

603127.SH

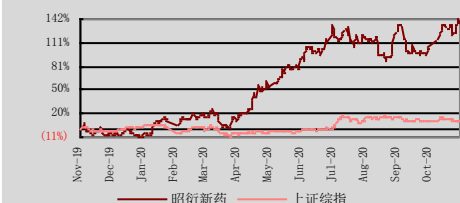
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 95.00

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	128.5	(3.8)	10.4	128.3
相对上证指数	121.2	(2.4)	10.8	114.4

发行股数(百万)	227
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	21,608
3 个月日均交易额(人民币 百万)	251
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《昭衍新药》20200831

《昭衍新药》20200412

《昭衍新药》20191030

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

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

昭衍新药

业绩实现高速增长, 海外布局持续推进

公司 2020 年前三季度实现营业收入 6.32 亿元 (+81.23%), 归母净利润 1.18 亿人民币 (+53.19%)。公司第三季度实现营业收入 2.34 亿元 (+58.65%), 归母净利润 0.42 亿元 (+17.26%)。公司上半年苏州实验室投入使用, 产能释放持续助力业绩增长。

支撑评级的要点

- 产能释放持续助力, 业绩实现高速增长。公司前三季度实现营业收入 6.32 亿元, 同比增长 81.23%, 实现归母净利润 1.18 亿元, 同比增长 53.19%。2020 年上半年, 公司完成的 10800 平米动物设施得到充分使用, 使业务服务通量和效率得到了提高。新投入的 3500 平米实验室在布局规划上更加先进合理, 提高了公司的服务能力与临床分析业务能力。公司计划于 2021 年开工建设 20000 平方米的额外实验室及实验模型设施。公司计划于广州建立创新药安全评价中心及配套实验室, 并在重庆建立符合 GLP 的非临床研究实验室, 预计设施一期在 2023 年投入运营。公司 2020 年前三季度业绩增长强劲, 存在 2020 年全年业绩超预期可能。
- 海外布局持续推进, Biomere 助力业绩增长。公司于 2019 年 12 月完成对美国 Biomere 公司的收购, 承接海外业务。Biomere 具有国际化客户基础并在客户服务方面具有良好声誉, 有利于推进公司海外战略布局。Biomere 毛利率相较公司其他业务较低, 公司 2020 年前三季度毛利率为 49.8%, 与上年同期相比降低 1.8pt。
- 坚持研发投入, 持续提升客户服务能力。公司 2020 年前三季度研发费用为 48.89 百万元, 研发费用率为 7.7%, 与上年同期持平。公司第三季度单季研发费用率提升至 8.9%, 同比增长 1.59pt。

估值

- 公司前三季度受收购 Biomere 与产能释放影响实现业绩快速增长, 预计 2020, 2021, 2022 年公司实现净利润分别为 2.47 亿元, 3.36 亿元, 4.23 亿元, EPS 分别为 1.527 元, 2.080 元, 2.616 元。

评级面临的主要风险

- 政策变化风险; 新业务拓展不达预期; 市场竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	409	639	944	1,283	1,740
变动(%)	36	56	48	36	36
净利润(人民币 百万)	108	178	247	336	423
全面摊薄每股收益(人民币)	0.942	1.103	1.527	2.080	2.616
变动(%)	0.8	17.1	38.5	36.2	25.8
全面摊薄市盈率(倍)	100.8	86.1	62.2	45.7	36.3
价格/每股现金流量(倍)	62.0	103.7	89.7	47.9	40.6
每股现金流量(人民币)	1.53	0.92	1.06	1.99	2.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	136.5	79.1	66.3	51.7	39.3
每股股息(人民币)	0.300	0.340	0.484	0.655	0.821
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	409	639	944	1,283	1,740
销售成本	(195)	(307)	(435)	(602)	(818)
经营费用	(56)	(61)	(186)	(271)	(387)
息税折旧前利润	157	271	322	410	534
折旧及摊销	(29)	(42)	(40)	(44)	(49)
经营利润(息税前利润)	128	229	282	366	486
净利息收入/(费用)	3	2	2	2	2
其他收益/(损失)	11	10	1	21	10
税前利润	142	241	285	389	498
所得税	(20)	(28)	(39)	(52)	(67)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	0	8
净利润	108	178	247	336	423
核心净利润	123	214	247	336	423
每股收益(人民币)	0.942	1.103	1.527	2.080	2.616
核心每股收益(人民币)	1.068	1.320	1.528	2.081	2.617
每股股息(人民币)	0.300	0.340	0.484	0.655	0.821
收入增长(%)	36	56	48	36	36
息税前利润增长(%)	57	78	23	30	33
息税折旧前利润增长(%)	46	72	19	27	30
每股收益增长(%)	1	17	38	36	26
核心每股收益增长(%)	30	24	16	36	26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	142	241	285	389	498
折旧与摊销	29	42	40	44	49
净利息费用	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
运营资本变动	76	(15)	(25)	71	6
税金	(34)	(63)	(39)	(52)	(67)
其他经营现金流	(33)	(55)	(89)	(129)	(105)
经营活动产生的现金流	176	148	171	321	379
购买固定资产净值	5	58	40	40	40
投资减少/增加	9	(121)	8	8	10
其他投资现金流	(283)	(40)	(65)	(104)	(80)
投资活动产生的现金流	(270)	(102)	(17)	(56)	(30)
净增权益	(34)	(55)	(78)	(106)	(133)
净增债务	0	22	38	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	19	(10)	(37)	(101)	(219)
融资活动产生的现金流	(15)	(15)	(25)	(104)	(130)
现金变动	(109)	31	130	161	218
期初现金	405	149	177	307	468
公司自由现金流	(93)	46	155	265	349
权益自由现金流	(97)	66	190	263	347

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	149	177	307	468	686
应收帐款	46	112	125	152	148
库存	115	200	251	374	472
其他流动资产	381	151	155	174	177
流动资产总计	690	641	837	1,168	1,484
固定资产	370	456	460	460	456
无形资产	48	107	102	98	93
其他长期资产	31	62	36	43	47
长期资产总计	449	624	597	601	596
总资产	1,141	1,418	1,593	1,934	2,249
应付帐款	20	44	45	60	70
短期债务	0	11	50	50	50
其他流动负债	389	428	395	487	492
流动负债总计	409	483	490	597	612
长期借款	0	9	9	9	9
其他长期负债	81	99	84	88	90
股本	115	162	162	162	162
储备	545	679	847	1,078	1,368
股东权益	660	840	1,009	1,239	1,530
少数股东权益	0	1	1	1	8
总负债及权益	1,141	1,418	1,593	1,934	2,249
每股帐面价值(人民币)	5.74	5.20	6.24	7.66	9.46
每股有形资产(人民币)	5.32	4.54	5.61	7.06	8.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.29)	(0.97)	(1.53)	(2.53)	(3.88)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.5	42.4	34.2	32.0	30.7
息税前利润率(%)	31.4	35.8	29.9	28.5	27.9
税前利润率(%)	34.8	37.7	30.2	30.3	28.6
净利率(%)	26.5	27.9	26.2	26.2	24.3
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.3	1.7	2.0	2.4
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)	1.4	0.9	1.2	1.3	1.7
估值					
市盈率(倍)	100.8	86.1	62.2	45.7	36.3
核心业务市盈率(倍)	89.0	72.0	62.2	45.7	36.3
市净率(倍)	16.6	18.3	15.2	12.4	10.0
价格/现金流(倍)	62.0	103.7	89.7	47.9	40.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	136.5	79.1	66.3	51.7	39.3
周转率					
存货周转天数	193.3	187.4	189.3	189.5	188.7
应收帐款周转天数	33.9	45.2	45.9	39.3	31.4
应付帐款周转天数	14.8	18.2	17.1	14.9	13.6
回报率					
股息支付率(%)	31.8	30.8	31.7	31.5	31.4
净资产收益率(%)	17.8	23.8	26.7	29.9	30.6
资产收益率(%)	10.6	15.8	16.2	18.0	20.1
已运用资本收益率(%)	4.4	5.9	6.4	7.1	7.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测