



买入 (维持)

所属行业: 医药生物  
当前价格(元): 96.78

# 阳光诺和 (688621.SH): 收入利润稳健增长, 一体化平台拓宽发展上限

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

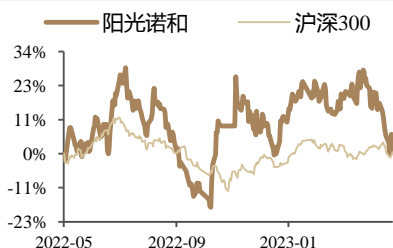
张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.51	-7.54	-14.45
相对涨幅(%)	-12.97	-5.39	-10.82

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《阳光诺和(688621.SH): 业绩加速增长, 外延并购扩展业务范围》, 2022.10.25

2. 《阳光诺和(688621.SH): 业绩持续高增长, 在手订单充足》, 2022.8.9

3. 《阳光诺和(688621.SH): 深耕仿制药, 加码创新药 CRO 业务》, 2022.5.26

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 23Q1 实现收入 2.3 亿, 同比增长 57.1%, 归母净利润 0.5 亿, 同比增长 43.5%, 扣非归母净利润 0.5 亿, 同比增长 50.8%。
- **收入利润增速亮眼, 管理运营能力稳步提升。** 公司 23Q1 实现收入 2.3 亿, 同比增长 57.1%, 归母净利润 0.5 亿, 同比增长 43.5%。随着公司技术团队不断扩大, 新建实验室陆续投用, 服务能力持续加强, 营业收入有所增加; 同时公司进一步强化管理, 运营效率得到不断提升, 经营利润增长显著, 23Q1 公司销售费用率 2.8%, 管理费用率 11.4%, 财务费用率 0.3%, 相较 2022 年分别下降 0.2pct、2.1pct 和 0.2pct。
- **竞争优势持续巩固, 在手订单稳步增长。** 公司持续加大研发投入, 巩固竞争优势, 23Q1 公司研发支出 0.2 亿, 占营业收入比例的 8.3%; 截止 2022 年末, 公司研发人员 951 人, 占员工总数的比例为 84.5%; 2022 年参与研发和自主立项研发的项目中, 共 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, 24 项一致性评价注册受理, 取得 26 项药品生产注册批件, 15 项通过一致性评价; 3 项原料药通过审评获批。公司 2022 年新增客户 155 家, 新签订单 11.0 亿元, 同比增长 18.6%, 累计存量订单 19.9 亿元, 同比增长 27.2%, 新增客户和新签订单的稳健增长为公司持续发展提供动能。
- **构建“CRO+CDMO”一体化平台, 各版块服务能力持续增强。** 公司将构建“CRO+CDMO”一体化服务平台, 构建“研发+生产”一体化服务体系, 提升公司在所处行业竞争力。分版块看, 1) **药学研究:** 2022 年控股子公司诺和最泰在研项目“STC007 注射液”获得用于治疗术后疼痛和成人慢性肾脏疾病相关的中至重度瘙痒两个适应症的临床试验许可, 丰富了公司肾病并发症及镇痛领域产品管线; 2) **临床试验和生物分析:** 2022 年公司启动了多项一类、二类新药临床研究等服务, 并已形成服务收入; 2023 年 2 月 2 日盛世泰科研发的 DPP-4 抑制剂盛格列汀上市申请已受理, 全资子公司诺和德美为该药物临床研究提供了 I 期至 III 期临床试验服务, 助力客户 4.5 年完成临床研究进行 NDA 申报。
- **投资建议:** 预计 2023-2025 年公司营收分别为 9.4/12.6/16.8 亿元、归母净利润分别为 2.2/3.1/4.2 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 仿制药一致性评价业务减少的风险, 集采政策导致仿制药开发订单来源减少的风险, 药物研发失败的风险。

**股票数据**

总股本(百万股):	80.00
流通 A 股(百万股):	57.13
52 周内股价区间(元):	74.65-117.23
总市值(百万元):	7,742.40
总资产(百万元):	1,498.57
每股净资产(元):	11.81

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	677	935	1,263	1,681
(+/-)YOY(%)	42.1%	37.1%	38.2%	35.0%	33.1%
净利润(百万元)	106	156	223	310	421
(+/-)YOY(%)	45.8%	47.6%	42.8%	39.1%	35.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.51	1.95	2.78	3.87	5.26
毛利率(%)	53.4%	55.5%	53.5%	53.5%	53.7%
净资产收益率(%)	13.9%	17.4%	20.3%	22.3%	23.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.95	2.78	3.87	5.26
每股净资产	11.21	13.73	17.34	22.33
每股经营现金流	1.30	4.18	4.58	5.99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	52.51	34.76	24.99	18.39
P/B	9.14	7.05	5.58	4.33
P/S	11.44	8.28	6.13	4.61
EV/EBITDA	35.12	24.00	17.32	12.43
股息率%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	55.5%	53.5%	53.5%	53.7%
净利润率	23.0%	23.8%	24.5%	25.0%
净资产收益率	17.4%	20.3%	22.3%	23.6%
资产回报率	10.7%	10.3%	11.8%	13.0%
投资回报率	13.7%	13.1%	15.3%	17.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	37.1%	38.2%	35.0%	33.1%
EBIT 增长率	37.8%	43.7%	38.1%	36.0%
净利润增长率	47.6%	42.8%	39.1%	35.9%
偿债能力指标				
资产负债率	37.9%	48.5%	46.3%	43.8%
流动比率	2.0	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.6	1.3	1.4	1.6
现金比率	1.2	1.0	1.1	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	109.3	95.3	92.2	87.3
存货周转天数	15.2	13.0	13.0	13.0
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	4.7	3.6	5.0	7.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	156	223	310	421
少数股东损益	2	5	5	8
非现金支出	72	58	64	67
非经营收益	-6	1	2	1
营运资金变动	-121	48	-15	-18
经营活动现金流	104	335	366	479
资产	-104	-183	-41	-37
投资	90	0	0	0
其他	3	-2	-0	2
投资活动现金流	-12	-185	-41	-35
债权募资	63	299	0	0
股权募资	2	0	0	0
其他	-39	-25	-27	-27
融资活动现金流	26	274	-27	-27
现金净流量	119	423	298	418

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	677	935	1,263	1,681
营业成本	301	435	587	779
毛利率%	55.5%	53.5%	53.5%	53.7%
营业税金及附加	1	1	1	2
营业税金率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	20	30	38	47
营业费用率%	3.0%	3.2%	3.0%	2.8%
管理费用	91	122	158	210
管理费用率%	13.4%	13.0%	12.5%	12.5%
研发费用	90	103	140	183
研发费用率%	13.3%	11.0%	11.1%	10.9%
EBIT	170	245	338	460
财务费用	4	1	0	-0
财务费用率%	0.6%	0.1%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	5
营业利润	169	256	354	482
营业外收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	169	255	354	482
EBITDA	223	303	402	527
所得税	11	28	39	53
有效所得税率%	6.6%	10.9%	10.9%	10.9%
少数股东损益	2	5	5	8
归属母公司所有者净利润	156	223	310	421

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	609	1,032	1,330	1,749
应收账款及应收票据	207	251	328	415
存货	13	15	21	28
其它流动资产	212	313	410	536
流动资产合计	1,040	1,612	2,089	2,727
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	143	262	253	239
在建工程	0	11	8	6
无形资产	4	5	6	6
非流动资产合计	423	553	533	505
资产总计	1,463	2,165	2,623	3,233
短期借款	201	500	500	500
应付票据及应付账款	33	35	45	58
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	284	479	632	822
流动负债合计	518	1,014	1,178	1,380
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	37	37	37	37
非流动负债合计	37	37	37	37
负债总计	555	1,050	1,214	1,416
实收资本	80	80	80	80
普通股股东权益	897	1,098	1,387	1,787
少数股东权益	12	16	22	30
负债和所有者权益合计	1,463	2,165	2,623	3,233

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。