

2021年03月30日

昭衍新药 (603127.SH)

公司快报

深入国际化战略，海内外协同效应加强

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2020 年报，公司全年实现营收 10.76 亿元，同比增长 68.27%；归母净利润 3.15 亿元，同比增长 68.67%；扣非后归母净利润 2.92 亿元，同比增长 78.91%；经营性现金净额 4.28 亿元，同比增长 189.3%。公司业绩保持高增速主要因为并购 BIOMERE 和业务、订单情况良好。业绩符合市场预期。
- ◆ **积极拓宽服务范围，订单情况良好：**公司积极参与新冠肺炎药物及疫苗的研发，对包括灭活苗、重组苗、病毒载体苗、mRNA 苗等各类新冠疫苗进行安全性评价，同时为加速疫苗研发，建立了模拟病毒评价系统以及 ACE2 模型鼠的构建，实现在 P2 实验室完成 P3 级别试验。此外公司和国际眼科药物巨头深度合作建设模型。公司还将非人灵长类生殖毒性评价体系推向商用，为国内非临床 CRO 中的首家。公司全年订单情况优秀，全年新增非临床客户 231 个，新签订单超 15 亿元，同比增长 70%。截止 2020 年 12 月 31 日，公司在手订单金额 17 亿元，同比增长 60%，良好的订单情况为公司 2021 年保持高速发展打好基础。
- ◆ **国内外业务均保持高增速，费用率保持稳定。**分业务看，公司临床前研究服务营收 10.52 亿元，同比增长 67.41%；毛利率同比下降 1.29pct 至 51.46%。临床服务营收 2098 万元，同比增长 327.5%，临床业务正在培育期，增速快但体量较小；毛利率同比增长 43.34pct 至 49.79%。**海外业务方面，**并购的美国 BIOMERE 在美国疫情蔓延的情况下，保持稳定经营，积极开拓美国市场；2020 年签订订单 1.6 亿元，同比增长 15%。此外，BIOMERE 可利用昭衍加州的产能设施，形成业务联动并缓解产能压力。费用率方面，公司销售、研发、财务费用率保持稳定，合计同比下降 1.69pct。管理费用率增加 4.5pct 至 19.4%，主要因为 BIOMERE 并表和股权激励费用。
- ◆ **产能逐渐释放，2021 规划新产能扩张。**苏州昭衍完成的 10800 平方动物房新产能在上半年投入使用，新增的 3500 平实验室通过合理布局，效率提升明显。上半年苏州昭衍提交了 GLP 定期检查申请，并于 8 月通过检查，药物依赖性实验的 GLP 增项通过，进一步拓宽规范服务的范围。苏州昭衍正在建设的药物临床前研究基地项目将在 2021 年 Q1 投入使用。苏州昭衍 2021 年几乎继续装修动物房 7400 平米、实验室 1500 平米，动物饲养及配套设施 9000 平米。此外，2021 年公司将启动对广州昭衍和重庆昭衍新药评价中心的建设工作，确保公司有充足产能消化快速增加的订单。
- ◆ **新一轮股权激励公布，体现公司信心。**8 月 31 日公司完成新一轮股权激励计划登记工作，拟授予权益合计 209 万股，占总股份的 0.92%；激励对象为高级管理人员、核心技术骨干等 355 人；行权价格为 94.77 元/股。该股权激励计划解禁要求 2020 年至 2022 年净利润对比上年同比增长 25% 以上。此外，个人绩效考核需要达到良好及以上评分。新一轮股权激励计划可以大大提升公司核心技术人员的工作积极性，加强公司凝聚力，也体现了公司对未来发展的信心。

医药 | 医疗服务 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-03-29)

147.20 元

交易数据

总市值(百万元)	39,864.75
流通市值(百万元)	33,399.70
总股本(百万股)	270.82
流通股本(百万股)	226.90
12个月价格区间	69.50/167.77 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.06	44.08	161.94
绝对收益	6.95	45.74	185.86

分析师

 王睿
 SAC 执业证书编号：S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

报告联系人

 徐梓煜
 xuziyu@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

- 昭衍新药：安评龙头稳中求增，上半年业绩稳定增长 2020-08-31
- 昭衍新药：一季度业绩复合预期，二季度持续发力 2020-04-30
- 昭衍新药：高景气行业安评龙头，业绩符合预期 2020-04-12

