

业绩保持高速增长，未来高成长性确定

——昭衍新药（603127）三季度跟踪

昭衍新药（603127.SH）

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件：

公司发布2018年三季度报告。2018年前三季度实现营收2.44亿元，同比增长43.58%；归母净利润5722.25万元，同比增长65.10%；扣非归母净利润4344.00万元，同比增长52.38%；实现EPS 0.50元。

其中，2018年第三季度实现营收1.09亿元，同比增长45.32%；归母净利润3478.28万元，同比增长54.76%；扣非归母净利润2814.50万元，同比增长39.90%；实现EPS 0.30元。

费用方面，销售费用423.02万元，同比增长8.87%；管理费用5327.33万元，同比增长45.01%，主要系人力成本增加所致；财务费用-301.00万元，同比增长628.62%，主要系应收利息增加及汇兑损益所致。研发费用1818.86万元，同比降低4.57%；预收账款3.61亿元，同比增长35.29%，主要系报告期内签订合同预售客户款增加所致；经营性现金流净额1.22亿元，同比增长76.78%，主要系业务增长收款增加所致；投资收益596.60万元，主要系理财产品投资收益增加所致。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩保持高速增长，期间费用控制良好

公司业绩保持高速增长，Q3同环比全面提升。前三季度收入2.44亿元（+43.58%），归母净利5722.25万元（+65.10%），扣非归母净利4344.00万元（+52.38%）。其中，Q3单季度收入1.09亿元（同比+45.32%，环比+30.12%），归母净利3478.28万元（同比+54.76%，环比+154.47%），扣非归母净利2814.50万元（同比+39.90%，环比+189.69%）。整体来看，公司业绩保持高速增长，Q3同环比全面提升。利润端增速高于收入端增速，我们认为原因主要系（1）期间费用率明显降低（18年前三季度期间费用率为29.82%，去年同期为34.92%）；（2）投资收益提高（18年前三季度投资收益596.60万元，去年同期为-8190.69元）。

期间费用率明显降低，Q3单季度毛利率同比下滑环比上升。前三季度期间费用率29.82%（-5.10pp），销售费用率1.74%（-0.56pp），管理费用率29.32%（-3.55pp），财务费用率-0.24%（-0.99pp）。公司运营效率提升，期间费用率明显降低。细分来看，销售费用423.02万元，同比增长8.87%；管理费用5327.33万元，同比增长45.01%，主要系

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

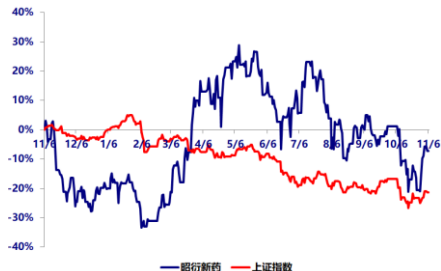
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-11-05

A股收盘价(元)	45.70
A股一年内最高价(元)	63.82
A股一年内最低价(元)	31.69
上证指数	2665.43
市盈率-TTM	53.08
总股本(万股)	11499.46
实际流通A股(万股)	5580.95
限售的流通A股(万股)	5918.51
流通A股市值(亿元)	25.50

相对上证指数表现图



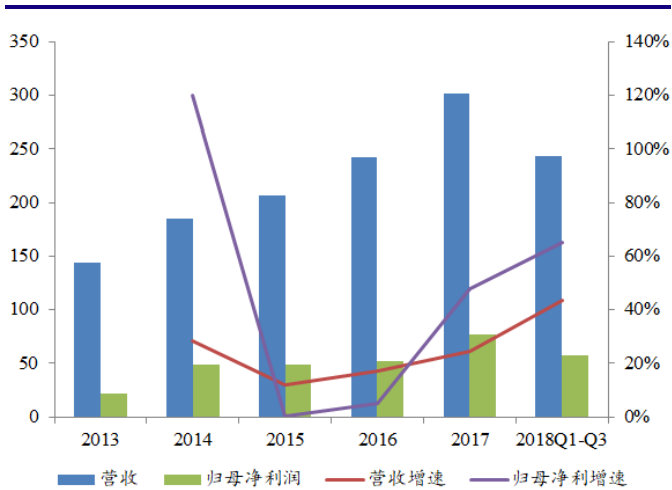
资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2018-09-07 昭衍新药半年报深度跟踪：业绩保持高速增长，看好长期发展前景

