

昭衍新药（603127.SH）——2022 年年报点评

业绩高增长，国际化和一体化布局持续推进

买入

核心观点

2022 年业绩持续高增长。2022 全年公司实现营收 22.68 亿元（+49.54%），归母净利润 10.74 亿元（+92.71%），扣非归母净利润 10.19 亿元（+92.27%），剔除生物资产公允价值变动收益、利息收入、汇兑损益影响的扣非归母净利润 5.77 亿元（+63.62%）。其中四季度单季营收 9.92 亿元（+50.27%），归母净利润 4.42 亿元（+42.90%），扣非归母净利润 4.14 亿元（+32.31%）。2022 年公司进一步增加产能与提高人效、稳定供应链，保持业务高速增长。

在手订单充沛，产能和人员的扩充保障订单执行。截至 2022 年末，公司在手订单约 44 亿，较 2021 年末增长 52%，基于饱满的在手订单，公司合理规划产能和人员的投入。2022 年公司新增人员近 650 人，苏州昭衍 2 万平米设施、苏州易创 9000 平米非 GLP 设施、无锡的放药评价基地有望于 2023 年投入使用。持续的产能和人员投入为订单的执行提供保障。

持续推进一体化布局，新业务进展顺利。公司借助非临床的行业地位优势与项目资源优势，做大做强业务链条上下游板块，为客户提供优质的一站式服务。非临床业务方面，公司紧跟行业需求，进一步拓展眼科、放药、CGT 等领域，2022 年承接的 CGT 订单同比增长超 50%；临床业务方面，2022 年公司临床业务收入同比增长 62.45%，临床服务与临床检测板块的收入与新签订单均实现大幅增长；药检业务也开始承接订单，并于 2023 年初完成 CNAS 实验室预认证。

海外业务增长迅速，国际化战略成效初显。2022 年，海外子公司 BIOMERE 承接订单约 3.5 亿元人民币，同比增长 25%，国内公司承接离岸外包订单实现较大突破，同比增长超 60%，海外业务拓展取得优异成果。随着国际化战略的持续推进，公司有望进一步提升海外市场份额。

风险提示：竞争加剧；海外订单拓展风险；资产减值风险

投资建议：在手订单充沛，国际化与一体化成效初显，维持“买入”。

公司 2022 年持续进行人员和产能的投入，保持业务高增长，基于充足的在手订单，上调 2023/2024 年盈利预测、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润 10.8/13.8/16.5 亿元（原 2023/2024 年 10.6/13.7 亿元），同比增速 0.3%/27.7%/20.1%，当前股价对应 PE=26/20/17x。随着国际化和一体化布局不断成熟，公司有望持续成长，维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,517	2,268	3,146	4,098	5,009
(+/-%)	41.0%	49.5%	38.7%	30.3%	22.2%
净利润(百万元)	557	1074	1077	1375	1652
(+/-%)	77.0%	92.7%	0.3%	27.7%	20.1%
每股收益(元)	1.46	2.01	2.01	2.57	3.08
EBIT Margin	27.1%	30.6%	33.5%	34.8%	35.3%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	13.1%	11.9%	13.4%	14.2%
市盈率 (PE)	35.8	26.1	26.0	20.4	17.0
EV/EBITDA	44.0	38.2	27.1	20.6	17.1
市净率 (PB)	2.80	3.43	3.09	2.73	2.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

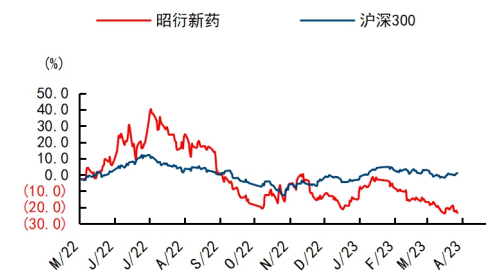
chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	52.36 元
总市值/流通市值	28048/28021 百万元
52 周最高价/最低价	138.35/51.37 元
近 3 个月日均成交额	302.16 百万元

市场走势



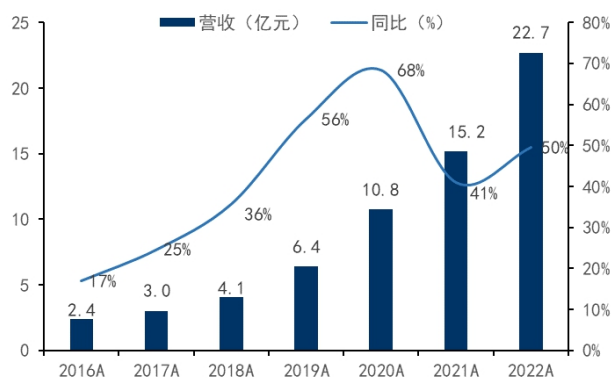
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《昭衍新药（603127.SH）-安评龙头多点布局驶入发展快车道》
——2023-03-23

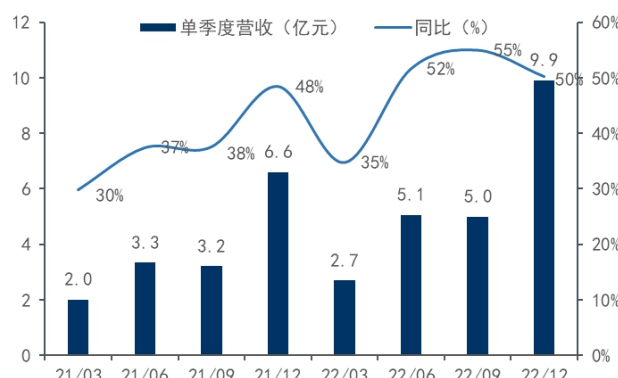
2022 年业绩持续高增长。2022 全年公司实现营收 22.68 亿元（+49.54%），归母净利润 10.74 亿元（+92.71%），扣非归母净利润 10.19 亿元（+92.27%），剔除生物资产公允价值变动收益、利息收入、汇兑损益影响的扣非归母净利润 5.77 亿元（+63.62%）。其中四季度单季营收 9.92 亿元（+50.27%），归母净利润 4.42 亿元（+42.90%），扣非归母净利润 4.14 亿元（+32.31%）。2022 年公司进一步增加产能与提高人效、稳定供应链，保持业务高速增长。

图1：昭衍新药营业收入及增速（单位：亿元、%）



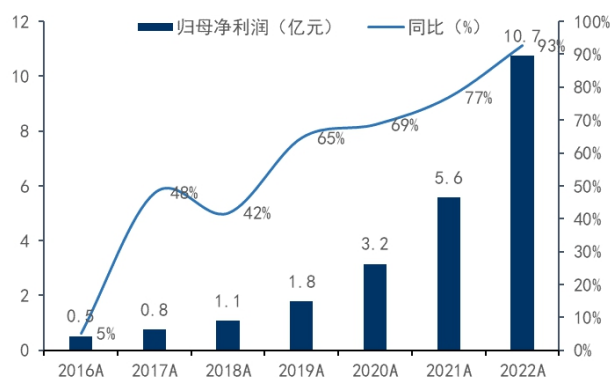
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：昭衍新药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



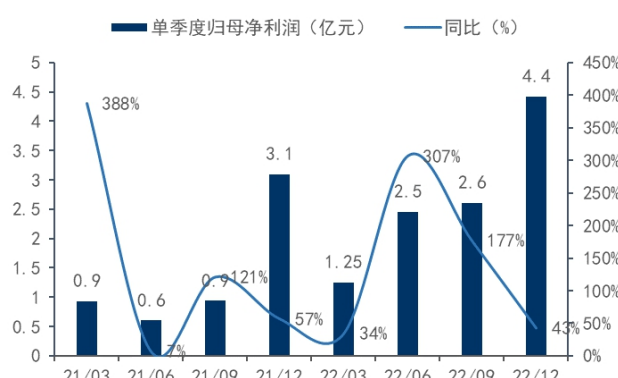
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：昭衍新药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

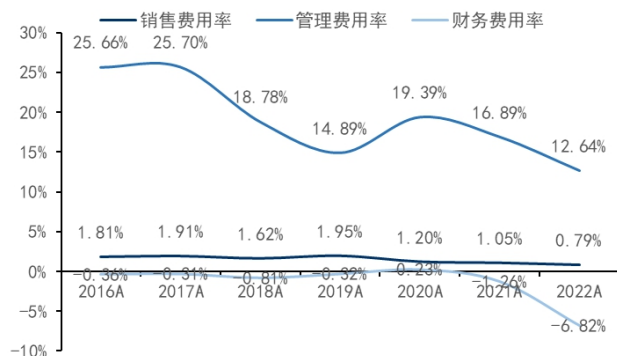
图4：昭衍新药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

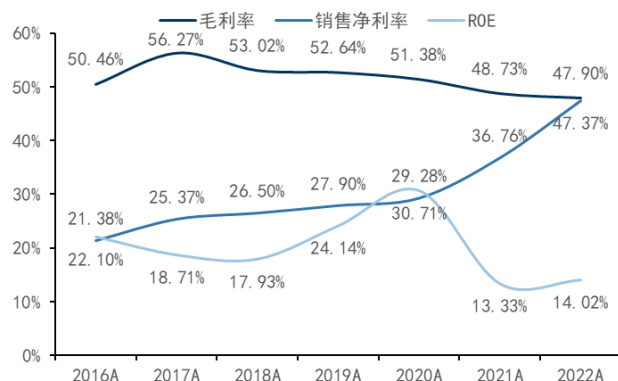
毛利率略有下降，销售、管理费用率降低。2022 年公司毛利率 47.90%（-0.83pp），受上游原材料实验猴价格激增的影响，毛利率略有下降。费用方面，得益于公司规模不断扩大带来的边际效益提升，销售费用率和管理费用率分别较 2021 年下降 0.26pp、4.25pp；研发费用率为 3.44%（+0.29pp），较 2021 年略有提升，主要系公司持续加大研发投入打造新技术优势，维持核心竞争力。

图5: 昭衍新药三费情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

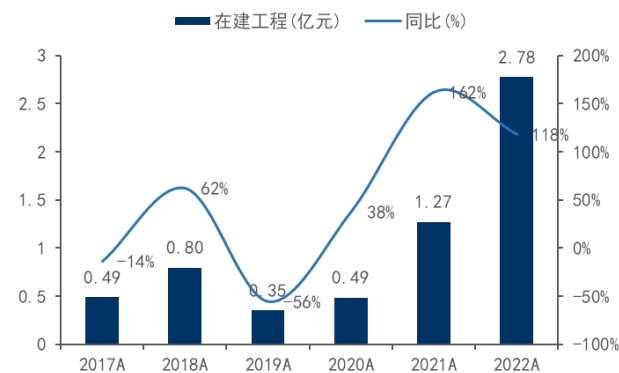
图6: 昭衍新药利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

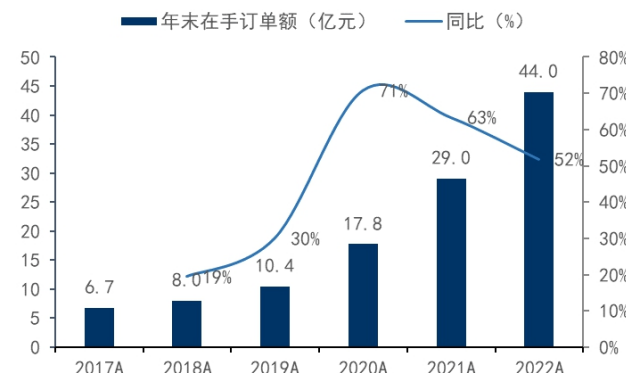
在手订单充沛, 产能和人员的扩充保障订单执行。截至 2022 年末, 公司在手订单约 44 亿, 较 2021 年末增长 52%, 基于饱满的在手订单, 公司合理规划产能和人员的投入。产能方面, 苏州昭衍 2 万平米的设施、苏州易创 9000 平米的非 GLP 设施、无锡的放射性药物评价基地有望于 2023 年投入使用, 广州、重庆的新药中心项目有序推进中; 人员方面, 公司 2022 年末已拥有 2700 余人的专业服务团队, 较 2021 年末增加近 650 人。持续的产能和人员投入为订单的执行提供保障, 公司对人才的激励和培养有望不断提升其技术能力, 进一步提高产能利用效率和服务质量。

图7: 昭衍新药在建工程情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

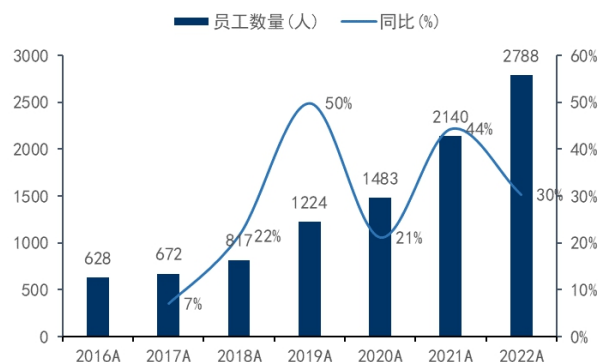
图8: 昭衍新药年末在手订单情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

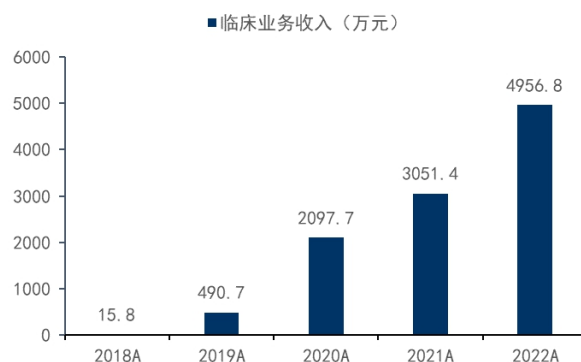
持续推进一体化布局, 新业务进展顺利。公司借助非临床的行业优势与项目资源优势, 做大做强业务链条上下游板块, 为客户提供优质的一站式服务。非临床业务方面, 公司紧跟行业需求, 进一步拓展眼科、放药、CGT 等领域, 2022 年承接的 CGT 订单同比增长超 50%; 临床业务方面, 2022 年公司临床业务收入同比增长 62.45%, 临床服务与临床检测板块的收入与新签订单均实现大幅增长; 药检业务也开始承接订单, 并于 2023 年初完成 CNAS 实验室预认证。

图9：昭衍新药员工人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

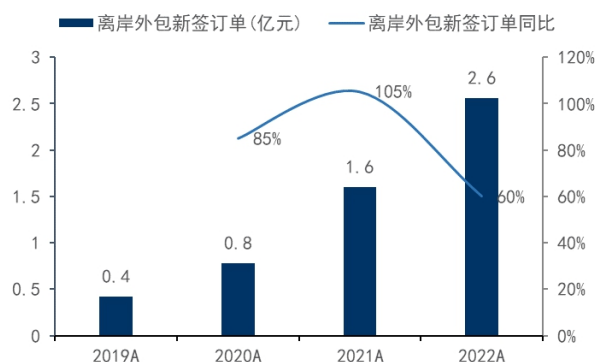
图10：昭衍新药临床业务营收情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

