

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

昭衍新药(603127)

投资评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩稳健高速增长，安评龙头强者恒强

2022年10月31日

事件：昭衍新药发布 2022 年三季度报告。公司前三季度实现收入 12.76 亿元（同比+48.97%），归母净利润 6.32 亿元（同比+154.85%），扣非归母净利润 6.05 亿元（同比+178.60%），经营现金流净额为 7.78 亿元（同比+67.93%）。第三季度实现收入 5.00 亿元（同比+55.01%），归母净利润 2.61 亿元（同比+176.77%），扣非归母净利润 2.60 亿元（同比+195.97%）。

点评：

- **主营业务高速稳健增长，利润率大幅提升。**2022Q1-3，利润率方面，公司实现毛利率 49.70%(同比-0.01pp)，归母净利率 49.52%(同比+20.57pp)，扣非归母净利率 47.44%(同比+22.07pp)；费用率方面，期间费用率为 12.59%(-16.90pp)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.97%(-0.38pp)/18.27%(-4.55pp)/3.92%(-0.17pp)/-10.57%(-11.80pp)；前三季度公司未实现的生物资产公允价值变动为 2.19 亿元，利息收入为 1.04 亿元，汇兑收益为 0.33 亿元，叠加拉升利润率水平，公司前三季度扣非归母净利润（剔除未实现的生物资产+利息收入+汇兑损益）同比增长 70.99%，主营业务呈高速稳健增长态势。
- **旺盛订单显示高景气，产能人才稳步增长，安评龙头强者恒强。**2022Q1-3，公司在手订单超 46 亿元，支撑公司长期发展。为消化高额订单，公司持续扩充产能及技术团队：1) 人员方面，截止至 2022 年 7 月 31 日，公司员工超 2600 人，较 2021 年底增加近 500 人；2) 产能建设方面，苏州昭衍 II 期工程（约 2Wm²）下半年将开始内部装修，广州昭衍将于 2022 年底完成基建工作，无锡放射性药物评价中心已完成主体建筑的框架结构，昭衍易创已启动实验室建设；公司综合服务能力持续增强。我们认为，公司核心的药物非临床评价业务具有 GLP 实验室及体系建立壁垒、优势技术领域经验壁垒、动物资源壁垒等多个高专业性壁垒，在新药研发产业链中，又具有必须通过非临床评价才能进入临床的需求刚性，在药物研发高创新性、高时效性要求的情况下，昭衍作为国内安评龙头，将持续高增长态势。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年公司营业收入为 21.40/29.96/40.40 亿元，同比增长 41.1%/40.0%/34.8%；归母净利润分别为 8.02/10.45/13.77 亿元，同比增长 43.8%/30.4%/31.8%，对应 2022-2024 年 PE 分别为 41/31/24 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、核心技术人员流失、医药研发投入下降或外包率下降、新业务进度不及预期等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,076	1,517	2,140	2,996	4,040
增长率 YoY %	68.3%	41.0%	41.1%	40.0%	34.8%
归属母公司净利润 (百万元)	315	557	802	1,045	1,377
增长率 YoY%	68.7%	77.0%	43.8%	30.4%	31.8%
毛利率%	51.4%	48.7%	53.6%	52.6%	51.7%
净资产收益率ROE%	25.7%	7.8%	10.3%	12.2%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.51	1.50	1.95	2.57
市盈率 P/E(倍)	103.11	76.44	40.78	31.28	23.74
市净率 P/B(倍)	19.15	6.17	4.19	3.82	3.43

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,183	5,814	5,666	6,351	7,916	
货币资金	309	4,154	2,752	4,257	5,162	
应收票据	2	8	9	12	17	
应收账款	89	108	144	202	276	
预付账款	50	39	50	71	98	
存货	406	701	2,175	1,167	1,605	
其他	327	805	537	642	758	
非流动资产	925	2,723	4,518	4,725	4,806	
长期股权投资	0	25	30	34	36	
固定资产(合计)	446	493	635	675	712	
无形资产	124	137	325	338	351	
其他	356	2,067	3,528	3,678	3,706	
资产总计	2,108	8,537	10,184	11,076	12,721	
流动负债	760	1,214	2,202	2,340	3,010	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	60	54	95	136	187	
其他	700	1,161	2,107	2,204	2,822	
非流动负债	124	178	178	178	178	
长期借款	21	5	5	5	5	
其他	102	173	173	173	173	
负债合计	884	1,393	2,380	2,519	3,188	
少数股东权益	-1	8	7	6	5	
归属母公司	1,225	7,136	7,796	8,551	9,528	
负债和股东权益	2,108	8,537	10,184	11,076	12,721	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,076	1,517	2,140	2,996	4,040	
同比(%)	68.3%	41.0%	41.1%	40.0%	34.8%	
归属母公司净利润	315	557	802	1,045	1,377	
同比(%)	68.7%	77.0%	43.8%	30.4%	31.8%	
毛利率(%)	51.4%	48.7%	53.6%	52.6%	51.7%	
ROE%	25.7%	7.8%	10.3%	12.2%	14.5%	
EPS (摊薄)(元)	1.00	1.51	1.50	1.95	2.57	
P/E	103.11	76.44	40.78	31.28	23.74	
P/B	19.15	6.17	4.19	3.82	3.43	
EV/EBITDA	62.69	72.44	34.77	25.03	18.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,076	1,517	2,140	2,996	4,040	
营业成本	523	778	992	1,420	1,953	
营业税金及附加	7	9	12	16	22	
销售费用	13	16	18	25	34	
管理费用	209	256	310	434	586	
研发费用	51	48	64	87	113	
财务费用	2	-19	-68	-70	-94	
减值损失合计	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	2	17	26	30	40	
其他	90	198	59	81	108	
营业利润	361	643	896	1,194	1,574	
营业外收支	-1	-1	19	-1	-1	
利润总额	361	642	916	1,193	1,572	
所得税	47	86	114	149	197	
净利润	314	556	801	1,044	1,376	
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	315	557	802	1,045	1,377	
EBITDA	370	552	864	1,140	1,461	
EPS (当年)(元)	1.00	1.51	1.50	1.95	2.57	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	428	686	310	2,148	1,527	
净利润	314	556	801	1,044	1,376	
折旧摊销	67	102	121	127	130	
财务费用	4	36	0	0	0	
投资损失	-2	-17	-2	-17	-26	
营运资金变动	105	157	-568	1,005	59	
其它	-59	-149	-18	2	2	
投资活动现金流	-255	-2,070	-1,569	-353	-221	
资本支出	-149	-237	-1,381	-306	-186	
长期投资	-103	-1,853	275	-72	-70	
其他	-3	20	-463	25	35	
筹资活动现金流	-37	5,290	-186	-290	-400	
吸收投资	33	5,432	35	0	0	
借款	36	0	0	0	0	
支付利息或股息	-56	-95	-220	-290	-400	
现金流净增加额	128	3,845	-1,402	1,505	905	

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。