

分析师: 李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

## 股权激励草案出台,公司业绩增长确定

——昭衍新药(603127)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2020-06-30)

发布日期: 2020年06月30日

收盘价(元)	105.13
一年内最高/最低(元)	133.40/44.48
沪深300指数	4163.96
市净率(倍)	28.83
流通市值(亿元)	116.53

基础数据(2020-3-31)

每股净资产(元)	5.30
每股经营现金流(元)	0.21
毛利率(%)	49.15
净资产收益率_摊薄(%)	2.23
资产负债率(%)	46.40
总股本/流通股(万股)	16171.69/7879.47
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《昭衍新药(603127)季报点评: 三季度业绩稳定增长, 全年高速增长无忧》 2019-10-31
- 2 《昭衍新药(603127)中报点评: “政策助力+产能扩张” 助推公司业绩持续高速增长》 2019-08-14
- 3 《昭衍新药(603127)中报点评: 中报业绩符合预期, 未来两年增长无忧》 2018-08-31

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

6月29日, 公司公告称, 拟向激励对象授予209万份股票期权, 涉及的股票种类为人民币A股普通股, 约占计划草案公告时公司股本总额22,668.1929万股的0.922%。股票行权价格不低于94.77元。股权激励对象包括公司部分高管以及技术骨干。经股东大会通过后, 授予的股票期权自授予登记完成之日起满12个月后可以开始行权。第一个行权期的业绩考核目标为: 以2019年营业收入为基数, 2020年营业收入增长率不低于25%; 第二个行权期的业绩考核目标为: 以2019年营业收入为基数, 2021年营业收入增长率不低于56.25%; 第三个行权期的业绩考核目标为: 以2019年营业收入为基数, 2022年营业收入增长率不低于95.31%。

点评:

- 公司的核心业务是药物临床前研究服务, 股权激励方案彰显管理者信心。通俗的讲, 就是在临床试验阶段前, 对受试物的安全性、有效性、质量可控性等进行评价、检测、研究的服务。主要内容包括药物非临床安全性评价服务、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务和药物筛选。其中, 非临床安全性评价服务包括安全药理学试验、单次给药毒性试验、重复给药毒性试验、毒代动力学试验、生殖毒性试验、遗传毒性试验、致癌试验、局部毒性试验、免疫原性试验等评价试验; 药物筛选是指通过体内及体外试验选择出具有开发价值的候选分子。此次股权激励行权价格价高, 体现了管理层对公司未来发展的信心。
- 临床前研究服务具备专业性壁垒, 只能在专业的GLP实验室中开展。公司拥有北京和苏州两个GLP实验室, 建立了系统的药物临床前评价技术平台和GLP质量管理体系, 通过了国内以及多个国家, 包括国际机构的GLP认证和检查, 无论设施面积, 评价品种还是专业性, 都位居细分子行业领先水平。2019年, 公司助力客户完成230余个高分子创新药的IND申报工作, 获批60余个, 获批率处于业内领先水平。
- 2019年和2020年一季度公司业绩都实现了快速增长。2019年公司实现营业收入6.39亿元, 同比增长56.40%; 归属于上市公司股东的净利润1.78亿元, 同比增长64.64%; 扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为1.55亿元, 同比增长71.41%; 经营活动产生的现金流量净额为1.48亿元, 同比下滑15.89%。基本每股收益1.11元。2020年一季度, 公司实现营业收入1.55亿元, 同比增长107.9%, 实现归母净利润1.91亿元, 同比增长59%; 基本每股收益0.12元。
- Biomere并表以及产能扩张带来的订单增长是公司业绩增长的驱动力之一。目前, 公司的总产能为31500平, 太仓基地的产能是去年下半年建

成，估计今年全年的产能利用率在 80%左右，加之北京试验房的改造，公司产能较上年同期有所提升；公司计划 2020 年在苏州新增 5400 平实验基地，以满足不断增长的订单需求。一季度公司业绩几乎未受到新冠疫情的影响(除开工延迟外)，疫苗类等新药临床前安全评价的订单还有所增长，这主要受益于国内 CRO 行业的快速增长。截至 2019 年年底，公司在手订单超过 10 个亿。产能扩张的同时，公司加大了设备的投入，购买了大批专业仪器。特别是在生物分析与临床分析、细胞与基因分析、病理、眼科、呼吸以及心血管药理等专业给予了特别的投入，为公司未来订单的增长奠定了良好的基础。

- **眼科领域 CRO 服务能力获得重大突破。**公司通过引进海外眼科领域领军华人科学家，在眼科领域取得较大突破，如建立了食蟹猴眼压动物实验模型，完成了验证实验，并已成功为美国委托方完成两个治疗青光眼新药的药效实验，成为国内首个具有此类 CRO 服务能力的实验室。
- **新技术助力公司 CRO 服务能力提升。**公司不断加强在生物技术药物评价领域先进技术的探索，建立了连续静脉输液等专有技术能力和利用 MSD 进行生物分析等高效的测试方法，提高了药物评价的综合能力；成功开展了多个 cell-based 中和抗体检测试验，为今后相关试验提供了模型基础。同时，公司着手建立的放射性同位素实验室，建成后可具备独立开展动物 PET-CT 等高端检测技术，2019 年已完成土建施工及防护工程建设、取证验收等工作，目前正在履行监管部门的验收备案程序。
- **上下游产业链延伸有助公司业绩增长。**公司上游为试验动物，包括小型啮齿类动物，主要是小白鼠以及大型灵长类动物黑猩猩等，为了增强对上游试验动物的掌控能力，公司位于广西猴厂已于 2019 年 11 月正式开工建设，年内将有部分投产，预计 3 年达产，届时公司的动物实验成本将有所降低。下游公司布局药物临床 CRO 服务领域。公司于 2018 年 8 月和 2019 年 10 月注册成立了全资子公司苏州昭衍医药和北京昭衍医药，主要业务为药物早期临床试验服务（临床 I 期及 BE 试验）。该业务为公司主营业务向下游的延伸。公司于 2019 年底建成 2 家临床医学中心（分别在通化，海南），已经开始承接业务。太仓人民医院的临床中心计划今年下半年建成。广东与医院战略合作的临床中心正在项目引流中。考虑到“4+7”带量采购成为常态，创新药迎来黄金发展期，以及 60 天快速审评政策的推出，未来 3-5 年内，早期临床的需求量会呈现井喷式增长，公司有望从中受益。
- **未雨绸缪布局未来发展三方向。**1) **通过收购 Biomere 提升公司国际品牌竞争力，布局国外发展战略。**二季度受美国疫情蔓延影响，Biomere 公司经营受到略微影响，主要与人员结构调配有关，公司主要业务为药物筛选，整体影响有限。2) **药物警戒业务，布局创新药企。**公司于 2018 年 7 月底注册成立了控股子公司昭衍鸣讯，该公司定位于提供贯穿于药品全生命周期的药物警戒服务，包括为国内药品研发、生产以及经营企业提供全方位药物警戒外包服务以及信息化解决方案，业务范围涵盖药品、医疗器械、疫苗等。在信息化解决方案方面，公司自主研发了一站式药物警戒管理平台 iPVMAP 和器械警戒平台，与同方知网（北京）技术有限公司合作研发了知讯药物警戒文献平台，这些药物警戒信息化产品是药物警戒技术与 IT 技术的深度融合打造的国际化标准解决方案，其功能涵盖药物警戒核心工作内容，助力企业搭建高效合规的药物警戒体系，实现药物警戒体系全面化、系统化管理，确保药物警戒数据的完整、安

全。自 2018 年成立以来公司已经与 50 余家企业建立了药物警戒合作关系。目前该业务还处于前期拓展中，公司通过与临床前服务企业签订打包合同绑定未来客户。我们认为，随着国家法律法规的不断完善，未来药企的药物警戒体系势必会更加完善。3) **模型动物研究，为未来创新药企服务。**公司于 2019 年成立控股子公司苏州启辰，致力于打造领先的、高效的、稳定的实验动物遗传资源及基因工程技术平台，主要从事用于新药研究的动物疾病模型创建，利用基因编辑技术，以实验动物为对象，开展用于新药研究的基因编辑模式动物定制服务。2019 年，苏州启辰已初步组建了技术团队，具备了较强的技术研发能力；实验平台构建方面，先后建设了高标准的细胞实验室及分子生物学实验室，配备了具有国际领先水平的胚胎显微操作系统、细胞培养及基因编辑操作相关设备；实验体系搭建方面，目前已建立了高效稳定的大动物体细胞实验体系，并完成体外实验，现已根据前期调研开展眼科、肿瘤及免疫系统人源化动物模型的创建工作。这些工作为公司更好服务于未来的创新药企业开辟了道路。

