

昭衍新药 (603127.SH) --2023 年年报点评

2023 全年收入基本持平，国际化战略成效显著

买入

核心观点

全年收入基本持平，利润端短期承压。2023 年全年营收 23.76 亿元(+4.78%)，归母净利润 3.97 亿元(-63.04%)，扣非归母净利润 3.38 亿元(-66.89%)，利润下滑主要系行业竞争加剧导致公司毛利率下降叠加生物资产公允价值变动影响。其中四季度单季度营收 7.89 亿元(-20.39%)，单季度归母净利润 0.69 亿元(-84.31%)，单季度扣非归母净利润 0.26 亿元(-93.60%)。

分地区看：国际化战略成效显著，海外收入占比持续增加。2023 年公司海外收入 5.79 亿元，同比增加 51.17%，占总收入比重从 2022 年的 16.89% 上升至 24.35% (+7.46pp)。随着国际化战略的持续推进，公司有望进一步增加海外市场收入，提升海外市场份额。

公司持续推进一体化布局，提升核心业务能力。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。1) 非临床业务：2023 年公司非临床业务收入 23.09 亿元，同比增长 4.31%；2) 临床业务：2023 年公司临床业务收入 0.63 亿元，同比增长 27.95%，并顺利通过 CNAS 17025 监督评审及多项验证；3) 实验模型研究：公司打造了多种基因编辑小鼠模型和细胞模型，目前已对市场铺开，服务企业与高校非临床研究。

细分领域项目数不断增长，市场份额保持优势。以 CDE 受理项目数计，公司在细胞治疗(不含干细胞)的市场占比达 52%、基因治疗占比 53%、单抗占比 42%、干细胞占比 36%、双抗占比 33%、ADC 占比 27%。

在手订单充沛，产能和人员的扩充保障订单执行。截至 2023 年末，公司在手订单约 33 亿元。公司合理规划产能和人员的投入，为订单的执行提供保障。1) 产能：苏州昭衍 II 期 20,000 平米设施建设已封顶，2024 年将逐步投入使用，同时苏州已开始 22,000 平米配套设施的建设工程，预计 2024 年完工；广州昭衍安评基地的建设正有序推进；昭衍易创 Non-GLP 实验室已投入使用；2) 人员：截至 2023 年末，公司拥有 2510 余人的专业服务团队。

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。

投资建议：细分领域市场保持优势，国际化与一体化布局成效显著，维持“买入”。公司 2023 年全年收入基本持平，考虑到市场竞争加剧及地缘政治风险，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 4.04/5.46/6.04 亿元(原 2024/2025 年 7.02/8.06 亿元)，同比增速 1.82%/34.96%/10.65%，当前股价对应 PE=35.2/26.1/23.6x。随着公司国际化与一体化布局的不断成熟，未来有望保持稳健增长。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,268	2,376	2,389	2,652	2,948
(+/-%)	49.5%	4.8%	0.5%	11.0%	11.1%
净利润(百万元)	1074	397	404	546	604
(+/-%)	92.7%	-63.0%	1.8%	35.0%	10.6%
每股收益(元)	1.43	0.53	0.54	0.73	0.80
EBIT Margin	30.6%	25.4%	18.6%	18.9%	20.6%
净资产收益率(ROE)	13.1%	4.8%	4.7%	6.1%	6.5%
市盈率(PE)	13.2	35.8	35.2	26.1	23.6
EV/EBITDA	15.6	22.6	31.1	27.3	23.2
市净率(PB)	1.24	1.72	1.66	1.59	1.53

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：张佳博

021-60375487

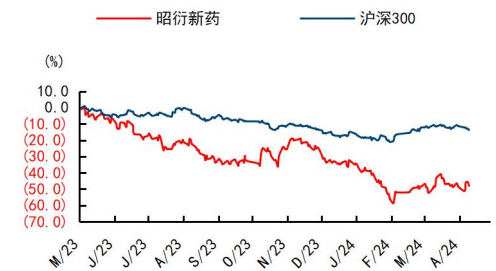
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	18.35 元
总市值/流通市值	13760/13753 百万元
52 周最高价/最低价	58.93/13.80 元
近 3 个月日均成交额	283.79 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)——2023 年三季报点评-在手订单有所波动，短期业绩承压》——2023-11-04
- 《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

