

# 昭衍新药 (603127.SH)

## 订单延迟确认业绩低于预期，全年高增长依然可期

公司发布 2019 年三季报。公司 2019 年 Q1-Q3 实现收入 3.48 亿元，同比增长 42.95%，实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 33.66%，实现扣非后归母净利润 0.60 亿元，同比增长 38.95%。Q3 单季度实现收入 1.48 亿元，同比增长 35.86%，实现归母净利润 0.36 亿元，同比增长 4.50%，实现扣非后归母净利润 0.32 亿元，同比增长 12.73%。

**Q3 单季度业绩低于预期，不改全年高增长趋势。公司 Q3 收入增速环比下降主要是订单延后确认的原因：**从公司的存货（存货 80%以上为公司未完成专题的成本）角度来看，三季度末存货为 2.19 亿元，环比增加 4269 万元，同比增长 68.26%，出现明显的未完成订单积压的情况，考虑到公司专题开工到结题的时间区间在 3-12 个月，我们预计公司年报收入增速将有所改善。**而公司 Q3 利润端增速明显低于收入端增速主要有几方面的原因：**1) 动物价格上升带来公司毛利率较去年同期有所下滑；2) 人员成本增加，公司仅 Q3 单季度就增加近 200 人的员工（2019 年中报公司整体员工近千人），但员工数量的增加主要是看好行业未来的景气度；3) 股权激励费用增加，公司 9 月 9 日完成股权激励费用首次授予，增加了仅 200 万元的股权激励费用摊销；4) 新动物房的折旧影响；5) 药物警戒、临床 CRO 服务尚处于筹备投入期，存在新业务亏损影响。**这五个因素每个影响都不大，但是集中在 Q3 就导致其单季度利润增速明显低于收入增速，由于公司 Q4 利润占比较高（17、18 年 Q4 分别占 54.66%、47.18%），固定成本开支的影响将会相对减弱，因此全年的高增长依然可期。**

**新产能逐渐释放保证国内安评业务快速增长，海外业务+产业链延伸贡献未来增量。从存量的国内安评业务来看：**受益于公司龙头地位以及行业高景气度，公司在手订单充足，而太仓 10800 平动物房产能 4 月份已经开始投入使用，将带来业绩的快速增长。公司目前在北京、太仓具有新药评价中心，新增的太仓 10800 平动物房将在今、明两年贡献业绩弹性，而规划中的梧州、重庆的新药评价中心将成为未来业绩持续增长的有力支撑。**从增量业务来看：**公司收购 Biomere 是公司迈出国际化的重要一步，在美国东部将拥有 GLP 实验室，未来全球化拓展值得期待；同时，公司已经通过子公司昭衍鸣讯、昭衍医药进入药物警戒、药物临床试验领域，进行产业链延伸，未来有望成为公司新的利润增长点。

**盈利预测：**预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.62、2.24、3.07 亿元，同比增长 49.4%、38.4%、37.0%，当前股价对应 PE 为 62x、45x、33x，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内创新药投入不及预期；竞争对手新产能释放。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	301	409	658	883	1,181
增长率 yoy (%)	24.6	35.7	61.0	34.2	33.8
归母净利润(百万元)	76	108	162	224	307
增长率 yoy (%)	47.9	41.7	49.4	38.4	37.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.47	0.67	1.00	1.38	1.90
净资产收益率 (%)	13.7	16.6	20.8	22.9	24.4
P/E(倍)	130.4	92.0	61.6	44.5	32.5
P/B(倍)	17.9	15.3	12.8	10.2	7.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
最新收盘价	61.65
总市值(百万元)	9,971.24
总股本(百万股)	161.74
其中自由流通股(%)	48.72
30 日日均成交量(百万股)	1.59

### 股价走势



### 作者

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

### 相关研究

- 1、《昭衍新药 (603127.SH)：业绩超预期，在手订单叠加新产能释放锁定未来高增长》2019-08-12
- 2、《昭衍新药 (603127.SH)：股票期权与限制性股票并行，锁定三年收入高成长》2019-07-29
- 3、《昭衍新药 (603127.SH)：营业收入快速增长，多因素扰动扣非增速略低于预期》2019-04-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	597	690	1,029	1,178	1,826
现金	405	149	351	487	937
应收账款	26	39	66	75	114
其他应收款	1	0	1	0	2
预付账款	5	9	13	17	24
存货	92	115	217	215	362
其他流动资产	68	379	382	384	388
<b>非流动资产</b>	343	452	541	607	678
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	236	290	340	387	432
无形资产	43	48	56	57	58
其他非流动资产	64	113	146	163	188
<b>资产总计</b>	941	1,141	1,571	1,784	2,504
<b>流动负债</b>	311	409	710	724	1,168
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	13	20	33	36	56
其他流动负债	298	389	677	688	1,111
<b>非流动负债</b>	72	81	81	81	81
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	72	81	81	81	81
<b>负债合计</b>	383	490	791	805	1,248
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	82	115	162	162	162
资本公积	261	246	200	200	200
留存收益	215	299	409	562	771
归属母公司股东收益	557	651	779	979	1,256
<b>负债和股东权益</b>	941	1,141	1,571	1,784	2,504

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	120	176	341	244	573
净利润	76	108	162	224	307
折旧摊销	27	30	32	39	46
财务费用	-1	-3	-4	-7	-9
投资损失	-2	-9	-11	-14	-15
营运资金变动	23	52	164	2	245
其他经营现金流	-3	-2	-0	-0	-0
<b>投资活动净现金流</b>	-224	-270	-110	-91	-103
资本支出	25	130	90	65	72
长期投资	-200	-147	0	0	0
其他投资现金流	-398	-286	-20	-25	-31
<b>筹资活动净现金流</b>	227	-15	-29	-17	-21
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	21	33	47	0	0
资本公积增加	201	-15	-46	0	0
其他筹资现金流	5	-33	-30	-17	-21
<b>现金净增加额</b>	122	-106	202	137	449

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	301	409	658	883	1,181
营业成本	132	192	307	401	536
营业税金及附加	3	3	5	7	9
营业费用	6	7	12	17	25
管理费用	77	77	157	213	269
财务费用	-1	-3	-4	-7	-9
资产减值损失	2	2	3	4	6
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	2	9	11	14	15
<b>营业利润</b>	94	126	189	263	361
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	93	128	191	265	363
所得税	17	20	29	41	56
<b>净利润</b>	76	108	162	224	307
少数股东收益	-0	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	76	108	162	224	307
EBITDA	108	153	217	294	396
EPS (元/股)	0.47	0.67	1.00	1.38	1.90

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	24.6	35.7	61.0	34.2	33.8
营业利润 (%)	75.9	33.8	50.2	38.8	37.2
归属母公司净利润 (%)	47.9	41.7	49.4	38.4	37.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	56.3	53.0	53.3	54.6	54.6
净利率 (%)	25.4	26.5	24.6	25.4	26.0
ROE (%)	13.7	16.6	20.8	22.9	24.4
ROIC (%)	10.6	14.3	18.3	20.4	22.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	40.7	42.9	50.4	45.1	49.8
净负债比率 (%)	-72.5	-22.8	-45.0	-49.8	-74.6
流动比率	1.9	1.7	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.4	1.1	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.39	0.39	0.49	0.53	0.55
应收账款周转率	13.8	12.5	12.5	12.5	12.5
应付账款周转率	8.1	11.6	11.6	11.6	11.6
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.67	1.00	1.38	1.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	1.53	2.11	1.51	3.55
每股净资产 (最新摊薄)	3.45	4.03	4.82	6.05	7.76
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	130.4	92.0	61.6	44.5	32.5
P/B	17.9	15.3	12.8	10.2	7.9
EV/EBITDA	89.2	64.0	44.2	32.2	22.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com