

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

## “政策助力+产能扩张” 助推公司业绩持续高速增长

### ——昭衍新药(603127)中报点评

## 证券研究报告-中报点评

**增持(维持)**

市场数据(2019-08-13)

发布日期: 2019年08月14日

收盘价(元)	59.86
一年内最高/最低(元)	79.94/37.60
沪深300指数	3665.75
市净率(倍)	14.83
流通市值(亿元)	47.17

### 投资要点:

- 8月12日,公司发布2019年中报,上半年公司实现营业收入2.01亿元,同比增长48.65%;归属于上市公司股东的净利润4013.63万元,同比增长78.86%;扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为2863.32万元,同比增长87.21%;经营活动产生的现金流量净额为7373.26万元,同比增长28.43%。基本每股收益0.25元。

### 基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	4.18
每股经营现金流(元)	0.46
毛利率(%)	50.90
净资产收益率-摊薄(%)	5.96
资产负债率(%)	45.98
总股本/流通股(万股)	16133.45/7879.47
B股/H股(万股)	0/0

- 公司是临床前系统性安全评价领域的龙头企业。主营业务为药物临床前研究服务与实验动物的繁殖和销售,其中药物临床前研究服务是公司的核心业务。公司是国内专业从事药物临床前评价的GLP实验室之一,拥有北京和苏州两个GLP实验室,建立了系统的药物临床前评价技术平台和GLP质量管理体系,通过了国内以及多个国家,包括国际机构的GLP认证和检查,无论设施面积,评价品种还是专业性,公司都位居细分子行业领先水平。

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

- 政策利好行业发展。2018年1-6月公司净利润增长超过80%,2019年上半年继续保持80%以上的高速增长。公司业绩的高速增长得益于行业快速增长下的订单释放。

随着“4+7”带量采购政策的推进,以及国家药品监督管理局关于调整药物临床实验审评审批程序公告(2018年第50号文)2018年7月24日的落地,国内创新药迎来了黄金发展期。此外,由于国内CRO机构在国际化服务能力方面的提升,使得国际注册更加便捷且成本降低,故而国内企业的国际注册需求大幅增加;新药的研发投入增长将促使国内临床前CRO市场规模步入持续快速增长的通道。根据Frost & Sullivan报告预测,2018年,中国CRO市场规模约111亿美元,预计2022年中国CRO市场规模将达到233亿美元,2018-2022年均复合增长率20.4%左右。

- 公司上半年业绩增长来源于在手订单的确认,长期业绩增长依托产能扩张。目前公司在手订单充沛,约为10个亿,由于去年下半年开始的部分项目在今年上半年结题,同时去年同期净利润基数依然较低,公司今年上半年业绩仍然呈现快速增长态势。未来产能扩张将助力公司高效率完成在手订单。截至2018年底,公司拥有18500平的实验基地(北京地区5700平实验基地,江苏太仓地区有12800平),2019年5月,江苏太仓新增13000平产能,公司总产能扩充到31500平,由于太仓产能投产时间不长,预计全年50%的利用率。待2020年新动物房完全投入使用后,公司产能将新增60-70%左右,产能扩张将助力公司高效率完成在手订单,同时增加订单的承接能力。预计2019年年底公

### 相关报告

1 《昭衍新药(603127)中报点评:中报业绩符合预期,未来两年增长无忧》2018-08-31

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

司还将确认 3 个亿左右的新增订单收入。而在手 10 亿订单中的剩余部分将在明后年逐步确认。

- **国内业务方面,未来公司将通过纵向产业链延伸来推动业绩持续增长。**公司上游为试验动物,包括小型啮齿类动物,主要是小白鼠以及大型灵长类动物黑猩猩等,为了增强对上游试验动物的掌控能力,公司位于广西猴厂已于 2019 年 4 月开工,正在建设中,明年将有部分投产,届时公司的动物实验成本将有所降低。

下游方面,公司将向一期临床领域延伸,目前公司已经聘请了霍普金斯大学教授为首的临床团队进行一期临床业务拓展。预计年底 2 家临床医学中心有望建成,并于明年开始承接业务。另外公司也在布局药物警戒业务。2018 年 7 月底,公司注册成立了控股子公司北京昭衍鸣讯医药科技有限责任公司,组织专业团队负责具有中国特色的药物警戒业务体系搭建,由于这个领域在中国为初级发展阶段,未来公司有望借助这一业务巩固现有业务品牌,并形成新的业绩增长点。

- **收购 Biomere 提升公司国际品牌竞争力。**国际化一直是公司的重要发展战略,公司临床前 CRO 业务的国际化战略分为三个阶段:第一阶段,国内客户国内申报;第二阶段,国内客户国际申报;第三阶段,国际客户国际申报。公司目前正处于第二阶段向第三阶段发展过程中,收购 Biomere 公司后,公司客户群体结构有望进一步优化,有利于后续国际业务拓展。预计收购将于 2019 年 4 季度完成,收购完成后将完成并表工作,业绩也将有所增厚。
- **盈利预测。**给予公司“增持”投资评级。预计公司 2019、2020 年、2021 年 EPS 分别为 0.96 元、1.24 元和 1.72 元,按照 2019 年 8 月 13 日收盘价 59.86 元/股计算,相应 PE 为 62.2 倍、48.2 倍和 34.8 倍。目前公司估值水平较高,但考虑到未来两年的增长较为确定,给予“增持”投资评级。

- **风险提示: 订单确认进度以及新订单取得情况存在一定的不确定性**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	301.3	408.8	572.3	801.2	1113.7
增长比率	24.6%	35.7%	40.0%	40.0%	39.0%
净利润(百万元)	76.4	108.3	155.2	200.5	277.3
增长比率	47.9%	41.7%	43.3%	29.1%	38.3%
每股收益(元)	0.47	0.67	0.96	1.24	1.72
市盈率(倍)	126.3	89.1	62.2	48.2	34.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>301.3</b>	<b>408.8</b>	<b>572.3</b>	<b>801.2</b>	<b>1113.7</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	131.8	192.1	269.0	392.6	545.7	营业收入增长率	24.6%	35.7%	40.0%	40.0%	39.0%
营业税费	3.2	3.2	4.5	6.2	8.7	营业利润增长率	75.9%	33.8%	46.6%	29.1%	38.3%
销售费用	5.8	6.6	9.3	13.2	18.7	净利润增长率	47.9%	41.7%	43.3%	29.1%	38.3%
管理费用	77.4	76.8	114.5	160.2	222.7	EBITDA 增长率	38.1%	50.9%	22.6%	26.6%	34.5%
财务费用	-0.9	-3.3	-7.0	-6.6	-9.0	EBIT 增长率	59.4%	63.4%	29.5%	30.5%	38.4%
资产减值损失	1.6	1.9	5.3	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	71.0%	36.1%	43.8%	30.5%	38.4%
	0.5	0.3	-0.6	-	-	投资资本增长率	18.6%	180.0%	-86.1%	-96.4%	-12139.8%
<b>加: 公允价值变动收益</b>						净资产增长率	114.4%	16.8%	27.1%	17.3%	20.8%
投资和汇兑收益	1.9	8.7	8.6	8.0	8.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>94.2</b>	<b>126.0</b>	<b>184.7</b>	<b>238.5</b>	<b>329.9</b>	毛利率	56.3%	53.0%	53.0%	51.0%	51.0%
加: 营业外净收支	-0.8	1.8	-	-	-	营业利润率	31.3%	30.8%	32.3%	29.8%	29.6%
<b>利润总额</b>	<b>93.4</b>	<b>127.9</b>	<b>184.7</b>	<b>238.5</b>	<b>329.9</b>	净利润率	25.4%	26.5%	27.1%	25.0%	24.9%
减: 所得税	17.0	19.7	29.6	38.2	52.8	EBITDA/营业收入	36.6%	40.7%	35.6%	32.2%	31.2%
<b>净利润</b>	<b>76.4</b>	<b>108.3</b>	<b>155.2</b>	<b>200.5</b>	<b>277.3</b>	EBIT/营业收入	27.9%	33.6%	31.1%	28.9%	28.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	404.6	148.7	717.2	896.1	1,304.1	固定资产周转天数	279	227	173	112	73
交易性金融资产	0.5	102.9	34.5	45.9	61.1	<b>流动营业资本周转天数</b>	-157	-40	-72	-122	-123
应收帐款	27.1	38.7	43.9	67.4	81.1	流动资产周转天数	501	567	563	570	554
应收票据	3.0	6.1	2.8	11.6	9.0	应收帐款周转天数	27	29	26	25	24
预付帐款	5.0	8.9	15.2	18.0	26.8	存货周转天数	94	91	89	93	93
存货	92.2	114.6	169.4	245.0	331.0	总资产周转天数	919	917	835	750	676
其他流动资产	65.0	270.1	117.4	150.8	179.5	投资资本周转天数	143	217	130	12	-35
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	13.7%	16.6%	18.7%	20.6%	23.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	9.5%	10.2%	11.0%	11.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	69.9%	80.2%	41.2%	386.2%	14703.9%
固定资产	228.2	286.5	262.3	238.1	214.0	<b>费用率</b>					
在建工程	49.2	79.6	79.6	79.6	79.6	销售费用率	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
无形资产	42.9	48.1	46.2	44.3	42.4	管理费用率	25.7%	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他非流动资产	23.2	37.4	26.1	27.7	28.7	财务费用率	-0.3%	-0.8%	-1.2%	-0.8%	-0.8%
<b>资产总额</b>	<b>940.9</b>	<b>1,141.4</b>	<b>1,514.5</b>	<b>1,824.6</b>	<b>2,357.3</b>	三费/营业收入	27.3%	19.6%	20.4%	20.8%	20.9%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	13.2	30.3	42.7	51.9	77.8	资产负债率	40.7%	42.9%	45.3%	46.8%	50.2%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	68.7%	75.2%	82.9%	87.8%	100.9%
其他流动负债	298.2	378.9	564.6	723.9	1,027.3	流动比率	1.92	1.69	1.81	1.85	1.80
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.62	1.41	1.53	1.53	1.50
其他非流动负债	71.7	80.7	79.0	77.1	78.9	利息保障倍数	-89.11	-41.53	-25.39	-35.16	-35.67
<b>负债总额</b>	<b>383.1</b>	<b>489.9</b>	<b>686.3</b>	<b>853.0</b>	<b>1,184.0</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.4	0.2	0.1	0.0	-0.2	DPS(元)	0.15	0.21	0.21	0.35	0.47
股本	81.8	115.0	161.3	161.3	161.3	分红比率	32.1%	31.8%	21.3%	28.4%	27.2%
留存收益	476.2	544.6	666.7	810.2	1,012.1	股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%
<b>股东权益</b>	<b>557.8</b>	<b>651.5</b>	<b>828.2</b>	<b>971.6</b>	<b>1,173.2</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.47	0.67	0.96	1.24	1.72
净利润	76.4	108.2	155.2	200.5	277.3	BVPS(元)	3.46	4.04	5.13	6.02	7.27
加: 折旧和摊销	26.8	29.8	26.1	26.1	26.1	PE(X)	126.3	89.1	62.2	48.2	34.8
资产减值准备	1.6	1.9	-	-	-	PB(X)	17.3	14.8	11.7	9.9	8.2
公允价值变动损失	-0.5	-0.3	-0.6	-	-	P/FCF	172.0	-77.4	20.7	38.8	19.3
财务费用	0.8	-0.9	-7.0	-6.6	-9.0	P/S	32.1	23.6	16.9	12.1	8.7
投资收益	-1.9	-8.7	-8.6	-8.0	-8.0	EV/EBITDA	40.6	39.7	43.6	33.7	23.8
少数股东损益	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	CAGR(%)	37.9%	36.8%	44.3%	37.9%	36.8%
营运资金的变动	-37.2	-148.9	297.4	21.0	195.4	PEG	3.3	2.4	1.4	1.3	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>120.0</b>	<b>176.1</b>	<b>462.4</b>	<b>232.8</b>	<b>481.5</b>	ROIC/WACC	6.7	7.6	3.9	36.8	1,400.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-223.7</b>	<b>-269.5</b>	<b>77.6</b>	<b>-3.5</b>	<b>-7.1</b>						

融资活动产生现金流量	227.1	-15.3	28.5	-50.4	-66.4	REP	5.2	2.4	44.9	128.9	-0.0
------------	-------	-------	------	-------	-------	-----	-----	-----	------	-------	------

资料来源：贝格数据，中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。

本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建

议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。