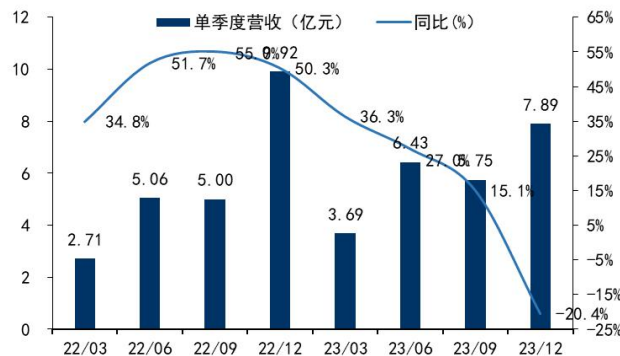
全年收入基本持平，利润端短期承压。2023 年全年营收 23.76 亿元（+4.78%），归母净利润 3.97 亿元（-63.04%），扣非归母净利润 3.38 亿元（-66.89%），利润下滑主要系行业竞争加剧导致公司毛利率下降叠加生物资产公允价值变动影响。其中四季度单季度营收 7.89 亿元（-20.39%），单季度归母净利润 0.69 亿元（-84.31%），单季度扣非归母净利润 0.26 亿元（-93.60%）。

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、%）



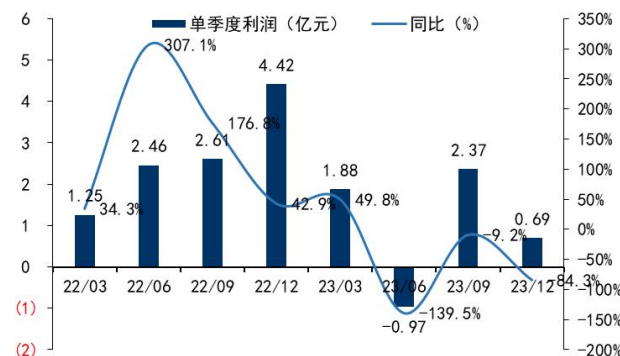
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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

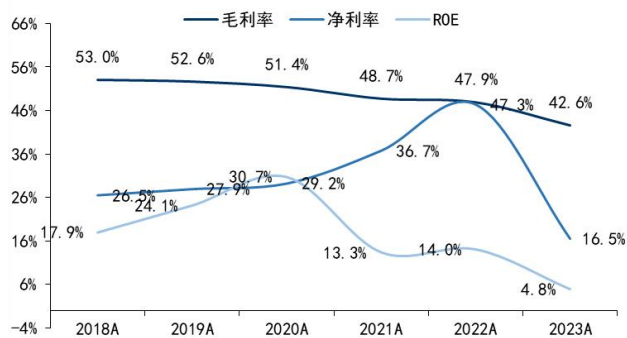
图4：昭衍新药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

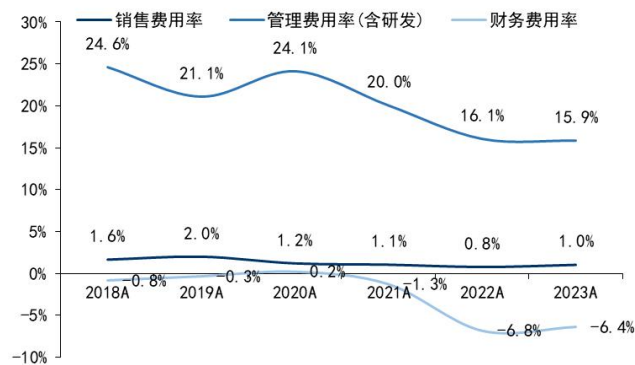
毛利率同比下滑，期间费用率控制良好。2023 年公司整体销售毛利率 42.62%（-5.28pp），销售净利率 16.48%（-30.84pp），主要系行业竞争加剧导致订单价格下行。销售费用率 1.04%（+0.25pp），管理（含研发）费用率 15.87%（-0.20pp），财务费用率-6.36%（+0.46pp）。三项费用率合计 10.55%，同比增加 0.51 个百分点，整体期间费用率控制良好。

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

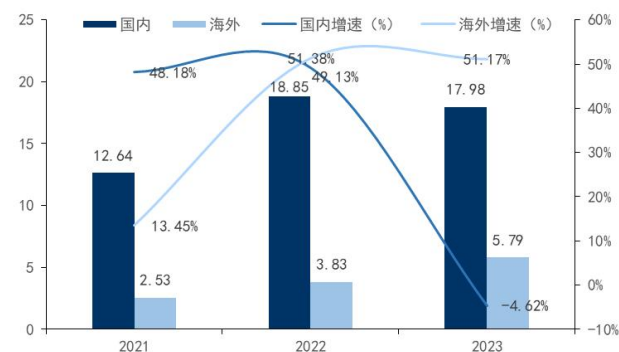
图6: 昭衍新药三费率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

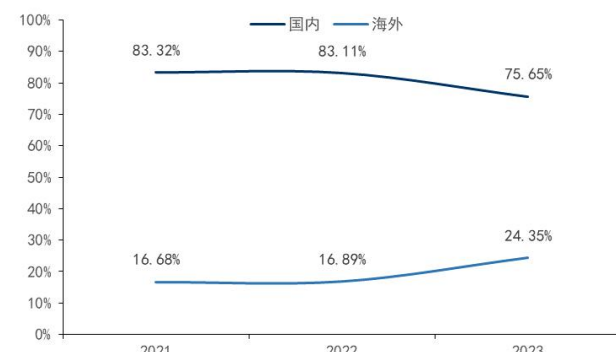
分地区看: 国际化战略成效显著, 海外收入占比持续增加。2023 年公司国内收入 17.98 亿元, 同比下降 4.62%, 占总收入比重为 75.65%; 海外收入 5.79 亿元, 同比增加 51.17%, 占总收入比重从 2022 年的 16.89% 上升至 24.35%, 同比增加 7.46 个百分点。随着国际化战略的持续推进, 公司有望进一步增加海外市场收入, 提升海外市场份额。

图7: 昭衍新药分地区收入及增速 (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8: 昭衍新药分地区收入占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

公司持续推进一体化布局, 提升核心业务能力。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。

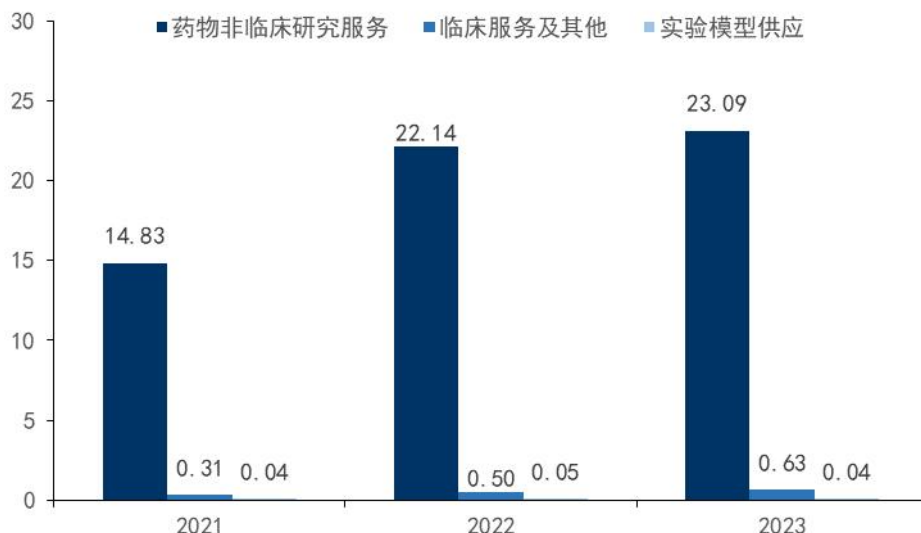
1) 非临床业务方面: 2023 年公司非临床业务收入 23.09 亿元, 同比增长 4.31%。公司在已有的非临床评价综合平台基础上, 持续进行多领域的能力建设与技术提升, 积极拓展眼科、心血管、大分子、小分子等领域, 满足不断创新的差异化市场需求, 并不断提升质量体系, 巩固行业领先地位, 2023 年苏州昭衍顺利通过了 OECD GLP 定期认证检查, 苏州昭衍和北京昭衍均顺利通过了国家药监局 GLP 复查和国家药监局临床试验生物样本分析检查以及 AAALAC 复查。

2) 临床业务方面: 2023 年公司临床业务收入 0.63 亿元, 同比增长 27.95%。公司临床服务能力及质量持续提升, 顺利通过 CNAS 17025 监督评审及多项验证, 助力了国内首个 mRNA 疫苗纳入紧急使用获批上市并助力多个项目提交 NDA 申请。

3) 实验模型研究方面: 2023 年, 公司打造了多种基因编辑小鼠模型和细胞模型, 申请了两项专利, 包括免疫缺陷模型、荷瘤小鼠模型及免疫系统人源化小鼠模型,

目前已对市场铺开，服务企业 with 高校非临床研究。大动物方面，完成了基因编辑犬品系化培育和全部表型鉴定工作，建立了表型鉴定标准流程，并与客户达成销售合作。此外，公司开展了老年实验模型的探究工作，为后续开展相关外包服务提供了重要数据支持。

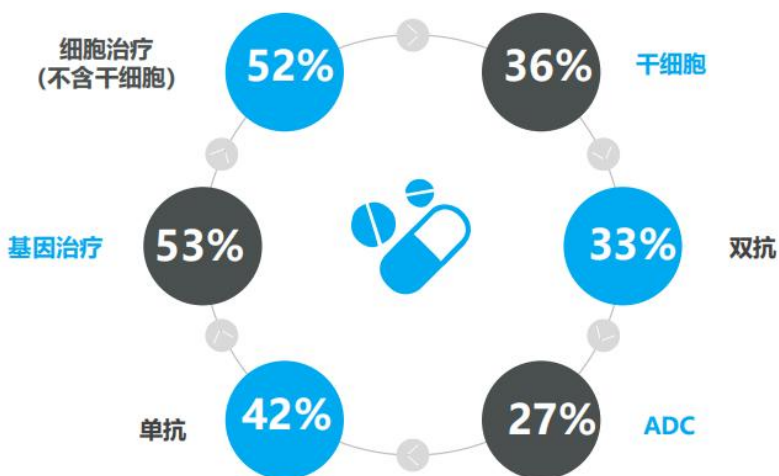
图9: 昭衍新药临床业务营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

细分领域项目数不断增长，市场份额保持优势。2023 年公司 GLP-1 单靶、双靶、三靶的降糖、减肥药物及其他疾病领域的多肽药物数量增加明显；新承接的创新靶点单克隆抗体和多特异性抗体、创新毒素的抗体偶联药物数量也持续增加。以 CDE 受理项目数计，公司在细胞治疗（不含干细胞）的市场占比达 52%、基因治疗占比 53%、单抗占比 42%、干细胞占比 36%、双抗占比 33%、ADC 占比 27%。

图10: 昭衍新药 2023 年细分领域市场份额保持优势 (以 CDE 受理项目数计)



资料来源: 公司公告, 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 2023 年末，公司在手订单约 33 亿元。公司合理规划产能和人员的投入。1) **产能方面**：苏州昭衍 II 期 20,000 平米设施建设已封顶，2024 年将结合公司现有设施状况以及未来发展需求逐步投入使用，同时为了更好地辅助业务发展，苏州已开始 22,000 平米配套设施的建设工程，功能支持多方面运营需求，预计 2024 年完工并逐步投入使用；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 Non-GLP 实验室已完成建设，并已正式投入使用；2) **人员方面**：截至 2023 年末，公司已拥有 2510 余人的专业服务团队。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。

投资建议：细分领域市场保持优势，国际化与一体化布局成效显著，维持“买入”。公司 2023 年全年收入基本持平，考虑到市场竞争加剧及地缘政治风险，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 4.04/5.46/6.04 亿元（原 2024/2025 年 7.02/8.06 亿元），同比增速 1.82%/34.96%/10.65%，当前股价对应 PE=35.2/26.1/23.6x。随着公司国际化与一体化布局的不断成熟，预计未来有望保持稳健增长。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元） 2024/04/15	总市值 （亿元）	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (25E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603127.SH	昭衍新药	18.35	126	0.53	0.53	0.54	0.73	34.7	34.7	34.0	25.2	4.80	3.05	买入
603259.SH	药明康德	42.89	1,215	3.28	3.18	3.63	4.14	13.1	13.5	11.8	10.4	17.43	1.45	买入
300759.SZ	康龙化成	19.10	309	0.90	1.04	1.25	1.32	21.3	18.4	15.3	14.4	12.75	1.10	无
688202.SH	美迪西	37.67	51	1.69	1.43	1.78		22.3	26.4	21.2		0.00		无
688265.SH	南模生物	26.47	21	0.17	0.36	0.68		152.9	73.7	38.9		0.00		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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2917	2863	3567	3518	3976	营业收入	2268	2376	2389	2652	2948
应收款项	219	224	216	249	274	营业成本	1182	1364	1488	1628	1782
存货净额	2195	1863	2082	2505	2541	营业税金及附加	9	8	13	12	13
其他流动资产	189	265	238	260	304	销售费用	18	25	31	41	56
流动资产合计	5928	7122	8010	8439	9001	管理费用	287	280	293	340	350
固定资产	868	925	947	1106	1236	研发费用	78	97	120	130	140
无形资产及其他	300	292	281	269	257	财务费用	(155)	(151)	(108)	(76)	(53)
投资性房地产	3246	1668	1668	1668	1668	投资收益	13	10	13	12	12
长期股权投资	23	20	26	26	28	资产减值及公允价值变动	352	(214)	(120)	35	35
资产总计	10364	10027	10932	11508	12190	其他收入	(67)	(139)	(89)	(102)	(110)
短期借款及交易性金融负债	28	27	27	27	255	营业利润	1226	507	477	652	737
应付款项	127	43	105	114	102	营业外净收支	14	(0)	4	6	4
其他流动负债	1689	1397	1891	2033	2104	利润总额	1240	507	481	658	740
流动负债合计	1844	1467	2024	2174	2461	所得税费用	167	115	79	116	140
长期借款及应付债券	3	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(5)	(3)	(3)	(4)
其他长期负债	326	279	338	392	414	归属于母公司净利润	1074	397	404	546	604
长期负债合计	329	279	338	392	414	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2173	1746	2362	2566	2875	净利润	1074	397	404	546	604
少数股东权益	7	2	(0)	(2)	(4)	资产减值准备	1	28	15	9	7
股东权益	8184	8279	8571	8944	9319	折旧摊销	97	103	90	114	129
负债和股东权益总计	10364	10027	10932	11508	12190	公允价值变动损失	(352)	214	120	(35)	(35)
关键财务与估值指标						财务费用	(155)	(151)	(108)	(76)	(53)
每股收益	1.43	0.53	0.54	0.73	0.80	营运资本变动	(2147)	1433	447	(265)	(16)
每股红利	0.26	0.29	0.15	0.23	0.30	其它	(2)	(31)	(17)	(11)	(10)
每股净资产	15.28	11.04	11.43	11.93	12.43	经营活动现金流	(1329)	2145	1059	357	680
ROIC	11%	8%	7%	7%	7%	资本开支	0	39	(235)	(234)	(221)
ROE	13%	5%	5%	6%	6%	其它投资现金流	273	(1498)	0	0	0
毛利率	48%	43%	38%	39%	40%	投资活动现金流	275	(1456)	(241)	(234)	(222)
EBIT Margin	31%	25%	19%	19%	21%	权益性融资	37	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	30%	22%	23%	25%	负债净变化	(2)	(3)	0	0	0
收入增长	50%	5%	1%	11%	11%	支付股利、利息	(138)	(214)	(113)	(172)	(228)
净利润增长率	93%	-63%	2%	35%	11%	其它融资现金流	58	(308)	(0)	0	228
资产负债率	21%	17%	22%	22%	24%	融资活动现金流	(183)	(744)	(113)	(172)	(1)
股息率	1.0%	1.5%	0.8%	1.2%	1.6%	现金净变动	(1237)	(54)	704	(49)	457
P/E	13.2	35.8	35.2	26.1	23.6	货币资金的期初余额	4154	2917	2863	3567	3518
P/B	1.2	1.7	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	2917	2863	3567	3518	3976
EV/EBITDA	15.6	22.6	31.1	27.3	23.2	企业自由现金流	0	2042	673	28	385
						权益自由现金流	0	1730	738	100	684

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