- **参股昭衍生物，持股比例 8%左右。**目前公司参股的昭衍生物已获得获 6000 万美元 A 轮融资，作为在美国本土拥有符合 FDA GMP 标准的生产车间的 CDMO 服务商，昭衍生物已在美国厂区具备 1000L+2×500L+200L 规模生产能力，积累了丰富的蛋白药物大规模生产、运营和管理经验。同时在中国北京厂区也已建成 2×500L+2×200L 规模的生产线和配套的 PD、研发实验设施。并将在北京建设符合中国、美国及欧盟 GMP 标准的 10 万升规模的原液及配套制剂生产线。具备中美两地服务设施和服务团队。目前昭衍生物正与军科院开展新冠疫苗研究工作，如若成功也将为公司贡献投资收益。
- **维持公司至“买入”投资评级。**预计公司 2020 年、2021 年和 2022 年 EPS 分别为 1.05 元、1.38 元和 1.91 元，按照 2020 年 6 月 30 日收盘价 105.13 元/股计算，相应 PE 为倍 100.0、76.4 倍和 55 倍。考虑到公司未来的增长较为确定，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：订单确认进度以及新订单取得情况存在一定的不确定性**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	408.8	639.4	895.1	1253.2	1741.9
增长比率	35.7%	56.4%	40.0%	40.0%	39.0%
净利润(百万元)	108.3	178.4	238.3	311.9	433.0
增长比率	41.7%	64.6%	33.6%	30.9%	38.8%
每股收益(元)	0.48	0.79	1.05	1.38	1.91
市盈率(倍)	220.0	133.6	100.0	76.4	55.0

资料来源：贝格数据，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	408.8	639.4	895.1	1253.2	1741.9	成长性					
减: 营业成本	192.1	302.8	420.7	614.1	853.5	营业收入增长率	35.7%	56.4%	40.0%	40.0%	39.0%
营业税费	3.2	4.1	7.0	9.8	13.6	营业利润增长率	33.8%	63.6%	37.5%	30.8%	38.9%
销售费用	6.6	12.5	14.6	20.7	29.3	净利润增长率	41.7%	64.6%	33.6%	30.9%	38.8%
管理费用	76.8	95.2	179.0	250.6	348.4	EBITDA 增长率	50.9%	69.4%	11.0%	27.0%	35.0%
财务费用	-3.3	-2.0	-7.0	-9.9	-14.9	EBIT 增长率	63.4%	74.4%	15.5%	30.6%	38.5%
资产减值损失	1.9	-4.0	5.3	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	36.1%	70.2%	31.5%	30.6%	38.5%
加: 公允价值变动收益	0.3	-2.7	-0.6	-	-	投资资本增长率	180.0%	26.6%	-99.9%	56173.8%	-212.4%
投资和汇兑收益	8.7	13.2	8.6	8.0	8.0	净资产增长率	16.8%	27.0%	29.2%	20.0%	23.2%
营业利润	126.0	206.1	283.5	370.9	515.1	利润率					
加: 营业外净收支	1.8	-0.3	-	-	-	毛利率	53.0%	52.6%	53.0%	51.0%	51.0%
利润总额	127.9	205.9	283.5	370.9	515.1	营业利润率	30.8%	32.2%	31.7%	29.6%	29.6%
减: 所得税	19.7	27.7	45.4	59.3	82.4	净利润率	26.5%	27.9%	26.6%	24.9%	24.9%
净利润	108.3	178.4	238.3	311.9	433.0	EBITDA/营业收入	40.7%	44.1%	34.9%	31.7%	30.8%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	33.6%	37.4%	30.9%	28.8%	28.7%
货币资金	148.7	177.0	934.3	772.3	1,804.8	运营效率					
交易性金融资产	102.9	130.7	78.0	103.9	104.2	固定资产周转天数	227	198	162	106	70
应收帐款	38.7	110.3	18.9	155.1	77.2	流动营业资本周转天数	-40	-30	-143	-109	-111
应收票据	6.1	1.9	13.3	8.3	18.8	流动资产周转天数	567	375	416	434	436
预付帐款	8.9	7.2	23.3	17.1	37.2	应收帐款周转天数	29	42	26	25	24
存货	114.6	200.5	243.6	404.6	496.4	存货周转天数	91	89	89	93	93
其他流动资产	270.1	13.1	116.1	133.1	87.4	总资产周转天数	917	720	716	635	573
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	217	231	92	50	-4
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.6%	21.6%	22.3%	24.3%	27.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	12.6%	11.1%	13.7%	13.2%
固定资产	286.5	418.4	386.6	354.8	323.0	ROIC	80.2%	48.7%	50.6%	49199.6%	121.1%
在建工程	79.6	35.3	35.3	35.3	35.3	费用率					
无形资产	48.1	106.6	102.1	97.6	93.1	销售费用率	1.6%	2.0%	1.6%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	37.4	217.0	190.5	194.3	195.7	管理费用率	18.8%	14.9%	20.0%	20.0%	20.0%
资产总额	1,141.4	1,417.8	2,142.0	2,276.3	3,273.1	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
短期债务	-	11.0	-	-	-	三费/营业收入	19.6%	16.5%	20.8%	20.9%	20.8%
应付帐款	30.3	58.4	49.7	109.2	120.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	42.9%	41.7%	50.1%	43.7%	51.7%
其他流动负债	378.9	413.4	939.8	797.0	1,482.7	负债权益比	75.2%	71.4%	100.4%	77.5%	107.2%
长期借款	-	9.2	-	-	-	流动比率	1.69	1.33	1.44	1.76	1.64
其他非流动负债	80.7	98.6	83.7	87.6	90.0	速动比率	1.41	0.91	1.20	1.31	1.33
负债总额	489.9	590.6	1,073.2	993.9	1,693.5	利息保障倍数	-41.53	-118.19	-39.50	-36.54	-33.52
少数股东权益	0.2	0.7	0.6	0.3	-0.1	分红指标					
股本	115.0	161.7	226.7	226.7	226.7	DPS(元)	0.15	0.24	0.33	0.43	0.60
留存收益	544.6	678.5	841.6	1,055.5	1,353.0	分红比率	31.8%	30.8%	31.6%	31.4%	31.3%
股东权益	651.5	827.3	1,068.8	1,282.4	1,579.6	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	108.2	178.2	238.3	311.9	433.0	EPS(元)	0.48	0.79	1.05	1.38	1.91
加: 折旧和摊销	29.8	43.8	36.3	36.3	36.3	BVPS(元)	2.87	3.65	4.71	5.66	6.97
资产减值准备	1.9	9.1	-	-	-	PE(X)	220.0	133.6	100.0	76.4	55.0
公允价值变动损失	-0.3	2.7	-0.6	-	-	PB(X)	36.6	28.8	22.3	18.6	15.1
财务费用	-0.9	-0.3	-7.0	-9.9	-14.9	P/FCF	-191.0	228.3	35.3	-698.1	20.4
投资收益	-8.7	-13.2	-8.6	-8.0	-8.0	P/S	58.3	37.3	26.6	19.0	13.7
少数股东损益	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	EV/EBITDA	71.0	59.1	72.8	57.6	40.8
营运资金的变动	-148.9	201.1	448.5	-386.3	699.0	CAGR(%)	42.3%	34.4%	46.0%	42.3%	34.4%
经营活动产生现金流量	176.1	148.1	706.7	-56.3	1,145.0	PEG	5.2	3.9	2.2	1.8	1.6
投资活动产生现金流量	-269.5	-102.1	61.9	-17.8	7.7	ROIC/WACC	7.6	4.6	4.8	4,685.8	11.5
融资活动产生现金流量	-15.3	-15.4	-11.2	-87.9	-120.2	REP	4.3	7.8	7,662.1	0.0	-4.9





资料来源：贝格数据，中原证券

### 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。