

# 昭衍新药（603127.SH）——2023 年三季度报点评

在手订单有所波动，短期业绩承压

买入

## 核心观点

**2023 年单三季度收入端增长，利润端有所下滑。**2023 年前三季度公司实现营收 15.87 亿元（同比+24.34%），归母净利润 3.28 亿元（同比-48.17%），扣非归母净利润 3.11 亿元（同比-48.62%），主要受到生物资产公允价值变动影响（净损失 1.01 亿元）。其中单三季度营收 5.75 亿元（同比+15.11%），归母净利润 2.37 亿元（同比-9.18%），扣非归母净利润 2.34 亿元（同比-10.04%）。

**主营实验室服务业务增长稳健。**公司主要业务包括药物非临床研究服务、实验模型供应、临床服务及其他。主营实验室服务业务净利润稳健增长，2023 年前三季度贡献净利润 3.09 亿元，同比增长 16.03%。

**在手订单有所波动。**在国内医药行业投融资处于低谷期的情况下，2023 年前三季度公司整体新签订单约人民币 18 亿元，2023 年三季度末公司在手订单金额约人民币 36.6 亿元，在手订单金额较 23 年二季度末、22 年三季度末均有所下降。

**研发费用稳定增长，产能布局稳步推进。**2023 年前三季度公司研发费用 0.78 亿元，同比上升 55.11%，研发费用率 4.89%，较去年同期上升 0.97pp。研发人员数量从 2018 年的 70 人增至 2022 年 2127 人，技术队伍不断扩大。产能方面，苏州昭衍 II 期 20000 平米设施已完成布局规划；广州昭衍安评基地的建设目前在有序推进中；专注于新药筛选工作的全资子公司昭衍易创实验室建设工程正常推进基本完成。

**投资建议：公司以临床前 CRO 业务为核心，持续强化技术和业务领域创新多点布局驱动增长，维持“买入”评级。**

市场竞争加剧导致公司 2023 年毛利率明显下滑，叠加生物资产公允价值变动对利润端产生较大扰动，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 6.35/7.02/8.06（原 10.8/13.8/16.5 亿元），同比-40.82%/+10.55%/14.81%（原+0.3%/27.7%/20.1%）。公司及时调整市场策略，持续投入研发，继续强化技术和业务领域创新，国际化和一体化布局逐步成熟。

**风险提示：**行业景气度下行风险；生物资产公允价值变动风险；市场竞争加剧风险。

## 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	2,777	2,669	2,957
(+/-%)	41.0%	49.5%	22.5%	-3.9%	10.8%
净利润(百万元)	557	1074	636	703	807
(+/-%)	77.0%	92.7%	-40.8%	10.5%	14.8%
每股收益(元)	1.46	2.01	1.19	1.31	1.51
EBIT Margin	27.1%	30.6%	25.2%	24.3%	26.8%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	13.1%	7.3%	7.5%	8.1%
市盈率 (PE)	35.8	26.1	44.1	39.9	34.8
EV/EBITDA	44.0	38.2	39.2	40.7	33.9
市净率 (PB)	2.80	3.43	3.22	3.01	2.80

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

证券分析师：张佳博

021-60375487

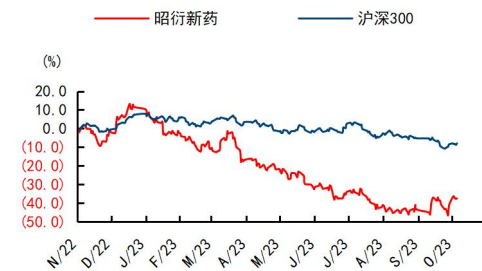
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.29 元
总市值/流通市值	19715/19715 百万元
52 周最高价/最低价	69.84/22.00 元
近 3 个月日均成交额	276.79 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）——2022 年年报点评-业绩高速增长，国际化和一体化布局持续推进》——2023-04-03  
《昭衍新药（603127.SH）-安评龙头多点布局驶入发展快车道》——2023-03-23

