



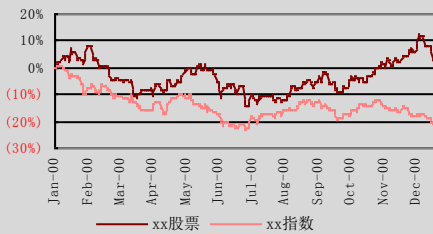
603127.SH

增持

市场价格：人民币 48.09

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.7)	(40.9)	(19.0)	0.0
相对上证指数	5.9	(31.9)	(9.7)	9.5

发行股数(百万)	115
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,488
3个月日均交易额(人民币 百万)	141
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国银行股份有限公司-易方达医疗保健	1

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

邓周宇

(86)5582560525
zhouyuiding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354
weilia.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

柴博

(0755)82560525
bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514
guiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

昭衍新药

临床前 CRO 稀缺标的，药物安评领域龙头

公司所处的临床前 CRO 行业受益于国内创新药蓬勃发展，迎来发展黄金期；公司是国内唯一具有两个 GLP 认证的临床前研究机构，规模化优势明显，其设备规模、人才队伍、客户资源均、项目经验处于行业前列；公司估值处于同行业可比标的估值较低水平，相对合理。公司正处于快速成长期，订单应接不暇，随着募投项目顺利推进，产能紧张局面会得到极大缓解，保证业绩能够持续高增长。我们预计 18-20 年净利润分别为 1.16 亿、1.64 亿、2.38 亿，摊薄 EPS 为 1.01、1.43、2.07 元，维持增持评级。

支撑评级的要点

■ **赛道好-临床前 CRO 行业受益国内创新意识觉醒，迎来发展黄金期。**我国医药行业正处于“仿制药”向“创新药”战略转型期，创新药研发强势崛起具备天时（精细化控费常态化加速创新研发转型）、地利（政策利好+国内药企资金实力增强+VC/PE 机构日益增多）、人和（国内高等教育人才红利+海外人才加速回国创业），研发费用持续增长推动临床前 CRO 行业高发展。此外，得益我国临床前 CRO 服务质量和水平的提高以及成本优势，越来越多跨国药企选择国内 CRO 机构作为离岸外包合作伙伴，这也将对国内临床前 CRO 行业带来积极影响。公司优势领域药物评价目前市场规模超 60 亿，由于自建 GLP 实验室壁垒高，药企外包意愿强烈。未来受益于行业高景气度和药企外包渗透率提高，预计安全评价外包市场规模快速增长。

■ **公司优-药物安全评价利基市场龙头，规模化优势明显。**公司是最早企业化的 GLP 实验室，其药物安全性评价业务规模体量位于该领域前列。经过 20 多年发展，建立了符合国际规范要求的 GLP 体系的临床前安全评价技术平台，是国内唯一拥有两个 GLP 机构的专业化临床前 CRO 企业，其中苏州昭衍是国内规模最大的药物安全性评价机构。公司规模化优势明显，设施规模（动物饲养管理设施、功能实验室等）、专业人才团队（管理团队稳定且行业经验丰富、技术团队素质高且人员稳定增长）、项目经验（20 多年药物临床前研究经验；评价药物种类丰富、尤其创新药项目经验丰富；国际注册经验丰富）、客户资源（客户遍布中国 30 多个省市以及欧美和东南亚多个国家）等行业领先。

■ **估值相对合理-估值处于同行业可比标的估值较低水平，业绩持续高增长。**受益行业高景气度和公司优质高效的服务，业绩保持快速增长，2012-2017 净利润复合增速 25%，公司经营现金流净量均高于当期净利润，订单应接不暇，是行业内唯一收预收账款的企业，且预收账款保持较快增长。我们预计 18 年净利润 1.16 亿左右，对应 18 年 51 倍估值，处于行业可比标的估值较低水平。随着公司募投项目的推进，产能紧张的局面将得到缓解，保证业绩持续高增长。

评级面临的主要风险

■ 募投项目进展不达预期，产能受限；行业竞争加剧；实验动物瘟疫等

■ 我们预计 18-20 年净利润 1.16 亿、1.64 亿、2.38 亿，摊薄 EPS 为 1.01、1.43、2.07 元，维持增持评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	242	301	427	623	909
变动(%)	17	25	42	46	46
净利润(人民币 百万)	52	76	116	164	238
全面摊薄每股收益(人民币)	0.452	0.661	1.009	1.426	2.070
变动(%)	5.1	10.8	51.3	41.7	45.1
市场预期每股收益(人民币)			1.320	1.790	n.a
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.415	2.000	2.902
调整幅度(%)			(28.7)	(28.7)	(28.7)
全面摊薄市盈率(倍)	114.7	78.4	51.4	36.4	25.0
价格/每股现金流量(倍)	26.7	35.3	14.8	14.3	9.5
每股现金流量(人民币)	1.94	1.47	3.50	3.63	5.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	73.0	51.6	33.8	22.8	14.7
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.064	0.059	0.075
股息率(%)	11.1	0.0	6.3	4.1	3.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	242	301	427	623	909
销售成本	(122)	(135)	(180)	(261)	(379)
经营费用	(40)	(59)	(89)	(140)	(215)
息税折旧前利润	80	108	157	221	315
折旧及摊销	(27)	(26)	(31)	(35)	(40)
经营利润 (息税前利润)	53	82	126	186	275
净利息收入/(费用)	1	1	1	1	1
其他收益/(损失)	7	2	9	9	9
税前利润	61	84	136	196	285
所得税	(9)	(17)	(20)	(29)	(43)
少数股东权益	0	(0)	(0)	3	4
净利润	52	76	116	164	238
核心净利润	53	67	117	165	239
每股收益 (人民币)	0.452	0.661	1.009	1.426	2.070
核心每股收益 (人民币)	0.452	0.661	1.009	1.426	2.070
每股股息 (人民币)	0.050	0.000	0.064	0.059	0.075
收入增长(%)	17	25	42	46	46
息税前利润增长(%)	10	55	55	48	48
息税折旧前利润增长(%)	11	35	46	41	42
每股收益增长(%)	5	11	51	42	45
核心每股收益增长(%)	4	(5)	74	41	45

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	61	84	136	196	285
折旧与摊销	27	26	31	35	40
净利息费用	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
运营资本变动	59	53	101	196	213
税金	(9)	(8)	(20)	(29)	(43)
其他经营现金流	(18)	(35)	39	(100)	(50)
经营活动产生的现金流	119	120	286	297	444
购买固定资产净值	(1)	1	40	40	40
投资减少/增加	0	2	2	2	2
其他投资现金流	(51)	(226)	(79)	(80)	(80)
投资活动产生的现金流	(52)	(224)	(37)	(38)	(38)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	50	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2	200	(51)	(102)	(220)
融资活动产生的现金流	2	227	51	1	1
现金变动	69	123	300	260	407
期初现金	63	133	405	705	964
公司自由现金流	66	(104)	249	259	406
权益自由现金流	66	(105)	298	258	405

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	150	470	736	1,003	1,417
应收帐款	20	30	37	63	84
库存	64	92	87	183	221
其他流动资产	7	5	16	11	28
流动资产总计	241	597	877	1,259	1,749
固定资产	306	285	296	302	304
无形资产	42	43	41	40	38
其他长期资产	6	13	13	11	12
长期资产总计	355	342	350	353	354
总资产	597	941	1,229	1,612	2,104
应付帐款	19	13	31	32	60
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	233	298	394	611	835
流动负债总计	252	311	475	693	945
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	85	72	80	79	77
股本	61	82	82	82	82
储备	198	476	592	756	994
股东权益	260	558	674	838	1,075
少数股东权益	0	0	0	3	8
总负债及权益	597	941	1,229	1,612	2,104
每股帐面价值 (人民币)	4.24	6.82	8.23	10.24	13.15
每股有形资产 (人民币)	3.55	6.30	7.73	9.75	12.68
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.16)	(4.95)	(8.00)	(11.18)	(16.15)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.0	35.8	36.9	35.5	34.6
息税前利润率(%)	21.8	27.1	29.6	29.9	30.2
税前利润率(%)	25.2	27.9	31.9	31.5	31.3
净利率(%)	21.4	25.4	27.1	26.3	26.2
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.9	1.8	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.6	1.7	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	114.7	78.4	51.4	36.4	25.0
核心业务市盈率(倍)	114.7	78.4	51.4	36.4	25.0
市净率(倍)	12.2	7.6	6.3	5.1	3.9
价格/现金流(倍)	26.7	35.3	14.8	14.3	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	73.0	51.6	33.8	22.8	14.7
周转率					
存货周转天数	173.9	211.8	182.0	188.5	194.0
应收帐款周转天数	27.7	30.2	28.8	29.3	29.5
应付帐款周转天数	22.5	19.6	18.8	18.5	18.4
回报率					
股息支付率(%)	11.1	0.0	6.3	4.1	3.6
净资产收益率(%)	22.1	18.7	18.8	21.7	24.9
资产收益率(%)	8.3	8.5	9.9	11.1	12.6
已运用资本收益率(%)	5.5	4.7	4.5	5.1	5.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测