业绩超预期，产能扩张助力快速发展

——昭衍新药年报点评

增持|维持

事件：

- 2020 年 4 月 12 日，公司公告 2019 年年报：报告期内实现营收 6.39 亿元，同比增长 56.40%，归母净利润 1.78 亿元，同比增长 64.64%，扣非后归母净利润 1.54 亿元，同比增长 71.41%。

国元观点：

- **药物安评产能实现扩增，业绩略超预期**

公司 2019 年 Q4 实现收入 2.91 亿元，同比增长 76.27%，凸显安评业务产能扩张成效。**公司全年签订的合同额较 2018 年增长超过 50%，在手订单量约为 10.4 亿，同比增长约 30%，完成 230 多个大分子创新药 IND 工作，并在眼科等领域取得重大突破。**临床前研究业务主要为安评业务，实现收入 6.29 亿元（+56.23%），毛利率 53.31%（+0.17pct）。药物警戒、模型动物研究以及临床服务等新业务也在有序开展中。

- **人员和产能快速扩张，保障公司业务开拓**

人员：研发人员从 2018 年的 70 人增至 2019 年的 98 人，员工总数从 817 增至 1224 人。

动物产能：北京小动物房翻新建设计划完成并于 2019.6 投入使用；苏州昭衍自 2019.7 投入使用动物房 3 号楼、7 号楼；另有 3500 平米功能实验室于 11 月份完成装修，并逐步投入使用。

上游：公司已在广西梧州计划新增非人灵长类繁殖基地 565 亩，其具备饲养 1.5 万只灵长类动物能力，可为公司产能提供保证和补充，并满足特殊的动物需要，如繁育动物、老年动物、疾病模型等。

- **海外并购顺利完成，协同互补，提升海外市场份额**

公司完成对美国临床前 CRO 公司—BIOMERE 的并购，公司有望借助 BIOMERE 的优势，优化公司的业务结构和客户结构，扩大“昭衍”品牌在美国市场的影响力，进一步提升海外市场的销售份额。

- **投资建议与盈利预测**

公司是药物安评龙头企业，产能进一步提升。我们预计公司 20-22 年营收为 9.51/13.44/17.84 亿元，同比增长 48.86%/41.19%/32.74%，归母净利润分别为 2.72/3.87/5.13 亿元，同比增长 52.39%/42.25%/32.58%，EPS 为 1.20/1.71/2.26 元/股，对应 PE 为 64/45/34X，维持“增持”评级。

- **风险提示**

市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；疫情影响下新药研发景气度下降风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	408.80	639.38	951.78	1343.80	1783.78
收入同比（%）	35.69	56.40	48.86	41.19	32.74
归母净利润(百万元)	108.34	178.37	271.83	386.69	512.69
归母净利润同比(%)	41.72	64.64	52.39	42.25	32.58
ROE（%）	16.63	21.58	25.70	28.28	28.43
每股收益（元）	0.48	0.79	1.20	1.71	2.26
市盈率(P/E)	159.87	97.10	63.72	44.79	33.78

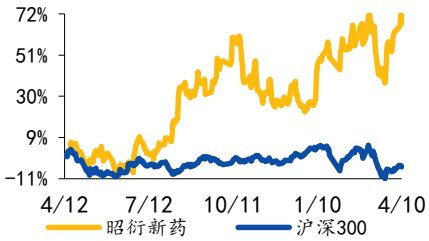
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：76.50 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	78.7 / 41.3
A 股流通股（百万股）：	78.79
A 股总股本（百万股）：	161.72
流通市值（百万元）：	6027.80
总市值（百万元）：	12371.34

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　常启辉

执业证书编号　S0020517090001

电话　021-51097188-1936

邮箱　changqihui@gyzq.com.cn

联系人　刘慧敏

电话　021-51097188

邮箱　liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人　汤芬芬

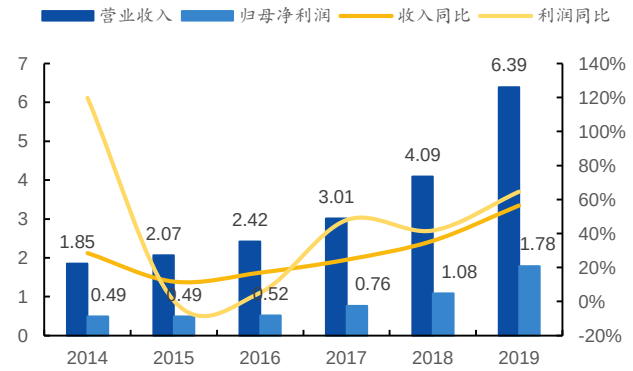
电话　021-51097188

邮箱　tangfenfen@gyzq.com.cn

在 CRO 行业景气度提升的背景下，公司收入和归母净利润实现快速增长。2019 年，公司助力客户完成 230 余个大分子创新药的 IND 申报工作，获批 60 余个。公司在眼科药物评价特色领域取得较大突破，建立了食蟹猴眼压动物实验模型并完成验证实验，并已成功为美国委托方完成两个治疗青光眼新药的药效实验，成为国内首个具有此类 CRO 服务能力的实验室。

