

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50588666-8045

中报业绩符合预期, 未来两年增长无忧

——昭衍新药 (603127) 中报点评

证券研究报告-中报点评

增持 (首次)

市场数据 (2018-08-30)

发布日期: 2018年08月31日

收盘价(元)	49.69
一年内最高/最低(元)	89.67/26.37
沪深300指数	3351.09
市净率(倍)	10.25
流通市值(亿元)	27.73

基础数据 (2018-6-30)

每股净资产(元)	4.87
每股经营现金流(元)	0.50
毛利率(%)	51.32
净资产收益率-摊薄(%)	4.01
资产负债率(%)	44.52
总股本/流通股(万股)	11499.46/2870
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现


资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告
联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

公司发布 2018 年中报, 上半年公司实现营业收入 1.35 亿元, 同比增长 42.21%; 归属于上市公司股东的净利润 2243.97 万元, 同比增长 84.17%; 扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为 1529.51 万元, 同比增长 82.32%; 基本每股收益 0.20 元。同时, 公司预计前三季度归母净利润为 3.26 亿元—3.75 亿元, 同比增长 0-15%。

点评:

- **公司是临床前系统性安全评价领域的龙头企业。** 主营业务为药物临床前研究服务与实验动物的繁殖和销售, 其中药物临床前研究服务是公司的核心业务。公司是国内专业从事药物临床前评价的 GLP 实验室之一, 拥有北京和苏州两个 GLP 实验室, 建立了系统的药物临床前评价技术平台和 GLP 质量管理体系, 通过了国内以及多个国家, 包括轨迹机构的 GLP 认证和检查, 无论设施面积, 评价品种还是专业性, 公司都位居细分子行业领先水平。
- **中报业绩基本符合预期。** 上半年公司净利润增长超过 80%, 根据公司历年业绩分布, 放量主要集中在下半年, 今年也将复制历史情况, 三四季度贡献全年的大部分业绩。中报显示公司在研专题较上年同期增长 120%。下半年公司产品毛利率会提升, 主要是报价提升, 但成本固定摊销部分不变所带来的。目前公司动物房满负荷运营。
- **产能扩张助力高效率完成在手订单, 未来两年业绩可期。** 目前公司客户主要分布在国内, 主要分为两类, 一类是恒瑞等大型医药企业, 一类为初创型研发企业, 两类客户在公司业务占比基本各半, 公司目前在手订单约为 8.5 亿, 大部分将在明后年确认收入, 预计 2019 年年底将确认 3 个亿左右的新增收入。考虑到之前公司的业绩增长主要受到产能的制约, 未来公司产能的扩张将助力在手订单的高效率完成, 目前公司在北京地区有 5000 平实验基地, 太仓地区有两个 5400 平实验基地, 新增 2000 平已经投产, 合计约 18000 平, 还有在建 13000 平(太仓), 2018 年底 2019 年初将投产, 新动物房投入时候用后, 产能将新增 70%左右, 产能扩张将助力公司高效率完成在手订单, 同时增加订单的承接能力。
- **未来公司继续完善上下游产业链布局, 一期临床业务将稳步推进。** 公司上游为试验动物, 包括小型啮齿类动物, 主要是小白鼠以及大型灵长类动物黑猩猩等, 为了增强对上游试验动物的掌控能力, 公司目前正在与国家啮齿类中心旗下公司寻求合作, 以增加小白鼠的多样化供应渠道, 另外广西猴厂正在建设中。下游方面, 公司将向下游一期临

床领域延伸，其优势在于可以将动物实验经验和数据无缝对接到一期临床实验方案设计，有利于提升效率，缩短材料申报进程。目前公司与其控股的大仓市人民医院深度合作，进行了软件和硬件领域的投入，并且聘请了霍普金斯大学教授为首的临床团队进行一期临床业务拓展，如成功，未来将拓展到其他医院中去，仅公司目前拥有的 100 多个全新化合物未来的一期临床市场规模将达到 10 亿元。

- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.78 元和 1.14 元，按照 2018 年 8 月 30 日收盘价 49.69 元/股计算，相应 PE 为 63.7 倍、43.6 倍。目前公司估值水平较高，但考虑到未来两年的增长较为确定，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**订单确认进度以及新订单取得情况存在一定的不确定性。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	241.8	301.3	415.8	607.0	886.2
增长比率	17.0%	24.6%	38.0%	46.0%	46.0%
净利润(百万元)	51.7	76.4	89.1	131.0	197.9
增长比率	5.1%	47.9%	16.6%	47.0%	51.1%
每股收益(元)	0.45	0.66	0.78	1.14	1.72
市盈率(倍)	110.4	75.3	63.7	43.6	28.9

