

➤ **事件：**2024 年 3 月 28 日，昭衍新药发布 2023 年报，公司全年实现收入 23.76 亿元，同比增长 4.78%；归母净利润 3.97 亿元，同比下降 63.04%；扣非净利润 3.38 亿元，同比下降 66.89%。单季度看，公司 Q4 实现收入 7.89 亿元，同比下降 20.39%；归母净利润 0.69 亿元，同比下降 84.31%；扣非净利润 0.26 亿元，同比下降 93.61%。

➤ **非临床板块保持行业领先优势，临床业务持续提升服务能力。** (1) 非临床研究服务 2023 年实现收入 23.09 亿元，同比增长 4.31%，核心业务稳健成长。实验室业务贡献净利润 4.73 亿元，竞争加剧导致同比下降 17.90%；生物资产公允价值变动带来净亏损 2.67 亿元，Q4 亏损为 1.66 亿元，食蟹猴价格下降对利润端造成一定影响。公司安评业务实现差异化布局，在眼科药物、精神神经类药物、心血管药物、耳科药物的评价方面开发和优化了多种疾病模型，并且在基因治疗、细胞治疗、单抗、干细胞、双抗等国内细分领域的市场份额分别达到 53%、52%、42%、36%、33%。 (2) 临床业务 2023 年实现收入 0.63 亿元，增速达到 27.95%，其中临床 CRO 无缝对接客户非临床研究，在强化 I 期临床业务的基础上持续扩展 II/III 期临床业务，覆盖基因药、罕见病、儿童、核药等众多特色领域；临床检测服务收入稳健增长，服务 CGT、疫苗、ADC 等多种类项目。 (3) 实验模型实现 406.44 万元收入，同比下降 15.41%，非人灵长类实验模型整体存栏数量保持平稳增长。

➤ **积极布局国内外产能，新签订单 Q4 呈现环比复苏趋势。** 公司在中美已拥有超过 10 万平米的实验设施，新建产能方面苏州昭衍 II 期 20000 平米设施建设已封顶，2024 年将结合公司现有设施状况和未来发展需求逐步投入使用，进一步提升未来业务通量；子公司昭衍易创 Non-GLP 实验室已完成建设并正式投用，将主要开展药物筛选、药效学实验；广州昭衍安评基地的建设目前在有序推进中。2023 年全球生物医药投融资阶段性遇冷，公司新签订单也有小幅波动，全年新签订单 23 亿元，在手订单达到 33 亿元。目前下游需求端逐渐回暖，23 年公司新客户数量同比增长 30%，Q4 新签订单 5.0 亿元（Q3 为 4.8 亿元），呈现环比复苏趋势。未来公司将继续提升安评业务的市占率和海外影响力，积极拓展上下游业务链和国际化服务能力。

➤ **投资建议：**昭衍新药围绕非临床安全性评价和临床试验提供一站式服务，持续提升多个细分领域市场份额。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 23.79/26.40/30.36 亿元，同比增长 0.1%/11.0%/15.0%，归母净利润分别为 3.82/4.58/5.73 亿元，对应 PE 分别为 36/30/24 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险；服务价格波动风险；资产减值风险；汇兑损益风险；宏观环境风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,376	2,379	2,640	3,036
增长率（%）	4.8	0.1	11.0	15.0
归属母公司股东净利润（百万元）	397	382	458	573
增长率（%）	-63.0	-3.8	20.0	25.0
每股收益（元）	0.53	0.51	0.61	0.76
PE	34	36	30	24
PB	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

