2020 年 04 月 12 日
公司研究●证券研究报告

昭衍新药（603127.SH）

公司快报

高景气行业安评龙头，业绩符合预期

事件：公司发布 2019 年年报，2019 年实现营业收入 6.39 亿元，同比增长 56.40%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比增长 64.64%；实现扣非净利润 1.55 亿元，同比增长 71.41%；EPS 为 1.11 元/股；经营性现金流为 1.48 亿元，同比下降 15.89%，主要系部分销售未到回款期、采购增加所致。

- **四季度加速放量，盈利能力持续加强：**2019Q4 单季度营收和扣非净利润同比增长分别为 76.28%和 101.57%，业绩较前三季度明显加速，主要原因系公司收入确认存在一定周期性，公司多个订单在四季度结转所致；同时苏州释放的新产能和 Biomere 在 12 月并表也贡献了一部分收入。**盈利能力方面**，公司 2019 毛利率为 52.6%，维持良好水平；公司销售费用上涨 88.24%，主要因为人工薪酬和业务量快速增长；管理费用和财务费用均保持合理低位。公司 2019 年净利率为 27.90%，同比增长 1.40 个百分点，盈利能力稳步增强。

- **产能扩张、股权激励，为公司发展打下基础：**子公司苏州昭衍于 7 月和 11 月先后投入使用了动物房和 3500 平米功能实验室，加强了公司的临床服务能力；同时公司计划在重庆、广州投资 7.8、11 亿元建设新产能，满足公司快速发展的同时完成多区域化布局。公司于今年 12 月成功与 Biomere 并表，借助该平台，打开美国市场，为公司走向国际化打下基础。公司于 10 月完成登记新一轮的股权激励计划，行权价格 48.11 元/股，激励对象 243 人，基本覆盖了核心技术人员，提高员工热情的同时也加强了员工粘性。人才是 CRO 公司的核心竞争力，保留优质人才是公司未来快速成长的基础。

- **高景气行业下安评龙头公司，未来发展可期：**由于政策推动、市场关注度高等原因，目前 CRO 行业景气度高，根据前瞻研究院数据，2013-2017 年我国 CRO 行业规模符合增长率为 24.4%，2017-2022 年复合增长率可达 27.7%，行业持续保持高增速，空间极大。作为 CRO 产业的前端，药物安评、药物警戒等临床前业务，拥有订单可确定性高、业务量大等优点。目前国内安评市场约为 50 亿元，未来有望保持 25%以上的高增速。公司主营业务为药物非临床安全性评价服务，2019 年收入占比达到 98%以上。公司是国内最早通过美国 GLP 检查的公司，围绕北京和苏州两大 GLP 实验室，通过对上下游业产业的延伸，建立了包括药物安评、药物警戒、早期临床等一站式服务平台。公司目前已通过包括 CFDA、ORCD、MFDS 等多个国家权威机构认证的 GLP 资格，公司在专业能力、产能、业务范围等方面均做到全国领先，为临床前服务龙头公司之一。

- **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.44 亿元、3.46 亿元和 4.76 亿元，同比增长分别为 36.7%、41.9%和 37.4%；对应 EPS 分别为 1.51 元、2.14 元和 2.94 元；对应 PE 分别为 50.7 倍、35.7 倍和 26.0 倍。我们看好公司在安评业务的快速成长能力，给予“增持-A”评级。

- **风险提示：**订单扩展不及预期；市场竞争加剧；行业景气度下降

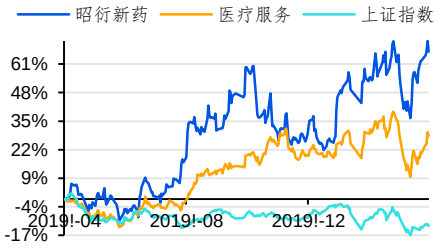
医药 | 医疗服务 III

投资评级	买入-B(首次)
股价(2020-04-10)	76.50 元

交易数据

总市值（百万元）	12,371.34
流通市值（百万元）	6,027.80
总股本（百万股）	161.72
流通股本（百万股）	78.79
12 个月价格区间	41.00/81.44 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.62	23.77	69.37
绝对收益	0.83	14.21	57.04

分析师 周新明
SAC 执业证书编号：S0910519070001
zhouxinming@huajinsc.cn
021-20377037

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	409	639	892	1,211	1,584
YoY(%)	35.7	56.4	39.5	35.8	30.7
净利润(百万元)	108	178	244	346	476
YoY(%)	41.7	64.6	36.7	41.9	37.4
毛利率(%)	53.0	52.6	54.0	55.0	55.6
EPS(摊薄/元)	0.67	1.10	1.51	2.14	2.94
ROE(%)	16.6	21.5	22.8	24.8	25.9
P/E(倍)	114.2	69.4	50.7	35.7	26.0
P/B(倍)	19.0	15.0	11.6	8.9	6.7
净利率(%)	26.5	27.9	27.3	28.6	30.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	690	641	909	1194	1560
现金	149	177	412	502	798
应收票据及应收账款	45	108	105	185	194
预付账款	9	7	15	15	25
存货	115	200	226	341	390
其他流动资产	373	148	149	151	153
非流动资产	452	777	998	1249	1506
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	290	420	602	813	1032
无形资产	48	107	115	126	139
其他非流动资产	113	250	281	309	335
资产总计	1141	1418	1906	2443	3066
流动负债	409	483	729	946	1124
短期借款	0	11	11	133	11
应付票据及应付账款	20	44	43	72	76
其他流动负债	389	428	675	740	1038
非流动负债	**81**	**108**	**106**	**105**	**104**
长期借款	0	9	8	6	5
其他非流动负债	81	99	99	99	99
负债合计	490	591	835	1050	1228
少数股东权益	0	1	1	0	-0
股本	115	162	162	162	162
资本公积	246	233	233	233	233
留存收益	299	445	650	927	1322
归属母公司股东权益	651	827	1070	1392	1838
负债和股东权益	1141	1418	1906	2443	3066

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	176	148	502	311	795
净利润	108	178	244	346	475
折旧摊销	30	44	55	79	107
财务费用	-3	-2	-5	-5	-10
投资损失	-9	-13	-6	-7	-9
营运资金变动	52	-81	214	-102	231
其他经营现金流	-2	22	0	1	1
投资活动现金流	-270	-102	-270	-323	-356
筹资活动现金流	-15	-15	4	-20	-21
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.10	1.51	2.14	2.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.92	3.11	1.92	4.92
每股净资产(最新摊薄)	4.03	5.11	6.62	8.61	11.36

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	409	639	892	1211	1584
营业成本	192	303	410	546	703
营业税金及附加	3	4	7	10	12
营业费用	7	12	16	22	29
管理费用	77	95	124	164	207
研发费用	24	40	58	72	93
财务费用	-3	-2	-5	-5	-10
资产减值损失	2	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	-0	-1	-1
投资净收益	9	13	6	7	9
营业利润	126	206	287	409	558
营业外收入	2	0	3	1	2
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	128	206	289	410	559
所得税	20	28	45	64	84
税后利润	108	178	244	346	475
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	108	178	244	346	476
EBITDA	153	246	336	480	651

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.7	56.4	39.5	35.8	30.7
营业利润(%)	33.8	63.6	39.0	42.8	36.4
归属于母公司净利润(%)	41.7	64.6	36.7	41.9	37.4
获利能力					
毛利率(%)	53.0	52.6	54.0	55.0	55.6
净利率(%)	26.5	27.9	27.3	28.6	30.0
ROE(%)	16.6	21.5	22.8	24.8	25.9
ROIC(%)	14.3	18.9	20.3	21.0	23.9
偿债能力					
资产负债率(%)	42.9	41.7	43.8	43.0	40.1
流动比率	1.7	1.3	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	11.0	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	11.6	9.5	9.5	9.5	9.5
估值比率					
P/E	114.2	69.4	50.7	35.7	26.0
P/B	19.0	15.0	11.6	8.9	6.7
EV/EBITDA	79.6	49.5	35.5	24.9	17.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn