

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年08月12日

**市场数据**

目前股价	53.4
总市值（亿元）	86.15
流通市值（亿元）	42.08
总股本（万股）	16,133
流通股本（万股）	7,879
12个月最高/最低	56.85/26.74

**分析师**

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ tanjingjie@cjws.com

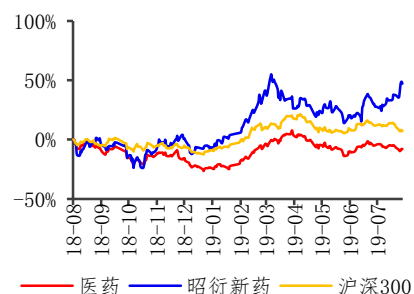
✉ tanjingjie@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣茹

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;激励计划彰显发展信心，业绩有望维持高增长&gt;&gt; 2019-07-30

&lt;&lt;Q1 低基数下扣非净利润受到影响，新产能释放助力全年业绩高增长&gt;&gt; 2019-04-30

&lt;&lt;业绩稳定增长，新业务进展顺利&gt;&gt; 2019-03-03

# 中报业绩超预期，订单充足+新产能投放支撑全年高增长

## ——昭衍新药（603127）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	593	830	1125
(+/-%)	45.0%	40.1%	35.5%
归母净利润	159	228	325
(+/-%)	46.6%	43.6%	42.4%
摊薄 EPS	0.98	1.41	2.01
PE	55	39	27

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

■ **事件：**8月12日，公司发布2019年半年报，实现营收2.01亿元，同比增长48.65%，实现归母净利润4,013.63万元，同比增长78.86%，扣非后归母净利润2,863.32万元，同比增长87.21%，基本每股收益0.25元。

■ **业绩持续高增长，费用整体控制良好。**

公司2019年上半年实现营收2.01亿元，同比增长48.65%，实现归母净利润4,013.63万元，同比增长78.86%，Q2单季实现营收1.26亿元，同比增长51.45%，实现归母净利润2,809.66万元，同比增长105.55%，业绩持续高增长态势，超越市场预期。综合毛利率50.90%，同比下降0.42个百分点，主要由于临床CRO及药物警戒业务仍处投入期，未能实现盈利；净利率19.86%，同比上升3.25个百分点，规模效应逐渐显现。

费用方面，销售费用率2.49%，同比增长0.4个百分点，主要系人工薪酬增加所致（+161%），管理费用率27.99%，同比下降5.62个百分点，主要由于营收大幅增长下管理费用增长有限，整体期间费用率29.99%，同比下降4.52个百分点，研发费用占营收比重为7.95%，同比上升0.12个百分点，费用整体控制良好。

■ **核心业务在手订单充足，新产能投放助力业绩增长，海外业务布局加速。**

公司为国内临床前安全性评价细分领域龙头，具有市场最全GLP认证，已建立近1000人专业服务团队，行业经验丰富。2019年上半年，完成专题数及在研专题数较去年同期均实现较大幅度增长，签订合同额较2018年同期增长约21%，截止报告期末，公司预收账款4.08亿元，同比增长23.56%，在手订单量约10亿元，同比增长17.6%，在手订单充足，未来业绩成长确定性强。

北京昭衍小动物房翻新及苏州昭衍动物房3号楼、7号楼均于2019年上半年投入使用，二者合计新增动物房使用面积超11,000平方米，有效缓解公司产能瓶颈，服务通量与容量进一步提升，部分装修中的功能性实验

室预计 9 月份投入使用，放射性同位素实验室预计 12 月投入使用，广西梧州实验动物基地已完成规划设计，并于 2019 年 4 月开工建设，重庆昭衍项目预计 2019 年 10 月开工，新产能的陆续投放有力支撑公司未来业绩。

此外，公司加快国际化战略实施，2019 年 5 月，公司以现金收购美国新英格兰地区前三大临床前 CRO 公司之一 Biomere，进一步完善公司在美国的市场布局，获得其优质客户资源，预计 2019 年下半年将完成股权交割，若实现并表将一定程度增厚公司业绩。

■ **新业务进展顺利，有望成为公司新利润增长点。**

2018 年 7 月成立控股子公司昭衍鸣讯开拓药物警戒服务，昭衍鸣讯自主研发了一站式药物警戒管理平台 iPVMAP，成立一年以来先后与不同规模类型企业，包括央企、合资企业、研发企业、上市公司等建立了药物警戒合作关系，服务范围涵盖药品、医疗器械、疫苗等，进一步补充和延伸了昭衍新药的服务体系。

2018 年 8 月成立全资子公司昭衍医药开拓临床 CRO 业务，目前已签约多家市级以上医院，与其共同建设药物早期临床中心，截至 2019 年上半年，已有 2 家临床 I 期研究中心完成了硬件、人员团队、质量体系的建设，预计年底前可以正式承接业务。

药物警戒与临床 CRO 业务进展顺利，有望 2020 年开始正式贡献利润，成为公司新的业绩增长点。

■ **投资建议：**作为国内优质的临床前安全性评价机构，公司在设施规模、行业资质、业务经验和客户资源上优势明显，在手订单充足，新产能陆续落地，为业绩快速增长提供保障，同时通过外延并购加速海外业务布局。药物警戒与临床服务业务进展顺利，有望成为公司新的利润增长点。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98/1.41/2.01 元，对应市盈率为 55X、39X、27X，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**医药政策变动风险；竞争加剧风险；市场开拓不达预期；在建工程进度不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2018E	2019E	2020E
营业收入	301.28	408.80	592.62	830.38	1125.42	<b>成长性</b>					
营业成本	131.76	192.05	275.75	383.41	518.74	营业收入增长	24.6%	35.7%	45.0%	40.1%	35.5%
销售费用	5.75	6.63	11.07	15.68	22.05	营业成本增长	10.0%	45.8%	43.6%	39.0%	35.3%
管理费用	77.42	76.78	103.04	134.09	159.54	营业利润增长	75.9%	33.8%	48.2%	43.6%	42.4%
研发费用	0.00	23.69	33.17	44.43	56.70	利润总额增长	53.1%	36.9%	46.1%	43.6%	42.4%
财务费用	-0.94	-3.30	-2.40	-1.46	-0.26	净利润增长	47.9%	41.7%	46.6%	43.6%	42.4%
投资净收益	1.86	8.66	8.60	8.60	8.60	<b>盈利能力</b>					
营业利润	94.18	126.01	186.75	268.14	381.72	毛利率	56.3%	53.0%	53.5%	53.8%	53.9%
营业外收支	-0.76	1.85	0.00	0.00	0.00	销售净利率	25.4%	26.5%	26.8%	27.4%	28.8%
利润总额	93.42	127.86	186.75	268.14	381.72	ROE	13.7%	16.6%	20.5%	23.9%	26.4%
所得税	16.97	19.67	28.01	40.22	57.26	ROIC	31.0%	23.0%	38.2%	42.2%	54.6%
少数股东损益	0.00	-0.15	-0.05	-0.10	-0.18	<b>营运效率</b>					
净利润	76.45	108.34	158.79	228.02	324.64	销售费用/营业收入	1.9%	1.6%	1.9%	1.9%	2.0%
<b>资产负债表</b>					( 百万 )	管理费用/营业收入	25.7%	18.8%	17.4%	16.1%	14.2%
流动资产	597.45	689.90	843.78	971.98	1308.33	财务费用/营业收入	0.0%	5.8%	5.6%	5.4%	5.0%
货币资金	404.62	148.69	268.23	327.63	552.42	研发费用/营业收入	-0.3%	-0.8%	-0.4%	-0.2%	0.0%
应收账款	29.41	44.80	55.49	69.78	78.41	投资收益/营业利润	2.0%	6.9%	4.6%	3.2%	2.3%
应收票据	1.15	2.81	6.30	6.98	8.02	所得税/利润总额	18.2%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	92.24	114.56	182.36	230.49	328.08	应收账款周转率	12.39	11.02	0.00	0.00	0.00
非流动资产	343.42	451.51	582.00	783.31	937.82	存货周转率	1.68	1.86	1.86	1.86	1.86
固定资产	236.32	290.30	438.53	614.04	799.02	流动资产周转率	0.72	0.64	0.77	0.91	0.99
资产总计	940.87	1141.41	1425.78	1755.29	2246.15	总资产周转率	0.39	0.39	0.46	0.52	0.56
流动负债	311.39	409.19	567.71	717.70	932.50	<b>偿债能力</b>					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	40.7%	42.9%	45.6%	45.6%	45.2%
应付款项	12.93	20.13	37.92	47.28	61.93	流动比率	1.92	1.69	1.49	1.35	1.40
非流动负债	71.69	80.70	81.96	81.96	81.96	速动比率	1.40	0.73	0.85	0.77	0.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	383.08	489.89	649.67	799.67	1014.46	EPS	0.47	0.67	0.98	1.41	2.01
股东权益	557.79	651.52	775.76	955.28	1231.34	每股净资产	3.46	4.04	4.81	5.92	7.63
股本	81.80	114.99	161.33	161.33	161.33	每股经营现金流	0.46	-0.14	2.21	2.19	3.06
留存收益	215.14	298.83	432.20	614.57	857.99	每股经营现金/EPS	0.98	-0.21	2.25	1.55	1.52
少数股东权益	0.35	0.20	0.15	0.05	-0.13	<b>估值</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	940.87	1141.41	1425.78	1755.29	2246.15	PE	114.85	81.04	55.29	38.50	27.05
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PEG	7.19	2.70	1.22	0.88	0.61
经营活动现金流	120.01	176.08	356.51	352.67	493.30	PB	15.75	13.48	11.32	9.19	7.13
其中营运资本减少	-24.69	-148.24	171.48	81.19	103.23	EV/EBITDA	78.17	56.18	38.94	26.77	18.40
投资活动现金流	-223.67	-269.53	-205.23	-246.33	-220.37	EV/SALES	28.04	21.05	14.24	10.09	7.25
其中资本支出	25.32	129.92	119.43	201.25	154.40	EV/IC	13.43	11.79	9.88	8.11	6.23
融资活动现金流	227.13	-15.29	-31.75	-46.94	-48.14	ROIC/WACC	3.05	2.27	3.76	4.13	5.30
净现金总变化	121.92	-105.92	119.53	59.40	224.79	REP	4.40	5.21	2.63	1.96	1.17

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>