

昭衍新药(603127)

点评报告

行业公司研究—医疗服务II行业—

证券研究报告

从盈利能力再提升看国内创新高景气

——昭衍新药 2021H1 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

2021年8月9日，昭衍新药发布2021H1业绩预告。去除公允价值变动及汇兑影响，2021Q2收入中值3.34亿元，YOY +37%，扣非归母中值8897万元，YOY 80%，净利率26.67%，较2020年同期增长6.35pct。我们认为再次提升的盈利能力背后是国内创新药产业链的超高景气度及公司产能的稀缺性。

投资要点

□ 业绩概览：扣非净利润同比增长80%，盈利能力再提升

昭衍新药发布2021H1业绩预告，按中值计算，公司2021H1累计收入5.35亿元，YOY 34.5%；净利润1.53亿元，YOY 70%；扣非净利润1.30亿元，YOY 66%。由于公司财务口径变更，我们去除公允价值变动（Q2约1900w）及汇兑影响（汇兑损益调出非经口径Q1影响5788万）。2021Q2收入3.34亿元，YOY +37%，扣非归母8897万元，YOY 80%，净利率26.67%，较2020年同期增长6.35pct。

□ 高盈利能力的背后是供给的稀缺性

公司在产能受限的情况下，通过合理安排实验项目，在最大程度上挖掘产能空间，进一步提高设施利用率，规模化效应凸显。这背后除去公司良好的管理运营能力外，更显示了在高景气的国内创新药产业链中公司产能的稀缺性。我们认为对于投资临床前板块的公司，建议从关注供给端的技术差别及产能释放转向需求端的高景气。

□ 从高存货增长看全年业绩确定性

2021H1公司收入中值同比增长35%，略低于全年预期。我们认为，对于项目数较多、交付周期较短的临床前项目不必关注短期的业绩波动。2021Q1公司存货在报告期内增长1.14亿，达历史最高值。鉴于历史数据中未结题课题占整体存货金额的80%，对短期具有明显指导意义，我们保守估计公司全年随着产能的释放，收入端或贡献40%的增长。

□ 17亿在手订单彰显的是国内超高景气

2020年报披露公司在手订单17亿，考虑安评订单执行周期，我们认为这反映了未来2-3年的业绩高增长。随着苏州昭衍产能的逐渐释放，未来2-3年在手订单有望持续兑现，延续高增长。

□ 期待海外协同打开新空间

2021年是公司H股上市初年，自2019年公司加强海外布局。于2021年3月30日与加拿大Nexelis公司签署战略合作协议，公司将作为Nexelis在中国的独家合作伙伴为国际在中国提供生物分析服务。我们认为，随着公司H股上市及海外客户的持续拓展，海外长期空间有望加速打开。

□ 盈利预测及估值

鉴于公司于参与长春百克生物A股IPO战略配售投资收益的不确定性，我们维持2021年盈利预测。预计2021-2023年公司EPS分别为1.72、2.16、2.88元，

评级

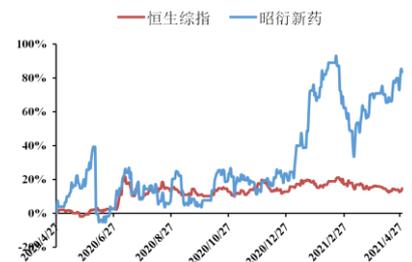
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥156.50

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.39
4Q/2020	0.86
3Q/2020	0.18
2Q/2020	0.25



公司简介

公司主要从事以药物非临床安全性评价服务为主的药物临床前研究服务和实验动物及附属产品的销售业务；其中，药物临床前研究服务为公司的核心业务。

相关报告

- 1《【浙商医药】昭衍新药2021Q1：盈利能力再提升，高议价、高景气持续》2021.04.28
- 2《【浙商医药】昭衍新药2020年报点评：高增长、高议价、高景气，协同初现》2021.03.30
- 3《【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
- 4《【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

按 2021 年 8 月 9 日收盘价对应 2021 年 91 倍 PE，2022 年 72 倍 PE。参考可比公司估值及行业地位，维持“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	465	585	779
(+/-)	60.19%	47.58%	25.92%	33.13%
每股收益(元)	1.10	1.72	2.16	2.88
P/E	129	91	72	54

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1183	1989	3006	4174	营业收入	1076	1497	2087	2809
现金	309	641	1055	1400	营业成本	523	694	1027	1325
交易性金融资产	239	200	200	200	营业税金及附加	7	9	13	17
应收账款	91	188	258	342	营业费用	13	15	21	28
其它应收款	9	12	17	23	管理费用	209	269	355	506
预付账款	50	69	96	129	研发费用	51	60	83	112
存货	406	800	1300	2000	财务费用	2	(23)	(37)	(35)
其他	80	80	80	80	资产减值损失	(1)	0	0	0
非流动资产	925	1009	1026	1078	公允价值变动损益	59	35	10	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2	10	15	13
长期投资	12	60	0	0	其他经营收益	28	10	19	10
固定资产	446	493	534	571	营业利润	361	528	669	888
无形资产	124	138	160	174	营业外收支	(1)	(1)	(0)	(1)
在建工程	49	64	62	42	利润总额	361	528	669	887
其他	295	253	269	290	所得税	47	63	84	109
资产总计	2108	2998	4032	5251	净利润	314	465	585	779
流动负债	760	1110	1560	2003	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(1)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	315	465	585	779
应付款项	60	180	250	337	EBITDA	421	577	715	930
预收账款	2	808	1127	1517	EPS(最新摊薄)	1.16	1.72	2.16	2.88
其他	698	122	183	149	主要财务比率				
非流动负债	124	146	145	143		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	21	36	36	36	成长能力				
其他	102	110	108	107	营业收入	68.27%	39.14%	39.38%	34.61%
负债合计	884	1256	1705	2146	营业利润	60.91%	46.35%	26.59%	32.73%
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	归属母公司净利润	60.19%	47.58%	25.92%	33.13%
归属母公司股东权益	1225	1743	2329	3108	获利能力				
负债和股东权益	2108	2998	4032	5251	毛利率	51.38%	53.66%	50.79%	52.83%
					净利率	29.15%	31.03%	28.03%	27.73%
					ROE	30.71%	31.35%	28.78%	28.69%
					ROIC	24.67%	25.59%	24.08%	24.06%
					偿债能力				
					资产负债率	41.92%	41.90%	42.28%	40.86%
					净负债比率	2.77%	3.14%	2.31%	1.84%
					流动比率	1.56	1.79	1.93	2.08
					速动比率	1.02	1.07	1.09	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.59	0.59	0.61
					应收帐款周转率	11.02	12.55	11.65	11.48
					应付帐款周转率	10.06	5.78	4.78	4.51
					每股指标(元)				
					每股收益	1.16	1.72	2.16	2.88
					每股经营现金	1.58	1.39	1.58	1.48
					每股净资产	5.39	6.44	8.60	11.48
					估值比率				
					P/E	134.54	91.16	72.40	54.38
					P/B	29.06	24.32	18.20	13.64
					EV/EBITDA	54.47	72.01	57.58	43.88

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>