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	241.8	301.3	415.8	607.0	886.2	成长性					
减: 营业成本	119.8	131.8	170.5	242.8	336.8	营业收入增长率	17.0%	24.6%	38.0%	46.0%	46.0%
营业税费	2.1	3.2	4.2	6.1	8.9	营业利润增长率	14.0%	75.9%	18.3%	47.0%	51.1%
销售费用	4.4	5.8	8.3	12.1	17.7	净利润增长率	5.1%	47.9%	16.6%	47.0%	51.1%
管理费用	62.1	77.4	124.7	188.2	283.6	EBITDA 增长率	11.4%	38.1%	23.6%	37.0%	43.7%
财务费用	-0.9	-0.9	-3.7	-5.9	-8.1	EBIT 增长率	10.4%	59.4%	28.3%	46.5%	51.6%
资产减值损失	0.7	1.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	9.7%	71.0%	13.0%	46.5%	51.6%
加: 公允价值变动收益	-	0.5	-0.3	0.1	0.1	投资资本增长率	-12.2%	18.6%	-146.6%	451.2%	46.4%
投资和汇兑收益	-0.1	1.9	-	-	-	净资产增长率	24.9%	114.4%	17.2%	14.0%	18.6%
营业利润	53.5	94.2	111.4	163.7	247.4	利润率					
加: 营业外净收支	7.5	-0.8	-	-	-	毛利率	50.5%	56.3%	59.0%	60.0%	62.0%
利润总额	61.0	93.4	111.4	163.7	247.4	营业利润率	22.1%	31.3%	26.8%	27.0%	27.9%
减: 所得税	9.3	17.0	22.3	32.7	49.5	净利润率	21.4%	25.4%	21.4%	21.6%	22.3%
净利润	51.7	76.4	89.1	131.0	197.9	EBITDA/营业收入	33.0%	36.6%	32.7%	30.7%	30.3%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	21.8%	27.9%	25.9%	26.0%	27.0%
货币资金	132.7	404.6	693.5	1,058.2	1,350.6	运营效率					
交易性金融资产	-	0.5	0.2	0.2	0.3	固定资产周转天数	330	279	192	121	71
应收帐款	17.9	27.1	40.3	51.9	85.1	流动营业资本周转天数	-185	-157	-166	-225	-223
应收票据	1.9	3.0	0.3	6.2	4.2	流动资产周转天数	291	501	621	603	570
预付帐款	7.1	5.0	13.9	15.7	29.2	应收帐款周转天数	26	27	29	27	28
存货	64.4	92.2	57.8	27.2	94.4	存货周转天数	86	94	65	25	25
其他流动资产	17.1	65.0	31.5	37.9	44.8	总资产周转天数	803	919	901	770	666
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	174	143	30	-116	-166
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	-	-	-	-	ROE	19.9%	13.7%	13.6%	17.6%	22.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.7%	8.1%	7.8%	9.0%	10.9%
固定资产	238.2	228.2	216.3	191.0	158.7	ROIC	35.9%	69.9%	66.6%	-209.4%	-57.6%
在建工程	57.1	49.2	22.4	4.0	-12.4	费用率					
无形资产	42.3	42.9	43.9	45.3	47.0	销售费用率	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	18.3	23.2	20.6	19.7	20.2	管理费用率	25.7%	25.7%	30.0%	31.0%	32.0%
资产总额	597.1	940.9	1,140.7	1,457.3	1,822.0	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.9%	-1.0%	-0.9%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	27.1%	27.3%	31.1%	32.0%	33.1%
应付帐款	19.9	13.2	30.8	31.3	54.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	56.4%	40.7%	42.7%	48.8%	51.5%
其他流动负债	232.3	298.2	376.3	601.7	806.5	负债权益比	129.5%	68.7%	74.4%	95.5%	106.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.96	1.92	2.06	1.89	1.87
其他非流动负债	84.7	71.7	79.6	78.7	76.7	速动比率	0.70	1.62	1.92	1.85	1.76
负债总额	336.9	383.1	486.8	711.7	937.8	利息保障倍数	-60.47	-89.11	-29.31	-26.92	-29.68
少数股东权益	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	分红指标					
股本	61.3	81.8	115.0	115.0	115.0	DPS(元)	-	0.21	0.23	0.34	0.52
留存收益	198.3	476.2	538.6	630.3	768.8	分红比率	0.0%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	260.2	557.8	653.9	745.6	884.2	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	51.7	76.4	89.1	131.0	197.9	EPS(元)	0.45	0.66	0.78	1.14	1.72
加: 折旧和摊销	27.5	26.8	28.4	28.7	28.8	BVPS(元)	2.26	4.85	5.68	6.48	7.69
资产减值准备	0.7	1.6	-	-	-	PE(X)	110.5	74.7	64.1	43.6	28.9
公允价值变动损失	-	-0.5	-0.3	0.1	0.1	PB(X)	22.0	10.3	8.7	7.7	6.5
财务费用	-0.5	0.8	-3.7	-5.9	-8.1	P/FCF	85.4	101.8	20.5	14.2	16.2
投资收益	0.1	-1.9	-	-	-	P/S	23.6	19.0	13.7	9.4	6.4
少数股东损益	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	36.3	33.0	36.7	24.8	16.2
营运资金的变动	51.5	-37.2	154.7	230.8	106.9	CAGR(%)	36.3%	37.3%	21.9%	36.3%	37.3%
经营活动产生现金流量	118.8	120.0	268.2	384.7	325.6	PEG	3.0	2.0	2.9	1.2	0.8
投资活动产生现金流量	-52.4	-223.7	10.0	13.4	18.1	ROIC/WACC	3.4	6.7	6.3	-19.9	-5.5
融资活动产生现金流量	2.3	227.1	10.7	-33.4	-51.3	REP	7.8	4.2	-13.1	0.7	1.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。