

新签订单快速增长，自研创新积极推进

——阳光诺和 2024 年报点评

核心观点

- 事件：**公司 2024 年实现营业收入 10.78 亿元，同比增长 15.70%；归母净利润 1.77 亿元，同比下降 3.98%。单四季度实现营业收入 1.62 亿元，同比下降-32.62%；归母净利润-0.3 亿元。。
- 新签订单维持快速增长，临床业务优势凸显。**2024 年公司新签订单 17.86 亿元，同比增长 18.74%；累计存量订单 32.73 亿元，同比增长 27.57%，充足的在手订单为公司未来的发展奠定良好基础。分业务板块看：1）药学研究业务实现收入 5.59 亿元，同比下降 1.7%。针对早期药物发现，公司继续聚焦缓控释制剂、多肽药物、小核酸药物等优势领域。2）临床试验及生物分析业务实现收入 5.12 亿元，同比继续大幅增长 41.2%。临床板块业绩高增一方面来自于早期药学研究的导流，另一方面来自于不断完善的平台布局，可以提供一站式、全流程服务，客户粘性持续增强。
- 权益分成贡献业绩增量，自研创新管线稳步推进。**24 年公司权益分成业务实现收入 653 万元，同时拥有 6 项取得生产批件的权益分成项目，后续随着权益分成项目逐步上市，有望快速增厚业绩。从研发投入角度看，公司高度重视创新药研发，24 年研发费用 1.72 亿元，同比增长 39.0%，占营收比重进一步提升至 15.9%。随着研发投入的累计，公司目前已有 14 款新药获批进入临床试验，176 项药品申报上市注册受理。未来随着公司研发投入逐步兑现，叠加公司特色的权益分成模式，长期发展值得期待。

盈利预测与投资建议

- 考虑到行业景气度波动导致订单价格及毛利率水平下降，我们下调公司营业收入及利润水平，预测公司 2025-2026 年每股收益分别为 1.98、2.36 元（原预测值为 3.58、4.35 元），并新增预测 2027 年每股收益为 2.95 元。根据 PE 估值法，参考可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 29 倍市盈率，对应目标价为 57.42 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 研发进展不及预期的风险，销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	932	1,078	1,315	1,520	1,753
同比增长(%)	37.8%	15.7%	22.0%	15.6%	15.3%
营业利润(百万元)	194	178	231	275	343
同比增长(%)	14.7%	-8.5%	30.0%	18.9%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	185	177	221	264	331
同比增长(%)	18.1%	-4.0%	24.8%	19.3%	25.2%
每股收益（元）	1.65	1.58	1.98	2.36	2.95
毛利率(%)	56.7%	50.2%	50.5%	50.8%	50.8%
净利率(%)	19.8%	16.5%	16.8%	17.4%	18.9%
净资产收益率(%)	19.1%	16.6%	18.4%	18.6%	19.6%
市盈率	26.5	27.6	22.1	18.5	14.8
市净率	4.7	4.4	3.7	3.2	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月14日）	43.64 元
目标价格	57.42 元
52 周最高价/最低价	63.22/28.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	11,200/11,200
A 股市值（百万元）	4,888
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	17.79	-0.64	16.68	-29.36
相对表现%	13.06	5.54	18.29	-37.51
沪深 300%	4.73	-6.18	-1.61	8.15



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

业绩稳定增长，自研成果积极兑现：——	2024-04-28
阳光诺和 23 年报&24 年一季报点评	
临床前+临床业务稳健增长，创新引领未来	2023-08-29
成长：——阳光诺和 23 年中报点评	
业绩保持高速增长，自研品种打开长期成长空间：——阳光诺和 2023 年一季度点评	2023-05-03

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/4/14	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
昭衍新药	603127	16.57	0.53	0.10	0.46	0.55	31.28	167.71	36.19	30.13
康龙化成	300759	22.91	0.90	1.01	1.03	1.22	25.44	22.72	22.22	18.80
成都先导	688222	14.60	0.10	0.13	0.15	0.20	143.70	112.31	94.56	74.41
药石科技	300725	31.27	0.99	0.97	1.15	1.38	31.65	32.40	27.25	22.70
百诚医药	301096	34.04	2.49	1.70	2.13	2.57	13.67	20.07	16.01	13.23
	最大值						143.70	167.71	94.56	74.41
	最小值						13.67	20.07	16.01	13.23
	平均数						49.15	71.04	39.25	31.85
	调整后平均						29.46	55.81	28.56	23.88

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	691	566	950	1,007	1,115
应收票据、账款及款项融资	304	463	466	562	674
预付账款	45	86	72	93	115
存货	14	15	23	25	28
其他	303	385	437	487	563
流动资产合计	1,357	1,514	1,947	2,173	2,495
长期股权投资	30	26	30	30	30
固定资产	159	158	182	199	208
在建工程	0	0	0	0	1
无形资产	5	5	6	7	8
其他	311	283	259	252	233
非流动资产合计	506	473	478	488	479
资产总计	1,863	1,987	2,425	2,661	2,974
短期借款	384	309	486	437	363
应付票据及应付账款	57	38	70	79	81
其他	321	431	461	511	594
流动负债合计	761	779	1,017	1,027	1,038
长期借款	0	67	67	67	67
应付债券	0	0	0	0	0
其他	45	39	39	39	39
非流动负债合计	45	106	106	106	106
负债合计	806	885	1,123	1,133	1,144
少数股东权益	17	2	(1)	(5)	(10)
实收资本（或股本）	112	112	112	112	112
资本公积	474	376	376	376	376
留存收益	454	613	816	1,045	1,352
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,057	1,103	1,303	1,528	1,830
负债和股东权益总计	1,863	1,987	2,425	2,661	2,974

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	183	169	218	260	326
折旧摊销	41	45	41	51	59
财务费用	5	10	24	25	21
投资损失	(1)	2	(1)	(0)	0
营运资金变动	(158)	(213)	54	(137)	(125)
其它	23	19	14	(7)	3
经营活动现金流	93	32	350	192	283
资本支出	(26)	(8)	(52)	(52)	(52)
长期投资	(30)	4	(4)	0	0
其他	(33)	(39)	(27)	25	(5)
投资活动现金流	(89)	(43)	(83)	(27)	(57)
债权融资	(0)	89	(17)	2	2
股权融资	6	(98)	0	0	0
其他	72	(119)	135	(109)	(119)
筹资活动现金流	78	(128)	117	(107)	(117)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	82	(138)	384	58	108

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	932	1,078	1,315	1,520	1,753
营业成本	404	537	651	747	863
销售费用	44	44	49	57	65
管理费用	109	106	116	131	147
研发费用	124	172	215	247	281
财务费用	5	10	24	25	21
资产、信用减值损失	60	44	41	49	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	(2)	1	0	(0)
其他	7	16	12	11	12
营业利润	194	178	231	275	343
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	193	176	230	273	342
所得税	11	7	12	13	16
净利润	183	169	218	260	326
少数股东损益	(2)	(8)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	185	177	221	264	331
每股收益（元）	1.65	1.58	1.98	2.36	2.95

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	37.8%	15.7%	22.0%	15.6%	15.3%
营业利润	14.7%	-8.5%	30.0%	18.9%	24.9%
归属于母公司净利润	18.1%	-4.0%	24.8%	19.3%	25.2%
获利能力					
毛利率	56.7%	50.2%	50.5%	50.8%	50.8%
净利率	19.8%	16.5%	16.8%	17.4%	18.9%
ROE	19.1%	16.6%	18.4%	18.6%	19.6%
ROIC	14.5%	12.1%	14.2%	14.5%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	44.5%	46.3%	42.6%	38.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.78	1.95	1.92	2.12	2.40
速动比率	1.76	1.93	1.89	2.09	2.38
营运能力					
应收账款周转率	3.8	2.9	3.0	3.1	3.0
存货周转率	30.0	36.5	34.4	31.5	33.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	1.65	1.58	1.98	2.36	2.95
每股经营现金流	0.83	0.29	3.12	1.71	2.53
每股净资产	9.29	9.83	11.64	13.69	16.43
估值比率					
市盈率	26.5	27.6	22.1	18.5	14.8
市净率	4.7	4.4	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	19.4	20.0	15.7	13.3	11.0
EV/EBIT	23.4	24.7	18.3	15.5	12.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。