

业绩增速符合预期，新产能陆续释放+产业链扩张未来可期

——昭衍新药（603127）年报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年年报。2018 年实现营收 4.09 亿元，同比增长 35.69%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 41.72%；实现扣非归母净利润 9029.42 万元，同比增长 36.92%；实现 EPS 0.94 元。10 派 3 转 4。

其中，2018 年第四季度实现营收 1.65 亿元，同比增长 25.50%；实现归母净利润 5111.58 万元，同比增长 22.33%；实现扣非归母净利润 4685.41 万元，同比增长 25.14%；实现 EPS 0.44 元。

费用方面，销售费用 662.62 万元，同比增长 15.17%；管理费用 7678.28 万元，同比增长 48.09%；财务费用-330.37 万元，同比降低 250.66%，主要系存款利息增加与汇兑损益影响所致。研发费用 2368.95 万元，同比降低 7.38%；经营性现金流净额 1.76 亿元，同比增长 43.25%，主要系业务增长收款增加所致；应收账款 4479.73 万元，同比增长 52.30%；投资收益 865.54 万元，同比增长 365.66%。

2. 我们的分析与判断

（一）公司经营状况良好，核心业务高速增长

临床前研究业务高速增长，实验动物销售业务有所下滑。2018 年实现营收 4.09 亿元（+35.69%），归母净利 1.08 亿元（+41.72%），扣非归母净利 9029.42 万元（+36.92%）。分业务板块来看，临床前研究实现收入 4.03 亿元（+37.97%），占总收入比例高达 98.46%（+1.62pp）。毛利率为 53.48%，同比下降 3.24pp，主要原因系一方面 18 年公司新增员工 145 人，人力成本增加；另一方面对外采购原材料成本升高所致。实验动物销售收入 487.21 万元（-45.92%），毛利率 27.84%（-21.40pp），收入与毛利率均有所下滑，收入下滑原因系舒泰神采购量较去年大幅下降所致，毛利率下滑原因系公司主动优化现存实验动物质量所致。药物警戒业务 18 年开始贡献收入（15.77 万元），该板块目前尚处于早期阶段，未来随着药物警戒行业的逐渐发展，有望进一步贡献业绩增量。

昭衍新药（603127.SH）

推荐 维持评级

分析师

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

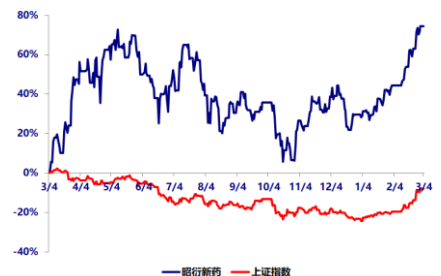
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-03-02

A 股收盘价(元)	64.10
A 股一年内最高价(元)	65.30
A 股一年内最低价(元)	36.51
上证指数	2994.01
市盈率-TTM	68.04
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)	35.77

相对上证指数表现图

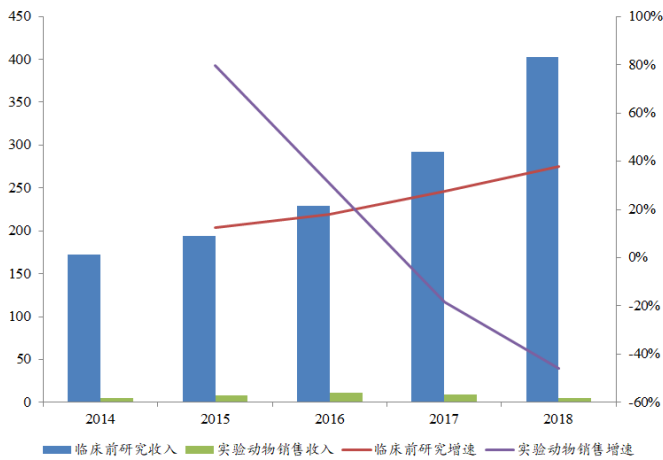


资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

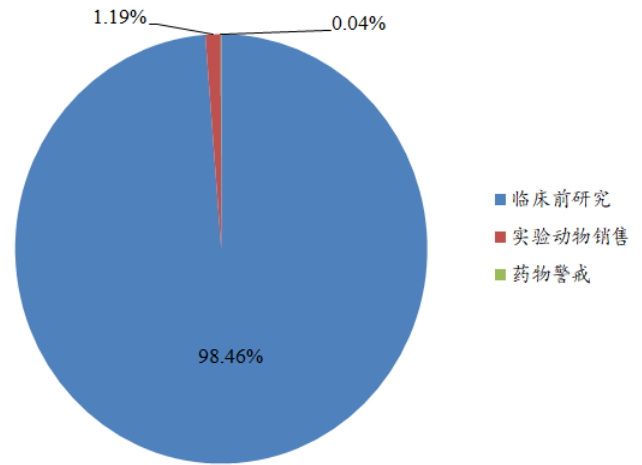
- 2018-11-05 昭衍新药三季报跟踪：业绩保持高速增长，未来高成长性确定
- 2018-09-07 昭衍新药半年报深度跟踪：业绩保持高速增长，看好长期发展前景

图 1：公司临床前研究与实验动物销售收入（百万元）情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

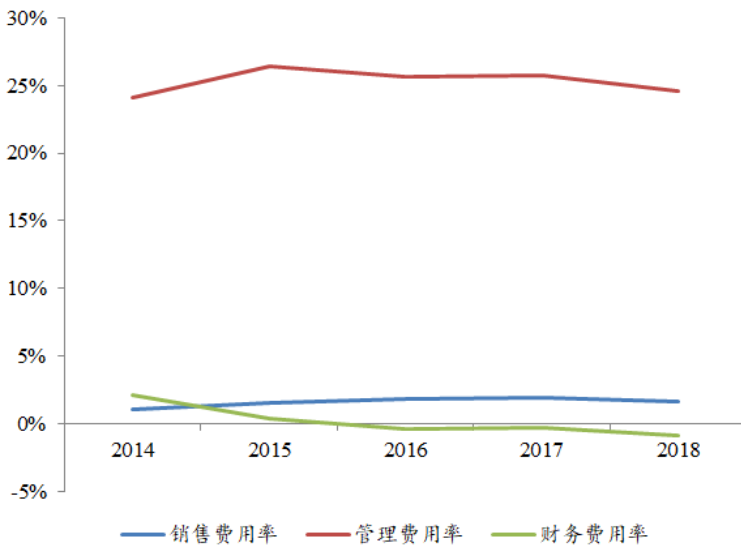
图 2：2018 年公司收入结构组成情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

期间费用率有所下降，经营性现金流状况良好。2018 年期间费用率 25.39% (-1.91pp)，销售费用率 1.62% (-0.29pp)，管理费用率（按可比口径，研发费用计入管理费用）24.58% (-1.12pp)，财务费用率 -0.81% (-0.50pp)。细分来看，销售费用 662.62 万元，同比增长 15.17%；管理费用 7678.28 万元，同比增长 48.09%；财务费用 -330.37 万元，同比降低 250.66%，主要系存款利息增加与汇兑损益影响所致。现金流方面，2018 年经营性现金流净额 1.76 亿元，同比增长 43.25%，高于归母净利润，经营性现金流状况良好。此外，研发费用 2368.95 万元 (-7.38%)，投资收益 865.54 万元 (+365.66%)。

图 3：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）

苏州昭衍业绩同样出色。子公司苏州昭衍是公司主要生产经营主体之一，也是国内规模最大的药物安评机构之一。2018年，苏州昭衍实现营收2.51亿元，同比增长35.20%，净利润8149.46万元，同比增长28.68%。

(二) 产能不断扩充，在手订单积极消化，确保业绩持续增长

公司为国内临床前安评龙头，我们认为保障其业绩持续增长的因素主要包括三方面：

(1) 人员队伍建设；(2) 产能进一步扩充；(3) 充足的在手订单。

(1) 人员队伍建设

公司加强人员队伍建设，人员规模稳定增长。2018年，公司新增员工145人，总计员工人数达到817人，其中技术人员582人（2017年技术人员410人），占比71.23%。公司不断加强人员队伍建设，为业务的顺利开展提供有力保障。

(2) 产能进一步扩充

苏州太仓方面，18年苏州太仓基地完成近1.4万平米的动物房装修，其中3000平米为非人灵长类动物检疫楼，已于18年7月投入使用，另外近1.1万平米为实验动物饲养设施，预计19年4月投入使用。19年计划装修改建实验室约4000平米。

北京方面，18年北京昭衍完成2号楼一层小动物房的翻新，增加屏障设施750平米，预计19年5月投入使用。

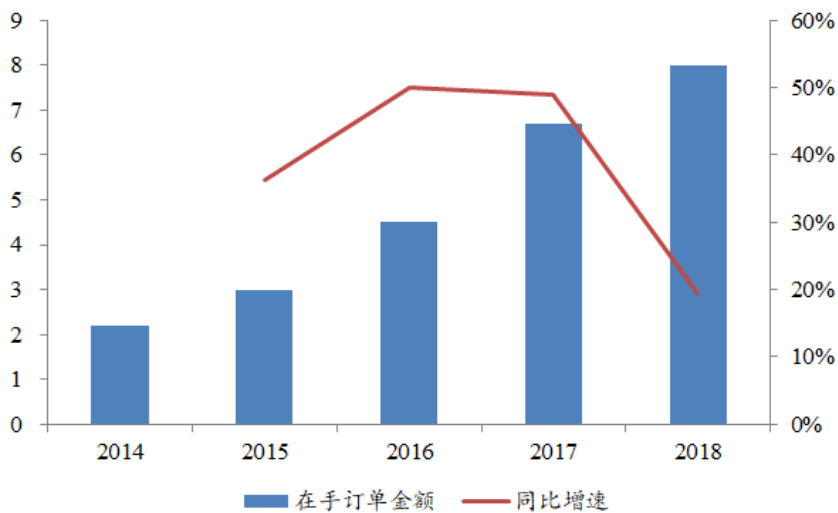
广西梧州方面，计划新增非人灵长类繁殖基地565亩，用于开工建设具备1.5万只饲养能力的灵长类设施，18年已初步完成场地规划设计。

海外方面，对全资子公司昭衍加州增资3000万美元，负责联络国际事务、国际化宣传推广等，同时旧金山已有的6000平米产能有望投入使用，助力扩展海外业务。

(3) 在手订单充足

公司在手订单充足，后期业绩得到保障。截止报告期末，公司在手订单量约为8亿，相较去年同期增加约19.4%，充足的在手订单为公司未来经营业绩提供了有效保障。此外，2018年签订的合同额相较去年增长约22%，保持稳定增长，完成的专题数及在研的专题数相较去年大幅度增长。

图 4：公司在手订单金额（亿元）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

（三）产业链延伸稳步推进，早期临床+药物警戒有望带来新的业绩增量

公司积极拓展业务领域，产业链延伸稳步推进，我们认为早期临床与药物警戒有望带来新的业绩增量。

早期临床试验业务方面，公司成立子公司**昭衍医药**，推进早期临床试验业务的发展。2018 年公司主要完成的工作包括（1）与多家医院共建药物早期临床中心；（2）与多家 GCP 临床试验中心签署战略合作协议；（3）与几十家医院建立联系网络。2019 年公司将从三个维度继续推进早期临床试验业务。（1）临床试验基地建设，完成太仓、通化已签约的基地建设。（2）临床 CRO 团队和能力建设，专注早期临床领域，19H1 完成团队扩大与能力建设，项目内部完成，同时初步建立承接国际项目的的能力。（3）临床生物样本分析中心，完成太仓实验室建设，于 19 年承接内外部项目。

药物警戒业务方面，公司成立子公司**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。18 年昭衍鸣讯已经自主研发药物警戒管理平台 iPVMAP，先后与不同规模类型企业，包括央企、合资企业、研发企业、上市公司等建立合作关系，反响良好，并已经开始贡献收入。未来随着药物警戒行业的发展，该板块有望带来更大的业绩增量。

3. 投资建议

公司 2018 年业绩符合预期，我们看好其业绩保持长期可持续增长。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，公司不断加强人员队伍建设、设施设备建设与业务能力建设，不断扩张产能，积极消化充足的在手订单，确保业绩可持续增长。另一方面，公司积极拓展业务领域，增强整体竞争力，早期临床+药物警戒有望带来新的业绩增量。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 1.54/2.14/2.99 亿元，对应 EPS 为 1.34/1.86/2.60 元，对应 PE 为 48/34/25 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	241.81	301.28	408.80	584.79	821.49	1159.38
营业收入增长率	17.04%	24.60%	35.69%	43.05%	40.48%	41.13%
归母净利润（百万元）	51.69	76.45	108.34	153.75	214.02	298.87
归母净利润增长率	5.12%	47.89%	41.71%	41.91%	39.20%	39.64%
EPS（元）	0.450	0.665	0.942	1.337	1.861	2.599
P/E	142.60	96.42	68.04	47.94	34.44	24.66
P/B	28.37	13.22	11.32	9.29	7.44	5.82
EV/EBITDA	44.21	45.26	49.49	30.59	23.05	16.29

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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	241.81	301.28	408.80	584.79	821.49	1159.38
减：营业成本	119.79	131.76	192.05	273.40	384.05	542.02
营业税金及附加	2.14	3.19	3.19	4.57	6.42	9.06
营业费用	4.38	5.75	6.63	10.42	14.63	22.03
管理费用	62.06	77.42	76.78	136.73	192.08	278.25
财务费用	-0.87	-0.94	-3.30	-5.34	-13.14	-23.56
资产减值损失	0.66	1.58	1.94	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.09	1.86	8.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.52	0.33	5.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-23.69	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.55	84.90	116.81	170.02	237.45	331.58
加：其他非经营损益	7.46	-0.76	1.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	61.01	84.14	118.66	170.02	237.45	331.58
减：所得税	9.32	13.60	16.84	16.50	23.75	33.16
净利润	51.69	70.54	101.82	153.52	213.71	298.43
减：少数股东损益	0.00	0.00	-0.15	-0.23	-0.32	-0.44
归属母公司股东净利润	51.69	76.45	108.34	153.75	214.02	298.87
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	25.71	306.40	36.96	393.26	712.00	1293.34
应收和预付款项	26.94	35.11	54.80	66.77	104.00	137.02
存货	64.37	92.24	114.56	178.24	233.07	347.41
其他流动资产	17.12	65.03	370.16	370.16	370.16	370.16
长期股权投资	0.07	0.00	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	306.20	285.49	369.88	317.41	264.93	212.46
无形资产和开发支出	42.25	42.91	48.10	42.08	36.06	30.04
其他非流动资产	3.44	10.64	26.25	24.97	23.70	23.70
资产总计	486.11	837.82	1020.71	1392.89	1743.93	2414.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	225.92	280.03	369.19	599.51	753.07	1147.49
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	225.92	280.03	369.19	599.51	753.07	1147.49
股本	61.30	81.80	114.99	114.99	114.99	114.99
资本公积	59.61	261.04	236.22	236.22	236.22	236.22
留存收益	138.92	214.59	300.10	442.19	639.99	916.20
归属母公司股东权益	259.83	557.44	651.32	793.41	991.21	1267.42
少数股东权益	0.35	0.35	0.20	-0.03	-0.34	-0.79

股东权益合计	260.18	557.79	651.52	793.38	990.86	1266.63
负债和股东权益合计	486.11	837.82	1020.71	1392.89	1743.93	2414.12
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	118.14	120.84	175.03	358.11	322.54	581.43
投资性现金净流量	-52.42	-223.67	-269.53	5.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	2.33	227.13	-15.29	-6.82	-3.79	-0.10
现金流量净额	68.76	122.75	-106.97	356.30	318.75	581.33

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。

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