

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

阳光诺和 (688621)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 新消费首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

仿制、创新两翼齐飞，并购拓宽长期空间

2023年03月13日

事件：阳光诺和发布 2022 年年报。公司于 2022 年实现收入 6.77 亿元（同比+37.06%），归母净利润 1.56 亿元（同比+47.59%），扣非归母净利润 1.42 亿元（同比+38.69%），经营活动产生的现金流量净额为 1.04 亿元（同比+17.80%）。2022 年第四季度实现收入 1.81 亿元（同比+18.89%），归母净利润 0.27 亿元（同比+31.73%），扣非归母净利润 0.21 亿元（同比+13.15%）。

点评：

- **疫情干扰下经营稳定、盈利能力稳中有升，高研发投入驱动创新发展。**2022 年公司综合毛利率达 56.49%（同比+2.08pp），归母净利率 23.05%（同比+1.64pp），扣非归母净利率 20.93%（同比+0.25pp），在疫情的多次扰动下，公司依靠服务和能力推升盈利能力小幅上升。从费用率角度看，报告期内公司期间费用率为 30.18%（+2.64pp），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.00%（-0.45pp）/13.38%（-0.51pp）/13.26%（+3.62pp）/0.55%（-0.01pp），公司不断拓展新的技术平台，持续加大对自主立项创新药、改良型新药、特色仿制药的研发投入，拉升研发费用率。
- **产品矩阵丰富，能力建设全面。**公司持续加大研发投入，完善能力建设，在**药学研究**业务上，2022 年实现收入 4.42 亿元（同比+58.66%）、毛利润 2.95 亿元（同比+66.73%）；公司持续推进创新药（多肽和小核酸）、改良型新药、仿制药的研发管线布局，2022 年共有 8 项新药项目进入临床试验阶段、60 项药品申报上市注册受理。在**临床试验和生物分析**服务上，2022 年实现收入 2.34 亿元（同比+9.40%）、毛利润 0.80 亿元（同比+34.28%），疫情影响了业务的执行，但总体仍保持增长；公司打造“临床前+临床”综合服务模式，加强板块内部协同效应，2022 年启动了多项新药和器械临床试验和生物分析检测项目，2023 年 2 月 2 日，公司全流程服务的 DPP-4 抑制剂盛格列汀上市申请已受理，临床试验全流程服务能力得到进一步验证。
- **充足订单促增长，外延并购拓发展。**2022 年，公司实现新增订单 11.02 亿元（同比+18.62%），累计存量订单 19.94 亿元（同比+27.17%）；产能方面，公司现有 3.6 万 m² 的研发实验室，其中 2.99 万 m² 已投入使用，充足在手订单和产能支撑业绩增长。2022 年 11 月 8 日，公司公告并购朗研生命，完善商业化生产和销售的能力，全面打造“仿制药研发生产销售+创新药研发生产”综合服务平台，继续挖掘和扩大在仿制药领域的优势，同时大力拓展创新药领域的业务布局，有望为公司长期发展打开天花板。
- **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 9.42/13.00/17.93 亿元，同比增长 39.2%/38.0%/38.0%；归母净利润分别为

2.23/3.17/4.48 亿元，同比增长 42.8%/42.2%/41.6%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 39/28/20 倍。

- **风险因素：**行业竞争加剧、国内国际政策变化、研发进度不及预期、核心技术人员流失等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	494	677	942	1,300	1,793
增长率 YoY%	42.1%	37.1%	39.2%	38.0%	38.0%
归属母公司净利润 (百万元)	106	156	223	317	448
增长率 YoY%	45.8%	47.6%	42.8%	42.2%	41.6%
毛利率%	53.4%	55.5%	54.3%	54.0%	54.0%
净资产收益率ROE%	13.9%	17.4%	19.8%	22.0%	23.7%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.95	2.78	3.96	5.60
市盈率 P/E(倍)	80.53	52.51	39.35	27.67	19.55
市净率 P/B(倍)	12.77	9.14	7.79	6.08	4.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 10 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	942	1,040	1,206	1,609	2,216	营业总收入	494	677	942	1,300	1,793
货币资金	490	609	689	981	1,413	营业成本	230	301	430	598	826
应收票据	3	4	6	7	9	营业税金及附加	1	1	2	2	3
应收账款	109	203	175	225	313	销售费用	17	20	28	39	54
预付账款	26	24	47	60	74	管理费用	69	91	127	174	239
存货	8	13	18	25	34	研发费用	48	90	113	153	206
其他	305	187	271	311	373	财务费用	3	4	-6	-11	-20
非流动资产	301	423	503	559	596	减值损失合计	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	3	4	5	7
固定资产	87	143	173	190	193	其他	-6	-3	-4	6	12
无形资产	3	4	5	4	4	营业利润	123	169	248	355	505
其他	211	276	325	365	399	营业外收支	0	0	0	0	0
资产总计	1,243	1,463	1,709	2,168	2,812	利润总额	122	169	248	355	505
流动负债	418	518	552	682	858	所得税	13	11	21	32	48
短期借款	138	201	200	200	200	净利润	109	158	227	323	457
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	2	5	6	9
应付账款	18	33	35	51	72	归属母公司净利润	106	156	223	317	448
其他	261	284	316	431	585	EBITDA	157	223	271	366	502
非流动负债	55	37	17	22	32	EPS(当年)(元)	1.51	1.95	2.78	3.96	5.60
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	55	37	17	22	32	现金流量表	单位:百万元				
负债合计	473	555	568	703	889	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	8	12	16	23	32	经营活动现金流	88	104	264	408	515
归属母公司股东权益	762	897	1,124	1,442	1,891	净利润	109	158	227	323	457
负债和股东权益	1,243	1,463	1,709	2,168	2,812	折旧摊销	33	53	29	33	36
						财务费用	1	8	10	9	10
						投资损失	10	-27	-2	-3	-4
						营运资金变动	-63	-121	-13	38	10
						其它	9	9	15	10	10
						投资活动现金流	-276	-12	-153	-112	-84
						资本支出	-85	-104	-77	-59	-43
						长期投资	-193	90	-60	-38	-28
						其他	2	3	-16	-15	-13
						筹资活动现金流	568	26	-31	-4	0
						吸收投资	488	2	0	0	0
						借款	148	216	-1	0	0
						支付利息或股息	-1	-27	-10	-9	-10
						现金流净增加额	381	119	80	292	432

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	494	677	942	1,300	1,793
同比 (%)	42.1%	37.1%	39.2%	38.0%	38.0%
归属母公司净利润	106	156	223	317	448
同比 (%)	45.8%	47.6%	42.8%	42.2%	41.6%
毛利率 (%)	53.4%	55.5%	54.3%	54.0%	54.0%
ROE%	13.9%	17.4%	19.8%	22.0%	23.7%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.95	2.78	3.96	5.60
P/E	80.53	52.51	39.35	27.67	19.55
P/B	12.77	9.14	7.79	6.08	4.63
EV/EBITDA	60.13	35.12	30.66	21.92	15.13

研究团队简介

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。