

公司研究

在手订单饱满，开启高增长模式

——昭衍新药（603127.SH）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布年报，2020 年实现营业收入 10.76 亿元（+68.27% YOY），实现归母净利润 3.15 亿元（+68.67% YOY），实现扣非归母净利润 2.92 亿元（+78.91% YOY），业绩符合市场预期。考虑到 Biomere 并表贡献（~2000 万），生物资产公允价值变动（~5000 万），股权激励（~4000 万），扣除后的归母净利润约为 2.85 亿元（+60% YOY），内生增长强劲。

主营业务保持快速增长，在手订单饱满。药物临床前研究服务包括安全性评价、药效学研究、药代动力学研究等，2020 年实现收入 10.53 亿元（+67.41% YOY），主营业务继续保持快速增长。昭衍（苏州）计划 2021 年继续装修动物房约 7400 平方米，装修实验室约 1500 平方米，并新建动物饲养及其配套动力设施约 9000 平方米，为不断增长的订单提前做好筹备；公司计划于 2021 年启动对昭衍（广州）新药评价中心、昭衍（重庆）新药评价中心建设。2020 年，公司新签非临床业务订单超过 15 亿元（+70% YOY），在手订单超过 17 亿元（+60% YOY）。公司在手订单和产能释放节奏匹配，提示公司业绩未来高增长。

其他业务有序布局，静待花开。（1）**临床试验：**2020 年，公司组织了多次国内外客户对共建临床中心的临床 I 期病房的现场审计工作。共建临床中心承接多项创新药 I/II 期临床，实现收入 2098 万元（+327.49% YOY），2021 年临床试验基地建设将继续推进；（2）**模式动物研究：**2020 年，子公司苏州启辰已组建了完善的技术团队，具备了较强的技术研发能力，已创建多个基因编辑小鼠模型，如已获得 2 个品系的 ACE2 人源化小鼠模型，可应用于新冠疫苗及抗体的临床前实验研究等；大动物研究方面，目前也已建立的稳定的猪、犬相关研究技术平台。梧州昭衍非人灵长类基地计划在 2021 年下半年将养殖区设施竣工投产。

国际化战略推进，国内外协同可期。公司收购 Biomere，在商务领域，Biomere 组建了专门服务昭衍新药（中国）的 BD 队伍，以推进海外销售业务的提升。2020 年国内公司签订海外订单 7800 万（+85% YOY），Biomere 签订订单约 1.6 亿元（+15% YOY），我们认为未来 Biomere 与母公司协同将进一步加强，公司国际化战略将持续推进。

盈利预测、估值与评级：公司在手订单充足，随着新产能投产，业绩将持续较快增长，我们上调 21-22 年净利润预测至 4.15（上调 0.3%）亿元/5.48（上调 0.3%）亿元，新增 2023 年净利润为 7.09 亿元，分别同比增长 32%/32%/29%，对应 21-23 年 EPS 为 1.53/2.02/2.62 元，PE 为 94/71/55 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新产能进度不及预期；收购整合不及预期；竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	639	1,076	1,516	2,052	2,669
营业收入增长率	56.40%	68.27%	40.91%	35.35%	30.07%
净利润（百万元）	178	315	415	548	709
净利润增长率	64.64%	76.60%	31.87%	31.88%	29.41%
EPS（元）	1.10	1.38	1.53	2.02	2.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.58%	25.72%	26.62%	27.33%	27.51%
P/E	131	104	94	71	55
P/B	28.2	26.7	25.0	19.5	15.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30 注：2019 年末股本为 1.62 亿股；2020 年因资本公积转增，股本增加至 2.27 亿股；2021 年 2 月因 H 股上市致股本增加至 2.71 亿股。

买入（维持）

当前价：144.03 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

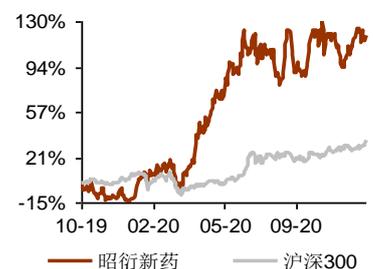
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.71
总市值(亿元):	390.06
一年最低/最高(元):	49.57/167.77
近 3 月换手率:	65.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.29	46.55	135.93
绝对	8.31	44.32	174.14

