

# 业绩符合预期，全年高增长趋势稳健

2018年08月30日

强烈推荐/维持

昭衍新药

财报点评

## ——昭衍新药（603127）2018年中报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

### 事件：

公司发布 2018 年中报，实现收入 1.35 亿元，同比增长 42.21%，实现归母净利润 2243.9 万元，同比增长约 84.17%；扣非归母净利润 1529.5 万元，同比增长 82.32%。2018Q2 单季，实现收入 0.83 亿元，同比增长 9.74%，实现归母净利润 0.14 亿元，同比下降 28.44%。

公司发布公告，拟与梧州高新区管理委员会签署合作投资合同，在广西梧州市投资建立昭衍（梧州）新药评价中心项目，以扩大在华南地区的医药研发外包服务范围和影响力，首次投资约 2 亿元，总投资规模约 4 亿元。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	124.22	18.93	76.08	74.76	131.51	51.63	83.49
增长率（%）	-	-	-	-	5.87%	172.69%	9.74%
毛利率（%）	51.56%	47.88%	55.10%	60.29%	55.86%	54.77%	49.19%
期间费用率（%）	14.70%	97.79%	27.19%	26.84%	17.46%	40.17%	31.01%
营业利润率（%）	36.17%	-46.74%	28.83%	35.34%	41.58%	20.11%	20.29%
净利润（百万元）	39.73	-6.92	19.10	22.47	41.79	8.77	13.67
增长率（%）	-	-	-	-	05.19%	-226.79%	-28.44%
每股盈利（季度，元）	0.65	-0.11	0.31	0.27	0.51	0.11	0.12
资产负债率（%）	56.42%	-	56.86%	42.42%	40.72%	44.58%	44.52%
净资产收益率（%）	15.27%	-	7.02%	4.35%	7.49%	1.62%	2.44%
总资产收益率（%）	6.65%	-	3.03%	2.51%	4.44%	0.90%	1.35%

### 观点：

#### 1、中报业绩符合预期，季度间差异逐步缩短

##### 上半年情况：

2018H1整体业绩同比增长84.17%，略高于业绩预告中值，符合预期。我们认为主要原因是随着国内CRO市

场快速扩张，公司临床前评价承接订单不断增加，随着员工业务水平提升与产能结构优化，规模化效益逐步显现，盈利能力不断提高。

- ◆ 报告期内，公司完成专题数目与在研专题数目分别实现同比增长约30%和120%，业务工作量明显增加；报告期末公司在手订单约8.5亿元，同比增长约42%，新签合同额同比增长约28%，在手订单的持续增长和在研专题数量的显著增加为后期业绩提供坚实支撑。

#### Q2单季情况：

- ◆ **2018Q2单季业绩相对2018Q1单季环比增加55.87%**，对比2017Q2单季相对2017Q1单季大幅扭亏，季度间业绩差异逐步缩短，我们认为主要原因是公司合理优化项目的专题结构与完成周期，已完结专题收入能够及时确认。
- ◆ **2018Q2单季业绩相对2017Q2单季同比下降28.45%**，我们认为主要原因是公司2017Q1部分专题未能当期确认收入，延至2017Q2确认收入，因此造成2017Q1亏损691.7万元，2017Q2业绩1910.1万元的大幅差异情况，2017Q2单季业绩的失真造成2018Q2单季业绩同比下降，也从侧面体现出公司季度间业绩差异逐步缩短。

#### 财务指标情况：

公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.09%、33.61%、-1.19%，较去年同期分别+0.19pp、-6.00pp、-0.94pp。其中，管理费用率的降低主要是产能结构优化与释放带来的规模效应提升与员工劳动效率的不断提高，销售费用率与财务费用率相对稳定，整体财务指标情况良好。

### 2、业务特点带来业绩季度差异，全年高增长趋势稳健

公司主要对外提供药物临床前研究服务，与客户所签订合同中通常包括若干专题，长期合作过程中形成的专题结构与完成周期方面的特点，带来公司业绩的季度间差异。一方面，客户根据CDE的审评节奏逐渐形成年初开题年终结题的习惯，公司通常在三四季度完成专题数量确认收入较多，另一方面，由于三四季度专题数量增加，员工效率提升，固定费用（人工、折旧、能耗等）摊薄明显，公司下半年确认业绩通常高于上半年。以2017年为例，2017H1、2017H2分别实现利润1218.4万元、6426.0万元，分别占全年利润16%、84%左右。

我们认为，随着公司不断优化项目专题结构与完成周期，业绩季度间差异将会逐步缩短，但整体仍将呈现三四季度业绩明显高于一二季度业绩的特点，2018H2有望继续保持2018H1的高增长态势，全年业绩高增长趋势稳健。

### 3、药物评价持续深耕，新业务布局快速推进

公司不断深耕主营临床前药物评价业务，基于长期发展的战略考量，2018年8月29日，公司发布公告，拟与梧州高新区管理委员会签署合作投资合同，在广西梧州市投资建立昭衍（梧州）新药评价中心项目，首次投资约2亿元，总投资规模约4亿元。若项目开展顺利，将进一步扩大公司在华南地区的影响力，增强整体医药研发外包服务能力。

- ◆ **项目内容：**以药理毒理学为主的新药临床前研究与评价服务平台及非人灵长类实验动物科学研究与生产设施。总建筑面积约76420平方米，其中设施农用地建筑总面积（猴舍及相关配套）约50000平方米，工业用地建筑总面积（科研、办公、生活及配套）约26420平方米。

- ◆ **项目地址：**梧州高新区二期规划用地南部片区，用地总面积约922亩，其中工业用地约120亩（用于科研、检验、办公、生活及配套建设），设施农用地面积约502亩（用于猴舍及饲养繁育区相关配套建设），预留发展用地约300亩（四界和实际面积以本合同项目的规划图为准）。
- ◆ **项目首期建设期：**24个月
- ◆ **预计开工时间：**2018年11月

为满足持续发展需求，进一步加强整体竞争力，公司不断加速药物警戒、药物临床试验、实验动物模型研究等新业务的布局，同时积极开展海外业务布局，培育未来新的利润增长点，同时公司7月已通过CNAS认证检查，为开展非药物的评价做好准备工作。

- ◆ **药物警戒方面：**2018年8月1日发布公告，投资人民币1820万元（占比91%）设立子公司“昭衍鸣讯”，主要从事药物警戒服务，进一步补充完善公司业务结构，为药物研发、药品生产企业及上市许可持有人提供专业化药物警戒技术服务，拓展公司业务领域，提升公司药物综合服务能力和整体竞争力，培养新的利润增长点。
- ◆ **药物临床试验方面：**2018年8月9日发布公告，投资人民币1000万元设立全资子公司“昭衍医药”，主要从事临床医学研究服务，进一步推进了公司从临床前服务领域拓展到临床服务领域的产业链条延伸，可以更好地为公司客户提供一条龙式服务，有利于提升公司医药研发外包服务的综合能力和整体竞争力；同时公司日前已与太仓市第一人民医院正式签署合作协议，携手共建太仓转化医学临床研究中心，“昭衍医药”的建立进一步加速和保障了未来临床一期业务的顺利开展，培育新的利润增长点。
- ◆ **海外业务方面：**2018年8月29日发布公告，对全资子公司“昭衍加州”增资3000万美元至4000万美元，目前“昭衍加州”主要负责公司国际事务、企业国际化宣传和推广和向国外客户提供新药注册和技术咨询、技术服务，增资后有望进一步扩大“昭衍加州”业务规模，快速拓展公司海外业务，培育新的利润增长点。

#### 4、公司逻辑再梳理，长短期逻辑兼备的优质临床前CRO标的

**基本面角度：**短期来看，公司2017年收入体量3亿，目前待执行订单约8.5亿，新增订单快速增加，此前1.8万平产能基本达满，随着2018年底1.3万平新增产能投产，**未来两年业绩高增长爆发性强**；长期来看，公司主营业务护城河牢固，市场稀缺性明显，同时昭衍（梧州）新药评价中心项目的建设将为公司后续产能提供坚实保障，**业绩高增长可持续性强**；战略层面，公司持续深耕主营临床前评价业务的同时，将逐步开始药物警戒业务、临床一期业务、实验动物业务等新业务的战略布局，**未来有望提供新的业绩增长点！**

**估值角度：**对标国外龙头Charles River，公司成长空间巨大，有理由长期保持40%以上增速，叠加CRO行业极高景气度，保守给予45倍估值，对应2020年市值亦可达到110亿左右，相较当前市值，两年空间在80%以上，投资价值显著！

### 结论：

我们预计公司2018-2020年净利润为1.1亿元、1.7亿元、2.4亿元，同比增长45.1%、52.5%、42.4%，对应PE 51.5x、33.8x、23.7x。公司为A股优质临床前CRO标的，安评领域绝对龙头，我们认为未来在国内创新大浪潮、新安评产能释放带来长期供给不足的行业迅速扩容、公司龙头优势抢占更多市场份额等三大因素的催化下，公司业绩有望保持长期高增长，同时未来新增业务快速拓展，有望贡献新的利润增长点。2020年保守给予45倍估值，对应市值亦可达到110亿左右，相较当前市值，两年增长空间在80%以上，投资价值显著，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

产能扩张不及预期；医药政策不利变动；业务拓展不及预期；行业竞争加剧等。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	241	597	848	1161	1599	<b>营业收入</b>	242	301	419	590	830
货币资金	133	405	655	915	1273	<b>营业成本</b>	120	132	172	228	317
应收账款	17	26	37	52	73	营业税金及附加	2	3	4	6	8
其他应收款	1	1	1	1	2	营业费用	4	6	7	10	14
预付款项	7	5	2	-1	-6	管理费用	62	77	104	143	201
存货	64	92	120	160	222	财务费用	-1	-1	-1	-1	-1
其他流动资产	17	65	28	28	28	资产减值损失	0.66	1.58	0.40	0.40	0.40
<b>非流动资产合计</b>	356	343	325	304	281	公允价值变动收益	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.09	1.86	2.20	2.50	2.75
固定资产	238	228	214	212	229	<b>营业利润</b>	54	94	135	206	293
无形资产	42	43	39	34	30	营业外收入	7.84	0.57	0.50	0.50	0.50
其他非流动资产	2	9	9	9	9	营业外支出	0.38	1.33	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	597	941	1172	1465	1880	<b>利润总额</b>	61	93	135	206	294
<b>流动负债合计</b>	252	311	399	522	697	所得税	9	17	24	37	53
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	52	76	111	169	241
应付账款	19	13	17	22	31	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	206	267	351	469	635	归属母公司净利润	52	76	111	169	241
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	121	161	152	225	315
<b>非流动负债合计</b>	85	72	71	71	71	<b>EPS (元)</b>	0.84	1.12	0.96	1.47	2.09
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	337	383	470	593	768	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	17.04%	24.60%	39.17%	40.64%	40.76%
实收资本(或股本)	61	82	115	115	115	营业利润增长	13.95%	75.88%	43.08%	52.73%	42.50%
资本公积	60	261	261	261	261	归属于母公司净利润	5.12%	47.89%	45.07%	52.54%	42.39%
未分配利润	129	203	296	438	640	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	260	557	702	871	1112	毛利率(%)	50.46%	56.27%	58.99%	61.29%	61.85%
<b>负债和所有者权</b>	597	941	1172	1465	1880	净利率(%)	21.38%	25.37%	26.45%	28.69%	29.02%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	19.89%	13.71%	15.80%	19.42%	21.66%	
<b>经营活动现金流</b>	119	120	213	257	354	<b>偿债能力</b>					
净利润	52	76	111	169	241	资产负债率(%)	56%	41%	40%	41%	41%
折旧摊销	68	68	0	21	23	流动比率	0.96	1.92	2.12	2.22	2.29
财务费用	-1	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.70	1.62	1.82	1.92	1.98
应付账款的变化	0	0	-10	-15	-21	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	84	118	166	总资产周转率	0.45	0.39	0.40	0.45	0.50
<b>投资活动现金流</b>	-52	-224	3	2	2	应收账款周转率	14	14	13	13	13
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	16.25	18.60	28.36	30.44	31.47
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	2	2	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.84	1.12	0.96	1.47	2.09
<b>筹资活动现金流</b>	2	227	34	1	1	每股净现金流(最新)	1.12	1.51	2.18	2.26	3.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.24	6.81	6.11	7.58	9.67
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	21	33	0	0	P/E	59.17	44.38	51.53	33.78	23.73
资本公积增加	0	201	0	0	0	P/B	11.73	7.29	8.14	6.56	5.14
<b>现金净增加额</b>	69	123	251	260	357	EV/EBITDA	24.14	22.76	33.23	21.32	14.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 研究助理简介

### 缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。