

订单饱满产能充裕，安评龙头增长超预期

投资要点

- **事件：**公司发布2021年报，实现营业收入15.2亿元，同比增长41%；实现归母净利润5.6亿元，同比增长77%；实现归母扣非净利润5.3亿元，同比增长81.6%。
- **业绩持续高速增长，安评龙头地位稳固。**2021年公司业绩表现强劲，核心业务临床前评价业务仍是增长主力。分季度看，2021Q4实现营业收入6.6亿元（+48.5%），实现归母净利润3.1亿元（+80.5%），实现归母扣非净利润3.1亿元（+61.8%），在2020年高基数下仍维持高速增长，利润端创历史新高。我们认为，主要系：1）技术平台创新带来创新药物项目占比持续提升；2）人员队伍加速建设，产能扩张持续完善，运营效率大幅提升；3）猴子价格上涨带来生物资产价值变动；4）2021年公司港股募集资金带来额外收益所致。
- **公司在手订单充足，新建产能快速释放。**2021年公司签署订单超28亿元，其中境内公司承接订单超25.5亿元，同比增长65%；海外子公司Biomere毛利率持续改善，2021年承接订单约2.8亿元，同比增长75%。新建产能加速布局，1）国内产能：2021年苏州昭衍约7500平米新建动物房投入使用；1800平米P2实验室完成建设及备案许可；苏州昭衍II期20000平米、无锡放药评价中心3000平米试验设施预计2022H2投产；新成立子公司昭衍易创（苏州）租赁9000平米实验室，预计2022年底完成装修；广州、重庆昭衍安评中心等正有序建设中；2）海外产能：昭衍加州2021年投入约6000平米试验设施以缓解Biomere设施压力。随着公司新建产能加速布局，在手订单有望持续得到充分释放。
- **新业务有序推进，国际化业务加速布局。**2021年公司加速新业务能力建设，1）围绕创新药物新技术、新靶点深入开展非临床评价工作，12月与子公司苏州昭衍均通过日本PMDA对中国非临床CRO的首次GLP检查；2）子公司苏州启辰的哺乳动物体细胞克隆技术平台获首批体细胞克隆巴马猪、体细胞克隆小鼠，哺乳动物基因编辑平台成功创建不同疾病的细胞系、小鼠模型、犬模型等系列基因编辑模型；梧州基地正有序建设中；3）2021年收购Biomere提升海外品牌力，报告期内完成H股上市，有望加速国际化布局，打开未来成长天花板。
- **盈利预测与评级。**我们预计2022-2024年EPS分别为2.01元、2.78元和3.61元，对应当前股价估值分别为58倍、42倍和32倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单不及预期；外延拓展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1516.68	2132.15	2893.90	3769.36
增长率	40.97%	40.58%	35.73%	30.25%
归属母公司净利润（百万元）	557.46	765.78	1060.59	1376.64
增长率	76.96%	37.37%	38.50%	29.80%
每股收益EPS（元）	1.46	2.01	2.78	3.61
净资产收益率ROE	7.79%	9.84%	12.20%	13.97%
PE	79	58	42	32
PB	6.19	5.69	5.10	4.49

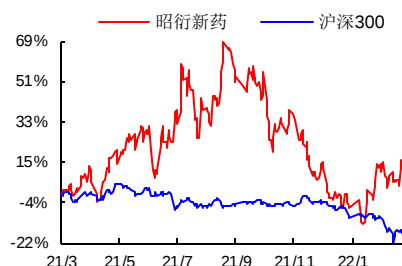
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxia@swsc.com.cn

分析师：马云涛
 执业证号：S1250520090001
 电话：021-68416017
 邮箱：myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.81
流通A股(亿股)	3.20
52周内股价区间(元)	89.44-229.68
总市值(亿元)	441.86
总资产(亿元)	85.37
每股净资产(元)	18.72

相关研究

1. 昭衍新药（603127）：业绩超预期，期待海外扩张（2022-01-24）
2. 昭衍新药（603127）：业绩符合预期，海外订单实现高增长（2021-05-09）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1516.68	2132.15	2893.90	3769.36	净利润	556.42	764.35	1058.61	1374.06
营业成本	777.56	1097.42	1460.84	1875.63	折旧与摊销	80.21	67.02	98.27	139.53
营业税金及附加	8.69	12.68	17.07	22.19	财务费用	-19.16	20.98	26.40	38.34
销售费用	15.97	21.32	28.94	37.69	资产减值损失	-1.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	256.16	319.82	434.08	565.40	经营营运资本变动	87.71	-1074.91	-308.74	-351.49
财务费用	-19.16	20.98	26.40	38.34	其他	-18.20	-259.16	-361.90	-462.70
资产减值损失	-1.33	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	685.66	-481.73	512.64	737.73
投资收益	17.00	11.43	11.63	12.46	资本支出	-152.57	-630.00	-630.00	-630.00
公允价值变动损益	157.78	250.00	350.00	450.00	其他	-1917.23	-755.21	-817.98	-662.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2069.81	-1385.21	-1447.98	-1292.83
营业利润	642.89	881.72	1220.83	1584.76	短期借款	0.00	11.00	0.00	354.75
其他非经营损益	-0.89	-0.67	-0.72	-0.73	长期借款	-16.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	642.00	881.05	1220.11	1584.04	股权融资	5447.56	0.00	0.00	0.00
所得税	85.59	116.70	161.50	209.97	支付股利	-92.52	-111.49	-153.16	-212.12
净利润	556.42	764.35	1058.61	1374.06	其他	-48.20	-68.01	-20.12	-32.18
少数股东损益	-1.04	-1.43	-1.98	-2.58	筹资活动现金流净额	5290.40	-168.50	-173.28	110.45
归属母公司股东净利润	557.46	765.78	1060.59	1376.64	现金流量净额	3845.35	-2035.44	-1108.62	-444.64
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4154.10	2118.66	1010.04	565.40	成长能力				
应收和预付款项	160.14	287.80	357.92	469.46	销售收入增长率	40.97%	40.58%	35.73%	30.25%
存货	700.59	903.05	1230.61	1586.97	营业利润增长率	78.03%	37.15%	38.46%	29.81%
其他流动资产	799.65	708.64	718.52	729.88	净利润增长率	77.41%	37.37%	38.50%	29.80%
长期股权投资	25.29	25.29	25.29	25.29	EBITDA 增长率	63.65%	37.75%	38.75%	31.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	620.51	1191.07	1730.38	2228.43	毛利率	48.73%	48.53%	49.52%	50.24%
无形资产和开发支出	259.62	255.10	250.57	246.04	三费率	16.68%	16.98%	16.91%	17.02%
其他非流动资产	1817.17	2830.75	4007.31	5129.55	净利率	36.69%	35.85%	36.58%	36.45%
资产总计	8537.08	8320.36	9330.66	10981.04	ROE	7.79%	9.84%	12.20%	13.97%
短期借款	0.00	11.00	11.00	365.75	ROA	6.52%	9.19%	11.35%	12.51%
应付和预收款项	154.31	271.25	340.65	436.94	ROIC	73.90%	48.38%	36.60%	35.93%
长期借款	4.94	4.94	4.94	4.94	EBITDA/销售收入	46.41%	45.48%	46.49%	46.76%
其他负债	1233.39	262.62	298.06	335.46	营运能力				
负债合计	1392.64	549.81	654.66	1143.09	总资产周转率	0.28	0.25	0.33	0.37
股本	381.25	381.25	381.25	381.25	固定资产周转率	3.23	3.58	3.41	3.21
资本公积	5543.57	5543.57	5543.57	5543.57	应收账款周转率	15.44	14.16	13.37	13.60
留存收益	1188.59	1842.88	2750.31	3914.83	存货周转率	1.40	1.37	1.37	1.33
归属母公司股东权益	7136.21	7763.76	8671.20	9835.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	127.17%	--	--	--
少数股东权益	8.22	6.79	4.80	2.23	资本结构				
股东权益合计	7144.44	7770.55	8676.00	9837.94	资产负债率	16.31%	6.61%	7.02%	10.41%
负债和股东权益合计	8537.08	8320.36	9330.66	10981.04	带息债务/总负债	0.35%	2.90%	2.43%	32.43%
					流动比率	4.79	10.99	7.15	3.54
					速动比率	4.21	8.52	4.50	1.86
					股利支付率	16.60%	14.56%	14.44%	15.41%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	703.94	969.72	1345.50	1762.63	每股收益	1.46	2.01	2.78	3.61
PE	79.26	57.70	41.66	32.10	每股净资产	18.72	20.36	22.74	25.80
PB	6.19	5.69	5.10	4.49	每股经营现金	1.80	-1.26	1.34	1.94
PS	29.13	20.72	15.27	11.72	每股股利	0.24	0.29	0.40	0.56
EV/EBITDA	53.41	39.80	28.64	21.67					
股息率	0.21%	0.25%	0.35%	0.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn