



603127.SH

买入

市场价格：人民币 46.00

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	13.8	(5.2)	(4.5)	22.8
相对上证指数	38.4	(3.2)	5.2	46.2

发行股数(百万)	115
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	2,567
3个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	28
冯宇霞	

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2018年12月24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

医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.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

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

昭衍新药

行业确定性高，业绩持续高增长

预计18-20年净利润1.16亿、1.64亿、2.38亿，对应估值45X、31X、22X。公司作为药物安全评价领域龙头，业绩持续高增长，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩持续高增长，经营质量行业最优。**公司前三季度收入同比+43.58%，扣非归母净利润同比+52.38%，经营净现金流1.21亿(+76.78%，该指标持续性高于净利润)，公司预收款3.61亿(+35.29%)，我们推测公司在手订单在9亿左右，公司未来业绩高增长有保障。
- **业务布局逐渐拓宽，打破成长天花板。**市场认为公司主业药物安全评价市场空间限制了公司成长的天花板，我们认为可以从两个维度来看待问题：一是“存量思维”——药物安全评价业务行业受益于加大研发创新研发投入，未来三年内行业复合增速保持20%以上增长，作为药物安全性评价的龙头昭衍新药以2017年的收入规模3亿估算，在安评领域的市场份额仅为5%左右，还有很大提升空间。公司不断提升在安评领域的服务能力，眼科服务能力初具规模，吸入毒理已完成多个药物的整套安评实验，公司还完善了系统的CAR-T以及溶瘤病毒等创新药物的评价技术体系，支持了特殊药物评价的需求；二是“增量”思维——公司在产业链上下游延伸打破原有天花板，公司已公告对外投资成立子公司昭衍鸣讯、昭衍医药，分别进入药物警戒服务领域、药物临床试验领域；新拓展业务还包括实验动物模型研究、非药物评价领域（7月份通过CNAS认证检查），此外，公司在美国子公司昭衍加州今年在市场开拓有重大突破，海外业务也能提供增量。公司不断拓展业务范围，培育新的利润增长点，打破市场对其成长“天花板”的误解。

评级面临的主要风险

- 项目进度慢于预期；新投资项目推进速度、盈利不达预期。

估值

- 我们预计2018-20年净利润1.16亿、1.64亿、2.38亿，对应估值45X、31X、22X。公司作为药物安全评价领域龙头，业绩持续高增长，估值进入合理区间，维持买入评级。

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	1.006	1.425	2.068
变动(%)	5.1	46.2	52.2	41.7	45.1
全面摊薄市盈率(倍)	101.8	69.6	44.6	31.4	21.7
价格/每股现金流量(倍)	23.1	30.5	18.0	17.4	11.6
每股现金流量(人民币)	1.94	1.47	2.49	2.58	3.86
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.8	44.0	28.4	19.0	12.1
每股股息(人民币)	0.000	0.301	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.1	0.7	0.3	0.2	0.2

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

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	1.006	1.425	2.068
核心每股收益 (人民币)	0.452	0.661	1.015	1.435	2.077
每股股息 (人民币)	0.000	0.301	0.000	0.000	0.000
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	8	42	45
核心每股收益增长(%)	4	(5)	24	41	45

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	(25)	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	225	(18)	(102)	(220)
融资活动产生的现金流	2	227	85	1	1
现金变动	69	123	333	260	407
期初现金	63	133	405	738	998
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: 公司数据及中银国际证券预测

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	770	1,036	1,450
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	910	1,292	1,783
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	1,262	1,646	2,138
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	115	115	115
储备	198	476	592	756	994
股东权益	260	558	707	871	1,109
少数股东权益	0	0	0	3	8
总负债及权益	597	941	1,262	1,646	2,138
每股帐面价值 (人民币)	4.24	6.82	6.15	7.57	9.64
每股有形资产 (人民币)	3.55	6.30	5.79	7.22	9.31
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.16)	(4.95)	(5.98)	(8.24)	(11.78)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	1.9	1.9	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	1.7
估值					
市盈率(倍)	101.8	69.6	44.6	31.4	21.7
核心业务市盈率(倍)	101.8	69.6	44.1	31.2	21.6
市净率(倍)	10.6	6.6	7.3	5.9	4.6
价格/现金流(倍)	23.1	30.5	18.0	17.4	11.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.8	44.0	28.4	19.0	12.1
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(%)	0.0	32.2	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	22.1	18.7	18.3	20.8	24.0
资产收益率(%)	8.3	8.5	9.7	10.9	12.4
已运用资本收益率(%)	5.5	4.7	4.4	4.9	5.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测