

CRO 业务竞争力凸显，自研成果加速落地

——阳光诺和 2022 年度年报点评

核心观点

- 事件：**公司 22 年全年实现营业收入 6.8 亿元（+37.1%），实现归母净利润 1.6 亿元（+47.6%），虽然单四季度受疫情影响增速放缓，全年业绩继续保持快速增长。盈利水平方面，22 年综合毛利率为 55.5%，同比+2.1pct，净利率为 23.4%，同比+1.3pct，持续迭代的研发服务能力使得盈利水平得到进一步提升。
- 具备“临床前+临床”综合 CRO 服务能力，竞争力凸显。**临床前方面，药学研究服务 22 年同比快速增长 58.66%，主要驱动力来自于：1）仿制药 CRO 业务经验丰富，持续深耕优势领域；2）创新能力突出，业务范围拓展至创新药 CRO，如自研产品 STC007 已获批临床试验许可。临床方面，受疫情影响临床项目进度放缓，临床试验和生物分析业务 22 年同比增长 9.4%。我们认为，未来疫情扰动因素减小，临床前订单向下导流至临床业务，公司在 CRO 一站式综合能力的潜能将加速释放。
- 储备订单丰厚，完成 CRO+CDMO 布局后订单延续性有望进一步增强。**22 年新签订单 11.02 亿元（+18.62%），累计存量订单 19.94 亿元（+27.17%）；部分技术开发和转让合同未完成全部交付，待履行金额 1.44 亿元。此外，公司拟收购朗研生命，与公司原有的 CRO 业务形成有效互补，形成 CRO+CDMO 的一体化布局。我们认为，业务协同下将增强客户粘性，提升订单延续性，未来成长潜力十足。
- 研发投入继续加强，推动自研产品的快速获批落地。**公司 22 年研发费用 8969 万元（+88.51%），研发费用率 13.26%，持续保持行业内较高水平。研发费用主要用于：1）自研创新药、改良型新药、特色仿制药物；2）储备优质人才和加强技术平台，目前研发人员占比高达 84.46%，实验室总面积预计达 3.60 万平方米。从研发成果来看，22 年共有 3 项原料药通过审评获批、8 项新药项目已通过 NMPA 批准进入临床试验、60 项药品申报上市注册受理。未来，丰富的产品储备可通过转让获得转让费，且公司保留一定的长期收益份额，预计业绩增量可观。

盈利预测与投资建议

- 暂不考虑并购朗研后对业绩的影响，小幅上调管理费用及研发费用，预测公司 23-25 年每股收益分别为 2.74、3.85、5.09 元，原 23-24 年预测值为 2.84/3.85。根据可比公司，给予公司 23 年 46 倍 PE 估值，对应目标价为 126.04 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	677	939	1,256	1,660
同比增长(%)	42.1%	37.1%	38.8%	33.8%	32.2%
营业利润(百万元)	123	169	246	342	451
同比增长(%)	48.1%	38.1%	45.5%	38.8%	32.0%
归属母公司净利润(百万元)	106	156	219	308	407
同比增长(%)	45.8%	47.6%	40.4%	40.8%	32.0%
每股收益(元)	1.32	1.95	2.74	3.85	5.09
毛利率(%)	53.4%	55.5%	52.9%	52.4%	52.4%
净利率(%)	21.4%	23.0%	23.3%	24.5%	24.5%
净资产收益率(%)	22.2%	18.8%	21.8%	24.9%	26.9%
市盈率	82.9	56.2	40.0	28.4	21.5
市净率	11.5	9.8	7.9	6.4	5.2

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（2023年03月10日）	109.5元
目标价格	126.04元
52周最高价/最低价	120/70.43元
总股本/流通A股（万股）	8,000/5,693
A股市值（百万元）	8,760
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023年03月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.22	0	10.05	6.11
相对表现	4.18	3.39	10.83	13.7
沪深300	-3.96	-3.39	-0.78	-7.59



证券分析师

证券分析师 刘恩阳
01066218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

相关报告

订单驱动业绩快速增长，自研品种值得期待：——阳光诺和 22 年业绩快报点评	2023-02-11
自研品种 license out 开始兑现，看好品种权益分成的成长空间	2022-11-21
三季度业绩超预期，CRO 综合业务+自研药物双轮驱动	2022-11-08

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			
			2023/3/10	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
昭衍新药	603127	56.88	1.04	1.68	2.04	2.62	54.66	33.90	27.83	21.69
康龙化成	300759	57.21	1.39	1.47	2.10	2.87	41.03	38.84	27.21	19.95
博济医药	300404	10.75	0.11	0.08	0.14	0.22	101.90	141.45	77.67	49.81
成都先导	688222	17.61	0.16	0.06	0.16	0.17	111.31	293.50	108.57	105.39
东宝生物	300239	7.14	0.06	0.19	0.22	0.26	116.10	38.33	32.10	27.46
	最大值						116.10	293.50	108.57	105.39
	最小值						41.03	33.90	27.21	19.95
	平均数						85.00	109.20	54.68	44.86
	调整后平均						89.29	72.87	45.87	32.99

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						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	490	609	982	1,126	1,407	营业收入	494	677	939	1,256	1,660
应收票据、账款及款项融资	119	208	237	293	421	营业成本	230	301	442	597	791
预付账款	26	24	46	57	76	营业税金及附加	1	1	1	2	2
存货	8	13	16	22	29	营业费用	17	20	24	30	38
其他	299	186	177	284	387	管理费用及研发费用	116	180	228	297	388
流动资产合计	942	1,040	1,458	1,782	2,321	财务费用	3	4	2	(4)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	19	11	3	6
固定资产	87	143	132	119	105	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	0	0	0	0	投资净收益	2	3	2	2	2
无形资产	3	4	5	5	5	其他	5	16	15	10	10
其他	207	276	149	143	135	营业利润	123	169	246	342	451
非流动资产合计	301	423	285	267	245	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,243	1,463	1,743	2,049	2,566	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	138	201	94	114	137	利润总额	122	169	246	341	451
应付票据及应付账款	18	33	43	55	75	所得税	13	11	22	32	43
其他	261	284	440	471	629	净利润	109	158	224	309	408
流动负债合计	418	518	577	640	841	少数股东损益	3	2	5	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	106	156	219	308	407
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.32	1.95	2.74	3.85	5.09
其他	55	37	34	34	34	主要财务比率					
非流动负债合计	55	37	34	34	34		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	473	555	611	674	875	成长能力					
少数股东权益	8	12	16	17	18	营业收入	42.1%	37.1%	38.8%	33.8%	32.2%
实收资本(或股本)	80	80	80	80	80	营业利润	48.1%	38.1%	45.5%	38.8%	32.0%
资本公积	500	500	500	500	500	归属于母公司净利润	45.8%	47.6%	40.4%	40.8%	32.0%
留存收益	182	317	536	779	1,093	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	53.4%	55.5%	52.9%	52.4%	52.4%
股东权益合计	770	908	1,132	1,375	1,691	净利率	21.4%	23.0%	23.3%	24.5%	24.5%
负债和股东权益总计	1,243	1,463	1,743	2,049	2,566	ROE	22.2%	18.8%	21.8%	24.9%	26.9%
现金流量表						ROIC	19.5%	15.7%	19.2%	22.5%	24.4%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	109	158	224	309	408	资产负债率	38.1%	37.9%	35.1%	32.9%	34.1%
折旧摊销	17	30	28	30	33	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	3	4	2	(4)	(5)	流动比率	2.25	2.01	2.53	2.78	2.76
投资损失	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	速动比率	2.24	1.98	2.50	2.75	2.72
营运资金变动	(48)	(90)	120	(142)	(85)	营运能力					
其它	10	5	128	3	6	应收账款周转率	6.1	4.3	4.2	4.6	4.5
经营活动现金流	88	104	500	194	355	存货周转率	32.6	29.6	31.4	31.8	30.9
资本支出	(46)	(112)	(11)	(11)	(11)	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他	(230)	101	16	1	2	每股收益	1.32	1.95	2.74	3.85	5.09
投资活动现金流	(276)	(12)	5	(10)	(9)	每股经营现金流	1.10	1.30	6.25	2.43	4.44
债权融资	19	4	(23)	0	0	每股净资产	9.52	11.21	13.95	16.98	20.91
股权融资	467	0	0	0	0	估值比率					
其他	82	23	(110)	(41)	(65)	市盈率	82.9	56.2	40.0	28.4	21.5
筹资活动现金流	568	26	(132)	(41)	(65)	市净率	11.5	9.8	7.9	6.4	5.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	58.6	41.0	30.1	22.6	17.4
现金净增加额	381	119	374	143	281	EV/EBIT	66.3	48.1	33.5	24.6	18.6

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。