

昭衍新药(603127)

点评报告

行业公司研究—医疗服务II行业一

证券研究报告

# 高增长、高议价、高景气，协同初现

## ——昭衍新药年报点评报告

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

### 报告导读

除去生物资产公允价值波动、股权激励及并表影响，昭衍新药 2020 年利润端同比增长 57.75%；经营活动现金流受到增加的 2.48 亿合同负债带动，同比增长 189.27%；公司 2020 年在手订单同比增长 60% 达 17.76 亿，显示出公司 2020 年是高增长、高议价、高景气的一年。Biomere 合并初年，为国内公司带来海外订单同比增长 85%，协同效应正在逐步显现。我们认为，短期随着公司广西梧州猴舍、苏州昭衍的投入使用及 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增长。

### 投资要点

#### 业绩概览：内生持续高增长，净利润同比增长 57.75%

2021 年 3 月 29 日，公司发布 2020 年年报，全年实现收入 10.75 亿元，同比增长 68.27%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 79.81%，经营现金流 4.28 亿，同比增长 189.27%，主要受到增加的 2.48 亿合同负债带动。单季度来看，2020 年 Q4 收入较历史最高水平(2019 年 Q4)提升 52.75%，扣非净利润提升 104.81%。境外总收入 2.22 亿 (YOY 477.48%)，主要由于 Biomere 的并表带来，参考 2020Q1-Q3 的海外收入组成，我们认为 Biomere 大概贡献收入约 1.9 亿，净利润 2300 万 (参考前三季度净利率 12.17%)。公司全年股权激励费用 2990 万元，生物资产公允价值变动 5596w。扣除股权激励、生物资产波动及并表影响，公司 2020 年内生业务收入端同比增长 36.99%，利润端同比增长 57.75%。

#### 高议价：合同负债高增长，奠定未来业绩及盈利能力基础

公司经营活动现金流 4.28 亿，同比提升 189.27%，主要受到合同负债+预收账款的超高增长的带动 (2019 年变动值-398 万 vs 2020 年变动值 2.48 亿)。我们认为这一方面奠定了公司未来 1-2 年业绩高增长的基础，另一方面昭衍新药作为国内安评龙头 (市占率第一，15.5%) 显示了极强的议价能力，未来公司有望进一步巩固行业地位，提升盈利能力。

#### 高景气：在手订单高增长，业绩静待新产能释放

公司 2020 年在手订单金额超过 17.76 亿元，同比增长超 60%，Book-to-bill 1.65 较 2019 年再提升，处于极高景气阶段。公司目前产能处于较饱和状态，因此我们判断公司随着 2021 年苏州昭衍 5400 平及 2022 年增建的 20000 平产能的释放，未来 2-3 年仍将保持收入端 40% 左右的增速。

#### 优质管理：人均创收 72 万，固定资产周转率 5 年提升 1.28 倍

公司 2020 年人工总数 1483 人，YOY 21.16%，远低于收入及利润的增长，人效提升明显，背后是优质的管理及不断挖掘的资产周转率的提升。我们发现公司 2017-2020 年人均创收始终稳定提升 12-14%，固定资产周转率由 2016 年 1.09 次连续提升至 2020 年的 2.49 次；2020 年总资产周转率再创新高高达 0.61。我们认为不同于一般的 CRO，公司固定资产的投入及人员数量的提升是影响公司收入增长的双变量，公司持续的优质的管理及稳健的产能扩张有望在未来创造更

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥147.20

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2020	0.86
3Q/2020	0.18
2Q/2020	0.25
1Q/2020	0.12



### 公司简介

### 相关报告

- 1 《【浙商医药】昭衍新药 2020 业绩预告：略超预期，看好公司 H 股上市后的加速增长》2021.01.20
- 2 《【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
- 3 《【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增长》2020.08.31

大的盈利空间。

#### □ 协同初现：海外订单高增长，看好 H 股上市后公司天花板打开

2019 年公司加强海外布局，收购美国子公司 Biomere。收购初年，国内公司签订海外订单约 7,800 万元人民币，同比增长 85%；海外子公司 Biomere 签订的订单约 1.6 亿元，同比增长 15%。我们认为，公司拥有 FDA 资质且通过了 AAALAC 认证，具有承接海外订单的能力，随着公司 H 股上市及 Biomere 的产能扩建，公司海外市场有望加速打开。

#### □ 盈利预测及估值

公司作为国内安评龙头，短期苏州昭衍产能释放及长期 H 股上市后可能加速打开的海外市场都有望快速推动公司发展。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.52、1.95、2.59 元，按 2021 年 3 月 29 日收盘价对应 2021 年 97 倍 PE，2022 年 75 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。

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1076	1497	2087	2809
(+/-)	68.27%	39.14%	39.38%	34.61%
净利润	315	412	529	702
(+/-)	60.19%	30.81%	28.26%	32.79%
每股收益(元)	1.10	1.52	1.95	2.59
P/E	129	97	75	57

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1183	2678	3872	5291
现金	309	1694	2737	4043
交易性金融资产	239	200	200	200
应收账款	91	173	243	317
其它应收款	9	12	17	23
预付账款	50	69	96	129
存货	406	450	500	500
其他	80	80	80	80
<b>非流动资产</b>	925	965	1022	1082
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	12	60	64	70
固定资产	446	476	497	521
无形资产	124	138	160	174
在建工程	49	37	31	27
其他	295	253	269	290
<b>资产总计</b>	2108	3642	4895	6374
<b>流动负债</b>	760	1807	2533	3312
短期借款	0	0	0	0
应付款项	60	180	250	337
预收账款	2	1497	2087	2809
其他	698	131	196	166
<b>非流动负债</b>	124	146	145	143
长期借款	21	36	36	36
其他	102	110	108	107
<b>负债合计</b>	884	1953	2678	3455
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)
归属母公司股东权	1225	1690	2219	2921
<b>负债和股东权益</b>	2108	3642	4895	6374
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	428	1392	1099	1340
净利润	314	412	528	701
折旧摊销	67	59	62	65
财务费用	2	1	0	0
投资损失	(2)	(7)	(4)	(6)
营运资金变动	180	970	632	665
其它	(133)	(42)	(119)	(86)
<b>投资活动现金流</b>	(255)	(95)	(101)	(101)
资本支出	(58)	(54)	(67)	(75)
长期投资	0	(60)	(4)	(6)
其他	(197)	19	(30)	(20)
<b>筹资活动现金流</b>	(37)	88	44	68
短期借款	(11)	0	0	0
长期借款	12	15	0	0
其他	(38)	73	44	68
<b>现金净增加额</b>	137	1386	1042	1306

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1076	1497	2087	2809
营业成本	523	760	1099	1506
营业税金及附加	7	9	13	17
营业费用	13	15	21	28
管理费用	209	262	355	449
研发费用	51	60	83	112
财务费用	2	(20)	(44)	(68)
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	59	20	10	0
投资净收益	2	7	4	6
其他经营收益	28	30	29	29
<b>营业利润</b>	361	469	604	799
营业外收支	(1)	(1)	0	0
<b>利润总额</b>	361	468	604	799
所得税	47	56	76	98
<b>净利润</b>	314	412	528	701
少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	315	412	529	702
EBITDA	421	506	621	797
EPS (最新摊薄)	1.16	1.52	1.95	2.59
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	68.27%	39.14%	39.38%	34.61%
营业利润	60.91%	29.75%	28.82%	32.40%
归属母公司净利润	60.19%	30.81%	28.26%	32.79%
<b>获利能力</b>				
毛利率	51.38%	49.23%	47.33%	46.38%
净利率	29.15%	27.50%	25.31%	24.97%
ROE	30.71%	28.29%	27.06%	27.33%
ROIC	24.67%	22.78%	21.67%	21.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.92%	53.62%	54.70%	54.21%
净负债比率	2.77%	2.02%	1.47%	1.14%
流动比率	1.56	1.48	1.53	1.60
速动比率	1.02	1.23	1.33	1.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.61	0.52	0.49	0.50
应收帐款周转率	11.02	12.55	11.65	11.48
应付帐款周转率	10.06	6.34	5.11	5.13
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.16	1.52	1.95	2.59
每股经营现金	1.58	5.14	4.06	4.95
每股净资产	5.39	6.24	8.19	10.78
<b>估值比率</b>				
P/E	126.55	96.74	75.43	56.80
P/B	27.33	23.59	17.97	13.65
EV/EBITDA	54.47	75.05	59.50	44.76

资料来源：浙商证券研究所

## 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“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：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>