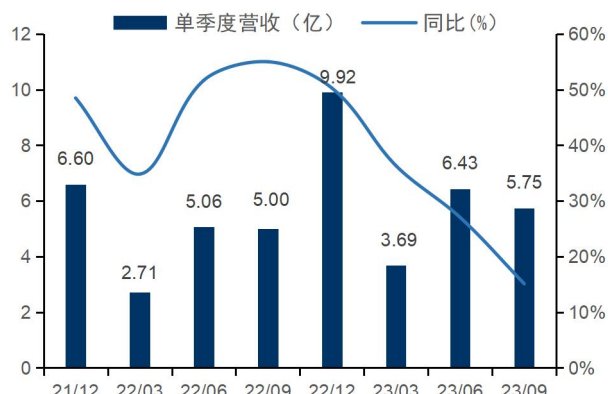
**2023 年单三季度收入端增长，利润端有所下滑。**2023 年前三季度公司实现营收 15.87 亿元（同比+24.34%），归母净利润 3.28 亿元（同比-48.17%），扣非归母净利润 3.11 亿元（同比-48.62%），主要受到生物资产公允价值变动影响（净损失 1.01 亿元）。其中单三季度营收 5.75 亿元（同比+15.11%），归母净利润 2.37 亿元（同比-9.18%），扣非归母净利润 2.34 亿元（同比-10.04%），单三季度营业收入增速放缓。

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、%）



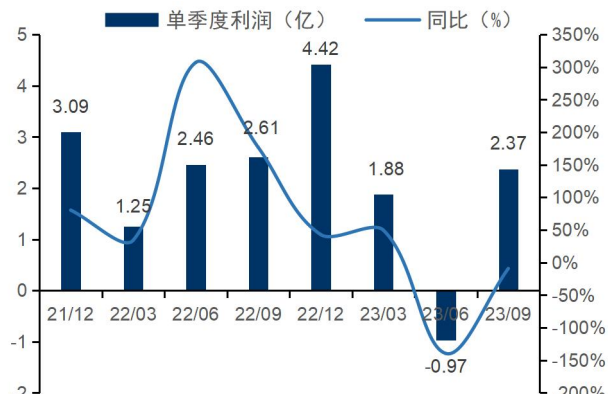
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）



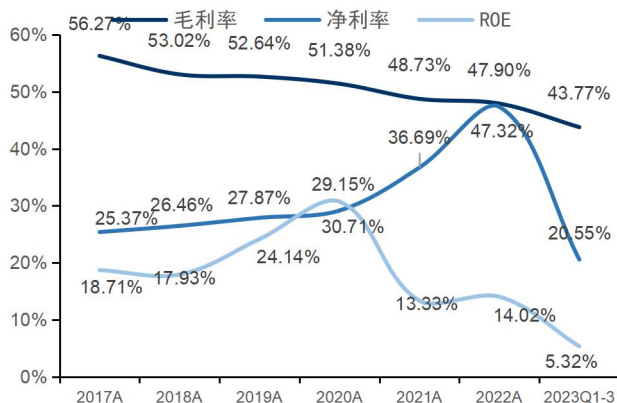
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**主营实验室服务业务增长稳健。**公司主要业务包括药物非临床研究服务、实验模型供应、临床服务及其他。主营实验室服务业务净利润稳健增长，2023 年前三季度贡献净利润 3.09 亿元，同比增长 16.03%。

**在手订单有所波动。**在国内医药行业投融资处于低谷期的情况下，2023 年前三季度公司整体新签订单约人民币 18 亿元，2023 年三季度末公司在手订单金额约人民币 36.6 亿元，在手订单金额较 23 年二季度末、22 年三季度末均有所下降。

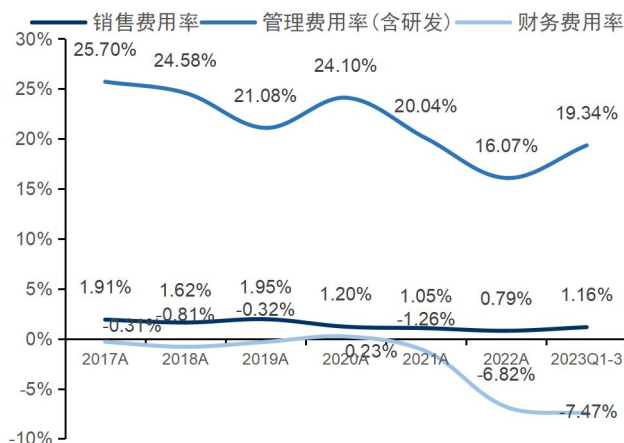
**毛利率同比下滑，管理费用率同比降低。**2023 年前三季度公司毛利率 43.77%（同比-5.93pp），净利率 20.55%（同比-28.88 pp）。2023 年前三季度销售费用率 1.16%，较去年同期上升 0.19pp，主要系业务宣传费及业务招待费增长所致；管理费用率 19.34%，较去年同期下降 2.85pp；财务费用-7.47%，较去年同期上升 3.10pp。

图5: 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

图6: 昭衍新药三费率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

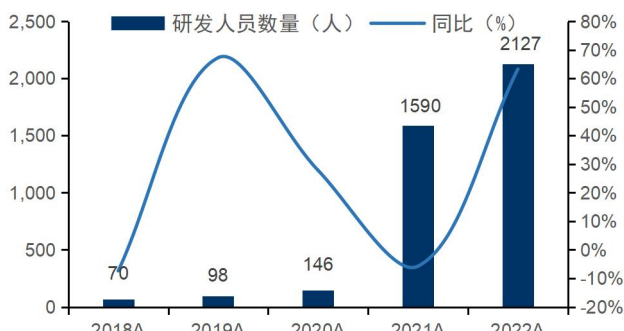
**研发费用稳定增长，产能布局稳步推进。**2023 年前三季度公司研发费用 0.78 亿元，同比上升 55.11%，研发费用率 4.89%，较去年同期上升 0.97pp。研发人员数量从 2018 年的 70 人增至 2022 年 2127 人，技术队伍不断扩大。产能方面，苏州昭衍 II 期 20000 平米设施已完成布局规划；广州昭衍安评基地的建设目前在有序推进中；专注于新药筛选工作的全资子公司昭衍易创实验室建设工程正常推进基本完成。

图7: 昭衍新药研发费用情况 (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8: 昭衍新药研发人员数量及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司以临床前 CRO 业务为核心，持续强化技术和业务领域创新多点布局驱动增长，维持“买入”评级。

市场竞争加剧导致公司 2023 年毛利率明显下滑，叠加生物资产公允价值变动对利润端产生较大扰动，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 6.35/7.02/8.06 (原 10.8/13.8/16.5 亿元)，同比-40.82%/+10.55%/14.81% (原 +0.3%/27.7%/20.1%)。公司及时调整市场策略，持续投入研发，继续强化技术和业务领域创新，国际化和一体化布局逐步成熟。

**风险提示:** 行业景气度下行风险；生物资产公允价值变动风险；市场竞争加剧风险。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
		2023/11/04		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
603127.SH	昭衍新药	26.29	197	1.46	0.85	0.94	1.08	18.4	31.0	28.0	24.4	14.0	(3.4)	买入
603259.SH	药明康德	86.92	2580	2.97	3.42	4.10	5.34	29.3	25.4	21.2	16.3	20.7	1.2	买入
300759.SZ	康龙化成	32.44	580	0.77	1.01	1.32	1.73	42.2	32.2	24.6	18.7	13.3	1.0	无
688202.SH	美迪西	71.02	96	2.51	2.91	3.68	4.61	28.2	24.4	19.3	15.4	23.1	1.1	无
688265.SH	南模生物	38.86	30	(0.07)	0.17	0.41	0.80	(561.1)	224.5	94.7	48.5	-0.3	(0.7)	无

