

业绩增速再创新高，在手订单增长强劲

——昭衍新药 2020 年报点评

事件：

3月29日，公司发布2020年年报：实现营收10.76亿元（+68.27%），归母净利润3.15亿元（+68.67%），扣非归母净利润为2.92亿元（+78.91%）。拟对全体股东每10股转增4股，派发现金红利3.5元（含税）。

国元观点：

● 全年业绩超预期，在手订单充足，或维持高增长态势

2020年实现营收和归母净利润分别为10.76亿元（+68.27%）和3.15亿元（+68.67%），其中Q4单季度实现营收和归母净利润分别为4.44亿元和1.97亿元，同比分别增长52.75%和93.08%，增长势头强劲。分业务来看，收入占比97.85%的临床前研服务同比增长67.41%，贡献主要增速，临床服务及其他业务同比增长327.49%。未来业绩有望维持高增长：（1）**在手订单充足**：截至2020年末，公司在手订单金额超17亿元（+60%），全年非临床业务新签订单超15亿元（+70%左右），奠定业绩高增长基础；（2）**产能持续扩充**：耗资7.87亿和11亿的重庆和广州新产能建设、梧州项目、苏州产能扩建等项目稳步推进，有望提高公司项目承接能力。

毛利率维持稳定，现金流大幅改善。2020年毛利率为51.38%（-0.88pct），盈利能力较强且维持相对稳定；销售费用率为1.20%（-0.75pct），保持相对平稳；管理费用率为19.39%（+4.50pct），主要系业务量增长、股权激励增加及收购BIOMERE所致。研发费用0.51亿元（+27.84%），经营活动现金流量净额4.28亿元（+189.27%），主要系业务量增长导致收款增加所致。

● 海内外业务能力建设持续加强，港股上市或加速国际化进程

国际业务加速拓展：2020年国内公司和海外子公司Biomere签订海外订单分别约为0.78亿元（+85%左右）和1.6亿元（+15%左右），在疫情蔓延下仍实现高速增长，随着公司H股上市，有望继续深化海外业务布局。

深耕安评业务，产业链上下游延伸：公司不断巩固安评业务核心优势，疫情期间完成模拟病毒评价系统以及ACE2模型鼠的构建，在眼科药物评价领域成功建立疾病模型，在食蟹猴生殖毒理试验领域建立有竞争力的评价方法，彰显公司研发实力。同时，公司在临床服务、模型动物研究、广西梧州猴舍项目上不断推进和完善，持续提升综合竞争力、构筑高壁垒护城河。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内安评龙头，处在国内创新药黄金发展周期内，在手订单充足，随新产能投产，业绩有望保持高增长。考虑到业绩超预期，我们上调盈利预测，预计公司21-23年营收为15.87/22.13/30.03亿元，归母净利润分别为4.44/6.00/8.02亿元，EPS为1.39/1.88/2.52元/股，对应PE为106/78/58X，维持“增持”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；新业务拓展风险；疫情风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	639.38	1075.90	1586.89	2213.32	3002.97
收入同比(%)	56.40	68.27	47.49	39.47	35.68
归母净利润(百万元)	186.77	315.01	443.72	599.59	801.68
归母净利润同比(%)	72.39	68.67	40.86	35.13	33.70
ROE(%)	21.98	25.72	25.34	26.71	27.24
每股收益(元)	0.59	0.99	1.39	1.88	2.52
市盈率(P/E)	250.97	148.80	105.64	78.18	58.47

资料来源：Wind，国元证券研究所

增持|维持

当前价：147.20元

基本数据

52周最高/最低价(元)：164.0/69.99

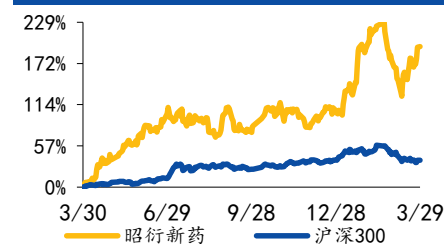
A股流通股(百万股)：270.27

A股总股本(百万股)：270.82

流通市值(百万元)：39783.12

总市值(百万元)：39864.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-昭衍新药(603127)2020半年报
点评：Q2保持高增长态势，全年有望维持高景气》
2020.08.30