资料来源：Wind

相关研报

2020 年业绩超预期，开启持续高增长模式——昭衍新药（603127.SH）业绩预增公告点评（2021-01-21）

20Q3 业绩符合预期，疫情+港股上市，有望加速国际化——昭衍新药（603127.SH）2020 年三季度报点评（2020-11-01）

20Q2 业绩再超预期，国际化显著加速——昭衍新药（603127.SH）2020 年中报点评（2020-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	639	1,076	1,516	2,052	2,669
营业成本	303	523	709	950	1,235
折旧和摊销	42	61	55	74	94
税金及附加	4	7	9	12	16
销售费用	12	13	17	22	27
管理费用	95	209	262	354	461
研发费用	40	51	75	107	145
财务费用	-2	2	1	3	3
投资收益	13	2	2	10	10
营业利润	206	361	478	631	816
利润总额	206	361	478	630	815
所得税	28	47	62	82	106
净利润	178	314	415	548	709
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	178	315	415	548	709
EPS(元)	1.10	1.38	1.53	2.02	2.62

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	148	428	183	544	733
净利润	178	315	415	548	709
折旧摊销	42	61	55	74	94
净营运资金增加	-97	79	482	213	233
其他	24	-26	-770	-291	-303
投资活动产生现金流	-102	-255	-132	-390	-390
净资本支出	-127	-149	-400	-400	-400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	25	-106	268	10	10
融资活动现金流	-15	-37	96	6	-158
股本变化	47	66	43	0	0
债务净变化	22	2	187	127	-3
无息负债变化	78	291	-112	254	298
净现金流	28	128	146	161	185

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	52.6%	51.4%	53.2%	53.7%	53.7%
EBITDA 率	39.2%	34.4%	34.8%	34.6%	34.0%
EBIT 率	32.3%	28.2%	31.2%	31.0%	30.5%
税前净利润率	32.2%	33.5%	31.5%	30.7%	30.5%
归母净利润率	27.9%	29.3%	27.4%	26.7%	26.6%
ROA	12.6%	14.9%	16.5%	16.4%	16.8%
ROE (摊薄)	21.6%	25.7%	26.6%	27.3%	27.5%
经营性 ROIC	24.8%	29.6%	24.1%	24.4%	25.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	42%	38%	40%	39%
流动比率	1.33	1.56	1.51	1.42	1.49
速动比率	0.91	1.02	0.85	0.83	0.88
归母权益/有息债务	37.03	50.09	7.39	5.93	7.69
有形资产/有息债务	50.73	73.49	9.56	7.89	10.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,418	2,108	2,519	3,344	4,211
货币资金	177	309	455	616	801
交易性金融资产	131	239	0	10	20
应收帐款	106	89	113	174	227
应收票据	2	2	3	4	5
其他应收款 (合计)	4	9	12	17	22
存货	200	406	551	738	959
其他流动资产	13	13	57	111	172
流动资产合计	641	1,183	1,258	1,759	2,323
其他权益工具	12	64	64	64	64
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	418	446	487	542	603
在建工程	35	49	141	211	263
无形资产	107	124	312	492	662
商誉	134	125	125	125	125
其他非流动资产	24	36	48	48	48
非流动资产合计	777	925	1,261	1,585	1,888
总负债	591	884	959	1,340	1,635
短期借款	11	0	190	317	314
应付账款	44	60	82	109	142
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	335	2	455	616	801
其他流动负债	5	3	2	55	117
流动负债合计	483	760	831	1,236	1,554
长期借款	9	21	21	21	21
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	67	56	43	27
非流动负债合计	108	124	127	104	81
股东权益	827	1,224	1,560	2,004	2,576
股本	162	227	271	271	271
公积金	268	309	307	342	342
未分配利润	410	669	963	1,373	1,945
归属母公司权益	827	1,225	1,561	2,005	2,577
少数股东权益	1	-1	-1	-1	-1

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.95%	1.20%	1.14%	1.08%	1.03%
管理费用率	14.89%	19.39%	17.26%	17.26%	17.26%
财务费用率	-0.32%	0.23%	0.04%	0.16%	0.11%
研发费用率	6.20%	4.71%	4.94%	5.19%	5.45%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.34	0.35	0.38	0.51	0.65
每股经营现金流	0.92	1.88	0.67	2.01	2.71
每股净资产	5.11	5.39	5.76	7.40	9.51
每股销售收入	3.95	4.73	5.60	7.58	9.85

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	131	104	94	71	55
PB	28.2	26.7	25.0	19.5	15.1
EV/EBITDA	93.1	89.5	74.3	55.4	43.3
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE