

阳光诺和(688621)

报告日期: 2024年10月29日

## 临床高速释放, 看好持续性

## ——阳光诺和 2024 年三季度报点评报告

## 投资要点

## □ 业绩表现: 收入持续高增, 利润增速季度波动

2024Q1-3 实现收入 9.17 亿元, yoy+32.47%; 实现归母净利润 2.08 亿元, yoy+21.40%。

24Q3 公司实现收入 3.54 亿元, yoy+53.20%; 实现归母净利润 0.59 亿元, yoy+11.37%。

- 成长性: 临床业务持续高速释放, 看好 2025 年后权益分成与自研新药转化弹性
- 大临床业务:** 24Q3 公司单季度收入增长大幅提速, 我们预计和公司临床订单交付节奏有关, 经历了多季度的持续验证后, 我们认为公司大临床业务已经增长的最主要支撑。展望来看, 我们认为当前公司临床业务规模与基数依然较小, 而“3 类药、自研新药转化带来的临床导流、历史上积累的大量仿创转型客户自带的临床管线需求”将支撑公司大临床业务维持高增速。

**权益分成业务:** 我们预计 OTC 类权益产品吡美莫司乳膏三季度分成贡献有限, 其或仍在销售资源投入期, 从天猫等渠道销售情况来看, 公司吡美莫司乳膏销量增长亮眼, 看好 2025 年其分成释放空间; 院内权益品种方面, 随着第十批集采的推进与落地, 看好后续产品快速放量。

**自研新药产品:** 截至公司三季度披露日, 1 类药核心品种 STC007 已进入临床二期, STC008 已进入临床一期, 另外公司还有部分 2 类药产品已获临床试验许可或进入临床阶段, 看好 2025 年后新药管线转化带来的弹性。

## □ 盈利能力分析: 收入结构变化带来盈利能力波动, 研发投入或加大

24Q3 公司毛利率为 46.04%, yoy-8.39pct; 归母净利率为 16.71%, yoy-6.28pct。我们预计三季度临床业务占比提升或是整体毛利率及净利率下降的主要原因。此外, 24Q3 公司销管费用率持续优化, 延续较高运营效率; 三季度研发费用率为 14.25%, 同比提升 1.36pct, 我们预计和当前公司自研新药管线较多, 且集中进入临床阶段带来的投入较大有关, 我们预计后续公司或保持较快的自研管线推进节奏。

## □ 经营质量分析: 现金流明显改善, 看好经营稳定性持续提升

24Q3 公司经营性现金流净额为 1.73 亿元, 同比大幅提升; 24Q3 公司信用减值损失为 700 万元, 同比、环比均大幅优化。我们认为现金流、经营质量改善背后是公司聚焦高质量中大型药企客户的战略变化的持续验证, 我们看好公司远期增长的稳定性和持续性。

## □ 盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年, 公司分别实现收入 12.18/15.83/20.53 亿元, 同比增速分别为 30.68%/29.95%/29.71%; 分别实现归母净利润 2.33/2.91/3.59 亿元, 同比增速分别为 26.13%/24.77%/23.59%; EPS 分别为 2.08/2.60/3.21 元, 2024 年 10 月 28 日收盘价对应 2024 年 PE 为 23x、对应 2025 年 PE 为 18x, 维持“增持”评级。

## □ 风险提示

市场竞争格局加剧风险; 研发进展不及预期风险; 国内新药研发景气度波动风险。

## 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建  
执业证书号: S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 王帅  
执业证书号: S1230523060003  
wangshuai1@stocke.com.cn

分析师: 胡隽扬  
执业证书号: S1230524090005  
hujunyang@stocke.com.cn

## 基本数据

收盘价	¥46.92
总市值(百万元)	5,255.04
总股本(百万股)	112.00

## 股票走势图



## 相关报告

- 《新业态高增持续, 新动能蓄势待发》2024.05.08
- 《动能切换的仿创结合 CRO》2023.12.24

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	932	1218	1583	2053
(+/-) (%)	37.76%	30.68%	29.95%	29.71%
归母净利润	185	233	291	359
(+/-) (%)	18.47%	26.13%	24.77%	23.59%
每股收益(元)	1.65	2.08	2.60	3.21
P/E	28.44	22.55	18.07	14.62

资料来源：浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表					利润表				
(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1357	1476	1799	2205	<b>营业收入</b>	932	1218	1583	2053
现金	691	716	998	1307	营业成本	404	562	759	1002
交易性金融资产	30	67	37	45	营业税金及附加	1	2	2	3
应收账款	297	328	365	413	营业费用	44	61	79	103
其它应收款	11	15	19	25	管理费用	109	134	163	211
预付账款	45	63	85	112	研发费用	124	158	206	267
存货	14	20	27	36	财务费用	5	6	1	(1)
其他	268	268	268	268	资产减值损失	60	61	79	103
<b>非流动资产</b>	506	494	543	582	公允价值变动损益	0	0	0	0
金融资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	30	30	30	30	其他经营收益	8	10	11	10
固定资产	159	176	197	209	<b>营业利润</b>	194	245	305	377
无形资产	5	5	4	4	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	193	244	305	376
其他	311	283	311	339	所得税	11	13	17	21
<b>资产总计</b>	1863	1970	2342	2786	<b>净利润</b>	183	231	288	356
<b>流动负债</b>	761	636	724	811	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
短期借款	384	241	275	300	<b>归属母公司净利润</b>	185	233	291	359
应付款项	57	79	107	141	EBITDA	245	275	335	406
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.65	2.08	2.60	3.21
其他	321	316	341	370					
<b>非流动负债</b>	45	45	42	44	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	45	45	42	44	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	806	682	766	855	营业收入	37.76%	30.68%	29.95%	29.71%
少数股东权益	17	15	12	8	营业利润	14.70%	26.12%	24.69%	23.53%
归属母公司股东权益	1040	1273	1564	1923	归属母公司净利润	18.47%	26.13%	24.77%	23.59%
<b>负债和股东权益</b>	1863	1970	2342	2786	<b>获利能力</b>				
					毛利率	56.68%	53.88%	52.04%	51.21%
					净利率	19.62%	18.94%	18.18%	17.33%
					ROE	18.80%	19.87%	20.31%	20.49%
					ROIC	12.86%	15.01%	15.22%	15.50%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	43.25%	34.62%	32.70%	30.68%
					净负债比率	50.39%	38.46%	38.83%	37.65%
					流动比率	1.78	2.32	2.49	2.72
					速动比率	1.76	2.29	2.45	2.67
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.64	0.73	0.80
					应收账款周转率	3.76	3.61	3.60	3.59
					应付账款周转率	8.99	8.28	8.18	8.09
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.65	2.08	2.60	3.21
					每股经营现金	0.83	2.25	2.38	2.96
					每股净资产	9.29	11.37	13.96	17.17
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.44	22.55	18.07	14.62
					P/B	5.05	4.13	3.36	2.73
					EV/EBITDA	30.87	17.43	13.65	10.53

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>