《国元证券公司研究-昭衍新药(603127)2020一季报
点评：受益于疫情相关药物研发，业绩实现高速发展》
2020.04.30

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 朱琪璋

电话 021-68869125

邮箱 zhuqizhang@gyzq.com.cn

目 录

1. 2020 年业绩超预期，行业景气度延续	3
2. 在手订单充沛，业绩可持续性有保障	6
3. 产能持续扩张满足业绩高增长需求	7
4. 盈利预测和风险提示	8

图表目录

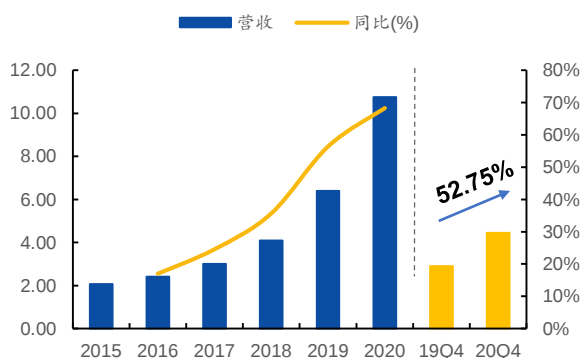
图 1：公司营收及增速情况（亿元、%）	3
图 2：公司归母净利润及增速情况（亿元、%）	3
图 3：公司毛利率和净利率情况（%）	4
图 4：公司 2020 年不同业务收入占比（%）	4
图 5：公司费用率情况（%）	4
图 6：公司在手订单额和新签合同额增速（亿元、%）	6
图 7：公司项目合同款情况（亿元）	6
 表 1：公司现有产能和扩建情况	7
表 2：盈利预测	8

1. 2020 年业绩超预期，行业景气度延续

受益于行业高景气度和公司高质高效的技术服务，公司营收和归母净利润持续高增长。2020 年实现营收和归母净利润分别为 10.76 亿元（+68.27%）和 3.15 亿元（+68.67%），其中 Q4 单季度实现营收和归母净利润分别为 4.44 亿元和 1.97 亿元，同比分别增长 52.75%和 93.08%，增长势头强劲。

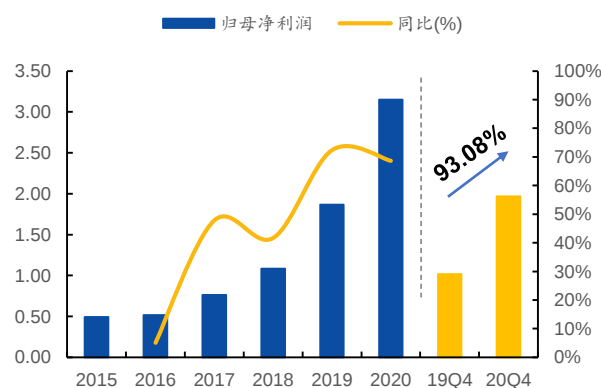
从收入构成来看，药物临床前研究服务是公司的核心业务，临床服务收入占比提升。分业务来看，收入占比 97.85%的临床前研服务同比增长 67.41%，贡献主要增速，临床服务及其它、实验动物供应业务收入分别为 0.21 亿元和 0.02 亿元，其中临床服务及其它业务同比增速高达 327.5%，意味着公司临床业务开始逐渐发力。

图 1：公司营收及增速情况（亿元、%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

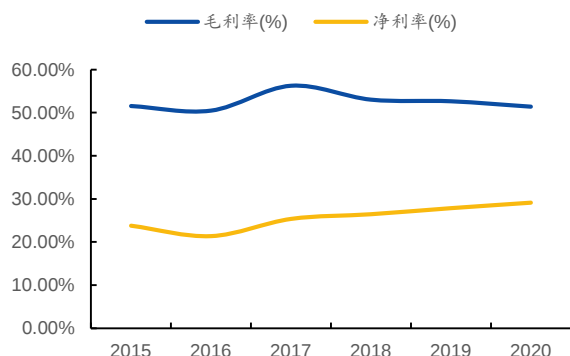
图 2：公司归母净利润及增速情况（亿元、%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

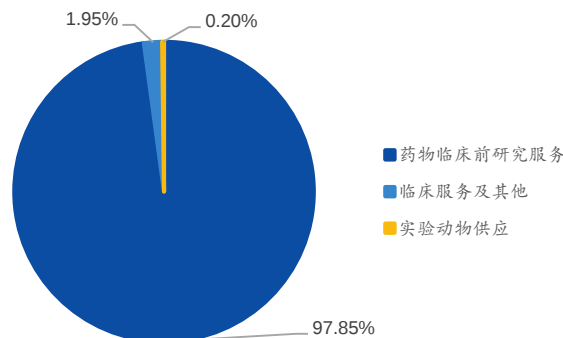
毛利率维持稳定，现金流大幅改善。2020 年毛利率为 51.38%（-0.88pct），盈利能力较强且维持相对稳定，其中药物临床前研究服务毛利率为 51.49%，临床服务毛利率为 48.47%，实验动物供应毛利率为 28.49%；销售费率为 1.20%（-0.75pct），保持相对平稳；管理费用率为 19.39%（+4.50pct），主要系业务量增长、股权激励增加及收购 BIOMERE 所致。研发费用 0.51 亿元（+27.84%），经营现金流量净额 4.28 亿元（+189.27%），主要系业务量增长导致收款增加所致。

图 3：公司毛利率和净利率情况（%）



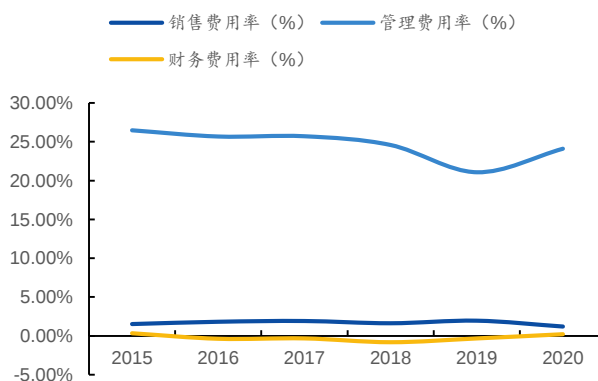
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司 2020 年不同业务收入占比（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司费用率情况（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

注释：管理费用率包含研发费用在内

海内外业务能力建设持续加强，港股上市或加速国际化进程。2020 年国内公司和海外子公司 Biomere 签订海外订单分别约为 0.78 亿元(+85%左右)和 1.6 亿元(+15%左右)，在疫情蔓延下仍实现高速增长，随着公司 H 股上市，有望继续深化海外业务布局，提升国际化竞争力。

深耕安评业务，产业链上下游延伸。公司不断巩固安评业务核心优势，疫情期间构建了模拟病毒评价系统以及 ACE2 模型鼠的构建，在眼科药评领域成功建立疾病模型，在食蟹猴生殖毒理试验领域建立有竞争力的评价方法，彰显公司研发实力：

- **新冠肺炎疫苗及药物评价能力的建设：**在疫情期间，公司积极参与新冠药物研发工作，针对不同类型疫苗建立非临床评价体系，从而帮助相关项目加快进程，彰显公司研发实力；
- **特色领域能力建设：**在眼科药物评价领域，公司与国际知名眼科药物研发公司开

展 BD 合作，成功建立了眼科疾病模型；

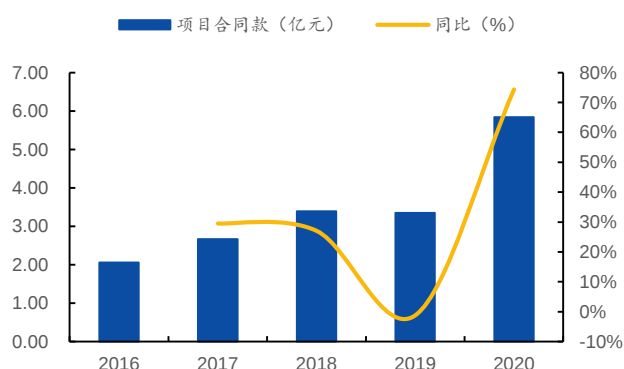
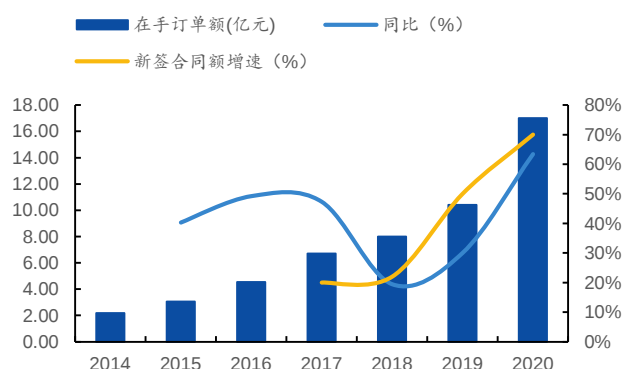
- **生殖毒理试验开展：**随着 2020 年大量生物技术药物陆续进入新药报产阶段，食蟹猴生殖毒性试验的需求剧增，公司开发的食蟹猴胚胎-胎仔发育毒性试验的评价方法（EFD）和食蟹猴加强式的围产期毒性试验的评价方法（ePPND）成功应用于两个生物技术药物的生殖毒性评价试验中，在国内保持领先优势；
- **药物临床试验服务：**参与组建的 3 家临床试验医院的 GCP 工作在有序推进中；
- **模型动物研究方面：**成功搭建模拟病毒评价系统以及 ACE2 模型鼠，应用于新冠疫苗及抗体的临床前实验研究，同时在大型动物研究领域建立了稳定的猪、犬等相关研究技术平台。

2. 在手订单充沛，业绩可持续性有保障

在手订单保持强劲增长。近几年，随着市场拓展力度增加，公司在手订单保持高速增长。充沛的在手订单是公司订单承接能力的体现和业绩持续增长的有力保障，截至2020年末，公司在手订单金额超过17亿元，较去年同期增加63%以上，2020非临床业务新签订单超过15亿元，同比增长约70%，实现大幅提升，充足的在手订单有效保障了公司未来几年盈利的可持续增长。公司的收款模式一般为签订合同或开展动物试验前，收取50%~70%的进度款作为预收账款，合同项下全部专题结束收取尾款。截至2020年末，公司项目合同负债为5.84亿元，同比增长47.81%。

图6：公司在手订单额和新签合同额增速（亿元、%）

图7：公司项目合同款情况（亿元）



资料来源：公司公告、年报，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：根据2020年年报披露，截至2020年年末的在手订单超过17亿元，上述采用17亿元计算

3. 产能持续扩张满足业绩高增长需求

公司安评产能有序增长，有望提高公司项目承接能力，满足中长期产能需求。动物房是公司核心产能的具体表现，各公司动物房的规模是影响其临床前 CRO 业务规模的因素之一。公司在北京和苏州均拥有符合国际标准的动物饲养管理设备和现代化功能实验室，合计建筑面积约 75000 平方米（投入使用 67000 平方米），其中投入使用的动物饲养管理设施约 32000 平方米，功能实验室及办公设施约 35000 平方米。从动物房面积来看，总动物房面积达到 3.2 万平方米，在行业内处于领先。自 2017 年以来，基于订单饱满和产能不足的局面，公司前瞻性开展产能扩建和新产能建设工作，2020 年 7 月，苏州昭衍动物房 3 号楼和 7 号楼共计 1.08 万平方米的动物设施正式投产，极大提高了动物饲养量以及服务通量和效率。公司在梧州建设具备 1.5 万只饲养能力的非人灵长类动物实验模型研究及繁殖设施，在上游商业供应紧张时能够保障自供，预计 2021 年实现一期实验模型研制中心及实验室的投入运营。同时，为了进一步扩大公司服务能力及地理覆盖范围，实现全国区域化多点布局和产能建设，公司计划在广州和重庆计划新建安评中心，预计 2023 年投入运营，有望满足公司中长期产能需求。

表 1：公司现有产能和扩建情况

	昭衍（北京）	昭衍（苏州）	广西梧州	重庆	广州
总建筑面积（m ² ）	11600	61600	376667（总占地面积）	20000（预计）	18000（预计）
动物房面积（m ² ）	5750	26000	未披露	-	未披露
投资规模	-	-	首期投资 2 亿元，总投资 4 亿元	~7.87 亿元	~11 亿元
产能扩建/翻新规划	-	计划于 2021 年开工建设约 20000 平方米的额外实验室及实验模型设施；11000 平方米中的实验室，以开发、繁殖及生产高质量实验模型（预计 2021 完工）；根据 2019 年年报，2020 年继续装修动物房约 5400m ²	将继续建设实验模型生产中心及质量的实验模型，特别是非人灵长类动物	在重庆建设符合 GLP 的非临床研究实验室、实验模型繁殖设施及临床研究中心实验室	建立一个创新药的药物安评中心及配套生物分析服务相关平台的中央实验室
预计投入运营时间	-	预计 2021 年开始运营一期新实验模型研制中心及实验室	预计一期 2023 年投入运营	预计一期 2023 年投入运营	预计一期 2023 年投入运营

资料来源：2020 年报，公司公告，招股说明书，国元证券研究所

实验模型设施面积：截至 2020.09.30

4. 盈利预测和风险提示

公司是国内安评龙头，处在国内创新药黄金发展周期内，在手订单充足，随新产能投产，业绩有望保持高增长。考虑到业绩超预期，我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年营收为 15.87/ 22.13/ 30.03 亿元，归母净利润分别为 4.44/ 6.00/ 8.02 亿元，EPS 为 1.39/ 1.88/ 2.52 元/股，对应 PE 为 106/ 78/ 58X，维持“增持”评级。

表 2：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	639.38	1075.90	1586.89	2213.32	3002.97
收入同比(%)	56.40	68.27	47.49	39.47	35.68
归母净利润(百万元)	186.77	315.01	443.72	599.59	801.68
归母净利润同比(%)	72.39	68.67	40.86	35.13	33.70
ROE(%)	21.98	25.72	25.34	26.71	27.24
每股收益(元)	0.59	0.99	1.39	1.88	2.52
市盈率(P/E)	250.97	148.80	105.64	78.18	58.47

资料来源：Wind，国元证券研究所

风险提示：市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；新业务拓展风险；新冠疫情及其它不可抗力风险；原材料供应风险；法规依从性和合规性风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	657.17	1182.91	2090.93	2952.38	3699.91
现金	176.96	308.69	1071.05	1603.04	1951.09
应收账款	106.37	88.87	222.16	287.73	380.62
其他应收款	3.98	8.77	11.40	16.97	22.30
预付账款	7.16	49.51	17.39	25.88	35.25
存货	216.98	406.21	551.89	817.33	1092.60
其他流动资产	145.72	320.87	217.04	201.43	218.06
非流动资产	786.82	924.91	1002.64	1075.63	1072.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	418.35	445.56	491.90	506.40	513.89
无形资产	106.55	123.63	127.89	130.84	132.52
其他非流动资产	261.91	355.72	382.85	438.38	426.49
资产总计	1443.98	2107.82	3093.57	4028.01	4772.81
流动负债	482.82	760.04	1210.44	1650.16	1697.43
短期借款	11.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	43.70	60.29	94.04	130.86	179.70
其他流动负债	428.11	699.76	1116.40	1519.30	1517.73
非流动负债	110.76	123.62	134.55	137.11	139.77
长期借款	9.18	21.38	21.38	21.38	21.38
其他非流动负债	101.59	102.24	113.17	115.73	118.40
负债合计	593.59	883.66	1344.99	1787.26	1837.20
少数股东权益	0.74	-0.73	-2.17	-4.34	-7.13
股本	161.72	227.45	318.44	318.44	318.44
资本公积	233.13	249.80	249.80	249.80	249.80
留存收益	468.53	728.49	1172.22	1663.54	2356.95
归属母公司股东权益	849.65	1224.90	1750.75	2245.08	2942.74
负债和股东权益	1443.98	2107.82	3093.57	4028.01	4772.81

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	148.09	428.39	759.51	758.30	512.83
净利润	186.61	313.63	442.29	597.42	798.88
折旧摊销	43.75	66.57	58.94	69.63	79.11
财务费用	-2.02	2.48	-0.65	-1.94	-2.82
投资损失	-13.23	-1.52	-2.00	-1.84	-1.89
营运资金变动	-77.26	85.63	213.84	102.87	-357.09
其他经营现金流	10.24	-38.39	47.08	-7.84	-3.36
投资活动现金流	-102.09	-254.90	-76.85	-122.99	-63.58
资本支出	126.78	148.98	164.57	111.00	51.00
长期投资	-213.42	102.77	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-188.73	-3.15	87.72	-11.99	-12.58
筹资活动现金流	-15.41	-36.87	79.69	-103.32	-101.20
短期借款	11.01	-11.01	0.00	0.00	0.00
长期借款	9.18	12.20	0.00	0.00	0.00
普通股增加	46.72	65.74	90.98	0.00	0.00
资本公积增加	-12.59	16.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-69.73	-120.47	-11.29	-103.32	-101.20
现金净增加额	28.27	128.09	762.36	531.99	348.05

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	639.38	1075.90	1586.89	2213.32	3002.97
营业成本	306.31	523.09	756.02	1078.45	1468.67
营业税金及附加	4.06	6.54	12.59	17.15	21.58
营业费用	12.47	12.91	25.08	33.20	45.04
管理费用	95.19	208.64	238.03	332.00	465.46
研发费用	39.63	50.66	70.92	92.20	110.64
财务费用	-2.02	2.48	-0.65	-1.94	-2.82
资产减值损失	-3.97	-1.51	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	10.33	58.95	-0.50	-0.50	-0.50
投资净收益	13.23	1.52	2.00	1.84	1.89
营业利润	215.71	361.12	509.73	688.06	919.89
营业外收入	0.16	0.02	0.07	0.05	0.05
营业外支出	0.42	0.56	0.57	0.61	0.46
利润总额	215.46	360.57	509.22	687.50	919.48
所得税	28.85	46.94	66.93	90.08	120.60
净利润	186.61	313.63	442.29	597.42	798.88
少数股东损益	-0.16	-1.39	-1.43	-2.17	-2.80
归属母公司净利润	186.77	315.01	443.72	599.59	801.68
EBITDA	257.44	430.17	568.03	755.74	996.18
EPS (元)	1.15	1.38	1.39	1.88	2.52

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	56.40	68.27	47.49	39.47	35.68
营业利润 (%)	71.19	67.41	41.15	34.99	33.69
归属母公司净利润 (%)	72.39	68.67	40.86	35.13	33.70
获利能力					
毛利率 (%)	52.09	51.38	52.36	51.27	51.09
净利率 (%)	29.21	29.28	27.96	27.09	26.70
ROE (%)	21.98	25.72	25.34	26.71	27.24
ROIC (%)	29.68	45.59	71.97	103.95	86.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.11	41.92	43.48	44.37	38.49
净负债比率 (%)	3.76	2.77	1.59	1.20	1.16
流动比率	1.36	1.56	1.73	1.79	2.18
速动比率	0.90	1.02	1.27	1.29	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.61	0.61	0.62	0.68
应收账款周转率	8.46	10.71	10.02	8.68	8.99
应付账款周转率	9.60	10.06	9.80	9.59	9.46
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.59	0.99	1.39	1.88	2.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	1.35	2.39	2.38	1.61
每股净资产 (最新摊薄)	2.67	3.85	5.50	7.05	9.24
估值比率					
P/E	250.97	148.80	105.64	78.18	58.47
P/B	55.17	38.27	26.77	20.88	15.93
EV/EBITDA	152.68	91.37	69.20	52.01	39.46

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188