



中银国际证券  
BOC INTERNATIONAL (CHINA)

## CRO行业系列报告之公司篇

-----从Charles River成长路径推演昭衍新药的发展空间

张威亚（证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002）

邓周宇（证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001）

中银国际证券医药团队

2019年2月13日

中银国际证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。



## 本篇报告试图解决的问题：

- ❖ **全球CRO龙头Charles River (CRL.N) 成长路径**-Charles River目前的主营业务包括药物发现&安全评价、动物模型研究及服务、生产支持三大板块，昭衍新药的业务与其最为相似，可比性最高。Charles River自1947年以繁育和销售实验鼠起家，1992年起从单一品种向外拓展，由单一的动物模型研究及服务向提供全方位的生物安全和分析测试业务拓展。2000年6月上市以来，累积并购了28家公司，强化自身业务的同时向美国以外地区扩展业务，并对CRO细分领域实施更广泛的覆盖，奠定了Charles River公司作为全球CRO龙头公司的地位。
- ❖ **Charles River (CRL.N) 成长路径带来的启示**-以实验动物为主业的CRO公司可以做的很大，其成长过程简而言之是立足优势业务，并购整合不断突破成长天花板：在初创期培养自身优势业务，以优势业务为核心，并购整合产业链上下游优质公司，逐步实现业务的横向多样化和纵向一体化，提高客户黏性；同时，拓展全球的经营范围，尤其加快在CRO新兴市场布局，迅速扩大公司的经营规模。
- ❖ **昭衍新药如何突破市场顾虑的成长天花板**-1) **“存量增长”**：安评业行业受益于药企研发投入增加和CRO外包渗透率提升，未来三年行业复合增长保持20%以上增长，作为安评龙头的昭衍市占率不足5%左右，还有很大提升空间。公司不断提升自身在安评领域的服务能力，提高客户黏性。2) **“增量突破”**：我们认为一是海外客户的拓展，公司美国子公司昭衍加州今年在市场开拓有重大突破，海外业务提供增量；二是公司在产业链业务横向多样化和纵向延伸打破原有天花板，已公告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）

# 概要

1

[关键结论和投资建议](#)

2

[他山之石：全球CRO龙头公司Charles River的进阶之路](#)

3

[昭衍新药有望复制Charles River成长路径](#)

4

[Charles River vs 昭衍新药 财务数据对比](#)

5

[相关研究报告](#)

# 1. 关键结论和投资建议

## ■ 基本判断-昭衍新药有望复制Charles River的成长路径，业绩高增长具有持续性和确定性

昭衍新药的业务跟全球CRO龙头公司Charles River最为接近，具有可比性。从Charles River的成长路径来看：以试验动物为主营的CRO公司也可以做大，立足优势业务，产业链横向多样化和纵向延伸，打破市场顾虑的成长天花板。

❖ **发展趋势：**短期安评业务随着药企研发投入不断增加和CRO外包渗透率提升保持40%以上高增长；中长期来看以安评为核心，产业链横向和纵向拓展：在安评领域提升自身服务能力，包括建立眼科特色服务、完善创新药物的评价技术体系、非药物评价等；产业链上下游延伸，如实验动物模型研究、临床CRO服务等。

❖ **业绩趋势：**暂不考虑外延整合等，2018-2020年净利润在主营业务安评带动下保持40%以上复合增长；2020年后预计公司在安评产业链上下游的布局开始贡献业绩，公司业绩将继续保持较快增长。

## ■ 投资建议-买入评级，业绩高增长持续性和确定性高

❖ 公司是稀缺的临床前CRO标的，在药物安全评价先发优势和规模优势明显。其所处的临床前CRO行业受益于国内创新药蓬勃发展，迎来发展黄金期。参考全球CRO龙头成长路径，产业链的延伸并购整合能够助力业务规模持续增长。暂不考虑产业链延伸和整合带来的收益，我们预计18-20年净利润1.16亿、1.67亿、2.38亿，维持**买入**评级。

■ **风险提示：**募投项目进展不达预期，产能受限；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

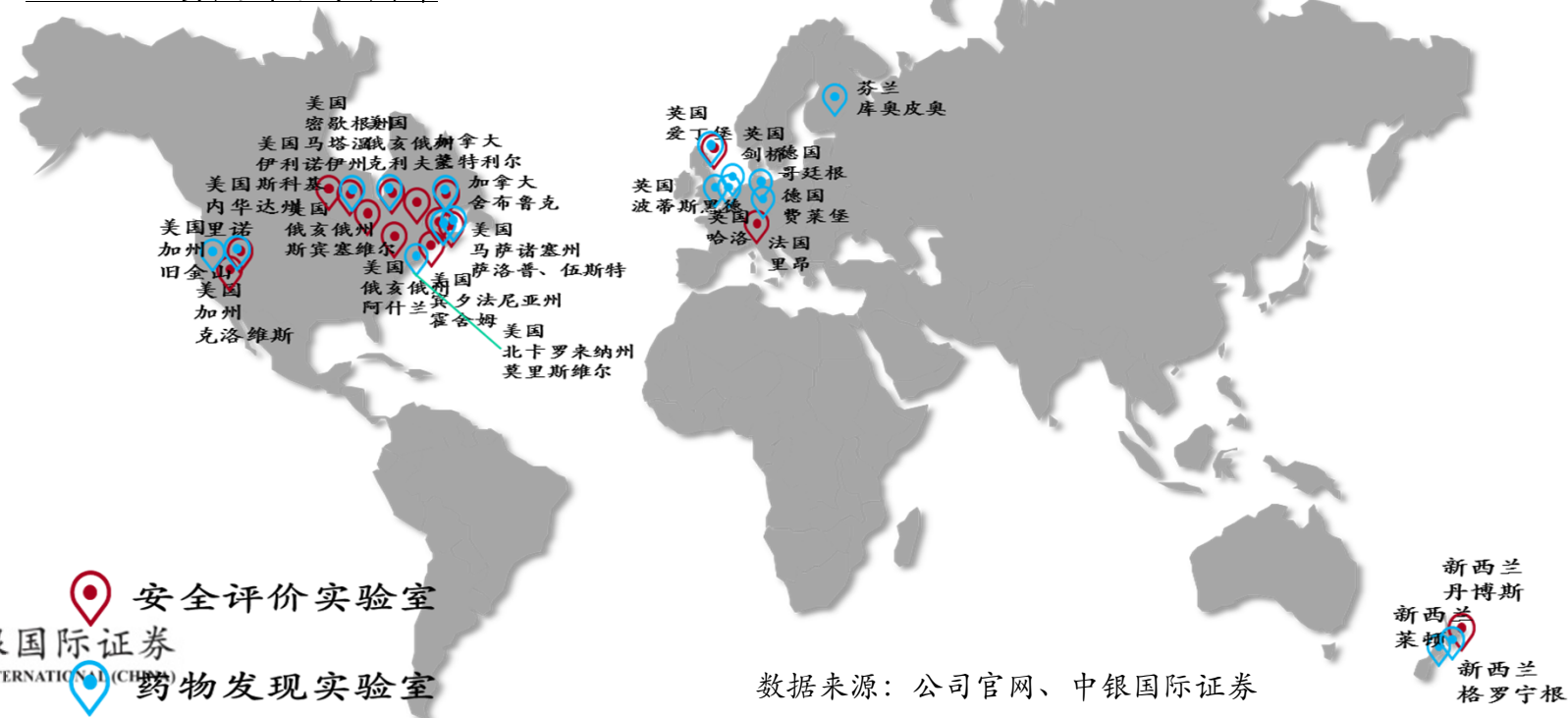
## 投资逻辑

- ❖ **赛道高景气度**-我国医药行业正处于“仿制药”向“创新药”战略转型期，国内创新药研发受益于政策利好、人才红利、资本支持等正强势崛起，研发费用持续增长推动临床前CRO和CMO行业快速发展。此外，得益我国临床前CRO服务质量和水平的提高以及成本优势，越来越多跨国药企选择国内CRO机构作为离岸外包合作伙伴，这也将对国内临床前CRO行业带来积极影响。公司优势领域药物评价目前市场规模超80亿，由于自建GLP实验室壁垒高，药企外包意愿强烈。未来受益于行业高景气度和药企外包渗透率提高，预计安全评价外包市场规模将快速增长。
- ❖ **公司优**-药物安全评价市场龙头，规模化优势明显。公司经过20多年发展，建立了符合国际规范要求的GLP体系的临床前安全评价技术平台，是国内唯一拥有两个GLP机构的专业化临床前CRO企业，其中苏州昭衍是国内规模最大的药物安全性评价机构。公司规模化优势明显，设施规模（动物饲养管理设施、功能实验室等）、专业人才团队（管理团队稳定且行业经验丰富、技术团队素质高且人员稳定增长）、项目经验（20多年药物临床前研究经验；评价药物种类丰富、尤其创新药项目经验丰富；国际注册经验丰富）、客户资源（客户遍布中国30多个省市以及欧美和东南亚多个国家）等行业领先。
- ❖ **业绩高增长持续性和确定性高**-从Charles River的成长路径来看：以试验动物为主营的CRO公司也可以做大，立足优势业务，业务横向多样化+纵向延伸突破市场顾虑的成长天花板。暂不考虑外延整合等，2018-2020年净利润在主营业务安评带动下保持40%以上复合增长；2020年后预计公司在安评产业链上下游的布局开始贡献业绩，公司业绩仍能保持较快增长。

## 2.他山之石：全球CRO龙头公司Charles River的进阶之路

- ❖ Charles River (CRL.N) 1947年以繁育和销售啮齿类实验动物起家，首次推出COBS (Caesarean-Originated, Barrier Sustained) 动物和无病毒抗体 (VAF /Plus®) 动物，为高质量的动物研究模型树立了行业标准，逐步成为动物模型研究公司中的领导者。1992年起由单一的动物模型研究及服务向提供全方位的生物安全和分析测试业务拓展。目前拥有超过 130 种遗传学背景和微生物学背景清晰定义的实验动物，并逐渐成为全球临床前产品和服务的主要供应商，在全球23个国家/地区运营着约80家实验室，在美国、加拿大、法国、新西兰、英国建设有开展安全评价的实验室，服务内容涵盖毒理学服务、安全药理学、病理学服务、药物代谢、实验科学等。

