

2021年01月19日

业绩增长超市场预期，规模效应下盈利能力持续提升

昭衍新药(603127)

事件概述

公司公告 2020 年业绩预告：全年实现归母净利润 3.03~3.22 亿元，同比增长 69.9%~80.3%；扣非净利润 2.75~2.93 亿元，同比增长 77.5%~89.6%。

分析判断：

► 业绩增长超市场预期，规模效应下盈利能力持续提升

公司 2020 年扣非净利润同比增长 77.5%~89.6%，其中 Q4 单季度同比增长 86.7%~106.4%，继续保持超高速增长。业绩超市场预期，我们判断主要受以下因素影响：(1) 受政策鼓励创新与资本市场持续加持，国内创新药市场持续繁荣(2020 年 IND 受理品种数量同比增长 32%以上)，公司 2020 年新签订单继续保持高速增长；(2) 随着公司 2019 年中期 1.08 万平新动物房投产，伴随公司产能释放和新签订单高速增长，规模化效应凸显、毛利率呈现持续提升；(3) 2019 年底并购美国安评机构 Biomere，一方面业务呈现并表增厚业绩、另一方面也为公司国际化打下坚实基础；(4) 考虑到公司申请 H 股上市，变更会计准则，其中对生物资产的后续计量模式由成本模式计量变更为公允价值模式计量，预期其对利润端有一定的影响。

► 多点布局深耕国内安评市场，国际化战略带来市场空间扩容

展望未来，公司将通过深耕国内市场和进行国际化业务拓展实现业务持续性成长：

- 昭衍新药立足北京和苏州的安评中心，并计划发行 H 股募集资金、为新建重庆和广州安评中心筹备，实现全国区域化多点布局和产能扩建，满足公司中长期产能需求；公司通过区域化网点布局和产能的持续提升，深耕国内安评市场、实现渗透率持续提升；
- 公司于 2013 年 6 月在美国成立昭衍加州，负责国际化项目市场拓展，并于 2019 年 12 月成功实现美国 Biomere 的并表。未来借助美国 Biomere 平台加速拓展国际市场、实现市场空间的扩容，即从国内“50 亿元的小市场”向全球“45 亿美元的大市场”拓展，支撑公司中长期业绩持续性快速增长。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	122.17
股票代码：	603127
52 周最高价/最低价：	133.4/61.66
总市值(亿)	277.88
自由流通市值(亿)	277.20
自由流通股数(百万)	226.90



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002

助理研究员：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 昭衍新药(603127.SH)：业绩增长符合市场预期，存货和合同负债继续保持高速增长
2020.11.01
2. 昭衍新药(603127.SH)：业绩超市场预期，持续为国内及全球的创新药物和疫苗的临床前研究赋能
2020.08.30
3. 昭衍新药(603127.SH)：员工股权激励常态化，实现员工利益与公司利益的绑定
2020.06.29

- **员工股权激励常态化，实现员工利益与公司利益的绑定：**公司已在 2018-2020 年连续 3 年对高管团队和核心技术人员实施大范围股权激励计划，能够更好的吸引留住人才，鼓励核心员工和公司一起成长，实现员工利益与公司利益的绑定，利好公司中长期的高速增长。

投资建议

公司作为国内最大的药物安全性评价龙头，未来将通过区域化多点布局深耕国内安评市场，同时借助美国 Biomere 平台实现国内外业务协同发展。我们判断未来 3-5 年公司将受益于国内创新药研发繁荣以及国际化带来市场空间扩容等因素保持高速增长。略微调整盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.14/4.41/6.13 亿元（原业绩预测为 2.60/3.52/4.59 亿元），同比增长分别为 76.3%/40.2%/39.0%，对应 2021 年 PE 估值为 54 倍，维持“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险；竞争加剧的风险；产能扩展及国际化战略及业务扩展有失败的风险；新型冠状病毒疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	409	639	1,079	1,508	2,095
YoY (%)	35.7%	56.4%	68.7%	39.8%	38.9%
归母净利润(百万元)	108	178	314	441	613
YoY (%)	41.7%	64.6%	76.3%	40.2%	39.0%
毛利率 (%)	53.0%	52.6%	53.0%	53.1%	53.2%
每股收益 (元)	0.48	0.79	1.39	1.94	2.70
ROE	16.6%	21.6%	25.4%	26.3%	26.8%
市盈率	220.20	133.74	75.86	54.12	38.94

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	639	1,079	1,508	2,095	净利润	178	314	440	612
YoY (%)	56.4%	68.7%	39.8%	38.9%	折旧和摊销	44	64	43	48
营业成本	303	507	707	980	营运资金变动	-69	292	37	285
营业税金及附加	4	8	10	14	经营活动现金流	148	637	482	904
销售费用	12	19	27	38	资本开支	-127	-151	-167	-159
管理费用	95	183	249	335	投资	21	0	0	0
财务费用	-2	0	0	0	投资活动现金流	-102	-118	-130	-119
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	20	65	0	0
投资收益	13	3	8	10	债务募资	12	-1	0	0
营业利润	206	357	500	695	筹资活动现金流	-15	64	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	28	583	353	786
利润总额	206	357	500	695	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	28	43	60	83	成长能力				
净利润	178	314	440	612	营业收入增长率	56.4%	68.7%	39.8%	38.9%
归属于母公司净利润	178	314	441	613	净利润增长率	64.6%	76.3%	40.2%	39.0%
YoY (%)	64.6%	76.3%	40.2%	39.0%	盈利能力				
每股收益	0.79	1.39	1.94	2.70	毛利率	52.6%	53.0%	53.1%	53.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	27.9%	29.1%	29.2%	29.2%
货币资金	177	790	1,142	1,928	总资产收益率 ROA	12.6%	13.7%	14.7%	14.8%
预付款项	7	18	21	31	净资产收益率 ROE	21.6%	25.4%	26.3%	26.8%
存货	200	319	456	625	偿债能力				
其他流动资产	256	302	391	465	流动比率	1.33	1.51	1.66	1.74
流动资产合计	641	1,428	2,010	3,049	速动比率	0.90	1.15	1.26	1.37
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.37	0.83	0.94	1.10
固定资产	418	480	585	675	资产负债率	41.7%	46.1%	44.1%	44.8%
无形资产	107	138	184	222	经营效率				
非流动资产合计	777	864	988	1,100	总资产周转率	0.45	0.47	0.50	0.51
资产合计	1,418	2,293	2,999	4,149	每股指标 (元)				
短期借款	11	10	10	10	每股收益	0.79	1.39	1.94	2.70
应付账款及票据	44	63	95	127	每股净资产	3.65	5.45	7.40	10.10
其他流动负债	428	875	1,109	1,615	每股经营现金流	0.65	2.81	2.13	3.99
流动负债合计	483	948	1,214	1,752	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	9	9	9	9	估值分析				
其他长期负债	99	99	99	99	PE	133.74	75.86	54.12	38.94
非流动负债合计	108	108	108	108	PB	15.86	19.30	14.23	10.42
负债合计	591	1,056	1,322	1,860					
股本	162	227	227	227					
少数股东权益	1	0	0	-1					
股东权益合计	827	1,236	1,677	2,289					
负债和股东权益合计	1,418	2,293	2,999	4,149					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。