

公司研究

毛利率持续承压，Q4 业务企稳回升

——昭衍新药（603127.SH）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 20.18 亿元（YOY-15.07%），实现归母净利润 7407.54 万元（YOY-81.34%），实现扣非归母净利润 2357.34 万元（YOY-93.02%），业绩低于我们此前预期。

点评：

多重因素拖累利润，Q4 环比改善明显。24 年公司归母净利润下降幅度较大，主要因市场竞争激烈导致收入及业务毛利率同时下滑，以及公允价值变动净收益依旧为负（-1.27 亿元，23 年为-2.46 亿元）。分各项业务来看，药物非临床研究服务毛利率较 23 年下降 14.03 pp 至 29.19%，临床服务及其他业务毛利率较 23 年下降 7.19pp 至 13.99%，实验模型业务毛利率较 23 年下降 22.61pp 至 13.45%。但 Q4 公司业务有企稳回升迹象，收入环比提升 40.6%至 6.8 亿元，扣非归母净利润环比提升 61.4%至 1.37 亿元，毛利率也环比提升 7.85pp 至 30.28%。

海外订单需求稳健，加强全球客户服务能力。24 年公司签署订单金额 18.4 亿元（YOY-20%），在手订单约 22 亿元（YOY-33%）。新签订单下降主要是国内需求疲软，海外客户订单需求相对稳定，签署金额 3.8 亿元（23 年为 3.4 亿元）。24 年公司北京、苏州设施第五次通过 FDA GLP 认证，目前同时具备中国 NMPA、美国 FDA、经合组织 OECD、韩国 MFDS、日本 PMDA 等 GLP 资质，进一步证明了公司质量体系优异，加强海外业务能力，有望推动公司进一步承接海外订单。

盈利预测、估值与评级：全球生物医药投融资景气度尚在恢复，公司面临竞争加剧，我们下调 25-26 年归母净利润预测为 3.52/4.61 亿元（分别下调 50.6%/47.1%），新增 27 年归母净利润预测为 5.39 亿元，对应 25-27 年 PE 为 45/35/30 倍。考虑到公司股价较历史高点已大幅调整，且作为中国药物安全性评价龙头公司，业绩已出现驻底回暖迹象，维持“增持”评级。

风险提示：新产能进度不及预期；竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,376	2,018	2,246	2,550	2,900
营业收入增长率	4.78%	-15.07%	11.26%	13.56%	13.72%
净利润（百万元）	397	74	352	461	539
净利润增长率	-63.04%	-81.34%	375.41%	30.79%	16.92%
EPS（元）	0.53	0.10	0.47	0.61	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.79%	0.92%	4.19%	5.25%	5.87%
P/E	40	215	45	35	30
P/B	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-28

增持（维持）

当前价：21.24 元

作者

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

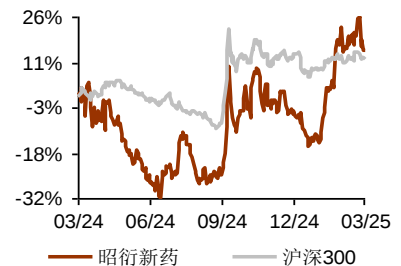
021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.49
总市值(亿元):	159.19
一年最低/最高(元):	12.18/23.48
近 3 月换手率:	88.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.67	25.95	8.17
绝对	2.31	23.85	18.84

资料来源：Wind

相关研报

多重因素影响利润，海外业务快速发展——昭衍新药（603127.SH）2023 年年报点评（2024-03-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2376	2018	2246	2550	2900
营业成本	1364	1445	1535	1721	1879
折旧和摊销	103	102	105	116	128
税金及附加	8	9	9	10	11
销售费用	25	28	29	31	35
管理费用	280	289	314	344	377
研发费用	97	93	92	105	119
财务费用	-151	-100	-24	-31	-30
投资收益	10	36	9	6	6
营业利润	507	104	426	557	651
利润总额	507	104	425	556	650
所得税	115	34	94	122	143
净利润	392	70	332	434	507
少数股东损益	-5	-4	-21	-27	-31
归属母公司净利润	397	74	352	461	539
EPS(元)	0.53	0.10	0.47	0.61	0.72

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	623	339	671	224	433
净利润	397	74	352	461	539
折旧摊销	103	102	105	116	128
净营运资金增加	1715	-1021	-96	289	239
其他	-1593	1184	310	-643	-472
投资活动产生现金流	-315	-1963	286	-49	-44
净资本支出	-193	-269	-180	-180	-150
长期投资变化	20	0	0	0	0
其他资产变化	-142	-1694	466	131	106
融资活动现金流	-362	-266	15	-52	-79
股本变化	214	-0	0	0	0
债务净变化	-3	12	2	2	2
无息负债变化	-424	-441	112	140	149
净现金流	-46	-1888	972	123	310

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	42.6%	28.4%	31.6%	32.5%	35.2%
EBITDA 率	33.0%	18.2%	17.7%	19.1%	22.1%
EBIT 率	28.0%	12.3%	13.1%	14.5%	17.7%
税前净利润率	21.3%	5.2%	18.9%	21.8%	22.4%
归母净利润率	16.7%	3.7%	15.7%	18.1%	18.6%
ROA	3.9%	0.7%	3.4%	4.2%	4.7%
ROE (摊薄)	4.8%	0.9%	4.2%	5.3%	5.9%
经营性 ROIC	9.6%	2.8%	4.2%	4.9%	6.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	17%	14%	15%	15%	16%
流动比率	5	5	5	5	4
速动比率	4	3	4	3	3
归母权益/有息债务	301	205	203	202	201
有形资产/有息债务	345	225	226	226	227

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10027	9396	9819	10295	10823
货币资金	2863	965	1937	2060	2370
交易性金融资产	373	1396	1396	1396	1396
应收账款	206	181	175	255	290
应收票据	7	37	31	28	29
其他应收款 (合计)	12	8	9	10	11
存货	1863	1479	1383	1550	1693
其他流动资产	27	49	54	60	67
流动资产合计	7122	5031	5792	6175	6680
其他权益工具	160	91	91	91	91
长期股权投资	20	0	0	0	0
固定资产	583	697	760	813	842
在建工程	342	369	371	373	358
无形资产	292	299	293	287	281
商誉	136	138	138	138	138
其他非流动资产	59	1614	1619	1619	1619
非流动资产合计	2905	4365	4027	4120	4144
总负债	1746	1317	1431	1572	1724
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	43	50	52	59	64
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	4	6	9	13
流动负债合计	1467	1111	1233	1359	1491
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	68	79	95	112
非流动负债合计	279	206	197	214	232
股东权益	8281	8079	8388	8723	9100
股本	750	749	749	749	749
公积金	5411	5405	5441	5487	5541
未分配利润	2164	2095	2389	2704	3059
归属母公司权益	8279	8079	8408	8770	9178
少数股东权益	2	0	-20	-47	-78

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.0%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用率	11.8%	14.3%	14.0%	13.5%	13.0%
财务费用率	-6.4%	-4.9%	-1.1%	-1.2%	-1.1%
研发费用率	4.1%	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%
所得税率	22.8%	33.0%	22.0%	22.0%	22.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.16	0.03	0.13	0.17	0.20
每股经营现金流	0.83	0.45	0.89	0.30	0.58
每股净资产	11.04	10.78	11.22	11.70	12.25
每股销售收入	3.17	2.69	3.00	3.40	3.87

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	40	215	45	35	30
PB	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	18	42	34	28	21
股息率	0.8%	0.1%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP