

坚持仿创结合发展，持续深化全流程一体化服务能力

2023 年 10 月 31 日

► **事件：**10 月 30 日，阳光诺和发布 2023 年三季报业绩。2023 年前三季度公司实现营收 6.92 亿元，同比增长 39.73%；归母净利润 1.71 亿元，同比增长 32.72%；扣非归母净利润 1.68 亿元，同比增长 39.31%。Q3 公司实现营收 2.31 亿元，同比增长 35.12%；归母净利润 0.53 亿元，同比增长 27.84%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比增长 36.54%。

► **坚持仿创结合发展，自主研发成果显著。**公司持续加大药物研发新技术平台的投入，前三季度研发费用为 8312.61 万元，同比增长 46.61%。2023 年上半年公司新立项自研项目 40 余项，累计已超 290 项，包括创新药、改良型新药和仿制药项目。截至上半年公司研发人员达到 987 人，占员工总数的 83.29%，上半年人均产值达到 39.90 万元，较上年同期人均提高 4.93 万元。公司持续推进自研品种推进，2023 年上半年有 3 项新药项目已通过 NMPA 批准进入临床试验、47 项药品申报上市注册受理、7 项一致性评价注册受理，并且取得 31 项药品生产注册批件，18 项通过一致性评价、5 项原料药通过审评获批。新药品注册分类法规实施后，公司累计有 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，取得生产批件的权益分成项目共 6 项。

► **一体化服务能力优势明显，客户和订单持续增长。**公司围绕临床前和临床研究一体化战略，持续整合已有专业技术平台，并且将一体化优势延伸至生物药、中药和医疗器械等领域。公司为国内超过 650 家客户提供药物研发服务，客户粘性不断提高，2022 年新签订单达 11.02 亿元，同比增长 18.62%，截至 2022 年末累计存量订单 19.94 亿，同比增长 27.17%；2023 年前三季度新签订单继续保持较快增长，快速提升的客户需求为公司业绩稳健增长提供充分保障。

► **投资建议：**阳光诺和是特色的仿创结合、全流程一体化药物研发服务平台，全面提升药物临床前及临床不同阶段的服务能力。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.16/3.06/4.36 亿元，对应 PE 分别为 35/25/18 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**药物研发失败风险、药物研发周期较长的风险、经营规模扩大带来的管理风险、行业监管政策风险、安全生产风险等。

推荐

首次评级

当前价格：

68.40 元



分析师

王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	677	925	1,247	1,662
增长率 (%)	37.1	36.7	34.8	33.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	156	216	306	436
增长率 (%)	47.6	38.6	41.5	42.6
每股收益 (元)	1.39	1.93	2.73	3.90
PE	49	35	25	18
PB	8.5	7.2	5.9	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	677	925	1,247	1,662
营业成本	301	405	546	725
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	20	28	37	42
管理费用	91	106	143	183
研发费用	90	120	162	208
EBIT	170	242	343	484
财务费用	4	4	8	9
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	169	238	336	475
营业外收支	0	-1	-1	-2
利润总额	169	237	335	473
所得税	11	19	26	33
净利润	158	218	309	440
归属于母公司净利润	156	216	306	436
EBITDA	223	305	416	540

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	609	645	814	1,068
应收账款及票据	207	307	432	576
预付款项	24	69	93	123
存货	13	18	24	32
其他流动资产	187	323	415	543
流动资产合计	1,040	1,362	1,777	2,342
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	143	170	185	201
无形资产	4	6	7	8
非流动资产合计	423	487	576	630
资产合计	1,463	1,849	2,353	2,972
短期借款	201	351	451	531
应付账款及票据	33	47	63	83
其他流动负债	284	335	451	599
流动负债合计	518	733	965	1,214
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	37	34	63	88
非流动负债合计	37	34	63	88
负债合计	555	767	1,029	1,302
股本	80	112	112	112
少数股东权益	12	13	16	20
股东权益合计	908	1,082	1,325	1,671
负债和股东权益合计	1,463	1,849	2,353	2,972

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	37.06	36.72	34.83	33.26
EBIT 增长率	37.79	41.81	42.11	41.00
净利润增长率	47.59	38.61	41.53	42.61
盈利能力 (%)				
毛利率	55.49	56.18	56.26	56.36
净利润率	23.05	23.37	24.53	26.25
总资产收益率 ROA	10.66	11.69	13.00	14.68
净资产收益率 ROE	17.39	20.23	23.38	26.43
偿债能力				
流动比率	2.01	1.86	1.84	1.93
速动比率	1.63	1.37	1.36	1.42
现金比率	1.18	0.88	0.84	0.88
资产负债率 (%)	37.92	41.47	43.71	43.79
经营效率				
应收账款周转天数	109.35	130.00	130.00	130.00
存货周转天数	15.20	16.00	16.00	16.00
总资产周转率	0.50	0.56	0.59	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	1.39	1.93	2.73	3.90
每股净资产	8.01	9.54	11.68	14.74
每股经营现金流	0.93	1.02	2.58	3.41
每股股利	0.60	0.59	0.84	1.20
估值分析				
PE	49	35	25	18
PB	8.5	7.2	5.9	4.6
EV/EBITDA	33.23	24.34	17.84	13.74
股息收益率 (%)	0.88	0.87	1.23	1.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	158	218	309	440
折旧和摊销	53	63	72	56
营运资金变动	-121	-209	-131	-167
经营活动现金流	104	114	289	382
资本开支	-104	-64	-57	-65
投资	90	-20	-5	-5
投资活动现金流	-12	-122	-141	-90
股权募资	2	0	0	0
债务募资	63	128	100	80
筹资活动现金流	26	44	21	-38
现金净流量	119	36	169	254

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

特别声明

本公司其他部门或附属机构持有阳光诺和(688621)股份。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026