

昭衍新药(603127)

报告日期: 2023年07月18日

表观受扰动, 主业强兑现

——2023 中报预告点评报告

投资要点

□ 财务表现: 收入高增长, 利润受生物资产公允价值变动拖累

2023年7月14日晚, 公司发布2023中期预告。

2023H1: 预计实现收入9.73-10.51亿元, 同比增长25.3%-35.3%; 归母净利润0.73-1.10亿元, 同比下降70.4%-80.4%; 扣非归母净利润0.60-0.95亿元, 同比下降72.5%-82.5%。

净利润拆分: 其中实验室服务净利润1.89-2.04亿元, 同比增长26.3%-36.3%; 生物资产公允价值变动净损失1.77-1.89亿元, 同比下降245.7%-255.7%; 资金管理收益贡献净利润0.61-0.68亿元, 同比下降8.2%-18.2%。

2023Q2: 预计实现收入6.04-6.82亿元, 同比增长19.4%-34.7%; 归母净利润亏损0.78-1.15亿元, 同比下降131.7%-146.8%; 扣非归母净利润亏损0.90-1.24亿元, 同比下降142.3%-158.5%。

净利润拆分: 其中实验室服务净利润1.18-1.33亿元, 同比增长22.3%-37.7%。生物资产公允价值变动净损失1.77-1.89亿元, 资金管理收益贡献净利润0.35-0.43亿元。

□ 在手订单有望支撑2023年收入高增长

2023Q2公司实验室服务业务收入及利润持续高增长。公司在2023年一季度中披露在手订单46亿, 参考订单的执行周期, 我们认为公司2023年收入端有望持续高兑现。

□ 生物资产公允价值或影响中期成长性及盈利能力

从净利润的拆分来看, 公司净利润受到生物资产公允价值波动的较大影响。从中国政府采购网中标数据来看, 公司主要价格波动的生物资产——食蟹猴中标价格从2022年11月17日的18.4万/只下滑至2023年4月7日的17万/只, 下滑幅度约8%。我们认为动物模型价格的波动主要与大分子临床前实验需求及投融资环境相关, 参考2022.06-2023.06数据趋势, 我们推测短期食蟹猴价格可能呈现稳步下跌的趋势。食蟹猴作为临床前动物实验的重要成本项, 猴价下跌或对公司收入、净利润以及盈利能力产生明显影响。

从收入角度看, 由于2020年-2022年食蟹猴价格的快速上涨, 公司在订单定价时将成本转移给了客户, 因此订单价格或有明显涨幅。我们认为, 随着食蟹猴价格的下跌, 公司订单单价可能也会下调。考虑到公司的订单执行周期, 我们认为2024-2025年收入端增速可能受到负面影响。但同时, 食蟹猴逐渐充足的供应可能推动公司在手订单更快速的兑现, 因此我们看好公司2023年收入的高兑现。

从盈利能力角度看, 参考2020-2022年食蟹猴涨价时公司毛利率及净利率的变化, 我们认为实验室服务毛利率由于食蟹猴成本占比降低, 可能有所回升, 但同时需求端景气度的下滑或带来竞争加剧。因此, 我们推测2023-2025年毛利率可能稳中略有下滑。实验室服务净利率或在控费、提效的基础上展现更强的韧性。

从净利润角度来看, 我们认为生物资产公允价值的波动或对公司中期业绩产生明显扰动。2022年6月公司收购广西玮美及云南英茂两家猴厂后, 公司拥有的食蟹猴数量大幅上升, 进一步扩大了生物资产价格波动对净利润的扰动。参考中国政府采购网的招标数据, 我们认为2023H2食蟹猴价格或有进一步下跌。但随着行业景气的回暖, 供给端的出清, 我们认为生物资产将逐渐达到供求平衡态, 价格的下跌值或逐渐收窄。

投资评级: 增持(下调)

分析师: 孙建

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

分析师: 王帅

执业证书号: S1230523060003
wangshuai1@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥37.83
总市值(百万元)	20,263.42
总股本(百万股)	535.64

股票走势图



相关报告

- 《收入高兑现, 净利率新高》2023.04.28
- 《扩张加速, 海外导流新亮点》2023.03.31
- 《订单充足, 兑现加速——昭衍新药2022Q3点评》2022.10.30

□ 盈利预测与估值

考虑到生物资产公允价值波动对公司成长性及盈利能力的影响，我们下调公司2023-2025年盈利预测。我们预测2023-2025年归母净利润分别为5.81亿、8.74亿及11.43亿，对应2023-2025年EPS分别为1.08、1.63及2.13元。按2023年7月18日收盘价对应2023年35倍PE。参考可比公司估值及行业地位，给予“增持”评级。

□ 风险提示

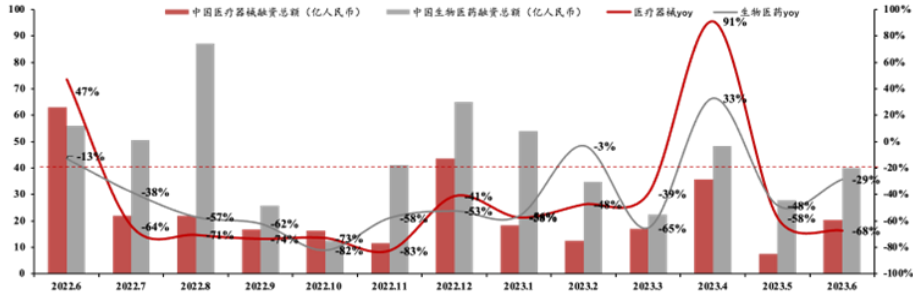
新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性；新业务的盈利周期的波动性；创新药投融资景气度下滑。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2268	3073	3850	4820
(+/-) (%)	49.54%	35.48%	25.29%	25.21%
归母净利润	1074	581	874	1143
(+/-) (%)	90.90%	-45.94%	50.52%	30.75%
每股收益(元)	2.01	1.08	1.63	2.13
P/E	19	35	23	18

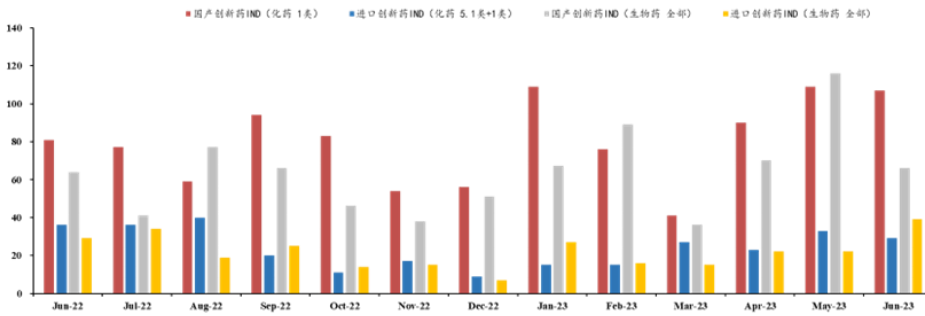
资料来源：浙商证券研究所

图1：2022年6月-2023年6月全球医疗健康领域融资概况



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

图2：国内IND数据整理（更新至2023.06）



资料来源：Wind 医药库，CDE，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5928	7379	8664	10228	营业收入	2268	3073	3850	4820
现金	2917	4579	5894	7543	营业成本	1182	1626	2076	2648
交易性金融资产	408	200	200	200	营业税金及附加	9	17	21	27
应收账款	212	64	271	445	营业费用	18	28	31	39
其它应收款	8	10	13	16	管理费用	287	393	481	603
预付账款	37	50	63	79	研发费用	78	108	135	169
存货	2195	2451	2613	2683	财务费用	(155)	(118)	(135)	(159)
其他	152	152	152	152	资产减值损失	9	12	15	19
非流动资产	4436	3923	3620	3519	公允价值变动损益	350	(360)	(250)	(200)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	13	3	20	5
长期投资	12	10	10	10	其他经营收益	22	20	20	20
固定资产	590	692	750	775	营业利润	1226	670	1015	1301
无形资产	300	290	280	271	营业外收支	14	0	0	0
在建工程	278	203	146	105	利润总额	1240	670	1015	1301
其他	3256	2728	2435	2358	所得税	167	90	142	160
资产总计	10364	11302	12284	13747	净利润	1073	580	873	1141
流动负债	1844	2161	2269	2588	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1074	581	874	1143
应付款项	127	154	192	241	EBITDA	1289	678	999	1261
预收账款	1295	1754	1732	1928	EPS (最新摊薄)	2.01	1.08	1.63	2.13
其他	422	253	345	418					
非流动负债	329	318	319	322	主要财务比率				
长期借款	3	3	3	3		2022	2023E	2024E	2025E
其他	326	315	315	319	成长能力				
负债合计	2173	2478	2588	2910	营业收入	49.54%	35.48%	25.29%	25.21%
少数股东权益	7	6	4	2	营业利润	89.09%	-45.36%	51.49%	28.22%
归属母公司股东权益	8184	8818	9692	10835	归属母公司净利润	90.90%	-45.94%	50.52%	30.75%
负债和股东权益	10364	11302	12284	13747	获利能力				
					毛利率	47.90%	47.08%	46.06%	45.06%
					净利率	47.32%	18.86%	22.66%	23.67%
					ROE	14.01%	6.83%	9.44%	11.13%
					ROIC	12.36%	5.78%	8.00%	9.37%
					偿债能力				
					资产负债率	20.97%	21.93%	21.07%	21.17%
					净负债比率	1.42%	1.24%	1.19%	1.06%
					流动比率	3.21	3.42	3.82	3.95
					速动比率	2.02	2.28	2.67	2.92
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.28	0.33	0.37
					应收账款周转率	14.77	12.51	12.06	13.17
					应付账款周转率	13.06	11.58	12.00	12.22
					每股指标(元)				
					每股收益	2.01	1.08	1.63	2.13
					每股经营现金	1.81	1.63	2.49	3.10
					每股净资产	15.28	16.46	18.09	20.23
					估值比率				
					P/E	18.86	34.89	23.18	17.73
					P/B	2.48	2.30	2.09	1.87
					EV/EBITDA	20.27	22.98	14.28	10.00

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>