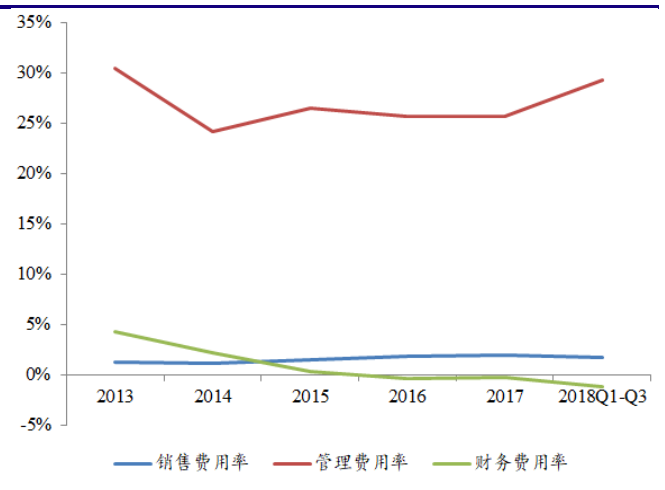
人力成本增加所致；财务费用-301.00 万元，同比增长 628.62%，主要系应收利息增加及汇兑损益所致。毛利率方面，前三季度毛利率 53.29%，较去年同期下滑了 3.29pp，其中 Q3 单季度毛利率 55.75%，同比下滑 4.55pp，环比上升 6.56pp。此外，预收账款 3.61 亿元，同比增长 35.29%，经营性现金流净额 1.22 亿元，同比增长 76.78%，公司项目款收款情况良好。

图 1：公司收入与归母净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

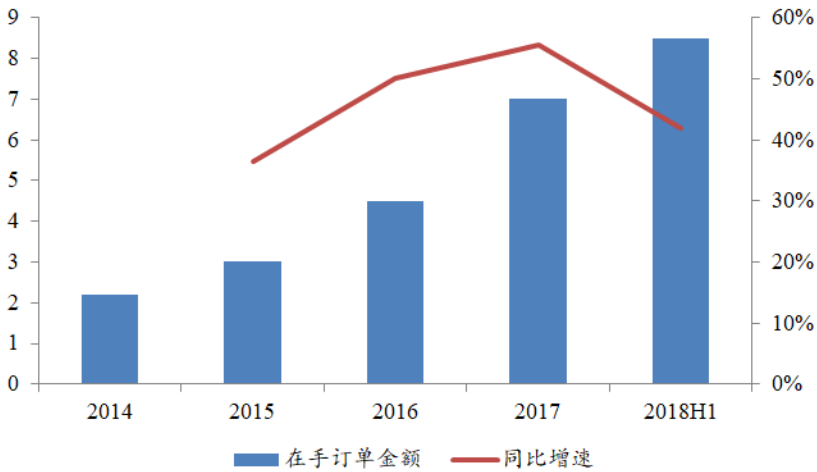
(注：按历年管理费用率可比口径，2018 前三季度管理费用率= (管理费用+研发费用)/营业收入)

(二) 在手订单充足，新产能陆续释放，确保业绩持续增长

公司作为国内临床前研发外包龙头，在手订单充足，新产能陆续释放，确保业绩持续增长。

(1) 在手订单充足

公司在手订单充足，后期业绩得到保障。截止 2018H1，公司在手订单量约为 8.5 亿，相较去年同期增加约 42%。充足的在手订单为公司未来经营业绩提供了有效保障。

图 3：公司在手订单金额与同比增速


资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院

(2) 国际化行业资质优势

公司具备全面的国际化行业资质。公司是国内唯一拥有两个 GLP 机构（北京昭衍、苏州昭衍）的专业化临床前 CRO 企业，也是中国首家通过美国 FDA GLP 检查，并且是唯一同时具有国际 AAALAC（动物福利）认证、中国 CFDA GLP 认证、欧盟 OECD GLP 认证以及韩国 MFDS GLP 认证资质的专业新药临床前安全性评价机构。所提供的试验报告可同时被美国、中国、澳洲、韩国以及欧盟组织成员国等多个国家的食品药品监管部门认可。此外，公司于 2018 年 7 月通过 CNAS 认证检查，在生物制品、中药、化药和兽药方面的评价能力与质量管理体系得到进一步提升。**我们认为，GLP 实验室的建立与完善所需成本较高，公司拥有全面的 GLP 资质认证，筑起了牢固的资质壁垒，凭借全面的国际化行业资质优势，有助于公司承接更多客户合同，获得更大发展空间。**

(3) 人才队伍优势

技术团队不断壮大，技术经验日益精进。一方面公司持续加强人才引进，人员规模稳定增长，初步形成了规模化的人才队伍，可以同时开展数以百计的试验。截至到报告期末，公司员工总数超过 800 人，其中项目负责人（SD）超过 80 人，专业技术人才约占总员工人数的 60%，本科以上学历员工数量占比过半。另一方面公司持续开展业务培训以丰富团队的业务经验和技能能力，经过长期业务经验的积累，公司建立了系统的毒理学（一般毒理学、安全毒理学）、药物代谢和生物分析以及常见疾病药理学的评价技术，并建立了一系列的创新服务能力，包括眼科药物的评价技术、心血管药理和安全药理评价技术、生物安全试验等。

(4) 设施设备优势

公司设施规模持续扩大，设备系统不断优化。设施建设方面，报告期内苏州昭衍新投入使用动物房近 3000 平方米（预计全年总体近 1.3 万平方米的产能扩展），同时北京实验室动物房正在改造之中。同时，北京实验室设施改造正在进行。截止到报告期末，合计设施规模约 7.5 万平方米，投入使用设施规模 5.26 万平方米，其中动物饲养管理设施规模 3.56 万平方米，功能实验室与办公设施规模 1.7 万平方米。**设备建设方面**，报告期内加大生物分析、眼科、呼吸与心血管药理等领域的设备投入，同时购买大批动物饲养

设备，大大提高动物收容量。截止到报告期末，公司配备精良设备系统 600 多台，满足临检、分析、病理及细胞生物学等各类指标检测的要求。同时，公司建立先进的实验室信息化管理（LIMS）系统，一方面保证 GLP 依从性，另一方面使安评工作由科学研究性质转变为工业化生产流程，大幅提高效率。我们认为，公司设施规模持续扩大，设备系统不断优化，为业务顺利开展提供了坚实的硬件保障。

（5）业务经验优势

公司业务经验丰富，具备较强竞争优势。主要表现在：**a）研究评价的药物种类丰富。**公司服务完成的药品评价数量占全国总申报数量的 20-30%，其中生物制品的占比份额超过 50%。**b）创新药评价经验丰富。**已开展超过 100 余个重大新药创制和其他国家计划支持的创新药项目，对于细胞治疗（包括 CAR-T）、基因治疗等复杂药物的评价也积累了丰富的经验。**c）给药途径丰富、实验动物种类广泛。**除了系统给药以外，公司建立如眼部给药、吸入途径给药等给药技术，以满足创新药评价的需求。**d）国际注册经验丰富。**截止到报告期内，公司已按国际标准完成 200 余药物的系统评价工作以支持国际注册，这些药物目前已经进入或即将在国外进入临床试验。我们认为，公司 GLP 管理和临床前安评经验丰富，有助于把握评价要点，提高业务效率。

（三）积极拓展业务领域，看好长期可持续发展

公司通过多种方式积极拓展业务领域，增强整体竞争力，助力未来长期可持续发展。报告期内，公司拓展业务进展主要包括：（1）投资设立子公司，培育新的利润增长点；（2）增资海外子公司，扩展境外业务；（3）与巨头企业战略合作，实现业务协同和优势互补。具体进展见表 1 所示。我们认为，公司投资设立昭衍梧州一方面有助于进一步提高药理毒理学临床前研究评价服务能力，另一方面建设猴舍新基地，有利于缩减外购大型实验动物成本；投资设立昭衍医药和昭衍鸣讯，将服务领域拓展到临床服务与药物警戒，培育新的利润增长点；增资昭衍加州，利于公司拓展境外业务，扩大公司业务规模；与凯莱英合作，一方面有利于实现业务协同和优势互补，为双方客户提供新药开发一站式服务；另一方面，通过客户资源共享，有利于公司开拓新的客户资源，尤其是海外客户，有望开拓国际化发展路径。

表 1：报告期内公司投资/增资子公司与对外战略合作情况

项目类型	对象	项目内容	我们的理解	时间
对外投资	昭衍梧州	拟与广西梧州高新区管委会合作投资昭衍（梧州）新药评价中心项目，发展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。发展首期投资约为 2 亿元。	一方面建设药理毒理学为主的新药临床前研究评价服务平台，有助于进一步提高药理毒理学临床前研究评价服务能力，开拓华南地区业务；另一方面建设猴舍新基地，有利于缩减外购大型实验动物成本，同时为在手订单的完成提供了非人灵长类实验动物数量和质量上的保障。从长期来看，投资建设昭衍（梧州）新药评价中心项目有利于扩大公司在华南地区的影响力，增强公司临床前研发外包竞争力。	2018.8.29

昭衍医药	投资 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。	开展临床医学研究服务,有利于公司从临床前服务领域拓展到临床服务领域,可以为客户提供更全面的服务,提升公司医药研发外包服务的综合能力和整体竞争力,培育新的利润增长点。	2018.8.8
昭衍鸣讯	出资 1820 万元(占比 91%)联合其他投资者共同投资设立子公司昭衍鸣讯,注册资本 2000 万元,主要从事药物警戒服务。	进入药物警戒服务领域,有助于拓展公司业务领域,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,提升公司综合服务能力和整体竞争力,培育公司新的利润增长点。	2018.7.31
增资	昭衍加州 拟对全资子公司昭衍加州增资 3000 万美元,主要业务负责联络国际事务、国际化宣传推广以及向国外客户提供新药注册和技术咨询技术服务等。	美国临床前动物实验需求旺盛,增资昭衍加州有利于公司拓展境外业务,扩大公司业务规模。	2018.8.29
合作	凯莱英医药集团 签署《战略合作框架协议》,计划就药物发现、临床前实验、临床试验、药品注册、规模化生产等方面开展深入合作。	一方面有利于发挥双方在各自擅长领域的优势,实现业务协同和优势互补,为双方客户提供新药开发一站式服务;另一方面,通过客户资源共享,有利于公司开拓新的客户资源,尤其是海外客户,有望开拓国际化发展路径。	2018.6.5