Charles River实验室在全球的分布



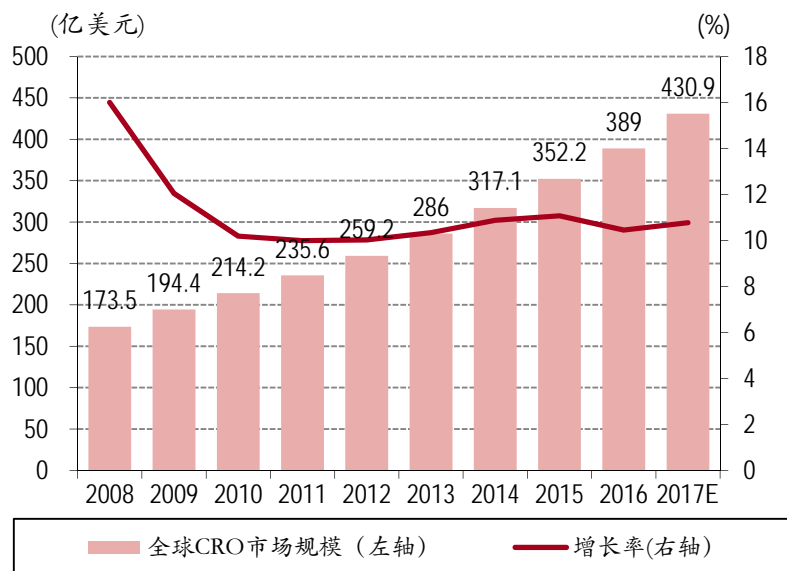
	设施																						
	加拿大	法国	新西兰	英国	美国						俄罗斯	斯洛伐克											
	蒙特利尔	里昂	丹博斯	爱丁堡	俄亥俄州	阿什兰	俄亥俄州	克利夫兰	宾州	霍舍姆	密歇根州	马塔涅	病理学	联盟	内华达州	里诺	马萨诸塞州	萨洛普里新特	伊利诺伊州	斯科基	俄亥俄州	斯洛伐克	
<b>毒理学服务</b>																							
光化学物优化毒理学	●	●	●	●	●				●	●													
一般毒理学	●	●		●					●	●													
输液毒理学					●				●	●													
外科服务和医疗设备评估					●				●	●													
耳毒理学					●				●	●													
药物滥用潜力					●				●	●													
吸入毒理学	●			●	●					●													
致瘤性		●		●	●					●													●
遗传毒理学	●			●																		●	
体外毒理学				●				●		●												●	
免疫毒理学	●	●		●	●			●		●													
发育和生殖毒理学	●	●		●	●			●		●													
青少年毒理学	●	●		●	●			●		●													
肌肉骨骼毒理学	●			●	●			●		●													
神经毒理学	●	●		●	●			●		●													
眼毒理学	●			●	●			●		●													
生态毒理学				●	●																		
<b>安全药理学</b>																							
核心组合和辅助诊断试验	●	●		●	●					●													
体外HERG或离子通道筛选				●	●		●																
<b>病理学服务</b>																							
临床病理学	●	●		●	●				●	●													
毒理病理学	●	●		●	●				●	●													
免疫组化和原位杂交		●		●	●				●	●													
电镜					●					●													
图像分析/体视学					●					●													
发育和生殖病理学	●	●		●	●				●	●													
肌肉骨骼病理学	●			●	●				●	●													
神经病理学	●	●		●	●				●	●													
眼病理学	●			●	●				●	●													
<b>药物代谢</b>																							
药效动力学/毒性动力学	●	●		●	●				●	●													
药物吸收、分布、代谢和排泄研究		●		●	●				●	●													
体外ADMET	●			●	●					●													
分子成像					●					●													
生物转化				●	●					●													
放射性自显影技术				●	●					●													
放射性分析				●	●					●													
<b>实验科学</b>																							
分析化学	●			●	●				●	●													
生物分析	●			●	●				●	●													
生物标志物服务	●	●		●	●				●	●													
配方优化和/或开发				●	●				●	●													
免疫学服务	●	●		●	●				●	●													
分子生物学	●			●	●				●	●													
理化特性				●	●					●													
<b>额外服务</b>																							
合同存储	●	●		●	●				●	●													
科学和监管咨询与计划管理	●	●		●	●				●	●													

数据来源：公司官网、中银国际证券

## Charles River全球CRO市场份额位列第五

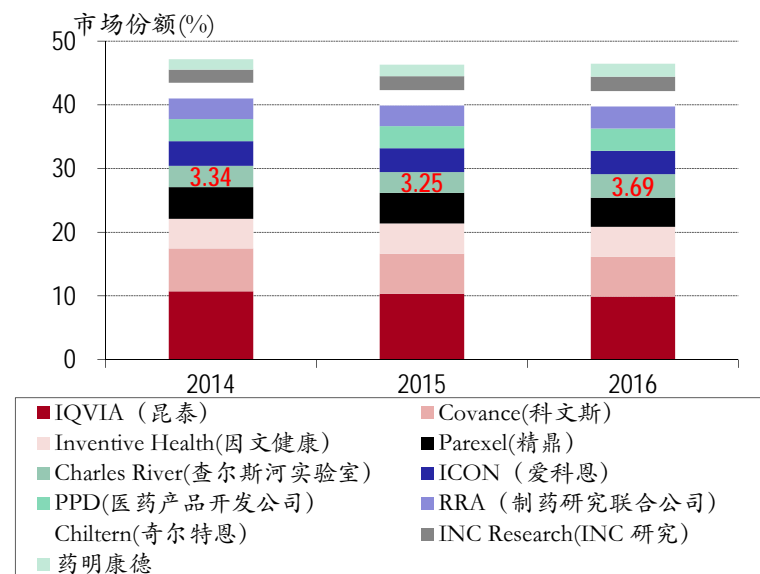
- 近年来CRO行业快速发展，根据Business Insights统计，截至2015年底，全球CRO公司的数量已超过1,100家，承担了全球近50%的新药研发任务。Charles River是动物模型研究公司中的领导者，市场份额跻身全球前5大CRO公司，市场份额保持上升趋势。

