昭衍新药（603127）

公司研究/点评报告

略超预期，ROE 仍有提升空间

—2019 年年报点评

点评报告/医药 | 2020 年 04 月 13 日

一、事件概述

2020 年 4 月 12 日，公司发布 2019 年年报，收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 56.4%、64.6%、71.4%，经营活动产生的现金流净额 1.48 亿元（略低于净利润 1.78 亿元），同比-15.9%。公司业绩超过前次预告业绩（前次预告净利润和扣非后归母净利润同比增长 40-60%），2019Q4 收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 76.3%、99.3%、101.5%。

二、分析与判断

➢ 略超我们前次预期，存货分析，2019 年重在消化订单，20Q1 有望延续高增长

①略超预期，2020Q1 收入、利润同比有望 50%+的增速，全年高增长有望延续。公司 2019 年业绩超过我们前次预期（基于存货分析，我们前次预期 2019Q4 收入有望达到 2.5 亿元，实际 2.9 亿元），也超过公司前次业绩预告的口径，但是，我们认为 Q4 的收入量级基本符合我们的预期，我们在三季报点评中针对 Q3 净利润增速较低的问题提出“我们认为主要是高基数原因导致……假设订单确认结构、节奏没有变化的话，我们估计 2019Q4 单季的收入端有望达到 2.5 亿元，单季度收入同比增速达到 50%左右”，因此，基本上 2019Q4 的高增长是可预期的，同样基于公司 2019 年底存货结构和民生证券对于昭衍新药“存货和短期业绩相关性模型”分析，我们预计 2020Q1 收入、归母净利润有望达到 1.14 亿、1880 万元，同比增速均超过 50%+，考虑一季度新冠防控相关产品在一季度新增滚动消化，我们认为可能实际情况会超过我们的预期。同时，基于 2019 年末在手订单 10.3 亿元，同比增长 30%（2019 年新签合同额同比增长超过 50%，增速比往年大幅提升，该增速 2018 年为 22%，2017 年为 20%+），book-to-bill 达到 1.6，依然处于高景气阶段，因此我们判断 2020 年公司随着太仓等基地产能的释放，收入和利润依然有望保持同比高速增长的趋势。

②协同化业务及境外业务快速增长，打开长期增长空间。从业务拆分看，2019 年，公司除临床前研究服务高速增长外，新增业务药物警戒服务收入 215 万元，同比大幅增长 1265%，临床研究服务收入 275 万元，毛利率 42%，盈利能力优秀。从区域看，公司境外收入也实现了快速增长（同比增长 269%），收入占比达到 7%。我们认为这种服务链及海外服务的拓展，进一步打开公司成长的天花板，同时对于公司竞争壁垒的搭建也非常重要，安评业务作为固定资产、人员密集型服务业，除了先发优势，我们更加关注这种一体化服务对于进入壁垒的提升作用，特别是在订单相对丰富的阶段，也是有效阻击价格战的有效策略，我们也将持续关注这种一体化拓展对于公司盈利能力的影响。

➢ ROE 达到上市以来最高点，我们认为仍有提升空间

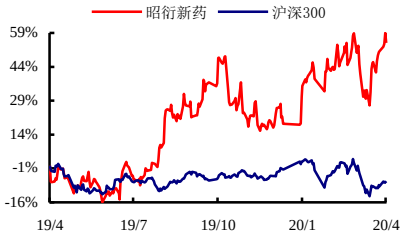
2019 年是公司上市以来第二个完整的会计年度，ROE 快速提升到 24.1%，达到近四年的最高点，我们发现主要是净利过去三年每年有至少 1 个点左右的提升（2019 年同比提高 1.41 个百分点）、资产周转率 2019 年提高 0.11 个百分点的原因。**①净利率仍然有提升空间：**对于净利率的分析，我们发现毛利率基本稳定，主要是管理费用率的节省，而且这其中还包括激励股份支付费用的明显增加，扣除该因素后，我们估计管理费用率仍然有比较大的降低空间；**②资产周转率也有动态提升空间：**我们发现 2019 年公司资产周转率 0.5，达到历史的最高点，固定资产和流动资产的周转率均达到近几年的新高，我们认为这也体现了公司可能基于订单增加速度的、稳健的资产扩张节奏。基于此，我们也对公司的产能做如下梳理：

推荐 维持评级

当前价格： 76.5 元

交易数据	2020-4-10
近 12 个月最高/最低(元)	78.7/41.3
总股本（百万股）	162
流通股本（百万股）	79
流通股比例（%）	48.72
总市值（亿元）	124
流通市值（亿元）	60

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号： S0100119100011

电话： 010-85127728

邮箱： guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1.昭衍新药（603127）业绩预告点评：符合预期，关注产能利用率带来的弹性

2.昭衍新药（603127）三季报点评:基数效应 Q3 增速略低，关注存货对业绩指引

——员工人数：2019 年达到 1224 人，同比增长 49.8%，不同于市场的观点，我们一直特别强调人员是公司收入增长影响权重更大的变量（这一点在我们的深度报告《昭衍新药：从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》中有详细的论述），而不是固定资产，这一点从 2019 年是公司人员和收入增速双双创最高值也可以得到验证。

——2019 年 6 月，昭衍新药小动物房翻新建设完成：

——2019 年 7 月，苏州昭衍动物房 3 号楼、7 号楼投入使用；

——2019 年 11 月，3500 平米功能实验室完成装修投入使用；

——根据 2019 年年报披露，公司计划昭衍（苏州）2020 年继续装修 5400 平米动物房、实验室 4400 平米、同时启动昭衍（广州）安评、昭衍（重庆）新药评价中心的规划和建设。

——在建工程显示：苏州园区办公及实验栋五楼工程，接近完工；梧州生物灵长类繁育与生物资源中心项目持续推进中。

根据如上梳理，考虑固定资产滚动产能利用率提升，我们认为公司 ROE 仍然有进一步提升的空间。

➢ 存货及订单短期执行节奏的影响，致经营性现金流下滑，看好未来向好趋势

从经营性现金流分析，我们发现 2019 年公司经营性现金流下滑 15.9%，我们发现主要是和存货、经营性应收项目的大幅增加及预收项目 2018 年基数较高有关，我们再次强调我们的判断，存货的增加反映了公司大幅消化订单的战略转变，因此，对于经营性现金流的下滑，我们认为更加反映了公司消化订单的努力，结合公司 2019 年订单和新签合同的趋势，及公司产能（人员、固定资产）扩张的节奏，我们看好 2020 年公司业绩的持续表现。

三、投资建议

考虑 2019 年，公司订单和合同金额远高于历史水平，我们略上调业绩预期，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.58、2.14、2.90 元，按照 2020 年 4 月 10 日收盘价对 2020 年 48 倍 PE（2021 年 36 倍），考虑公司未来 3 年 40%左右复合增速的预期，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

短期订单波动性；大额合同增加导致应收账款波动风险；药审政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	639	908	1,262	1,684
增长率（%）	56.4	42.0	39.0	33.5
归属母公司股东净利润（百万元）	178	255	347	469
增长率（%）	64.6	43.2	35.8	35.4
每股收益（元）	1.11	1.58	2.14	2.90
PE（现价）	68.9	48.4	35.7	26.4
PB	15.0	11.4	8.7	6.5

资料来源：wind（20200410 收盘价）、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**639**	**908**	**1,262**	**1,684**
营业成本	303	424	588	784
营业税金及附加	4	6	8	11
销售费用	12	18	24	34
管理费用	95	130	174	243
研发费用	40	56	78	108
EBIT	185	274	389	505
财务费用	(2)	(0)	(1)	(24)
资产减值损失	(4)	0	12	3
投资收益	18	13	15	10
营业利润	**206**	**293**	**399**	**540**
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	**206**	**293**	**399**	**540**
所得税	28	38	53	71
净利润	178	255	346	469
归属于母公司净利润	**178**	**255**	**347**	**469**
EBITDA	**185**	**299**	**403**	**528**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	177	482	802	1343
应收账款及票据	108	154	214	285
预付款项	7	10	14	19
存货	204	212	338	395
其他流动资产	13	13	13	13
流动资产合计	**641**	**1003**	**1512**	**2189**
长期股权投资	0	13	28	38
固定资产	420	460	500	550
无形资产	107	126	152	186
非流动资产合计	**777**	**847**	**942**	**1037**
资产合计	**1418**	**1850**	**2454**	**3226**
短期借款	11	21	31	41
应付账款及票据	44	61	85	113
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	**483**	**660**	**918**	**1221**
长期借款	9	9	9	9
其他长期负债	99	99	99	99
非流动负债合计	**108**	**108**	**108**	**108**
负债合计	**591**	**768**	**1025**	**1329**
股本	162	162	162	162
少数股东权益	1	0	(0)	(1)
股东权益合计	**827**	**1082**	**1428**	**1897**
负债和股东权益合计	**1418**	**1850**	**2454**	**3226**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	56.4	42.0	39.0	33.5
EBIT 增长率	74.0	47.9	42.1	29.9
净利润增长率	64.6	43.2	35.8	35.4
盈利能力				
毛利率	52.6	53.3	53.4	53.4
净利润率	27.9	28.1	27.5	27.9
总资产收益率 ROA	12.6	13.8	14.1	14.6
净资产收益率 ROE	21.6	23.6	24.3	24.7
偿债能力				
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.5
现金比率	0.6	0.9	1.0	1.2
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	40.9	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	189.6	175.0	165.0	165.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.6	2.1	2.9
每股净资产	5.1	6.7	8.8	11.7
每股经营现金流	0.0	2.3	2.5	4.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	68.9	48.4	35.7	26.4
PB	15.0	11.4	8.7	6.5
EV/EBITDA	54.3	33.5	24.1	17.4
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	178	255	346	469
折旧和摊销	41	25	26	26
营运资金变动	126	109	47	155
经营活动现金流	**148**	**377**	**405**	**642**
资本开支	102	81	94	109
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**(102)**	**(81)**	**(94)**	**(109)**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	**(15)**	**9**	**9**	**9**
现金净流量	**31**	**305**	**320**	**541**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。