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

3. 投资建议

公司三季报业绩保持高速增长，在手订单量充足，我们看好其业绩保持长期持续增长。公司是国内医药外包临床前安全性评价领域绝对龙头企业，是国内唯一拥有两个 GLP 机构的专业化临床前 CRO 企业。一方面，公司行业资质优势明显，人才队伍不断扩大，设施规模国内领先，业务经验丰富，在手订单充足。另一方面，通过投资设立/增资子公司与对外战略合作的方式，公司积极拓展业务领域，开拓潜在客户，培育新的利润增长点，增厚整体实力。此外，医药外包行业景气度高，市场需求不断扩大。我们看好公司作为临床前安评外包龙头保持高速增长，预测 2018-2020 年归母净利润为 1.05/1.47/2.08 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.28/1.81 元，对应 PE 为 50/36/25 倍。

4. 风险提示

行业竞争加剧风险；核心技术人员流失风险；产能扩张不及预期。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	206.61	241.81	301.28	411.14	576.56	810.03
营业收入增长率	11.79%	17.04%	24.60%	36.46%	40.23%	40.49%
归母净利润（百万元）	49.17	51.69	76.45	104.92	146.86	208.04
归母净利润增长率	0.36%	5.12%	47.89%	37.24%	39.97%	41.66%
EPS（元）	0.428	0.450	0.613	0.912	1.277	1.809
P/E	106.87	101.66	74.50	50.09	35.78	25.26
P/B	25.27	20.23	9.43	7.93	6.49	5.17
EV/EBITDA	33.81	31.45	31.47	19.40	13.86	9.23

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2：公司财务报表（百万元）

报表预测（百万元）						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	206.61	241.81	301.28	411.14	576.56	810.03
减：营业成本	100.13	119.79	131.76	178.43	244.07	333.83
营业税金及附加	0.63	2.14	3.19	4.35	6.10	8.57
营业费用	3.13	4.38	5.75	10.28	17.30	28.35
管理费用	54.67	62.06	77.42	103.61	149.90	214.66
财务费用	0.73	-0.87	-0.94	-8.96	-13.58	-20.14
资产减值损失	0.17	0.66	1.58	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.15	-0.09	1.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.99	53.55	84.90	123.43	172.77	244.75
加：其他非经营损益	10.69	7.46	-0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.68	61.01	84.14	123.43	172.77	244.75
减：所得税	8.51	9.32	13.60	18.52	25.92	36.71
净利润	49.17	51.69	70.54	104.92	146.86	208.04
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	49.17	51.69	70.54	104.92	146.86	208.04
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	-35.67	25.71	306.40	490.45	717.06	1072.93
应收和预付款项	22.30	26.94	35.11	54.33	70.41	103.82
存货	51.79	64.37	92.24	86.21	157.88	175.99
其他流动资产	12.38	17.12	65.03	65.03	65.03	65.03
长期股权投资	0.16	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	269.93	306.20	285.49	292.50	298.96	304.83
无形资产和开发支出	43.18	42.25	42.91	37.59	32.27	26.95
其他非流动资产	15.41	3.44	10.64	9.85	9.06	9.06
资产总计	379.48	486.11	837.82	1035.96	1350.67	1758.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	171.13	225.92	280.03	373.25	541.10	741.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	171.13	225.92	280.03	373.25	541.10	741.01
股本	61.30	61.30	81.80	81.80	81.80	81.80
资本公积	59.61	59.61	261.04	261.04	261.04	261.04
留存收益	87.08	138.92	214.59	319.51	466.37	674.41
归属母公司股东权益	208.00	259.83	557.44	662.36	809.21	1017.25
少数股东权益	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35

股东权益合计	208.35	260.18	557.79	662.71	809.56	1017.61
负债和股东权益合计	379.48	486.11	837.82	1035.96	1350.67	1758.62
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	105.88	118.14	120.84	229.17	272.51	401.18
投资性现金净流量	-44.52	-52.42	-223.67	-54.08	-59.49	-65.44
筹资性现金净流量	-49.51	2.33	227.13	8.96	13.58	20.14
现金流量净额	12.03	68.76	122.75	184.05	226.61	355.88

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，王晓琦，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn