

昭衍新药 (603127)

上半年业绩超预期，安评龙头维持高成长性 买入（首次）

2020 年 08 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	639	982	1,358	1,856
同比（%）	56.4%	53.6%	38.3%	36.7%
归母净利润（百万元）	178	252	351	460
同比（%）	64.7%	41.4%	39.1%	31.1%
每股收益（元/股）	0.79	1.11	1.55	2.03
P/E（倍）	126.48	89.48	64.34	49.07

投资要点

■ **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 97.82%；实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 87.17%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比增长 121.64%；经营性现金流 1.54 亿元，同比增长 109.33%。

■ **临床前 CRO 订单需求旺盛，推动业绩持续高增。**2020Q2，公司实现营业收入 2.43 亿，同比增长 91.89%，归母净利润 5652 万，同比增长 99.11%，较 Q1 有一定提速，H1 业绩超预期。公司核心业务为药物临床前药理毒理学评价，是国内安评领域的龙头，充分享受 CRO 细分赛道高速增长的红利。公司行业资质齐全，业务经验丰富，是国内首家通过美国 FDA GLP 检查，并拥有 CFDA、OECD、韩国 MFDS GLP 认证资质，AAALAC（动物福利）认证的临床前安评机构，先发优势明显。2020 年上半年，公司签订的合同额较 2019 年同期增长约 70%，继续保持高增速，同时截止 2020 年 6 月 30 日，公司在手订单金额约为 14 亿元，较去年同期增加约 40%，为未来业绩提供了保障。近年来，公司子公司苏州昭衍加紧募投项目建设，不断扩增实验设施及增加技术团队，使得产能逐渐释放，未来有望形成规模效应，助力订单需求带来的高成长性。

■ **立足核心业务横向延伸，特色领域提供广阔空间。**公司致力于为客户提供一站式的服务，打造独具特色的优质实验动物供应、临床前安全性评价、临床服务和药物警戒服务的黄金产业链。基于既有优势，公司不断加强特色服务领域的建设：临床试验服务方面，公司已对参与共建的 2 家医院开展了系统的质量体系提升服务；药物警戒服务方面，子公司昭衍鸣讯已与 30 余家新客户建立了药物警戒合作；模型动物研究方面，子公司苏州启辰已组建完善的技术团队，创建了多个基因编辑小鼠模型。通过横向延伸，公司业务间协同效应不断加强，也为公司未来发展提供更广阔的空间。

■ **股权激励常态化，未来业绩可期。**公司于 2017 年上市后频繁进行股权激励。2020 年 6 月，公司公布最新股票期权激励计划，对象为中高层管理人员及核心骨干人员，行权条件为 2020-2022 三年营业收入增长率较 2019 年为基数，分别不低于 25%、56.25%和 95.31%，体现了公司未来业绩增长的信心。盈利能力方面，2020H1 公司实现综合毛利率 50.16%(-0.74pp)，期间费用率 31.58%(+1.59pp)，净利率 18.94%(-0.92pp)，盈利能力整体保持稳定。预计未来公司主要依靠国内外核心业务扩张拉动利润增长，业绩可期。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.52 亿、3.51 亿和 4.60 亿元，相应 EPS 分别为 1.11 元、1.55 元和 2.03 元，对应 PE 估值分别为 89 倍、64 倍、49 倍。考虑到公司是安评领域龙头，业绩有望受益创新药产业高景气度，保持高速增长，公司未来三年盈利复合增速有望达 37%，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业政策变动风险；市场竞争加剧风险；订单波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	99.50
一年最低/最高价	39.25/108.50
市净率(倍)	27.81
流通 A 股市值(百万元)	22478.91

基础数据

每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	46.15
总股本(百万股)	226.74
流通 A 股(百万股)	225.92

相关研究

昭衍新药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	641	1,128	1,252	1,927	营业收入	639	982	1,358	1,856
现金	177	502	433	902	减:营业成本	303	468	645	889
应收账款	108	88	190	198	营业税金及附加	4	6	9	12
存货	200	303	383	562	营业费用	12	19	24	34
其他流动资产	155	235	246	265	管理费用	135	214	296	412
非流动资产	777	846	1,069	1,353	财务费用	-2	-1	-5	-7
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-4	1	1	0
固定资产	420	610	803	1,054	加:投资净收益	13	10	11	11
在建工程	35	44	52	64	其他收益	18	13	14	14
无形资产	107	123	142	162	营业利润	206	297	413	541
其他非流动资产	215	69	72	74	加:营业外净收支	-0	0	0	0
资产总计	1,418	1,974	2,320	3,281	利润总额	206	297	413	541
流动负债	483	857	910	1,474	减:所得税费用	28	45	63	82
短期借款	11	11	11	11	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	44	55	79	104	归属母公司净利润	178	252	351	460
其他流动负债	428	791	820	1,359	EBIT	202	288	400	522
非流动负债	108	93	93	93	EBITDA	246	342	477	626
长期借款	9	8	7	6					
其他非流动负债	99	85	86	87					
负债合计	591	950	1,003	1,566	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1	1	0	-0	每股收益(元)	0.79	1.11	1.55	2.03
归属母公司股东权益	827	1,024	1,317	1,715	每股净资产(元)	3.65	4.51	5.81	7.56
负债和股东权益	1,418	1,974	2,320	3,281	发行在外股份(百万股)	162	227	227	227
					ROIC(%)	30.0%	52.3%	41.3%	58.9%
					ROE(%)	21.5%	24.6%	26.6%	26.8%
					毛利率(%)	52.6%	52.3%	52.5%	52.1%
					销售净利率(%)	27.9%	25.7%	25.8%	24.8%
					资产负债率(%)	41.7%	48.1%	43.2%	47.7%
					收入增长率(%)	56.4%	53.6%	38.3%	36.7%
					净利润增长率(%)	64.7%	41.4%	39.1%	31.1%
					P/E	126.48	89.48	64.34	49.07
					P/B	27.30	22.04	17.13	13.16
					EV/EBITDA	91.02	64.45	46.35	34.54
现金流量表 (百万元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	148	495	279	899					
投资活动现金流	-102	-114	-295	-375					
筹资活动现金流	-15	-56	-53	-56					
现金净增加额	28	325	-69	469					
折旧和摊销	44	54	77	105					
资本开支	127	96	220	283					
营运资本变动	-81	198	-133	353					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>