

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	53.32
总股本/流通股本(亿股)	5.36 / 4.50
总市值/流通市值(亿元)	286 / 240
52 周内最高/最低价	134.54 / 52.19
资产负债率(%)	16.3%
市盈率	35.31
第一大股东	冯宇霞
持股比例(%)	22.4%

研究所

分析师:周豫
SAC 登记编号:S1340522090001
Email:zhouyu@cnpsec.com
研究助理:乔露阳
SAC 登记编号:S1340122080011
Email:qiaoluyang@cnpsec.com

昭衍新药(603127)

业绩略超市场预期，国际化持续加速

● 事件

2023 年 3 月 30 日晚，公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 22.68 亿元(+49.54%，表示同比增速，下同)；实现归母净利润 10.74 亿元(+92.71%)；实现扣非净利润 10.19 亿元(+92.27%)。分季度来看，2022Q4，公司实现营业收入 9.92 亿元(+50.27%)，实现归母净利润 4.42 亿元(+42.90%)。

● 观点

业绩略超市场预期，营收增长持续强劲。全年来看，公司业绩超预期增长，增速大幅提升 15.75pct，且剔除未实现的生物资产公允价值变动收益、利息收入和汇兑损益影响后扣非净利润为 5.77 亿元(+63.62%)，保持高增速。营收增长持续强劲，同比增长率较上年同期提升 8.57pct，在 2021 年高基数下表现持续亮眼；**Q4 单季度来看**，收入及利润均创历史新高。公司业绩表现亮眼，我们认为主要得益于①人员团队的快速扩张，2022 年底公司已拥有 2700 余人的专业服务团队，同比增长 30%左右；同时，公司新产能持续释放，规模效应继续扩大；②玮美和英茂的收购，公司生物资产公允价值大幅提升，增厚公司业绩。2022 年，公司毛利率有 0.83pct 的小幅下降，主要是实验模型采购价格上涨所致。

核心业务持续高增，国际化布局加速。分业务来看，2022 年，核心药物非临床业务实现收入 22.14 亿元，同比增长 49.30%，临床服务及其他业务同比实现 62.45%的高速增长，占比进一步提升，年度内公司成立昭衍药检，布局细胞检定业务，进一步拓展业务范围，目前药检业务已开始承接订单。**分地区来看**，公司海外拓展顺利，国际化布局加速，2022 年，实现海外业务收入 3.83 亿元(+51.19%)，海外子公司 BIOMERE 承接订单约 3.5 亿元(+25%)，昭衍国内公司承接海外订单实现较大突破，同比增长超 60%。近 3 年公司完成国外申报的项目数已超过 610 个。

在手订单充足，产能有望于 2023 年集中释放。订单方面，2022 年，公司新签订单约 38 亿元，同比增长约 35%，其中 CGT 订单同比实现 50%以上增长，截止 2022 年底，公司在手订单约 44 亿元，在手订单的持续攀升为未来业绩提供了保障。**产能方面**，2022H2 起，新产能陆续投产，其中苏州昭衍超 8,000 m²设施全面投入运营，同时，多地产能将于 2023 年集中释放，在手订单将更快转化为收入，如苏州昭衍 20,000 m²设施将于 2023 年起按需逐步投入使用，子公司昭衍易创（苏州）约 9,000 m²的实验室预计 2023 年下半年投入使用，无锡昭衍的放射性药物评价基地将于 2023 年中期投入运营。动物房方面，2022 年，梧州可用于超 1.5 万只大动物饲养能力的实验模型检疫场建设已基本完成。

● 投资建议

我们预测公司 2023/24/25 年营收为 29.75/39.00/51.29 亿元，在生物资产公允价值增加不变的情况下，预计归母净利润为 13.99/18.21/23.68 亿元，对应当前 PE 为 20/16/12X，持续给予“买入”评级。

● 风险提示：

政策风险，产能投放不及预期，一级市场投融资额下降风险，生物资产公允价值变动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2268	2975	3900	5129
增长率(%)	49.54	31.17	31.09	31.50
EBITDA（百万元）	839.55	1415.45	1862.41	2424.95
归属母公司净利润（百万元）	1074.26	1399.30	1821.01	2367.68
增长率(%)	92.71	30.26	30.14	30.02
EPS（元/股）	2.01	2.61	3.40	4.42
市盈率（P/E）	26.59	20.41	15.68	12.06
市净率（P/B）	3.49	2.98	2.50	2.07
EV/EBITDA	33.90	16.20	11.91	7.47

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2268	2975	3900	5129	营业收入	49.5%	31.2%	31.1%	31.5%
营业成本	1182	1446	1886	2469	营业利润	90.6%	29.9%	30.4%	30.2%
税金及附加	9	9	12	15	归属于母公司净利润	92.7%	30.3%	30.1%	30.0%
销售费用	18	22	29	38	获利能力				
管理费用	287	268	324	426	毛利率	47.9%	51.4%	51.6%	51.9%
研发费用	78	68	90	113	净利率	47.4%	47.0%	46.7%	46.2%
财务费用	-155	-142	-220	-246	ROE	13.1%	14.6%	16.0%	17.2%
资产减值损失	-3	-3	-5	-5	ROIC	7.4%	11.4%	12.9%	14.1%
营业利润	1226	1592	2077	2704	偿债能力				
营业外收入	15	15	15	15	资产负债率	21.0%	19.7%	21.5%	22.1%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	3.21	3.57	3.50	3.61
利润总额	1240	1607	2091	2719	营运能力				
所得税	167	209	272	353	应收账款周转率	14.77	16.64	16.05	16.34
净利润	1073	1398	1819	2365	存货周转率	1.57	2.12	2.87	3.26
归母净利润	1074	1399	1821	2368	总资产周转率	0.24	0.27	0.29	0.32
每股收益(元)	2.01	2.61	3.40	4.42	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.01	2.61	3.40	4.42
货币资金	2917	5722	6461	10535	每股净资产	15.28	17.89	21.29	25.71
交易性金融资产	408	528	603	709	估值比率				
应收票据及应收账款	212	169	347	322	PE	26.59	20.41	15.68	12.06
预付款项	37	0	0	0	PB	3.49	2.98	2.50	2.07
存货	2195	615	2102	1042	现金流量表				
流动资产合计	5928	7247	9787	12964	净利润	1073	1398	1819	2365
固定资产	590	770	839	833	折旧和摊销	131	144	160	171
在建工程	278	287	196	124	营运资本变动	191	1780	-965	1779
无形资产	300	295	290	285	其他	-424	-199	-175	-226
非流动资产合计	4436	4697	4748	4722	经营活动现金流净额	971	3122	839	4090
资产总计	10364	11944	14535	17686	资本开支	-275	-326	-131	-76
短期借款	0	0	0	0	其他	-1885	9	32	62
应付票据及应付账款	127	98	199	193	投资活动现金流净额	-2160	-316	-99	-14
其他流动负债	1717	1930	2601	3394	股权融资	91	0	0	0
流动负债合计	1844	2027	2800	3587	债务融资	-3	-1	-1	-1
其他	329	328	327	326	其他	-187	0	0	0
非流动负债合计	329	328	327	326	筹资活动现金流净额	-99	-1	-1	-1
负债合计	2173	2356	3127	3913	现金及现金等价物净增加额	-1251	2805	739	4075
股本	536	536	536	536					
资本公积金	5480	5480	5480	5480					
未分配利润	2006	3195	4743	6756					
少数股东权益	7	6	4	2					
其他	162	372	645	1000					
所有者权益合计	8191	9589	11408	13773					
负债和所有者权益总计	10364	11944	14535	17686					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048