全球CRO市场规模



数据来源: Frost&Sullivan、中银国际证券

全球CRO市场份额情况

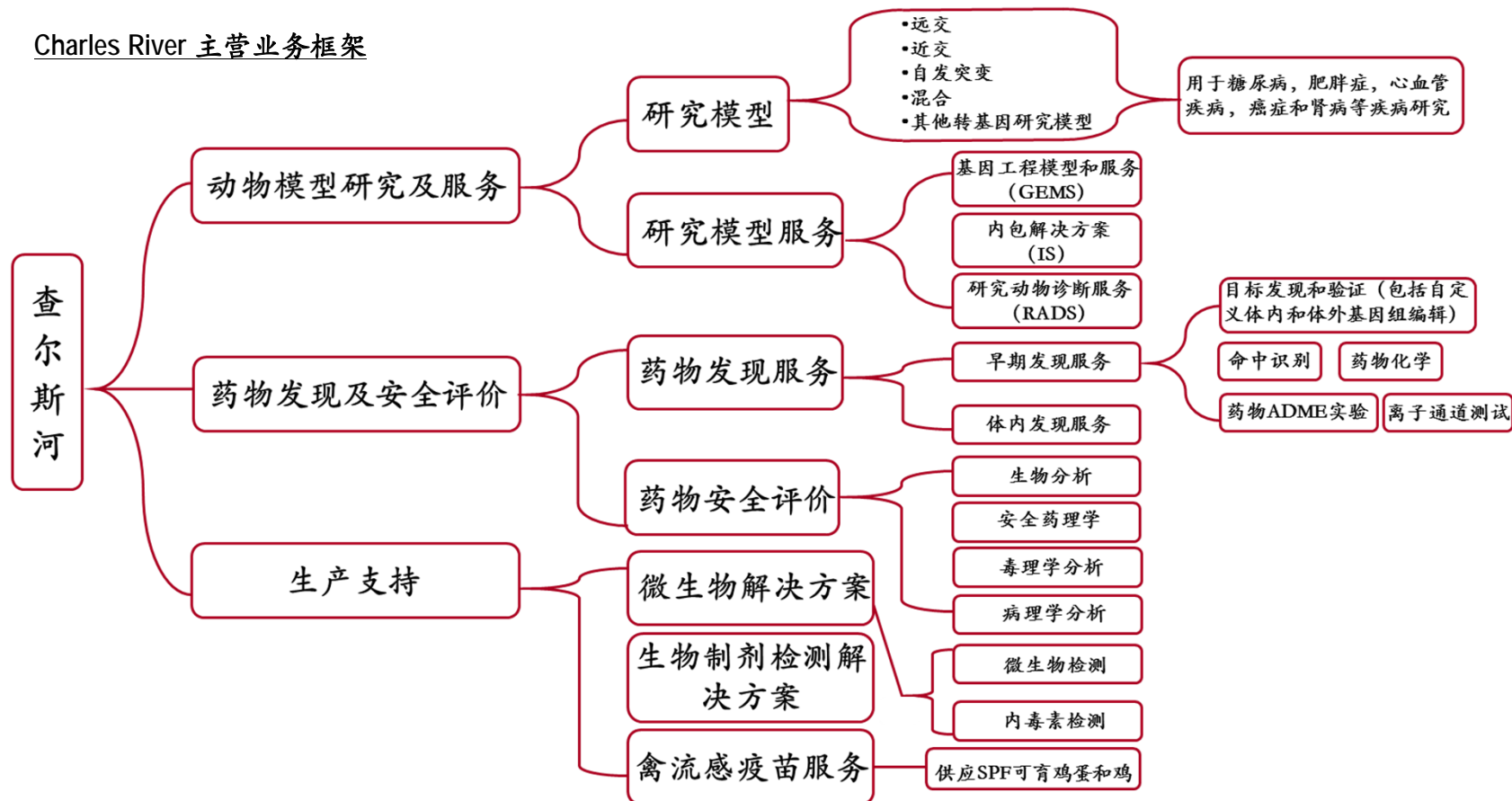


数据来源: 药明康德招股说明书、IMS、中银国际证券



# Charles River 主营业务

Charles River 主营业务框架

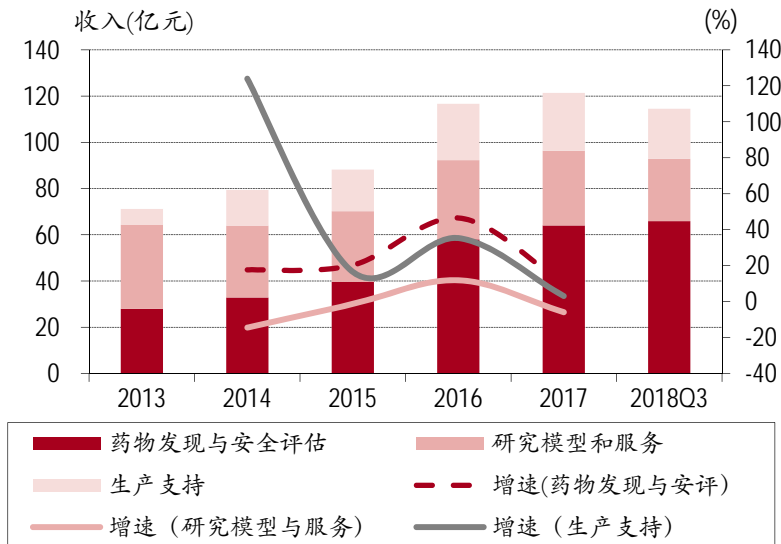


数据来源：公司年报、中银国际证券

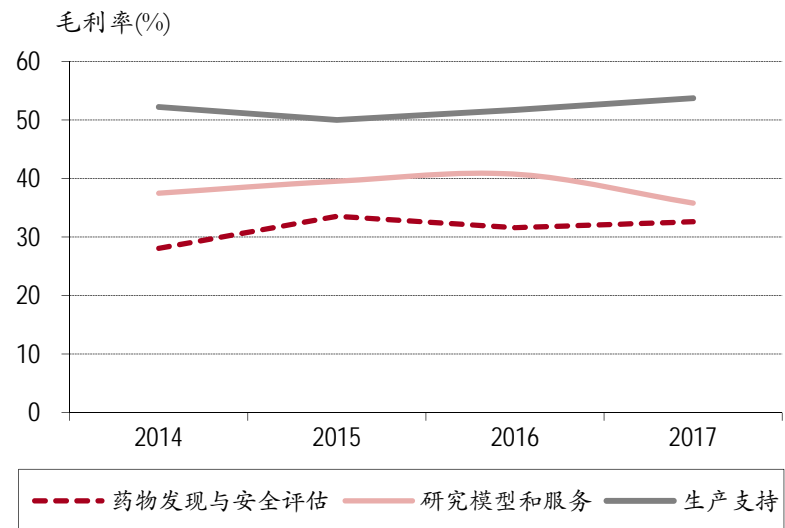
## 药物发现及安评业务是Charles River收入主要来源

- ❖ 2017年药物发现及安全评价收入64.04亿元 (+10.36%)，收入占比的**52.8%**，毛利率32.59%；2018年3季度收入65.95亿元 (+27.65%)；
- ❖ 2017年动物模型研究及服务收入32.25亿元 (-5.89%)，收入占比**26.6%**，毛利率35.78%；2018年3季度收入26.91亿元 (+6.64%)；
- ❖ 2017年生产支持收入25.09亿元 (+3.12%)，收入占比**20.7%**，毛利率53.72%；2018年3季度收入21.65亿元 (+12.44%)

Charles River 近年来主营业务收入情况



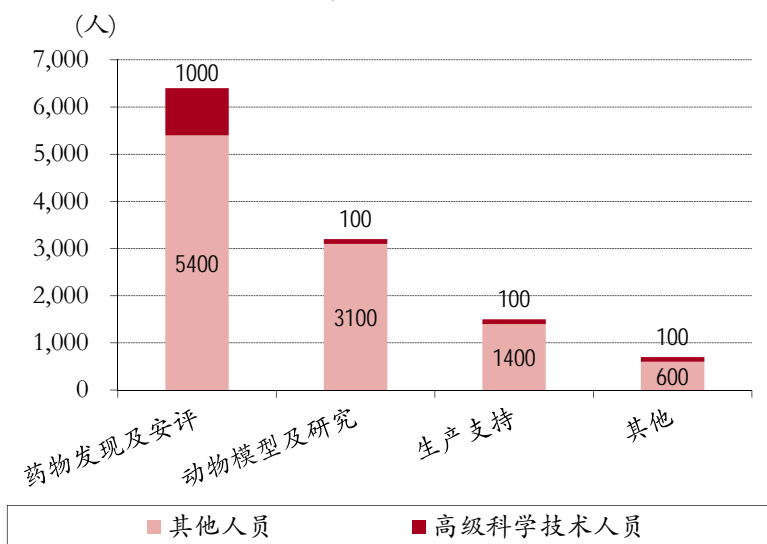
Charles River 三大主营业务毛利率



## Charles River 员工构成

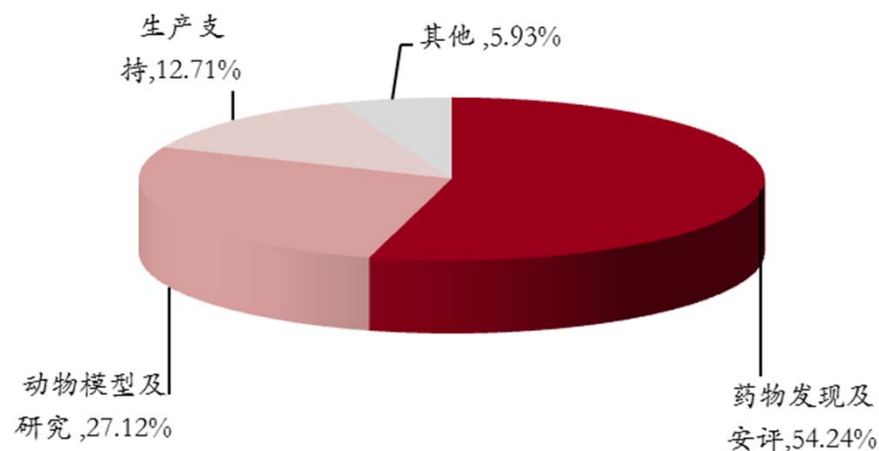
- ❖ 截至2017年12月30日，Charles River有约11800名员工，其中有约1300名专业高级人员（包括取得兽医学博士、医学博士和其他博士学位的人），专业高级人员占比11%。
- ❖ 从事动物模型及研究的人员共有3200名，包含大约100名高级科学技术人员，人员占比27.12%
- ❖ 从事药物发现及安全评价的人员有6400人，包含1000名高级科学技术人员，人员占比54.24%
- ❖ 从事生产支持的人员有1500人，包含100名高级科学技术人员，人员占比12.71%

Charles River 各业务员工构成



数据来源：公司年报、中银国际证券

Charles River 三大业务员工比例

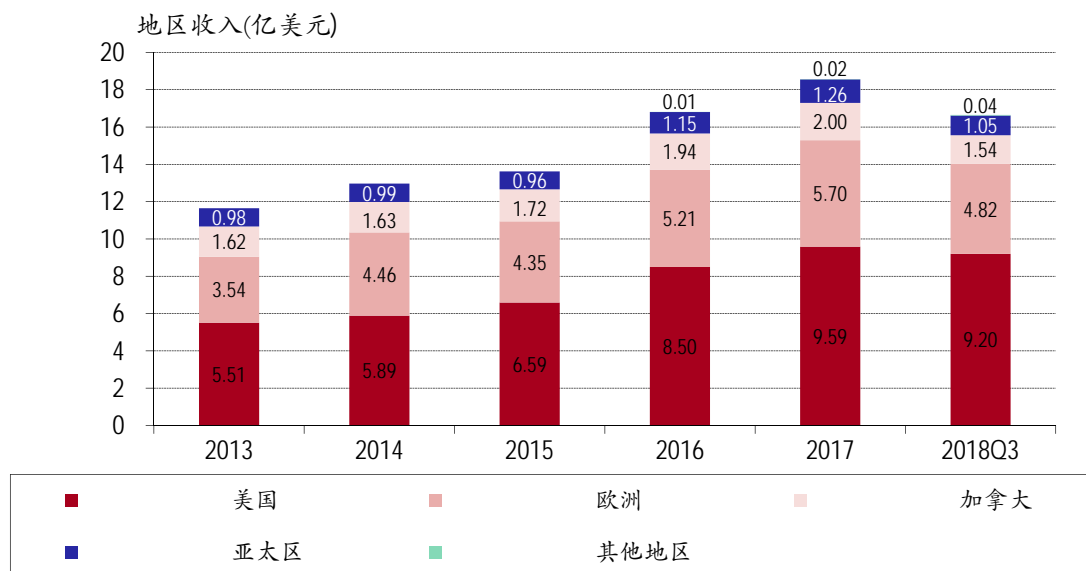


数据来源：公司年报、中银国际证券

## Charles River主要客户分布在欧美市场，亚太地区自2015年起收入增速加快

- ❖ Charles River Laboratories International公司服务对象有制药和生物技术公司，合同研究组织，农业，化工等企业，生命科学与兽医学公司，合同制造企业，医疗器械企业，诊断和其他商业团体，医院，学术机构和政府机构。
- ❖ 美国本土药企是Charles River第一大客户群体，其次是欧洲市场，自2015年起亚太地区收入增速加快，公司加快了在CRO新兴市场的业务拓展。

Charles River 按地区划分收入情况



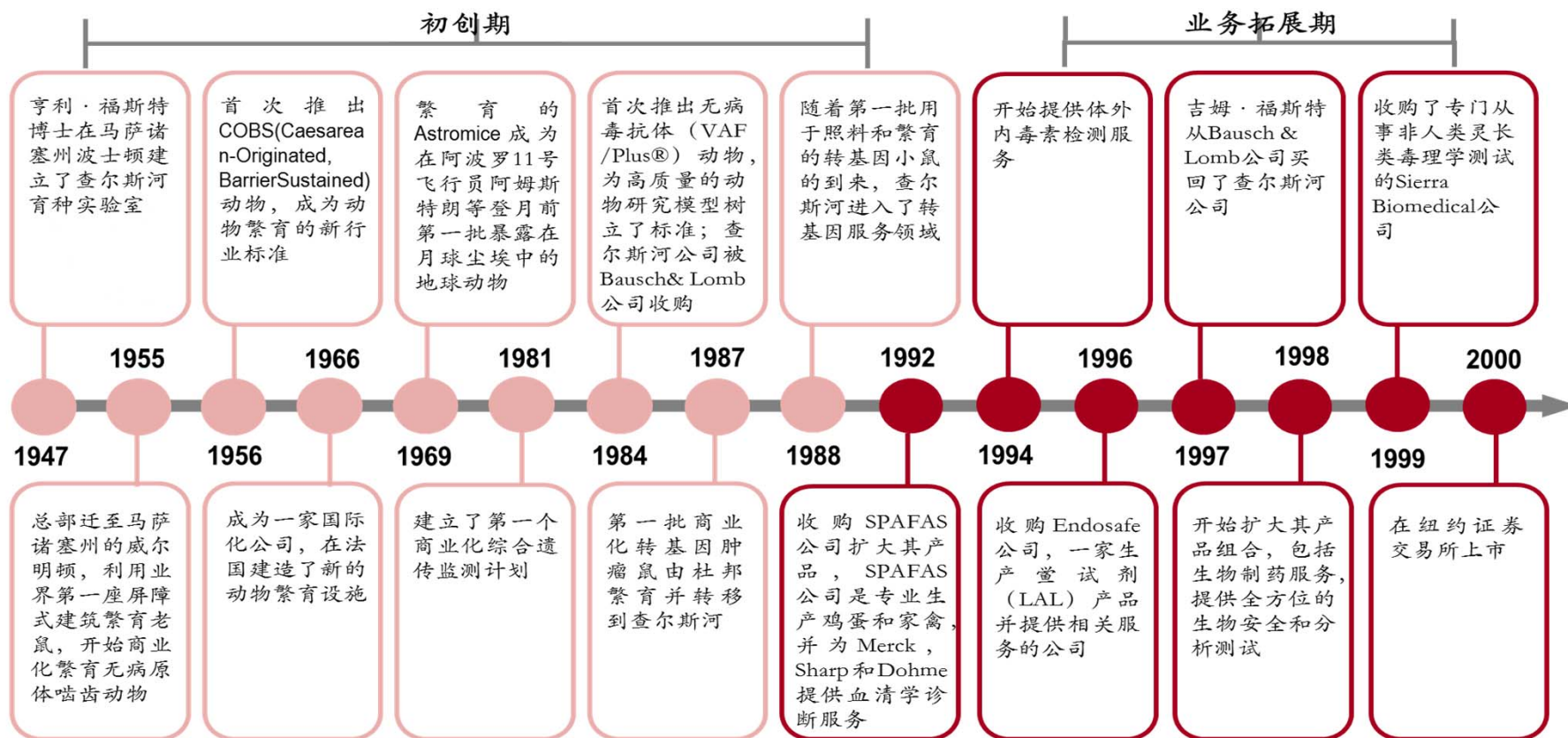
注：亚太区包括中国、日本、韩国、新加坡、澳大利亚和印度；  
其他地区包括以色列和巴西

数据来源：公司年报、中银国际证券

## 进阶之路：立足优势业务试验动物，产业链横向和纵向延伸

❖ 以优势业务试验动物为核心，产业链横向和纵向延伸

### Charles River 成长历程



数据来源：公司年报、公司网站、中银国际证券

## 初创期：内生研发为主，树立实验动物行业标准

- ❖ 1947年：亨利·福斯特博士在马萨诸塞州波士顿建立了Charles River育种实验室
- ❖ 1955年：总部迁至马萨诸塞州的威尔明顿，利用业界第一座屏障式建筑繁育老鼠，开始商业化繁育无病原体啮齿动物。
- ❖ 1956年：首次推出COBS（Caesarean-Originated, Barrier Sustained）动物，成为动物繁育的新行业标准
- ❖ 1966年：成为一家国际化公司，在法国建造了新的动物繁育设施。
- ❖ 1969年：繁育的Astromice成为第一批暴露在月球尘埃中的地球动物
- ❖ 1981年：建立了第一个商业化综合遗传监测计划。
- ❖ 1984年：首次推出无病毒抗体（VAF /Plus®）动物，为高质量的动物研究模型树立了标准；Charles River公司被Bausch & Lomb公司收购
- ❖ 1987年：第一批商业化转基因肿瘤鼠由杜邦繁育并转移到Charles River
- ❖ 1988年：随着第一批用于照料和繁育的转基因小鼠的到来，Charles River进入了转基因服务领域。

## 业务拓展期：以实验动物为依托，产业链横向拓展、纵向延伸

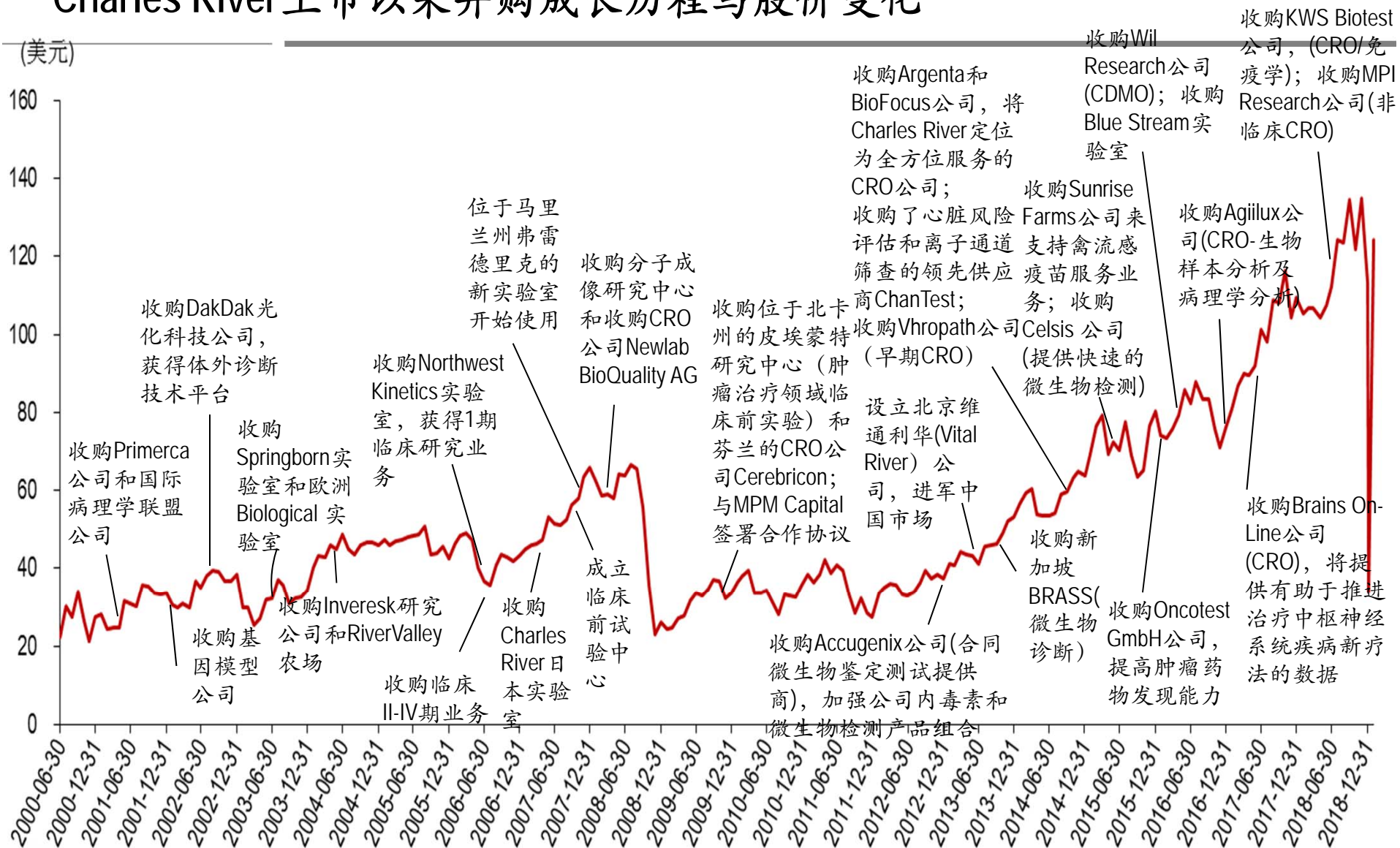
- ❖ 1992年：收购SPAFAS公司扩大其产品，SPAFAS公司是专业生产鸡蛋和家禽，并为Merck, Sharp和Dohme提供血清学诊断服务
- ❖ 1994年：开始出售体外内毒素检测液
- ❖ 1996年：收购Endosafe公司，一家生产鲎试剂（LAL）产品并提供相关服务的公司
- ❖ 1997年：吉姆·福斯特从Bausch & Lomb公司买回了Charles River公司
- ❖ 1998年：开始扩大其产品组合，包括生物制药服务，提供全方位的生物安全和分析测试
- ❖ 1999年：收购了专门从事非人类灵长类毒理学测试的Sierra Biomedical公司。
- ❖ 2000年：在纽约证券交易所上市
- ❖ 2005年：推出预处理服务，为客户提供在交付时满足其所有规格的动物
- ❖ 2008年：收购位于密歇根州安娜堡从事MIR临床前服务Newlab BioQuality AG公司
- ❖ 2009年：收购位于北卡罗来纳州莫里斯维尔的皮埃蒙特研究中心和芬兰的Cerebricon公司
- ❖ 2012年：收购Accugenix公司，全球首屈一指的符合cGMP标准的合同微生物鉴定测试提供商
- ❖ 2013年：收购Vital River，使公司能够向**中国**新兴的药物研发市场提供高质量的研究模型和服务，为全球第三大医药市场的研究模型制定了标准

## 近年来并购整合仍在继续

- ❖ 2014年：收购Argenta和BioFocus公司，将Charles River定位为全方位服务的早期合同研究组织（CRO），通过临床前开发从目标发现到集成体外和体内功能；收购了心脏风险评估和离子通道筛查的领先提供商ChanTest。
- ❖ 2015年：收购Sunrise Farms公司来支持禽流感疫苗服务业务；收购Celsis International公司，为制药、消费者保健、乳制品、饮料和食品行业提供快速的微生物检测；收购Oncotest GmbH公司，提高肿瘤药物发现能力
- ❖ 2016年：收购Wil Research公司，进一步增强公司在全全球范围内提供安全评估和合同开发与制造（CDMO）服务的能力；收购Blue Stream实验室，提高了分析能力，并为客户提供了一个完整的生物和生物仿制药开发解决方案；购买Agilux实验室，提供新的和扩展的科学技能，以支持从目标识别和验证到临床前开发的研究需求。
- ❖ 2017年：收购Brains On-Line公司，一家CRO公司，将提供有助于推进治疗中枢神经系统疾病新疗法的数据
- ❖ 2018年：收购KWS Biotest公司，一家专注于体外和体内发现测试的领先的CRO公司，对它的收购扩大了公司在免疫学方面的专长；收购MPI Research公司，一家为全球生物制药和医疗设备提供全面测试服务的非临床CRO，增强了Charles River公司作为早期CRO龙头公司的地位。



# Charles River上市以来并购成长历程与股价变化



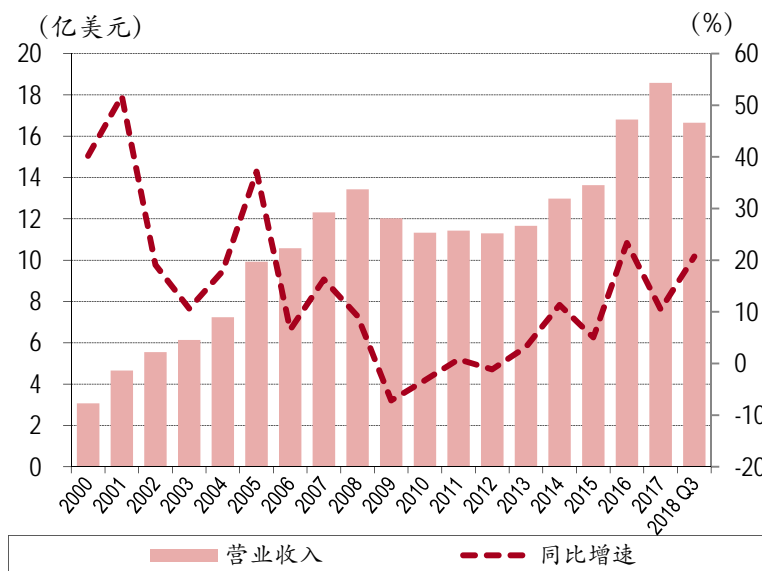
中银国际证券  
BOC INTERNATIONAL (CHINA)

数据来源: 彭博、中银国际证券

## Charles River业绩自上市以来表现良好

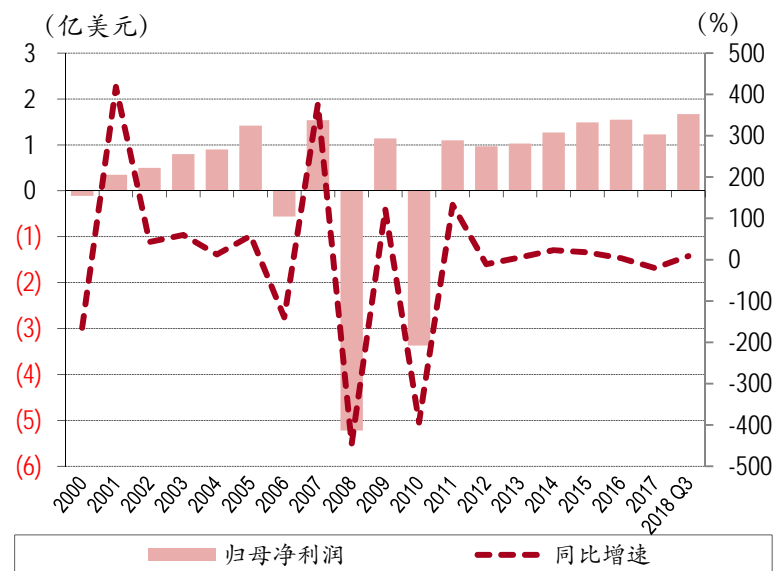
- ❖ Charles River的总营业收入自2000年上市的3.07亿美元增长至2017年18.58亿美元，2018年前三季度实现营业收入16.65亿美元，根据最新业绩预告，预计2018年营业收入区间22.48亿美元-22.67亿美元，增速区间21%-22%。
- ❖ 净利润自2000年上市亏损0.11亿美元增长至2017年1.23亿美元，2018年前三季度净利润1.67亿美元，超2017年全年净利润。

Charles River 上市以来主营业务收入情况



数据来源：公司年报、中银国际证券

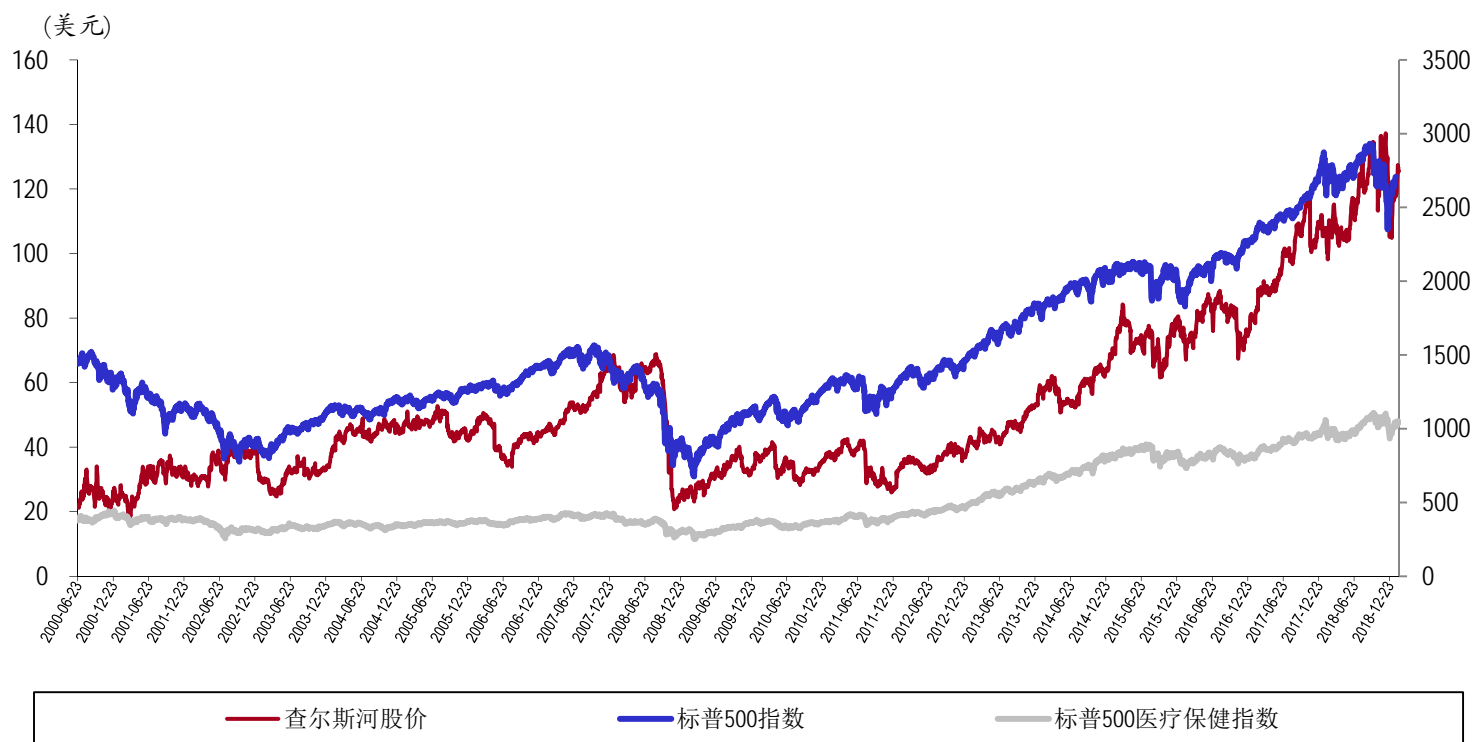
Charles River 上市以来净利润情况



数据来源：公司年报、中银国际证券

# Charles River 股价始终跑赢标普500医疗保健指数

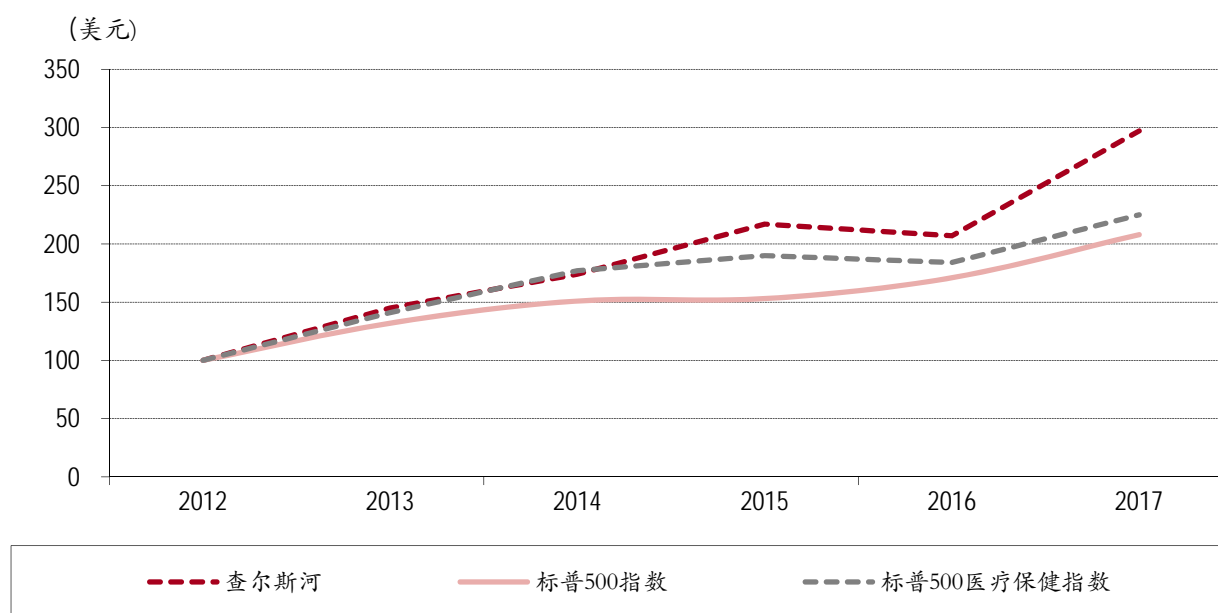
Charles River 上市以来股价表现



数据来源：万得、中银国际证券

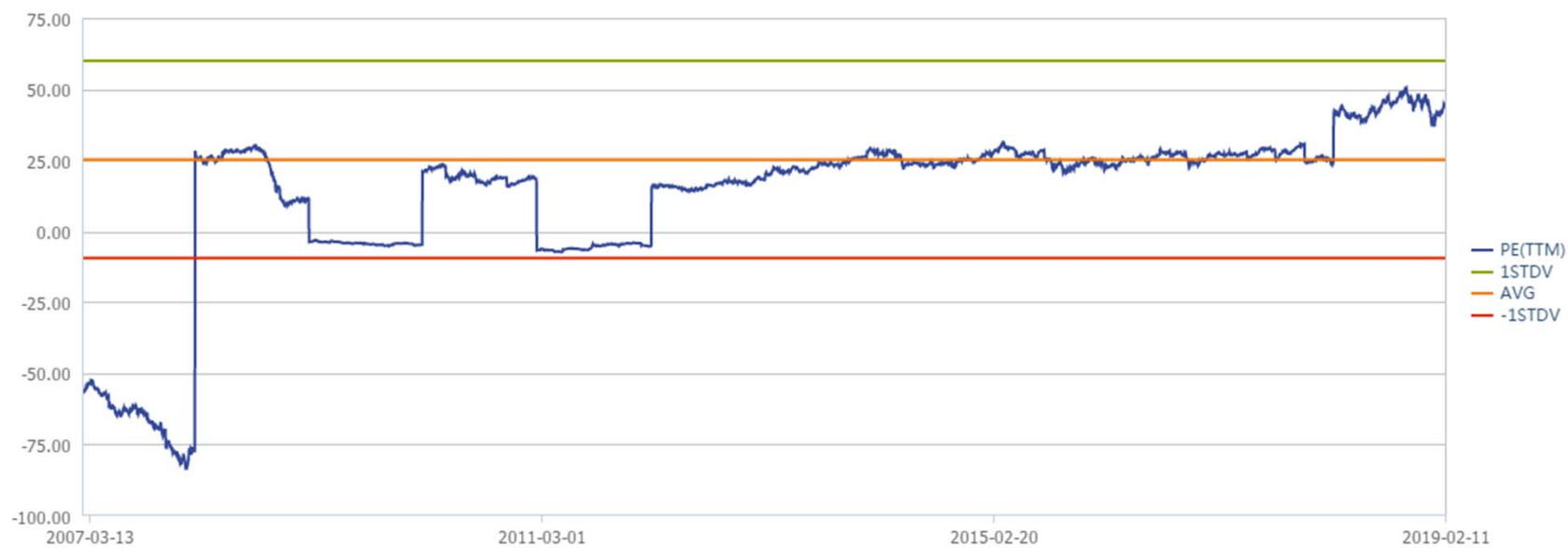
## Charles River近5年累积收益比较

Charles River 近5年累积收益比较



数据来源：公司年报、中银国际证券

## Charles River估值分析



数据来源：万得、中银国际证券



---

2.昭衍新药有望复制CHARLES RIVER的成长路径，  
业绩高增长具有持续性和确定性

# 昭衍新药基本面回顾：国内安评领域龙头公司

## 公司是拥有多个国家GLP认证的专业临床前安全评价机构

从临床前试验到临床试验的一站式服务  
One-stop Shopping from Preclinical Studies to Clinical Trials

- 中国GLP认证  
CFDA GLP Certified
- 通过美国FDA GLP检查  
U.S.FDA GLP Inspected
- AAALAC认证  
AAALAC Accredited
- OECD GLP认证  
OECD GLP Certified
- 通过韩国MFDS GLP检查  
Korean MFDS GLP Inspected



## 公司主要优势

### 设施规模优势

- 北京总部设施面积1.3万m<sup>2</sup>；苏州昭衍6万m<sup>2</sup>；目前合计投入使用3.3万m<sup>2</sup>；
- 符合国际标准的动物饲养管理设施；
- 设备先进的功能实验室

### 高素质专业人才团队

- 规模化经营的人才队伍；
- 员工数目稳定增长，目前有672人专业服务团队，员工学科背景专业、多样化；
- 管理团队稳定，20多年行业经验

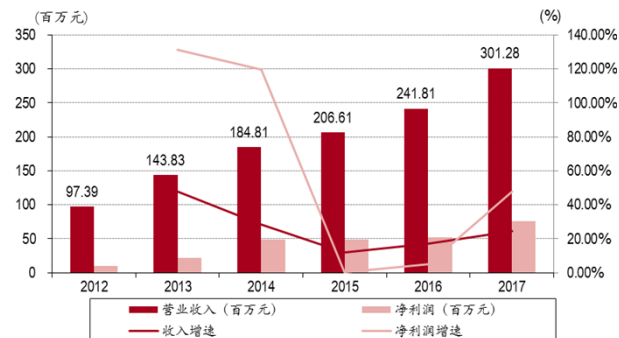
### 项目经验丰富

- 服务领域涵盖药物研发全周期，安全评价领域优势突出；
- 研究评价药物种类丰富，超过2000多个品种；
- 创新药评价研究领先；
- 向发达国家申报临床注册经验丰富

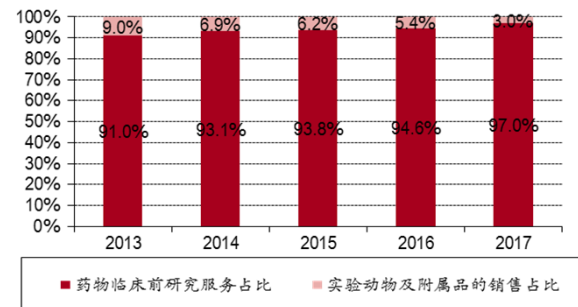
### 客户群体稳定

- 公司目前已在国内外制药企业及研究机构中形成了稳定的客户群体；
- 同国内外的多家知名制药企业建立了长期的稳定合作关系。

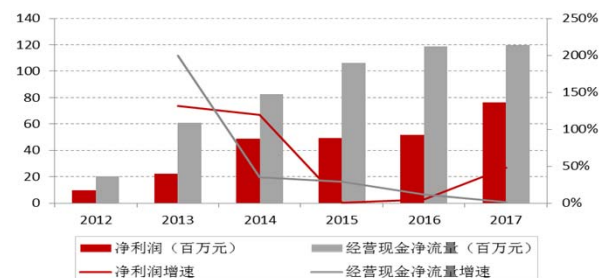
## 公司近年来业绩高速增长



## 公司近年来业务构成情况



## 公司近年来经营现金净流量均高于当期净利润

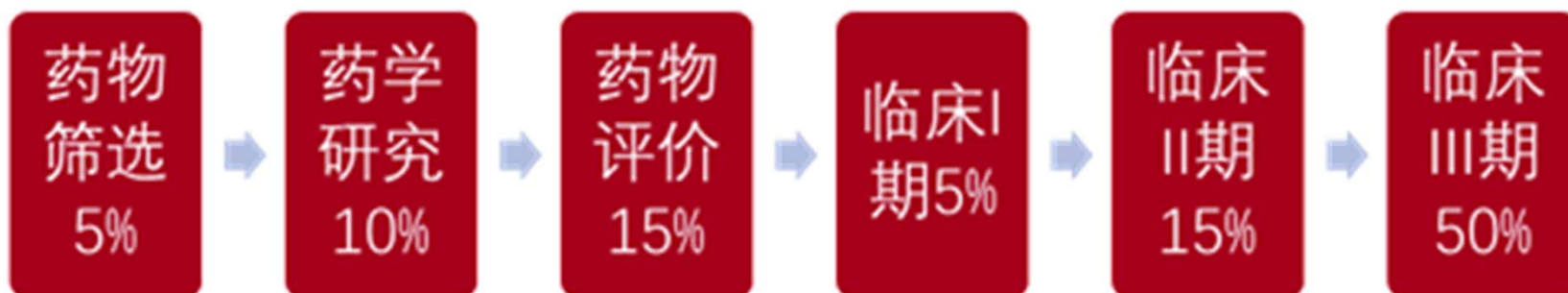




## 部分投资者对昭衍成长天花板的顾虑

- ❖ 药物安全性评价费用占新药研发成本的比例15%-20%左右，以2017年规模以上医药工业企业研发支出534.2亿为基础，估算安评市场规模约80-100亿左右，考虑到企业外包率，实际安评市场规模**小于80亿**，市场规模天花板似乎限制了昭衍新药的未来成长空间，另外对其业绩高增长的持续性和确定性保持怀疑。

### 新药研发费用分布

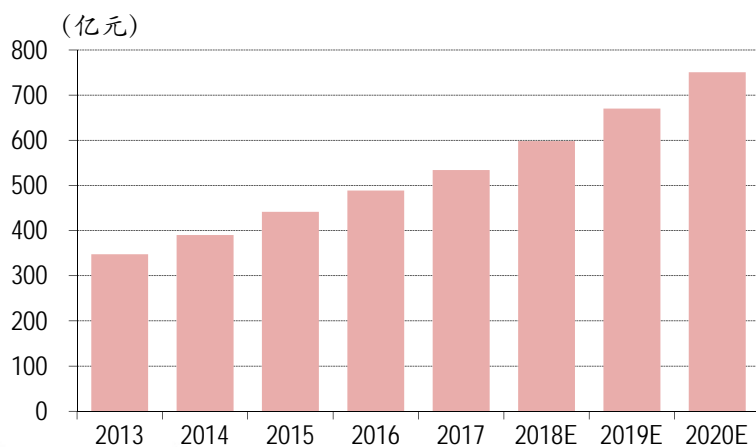


资料来源：昭衍新药招股说明书、中银国际证券

## “存量” + “增量” → 业绩持续高增长+打破成长天花板

- 针对市场的顾虑，我们认为从“**存量**”和“**增量**”两个维度来看待问题：
- ❖ **存量**-主要指现有安评业务受益行业景气度未来三年保持40%以上增长。
- 1) 安评行业快速发展，昭衍作为细分行业龙头直接受益。近5年规模以上医药工业研发投入费用复合增速11.4%，国内正经历创新意识觉醒，创新生态加速发展，药企将进一步加大研发投入，预计未来5年研发支出保持11%以上增长，考虑到外包渗透率提升，药物安市场规模增速将快于规模以上药企研发支出增速。2020年药物安全评价市场规模超过110亿。昭衍作为安评龙头企业，市占率不足5%，可提升空间大。
- 2) 公司不断提升在安评领域的综合服务能力。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

全国规模以上医药制造业研发经费情况

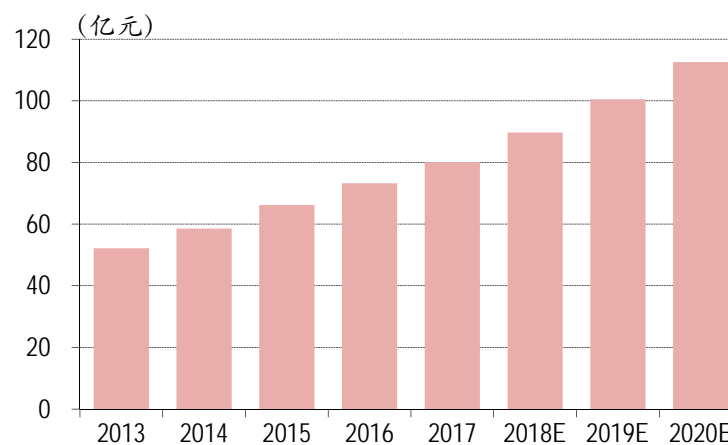


中银国际证券  
BOC INTERNATIONAL (CHINA)

■ 全国规模以上医药制造业研发投入

数据来源：国家统计局、中银国际证券

国内安评市场规模粗略估算情况



■ 国内安评市场规模

数据来源：中银国际证券预测

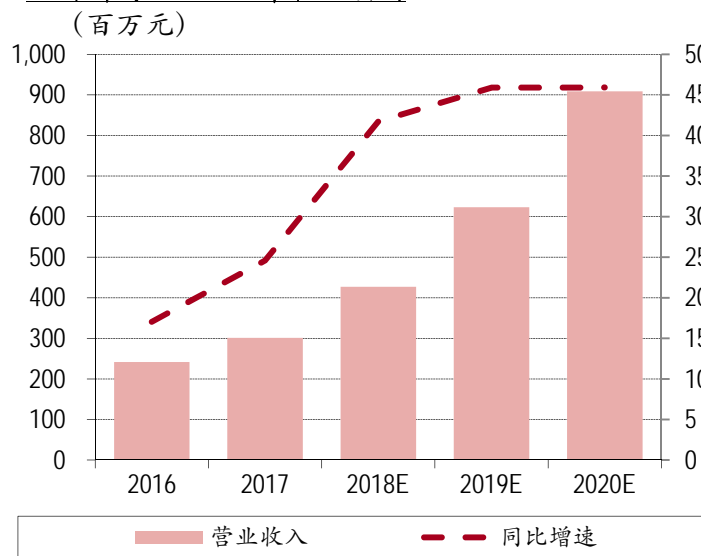
## “存量” + “增量” → 业绩持续高增长+打破成长天花板

- 针对市场的顾虑，我们认为从“**存量**”和“**增量**”两个维度来看待问题：
- ❖ **增量**-Charles River的成长路径很具有借鉴意义，立足优势业务，产业链横向多样化+纵向延伸
- 1) 业务横向多样化。业务横向可以延伸至食品、农药、医疗器械安全评价等领域，目前公司通过设立昭衍鸣讯进入药物警戒服务领域，2018年7月份通过CNAS认证检查进入非药物评价领域。
- 2) 产业链纵向延伸。例如向上加强药学研究、实验动物模型研究，向下拓展临床试验领域等。Charles River的实验动物模型研究业务在收入体量占比为26.6%，而昭衍目前仅是销售基本实验动物业务，2019年收入占比仅为3%，从质和量都有很大提升空间。公司已公告成立梧州新药中心，主要定位是优质灵长类实验动物的培育繁殖。公司成立昭衍医药进入临床I期服务，提升综合服务能力。
- 3) 海外客户的拓展。目前昭衍的客户结构中国内客户占比超过90%，2018年公司在海外客户拓展取得重大突破，去年上半年拿到2个300多万美金的订单，加州昭衍将持续投入，加大海外客户拓展力度。

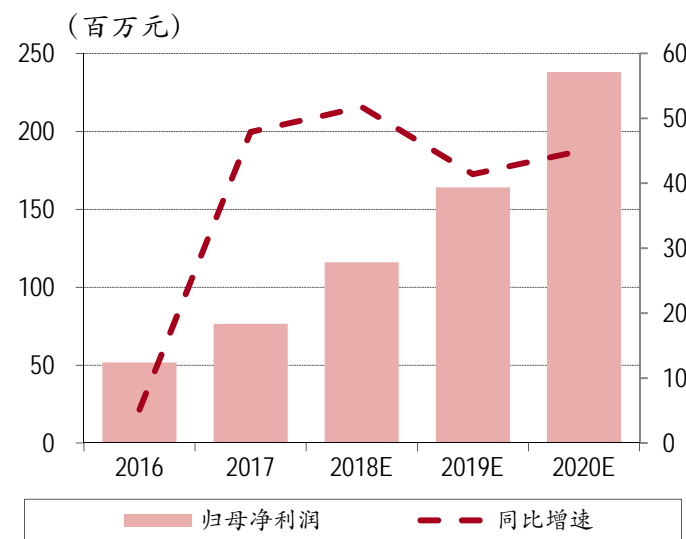
## 昭衍新药业绩预测

- ❖ 中短期安评业务随着药企研发投入不断增加和CRO外包渗透率提升保持40%以上高增长；长期来看以安评为核心，产业链横向和纵向拓展范围大，在安评领域提升自身服务能力，包括建立眼科特色服务、完善创新药物的评价技术体系、非药物评价等；产业链上下游延伸，如实验动物模型研究、临床CRO服务等。
- ❖ 暂不考虑外延整合等，预计2018-2020年实现收入4.27亿、6.23亿、9.09亿；净利润2018-20年净利润1.16亿、1.64亿、2.38亿；2020年后考虑到CRO行业增速放缓，预计公司在安评产业链上下游的布局开始贡献业绩，公司业绩将继续保持较快增长。

昭衍新药2018-2020年收入预测



昭衍新药2018-2020年净利润预测



数据来源：万得、中银国际证券预测

数据来源：万得、中银国际证券预测

## 昭衍新药盈利预测关键假设

- ❖ 1) 公司核心业务药物安全评价受益行业高景气度和利基市场龙头地位，通过预收账款推算订单量保高速增长，2018年-2020年每年保持40%以上高增长；由于规模效应和使用自养动物，毛利率有望进一步提升；
- ❖ 2) 公司药效学研究和药代动力学等临床前研究受益行业高景气度和产能趋于缓解，预计2018年-2020年保持25%-30%略高于行业平均增速增长；毛利率受益规模效应预计略提升；
- ❖ 3) 公司通过扩大动物房面积和收购或自建猴场等增加动物饲养设施面积；在优先保证自身使用前提下，对外销售实验动物，预计2018年-2020年每年保持20%以上增长；

公司业务拆分及预测 (单位: 百万元)

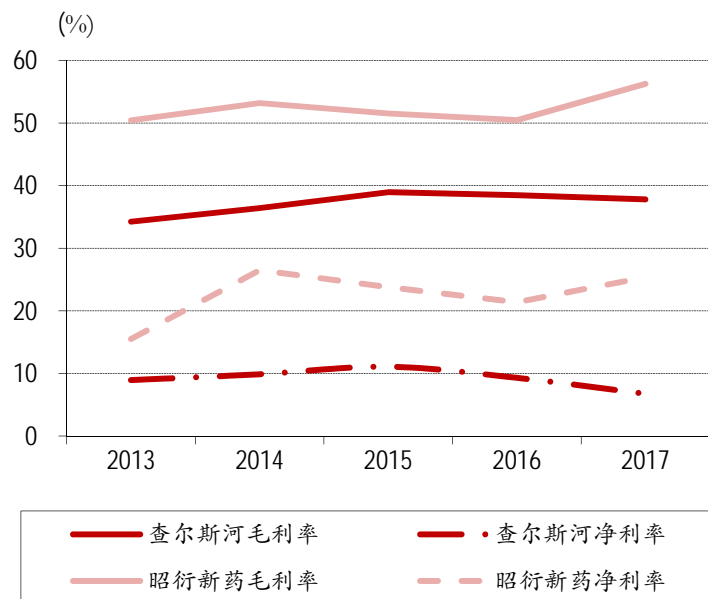
细分业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>药物临床前服务</b>							
收入	172.09	193.73	228.80	291.75	415.28	609.61	892.93
YOY(%)		12.57	18.10	27.51	42.34	46.79	46.48
毛利	89.72	98.19	112.91	165.5	244.28	361.43	530.33
毛利率(%)	52.14	50.68	49.35	56.73	58.82	59.29	59.39
<b>实验动物及附属产品的销售</b>							
收入	4.69	8.43	11.03	9.01	10.8	13	15.6
YOY(%)		79.74	30.84	(18.31)	20	20	20
毛利	1.48	4	6.1	4.44	5.41	6.49	7.78
毛利率(%)	31.56	47.46	55.26	49.24	50	50	50
<b>其他业务</b>							
收入	8.03	4.45	1.98	0.52	0.52	0.52	0.52
YOY							
毛利	7.1	3.75	1.01	(0.38)	0	0	0
毛利率(%)	88.44	84.34	50.83	0	0	0	0
<b>收入合计</b>	184.8	206.6	241.8	301.3	426.6	623.1	909
YOY(%)		11.8	17	24.6	41.6	46.1	45.9
毛利润	98.3	106.5	122	169.56	249.69	367.92	538.11
毛利率(%)	53.19	51.53	50.46	56.27	58.53	59.05	59.2

资料来源: 中银国际证券

## 4.Charles River vs 昭衍新药 财务数据对比

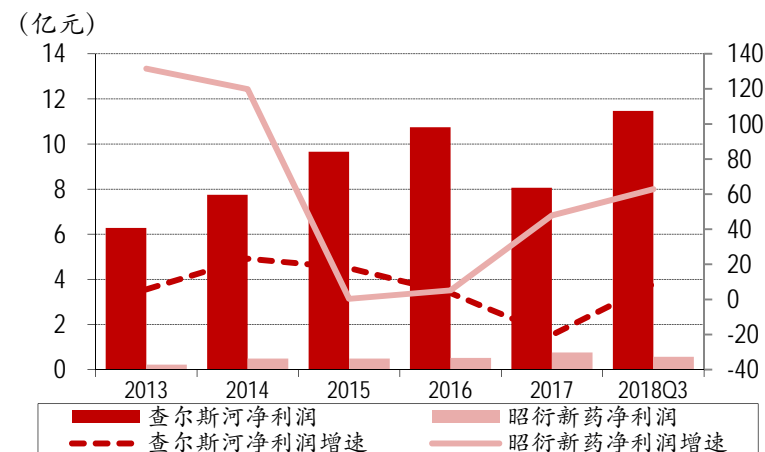
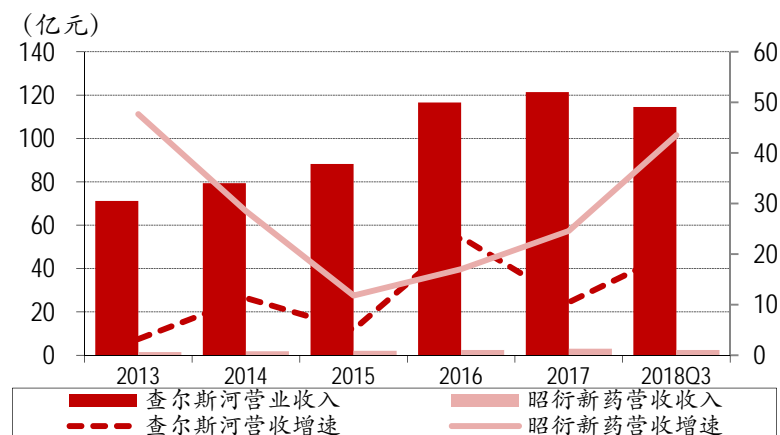
❖ 相比Charles River，昭衍新药处于“幼儿时期”，其盈利能力和成长性好于Charles River

### 盈利能力



数据来源：万得、中银国际证券

### 成长能力

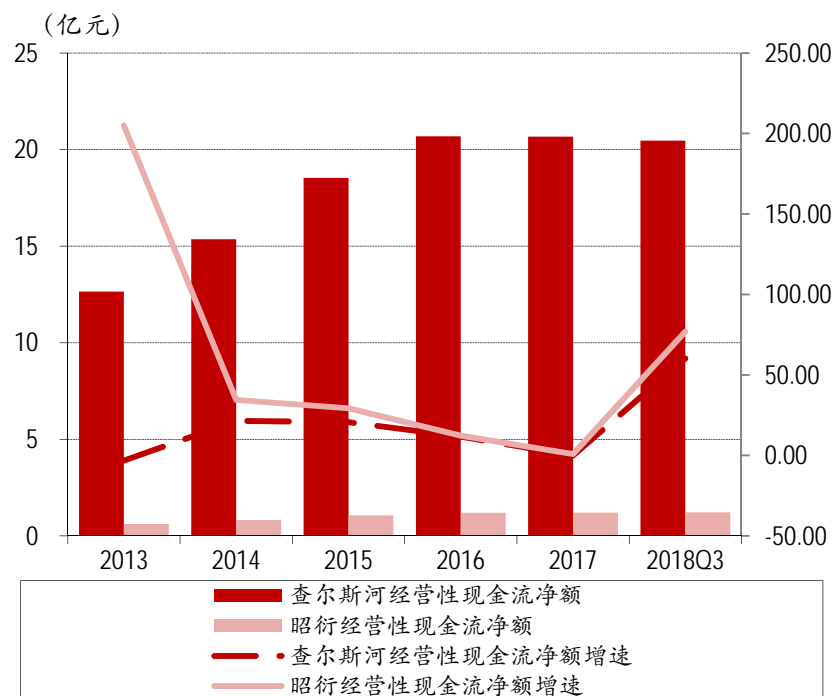


数据来源：万得、中银国际证券

# Charles River vs 昭衍新药 财务数据对比

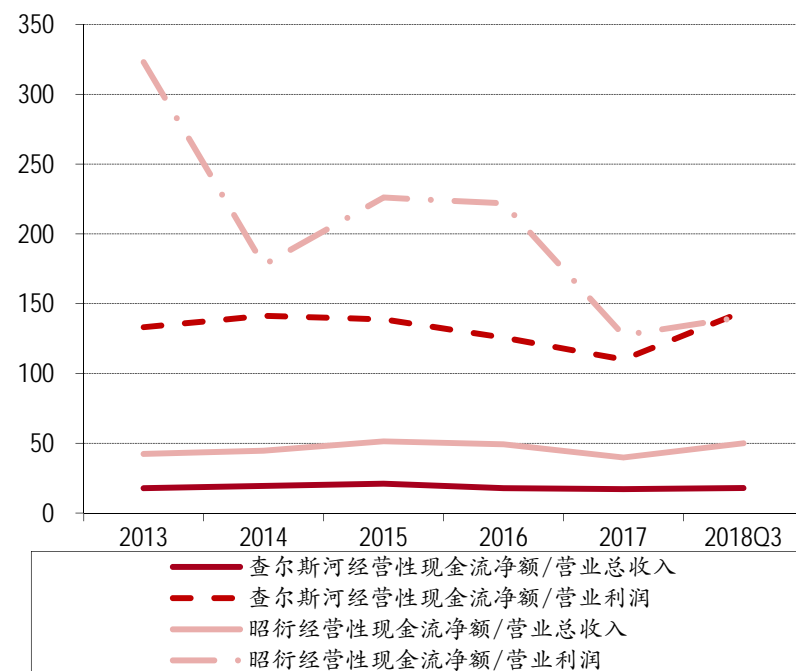
❖ Charles River和昭衍新药的经营质量均表现良好

经营性现金流净额及增速



数据来源：万得、中银国际证券

经营性现金流净额/营收或营业利润

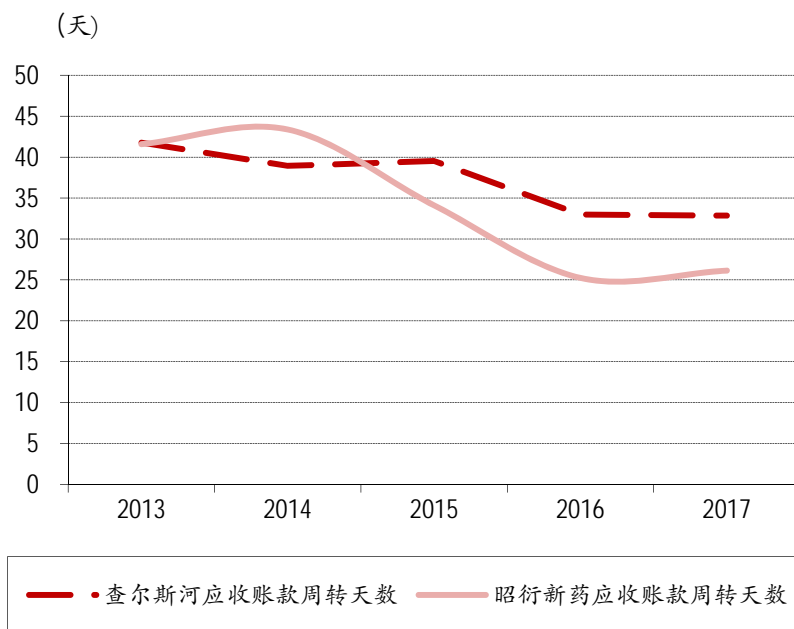


数据来源：万得、中银国际证券

# Charles River vs 昭衍新药 财务数据对比

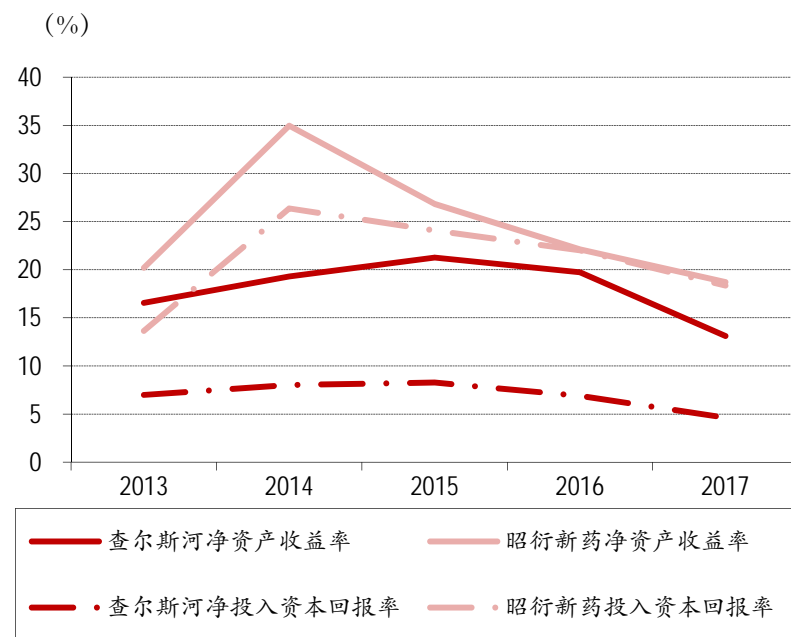
❖ Charles River和昭衍新药的经营质量均表现良好

## 经营效率



数据来源：万得、中银国际证券

## 资产回报率



数据来源：万得、中银国际证券



## 小结：昭衍新药有望复制Charles River的成长路径，业绩高增长具有持续性和高确定性

- ❖ 昭衍新药的业务跟全球CRO龙头公司Charles River最为接近，具有可比性。从Charles River的成长路径来看：以试验动物为主营的CRO公司也可以做大，立足优势业务，产业链横向多样化和纵向延伸，打破市场顾虑的成长天花板。
- ❖ 昭衍短期安评业务随着药企研发投入不断增加和CRO外包渗透率提升保持40%以上高增长；中长期来看以安评为核心，产业链横向和纵向拓展范围大，公司已经成立昭衍鸣进入药物警戒领域、昭衍新药进入临床试验领域、梧州新药中心定位培育高质量实验动物等；2018年海外市场取得突破，未来将持续加大海外业务投入和拓展。
- ❖ 公司是稀缺的临床前CRO标的，在药物安全评价先发优势和规模优势明显。其所处的临床前CRO行业受益于国内创新药蓬勃发展，迎来发展黄金期。参考全球CRO龙头成长路径，产业链的延伸并购整合、海外市场拓展能够助力业务规模持续增长。暂不考虑产业链延伸和整合带来的收益，我们预计18-20年净利润1.16亿、1.67亿、2.38亿，维持**买入**评级。
- ❖ **风险提示：**项目进度慢于预期；募投项目推进慢于预期；新投资项目盈利不达预期。

## 5.相关研究报告

- ❖ 《昭衍新药：2018业绩预增持续高增长，符合预期》 -----20190130
- ❖ 《昭衍新药：行业确定性高，业绩持续高增长》 -----20181226
- ❖ 《昭衍新药2018三季报点评：业绩高增长略超预期，估值具备吸引力》 -----20181030
- ❖ 《昭衍新药：2018H1业绩持续高增长，业务范围逐渐拓宽》 -----20180830
- ❖ 《昭衍新药：进入药物警戒服务领域，培育新的利润增长点》 -----20180802
- ❖ 《昭衍新药：业绩高增长继续，2018H1净利润预增73%-93%》 -----20180728
- ❖ 《昭衍新药：临床前CRO稀缺标的，药物安评领域龙头》 -----20180629
- ❖ 《昭衍新药2018一季报点评：业绩快速增长，符合预期》 -----20180502
- ❖ 《昭衍新药：临床前CRO稀缺标的，药物安全评价利基市场龙头》 -----20180402



中银国际证券  
BOC INTERNATIONAL (CHINA)

谢谢!

欢迎交流

敬请支持



中银国际证券  
BOC INTERNATIONAL (CHINA)

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。