- ◆ **第四家“A+H” CRO 企业，深化国际化战略。**2021 年 2 月 26 日，公司成功在港交所挂牌上市。成为继药明康德、康龙、泰格后第四家“A+H”双平台 CRO 公司。H 股上市有望为公司提供更灵活的融资方式，并加强公司海外知名度，有利于公司海外业务的拓展。公司在海外已有布局，去年 5 月投资控股了美国 CRO 公司 BIOMERE，意在开拓美国市场。公司成功登陆 H 股后，有望和美国子公司达成合作，形成协同作用。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2021 年至 2023 年营收分别为 15.02 亿元、19.92 亿元和 25.65 亿元，同比增长分别为 39.6%、32.6%和 28.7%；归母净利润分别为 3.89 亿元、5.25 亿元和 6.92 亿元，同比增长分别为 23.5%、34.9%和 31.9%；对应 EPS 分别为 1.44 元、1.95 元和 2.57 元；对应 PE 分别为 102 倍、76 倍和 57 倍。我们看好公司在安评业务的快速成长能力和龙头规模效益，维持“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**订单扩展不及预期；产能扩张不及预期；市场竞争加剧；行业景气度下降。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	639	1,076	1,502	1,992	2,565
YoY(%)	56.4	68.3	39.6	32.6	28.7
净利润(百万元)	178	315	389	527	697
YoY(%)	64.6	76.6	23.6	35.4	32.2
毛利率(%)	52.6	51.4	52.7	53.2	53.5
EPS(摊薄/元)	0.66	1.16	1.44	1.95	2.57
ROE(%)	21.5	25.6	24.1	25.4	25.7
P/E(倍)	223.5	126.5	102.4	75.6	57.2
P/B(倍)	48.2	32.5	24.7	19.2	14.7
净利率(%)	27.9	29.3	25.9	26.5	27.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	641	1183	1765	2064	2464	营业收入	639	1076	1502	1992	2565
现金	177	309	802	809	1058	营业成本	303	523	711	933	1192
应收票据及应收账款	108	91	187	182	293	营业税金及附加	4	7	12	14	17
预付账款	7	50	30	75	60	营业费用	12	13	23	30	37
存货	200	406	418	664	718	管理费用	95	209	227	303	384
其他流动资产	148	327	328	333	335	研发费用	40	51	98	119	150
非流动资产	777	925	1248	1560	1886	财务费用	-2	2	-5	5	5
长期投资	0	0	-0	-0	-0	资产减值损失	-4	-2	0	0	0
固定资产	420	465	740	1009	1293	公允价值变动收益	-3	59	14	18	22
无形资产	107	124	134	148	164	投资净收益	13	2	6	7	7
其他非流动资产	250	336	374	403	430	营业利润	206	361	457	613	808
资产总计	1418	2108	3013	3623	4350	营业外收入	0	0	1	1	0
流动负债	483	760	1235	1386	1478	营业外支出	0	1	1	0	1
短期借款	11	0	0	416	0	利润总额	206	361	457	614	808
应付票据及应付账款	44	60	81	104	132	所得税	28	47	69	87	113
其他流动负债	428	700	1154	865	1346	税后利润	178	314	389	526	696
非流动负债	108	124	121	119	116	少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-2
长期借款	9	21	19	16	14	归属母公司净利润	178	315	389	527	697
其他非流动负债	99	102	102	102	102	EBITDA	246	419	507	700	926
负债合计	591	884	1356	1504	1594						
少数股东权益	1	-1	-1	-2	-4	主要财务比率					
股本	162	227	271	271	271	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	233	250	250	250	250	成长能力					
留存收益	445	728	1025	1438	2001	营业收入(%)	56.4	68.3	39.6	32.6	28.7
归属母公司股东权益	827	1225	1658	2121	2760	营业利润(%)	63.6	75.2	26.6	34.1	31.8
负债和股东权益	1418	2108	3013	3623	4350	归属于母公司净利润(%)	64.6	76.6	23.6	35.4	32.2
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	52.6	51.4	52.7	53.2	53.5
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	27.9	29.3	25.9	26.5	27.2
经营活动现金流	148	428	815	46	1161	ROE(%)	21.5	25.6	24.1	25.4	25.7
净利润	178	314	389	526	696	ROIC(%)	18.9	23.3	22.0	20.0	24.4
折旧摊销	44	67	66	98	133	偿债能力					
财务费用	-2	2	-5	5	5	资产负债率(%)	41.7	41.9	45.0	41.5	36.6
投资损失	-13	-2	-6	-7	-7	流动比率	1.3	1.6	1.4	1.5	1.7
营运资金变动	-81	86	385	-558	356	速动比率	0.9	0.9	1.0	0.9	1.1
其他经营现金流	22	-38	-14	-18	-22	营运能力					
投资活动现金流	-102	-255	-369	-384	-430	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	-15	-37	47	-71	-67	应收账款周转率	8.4	10.8	10.8	10.8	10.8
						应付账款周转率	9.5	10.1	10.1	10.1	10.1
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.16	1.44	1.95	2.57	P/E	223.5	126.5	102.4	75.6	57.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.58	3.01	0.17	4.29	P/B	48.2	32.5	24.7	19.2	14.7
每股净资产(最新摊薄)	3.05	4.52	5.96	7.67	10.03	EV/EBITDA	161.5	94.0	76.7	56.2	41.7

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn