东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩略超预期，全年高增长趋势稳健

——昭衍新药（603127）三季报点评

2018 年 10 月 30 日

强烈推荐/维持

昭衍新药 | 财报点评

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 年三季报，前三季度实现收入 2.44 亿元，同比增长 43.58%，归母净利润 5722 万元，同比增长 65.10%；扣非归母净利润 4344 万元，同比增长 52.38%。

Q3 单季，实现收入 1.09 亿元，同比增长 45.32%，归母净利润 3478 万元，同比增长 54.76%；扣非归母净利润 2814 万元，同比增长 39.86%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	18.93	76.08	74.76	131.51	51.63	83.49	108.64
增长率（%）	-	-	-	5.87%	172.69%	9.74%	45.32%
毛利率（%）	47.88%	55.10%	60.29%	55.86%	54.77%	49.19%	55.75%
期间费用率（%）	97.79%	27.19%	26.84%	17.46%	40.17%	31.01%	7.24%
营业利润率（%）	-46.74%	28.83%	35.34%	41.58%	20.11%	20.29%	37.72%
净利润（百万元）	-6.92	19.10	22.47	41.79	8.77	13.67	34.76
增长率（%）	-	-	-	05.19%	-226.79%	-28.44%	54.65%
每股盈利（季度，元）	-0.11	0.31	0.27	0.51	0.11	0.12	0.30
资产负债率（%）	-	56.86%	42.42%	40.72%	44.58%	44.52%	45.50%
净资产收益率（%）	-	7.02%	4.35%	7.49%	1.62%	2.44%	5.81%
总资产收益率（%）	-	3.03%	2.51%	4.44%	0.90%	1.35%	3.16%

观点：

1、业绩略超预期，全年高增长趋势稳健

2018前三季度分别实现收入，归母净利润和扣非净利润为2.44亿元，5722万元，4344万元；同比增速分别为43.58%，65.10%，52.38%；Q3单季分别实现收入、归母净利润和扣非归母净利润为1.09亿元，3478万元，2814万元，同比增速分别为45.32%，54.76%，39.86%；**收入业绩快速增长，略超预期。**

- **我们认为主要贡献来自于公司主营业务临床前评价的顺利开展**，公司作为安评龙头企业，在CRO行业的

高景气度下新增订单接连不断，在手订单在已有产能的充分利用下，通过员工加时高效执行，得以快速顺利开展，支撑业绩快速增长。

- **报告期内，公司已完成订单与在手订单继续快速增长，**截至目前，1）已完成专题1090个（北京昭衍475个，苏州昭衍615个），同比增长超过20%；2）在研课题1170个，预计在执行订单约9亿元，相比年中8.5亿元持续滚动提升，远高于收入体量；3）报告期内预收款项实现3.60亿元，相比期初增长35.29%。**充足的在手订单与稳定增长的预收款项，为后期业绩提供了坚实的前提保障。**

财务指标情况：

2018前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.74%、21.85%、-1.23%，较去年同期分别-0.55pp、+0.21pp、-0.94pp。其中，管理费用率略有升高，受人才队伍快速扩建过程中人力成本提高影响，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。

2018前三季度经营性活动现金净流量实现1.21亿元，同比增加76.78%，绝对水平与相对增长水平均显著高于利润端，公司整体经营水平极为优秀。

2、新增产能逐步投产，临床前评价持续深耕

公司多年来持续深耕药物临床前研究服务，目前产能几乎达满，新增产能快速扩增，人员储备同步扩增，持续推动充足的在手订单与新增订单的顺利开展。

- **国内方面，**预计北京昭衍方面700平米的动物房改造和苏州昭衍方面1.3万平米的动物房新增产能将于今年年底完成投产使用（其中苏州昭衍已有2700平米产能在今年6月底投入使用），进一步加快公司订单执行进度，加速释放已有充足订单，增厚公司业绩。

- **国外方面，**报告期内，公司对全资子公司“昭衍加州”增资3000万美元至4000万美元，进一步扩大“昭衍加州”业务规模，旧金山方面已有的6000平米产能有望逐步投入使用，为昭衍后续快速拓展公司海外业务提供支撑。

- **基于长期发展的战略考量，公司进一步加大食蟹猴饲养力度，**在广西梧州建立昭衍（梧州）新药评价中心项目，相关负责人团队驻扎当地，预计明年猴舍及相关配套设施的陆续完工，将为后续公司临床前评价项目顺利开展提供保障。

- **人员方面，**公司不断加强人才引进，人员规模稳定增长，截至目前800人左右（绝大多数为直接业务人员），预计2018全年新增120人左右，充分匹配产能需求，规模化的人才队伍将有力保证在手订单的顺利执行。

3、新业务布局快速推进，培育新的业绩增长点

深耕临床前药物评价业务的同时，公司为满足持续发展需求，进一步加强整体竞争力，不断加速药物警戒、一期临床试验、非药安评等新业务的布局，培育未来新的利润增长点。

- **药物警戒方面：**投资设立子公司“昭衍鸣讯”，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。目前已配备相关负责人，打造10余人成熟团队，着手提供数据库服务、各类报告撰写、培训等业务，已与3家医院达成合作，10家医院洽谈中，累计接触客户约20家，反响良好。

