

评级: 买入(维持)

市场价格: 30.88元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 崔少煜

执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	676.61	932.12	1197.90	1492.91	1878.87
增长率 yoy%	37.06%	37.76%	28.51%	24.63%	25.85%
净利润(百万元)	156.47	184.76	240.76	303.32	397.01
增长率 yoy%	48.09%	18.08%	30.31%	25.98%	30.89%
每股收益(元)	1.40	1.65	2.15	2.71	3.54
每股现金流量	0.93	0.83	1.89	1.61	2.43
净资产收益率	17.45%	17.76%	19.07%	19.89%	21.14%
P/E	22.10	18.72	14.37	11.40	8.71
PEG	0.46	1.04	0.47	0.44	0.28
P/B	3.86	3.33	2.74	2.27	1.84

备注: 截止 2024 年 09 月 09 日

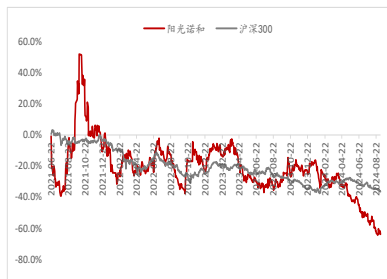
投资要点

- 事件: 公司发布 2024 年中报, 2024 年上半年公司实现营业收入 5.63 亿元, 同比增长 22.08%; 归母净利润 1.49 亿元, 同比增长 25.91%; 扣非归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 24.49%。
- 主业快速增长, 人均单产持续提升。分季度看, 2024Q2 营收 3.11 亿元 (同比 +35.86%), 归母 7582 万元 (+8.22%), 扣非 7635 万元 (+12.57%)。我们预计公司主业持续快速增长主要源于: 公司坚持临床前及临床一体化综合服务模式, 在特殊制剂业务方面深入布局, 逐渐实现多元化发展模式, 不断提升的研发服务能力赢得客户高度认可, 推动市场订单保持稳定增长。盈利能力上, 2024 年上半年公司整体毛利率 55.99% (-0.94pp), 净利率 25.11% (-0.77pp)。2024H1 销售费用率 3.10% (+0.53pp), 管理费用率 8.69% (-2.32pp)。财务费用率 0.84% (+0.38pp), 研发费用率 12.28% (+0.71pp)。人效方面, 2024 年上半年人均产值达到 40.73 万元, 较上年同期人均提高 0.83 万元。
- 药学研究+临床试验和生物分析服务等多轮驱动, 自研品种持续开发。1) 药学研究服务: 2024H1 收入 3.43 亿元 (+8.29%), 板块人员升至 1023 人 (+20.07%), 进一步增强公司的服务能力; 2) 临床试验和生物分析及药理药效服务: 2024H1 收入 2.17 亿元 (+50.28%), 板块人员升至 371 人 (+11.41%)。我们预计主要系临床前期项目逐步向后端延伸所致; 3) 自研品种开发及权益分成: 2024 年上半年公司取得生产批件的权益分成项目共 5 项, 权益分成实现营业收入 333.91 万元。此外, 公司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, 70 项药品申报上市注册受理, 8 项一致性评价注册受理; 取得 39 项药品生产注册批件; 7 项通过一致性评价; 6 项原料药通过审评获批。我们预计随着自研品种项目持续推进, 项目转化有望持续迎来收获。
- 盈利预测及估值: 考虑公司订单持续稳健, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 11.98 亿元、14.93 亿元、18.79 亿元 (2024-2025 年调整前 12.29 亿元、15.77 亿元), 增速分别为 28.51%、24.63%、25.85%; 归母净利润分别为 2.41 亿元、3.03 亿元、3.97 亿元 (2024-2025 年调整前 3.04 亿元、4.10 亿元), 增速分别为 30.31%、25.98%、30.89%。考虑到公司订单增速稳健, 自研转化有望带来第二成长曲线, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、产能提升不及预期风险、创新药研发项目转让不确定性风险、毛利率下降的风险、原材料供应及其价格上涨的风险、环保和安全生产风险。

基本状况

总股本(百万股)	112.00
流通股本(百万股)	112.00
市价(元)	30.88
市值(百万元)	3458.6
流通市值(百万元)	3458.6

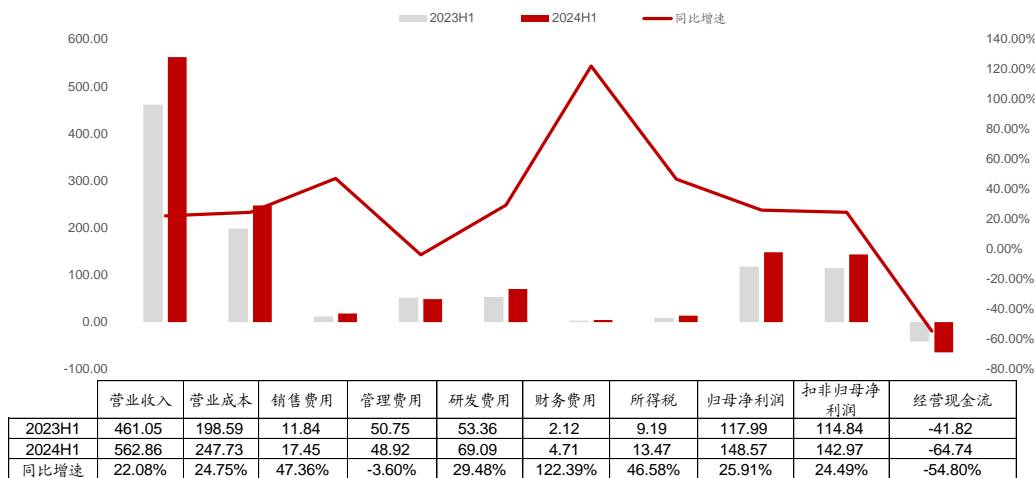
股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《阳光诺和 (301096)-公司点评报告: 主业持续快速增长, 静待自主转化带来第二增长曲线-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2024.02.27
- 2 《阳光诺和 (301096)-公司点评报告: 业绩符合预期, 主业持续快速增长-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2023.11.06

图表 1: 阳光诺和主要财务指标变化 (单位: 百万元)



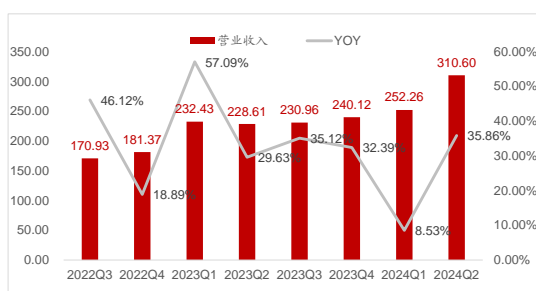
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 阳光诺和分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	147.96	176.35	170.93	181.37	232.43	228.61	230.96	240.12	252.26	310.60
营业收入同比	54.50%	37.41%	46.12%	18.89%	57.09%	29.63%	35.12%	32.39%	8.53%	35.86%
营业收入环比	-3.01%	19.19%	-3.07%	6.11%	28.15%	-1.64%	1.03%	3.97%	5.06%	23.12%
营业成本	64.22	70.80	78.37	87.76	117.88	80.71	105.25	99.94	101.97	145.77
毛利率	56.60%	59.85%	54.15%	51.61%	49.28%	64.70%	54.43%	58.38%	59.58%	53.07%
销售费用	5.26	4.62	4.50	5.90	6.59	5.25	7.56	24.39	8.51	8.93
管理费用	20.03	21.93	23.32	25.26	26.58	24.18	24.06	34.64	24.66	24.26
研发费用	16.79	19.34	20.57	32.99	19.33	34.03	29.76	40.56	34.97	34.13
财务费用	1.22	0.64	0.70	1.17	0.75	1.37	1.24	1.63	1.96	2.75
营业利润	38.54	59.27	40.65	30.81	52.47	76.08	54.91	10.69	74.43	81.91
利润总额	38.67	59.14	40.47	30.86	52.42	76.07	54.48	10.42	74.31	80.51
所得税	-0.06	-6.95	0.75	6.66	4.64	3.38	1.14	0.17	5.57	7.90
归母净利润	33.40	53.98	41.52	27.05	47.94	70.06	53.08	13.68	72.75	75.82
归母净利润同比	62.69%	40.46%	58.65%	31.76%	43.53%	29.79%	27.85%	-49.42%	51.76%	8.22%
净利率	22.57%	30.61%	24.29%	14.91%	20.63%	30.65%	22.98%	5.70%	28.84%	24.41%
扣非归母净利润	31.18	50.49	38.81	21.15	47.02	67.82	52.99	12.23	66.62	76.35
扣非归母净利润同比	54.97%	35.95%	48.36%	13.16%	50.80%	34.32%	36.53%	-42.16%	41.68%	12.57%
扣非净利率	21.07%	28.63%	22.71%	11.66%	20.23%	29.67%	22.94%	5.10%	26.41%	24.58%

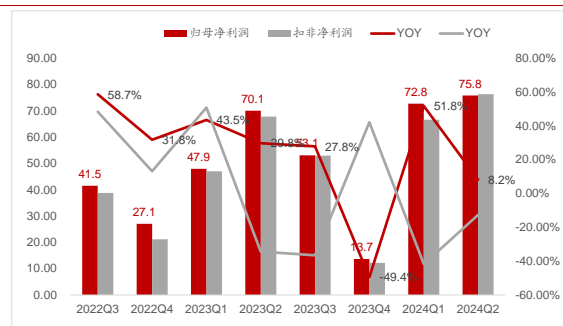
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 阳光诺和分季度营业收入 (单位: 百万元, %)



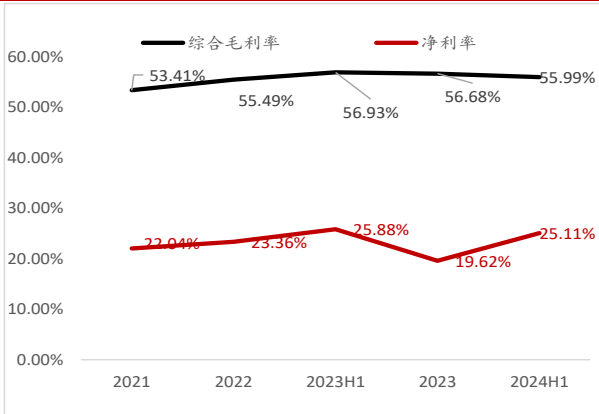
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 阳光诺和分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



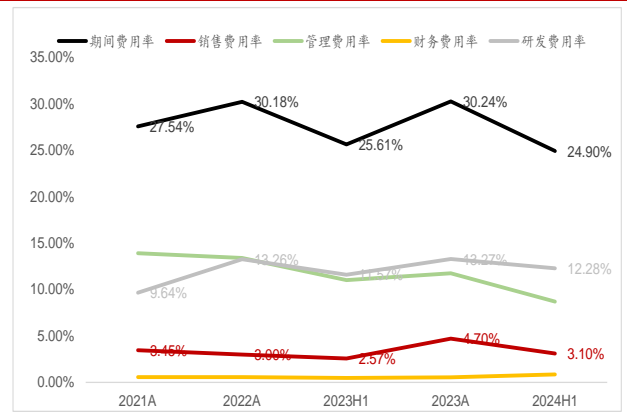
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 阳光诺和毛利率净利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 阳光诺和费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

创新药研发项目转让不确定性风险

- 公司在研创新药项目全为自主研发项目，新药研发具有高投入、高风险、长周期等特点，公司新药研发进展存在不确定性风险。另外，公司在研新药项目多数都有竞争品种在研或已上市，同类竞争加剧或者项目进度不达预期可能会给公司新药研发项目转让带来不确定性风险。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

图表 7: 阳光诺和财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1357	1517	1835	2263	营业收入	932	1198	1493	1879
现金	691	765	927	1162	营业成本	404	563	715	916
应收账款	293	412	531	670	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	11	21	26	32	营业费用	44	71	75	85
预付账款	45	57	75	95	管理费用	109	144	173	210
存货	14	21	26	34	财务费用	5	-4	-11	-19
其他流动资产	303	241	249	268	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	506	450	439	402	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	20	23	22	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	159	139	119	99	营业利润	194	259	324	424
无形资产	5	5	5	4	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	311	286	293	277	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1863	1967	2275	2664	利润总额	193	259	323	423
流动负债	761	641	689	724	所得税	11	17	20	26
短期借款	384	282	303	309	净利润	183	242	304	397
应付账款	57	68	90	115	少数股东损益	-2	1	0	0
其他流动负债	321	291	297	299	归属母公司净利润	185	241	303	397
非流动负债	45	46	42	44	EBITDA	242	292	350	442
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.65	2.15	2.71	3.54
其他非流动负债	45	46	42	44					
负债合计	806	686	731	768	主要财务比率				
少数股东权益	17	18	19	19	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	112	112	112	112	成长能力				
资本公积	474	474	474	474	营业收入	37.8%	28.5%	24.6%	25.9%
留存收益	454	676	939	1292	营业利润	14.7%	33.6%	24.9%	30.8%
归属母公司股东权益	1040	1262	1525	1878	归属于母公司净利润	18.1%	30.3%	26.0%	30.9%
负债和股东权益	1863	1967	2275	2664	获利能力				
					毛利率 (%)	56.7%	53.0%	52.1%	51.3%
					净利率 (%)	19.8%	20.1%	20.3%	21.1%
					ROE (%)	17.8%	19.1%	19.9%	21.1%
					ROIC (%)	31.4%	36.1%	38.2%	42.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	43.3%	34.9%	32.1%	28.8%
					净负债比率 (%)	50.39%	44.34%	44.41%	43.15%
					流动比率	1.78	2.37	2.66	3.13
					速动比率	1.76	2.34	2.63	3.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.63	0.70	0.76
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	8.99	9.05	9.10	8.93
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.65	2.15	2.71	3.54
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	1.89	1.61	2.43
					每股净资产 (最新摊薄)	9.29	11.27	13.62	16.76
					估值比率				
					P/E	18.72	14.37	11.40	8.71
					P/B	3.33	2.74	2.27	1.84
					EV/EBITDA	13	11	9	7

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。