

603127.SH

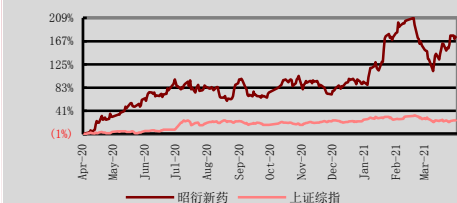
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 146.6

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	46.9	10.2	42.2	179.0
相对上证指数	47.9	12.6	42.4	152.2

发行股数(百万)	271
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	39,702
3 个月日均交易额(人民币 百万)	408
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 4 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

《昭衍新药: 业绩实现高速增长, 海外布局持续推进》20201102

《昭衍新药: 产能释放推动业绩增长, 助力新冠疫苗评价》20200831

《昭衍新药: 核心业务持续高增长, 业绩超市场预期》20200412

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

昭衍新药

业绩实现高速增长, 服务能力不断提升

昭衍新药 2020 年实现营业收入 10.76 亿人民币 (+68.27%), 实现归母净利润 3.15 亿人民币 (+68.67%)。公司服务能力不断提升, 药物临床前研究服务业务实现营业收入 10.52 亿人民币, (+67.41%), 临床服务及其他业务实现营业收入 2.1 亿 (+327.49%)。国际化进程持续推进, 公司 2020 年实现境外收入 2.22 亿人民币 (+477.48%)。

支撑评级的要点

- 业绩实现高速增长, 服务能力不断提高。昭衍新药 2020 年实现营业收入 10.76 亿人民币, 与 2019 年相比增长 68.27%, 实现归母净利润 3.15 亿人民币, 与 2019 年相比增长 68.67%。其中, 药物临床前研究服务业务实现营业收入 10.52 亿人民币, 与 2019 年相比增长 67.41%。临床服务及其他业务实现营业收入 2.1 亿, 与 2019 年相比增长 327.49%。在产能扩张方面公司走在行业前列, 公司 2019 年完成的动物设施以及实验室在 2020 年得到充分利用。
- 国际化进程持续推进, 境外业绩实现高速增长。昭衍新药 2020 年实现境外收入 2.22 亿人民币, 同比增长 477.48%。2020 年, 国内公司签订的海外订单约 7,800 万元人民币, 较 2019 年增长约 85%; 海外子公司 BIOMERE 签订的订单约 1.6 亿元人民币, 较 2019 年增长约 15%。公司对 Biomere 的收购加速了国际化推进的进程, 进一步完善了公司的产业链, 增强一站式服务的能力。
- 人员团队持续扩大, 第三期股权激励计划推出。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司已拥有近 1500 人的专业服务团队。同时, 公司继续优化组织架构, 不断完善薪酬体系。2020 年 8 月, 公司推出第三期股权激励计划—2020 年股票期权激励计划, 人员覆盖范围和激励数量相比前两期激励计划进一步扩大, 更好地实现了员工利益和公司利益的绑定, 提高员工积极性。

估值

- 我们根据公司业绩与行业环境变化, 上调盈利预测, 并根据公司股权变化情况, 对 Eps 进行调整。预计公司 2021, 2022, 2023 年分别实现净利润 4.0 亿元, 5.2 亿元, 6.4 亿元, 分别实现 EPS1.488 元, 1.909, 2.378 元。(我们在 2020 年 8 月预计 2021, 2022 年公司实现净利润分别为 3.36 亿元, 4.23 亿元, EPS 分别为 2.080 元, 2.616 元。)

评级面临的主要风险

- 政策变化风险; 新业务拓展不达预期; 市场竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	639	1,076	1,517	2,058	2,613
变动(%)	56	68	41	36	27
净利润(人民币 百万)	178	315	403	517	644
全面摊薄每股收益(人民币)	0.659	1.163	1.488	1.909	2.378
变动(%)	64.6	76.6	27.9	28.3	24.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)		0.912	1.241	1.562	
调整幅度(%)		27.5	19.9	22.2	
全面摊薄市盈率(倍)	222.6	126.0	98.5	76.8	61.6
价格/每股现金流量(倍)	268.1	92.7	75.0	271.9	38.4
每股现金流量(人民币)	0.55	1.58	1.95	0.54	3.82
企业价值/息税折旧前利润(倍)	145.8	101.9	74.9	59.3	46.3
每股股息(人民币)	0.203	0.203	0.464	0.592	0.739
股息率(%)	0.1	0.1	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

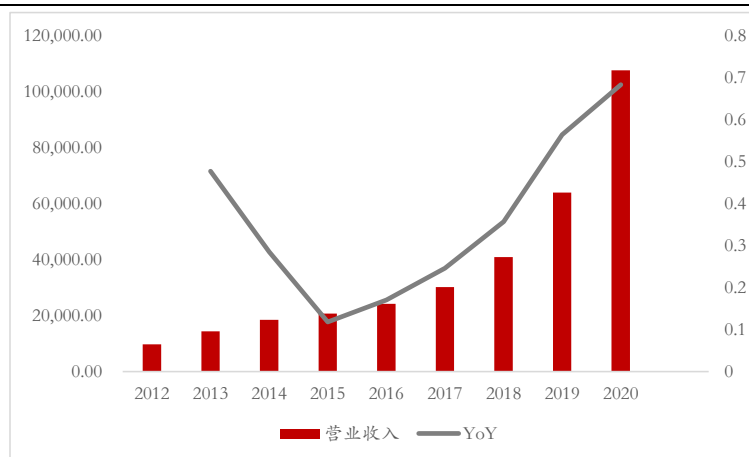
业绩实现高速增长，服务能力不断提高

营业收入与经营活动净现金流均实现高速增长

自 2013 年起，昭衍新药实现连续 8 年业绩持续增长。2020 年昭衍新药实现营业收入 10.76 亿人民币，与 2019 年相比增长 68.27%，实现归母净利润 3.15 亿人民币，与 2019 年相比增长 68.67%。公司 2020 年经营活动产生的净现金流为 4.28 亿人民币，与 2019 年同期相比增长 189.27%，增长速度高于同期营业收入增速。药物临床前研究服务业务实现营业收入 10.52 亿人民币，与 2019 年相比增长 67.41%。临床服务及其他业务实现营业收入 2.1 亿，与 2019 年相比增长 327.49%。

2020 年全年完成专题数及在研专题数较 2019 年均较大幅度增长，在研项目量较去年同期有显著增长。截止报告期末，公司在手订单金额超过 17 亿元人民币，较去年同期增长超 60%，为 2021 年的业绩提升提供了坚实的保障。2020 年公司全年非临床业务新增加客户 231 个，活动客户数 520 个，非临床业务新签订单超 15 亿，比上年同期增长约 70%。

图表 1. 昭衍新药 2012-2020 业绩情况（单位：万人民币）



资料来源：公司年报，万得，中银证券

设施建设推动产能提高，服务能力不断提升

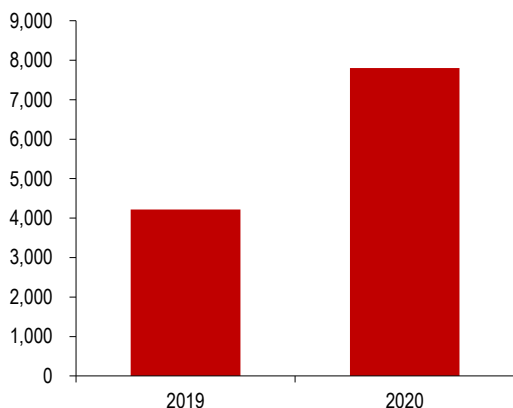
昭衍新药前瞻性筹备了试验设施、设备的建设，在产能扩张中走在行业的前列。北京昭衍顺利取得了辐射安全许可证，可以向客户提供基于放射性同位素的药物药代动力学研究及放射性免疫分析服务。公司 2019 年完成的 10800 平米动物设施以及 3500 平米的实验室在 2020 年得到充分利用，极大地提升了动物饲养量以及业务服务通量和效率，提高了对现有临床前研究服务能力与新增的临床分析业务能。昭衍（苏州）计划 2021 年继续装修动物房约 7400 平米、装修实验室约 1500 平米，另外新建动物饲养及其配套动力设施约 9000 平米，为不断增长的业务订单提前做好筹备；2021 年启动对昭衍（广州）新药评价中心、昭衍（重庆）新药评价中心的动工建设。

公司坚持特色领域能力建设，打造眼科与非人灵长类生殖毒性评价特色。在眼科药物评价领域，公司与国际眼科药物研发公司巨头继续保持深度的业务合作，成功开发和建立了针对其在研项目的疾病模型。另外，公司把经过验证的非人灵长类生殖毒性评价体系推向商用，是国内第一家商用此技术的非临床 CRO。2020 年使用非人灵长类动物模型的生物技术药物发育和生殖毒性评价需求剧增，这些实验使用食蟹猴进行生殖毒性实验。昭衍实验室在早期食蟹猴胚胎-胎仔发育毒性试验的评价方法的基础上，进一步建立了食蟹猴加强式的围产期毒性试验的评价方法，并成功将该方法应用到两个生物技术药物的生殖毒性试验评价中，在国内保持领先地位。

持续推进并深化国际化战略

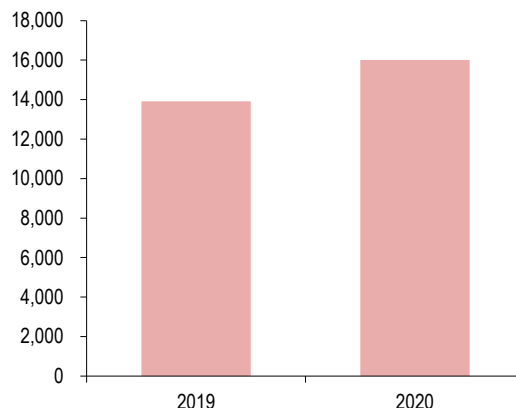
公司 2020 年海外业绩实现高速增长。昭衍新药 2020 年实现境外收入 2.22 亿人民币,同比增长 477.48%。2020 年,国内公司签订的海外订单约 7,800 万元人民币,较 2019 年增长约 85%;海外子公司 BIOMERE 签订的订单约 1.6 亿元人民币,较 2019 年增长约 15%。

图表 2. 2019-2020 昭衍新药国内公司海外订单情况
(单位: 万人民币)



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 3. 2019-2020 Biomere 订单情况
(单位: 万人民币)



资料来源: 公司年报, 中银证券

公司收购 Biomere 加速国际化进程。国际化是公司的重要发展战略,公司临床前 CRO 业务目前处于可协助国内客户进行国际申报阶段,正在向协助国际客户国际申报发展阶段当中。公司于 2019 年收购 Biomere 公司,将快速进入协助国际客户国际申报发展阶段。Biomere 公司临床前业务主要为药物筛选和药效,对 Biomere 的收购进一步完善了公司的产业链,增强一站式服务的能力。品牌的联合宣传和市场推广有利于增加客户的了解,进而拓展国际客户。

组织架构优化, 人员团队持续扩大

公司为了适应公司业务及订单的不断增长,在 2020 年继续扩大人员队伍。截至 2020 年 12 月 31 日,公司已拥有近 1500 人的专业服务团队,临床前研究服务团队人员的数量和技术能力进一步提高,临床试验服务团队也进一步充实。同时公司也在继续优化组织架构,丰富人员职业发展通道体系,细化岗位职责提高管理效率,不断完善薪酬体系,持续提高员工的劳动积极性。积极引进更多的具有海外工作经验的技术人员加入国内团队,提高国际交流与沟通能力。同时,公司将积极引进更多的具有海外工作经验的技术人员加入国内团队,提高国际交流与沟通能力;

公司通过股权激励的方式,实现了员工利益和公司利益的绑定。2020 年 8 月,公司推出第三期股权激励计划—2020 年股票期权激励计划,人员覆盖范围和激励数量相比前两期激励计划进一步扩大。同时,为了调动员工积极性、创造力和学习热情,提高业务能力和工作效率,公司将在 2021 年继续择机推出股权激励,做好股权激励的实施工作,助力公司发展。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	639	1,076	1,517	2,058	2,613
销售成本	(307)	(530)	(741)	(1,025)	(1,298)
经营费用	(61)	(159)	(254)	(373)	(488)
息税折旧前利润	271	387	522	659	827
折旧及摊销	(42)	(61)	(63)	(67)	(72)
经营利润(息税前利润)	229	326	459	592	755
净利息收入/(费用)	2	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益/(损失)	10	60	8	8	6
税前利润	241	384	464	598	758
所得税	(28)	(47)	(63)	(81)	(102)
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	0	12
净利润	178	315	403	517	644
核心净利润	213	338	403	517	644
每股收益(人民币)	0.659	1.163	1.488	1.909	2.378
核心每股收益(人民币)	0.787	1.248	1.488	1.909	2.379
每股股息(人民币)	0.203	0.203	0.464	0.592	0.739
收入增长(%)	56	68	41	36	27
息税前利润增长(%)	78	43	41	29	27
息税折旧前利润增长(%)	72	43	35	26	25
每股收益增长(%)	65	77	28	28	25
核心每股收益增长(%)	74	59	19	28	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	241	384	464	598	758
折旧与摊销	42	61	63	67	72
净利息费用	(2)	2	2	2	2
运营资本变动	(15)	226	317	(125)	193
税金	(63)	(71)	(63)	(81)	(102)
其他经营现金流	(55)	(173)	(254)	(315)	111
经营活动产生的现金流	148	428	529	146	1,034
购买固定资产净值	58	17	40	40	40
投资减少/增加	(121)	10	8	8	6
其他投资现金流	(40)	(282)	(78)	(80)	(80)
投资活动产生的现金流	(102)	(255)	(30)	(32)	(34)
净增权益	(55)	(55)	(126)	(160)	(200)
净增债务	22	2	49	1	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	17	(11)	(74)	(105)	(224)
融资活动产生的现金流	(15)	(37)	(99)	(162)	(202)
现金变动	31	137	400	(48)	798
期初现金	149	177	309	709	661
公司自由现金流	46	173	499	114	1,000
权益自由现金流	66	178	550	117	1,003

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	177	309	709	661	1,458
应收帐款	112	100	125	332	148
库存	200	406	363	731	676
其他流动资产	151	368	273	311	324
流动资产总计	641	1,183	1,470	2,034	2,606
固定资产	456	514	503	489	470
无形资产	107	124	111	98	84
其他长期资产	62	136	76	92	101
长期资产总计	624	773	690	678	656
总资产	1,418	2,108	2,314	2,863	3,408
应付帐款	44	60	45	60	70
短期债务	11	0	50	50	50
其他流动负债	428	700	624	796	876
流动负债总计	483	760	719	906	996
长期借款	9	21	21	21	21
其他长期负债	99	102	94	98	98
股本	162	227	227	227	227
储备	679	978	1,255	1,612	2,056
股东权益	840	1,206	1,483	1,840	2,284
少数股东权益	1	(1)	(3)	(3)	9
总负债及权益	1,418	2,108	2,314	2,863	3,408
每股帐面价值(人民币)	3.10	4.45	5.48	6.79	8.43
每股有形资产(人民币)	2.71	4.00	5.07	6.43	8.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(1.06)	(2.35)	(2.18)	(5.12)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	42.4	36.0	34.4	32.1	31.7
息税前利润率(%)	35.8	30.3	30.2	28.8	28.9
税前利润率(%)	37.7	35.7	30.6	29.0	29.0
净利率(%)	27.9	29.3	26.6	25.1	24.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.6	2.0	2.2	2.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	131.7	185.1	239.0	304.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.5	1.4	1.9
估值					
市盈率(倍)	222.6	126.0	98.5	76.8	61.6
核心业务市盈率(倍)	186.2	117.4	98.5	76.8	61.6
市净率(倍)	47.3	32.9	26.8	21.6	17.4
价格/现金流(倍)	268.1	92.7	75.0	271.9	38.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	145.8	101.9	74.9	59.3	46.3
周转率					
存货周转天数	187.4	209.1	189.5	194.7	197.7
应收帐款周转天数	45.2	36.0	27.0	40.5	33.5
应付帐款周转天数	18.2	17.6	12.7	9.3	9.1
回报率					
股息支付率(%)	30.9	17.5	31.2	31.0	31.1
净资产收益率(%)	23.8	30.8	30.0	31.1	31.2
资产收益率(%)	15.8	16.2	17.9	19.8	20.8
已运用资本收益率(%)	5.9	7.5	7.3	7.5	7.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371