- **临床试验方面：**设立全资子公司“昭衍医药”，进一步推进临床前服务到临床服务的产业链条延伸，提升医药研发外包服务的综合能力和整体竞争力。目前已与太仓、通化共计两家医院签订协议，建立临床研究中心（昭衍完全控制），同时与其他四家医院战略合作，可以满足临床试验安排需求；相关负责团队同步建设过程中，预计年底可以逐步开展业务。未来临床一期业务的顺利开展，培育新的利润增长点。
- **非药安全性评价方面：**公司已于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，未来会向农药、兽药、化妆品等方面扩展，随着兽药农药行业内的监管加强，非药安评领域业务量也会逐步增强。

4、公司逻辑再梳理，长短期逻辑兼备的优质临床前CRO标的

短期来看，公司2017年收入体量3亿，在执行订单约9亿，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，**公司在药物临床前评价领域经验丰富（尤其是生物药评价、眼科等高难度试验方面优势突出），龙头优势明显，市场稀缺性强，**业绩高增长可持续性强；战略层面，**公司持续深耕国内药物临床前评价业务的同时，加大海外安评业务布局，药物警戒、一期临床试验等新业务布局推进顺利，**有望提供新的业绩增长点！**

估值角度：对标国外龙头Charles River，公司仍存巨大成长空间，有望持续保持40%以上增速，叠加CRO行业极高景气度，**保守给予40倍估值，对应2020年市值亦可超过90亿元，相较当前45亿左右市值，两年空间翻倍，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 40x、27x、19x。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，主营业绩有望保持长期高增长，同时新增业务的快速拓展，有望逐步贡献新的利润增长点。**2020 年保守给予 40 倍估值，对应市值亦可超过 90 亿元，相较当前 45 亿左右市值，两年空间翻倍，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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
单位:百万元					
流动资产合计	241	597	848	1161	1599
货币资金	133	405	655	915	1273
应收账款	17	26	37	52	73
其他应收款	1	1	1	1	2
预付款项	7	5	2	-1	-6
存货	64	92	120	160	222
其他流动资产	17	65	28	28	28
非流动资产合计	356	343	325	304	281
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	238	228	214	212	229
无形资产	42	43	39	34	30
其他非流动资产	2	9	9	9	9
资产总计	597	941	1172	1465	1880
流动负债合计	252	311	399	522	697
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	19	13	17	22	31
预收款项	206	267	351	469	635
一年内到期的非流	0	0	0	0	0
非流动负债合计	85	72	71	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	337	383	470	593	768
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本(或股本)	61	82	115	115	115
资本公积	60	261	261	261	261
未分配利润	129	203	296	438	640
归属母公司股东权	260	557	702	871	1112
负债和所有者权	597	941	1172	1465	1880

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
单位:百万元					
经营活动现金流	119	120	213	257	354
净利润	52	76	111	169	241
折旧摊销	68	68	0	21	23
财务费用	-1	-1	-1	-1	-1
应付帐款的变化	0	0	-10	-15	-21
预收帐款的变化	0	0	84	118	166
投资活动现金流	-52	-224	3	2	2
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	3	3
筹资活动现金流	2	227	34	1	1
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	21	33	0	0
资本公积增加	0	201	0	0	0
现金净增加额	69	123	251	260	357

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
单位:百万元					
营业收入	242	301	419	590	830
营业成本	120	132	172	228	317
营业税金及附加	2	3	4	6	8
营业费用	4	6	7	10	14
管理费用	62	77	104	143	201
财务费用	-1	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0.66	1.58	0.40	0.40	0.40
公允价值变动收益	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.09	1.86	2.20	2.50	2.75
营业利润	54	94	135	206	293
营业外收入	7.84	0.57	0.50	0.50	0.50
营业外支出	0.38	1.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	61	93	135	206	294
所得税	9	17	24	37	53
净利润	52	76	111	169	241
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	76	111	169	241
EBITDA	121	161	152	225	315
EPS（元）	0.84	1.12	0.96	1.47	2.09

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入增长	17.04%	24.60%	39.17%	40.64%	40.76%
营业利润增长	13.95%	75.88%	43.08%	52.73%	42.50%
归属于母公司净利润	5.12%	47.89%	45.07%	52.54%	42.39%
获利能力					
毛利率(%)	50.46%	56.27%	58.99%	61.29%	61.85%
净利率(%)	21.38%	25.37%	26.45%	28.69%	29.02%
总资产净利润（%）		8.66%	8.13%	9.46%	11.55%
ROE(%)	19.89%	13.71%	15.80%	19.42%	21.66%
偿债能力					
资产负债率(%)	56%	41%	40%	41%	41%
流动比率	0.96	1.92	2.12	2.22	2.29
速动比率	0.70	1.62	1.82	1.92	1.98
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.39	0.40	0.45	0.50
应收账款周转率	14	14	13	13	13
应付账款周转率	16.25	18.60	28.36	30.44	31.47
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.12	0.96	1.47	2.09
每股净现金流(最新	1.12	1.51	2.18	2.26	3.11
每股净资产(最新摊	4.24	6.81	6.11	7.58	9.67
估值比率					
P/E	46.43	34.82	40.44	26.51	18.62
P/B	9.20	5.72	6.39	5.15	4.03
EV/EBITDA	18.71	17.32	25.15	15.85	10.21

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。