

昭衍新药(603127)

报告日期: 2023年03月31日

扩张加速, 海外导流新亮点

——2022年报点评报告

投资要点

□ **2022年在国内上游动物模型供应持续紧张的大环境下, 昭衍新药收入同比增长49.54%, 经调整利润同比增长63.62%, 超预期兑现, 海外拓展初见成效。2022年是昭衍新药资本开支全面加速的一年, 多角度产能扩张进一步提升公司的业务体量、抗风险能力并完善了公司的一体化链条。我们持续看好, 公司稳定供应链下的兑现能力及不断延伸的服务能力为持续高增长带来的保障。**

□ **财务表现: 收入超预期兑现, 经调整利润率持续提升**

2022年: 实现收入22.68亿, YOY 49.54%; 归母净利润10.73亿, YOY 92.88%, 净利率47.32%。扣非净利润YOY 92.27%, 其中生物资产公允价值变动收益3.33亿元(2021年: 1.25亿元), 利息收入1.3亿元(2021年: 8,372.4万元), 汇兑收益为2740.1万元(2021年: 汇兑损失1,084.8万元)。剔除影响后, 经调整净利润5.77亿元(2021年: 3.52亿元), YOY 63.62%, 经调整净利率25.44%。

2022Q4: 实现收入9.91亿, YOY 50.27%, 归母净利润4.42亿, YOY 42.90%, 净利率44.60%。

□ **业绩拆分: 临床前服务仍是公司收入绝对主体, 境外收入增速创新高**

分板块来看: ①药物非临床研究服务收入22.13亿, YOY 49.3%, 占总收入97.6%, 仍然是公司收入的绝对主体。②临床服务及其他收入4957万, YOY 62.45%。③实验模型供应480万, YOY 35.30%。

分地区来看: 境内收入仍是绝对主体, 收入18.85亿元, YOY 49.20%, 占总收入的83.12%。境外收入3.83亿, YOY 51%, 增速创历史新高。

□ **成长能力: 订单高增长, 海外占比提升; 产能多角度扩张, 完善一体化**

订单增长: 2022年, 公司新签订单约38亿元, YOY 35%, 在手订单44亿元, YOY 52%, 为公司2023-2024年高增长奠定了坚实的基础。其中值得关注的是2022年①公司承接的CGT订单, YOY 50%+; ②公司海外子公司BIOMERE承接订单约3.5亿元, YOY 25%; 国内承接海外订单YOY 60%+。我们认为随着疫情政策的改变, 2023年有望成为昭衍新药突破国际化业务的重要一年, 海外客户占比有望持续提升。

产能扩张: 2022年是昭衍新药产能建设加速的一年, 在2019-2021年公司固定资产几乎保持不变的情况下, 2022年固定资产增加近1亿, 在建工程增长1.5亿。其中, 苏州昭衍8,000多平米设施已投入运营, 另外约2万平米设施也即将投入使用, 支撑公司2023年订单的快速兑现。此外, 在建工程包括广州昭衍安评基地、广西梧州大动物繁殖基地及用于新药筛选的全资子公司昭衍易创实验室的建设, 有望进一步提升公司业务体量、抗风险能力并完善公司的一体化链条。

人员增长: 公司2022年员工总数2700余人, 人均创收82万元/人, YOY 16.3%, 我们认为与订单涨价及持续挖掘提升人员效率有关, 我们认为随着上游动物模型价格基本稳定、公司为新产能配备的新人员的持续加入, 2023-2025年人均创收水平将基本持平。

结合公司在手订单、新增产能及人员增长, 我们预测2023-2025年公司收入CAGR约35%。长期来看, 随着公司在放药、新靶点、ADC、CGT等新热点领域的持续布局, 有望通过昭衍生物、药物筛选平台、临床研究服务等多板块与临床前相结合, 打造一体化服务平台, 持续巩固临床前龙头地位, 实现长期稳定高速增长。

□ **盈利能力: 表观盈利能力将回归行业平均水平**

2022年公司总体毛利率47.90%, 在上游原材料价格涨幅明显的前提下, 盈利能力基本保持稳定。其中, 药物非临床研究服务毛利率48.31%, YOY -0.69pct。临床服务毛利率为31.70%, YOY -4.27pct, 我们推测于公司承接的订单结构相关。

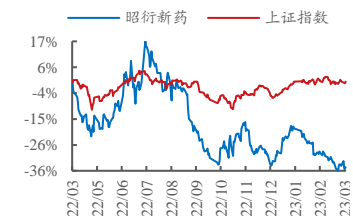
投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 53.32
总市值(百万元)	28,562.39
总股本(百万股)	535.68

股票走势图



相关报告

- 1 《订单充足, 兑现加速——昭衍新药2022Q3点评》 2022.10.30
- 2 《交付维持高速, 看好订单加速兑现——昭衍新药2022Q3预告点评》 2022.10.19
- 3 《收入高兑现, 能力建设加速——2022中报点评报告》 2022.08.31

净利率来看，2022年公司净利率 47.32%，YOY +10.63pct，主要得益于财务费用及生物资产公允价值波动贡献。从 2022Q4 收入及利润增长基本同步来看，我们认为随着公司资本开支的加大、上游原材料价格的逐渐稳定，调整项对公司净利润的影响将逐渐减弱，2023-2025 年净利率有望逐渐回归行业水平，表观净利率或逐渐接近经调整利润率，稳定在约 26%。

□ 盈利预测与估值

综合考虑公司充沛的在手订单及逐渐完善的一体化能力以及疫情政策改变后产业链上游动物模型价格的逐渐稳定，我们略下调公司 2024 年利润预测。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 11.51 亿、13.47 亿及 15.16 亿，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 2.15 及 2.51 及 2.83 元。按 2023 年 3 月 30 日收盘价对应 2023 年 25 倍 PE。参考可比公司估值及行业地位，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性；新业务的盈利周期的波动性；创新药投融资景气度下滑。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2268	3073	4150	5600
(+/-) (%)	49.54%	35.48%	35.06%	34.96%
归母净利润	1074	1151	1347	1516
(+/-) (%)	90.90%	7.15%	17.01%	12.55%
每股收益(元)	2.01	2.15	2.51	2.83
P/E	27	25	21	19

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5928	9667	10959	12760
现金	2917	6253	5878	9243
交易性金融资产	408	200	200	200
应收账款	212	594	837	990
其它应收款	8	10	14	19
预付账款	37	50	68	92
存货	2195	2408	3809	2064
其他	152	152	152	152
非流动资产	4436	1985	2118	2234
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	12	10	10	10
固定资产	590	716	778	806
无形资产	300	480	490	491
在建工程	278	209	155	111
其他	3256	571	684	816
资产总计	10364	11652	13076	14994
流动负债	1844	1941	2020	2421
短期借款	0	0	0	0
应付款项	127	154	207	280
预收账款	0	1536	1452	1680
其他	1717	252	360	461
非流动负债	329	318	319	322
长期借款	3	3	3	3
其他	326	315	315	319
负债合计	2173	2259	2339	2743
少数股东权益	7	5	3	(0)
归属母公司股东权益	8184	9388	10735	12251
负债和股东权益	10364	11652	13076	14994

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	971	2750	376	3422
净利润	1073	1149	1344	1513
折旧摊销	107	83	91	96
财务费用	-155	1	0	0
投资损失	(13)	(3)	(20)	(5)
营运资金变动	519	(42)	(55)	223
其它	(560)	1562	(1736)	1595
投资活动现金流	(2160)	398	(181)	(179)
资本支出	(961)	374	(171)	(164)
长期投资	3	13	0	0
其他	(1202)	11	(10)	(15)
筹资活动现金流	(99)	188	183	121
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(2)	0	0	0
其他	(98)	188	183	121
现金净增加额	-1288	3336	374	3365

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2268	3073	4150	5600
营业成本	1182	1611	2176	2936
营业税金及附加	9	12	17	22
营业费用	18	31	41	56
管理费用	287	399	539	728
研发费用	78	123	166	224
财务费用	(155)	(135)	(183)	(121)
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动损益	350	270	130	0
投资净收益	13	3	20	5
其他经营收益	22	24	20	(0)
营业利润	1226	1328	1563	1759
营业外收支	14	0	0	0
利润总额	1240	1328	1563	1759
所得税	167	179	219	246
净利润	1073	1149	1344	1513
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
归属母公司净利润	1074	1151	1347	1516
EBITDA	1289	1320	1532	1704
EPS (最新摊薄)	2.01	2.15	2.51	2.83

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	49.54%	35.48%	35.06%	34.96%
营业利润	89.09%	8.34%	17.72%	12.55%
归属母公司净利润	90.90%	7.15%	17.01%	12.55%
获利能力				
毛利率	47.90%	47.57%	47.56%	47.57%
净利率	47.32%	37.39%	32.40%	27.02%
ROE	14.01%	13.09%	13.38%	13.19%
ROIC	12.36%	11.29%	11.46%	11.21%
偿债能力				
资产负债率	20.97%	19.39%	17.89%	18.30%
净负债比率	1.42%	1.36%	1.32%	1.12%
流动比率	3.21	4.98	5.42	5.27
速动比率	2.02	3.74	3.54	4.42
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.28	0.34	0.40
应收账款周转率	14.77	12.13	11.49	11.49
应付账款周转率	13.06	11.47	12.05	12.05
每股指标(元)				
每股收益	2.01	2.15	2.51	2.83
每股经营现金	1.81	5.13	-0.70	6.39
每股净资产	15.28	17.53	20.04	22.87
估值比率				
P/E	26.59	24.81	21.21	18.84
P/B	3.49	3.04	2.66	2.33
EV/EBITDA	20.27	16.82	14.73	11.27

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>