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 康龙化成、美迪西、南模生物盈利预测为 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4154	2917	4100	4530	4906	营业收入	1517	2268	2777	2669	2957
应收款项	121	219	249	237	271	营业成本	778	1182	1588	1513	1632
存货净额	701	2195	1927	2003	2369	营业税金及附加	9	9	15	13	14
其他流动资产	157	189	285	258	278	销售费用	16	18	20	24	27
<b>流动资产合计</b>	<b>5814</b>	<b>5928</b>	<b>6969</b>	<b>7436</b>	<b>8233</b>	管理费用	256	287	348	352	362
固定资产	621	868	894	1076	1246	研发费用	48	78	120	130	140
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	(120)	35	35
<b>资产总计</b>	<b>8537</b>	<b>10364</b>	<b>11426</b>	<b>12073</b>	<b>13033</b>	其他收入	(11)	(67)	(77)	(86)	(100)
短期借款及交易性金融负债	26	28	19	24	24	营业利润	643	1226	728	804	922
应付款项	54	127	160	140	162	营业外净收支	(1)	14	4	6	8
其他流动负债	1134	1689	2117	2085	2226	<b>利润总额</b>	<b>642</b>	<b>1240</b>	<b>732</b>	<b>810</b>	<b>930</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1214</b>	<b>1844</b>	<b>2296</b>	<b>2249</b>	<b>2411</b>	所得税费用	86	167	97	108	124
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>557</b>	<b>1074</b>	<b>636</b>	<b>703</b>	<b>807</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>178</b>	<b>329</b>	<b>405</b>	<b>505</b>	<b>614</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1393</b>	<b>2173</b>	<b>2701</b>	<b>2753</b>	<b>3025</b>	净利润	557	1074	636	703	807
少数股东权益	8	7	6	6	5	资产减值准备	(0)	1	1	1	1
股东权益	7136	8184	8719	9314	10003	折旧摊销	74	97	86	108	123
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8537</b>	<b>10364</b>	<b>11426</b>	<b>12073</b>	<b>13033</b>	公允价值变动损失	(159)	(352)	120	(35)	(35)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(19)	(155)	(108)	(76)	(53)
每股收益	1.46	2.01	1.19	1.31	1.51	营运资本变动	(1474)	(2147)	679	11	(148)
每股红利	0.25	0.26	0.19	0.20	0.22	其它	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
每股净资产	18.72	15.28	16.28	17.39	18.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1003)</b>	<b>(1329)</b>	<b>1520</b>	<b>786</b>	<b>747</b>
ROIC	10.27%	10.55%	9%	8%	9%	资本开支	0	(679)	(220)	(244)	(246)
ROE	7.81%	13.13%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(442)	273	0	0	0
毛利率	49%	48%	43%	43%	45%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(467)</b>	<b>(403)</b>	<b>(228)</b>	<b>(254)</b>	<b>(251)</b>
EBIT Margin	27%	31%	25%	24%	27%	权益性融资	(61)	91	0	0	0
EBITDA Margin	32%	35%	28%	28%	31%	负债净变化	(16)	(2)	0	0	0
收入增长	41%	50%	22%	-4%	11%	支付股利、利息	(95)	(138)	(101)	(107)	(118)
净利润增长率	77%	93%	-41%	11%	15%	其它融资现金流	5600	683	(9)	5	(1)
资产负债率	16%	21%	24%	23%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>5315</b>	<b>495</b>	<b>(110)</b>	<b>(102)</b>	<b>(119)</b>
股息率	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	<b>现金净变动</b>	<b>3845</b>	<b>(1237)</b>	<b>1183</b>	<b>430</b>	<b>377</b>
P/E	35.8	26.1	44.1	39.9	34.8	货币资金的期初余额	309	4154	2917	4100	4530
P/B	2.8	3.4	3.2	3.0	2.8	货币资金的期末余额	4154	2917	4100	4530	4906
EV/EBITDA	44.0	38.2	39.2	40.7	33.9	企业自由现金流	0	(2128)	1151	437	417
						权益自由现金流	0	(1447)	1217	535	517

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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