

2020年11月01日

昭衍新药 (603127.SH)

## 收入高增长持续，在手订单继续快速增长

■事件：公司发布2020年三季报，2020年前三季度公司实现营业收入6.32亿元，同比增长81.23%；实现归母净利润1.18亿元，同比增长53.19%；实现扣非归母净利润0.99亿元，同比增长61.34%。其中，2020Q3公司实现营业收入2.34亿元，同比增长58.65%；实现归母净利润0.43亿元，同比增长15.8%；实现扣非归母净利润0.34亿元，同比增长6.2%。

■公司2020Q3收入继续高增长。公司凭借国内安评龙头优势充分享受行业红利。2020Q3公司收入同比增长58.7%，延续2020Q1的势头。根据我们的测算，扣除Biomere并表因素之后，公司2020Q3收入增速为40%左右。我们认为公司未来收入端会延续高增长趋势，一方面，国内需求旺盛，而公司作为具有先发优势和多年项目经验积累的龙头企业，有望充分享受红利；另一方面，公司积极拓展海外业务，去年公司收购Biomere之后，进一步加强在海外的布局和品牌宣传，未来三年海外业务有望实现明显的发展。

■排除研发费用较快增长和股权激励费用的影响后，公司依然保持较强的盈利能力。公司2020Q3净利率17.91%，环比下滑5.35个百分点，同比下滑6.83个百分点。公司净利率的下滑主要是由于3季度国家课题的承接导致研发费用的增长和股权激励计划带来的摊销费用较快的增长，根据我们的测算，研发费用同比增加了1000万元，股权激励摊销费用增加了700万元。根据我们的测算，扣除以上影响之后，公司2020Q3净利率是25.17%，同比是提高了0.43个百分点。公司盈利能力依然保持较高水平。

■看好公司长期发展，公司不断推动产能扩张和业务拓展，为未来业绩增长奠定基础：在安全性评价领域，公司不断进行产能扩张，为承接更多订单打基础。同时，公司也正在进一步拓展临床CRO和药物警戒服务业务。2019年，公司通过收购美国临床前CRO公司Biomere加快国际化步伐。根据公司港股招股书，截止至2020年8月31日，公司在手订单17.61亿元，同比增长40%。同时，公司2020H1新签合同金额同比增长88.9%。

■股权激励彰显公司对业绩增长的信心：2020年6月公司发布新一轮股权激励计划，计划向356名核心业务骨干授予股票期权，股票期权的行权条件为以2019年营业收入为基数，2019年、2020年、2021年营业收入增长率分别不低于25%、56.25%、95.31%，即2019-2021

## 公司快报

证券研究报告

医疗服务

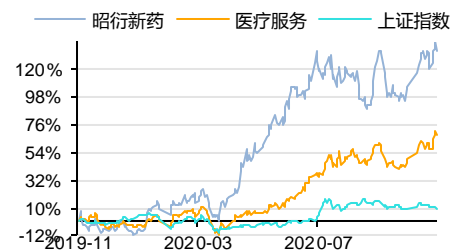
投资评级 **增持-A**  
维持评级

股价 (2020-10-30) 105.21元

### 交易数据

总市值(百万元)	23,855.83
流通市值(百万元)	23,797.48
总股本(百万股)	226.74
流通股本(百万股)	226.19
12个月价格区间	56.00/130.00元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.56	9.59	119.51
绝对收益	13.77	7.01	129.6

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

冯雪云

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520100001  
fengxy1@essence.com.cn

### 相关报告

昭衍新药: 昭衍新药2020H1 点评: 业绩持续高速增长, 新签订单高速增长/马帅	2020-08-30
昭衍新药: 昭衍新药2020Q1 点评: 业绩增长超预期, 订单增长卓越/马帅	2020-04-30
昭衍新药: 昭衍新药19年报点评: 业绩增速高于业绩预告上限, 在手订单充沛/马帅	2020-04-12
昭衍新药: 昭衍新药2019年业绩预告点评: 安评需求持续高景气, 业绩高速增长持续/马帅	2020-01-12

■**投资建议：**增持-A 投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 78.1%、38.6%、35.7%，净利润增速分别为 49.9%、42.0%、38.7%，成长性突出；维持增持-A 的投资评级，相当于 2021 年 63 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**订单增长不及预期、CRO 行业景气度不及预期、产能扩张不及预期、行业竞争加剧导致订单价格下降

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	408.8	639.4	1,138.7	1,578.0	2,141.4
净利润	108.3	178.4	267.4	379.6	526.4
每股收益(元)	0.48	0.79	1.18	1.67	2.32
每股净资产(元)	2.87	3.65	5.17	6.85	9.17
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	220.2	133.7	89.2	62.8	45.3
市净率(倍)	36.6	28.9	20.3	15.4	11.5
净利润率	26.5%	27.9%	23.5%	24.1%	24.6%
净资产收益率	16.6%	21.6%	22.8%	24.5%	25.3%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	75.4%	48.2%	57.1%	70.9%	69.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	408.8	639.4	1,138.7	1,578.0	2,141.4	成长性					
减:营业成本	192.1	302.8	560.8	767.7	1,032.0	营业收入增长率	35.7%	56.4%	78.1%	38.6%	35.7%
营业税费	3.2	4.1	7.3	10.2	13.8	营业利润增长率	33.8%	63.6%	49.3%	42.2%	38.7%
销售费用	6.6	12.5	20.5	28.4	38.5	净利润增长率	41.7%	64.6%	49.9%	42.0%	38.7%
管理费用	100.5	134.8	244.8	339.3	460.4	EBITDA 增长率	29.4%	69.8%	50.5%	41.6%	36.6%
财务费用	-3.3	-2.0	-3.7	-6.3	-11.4	EBIT 增长率	35.2%	75.9%	52.3%	41.8%	38.0%
资产减值损失	1.9	-4.0	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	36.1%	70.2%	49.0%	41.8%	38.0%
加:公允价值变动收益	0.3	-2.7	-	-	-	投资资本增长率	166.3%	25.7%	14.3%	41.3%	-27.1%
投资和汇兑收益	8.7	13.2	-	-	-	净资产增长率	16.8%	27.0%	41.8%	32.3%	33.9%
营业利润	126.0	206.1	307.8	437.7	607.0	利润率					
加:营业外净收支	1.8	-0.3	0.8	0.4	0.5	毛利率	53.0%	52.6%	50.7%	51.4%	51.8%
利润总额	127.9	205.9	308.6	438.1	607.5	营业利润率	30.8%	32.2%	27.0%	27.7%	28.3%
减:所得税	19.7	27.7	41.5	58.9	81.7	净利润率	26.5%	27.9%	23.5%	24.1%	24.6%
净利润	108.3	178.4	267.4	379.6	526.4	EBITDA/营业收入	34.9%	37.9%	32.0%	32.7%	32.9%
						EBIT/营业收入	27.8%	31.2%	26.7%	27.3%	27.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	232	200	158	147	130
						流动营业资本周转天数	-40	-30	-63	-52	-60
						流动资产周转天数	567	375	310	325	347
						应收账款周转天数	29	42	40	40	40
						存货周转天数	91	89	98	94	93
						总资产周转天数	917	720	579	554	540
						投资资本周转天数	222	233	156	145	108
						投资回报率					
						ROE	16.6%	21.6%	22.8%	24.5%	25.3%
						ROA	9.5%	12.6%	11.9%	14.5%	13.8%
						ROIC	75.4%	48.2%	57.1%	70.9%	69.3%
						费用率					
						销售费用率	1.6%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
						管理费用率	24.6%	21.1%	21.5%	21.5%	21.5%
						财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
						三费/营业收入	25.4%	22.7%	23.0%	22.9%	22.8%
						偿债能力					
						资产负债率	42.9%	41.7%	47.8%	40.5%	45.6%
						负债权益比	75.2%	71.4%	91.4%	68.0%	83.7%
						流动比率	1.69	1.33	1.34	1.58	1.58
						速动比率	1.41	0.91	0.91	1.16	1.15
						利息保障倍数	-34.36	-98.62	-83.07	-68.74	-52.32
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	0.24	-	-	-
						分红比率	31.8%	30.9%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	148.7	177.0	463.8	620.4	1,345.9
交易性金融资产	102.9	130.7	130.7	130.7	130.7
应收账款	39.9	110.3	142.7	208.0	267.9
应收票据	6.1	1.9	17.4	9.7	23.5
预付账款	8.9	7.2	33.4	17.1	48.6
存货	114.6	200.5	417.5	406.2	699.9
其他流动资产	269.0	13.1	115.7	132.6	87.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	290.3	420.2	577.9	715.1	830.9
在建工程	79.6	35.3	52.2	65.8	76.6
无形资产	48.1	106.6	107.8	109.8	112.4
其他非流动资产	33.5	215.1	186.8	192.5	194.6
资产总额	1,141.4	1,417.8	2,246.0	2,607.8	3,818.3
短期债务	-	11.0	-	-	-
应付账款	30.3	58.4	74.1	113.7	129.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	378.9	413.4	915.1	854.1	1,520.4
长期借款	-	9.2	-	-	-
其他非流动负债	80.7	98.6	83.7	87.6	90.0
负债总额	489.9	590.6	1,072.8	1,055.4	1,740.1
少数股东权益	0.2	0.7	0.5	0.1	-0.4
股本	115.0	161.7	226.7	226.7	226.7
留存收益	544.6	678.5	945.9	1,325.6	1,851.9
股东权益	651.5	827.3	1,173.2	1,552.4	2,078.2

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	108.2	178.2	267.4	379.6	526.4
加:折旧和摊销	29.8	43.8	60.2	84.3	108.7
资产减值准备	1.9	9.1	-	-	-
公允价值变动损失	-0.3	2.7	-	-	-
财务费用	-0.9	-0.3	-3.7	-6.3	-11.4
投资损失	-8.7	-13.2	-	-	-
少数股东损益	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
营运资金的变动	-152.1	198.0	138.4	-70.2	328.7
经营活动产生现金流量	176.1	148.1	462.0	387.1	951.8
投资活动产生现金流量	-269.5	-102.1	-236.0	-237.0	-238.0
融资活动产生现金流量	-15.3	-15.4	60.8	6.5	11.7

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.48	0.79	1.18	1.67	2.32
BVPS(元)	2.87	3.65	5.17	6.85	9.17
PE(X)	220.2	133.7	89.2	62.8	45.3
PB(X)	36.6	28.9	20.3	15.4	11.5
P/FCF	-198.0	224.3	132.5	146.7	32.8
P/S	58.4	37.3	21.0	15.1	11.1
EV/EBITDA	36.4	37.1	63.7	44.7	31.7
CAGR(%)	51.9%	43.4%	51.8%	51.9%	43.4%
PEG	4.2	3.1	1.7	1.2	1.0
ROIC/WACC	7.2	4.6	5.4	6.8	6.6
REP	2.0	4.2	8.1	4.6	6.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马帅、冯雪云声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034