

阳光诺和(688621)

报告日期: 2025 年 04 月 15 日

临床延续高增，看好新药转化释放

——阳光诺和 2024 年报点评报告

投资要点

- 业绩表现：四季度收入利润增速略有波动**
 2024 年：实现收入 10.78 亿元，yoy+15.7%；实现归母净利润 1.77 亿元，yoy-3.98%。
 2024Q4：实现收入 1.62 亿元，yoy-32.62%；实现归母净利润-0.30 亿元，同比下滑较多。
- 成长性：临床业务持续高速释放，看好 2025 年自研新药转化弹性**
大临床业务：2024 年公司大临床业务实现收入 5.12 亿元，同比增长 41.19%，延续了 2023 年以来的高增趋势。我们认为，在公司独特的商业模式与订单结构驱动下，大临床业务已经成为公司服务板块未来三年的主要支撑。
权益分成业务：2024 年公司 OTC 类权益产品吡美莫司乳膏分成贡献有限，或与其仍在销售资源投入期有关，而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，随着第十批集采落地，看好 2025 年公司权益品种新增量。
自研新药产品：随着核心管线临床阶段持续向前推进以及新管线与新领域的持续补充，我们认为 2025 年或将成为公司新药转化丰收元年。截至公司年报披露日，多肽 1 类药核心品种 STC007 两个适应症已进入临床二期、STC008 一个适应症已进入临床一期；公司与艺妙神州合作开发的 CAR-T 新药 ZM001 一个适应症已进入临床一期；同时公司还在 SiRNA、核药等领域与战略客户合作开发多个管线，看好 2025 年后新药管线转化带来的弹性。
- 盈利能力分析：毛利率或趋稳，研发投入或持续加大**
 2024 年公司毛利率为 50.18%，同比下降 6.5pct，主要原因或和仿制药药学研究端市场竞争较为激烈以及毛利率相对低的临床服务板块收入占比提升有关，我们预计随着药学研究业务市场竞争逐步企稳以及权益分成等高毛模式的占比提升，公司毛利率有望维持稳定。费用方面，公司 2024 年研发费用率达到了 15.94%，同比提升 2.67pct，主要和公司核心自研管线临床推进加速等原因有关，随着公司储备管线池持续丰富及临床推进资金需求，我们预计研发费用未来三年或持续保持较快增长。
- 经营质量分析：现金流波动较大，看好快速修复**
 2024 年公司经营性净现金流为 0.32 亿元，同比减少较多，主要或和公司应收周转率下滑有关，2024 年公司应收账款周转天数为 123 天，同比增长约 27 天。我们认为，现金流与应收的变化趋势反映了行业及宏观环境的变化，而基于公司围绕中大型药企客户服务的战略，我们看好公司经营质量的快速修复及未来稳定性。
- 盈利预测与估值**
 考虑到 2024 年仿制药药学研究市场竞争加剧超我们此前预期，我们下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年，公司分别实现收入 12.80/15.01/17.56 亿元，同比增速分别为 18.73%/17.19%/17.05%；分别实现归母净利润 1.79/2.16/2.62 亿元，同比增速分别为 0.72%/21.09%/21.05%；EPS 分别为 1.60/1.93/2.34 元，2025 年 4 月 14 日收盘价对应 2025 年 PE 为 27x，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

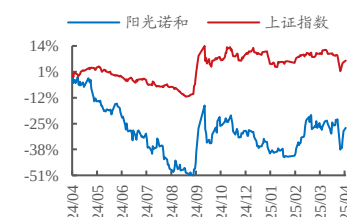
分析师：王帅
 执业证书号：S1230523060003
 wangshuai1@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 43.64
总市值(百万元)	4,887.68
总股本(百万股)	112.00

股票走势图



相关报告

- 1 《临床高速释放，看好持续性》2024.10.30
- 2 《新业态高增持续，新动能蓄势待发》2024.05.08
- 3 《动能切换的仿创结合 CRO》2023.12.24

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1078	1280	1501	1756
(+/-) (%)	15.70%	18.73%	17.19%	17.05%
归母净利润	177	179	216	262
(+/-) (%)	-3.98%	0.72%	21.09%	21.05%
每股收益(元)	1.58	1.60	1.93	2.34
P/E	27.55	27.35	22.59	18.66

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

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1514	1628	1907	2191
现金	566	738	925	1284
交易性金融资产	30	24	28	27
应收账款	450	374	440	336
其它应收款	10	12	14	17
预付账款	86	104	121	144
存货	15	18	21	25
其他	357	357	357	357
非流动资产	473	453	447	430
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26
固定资产	158	148	138	128
无形资产	5	5	4	3
在建工程	0	0	0	0
其他	283	274	279	273
资产总计	1987	2081	2354	2622
流动负债	779	701	767	786
短期借款	309	298	330	313
应付款项	38	45	53	63
预收账款	0	0	0	0
其他	431	357	384	410
非流动负债	106	107	108	107
长期借款	67	67	67	67
其他	39	40	41	40
负债合计	885	808	875	893
少数股东权益	2	(6)	(17)	(29)
归属母公司股东权	1101	1279	1496	1758
负债和股东权益	1987	2081	2354	2622

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	32	224	189	407
净利润	169	170	206	250
折旧摊销	46	28	30	29
财务费用	10	12	12	14
投资损失	2	2	2	2
营运资金变动	(213)	(42)	(104)	55
其它	18	53	44	57
投资活动现金流	(43)	(14)	(24)	(19)
资本支出	1	0	0	0
长期投资	4	0	0	0
其他	(48)	(14)	(24)	(19)
筹资活动现金流	(128)	(38)	23	(29)
短期借款	(75)	(11)	32	(18)
长期借款	67	0	0	0
其他	(120)	(27)	(10)	(11)
现金净增加额	(138)	172	188	359

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1078	1280	1501	1756
营业成本	537	646	755	898
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	44	47	57	67
管理费用	106	111	131	149
研发费用	172	250	290	320
财务费用	10	12	12	14
资产减值损失	44	46	51	56
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	(2)	(2)	(2)
其他经营收益	18	18	18	18
营业利润	178	181	219	264
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	176	179	217	263
所得税	7	9	11	13
净利润	169	170	206	250
少数股东损益	(8)	(8)	(10)	(12)
归属母公司净利润	177	179	216	262
EBITDA	233	219	256	298
EPS (最新摊薄)	1.58	1.60	1.93	2.34

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.70%	18.73%	17.19%	17.05%
营业利润	-8.48%	1.80%	20.90%	20.89%
归属母公司净利润	-3.98%	0.72%	21.09%	21.05%
获利能力				
毛利率	50.18%	49.53%	49.71%	48.85%
净利率	15.67%	13.29%	13.74%	14.21%
ROE	16.43%	15.04%	15.73%	16.33%
ROIC	11.54%	10.62%	10.98%	11.56%
偿债能力				
资产负债率	44.52%	38.83%	37.18%	34.06%
净负债比率	47.55%	48.88%	49.07%	46.48%
流动比率	1.95	2.32	2.49	2.79
速动比率	1.93	2.30	2.46	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.63	0.68	0.71
应收账款周转率	2.93	3.00	3.20	3.50
应付账款周转率	11.38	15.57	15.36	15.49
每股指标(元)				
每股收益	1.58	1.60	1.93	2.34
每股经营现金	0.29	2.00	1.69	3.63
每股净资产	9.83	11.42	13.35	15.69
估值比率				
P/E	27.55	27.35	22.59	18.66
P/B	4.44	3.82	3.27	2.78
EV/EBITDA	17.56	20.74	17.10	13.42

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>