

昭衍新药(603127)

点评报告

略超预期，看好公司H股上市后的加速增长

——昭衍新药2020年业绩预告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：孙建 021-80105900
✉️：sunjian@stocke.com.cn

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥122.17

报告导读

昭衍新药2020年业绩略超预期，扣除股权激励费用及生物资产公允价值变动，再次验证存货中未结课题金额对短期业绩的指引意义。我们认为，短期随着公司广西梧州猴舍的投入使用及Biomere能力的建设，长期伴随H股上市带来海外品牌力的提升，公司将持续受益于国内市场β红利及海外市场增量带来的高速增长。

投资要点

□ Q4略超预期，看好公司收入、利润的持续增长

2021年1月19日，公司发布2020年业绩预告，预测2020年净利润3.03-3.22亿，同比增长69.86%-80.33%。按预告中位数计算，2020Q4净利润约1.94亿，同比增长90.4%，占全年总利润的62.13%。我们估计收入、利润端有望延续高速增长，趋势有望延续。2020年Biomere并表1.5-2亿收入，我们估计贡献1500-2000万利润。参考2020Q3及2020年产能投放节奏，我们估计生物资产公允价值变动接近3000w，股权激励费用2020年约3000万。扣除股权激励费用及并表影响，公司纯内生净利润接近3亿元，同比增长70%。符合我们对存货中未结课题金额对业绩的短期指引。

□ 行业β景气度明显，2021-2022年产能持续释放助推公司业绩成长

从三季度财务数据来看，公司存货金额3.44亿，环比上涨23.48%。我们认为，存货的上涨主要来源于未结课题的增加，或占整体存货金额的80%，对短期业绩有重要指导意义。由于业务性质决定了短期订单高周转，存货环比的持续增速意味着公司充足的订单量及产能的持续释放，我们估计全年收入端有望达到70%的增长。2020年新签订单约15亿，YOY70%。2021年苏州昭衍将有5400平的动物房即将投入使用，有望贡献更多产值。2022年苏州增建的20000平设施，也有望对业绩起到进一步的推动作用。

□ H股上市在即，有望进一步打开长期天花板

公司于2020年7月23日发布公告拟在H股上市，并于10月19日提交了申请。公司拥有FDA资质，通过了AAALAC认证，在上市后有望加速拓展美国市场，提升公司天花板。公司近年来不断拓展产能和加强能力平台的搭建，H股募集资金或用来进一步开拓国际化市场，包括Biomere的产能拓展。我们认为昭衍新药作为在岸外包公司，H股资金的募集有利于后续海外布局的发力，有望突破行业天花板。

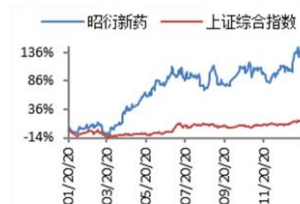
□ 盈利预测及估值

由于公司会计政策变更，选用公允价值对生物资产进行后续计量对公司净利润带来的正贡献，我们上调盈利预测。我们预计2020-2022年公司EPS分别为1.37、1.80、2.35元，按2021年1月20日收盘价对应2020年89倍PE，2021年68倍PE。参考可比公司估值及行业地位，给予“买入”评级。

□ 风险提示

短期订单执行的波动性风险，大额合同增加带来的应收账款控制不当的风险。

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.18
2Q/2020	0.25
1Q/2020	0.12
4Q/2019	0.63



公司简介

公司主要从事以药物非临床安全性评价服务为主的药物临床前研究服务和实验动物及附属产品的销售业务；其中，药物临床前研究服务为公司的核心业务，业务范围包括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等。

相关报告

- 1《【浙商医药】昭衍新药2020Q3业绩点评：季度波动，Q3略低，多财务指标现全年高增长》2020.10.31
- 2《【浙商医药】昭衍新药2020中报业绩点评：产能释放+收购并表有望带来全年业绩高速增长》2020.08.31
- 3《【浙商医药】行业点评：昭衍新药拟H股上市，非离岸外包业务的必然选择》2020.07.24

行业公司研究——医药商业II行业一

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	639.38	1090.13	1520.68	2136.54
(+/-)	56.40%	70.50%	39.49%	40.50%
净利润	178.37	311.37	409.05	532.62
(+/-)	64.64%	74.56%	31.37%	30.21%
每股收益(元)	1.10	1.37	1.80	2.35
P/E	129.00	88.97	67.72	52.01

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	640.66	1773.70	2653.76	3873.61
现金	176.96	960.24	1738.45	2884.15
交易性金融资产	130.70	200.00	200.00	200.00
应收账款	108.28	131.37	175.71	239.14
其它应收款	3.98	6.78	9.46	13.30
预付账款	7.16	12.20	17.02	23.92
存货	200.48	450.00	500.00	500.00
其他	13.11	13.11	13.11	13.11
非流动资产	777.17	928.30	992.58	1073.29
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	12.00	60.00	69.56	77.29
固定资产	418.35	452.23	476.55	503.10
无形资产	106.55	124.73	149.84	182.67
在建工程	35.31	37.65	31.43	27.02
其他	204.96	253.69	265.20	283.21
资产总计	1417.84	2702.01	3646.34	4946.89
流动负债	482.82	1363.70	1898.09	2667.09
短期借款	11.01	0.00	0.00	0.00
应付款项	43.70	130.82	182.48	256.38
预收账款	334.94	1090.13	1520.68	2136.54
其他	93.17	142.75	194.93	274.16
非流动负债	107.75	120.80	122.25	121.93
长期借款	9.18	24.18	24.18	24.18
其他	98.57	96.62	98.08	97.76
负债合计	590.57	1484.50	2020.34	2789.02
少数股东权益	0.74	0.31	-0.26	-1.00
归属母公司股东权益	826.52	1217.20	1626.25	2158.88
负债和股东权益	1417.84	2702.01	3646.34	4946.89

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148.09	916.40	843.62	1208.03
净利润	178.21	310.94	408.48	531.88
折旧摊销	43.75	47.03	50.37	53.72
财务费用	-2.02	1.03	0.35	0.13
投资损失	-13.23	-5.90	-9.56	-7.73
营运资金变动	249.60	878.09	484.01	694.52
其它	-308.22	-314.79	-90.02	-64.50
投资活动现金流	-102.09	-227.57	-92.40	-108.56
资本支出	-85.66	-82.73	-64.04	-72.48
长期投资	0.00	-60.00	-9.56	-7.73
其他	-16.43	-84.84	-18.80	-28.35
筹资活动现金流	-15.41	94.45	26.99	46.23
短期借款	11.01	-11.01	0.00	0.00
长期借款	9.18	15.00	0.00	0.00
其他	-35.60	90.46	26.99	46.23
现金净增加额	30.59	783.28	778.21	1145.70

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	639.38	1090.13	1520.68	2136.54
营业成本	302.82	546.43	780.87	1162.56
营业税金及附加	4.06	8.72	12.17	17.09
营业费用	12.47	16.35	22.81	32.05
管理费用	95.18	174.42	243.31	341.85
研发费用	39.63	50.00	50.00	50.00
财务费用	-2.02	-11.15	-26.99	-46.23
资产减值损失	9.14	10.90	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.74	30.00	0.00	0.00
投资净收益	13.23	5.90	9.56	7.73
其他经营收益	17.55	27.75	22.65	25.19
营业利润	206.14	358.10	470.72	612.14
营业外收支	-0.25	-0.70	0.00	0.00
利润总额	205.89	357.40	470.72	612.14
所得税	27.68	46.46	62.24	80.26
净利润	178.21	310.94	408.48	531.88
少数股东损益	-0.16	-0.43	-0.57	-0.74
归属母公司净利润	178.37	311.37	409.05	532.62
EBITDA	246.54	393.27	494.10	619.63
EPS (最新摊薄)	0.79	1.37	1.80	2.35

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	56.40%	70.50%	39.49%	40.50%
营业利润	63.59%	73.71%	31.45%	30.04%
归属母公司净利润	64.64%	74.56%	31.37%	30.21%
获利能力				
毛利率	52.64%	49.87%	48.65%	45.59%
净利率	27.87%	28.52%	26.86%	24.89%
ROE	24.12%	30.46%	28.77%	28.15%
ROIC	20.68%	24.22%	23.30%	22.50%
偿债能力				
资产负债率	41.65%	54.94%	55.41%	56.38%
净负债比率	3.78%	1.77%	1.30%	0.94%
流动比率	1.33	1.30	1.40	1.45
速动比率	0.91	0.97	1.13	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.53	0.48	0.50
应收帐款周转率	8.81	10.12	11.65	11.68
应付帐款周转率	9.49	6.26	4.98	5.30
每股指标(元)				
每股收益	0.79	1.37	1.80	2.35
每股经营现金	0.65	4.04	3.72	5.33
每股净资产	5.11	5.37	7.17	9.52
估值比率				
P/E	155.30	88.97	67.72	52.01
P/B	23.90	22.76	17.03	12.83
EV/EBITDA	36.76	67.56	52.19	39.77

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格,经营许可证编号为:Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但浙商证券股份有限公司及其关联机构(以下统称“本公司”)对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明本报告发布人和发布日期,并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址: 杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址: 北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址: 深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码: 200127

上海总部电话: (8621) 80108518

上海总部传真: (8621) 80106010

浙商证券研究所: <https://www.stocke.com.cn>