

新一轮股权激励开展，彰显公司发展信心

——昭衍新药（603127）跟踪报告

增持（维持）

日期：2020年06月29日

事件：

2020年6月28日，公司公告2020年股票期权激励计划（草案），该计划拟向激励对象授予权益总计209万份，涉及的标的股票种类为人民币A股普通股，约占本计划草案公告时公司股本总额22668.1929万股的0.922%；授予的股票期权的行权价格为94.77元/股。

投资要点：

● 扩大激励范围，稳定公司长期发展基础

公司此次股权激励的对象包括董事、高管和核心技术（业务）骨干共计356人，相比于公司2018、2019年的计划激励对象人数和覆盖范围有进一步的提升和扩大。公司三年实施三次股权激励，将进一步实现人才和核心团队与公司利益的绑定，使更多的员工享受到了公司发展的红利，更好的夯实了公司长期发展的基础。

● 业绩考核要求较高，每期摊销费用影响较小

公司此次股权激励的考核要求：未来三年收入的复合增速超过25%，2022年营业收入增长率不低于以2019年业绩为基准的95.31%。总体来看，此次股权激励的考核要求较高，对于公司发展具有显著的激励作用。从摊销费用看，每期摊销费用均未超过1000万元，预计对于当年的净利润影响程度影响较小。

● 业务拓展持续发力，有望继续维持较快增长

2019年12月，公司正式完成对美国临床前CRO公司—BIOMERE的并购，公司可以充分借助BIOMERE的成熟的管理模式和优质的客户资源，优化公司业务结构并扩大品牌在美国市场的影响力，进一步提升海外市场的销售份额。同时，公司计划2020年继续装修动物房约5400平米、装修实验室约4400平米，为不断增长的订单提前做好筹备。除此之外，公司继续开拓临床试验服务和药物警戒业务，其团队建设已基本成型，有望成为新的增长驱动点。

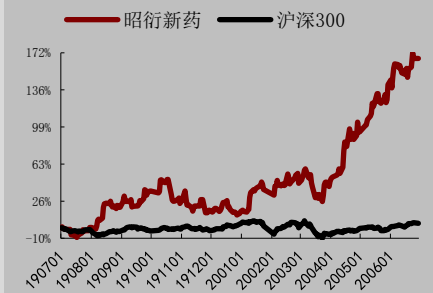
● **盈利预测：**考虑到公司扩建以及新业务拓展带来的业务增量以及整体医疗创新需求的行业大环境，预计2020年、2021年和2022年公司实现EPS 1.05、1.35和1.73元，对应当前股价PE分别为96、75和58倍，维持“增持”评级。

● **风险因素：**并购整合不及预期的风险、药企研发投入减少的风险。

基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	冯宇霞/28.56%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	226.68
流通A股(百万股)	110.85
收盘价(元)	100.70
总市值(亿元)	214.46
流通A股市值(亿元)	104.87

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年06月29日

相关研究

万联证券研究所 20200414_公司年报点评
_AAA_昭衍新药（603127）年报点评报告
万联证券研究所 20191111_公司跟踪报告
_AAA_昭衍新药（603127）跟踪报告
万联证券研究所 20190814_公司半年报点
评_AAA_昭衍新药（603127）点评报告

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：02160883489

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

	2019年	2020年	2021E	2022E
营业收入(亿元)	6.39	9.26	12.89	16.99
增长比率(%)	56.4	44.9	39.1	31.9
净利润(亿元)	1.78	2.37	3.06	3.93
增长比率(%)	64.6	33.1	29.1	28.3
每股收益(元)	0.79	1.05	1.35	1.73
市盈率(倍)	120.2	96.2	74.5	58.1

数据来源：Wind，万联证券

目录

1、三年三次股权激励，彰显公司长期发展信心	3
1.1 扩大激励范围，稳定公司长期发展基础	3
1.2 业绩考核要求较高，每期摊销费用影响较小	3
1.3 业务拓展持续发力，有望继续维持较快增长	4
图表 1：三次股权激励覆盖人数	3
图表 2：股票期权激励计划的分配	3
图表 3：行权比例和考核要求	4
图表 4：股票期权费用的摊销方法	4

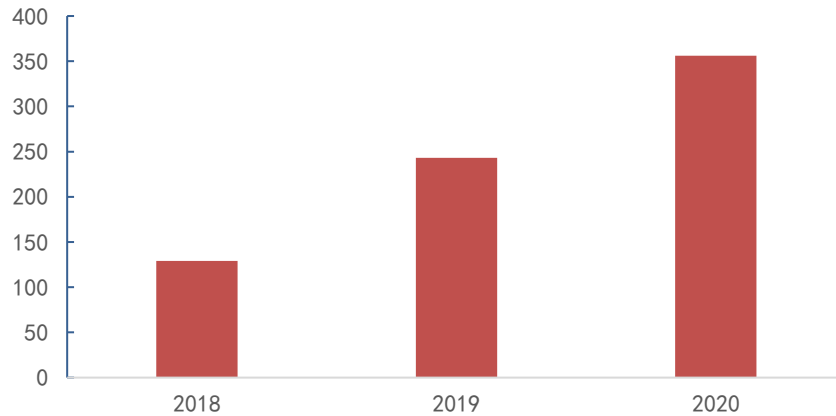
万联证券

1、三年三次股权激励，彰显公司长期发展信心

1.1 扩大激励范围，稳定公司长期发展基础

公司此次股权激励的对象包括董事、高管和核心技术（业务）骨干共计356人，覆盖公司员工比例达到了29.1%（356/1224），相比于公司2018、2019年的计划草案相比，在激励对象人数和覆盖范围有进一步的提升和扩大。公司三年实施三次股权激励，将进一步实现人才和核心团队与公司利益的绑定，使更多的员工享受到了公司发展的红利，更好的夯实了公司长期发展的基础。

图表1：三次股权激励覆盖人数



资料来源：公司公告，万联证券研究所

从激励对象看，绝大多数激励对象为公司核心技术（业务）骨干（351/356），占授予股票期权总数的比例超过90%，这将进一步吸引和留住优秀人才，充分调动员工主观能动性。

图表2：股票期权激励计划的分配

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总数的比例
左从林	副董事长	9.6	4.59%
孙云霞	董事、副总经理	3	1.44%
高大鹏	董事、总经理、董事会秘书	3	1.44%
姚大林	董事、副总经理	3	1.44%
于爱水	财务总监	1.5	0.72%
核心技术（业务）骨干（351人）		188.9	90.38%
合计（356人）		209	100%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 业绩考核要求较高，每期摊销费用影响较小

从股权激励考核要求看：未来三年收入的复合增速25%，2022年营业收入增长率不低于以2019年业绩为基准的95.31%。总体来看，此次股权激励的考核要求较高，对于公司发展有着较强的指引作用。从摊销费用看，每期摊销费用均未超过1000万元，预计对于当年的净利润影响程度影响较小。

图表3：行权比例和考核要求

行权期	业绩考核目标	行权比例
股票期权 第一个行权期	以2019年营业收入为基数 2020年营业收入增长率不 低于25%；	50%
股票期权 第二个行权期	以2019年营业收入为基 数，2021年营业收入增长 率不低于56.25%；	30%
股票期权 第三个行权期	以2019年营业收入为基 数，2022年营业收入增长 率不低于95.31%。	20%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表4：股票期权费用的摊销方法

时间	需摊销费用（万元）
2020	661.26
2021	954.21
2022	396.4
2023	103.45
合计	2115.32

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.3 业务拓展持续发力，有望继续维持较快增长

在海外市场，2019年12月，公司正式完成对美国临床前CRO公司—BIOMERE的并购，公司可以充分借助BIOMERE的成熟的管理模式和优质的客户资源，优化公司业务结构并扩大品牌在美国市场的影响力，进一步提升海外市场的销售份额。同时公司继续拓展国内业务，持续巩固自身发展优势，不断强化人员队伍建设、设施和设备投入、业务能力建设：

- 1) 在人员团队建设中，公司进一步充实和扩大员工队伍，已拥有超1100人的专业服务团队，现有的临床前研究服务团队的质量和素质进一步提高，临床试验服务团队和药物警戒服务团队已基本成型；
- 2) 在设施、设备投入中，公司小动物房翻新建设计划完成并于2019年6月份投入使用。其后，苏州昭衍也自7月正式开始投入使用动物房3号楼、7号楼，使得苏州昭衍动物房设施大幅增加，极大的提升了服务通量与容量。另有3500平米功能实验室也于同年11月份完成装修，并逐步投入使用。
- 3) 在业务能力建设中，公司加强药物临床试验服务、药物警戒服务和模型动物研究。在药物临床试验服务方面，至2019年底，公司已经具备了临床试验项目承接的能力，并且已经承接并开展了相关业务；在药物警戒服务方面，公司成立以来已经与50余家企业建立了药物警戒合作关系，并与药政管理部门、高校、行业协会合作共同推进药物警戒发展；在模型动物研究方面，公司控股子公司苏州启辰于2019年成立，从事用于新药研发的动物疾病模型创建和基因编辑模式动物定制服务。

在公司持续拓展业务的情况下，公司合同额稳步提高：2019年签订的合同额较2018年增长超过50%，继续保持高速增长。包括药物警戒等业务，也有望成为公司未来的增长亮点。

2、业绩预测

考虑到公司扩建以及新业务拓展带来的业务增量以及整体医疗创新需求的行业大环境，预计2020年、2021年和2022年公司实现归母净利润2.37、3.06和3.93亿元，实现EPS为1.05、1.35和1.73元，对应当前股价PE分别为96、75和58倍，维持“增持”评级。

3、风险提示

并购整合不及预期的风险、药企研发投入减少的风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	641	1124	1584	2218	营业收入	639	926	1289	1699
货币资金	177	527	780	1203	营业成本	303	461	667	888
应收票据及应收账款	108	138	201	261	营业税金及附加	4	6	9	11
其他应收款	4	6	8	11	销售费用	12	17	24	32
预付账款	7	14	19	26	管理费用	95	150	213	286
存货	200	295	432	573	研发费用	40	56	79	104
其他流动资产	144	144	144	144	财务费用	-2	0	0	0
非流动资产	777	886	1002	1111	资产减值损失	-4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-3	0	0	0
固定资产	418	469	531	595	投资净收益	13	19	27	35
在建工程	35	47	46	35	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	107	134	167	202	营业利润	206	279	358	459
其他长期资产	217	236	258	280	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	1418	2011	2587	3330	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	483	773	1043	1393	利润总额	206	279	358	459
短期借款	11	0	0	0	所得税	28	41	52	66
应付票据及应付账款	44	60	90	119	净利润	178	237	306	393
预收账款	335	580	763	1025	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	93	133	190	249	归属母公司净利润	178	237	306	393
非流动负债	108	108	108	108	EBITDA	229	272	334	416
长期借款	9	9	9	9	EPS (元)	0.79	1.05	1.35	1.73
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	99	99	99	99	主要财务比率				
负债合计	591	881	1151	1501	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	162	227	227	227	成长能力				
资本公积	233	233	233	233	营业收入	56.4%	44.9%	39.1%	31.9%
留存收益	445	683	989	1382	营业利润	63.6%	35.3%	28.5%	28.3%
归属母公司股东权益	827	1129	1435	1828	归属于母公司净利润	64.6%	33.1%	29.1%	28.3%
少数股东权益	1	1	1	1	获利能力				
负债和股东权益	1418	2011	2587	3330	毛利率	52.6%	50.2%	48.2%	47.8%
					净利率	27.9%	25.6%	23.8%	23.1%
					ROE	21.6%	21.0%	21.3%	21.5%
					ROIC	18.9%	17.6%	17.6%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率	41.7%	43.8%	44.5%	45.1%
					净负债比率	-18.7%	-45.6%	-53.5%	-65.2%
					流动比率	1.33	1.45	1.52	1.59
					速动比率	0.90	1.05	1.09	1.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.46	0.50	0.51
					应收账款周转率	6.01	7.02	6.65	6.77
					存货周转率	1.51	1.56	1.54	1.55
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	1.05	1.35	1.73
					每股经营现金流	0.65	1.86	1.67	2.35
					每股净资产	3.65	4.98	6.33	8.07
					估值比率				
					P/E	120.23	96.18	74.52	58.07
					P/B	25.95	20.22	15.91	12.49
					EV/EBITDA	40.15	81.93	66.01	51.97

现金流量表				
单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148	422	379	534
净利润	178	237	306	393
折旧摊销	44	37	37	37
营运资金变动	-69	167	63	139
其它	-5	-19	-27	-35
投资活动现金流	-102	-126	-126	-110
资本支出	-127	-127	-131	-125
投资变动	21	-8	-9	-9
其他	3	8	14	23
筹资活动现金流	-15	54	0	0
银行借款	12	-11	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	20	65	0	0
其他	-47	0	0	0
现金净增加额	28	350	253	423
期初现金余额	149	177	527	780
期末现金余额	177	527	780	1203

资料来源: 万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场