



603127.SH

买入

市场价格：人民币 49.80

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	48.8	(0.9)	7.3	31.2
相对上证指数	32.5	4.9	14.2	27.6

发行股数(百万)	161
流通股(%)	49
总市值(人民币 百万)	8,034
3个月日均交易额(人民币 百万)	56
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8月3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

张威亚

(8610) 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

### 业绩持续高增长，新业务有序推进

公司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；公司是国内唯一具有两个 GLP 认证的临床前研究机构，规模化优势明显，其设备规模、人才队伍、客户资源均、项目经验处于行业前列；公司正处于快速成长期，订单应接不暇，随着募投项目顺利推进，产能紧张局面会得到极大缓解，保证业绩能够持续高增长，维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **行业景气度向上，公司业绩持续高增长。**我国医药行业创新研发方兴未艾，CRO 行业高确定性受益于国内创新浪潮，公司作为临床前 CRO 安评细分领域龙头，业绩自 2014 年起保持快速增长。2018 年营收 4.09 亿元 (+35.69%)；归母净利润 1.08 亿元 (+41.72%)；扣非归母净利润 9,029.42 万元 (+36.92%)；经营性净现金流 1.76 亿元 (+43.25%)；2018 年新签合同金额较 2017 年增长 22%，截至 2019 年 Q1，预计在手订单超过 9 亿。新签合同稳定增长及丰富的在手订单保证了公司后续业绩持续高增长。
- **新产能已投产，新拓展业务顺利推进。**苏州昭衍新建产能动物房面积约 13,000 平方米，已经于 2019 年下半年正式投入使用，苏州昭衍动物房面积增加了近 100%，极大的提升了服务通量和容量。产能瓶颈缓解，业绩有望在下半年提速。公司在稳固安评市场龙头地位同时，积极在产业链上下游拓展新业务，公司在 2018 年 8 月份先后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，在产业链上下游布局有序推进，培养新的利润增长点。
- **第二轮激励方案激励范围扩大，强化收入考核指标。**公司第一轮激励方案授予核心技术骨干 129 人共计 75.5 万分权益，本次激励方案范围扩大到 238 人，授予权益共计 169.9 万份，激励范围有所扩大，充分调动管理层和技术骨干的积极性；业绩考核强化收入指标，以 2018 年收入为基础，未来三年收入同比增速 30%（上一轮业绩考核收入增速同比 20%），彰显了公司保持业绩高增长的信心。我们认为，2018 年公司人均创收 50.04 万元，创历史新高，股权激励推出能充分调动核心技术骨干的积极性，在行业保持高景气的背景下，人均创收有望进一步提高。

#### 估值

- 预计 2019-2020 年实现净利润 1.57 亿、2.17 亿、2.83 亿，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；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)	53.3	52.9	51.1	37.0	28.3
价格/每股现金流量(倍)	33.9	32.5	15.3	27.0	14.9
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)	70.8	50.1	39.7	26.9	18.4
每股股息(人民币)	0.301	0.300	0.208	0.383	0.479
股息率(%)	0.6	0.6	0.4	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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	53.3	52.9	51.1	37.0	28.3
核心业务市盈率(倍)	60.8	46.5	51.0	37.0	28.3
市净率(倍)	7.3	8.7	9.7	8.2	6.7
价格/现金流(倍)	33.9	32.5	15.3	27.0	14.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.8	50.1	39.7	26.9	18.4
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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