**谨慎推荐**

**维持评级**

**当前价格：**

**18.08 元**



**分析师 王班**

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

**研究助理 乔波耀**

执业证书：S0100123070005

邮箱：qiaoboyao@mszq.com

### 相关研究

1.昭衍新药 (603127.SH) 2023 年三季报点评：Q3 实验用猴价格总体稳定，实验室业务增长稳健-2023/10/31

2.昭衍新药 (603127.SH) 2023 年半年报点评：新签订单环比改善，非临床评价业务继续保持领先-2023/09/03

3.昭衍新药 (603127.SH) 2023 年中报业绩预告点评：实验室服务稳定增长，新签订单有望持续改善-2023/07/18

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>2,376</b>	<b>2,379</b>	<b>2,640</b>	<b>3,036</b>
营业成本	1,364	1,408	1,552	1,773
营业税金及附加	8	10	11	12
销售费用	25	26	29	33
管理费用	280	286	312	349
研发费用	97	100	108	121
EBIT	592	575	655	779
财务费用	-151	-141	-127	-105
资产减值损失	-31	-29	-30	-32
投资收益	10	10	11	12
<b>营业利润</b>	<b>507</b>	<b>496</b>	<b>587</b>	<b>734</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>507</b>	<b>496</b>	<b>587</b>	<b>734</b>
所得税	115	114	129	162
净利润	392	382	458	573
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>397</b>	<b>382</b>	<b>458</b>	<b>573</b>
EBITDA	737	731	838	960

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,863	3,269	5,190	5,593
应收账款及票据	213	221	246	283
预付款项	110	120	132	151
存货	1,863	1,968	2,169	2,477
其他流动资产	2,073	2,096	594	634
<b>流动资产合计</b>	<b>7,122</b>	<b>7,674</b>	<b>8,331</b>	<b>9,137</b>
长期股权投资	20	15	26	38
固定资产	583	608	645	673
无形资产	292	301	307	313
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,905</b>	<b>2,810</b>	<b>2,713</b>	<b>2,685</b>
<b>资产合计</b>	<b>10,027</b>	<b>10,485</b>	<b>11,044</b>	<b>11,822</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	43	50	55	63
其他流动负债	1,424	1,516	1,667	1,899
<b>流动负债合计</b>	<b>1,467</b>	<b>1,566</b>	<b>1,723</b>	<b>1,962</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	279	335	356	413
<b>非流动负债合计</b>	<b>279</b>	<b>335</b>	<b>356</b>	<b>413</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,746</b>	<b>1,901</b>	<b>2,078</b>	<b>2,375</b>
股本	750	750	750	750
少数股东权益	2	2	2	2
<b>股东权益合计</b>	<b>8,281</b>	<b>8,584</b>	<b>8,966</b>	<b>9,447</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10,027</b>	<b>10,485</b>	<b>11,044</b>	<b>11,822</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	4.78	0.12	10.97	14.98
EBIT 增长率	-16.44	-2.97	14.02	18.93
净利润增长率	-63.04	-3.80	19.97	25.01
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	42.62	40.81	41.21	41.60
净利润率	16.71	16.05	17.35	18.86
总资产收益率 ROA	3.96	3.64	4.15	4.84
净资产收益率 ROE	4.79	4.45	5.11	6.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.85	4.90	4.84	4.66
速动比率	2.36	2.48	3.39	3.21
现金比率	1.95	2.09	3.01	2.85
资产负债率 (%)	17.41	18.13	18.82	20.09
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	31.64	33.00	33.00	33.00
存货周转天数	498.66	510.00	510.00	510.00
总资产周转率	0.23	0.23	0.25	0.27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.53	0.51	0.61	0.76
每股净资产	11.04	11.44	11.95	12.60
每股经营现金流	0.83	1.00	0.99	1.02
每股股利	0.16	0.10	0.12	0.15
<b>估值分析</b>				
PE	34	36	30	24
PB	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.60	14.73	12.85	11.22
股息收益率 (%)	0.88	0.56	0.67	0.84
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	392	382	458	573
折旧和摊销	145	156	183	180
营运资金变动	-105	-41	-107	-158
<b>经营活动现金流</b>	<b>623</b>	<b>750</b>	<b>745</b>	<b>762</b>
资本开支	-193	-259	-242	-261
投资	-156	4	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-315</b>	<b>-255</b>	<b>1,282</b>	<b>-271</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-7	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-362</b>	<b>-89</b>	<b>-105</b>	<b>-89</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-46</b>	<b>406</b>	<b>1,921</b>	<b>403</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026