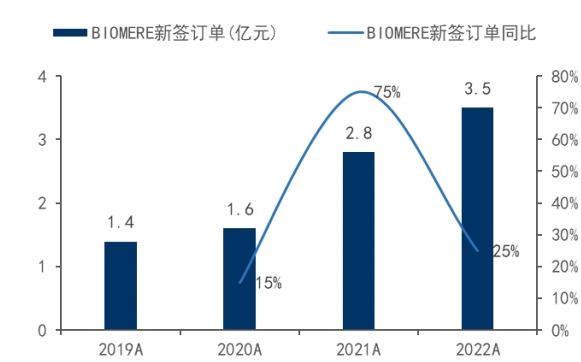
海外业务增长迅速，国际化战略成效初显。2022 年，海外子公司 BIOMERE 承接订单约 3.5 亿元人民币，同比增长 25%，国内公司承接离岸外包订单实现较大突破，同比增长超 60%，海外业务拓展取得优异成果。随着国际化战略的持续推进，公司有望进一步提升海外市场份额。

图11：昭衍新药离岸外包新签订单情况



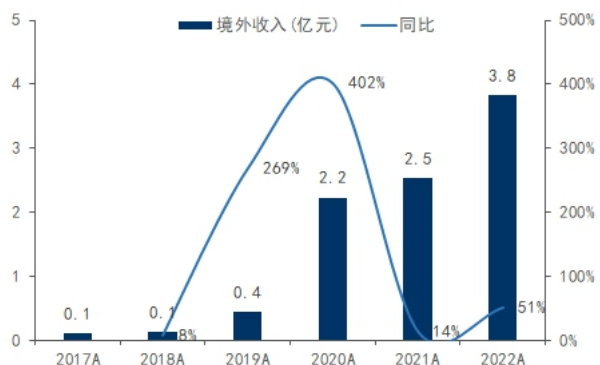
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：BIOMERE 新签订单情况



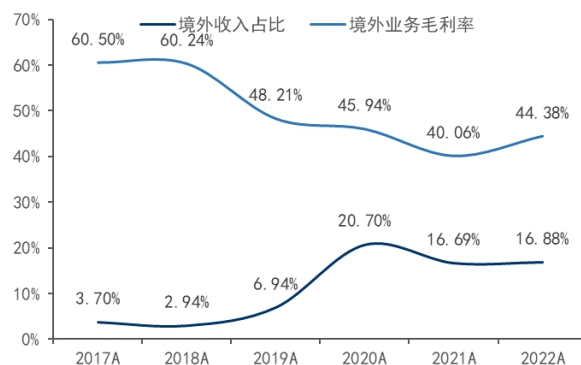
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13：昭衍新药境外收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：昭衍新药境外收入占比及毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：在手订单充沛，国际化与一体化成效初显，维持“买入”评级。公司2022年持续进行人员和产能的投入，保持业务高增长，基于充足的在手订单，上调2023/2024年盈利预测、新增2025年盈利预测，预计2023-25年归母净利润10.8/13.8/16.5亿元（原2023/2024年10.6/13.7亿元），同比增速0.3%/27.7%/20.1%，当前股价对应PE=26/20/17x。随着国际化和一体化布局不断成熟，公司有望持续成长，维持“买入”。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	2023/3/31 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E		
603127.SH	昭衍新药	52.36	259	1.51	2.01	2.01	2.57	78.94	26.05	26.04	20.40	7.81%		0.74	买入
603259.SH	药明康德	79.50	2,329	1.75	3.01	3.33	4.22	68.76	26.41	23.89	18.85	13.24%		0.76	买入
300759.SZ	康龙化成	48.97	543	2.10	1.16	2.06	2.81	67.54	42.12	23.76	17.41	16.40%		1.57	买入
688202.SH	美迪西	156.04	136	4.55	4.18	7.43	11.04	106.81	37.33	21.01	14.13	21.26%		0.74	无
688265.SH	南模生物	46.99	37	1.04	-0.70	0.90	1.40	89.73	-67.13	52.35	33.62	3.41%		-3.13	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除昭衍新药外，其余盈利预测为wind一致预期；2022年EPS、PE为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4154	2917	4244	5031	5900	营业收入	1517	2268	3146	4098	5009
应收款项	121	219	283	364	460	营业成本	778	1182	1624	2098	2552
存货净额	701	2195	1975	2830	3804	营业税金及附加	9	9	17	21	24
其他流动资产	157	189	322	396	472	销售费用	16	18	20	24	27
流动资产合计	5814	5928	7233	9029	11043	管理费用	256	287	348	406	466
固定资产	621	868	1048	1231	1400	研发费用	48	78	97	138	183
无形资产及其他	137	300	288	276	264	财务费用	(19)	(155)	(108)	(76)	(53)
投资性房地产	1940	3246	3246	3246	3246	投资收益	17	13	11	14	12
长期股权投资	25	23	30	40	45	资产减值及公允价值变动	159	352	35	35	35
资产总计	8537	10364	11844	13821	15997	其他收入	(11)	(67)	(54)	(94)	(143)
短期借款及交易性金融负债	26	28	19	24	24	营业利润	643	1226	1237	1580	1897
应付款项	54	127	164	197	260	营业外净收支	(1)	14	4	6	8
其他流动负债	1134	1689	2160	2834	3429	利润总额	642	1240	1241	1586	1906
流动负债合计	1214	1844	2343	3056	3713	所得税费用	86	167	165	212	255
长期借款及应付债券	5	3	3	3	3	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	173	326	402	501	611	归属于母公司净利润	557	1074	1077	1375	1652
长期负债合计	178	329	405	505	614	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1393	2173	2748	3560	4327	净利润	557	1074	1077	1375	1652
少数股东权益	8	7	6	6	5	资产减值准备	(0)	1	2	1	1
股东权益	7136	8184	9090	10255	11665	折旧摊销	74	97	86	108	124
负债和股东权益总计	8537	10364	11844	13821	15997	公允价值变动损失	(159)	(352)	(35)	(35)	(35)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(19)	(155)	(108)	(76)	(53)
每股收益	1.46	2.01	2.01	2.57	3.08	营运资本变动	(1474)	(2147)	608	(202)	(377)
每股红利	0.25	0.26	0.32	0.39	0.45	其它	(1)	(2)	(3)	(2)	(2)
每股净资产	18.72	15.28	16.97	19.14	21.78	经营活动现金流	(1003)	(1329)	1735	1245	1363
ROIC	10%	11%	13%	16%	17%	资本开支	0	(679)	(220)	(244)	(246)
ROE	8%	13%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(442)	273	0	0	0
毛利率	49%	48%	48%	49%	49%	投资活动现金流	(467)	(403)	(228)	(254)	(251)
EBIT Margin	27%	31%	33%	35%	35%	权益性融资	(61)	91	0	0	0
EBITDA Margin	32%	35%	36%	37%	38%	负债净变化	(16)	(2)	0	0	0
收入增长	41%	50%	39%	30%	22%	支付股利、利息	(95)	(138)	(171)	(210)	(242)
净利润增长率	77%	93%	0%	28%	20%	其它融资现金流	5600	683	(9)	5	(1)
资产负债率	16%	21%	23%	26%	27%	融资活动现金流	5315	495	(180)	(205)	(243)
息率	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	现金净变动	3845	(1237)	1328	786	869
P/E	35.8	26.1	26.0	20.4	17.0	货币资金的期初余额	309	4154	2917	4244	5031
P/B	2.8	3.4	3.1	2.7	2.4	货币资金的期末余额	4154	2917	4244	5031	5900
EV/EBITDA	44.0	38.2	27.1	20.6	17.1	企业自由现金流	0	(2128)	1386	896	1033
						权益自由现金流	0	(1447)	1454	1000	1150

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032