

昭衍新药(603127)

点评报告

产能释放+收购并表有望带来全年业绩高增长

——昭衍新药 2020 年中报业绩点评

行业公司研究—医药商业 II 行业—

证券研究报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 孙建 021-80105900
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

昭衍新药上半年收入端、利润端超预期高增长，主要受到 Biomere 收购并表及产能释放驱动，我们认为随着产能持续释放及 Biomere 的发展，公司将持续受益于国内市场 β 红利及海外市场增量带来的高增长。

投资要点

□ 2020H1 双季度业绩超高增长，趋势有望持续全年

2020年8月30日，公司发布2020年中报业绩：公司上半年营业收入3.97亿元，同比增长97.82%，归母净利润0.76亿元，同比增长87.17%，扣非归母净利润0.64亿元，同比增长121.64%，经营性现金流1.54亿元，同比增长109.33%。其中二季度收入2.43亿元，同比增长91.89%，环比增长56.77%。我们认为公司前两个季度的高增长主要由于去年12月起开始并表的 Biomere 和苏州昭衍产能的充分利用，基于在手订单情况及存货分析我们认为业绩高增长有望在明年两年持续兑现。

□ 2020H1 高增长分析：产能释放+Biomere 并表

公司业绩主要贡献主体为：北京昭衍（母公司）+苏州昭衍（子公司）+Biomere（孙公司）。其中，北京昭衍（母公司）收入1.06亿元，同比增长3.26%；研发费用1312.21亿元，同比增长225%；苏州昭衍（子公司）上半年营业收入1.83亿元，同比增长65.72%，高于整体增长率；Biomere 上半年并表，约贡献收入约1亿元，成为拉动业绩上涨的另一主要因素。我们认为，扣除 Biomere 影响后，公司主业营业收入、归母净利润约同比增长50%、70%，我们认为主要来源于苏州昭衍上半年充分利用新增的10800平米动物设施，极大地提升了动物饲养量以及业务服务通量和效率及新投入的3500平米实验室现有的服务能力以及新增的临床分析业务，人员也由2019年年底的1100人提升至约1300人。我们认为，2020年随着已建产能的逐步释放及北京昭衍持续研发投入对实验设施及项目管理流程的进一步优化和完善，公司业绩的高增长有望持续兑现。

□ 短期业绩预测：在手订单、存货金额高增长奠定下半年业绩基础

根据今年上半年的业绩，我们估计 Biomere 全年收入2亿左右，利润贡献1500-2000万元，将带动2020年形成收入端约30%、利润端约10%+的增速。2020H1 公司在手订单14亿元，YOY40%，新签订单同比增长约70%。存货同比增长75.00%，主要来源于原材料及未结题课题增加所致；其中，未结题课题占存货比77%，考虑周转频率，我们再次强调我们的判断，存货的增加反映了短期业绩的可预测性，根据该数据的分析，我们估计Q3 仍然有望达到85-100%的利润增长。结合在手订单金额，我们认为公司未来1-2年业绩有望持续保持高增长。

□ 长期趋势分析：产能持续释放带来业绩兑现，国际化拓展提升天花板

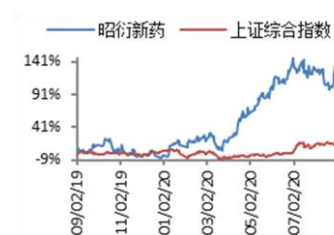
基于公司订单饱满和产能不足的局面，公司持续加紧募投项目与技术团队

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥101.52

单季度业绩	元/股
2Q/2020	0.25
1Q/2020	0.12
4Q/2019	0.63
3Q/2019	0.22



公司简介

公司主要从事以药物非临床安全性评价服务为主的药物临床前研究服务和实验动物及附属产品的销售业务；其中，药物临床前研究服务为公司的核心业务，业务范围包括非临床安全性评价服务、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务等。公司还从事少量药物筛选等药物发现研究、临床试验、政策法规咨询等医药研发外包服务及相关的技术服务。

相关报告

伍的建设。2020年底,苏州昭衍药物临床前研究基地项目将投入使用,届时将进一步加速订单消化,带动业绩增长。公司子公司梧州昭衍生物正在建设的实验动物基地项目,也于2019年4月动工,有望在未来进一步贡献业绩弹性。此外,公司与2020年7月23日发布公告拟在H股上市,我们认为昭衍新药作为在岸外包公司,H股资金的募集有利于后续海外布局的发力,提升公司的全球品牌地位,持续突破行业天花板。

□ 盈利预测及估值

我们预计2020-2022年公司EPS分别为1.15、1.62、2.09元,按2020年8月31日收盘价对应2020年86倍PE,参考可比公司估值及公司行业领先地位,给予“买入”评级。

□ 风险提示

短期订单执行的波动性风险,大额合同增加带来的应收账款控制不当的风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	639.38	907.76	1261.73	1684.42
(+/-)	56.40%	41.97%	38.99%	33.50%
净利润	178.37	260.72	365.89	473.83
(+/-)	64.64%	46.17%	40.34%	29.50%
每股收益(元)	1.10	1.15	1.62	2.09
P/E	129	86	61	48

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	640.66	1100.76	1662.68	2361.72
现金	176.96	580.81	970.26	1535.05
交易性金融资产	130.70	130.70	130.70	130.70
应收账款	108.28	148.44	199.61	262.17
其它应收款	3.98	5.65	7.85	10.48
预付账款	7.16	10.03	13.90	18.54
存货	200.48	212.02	327.25	391.68
其他	13.11	13.11	13.11	13.11
非流动资产	777.17	832.72	896.62	975.02
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	10.94	23.03	34.54
固定资产	418.35	469.44	486.90	508.63
无形资产	106.55	124.73	149.84	182.67
在建工程	35.31	0.00	0.00	0.00
其他	216.96	227.60	236.86	249.18
资产总计	1417.84	1933.48	2559.30	3336.74
流动负债	482.82	660.18	918.02	1221.43
短期借款	11.01	21.01	31.01	41.01
应付款项	43.70	61.23	84.89	113.18
预收账款	334.94	453.88	630.87	842.21
其他	93.17	124.06	171.24	225.03
非流动负债	107.75	105.80	107.25	106.93
长期借款	9.18	9.18	9.18	9.18
其他	98.57	96.62	98.08	97.76
负债合计	590.57	765.98	1025.27	1328.36
少数股东权益	0.74	0.38	-0.13	-0.79
归属母公司股东权益	826.52	1167.12	1534.17	2009.17
负债和股东权益	1417.84	1933.48	2559.30	3336.74
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148.09	391.77	457.38	639.73
净利润	178.21	260.93	366.53	474.34
折旧摊销	43.75	47.47	51.01	54.12
财务费用	-2.02	-6.94	-14.47	-23.61
投资损失	-13.23	-10.94	-12.08	-11.51
营运资金变动	249.60	115.41	183.27	214.25
其它	-308.22	-14.16	-116.87	-67.86
投资活动现金流	-102.09	-84.17	-92.40	-108.56
资本支出	-85.66	-62.73	-64.04	-72.48
长期投资	0.00	-10.94	-12.08	-11.51
其他	-16.43	-10.49	-16.27	-24.57
筹资活动现金流	-15.41	96.25	24.47	33.61
短期借款	11.01	10.00	10.00	10.00
长期借款	9.18	0.00	0.00	0.00
其他	-35.60	86.25	14.47	23.61
现金净增加额	30.59	403.85	389.45	564.79

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	639.38	907.76	1261.73	1684.42
营业成本	302.82	424.29	588.29	784.29
营业税金及附加	4.06	5.77	8.02	10.70
营业费用	12.47	17.71	23.97	33.69
管理费用	95.18	129.81	174.12	242.56
研发费用	39.63	56.26	78.20	107.80
财务费用	-2.02	-6.94	-14.47	-23.61
资产减值损失	9.14	5.29	8.78	9.02
公允价值变动损益	-2.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.23	10.94	12.08	11.51
其他经营收益	17.55	13.40	15.47	14.43
营业利润	206.14	299.92	422.38	545.92
营业外收支	-0.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.89	299.92	422.38	545.92
所得税	27.68	38.99	55.85	71.57
净利润	178.21	260.93	366.53	474.34
少数股东损益	-0.16	-0.36	-0.51	-0.66
归属母公司净利润	178.37	261.29	367.04	475.00
EBITDA	246.54	340.45	458.91	576.43
EPS (最新摊薄)	0.79	1.15	1.62	2.09
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	56.40%	41.97%	38.99%	33.50%
营业利润	63.59%	45.49%	40.83%	29.25%
归属母公司净利润	64.64%	46.49%	40.47%	29.41%
获利能力				
毛利率	52.64%	53.26%	53.37%	53.44%
净利率	27.87%	28.74%	29.05%	28.16%
ROE	24.12%	26.20%	27.17%	26.82%
ROIC	20.68%	21.25%	22.45%	22.01%
偿债能力				
资产负债率	41.65%	39.62%	40.06%	39.81%
净负债比率	3.78%	4.22%	4.13%	3.94%
流动比率	1.33	1.67	1.81	1.93
速动比率	0.91	1.35	1.45	1.61
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.54	0.56	0.57
应收帐款周转率	8.81	7.05	6.99	6.87
应付帐款周转率	9.49	8.09	8.05	7.92
每股指标(元)				
每股收益	0.79	1.15	1.62	2.09
每股经营现金	0.65	1.73	2.02	2.82
每股净资产	5.11	5.15	6.77	8.86
估值比率				
P/E	126.48	86.34	61.47	47.50
P/B	19.47	19.33	14.71	11.23
EV/EBITDA	36.76	64.27	46.85	36.34

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格,经营许可证编号为:Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但浙商证券股份有限公司及其关联机构(以下统称“本公司”)对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断,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,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有,未经本公司事先书面授权,任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明本报告发布人和发布日期,并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址: 杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址: 北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址: 深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码: 200127

上海总部电话: (8621) 80108518

上海总部传真: (8621) 80106010

浙商证券研究所: <https://www.stocke.com.cn>