

分析师: 李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

国际化进程加速, 持续快速增长可期

——昭衍新药(603127)调研简报

证券研究报告-调研简报

买入(维持)

市场数据(2021-04-06)

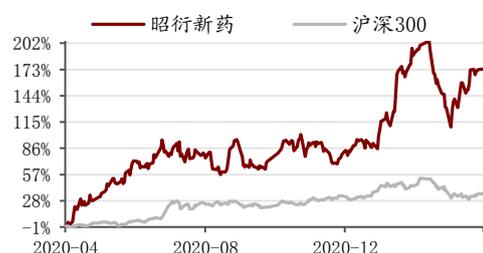
发布日期: 2021年04月07日

收盘价(元)	147.30
一年内最高/最低(元)	167.77/74.55
沪深300指数	5140.34
市净率(倍)	32.57
流通市值(亿元)	334.22

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	5.39
每股经营现金流(元)	1.88
毛利率(%)	51.38
净资产收益率-摊薄(%)	25.72
资产负债率(%)	41.92
总股本/流通股(万股)	22745.47/22690.01
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《昭衍新药(603127)调研简报: 在手订单充沛, 持续快速增长可期》 2021-02-08
- 2 《昭衍新药(603127)季报点评: 在手订单充沛, 四季度业绩有望大幅提升》 2020-11-02
- 3 《昭衍新药(603127)中报点评: 二季度业绩加速增长, 未来业绩增长确定》 2020-09-04

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司的核心业务是药物临床前研究服务**, 临床前研究服务具备专业性壁垒, 只能在专业的 GLP 实验室中开展。公司拥有北京和苏州两个 GLP 实验室, 建立了系统的药物临床前评价技术平台和 GLP 质量管理体系, 通过了国内以及多个国家, 包括国际机构的 GLP 认证和检查, 无论设施面积, 评价品种还是专业性, 都位居细分子行业领先水平。
- **公司 2020 年业绩超出预期**。公司 3 月 30 日公告显示, 2020 年实现营业收入 10.76 亿元, 同比增长 68.27%; 归母净利润为 3.15 亿元, 同比增长 68.67%; 扣非后归母净利润为 2.92 亿元, 同比增长 78.91%。基本每股收益 1.4 元。业绩超预期的增长主要来自于以下几个方面原因: 1) 随着国内创新药产业的蓬勃发展, 公司在手订单充沛。截至 2020 年报告期末, 公司在手订单超过 17 个亿(截至 2020 年 9 月份, 公司在手订单数也超过 17 个亿, 在年底结题的基础上仍然维持 17 个亿以上的在手订单); 2020 年公司订单执行和完成情况均处于较高水平, 规模化效应凸显。订单收入确认力度高于我们此前预期; 2) 非经常性损益带来一次性收入 3361.89 万元, 主要来自于往年和当年收到的政府补助以及当年理财收益。3) 会计政策变更。2020 年度, 因为 H 股上市, 公司将生物资产的后续计量模式由成本模式计量变更为公允价值模式计量, 带来 2020 年前三季度净利润增加 2527.2 万元。
- **布局上海, H 股上市, 有利加速公司国际化进程**。公司 2 月 4 日公告, 将成立“昭衍上海”公司, 主要从事临床前研究业务; 和公司沟通了解到, 该子公司主要从事市场开拓工作, 昭衍上海立足张江, 附近汇集了大量中国走在最前沿的创新药企; 未来有望更快、更好、更多地拿到创新药项目, 从而更及时的服务于创新药企。公司 3 月 30 日在公众号上宣布, 与加拿大的 Nexelis 公司正式签署战略合作意向书, 昭衍将作为该公司在中国的独家合作伙伴, 为国际客户在中国提供生物分析研究工作。该公司隶属于总部位于波士顿的著名医药健康投资公司 Ampersand Capital Partners, 在传染病、代谢疾病和肿瘤学等众多领域提供先进的分析方法开发和实验室检测服务并处于业界领先。对此, 昭衍副董事长表示: Nexelis 在一秒临床实验领域的全球领先地位和专业性令人印象深刻, 双方的战略合作关系也将有助于昭衍从领先的非临床 CRO 转化为一家拥有从药物发现到临床后期以及药物上市后市场服务的综合服务能力的公司。随着公司登陆港股, 未来公司的国际化进程有望加速。
- **上下游产业链延伸有助公司业绩增长**。公司上游为试验动物, 包括小型啮齿类动物, 主要是小白鼠以及大型灵长类动物黑猩猩等, 2020 年公司动物采购成本持续上升, 但公司可以转嫁, 扣除 Biomere 的因素影响, 公

司安全性评价业务毛利率较上年同期有所提升；目前广西猴厂已于 2019 年 11 月正式开工建设，预计 3 年达产。**下游临床业务方面**，公司主要业务为药物早期临床试验服务（临床 I 期及 BE 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 期病房进行的现场审计工作。共建临床中心承接多项创新药 I 期临床试验和仿制药 BE 试验。随着疫情的缓解及医院的 GCP 工作陆续开放，公司承接多项 I 期和 II 期临床试验，都在有序的推进中。未来 3-5 年内，早期临床的需求量会呈现井喷式增长，公司有望从中受益。此外，公司在药物警戒系统、动物模型研究等方面均有布局，未来公司综合服务能力将加强。

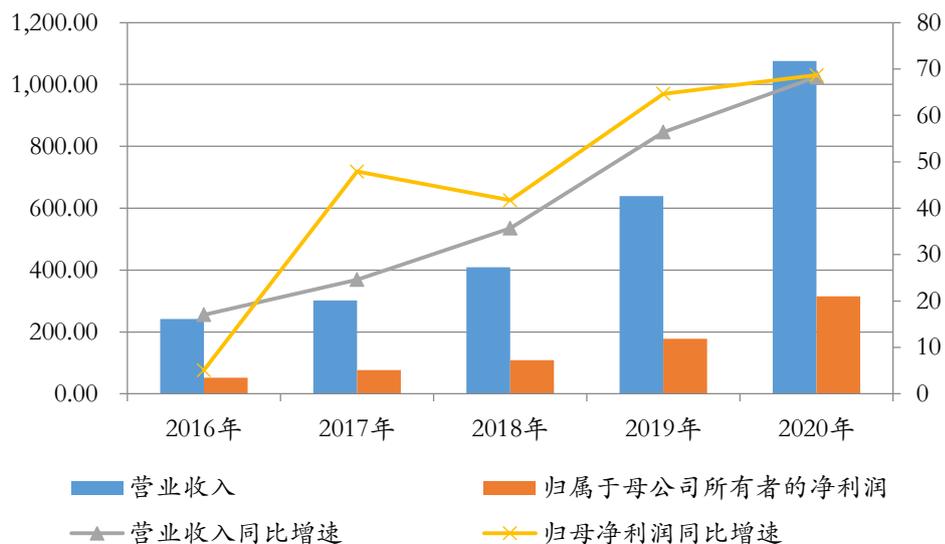
- **实验室产能充分运转，2021 年下半年将继续扩增产能。**目前，公司的实验室总产能为 31500 平，产能利用率超过 9 成；公司计划 2021 下半年在苏州新增 5400 平实验基地，以满足不断增长的订单需求。
- **维持公司“买入”投资评级。**预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年 EPS 分别为 1.42 元、1.78 元以及 2.07 元。按照 2021 年 4 月 6 日收盘价 147.3 元/股计算，相应 PE 为 104 倍，83 倍和 71 倍。考虑到公司未来的增长较为确定，维持公司“买入”投资评级。

风险提示：疫情发展超出预期，新药研发进度低于预期

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	639.4	1075.9	1506.3	2108.8	2636.0
增长比率(%)	56.4%	68.3%	40.0%	40.0%	25.0%
净利润(百万元)	178.4	315.0	385.6	483.4	560.3
增长比率(%)	64.6%	76.6%	22.4%	25.4%	15.9%
每股收益(元)	0.66	1.16	1.42	1.78	2.07
市盈率(倍)	223.18	126.98	103.73	82.75	71.16

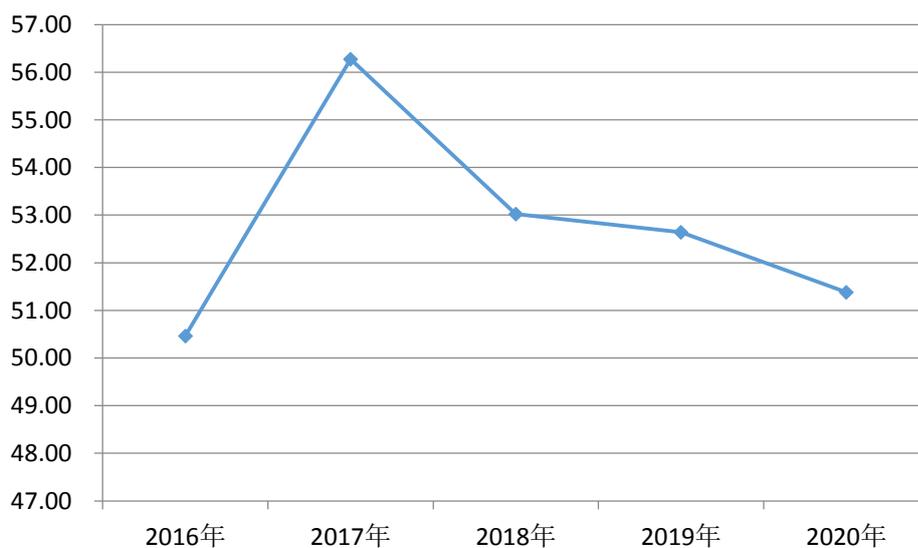
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营业收入和利润, 以及同比增速走势图



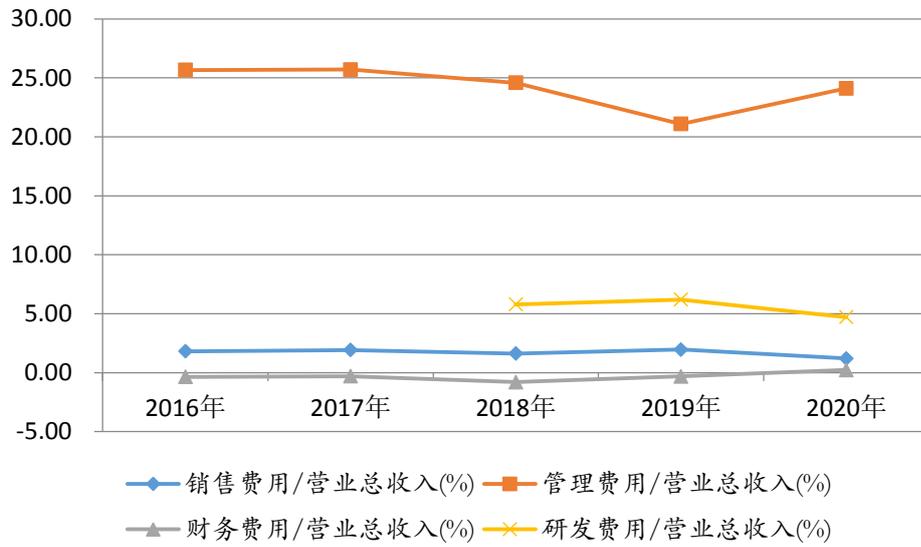
资料来源: wind 资讯, 中原证券

图 2: 公司近三年单季度毛利率走势



资料来源: wind 资讯, 中原证券

图 3: 期间费用率走势图



资料来源: wind 资讯, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	639.4	1075.9	1506.3	2108.8	2636.0	成长性					
减: 营业成本	302.8	523.1	753.1	1,075.5	1,397.1	营业收入增长率	56.4%	68.3%	40.0%	40.0%	25.0%
营业税费	4.1	6.5	9.2	12.9	16.1	营业利润增长率	63.6%	75.2%	17.7%	33.5%	15.9%
销售费用	12.5	12.9	30.1	42.2	52.7	净利润增长率	64.6%	76.6%	22.4%	25.4%	15.9%
管理费用	95.2	208.6	301.3	421.8	527.2	EBITDA 增长率	69.4%	58.8%	6.8%	29.0%	14.0%
财务费用	-2.0	2.5	-7.0	-10.8	-14.3	EBIT 增长率	74.4%	61.6%	8.1%	33.2%	15.5%
资产减值损失	-4.0	-1.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	70.2%	79.0%	12.3%	33.2%	15.5%
加: 公允价值变动收益	-2.7	58.9	-0.6	-	-	投资资本增长率	26.6%	13.1%	-206.5%	-256.9%	-177.7%
投资和汇兑收益	13.2	1.5	5.9	-	-	净资产增长率	27.0%	48.0%	24.2%	22.7%	21.6%
营业利润	206.1	361.1	424.9	567.3	657.2	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	-0.5	27.7	-	-	毛利率	52.6%	51.4%	50.0%	49.0%	47.0%
利润总额	205.9	360.6	452.6	567.3	657.2	营业利润率	32.2%	33.6%	28.2%	26.9%	24.9%
减: 所得税	27.7	46.9	67.9	85.1	98.6	净利润率	27.9%	29.3%	25.6%	22.9%	21.3%
净利润	178.4	315.0	385.6	483.4	560.3	EBITDA/营业收入	44.1%	41.6%	31.7%	29.2%	26.7%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	37.4%	35.9%	27.7%	26.4%	24.4%
货币资金	177.0	308.7	1,812.8	709.7	2,634.3	运营效率					
交易性金融资产	130.7	238.9	157.5	175.7	190.7	固定资产周转天数	198	145	101	64	45
应收帐款	110.3	97.6	119.9	172.9	178.5	流动营业资本周转天数	-30	-43	-151	-68	-54
应收票据	1.9	2.2	17.1	3.3	19.8	流动资产周转天数	375	305	455	391	399
预付帐款	7.2	49.5	9.1	76.6	47.2	应收帐款周转天数	42	35	26	25	24
存货	200.5	406.2	388.8	746.5	728.2	存货周转天数	89	102	95	97	101
其他流动资产	13.1	79.8	121.0	71.3	90.7	总资产周转天数	720	590	660	521	496
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	231	164	-4	27	13
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.6%	25.7%	25.3%	25.9%	24.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	14.9%	11.3%	17.9%	12.2%
固定资产	418.4	445.6	398.6	351.6	304.7	ROIC	48.7%	68.9%	68.4%	-85.6%	63.0%
在建工程	35.3	48.6	48.6	48.6	48.6	费用率					
无形资产	106.6	123.6	110.6	97.5	84.4	销售费用率	2.0%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	217.0	307.1	229.6	239.3	244.8	管理费用率	14.9%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
资产总额	1,417.8	2,107.8	3,413.6	2,693.1	4,572.0	财务费用率	-0.3%	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
短期债务	11.0	-	-	-	-	三费/营业收入	16.5%	20.8%	21.5%	21.5%	21.5%
应付帐款	58.4	93.3	109.9	195.8	197.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.7%	41.9%	55.5%	30.8%	50.4%
其他流动负债	413.4	666.8	1,689.8	534.5	2,008.4	负债权益比	71.4%	72.2%	124.6%	44.4%	101.6%
长期借款	9.2	21.4	-	-	-	流动比率	1.33	1.56	1.46	2.68	1.76
其他非流动负债	98.6	102.2	93.8	98.2	98.1	速动比率	0.91	1.02	1.24	1.66	1.43
负债总额	590.6	883.7	1,893.5	828.4	2,303.8	利息保障倍数	-118.19	156.10	-59.69	-51.62	-44.99
少数股东权益	0.7	-0.7	-1.6	-2.7	-4.4	分红指标					
股本	161.7	227.5	270.8	270.8	270.8	DPS(元)	0.20	0.29	0.42	0.51	0.57
留存收益	678.5	978.3	1,250.8	1,596.6	2,001.8	分红比率	30.8%	25.3%	29.3%	28.5%	27.7%
股东权益	827.3	1,224.2	1,520.1	1,864.7	2,268.2	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	178.2	313.6	385.6	483.4	560.3	EPS(元)	0.66	1.16	1.42	1.78	2.07
加: 折旧和摊销	43.8	66.6	60.0	60.0	60.0	BVPS(元)	3.05	4.52	5.62	6.90	8.39
资产减值准备	9.1	1.5	-	-	-	PE(X)	223.6	126.6	103.5	82.5	71.2
公允价值变动损失	2.7	-58.9	-0.6	-	-	PB(X)	48.3	32.6	26.2	21.4	17.6
财务费用	-0.3	4.2	-7.0	-10.8	-14.3	P/FCF	382.2	155.3	27.8	-42.6	19.0
投资收益	-13.2	-1.5	-	-	-	P/S	62.4	37.1	26.5	18.9	15.1
少数股东损益	-0.2	-1.4	-0.9	-1.2	-1.7	EV/EBITDA	83.3	73.3	79.1	63.1	52.6
营运资金的变动	201.1	517.2	1,089.5	-1,490.1	1,476.0	CAGR(%)	39.3%	21.2%	52.6%	39.3%	21.2%
经营活动产生现金流量	148.1	428.4	1,526.6	-958.7	2,080.3	PEG	5.7	6.0	2.0	2.1	3.4
投资活动产生现金流量	-102.1	-254.9	82.0	-18.2	-15.0	ROIC/WACC	4.6	6.6	6.5	-8.1	6.0
融资活动产生现金流量	-15.4	-36.9	-104.5	-126.2	-140.7	REP	11.0	9.6	-10.5	-5.5	-9.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。