



603127.SH

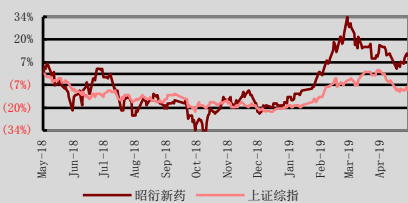
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 46.08

板块评级: 强大于市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	37.7	(0.5)	14.5	11.2
相对上证指数	20.8	11.2	7.1	19.8

发行股数(百万)	161
流通股(%)	49
总市值(人民币 百万)	7,419
3个月日均交易额(人民币 百万)	104
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年5月17日收市价为标准

相关研究报告

- 《昭衍新药》 20190429
- 《昭衍新药》 20190301
- 《昭衍新药》 20190213

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: 医疗服务

张威亚

010-66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

0755-82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

昭衍新药

国际化收购第一步, 拟2728万美元现金收购美国 Biomere

公司 5.17 晚发布公告, 拟 2728 万美元现金收购 BIOMEDICAL RESEARCH MODELS, INC. (以下简称“Biomere”) 100% 股权。根据股权购买协议安排, 公司通过在美国设立特殊目的公司(简称“SPV 公司”)作为本次交易的收购主体, 本次交易以剥离持续亏损的疫苗业务为前提, 即交割时 Biomere 公司将仅拥有 CRO 业务。本次交易完成后, Biomere 将成为公司的全资子公司, 收购资金来源为上市公司自有资金。

支撑评级的要点

■ Biomere 是美国新英格兰地区前三大临床前 CRO 之一, 与公司业务协同。Biomere 成立于 1996 年 12 月, 是美国新英格兰地区前三大临床前 CRO 公司之一, 也是该地区为数不多的可开展灵长类动物试验的临床前 CRO。公司业务包括临床前 CRO 和疫苗研发业务: CRO 业务主要为临床前 CRO, 包括 GLP 和非 GLP 业务, 其 GLP 业务已经通过 FDA 现场检查, 其分析、病理业务均为外包。CRO 业务员工约 100 人, 实验室及动物房面积约 89000 平方英尺(约 8268 平方米), 全部为租用, 租约到期日为 2026 年 10 月 31 日, 到期后目标公司有两次续租五年的选择权。Biomere 的 CRO 业务 2017 年、2018 年分别实现收入 1.02 亿元和 1.26 亿元, 净利润 1322.67 万元和 1098.84 万元, CRO 业务稳定增长, 已拥有成熟的商业模式和管理架构, 并拥有较好的客户基础, 公司主要客户包括 Shire、Novartis、Abbott 等大型制药公司。Biomere 疫苗业务包括三个未进入临床阶段的疫苗研发项目, 近两年疫苗业务持续亏损。公司本次拟收购 Biomere 公司的 CRO 业务, 本次交易以剥离持续亏损的疫苗业务为前提, 即交割时 Biomere 公司将仅拥有 CRO 业务。

■ 公司首次海外并购, 利于提升美国市场影响力。本次系公司首次海外并购项目, Biomere 的优势在于成熟的管理模式和优质的客户资源, 其 CRO 业务和公司主业协同效应强, 可实现技术和资本协同, 借助 Biomere 的客户网络, 提升 Biomere 的业务规模和盈利能力, 同时公司内部相关部门可承接外包的分析、病理等业务, 增厚项目的毛利率, 提升盈利能力。完成收购后, 公司将在美国东部地区拥有 GLP 实验室, 进一步完善公司在美国的市场布局, 扩大公司品牌在美国市场的影响力; 同时能够为公司的外延并购积累经验, 为未来外延式发展迈出重要一步。

■ 公司积极推进新业务开展, “存量增长”和“增量突破”打破成长天花板。市场部分投资者对昭衍新药的成长天花板存在顾虑, 我们之前报告中以全球市场份额第五的 Charles River 的成长路径推演昭衍新药的发展空间, 得出结论: 以实验动物为主业的 CRO 公司通过立足优势业务, 产业链横向和纵向拓展, 不断打破成长天花板。我们认为公司从“存量增长”和“增量突破”两方面来保证业绩持续高增长和打破成长天花板。”存量业务: 即安评业务受益行业景气度和公司的龙头地位保持快速增长。“增量”业务分两方面, 一方面是产业链上下游新业务的拓展, 公司成立子公司昭衍鸣讯、昭衍医药、苏州启辰生物, 分别进入药物警戒服务领域、药物临床试验、动物疾病模型等领域, 计划新建广西梧州新药中心、重庆新药中心等。新拓展业务还包括非药物评价领域(7 月份通过 CNAS 认证检查)等。公司在产业链上下游布局有序推进, 培养新的利润增长点。增量业务另一方面是海外市场的拓展, 美国子公司昭衍加州加大海外市场, 收购 Biomere 各自优势互补, 提升在美国市场影响力, 海外市场有望提供巨大增量。

估值

■ 维持盈利预测, 预计公司 2019-2021 年实现净利润 1.57 亿、2.16 亿、2.83 亿元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 募投项目进度慢于预期; 募投项目推进慢于预期; 新投资项目盈利不达预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	301	409	601	876	1,234
变动(%)	25	36	47	46	41
净利润(人民币 百万)	76	108	157	216	283
全面摊薄每股收益(人民币)	0.935	0.942	0.974	1.345	1.758
变动(%)	10.8	0.8	3.4	38.0	30.8
全面摊薄市盈率(倍)	49.3	48.9	47.3	34.3	26.2
价格/每股现金流量(倍)	31.4	30.1	14.2	25.0	13.8
每股现金流量(人民币)	1.47	1.53	3.26	1.84	3.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.1	46.2	36.4	24.6	16.7
每股股息(人民币)	0.301	0.300	0.208	0.383	0.479
股息率(%)	0.7	0.7	0.5	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	301	409	601	876	1,234
销售成本	(135)	(195)	(284)	(407)	(577)
经营费用	(59)	(56)	(130)	(199)	(287)
息税折旧前利润	108	157	187	269	370
折旧及摊销	(26)	(29)	(31)	(36)	(42)
经营利润(息税前利润)	82	128	156	233	328
净利息收入/(费用)	1	3	3	3	3
其他收益/(损失)	2	11	25	18	7
税前利润	84	142	184	255	339
所得税	(17)	(20)	(28)	(38)	(51)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	0	5
净利润	76	108	157	216	283
核心净利润	67	123	157	217	283
每股收益(人民币)	0.935	0.942	0.974	1.345	1.758
核心每股收益(人民币)	0.819	1.070	0.976	1.346	1.760
每股股息(人民币)	0.301	0.300	0.208	0.383	0.479
收入增长(%)	25	36	47	46	41
息税前利润增长(%)	55	57	21	50	41
息税折旧前利润增长(%)	35	46	19	44	37
每股收益增长(%)	11	1	3	38	31
核心每股收益增长(%)	(5)	31	(9)	38	31

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	84	142	184	255	339
折旧与摊销	26	29	31	36	42
净利息费用	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
运营资本变动	53	76	237	148	344
税金	(8)	(34)	(28)	(38)	(51)
其他经营现金流	(35)	(33)	103	(101)	(133)
经营活动产生的现金流	120	176	524	296	538
购买固定资产净值	1	5	40	40	40
投资减少/增加	2	9	3	5	6
其他投资现金流	(226)	(283)	(120)	(104)	(80)
投资活动产生的现金流	(224)	(270)	(77)	(59)	(34)
净增权益	(25)	(34)	(33)	(62)	(77)
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	252	(8)	5	(100)	(218)
融资活动产生的现金流	227	(15)	74	(58)	(74)
现金变动	123	(109)	521	179	429
期初现金	133	405	149	670	849
公司自由现金流	(104)	(93)	447	237	503
权益自由现金流	(105)	(97)	494	234	500

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	470	521	910	1,134	1,592
应收帐款	30	46	54	94	114
库存	92	115	186	258	358
其他流动资产	5	9	16	18	29
流动资产总计	597	690	1,166	1,504	2,093
固定资产	285	370	380	386	386
无形资产	43	48	46	44	42
其他长期资产	13	31	17	20	23
长期资产总计	342	449	443	451	451
总资产	941	1,141	1,611	1,956	2,545
应付帐款	13	20	42	43	71
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	298	389	611	802	1,150
流动负债总计	311	409	703	895	1,272
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	81	79	77	79
股本	82	115	161	161	161
储备	476	545	668	823	1,029
股东权益	558	660	829	984	1,190
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	5
总负债及权益	941	1,141	1,611	1,956	2,545
每股帐面价值(人民币)	6.82	5.74	5.15	6.11	7.39
每股有形资产(人民币)	6.30	5.32	4.86	5.84	7.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.95)	(1.29)	(3.85)	(4.96)	(7.63)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.8	38.5	31.1	30.7	30.0
息税前利润率(%)	27.1	31.4	25.9	26.6	26.6
税前利润率(%)	27.9	34.8	30.7	29.1	27.5
净利率(%)	25.4	26.5	26.1	24.7	22.9
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
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)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	49.3	48.9	47.3	34.3	26.2
核心业务市盈率(倍)	56.2	43.1	47.2	34.2	26.2
市净率(倍)	6.8	8.0	8.9	7.5	6.2
价格/现金流(倍)	31.4	30.1	14.2	25.0	13.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.1	46.2	36.4	24.6	16.7
周转率					
存货周转天数	211.8	193.3	193.0	199.0	195.1
应收帐款周转天数	30.2	33.9	30.2	30.7	30.8
应付帐款周转天数	19.6	14.8	18.8	17.7	16.9
回报率					
股息支付率(%)	32.2	31.8	21.4	28.5	27.2
净资产收益率(%)	18.7	17.8	21.1	23.9	26.0
资产收益率(%)	8.5	10.6	9.6	11.1	12.4
已运用资本收益率(%)	4.7	4.4	5.1	5.7	6.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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的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刊载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371