

昭衍新药 (603127.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

订单充裕，期待海外业务持续推进

业绩简评

2023年3月30日公司披露年报，2022全年实现营收22.68亿元(+49.54%)；实现归母净利润10.74亿元(+92.71%)；扣非归母10.19亿元(+92.27%)。剔除生物资产公允价值变动收益、利息收入和汇兑损益影响后，扣非归母净利润为5.77亿元(+63.62%)。

经营分析

非临床CRO业务保持处于行业领先，实现高效增长。2022年，公司药物非临床CRO业务实现营业收入22.14亿元(+49.30%)，实现毛利率48.31%。2019-2022年间，公司新增生物药约1200个、化学药约860个、中药30余个非临床研究项目，在承担新药和生物类新药非临床评价项目数量上均处于国内领先地位。同时，公司在国内承担CGT产品非临床评价项目的实验室中，也保持行业领先，2022年公司承接的CGT订单，同比实现50%以上增长。

公司产能建设持续推进，为订单顺利交付提供保障。截至2022年底公司在手订单约44亿，年内新签订单38亿(+35%)，保持平稳增长。产能建设方面，苏州昭衍已完成2万平的设施建设，2023年将逐步投入使用，为后期不断增长的业务订单需求提供保障；子公司昭衍易创的约9000平米实验室、无锡昭衍的放射性药物评价基地预计也将于2023年投入使用，有望进一步提升业务吞吐量。

离岸订单实现较大突破，期待2023年海外业务持续推进。自公司整合运营BIOMERE以来，海外业务拓展取得优异成果。2022年BIOMER承接订单约3.5亿元(+25%)；昭衍国内公司承接海外订单实现较大突破，同比增长超过60%。我们认为随着与海外子公司协同效应的持续深化，有望延续良好趋势，持续推动海外业务的快速增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司实现归母净利润11.06/12.75/15.12亿元，对应PE分别为26/22/19倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；海外业务拓展不及预期风险；资产减值风险；汇兑损益风险；董监高减持风险；限售股解禁风险等。

医药组

分析师：王班 (执业S1130520110002)

wang_ban@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：53.32元

相关报告：

- 1.《昭衍新药公司点评：业绩略超预期，2023年有望持续增长》，2023.1.17
- 2.《国内安评龙头，国际化布局未来可期-昭衍新药深度报告》，2022.12.12



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,517	2,268	2,964	3,840	4,864
营业收入增长率	40.97%	49.54%	30.68%	29.58%	26.65%
归母净利润(百万元)	557	1,074	1,117	1,289	1,530
归母净利润增长率	76.96%	92.71%	4.00%	15.34%	18.75%
摊薄每股收益(元)	1.462	2.005	2.086	2.406	2.857
每股经营性现金流净额	1.79	1.79	0.98	2.85	4.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.81%	13.13%	12.81%	13.63%	14.75%
P/E	78.94	29.13	25.56	22.17	18.67
P/B	6.17	3.82	3.27	3.02	2.75

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	1,076	1,517	2,268	2,964	3,840	4,864	货币资金	309	4,154	2,917	3,012	2,505	4,016	
增长率	41.0%	49.5%	30.7%	29.6%	26.7%		应收款项	100	121	219	296	360	391	
主营业务成本	-523	-778	-1,182	-1,543	-2,013	-2,553	存货	406	701	2,195	3,382	3,584	3,497	
%销售收入	48.6%	51.3%	52.1%	52.1%	52.4%	52.5%	其他流动资产	368	838	598	628	616	583	
毛利	553	739	1,086	1,421	1,828	2,311	流动资产	1,183	5,814	5,928	7,318	7,066	8,487	
%销售收入	51.4%	48.7%	47.9%	47.9%	47.6%	47.5%	%总资产	56.1%	68.1%	57.2%	56.4%	54.4%	58.8%	
营业税金及附加	-7	-9	-9	-12	-15	-19	长期投资	64	131	667	787	857	887	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	514	695	1,655	2,221	2,431	2,425	
销售费用	-13	-16	-18	-31	-38	-44	%总资产	24.4%	8.1%	16.0%	17.1%	18.7%	16.8%	
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%	无形资产	275	290	478	522	529	533	
管理费用	-209	-256	-287	-459	-507	-632	非流动资产	925	2,723	4,436	5,654	5,922	5,946	
%销售收入	19.4%	16.9%	12.6%	15.5%	13.2%	13.0%	%总资产	43.9%	31.9%	42.8%	43.6%	45.6%	41.2%	
研发费用	-51	-48	-78	-95	-115	-146	资产总计	2,108	8,537	10,364	12,971	12,988	14,433	
%销售收入	4.7%	3.1%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	短期借款	3	26	28	1,257	0	0	
息税前利润 (EBIT)	274	411	695	824	1,152	1,469	应付款项	93	109	327	446	503	581	
%销售收入	25.5%	27.1%	30.6%	27.8%	30.0%	30.2%	其他流动负债	664	1,079	1,490	2,320	2,816	3,274	
财务费用	-2	19	155	129	108	98	流动负债	760	1,214	1,844	4,023	3,319	3,855	
%销售收入	0.2%	-1.3%	-6.8%	-4.3%	-2.8%	-2.0%	长期贷款	21	5	3	3	3	3	
资产减值损失	1	-3	-9	-14	-23	-3	其他长期负债	102	173	326	216	205	197	
公允价值变动收益	59	158	350	300	200	150	负债	884	1,393	2,173	4,242	3,527	4,055	
投资收益	2	17	13	12	10	10	普通股股东权益	1,225	7,136	8,184	8,723	9,456	10,374	
%税前利润	0.4%	2.6%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%	其中：股本	227	381	536	536	536	536	
营业利润	361	643	1,226	1,270	1,467	1,745	未分配利润	669	1,101	2,006	2,676	3,450	4,368	
营业利润率	33.6%	42.4%	54.0%	42.9%	38.2%	35.9%	少数股东权益	-1	8	7	6	5	4	
营业外收支	-1	-1	14	13	13	13	负债股东权益合计	2,108	8,537	10,364	12,971	12,988	14,433	
税前利润	361	642	1,240	1,283	1,480	1,758	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	33.5%	42.3%	54.7%	43.3%	38.5%	36.1%	每股指标							
所得税	-47	-86	-167	-167	-192	-229	每股收益	1.385	1.462	2.005	2.086	2.406	2.857	
所得税率	13.0%	13.3%	13.5%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	5.385	18.718	15.277	16.284	17.652	19.366	
净利润	314	556	1,073	1,116	1,288	1,529	每股经营现金净流	1.800	1.787	1.785	0.979	2.850	4.009	
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	-1	每股股利	0.340	0.350	0.360	0.834	0.962	1.143	
归属于母公司的净利润	315	557	1,074	1,117	1,289	1,530	回报率							
净利率	29.3%	36.8%	47.4%	37.7%	33.6%	31.5%	净资产收益率	25.72%	7.81%	13.13%	12.81%	13.63%	14.75%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.94%	6.53%	10.37%	8.61%	9.92%	10.60%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	18.57%	4.93%	7.15%	7.05%	10.40%	12.11%	
净利润	314	556	1,073	1,116	1,288	1,529	增长率							
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	-1	主营业务收入增长率	68.27%	40.97%	49.54%	30.68%	29.58%	26.65%	
非现金支出	65	105	140	174	219	216	EBIT增长率	47.98%	49.79%	69.17%	18.59%	39.84%	27.58%	
非经营收益	-55	-132	-433	-356	-206	-171	净利润增长率	76.60%	76.96%	92.71%	4.00%	15.34%	18.75%	
营运资金变动	86	153	177	-410	226	573	总资产增长率	48.66%	305.02%	21.40%	25.15%	0.13%	11.13%	
经营活动现金净流	409	681	956	524	1,527	2,147	资产管理能力							
资本开支	-149	-237	-275	-1,227	-397	-194	应收账款周转天数	33.1	23.6	24.7	35.0	35.0	30.0	
投资	-103	-1,853	-1,914	230	180	170	存货周转天数	211.7	259.8	447.1	800.0	650.0	500.0	
其他	-3	20	29	12	10	10	应付账款周转天数	36.3	26.7	27.9	40.0	33.0	30.0	
投资活动现金净流	-255	-2,070	-2,160	-985	-207	-14	固定资产周转天数	157.7	136.5	221.7	227.0	187.5	141.6	
股权募资	33	5,432	91	-131	-40	0	偿债能力							
债权募资	4	-4	-3	1,149	-1,257	0	净负债/股东权益	-42.73%	-67.24%	-40.22%	-24.17%	-29.70%	-41.16%	
其他	-74	-137	-187	-447	-517	-614	EBIT利息保障倍数	110.6	-21.4	-4.5	-6.4	-10.7	-14.9	
筹资活动现金净流	-37	5,290	-99	571	-1,815	-614	资产负债率	41.92%	16.31%	20.97%	32.70%	27.16%	28.10%	
现金净流量	109	3,841	-1,266	110	-495	1,519								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-12	买入	59.47	75.00~76.00
2	2023-01-17	买入	67.36	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

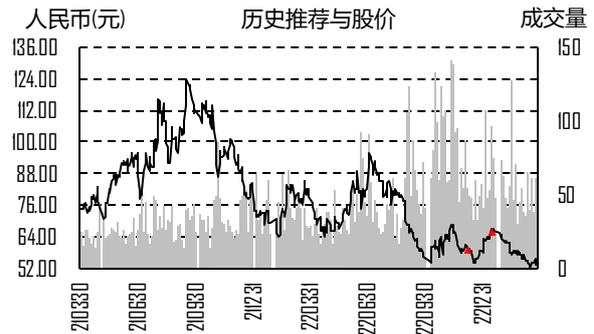
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402