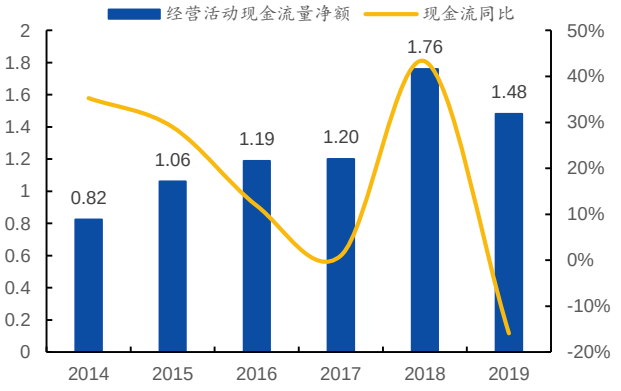
2019 年经营活动现金流量净额同比下降 15.89%，主要因为本年部分销售未到回款期、职工薪酬增长及采购增加所致。

图 1：公司收入和归母净利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

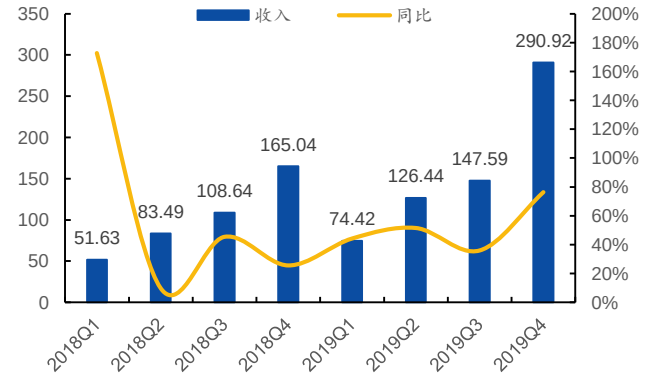
图 2：公司经营活动现金流量净额情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

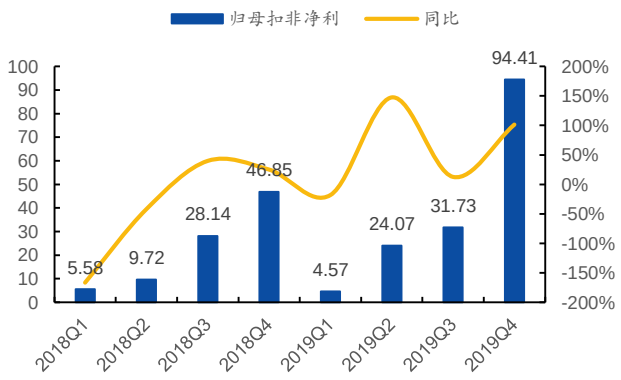
分季度来看，公司订单存在一定的周期性，年底 Q4 收入增长较快，2019 年 Q4 在产能扩大的背景下实现快速增长。

图 3：分季度公司收入情况（单位：百万）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

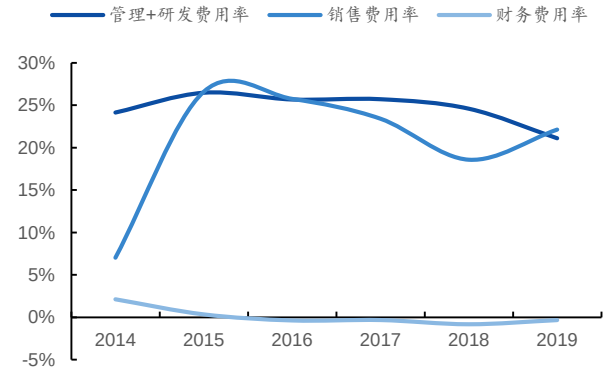
图 4：分季度公司归母扣非净利情况（单位：百万）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

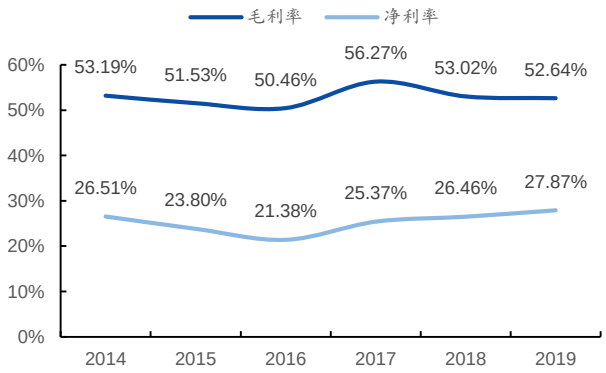
管理费用率呈现下降趋势，在业务快速增长的背景下公司管理费用率增长相对可控。销售费用率小幅提升，主要因为新业务的开展和人员薪酬增长导致费用费用增长。从毛利率和净利率来看，公司整体盈利能力相对较为稳定。

图 5：公司各项费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：公司毛利率和净利率情况

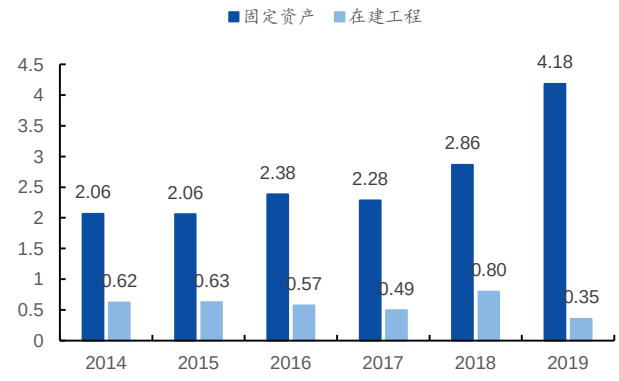


资料来源：Wind，国元证券研究中心

随着产能的增长以及海外公司 BIOMERE 的收购完成，公司固定资产增长较快，从 2018 年的 2.86 亿增长至 2019 年的 4.18 亿。随着固定资产的增长，公司产能利用率有所提升，订单收入确认效率提高，因此项目合同款相对较为持平。

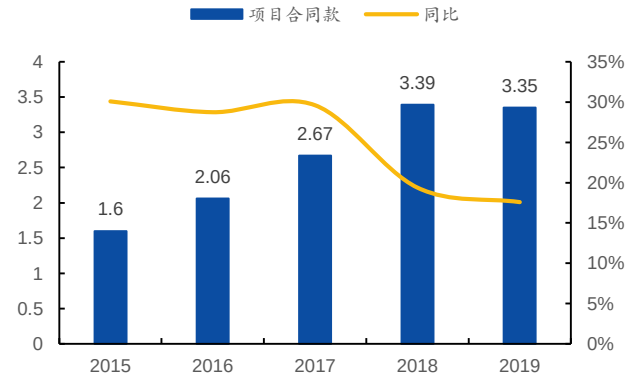
目前公司在北京和苏州太仓拥有符合国际标准的动物饲养管理设施和现代化的功能实验室，合计建设面积约 7.5 万平方米，投入使用设施总面积约 6.7 万平方米，其中动物饲养管理设施近 3.2 万平方米。同时，公司着手建立放射性同位素实验室，可具备独立开展动物 PET-CT 等高端检测技术，2019 年已完成土建施工及防护工程建设、取证验收等工作，目前正在履行监管部门的验收备案程序。

图 7：公司固定资产和在建工程情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：公司项目合同款情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

***国元持仓披露：国元持仓不到 1%，无需披露**

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	689.90	640.66	954.34	1475.46	2177.53
现金	148.69	176.96	290.79	629.76	1129.42
应收账款	38.74	106.37	133.25	174.69	231.24
其他应收款	2.81	3.98	6.94	9.08	12.53
预付账款	8.87	7.16	10.14	14.99	19.96
存货	114.56	200.48	321.78	438.71	595.83
其他流动资产	376.22	145.72	191.44	208.24	188.54
非流动资产	451.51	777.17	861.94	898.45	911.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	286.45	418.35	463.21	453.65	423.56
无形资产	48.10	106.55	114.36	121.95	129.33
其他非流动资产	116.95	252.27	284.37	322.86	358.26
资产总计	1141.41	1417.84	1816.27	2373.92	3088.67
流动负债	409.19	482.82	650.44	894.71	1172.27
短期借款	0.00	11.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	20.13	43.70	57.81	84.63	111.52
其他流动负债	389.06	428.11	592.63	810.08	1060.75
非流动负债	80.70	107.75	107.86	111.59	113.77
长期借款	0.00	9.18	9.18	9.18	9.18
其他非流动负债	80.70	98.58	98.69	102.41	104.59
负债合计	489.89	590.57	758.30	1006.30	1286.04
少数股东权益	0.20	0.74	0.46	0.06	-0.46
股本	114.99	161.72	226.40	226.40	226.40
资本公积	245.72	233.13	168.45	168.45	168.45
留存收益	298.83	445.40	662.25	971.96	1407.67
归属母公司股东权益	651.32	826.52	1057.52	1367.56	1803.10
负债和股东权益	1141.41	1417.84	1816.27	2373.92	3088.67

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	176.08	148.09	310.12	486.89	627.39
净利润	108.19	178.21	271.54	386.30	512.16
折旧摊销	29.80	43.75	48.77	55.66	59.31
财务费用	-3.30	-2.02	-0.02	-0.58	-1.42
投资损失	-8.66	-13.23	-11.70	-12.21	-12.04
营运资金变动	51.83	-80.75	-10.76	55.42	66.32
其他经营现金流	-1.78	22.14	12.30	2.30	3.06
投资活动现金流	-269.53	-102.09	-142.33	-71.85	-52.00
资本支出	129.92	126.78	132.12	71.00	51.00
长期投资	146.74	-213.42	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	7.14	-188.73	-10.21	-0.85	-1.00
筹资活动现金流	-15.29	-15.41	-53.96	-76.07	-75.73
短期借款	0.00	11.01	-11.01	0.00	0.00
长期借款	0.00	9.18	0.00	0.00	0.00
普通股增加	33.19	46.72	64.69	0.00	0.00
资本公积增加	-15.32	-12.59	-64.69	0.00	0.00
其他筹资现金流	-33.16	-69.73	-42.94	-76.07	-75.73
现金净增加额	-105.92	28.27	113.84	338.96	499.67

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	408.80	639.38	951.78	1343.80	1783.78
营业成本	192.05	302.82	440.79	624.43	831.84
营业税金及附加	3.19	4.06	6.98	11.00	14.36
营业费用	6.63	12.47	18.65	25.54	34.40
管理费用	76.78	95.19	140.77	189.61	249.73
研发费用	23.69	39.63	55.48	72.12	86.55
财务费用	-3.30	-2.02	-0.02	-0.58	-1.42
资产减值损失	-1.94	-3.97	-2.00	-1.00	-1.33
公允价值变动收益	0.33	-2.74	-1.71	-2.05	-1.94
投资净收益	8.66	13.23	11.70	12.21	12.04
营业利润	126.01	206.14	315.88	448.53	595.14
营业外收入	2.01	0.16	0.78	0.57	0.64
营业外支出	0.16	0.42	0.59	0.58	0.62
利润总额	127.86	205.89	316.08	448.53	595.17
所得税	19.67	27.68	44.54	62.23	83.00
净利润	108.19	178.21	271.54	386.30	512.16
少数股东损益	-0.15	-0.16	-0.29	-0.39	-0.53
归属母公司净利润	108.34	178.37	271.83	386.69	512.69
EBITDA	152.50	247.87	364.63	503.62	653.03
EPS（元）	0.94	1.10	1.20	1.71	2.26

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.69	56.40	48.86	41.19	32.74
营业利润(%)	33.80	63.59	53.24	41.99	32.69
归属母公司净利润(%)	41.72	64.64	52.39	42.25	32.58
获利能力					
毛利率(%)	53.02	52.64	53.69	53.53	53.37
净利率(%)	26.50	27.90	28.56	28.78	28.74
ROE(%)	16.63	21.58	25.70	28.28	28.43
ROIC(%)	18.76	29.59	38.17	56.03	80.60
偿债能力					
资产负债率(%)	42.92	41.65	41.75	42.39	41.64
净负债比率(%)	0.00	3.78	1.21	0.91	0.71
流动比率	1.69	1.33	1.47	1.65	1.86
速动比率	1.41	0.90	0.97	1.16	1.35
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.50	0.59	0.64	0.65
应收账款周转率	10.82	8.46	7.94	8.73	8.79
应付账款周转率	11.62	9.49	8.69	8.77	8.48
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.79	1.20	1.71	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.65	1.37	2.15	2.77
每股净资产(最新摊薄)	2.88	3.65	4.67	6.04	7.96
估值比率					
P/E	159.87	97.10	63.72	44.79	33.78
P/B	26.59	20.96	16.38	12.66	9.61
EV/EBITDA	79.10	48.66	33.08	23.95	18.47

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188