-2024年归母净利润为1.50/2.14/3.13亿元, 对应PE分别为55/39/26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。

## 相关报告

- 《一季报业绩靓丽, 公司经营持续向好-阳光诺和一季报点评》, 2022.4.29
- 《主营业绩符合预期, 未来有望加速成长-阳光诺和点评》, 2022.3.1
- 《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
- 《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
- 《半年报超预期, CRO新星高速增长-阳光诺和中报点评》, 2021.8.21

王班

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

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	667	924	1,304
增长率		48.7%	42.1%	35.2%	38.4%	41.2%
主营业务成本	-126	-175	-230	-320	-433	-596
%销售收入	54.1%	50.4%	46.6%	47.9%	46.9%	45.7%
毛利	107	172	264	348	491	708
%销售收入	45.9%	49.6%	53.4%	52.1%	53.1%	54.3%
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	-33
%销售收入	2.6%	2.5%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-30	-44	-69	-81	-111	-156
%销售收入	13.0%	12.7%	13.9%	12.2%	12.0%	12.0%
研发费用	-19	-34	-48	-77	-111	-163
%销售收入	8.2%	9.8%	9.6%	11.5%	12.0%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	51	85	130	172	245	355
%销售收入	22.0%	24.4%	26.3%	25.8%	26.5%	27.2%
财务费用	0	-1	-3	-2	-2	1
%销售收入	0.1%	0.3%	0.6%	0.3%	0.3%	-0.1%
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	243	356
营业利润率	23.6%	23.8%	24.8%	25.5%	26.3%	27.3%
营业外收支	-1	-1	0	0	0	0
税前利润	54	82	122	170	243	356
利润率	23.3%	23.7%	24.7%	25.5%	26.3%	27.3%
所得税	-7	-8	-13	-20	-29	-43
所得税率	12.0%	9.9%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	48	74	109	150	214	313
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	150	214	313
净利率	20.3%	20.9%	21.4%	22.5%	23.1%	24.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	48	74	109	150	214	313
少数股东损益	1	2	3	0	0	0
非现金支出	9	17	45	25	32	37
非经营收益	1	0	-2	18	17	15
营运资金变动	-1	-29	-63	-50	-16	-19
经营活动现金净流	57	63	88	144	246	346
资本开支	-26	-27	-85	-55	-42	-42
投资	0	-9	-193	0	0	0
其他	10	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-15	-36	-276	-55	-42	-42
股权募资	3	0	488	0	0	0
债权募资	12	12	115	175	-12	-41
其他	-12	-6	-34	-73	-102	-140
筹资活动现金净流	3	6	568	101	-114	-181
现金净流量	45	33	381	190	90	123

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	76	109	490	667	747	863
应收款项	80	56	131	172	225	298
存货	4	6	8	11	15	21
其他流动资产	22	92	313	295	346	421
流动资产	182	263	942	1,146	1,333	1,602
%总资产	63.6%	68.3%	75.8%	77.9%	79.9%	82.5%
长期投资	0	0	40	40	40	40
固定资产	63	75	90	120	129	135
%总资产	22.1%	19.4%	7.3%	8.2%	7.8%	6.9%
无形资产	37	43	63	98	102	106
非流动资产	104	122	301	325	335	341
%总资产	36.4%	31.7%	24.2%	22.1%	20.1%	17.5%
资产总计	286	385	1,243	1,471	1,668	1,943
短期借款	16	24	157	337	325	284
应付款项	21	14	21	27	36	50
其他流动负债	130	154	240	211	293	414
流动负债	167	192	418	575	654	748
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	55	36	26	19
负债	167	192	473	612	680	767
普通股股东权益	117	189	762	852	980	1,168
其中股本	16	60	80	80	80	80
未分配利润	72	73	171	261	389	577
少数股东权益	2	4	8	8	8	8
负债股东权益合计	286	385	1,243	1,471	1,668	1,943

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	1.321	1.875	2.669	3.915
每股净资产	N/A	N/A	9.524	10.649	12.251	14.600
每股经营现金净流	N/A	N/A	1.103	1.794	3.074	4.323
每股股利	N/A	N/A	0.265	0.750	1.068	1.566
回报率						
净资产收益率	40.64%	38.32%	13.87%	17.61%	21.79%	26.81%
总资产收益率	16.60%	18.83%	8.50%	10.20%	12.80%	16.12%
投入资本收益率	33.62%	35.25%	12.50%	12.68%	16.43%	21.38%
增长率						
主营业务收入增长率	73.24%	48.74%	42.12%	35.20%	38.41%	41.16%
EBIT增长率	82.24%	64.63%	53.55%	32.68%	42.17%	44.69%
净利润增长率	128.79%	52.88%	45.81%	41.97%	42.34%	46.66%
总资产增长率	44.46%	34.79%	222.89%	18.39%	13.38%	16.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	102.8	66.7	59.5	85.0	80.0	75.0
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	63.8	49.8	36.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.05%	-44.48%	-63.78%	-56.71%	-58.67%	-62.62%
EBIT利息保障倍数	160.8	85.3	47.0	98.8	101.0	-278.5
资产负债率	58.41%	49.87%	38.06%	41.57%	40.79%	39.49%

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	2	3	6	15
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

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

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
5	2022-03-01	买入	95.65	N/A
6	2022-04-29	买入	92.87	N/A

来源：国金证券研究所



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，而不应对本报告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**

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