

中信证券研究部

核心观点


**陈竹**

 首席医疗健康产业  
 分析师

S1010516100003


**联系人：韩世通**

公司作为国内临床前 CRO 龙头，报告期内受益于行业整体需求的高景气度和收购 BIOMERE，业绩略超预期。目前公司在手订单充足，为全年业绩奠定坚实的基础。而随着新建产能逐渐释放，预计公司将持续受益于国内临床前需求的增加和海外市场的拓展，业绩有望在 1-2 年内维持高速增长。此外公司积极推进国际化战略布局，国际化和临床 1 期试验等衍生新业务逐步完善，预计将为公司带来中长期增长空间。

■ **收购 BIOMERE+业务内生快速增长，公司上半年业绩略超预期。**公司 2020H1 实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 97.82%（我们预估剔除 Biomere 并购的影响，收入同比增长 40%-50%）；归母净利润和扣非归母净利润 0.76/0.64 亿元，分别同比增长 87.17%/121.64%。从单季度看，公司 2020Q2 实现营业收入 2.43 亿元，同比增长 91.90%，环比增长 56.83%；归母净利润和扣非归母净利润 0.57/0.49 亿元，分别同比增长 101.16%/104.95%，分别环比增长 195.18%/233.70%。报告期内，公司在实现收入大幅增长的同时，毛利率为 50.16%，基本维持稳定；而销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.63%/23.19%/7.06%/-0.30%，同比分别变化-0.86/3.15/-0.89/0.19pcts，除管理费用大幅增长系股权激励增加及收购 BIOMERE 所致，公司期间费用整体维持稳定。

■ **订单、合同负债、存货等多项指标预示行业需求高景气度，业绩有望持续高速增长。**公司上半年新签订单相比去年同期增长约 70%，而在手订单则达到 14 亿元、同比增长 40%，继续呈现高速增长态势（2017H1-2019H1 在手订单分别为 5.99/8.5/10 亿元），我们预计主要是受益于新冠疫情等带来的疫苗和药物相关的增量需求，以及包括美国 Biomere 在内的商务团队积极开拓国内外业务。另外，截至报告期末，公司（预收款项+合同负债）合计金额为 5.31 亿元，相比期初增加 58.63%，相比去年同期期末增加 30.14%，实现大幅提升。报告期末，公司存货中的未完工专题成本为 2.15 亿元，相比期初增加 41.93%，相比去年同期期末增加 49.44%，侧面反映出了在手订单大幅增加，大量课题正在执行中，我们预计其中大部分将在未来 1-2 个季度结题产生收入。公司上半年订单、存货，以及（预收款项+合同负债）同时高增长，为公司全年业绩奠定了坚实的基础，同时也反映出了药物安评市场的持续高景气度；我们判断未来 2-3 年，公司将持续受益于国内临床前需求的增加和海外市场的拓展，维持快速增长。

■ **团队能力和设施建设并行，疫情期间持续赋能创新药临床前研究。**订单饱满而产能相对不足，公司持续在加强团队和产能的建设。2020H1，人员规模稳步增长，形成了 1300 多人的规模化人才队伍，可以同时开展近千个试验项目。公司实施常态化的股权激励，已在 2018-2020 年连续 3 年对高管团队和核心技术人员实施大范围股权激励计划，更好地实现了员工利益和公司利益的绑定。公司同时着力于专业化服务能力建设，比如眼科药物、吸入途径给药的非临床评价能力建设，针对单抗、干细胞、细胞及基因治疗产品为代表的创新生物药的非临床评价能力建设，在药物

昭衍新药	603127
评级	增持（维持）
当前价	99.50 元
总股本	227 百万股
流通股本	226 百万股
52 周最高/最低价	123.8/56.0 元
近 1 月绝对涨幅	5.01%
近 6 月绝对涨幅	81.50%
近 12 月绝对涨幅	117.58%

安全性评价领域不断深耕——公司在上半年迅速建立针对 COVID-19 疫苗的非临床评价体系，支持对不同类型的疫苗及抗体开展安全性评价业务，另外与国际眼科医药巨头合作开发眼科药物评价的疾病模型，以及国内首家把经过验证的非人灵长类生殖毒性评价体系推向商用。设施方面，昭衍（苏州）完成的 10800 平米动物设施在 2020 年上半年得到充分利用，极大地提升了动物饲养量以及业务服务通量和效率，新投入的 3500 平米实验室则对现有的服务能力以及新增的临床分析业务能力起到了关键作用。

■ **新订单+新产能，公司 2020Q1 业绩迎来超高速增长。**2020Q1，公司营收、归母和扣非净利润分别为 1.55 亿、0.19 亿、0.15 亿元，同比+107.9%、+59.0%、+223.6%，业绩超高速增长超出市场预期。Q1 业绩高速增长，除了和 2019Q1 收入和归母净利润占比全年相对较低（收入占 11.6%，归母净利润占 6.8%）有一定关系，我们判断主要原因；① 订单需求大幅度增长：2019 年下半年，公司在手订单和新签合同额相比上半年加速增长，公司 2019 全年签订合同额，同比增速超过 50%，在手订单量达到 10.4 亿，同比增速约 30%（2019H1 新签合同额同比增速 21%，在手订单量同比增速约 18%），而估计 2020Q1 则因为新冠肺炎疫情的爆发，相关研发需求带来了大量新增订单；② 公司产能和员工数大量增长：2019 年 6 月开始，公司翻新/新建动物房、新实验室等陆续投入使用，产能空间大幅度增加（北京小动物房 2 号楼翻新，苏州昭衍 3 号楼、7 号楼增加 10800 平米动物房，整体动物房面积增加约 50%），同时 2019 年底员工数量达到 1224 人，相比 2018 年底增加 49.8%；③ 2019 年 12 月，公司完成对美国临床前 CRO 公司 BIOMERE 的收购，料对 2020Q1 业绩有一定增厚。

■ **深耕国内药品全生命周期安全性评价市场，国际化战略布局有望明显提升市场空间天花板。**公司技术团队已经积累了 20 多年深厚的药物临床前研究经验，2017 年至 2019 年 3 年间共新增了近 1200 种药物的临床前研究；除了国内领先的药物临床前研究服务之外，公司近年来还以药品全生命周期的安全性评价和监测为核心进行业务延伸，临床试验和临床分析、药物警戒等新业务团队也已初具规模，有能力为客户提供一站式的优质服务。报告期内，临床试验服务方面，公司已参与共建的 2 家临床试验医院开展了系统的质量体系提升服务，参与共建的第 3 家医院目前已经完成了基础设施的改造，公司临床 CRO 承接的多个项目都在有序推进中；昭衍鸣讯（药物警戒服务）已经与 30 余家新客户建立了药物警戒合作关系，为客户提供符合国际标准的药物警戒服务；同时药物警戒业务与临床业务进行深度整合，为临床试验客户提供一站式解决方案。报告期内，实验动物方面，子公司苏州启辰（模型动物）已具备了较强的技术研发能力，创建多个基因编辑小鼠模型；广西梧州实验动物基地的建设工作在有序推进，动物检疫区主体工程处于收尾阶段，室外配套工程预计 2020 年底竣工。根据 Frost & Sullivan 报告预测（转引自公司 2020 年半年报），国内临床前研究市场规模将从 2016 年的 5 亿美元上升至 2021 年的 26 亿美元，年复合增长率为 21.1%；而全球临床前研究市场规模将从 2016 年的 55 亿美元上升至 2021 年的 96 亿美元，年复合增长率为 6.2%。昭衍新药立足北京和苏州的安评中心，计划发行 H 股募集资金、筹备新建重庆和广州安评设施，实现全国多点区域化布局和产能扩张，维持细分行业国内领先地位；同时公司积极布局海外市场，2013 年 6 月在美国成立昭衍加州，负责国际化项目市场拓展，并于 2019 年 12 月成功实现美国 Biomere 的收购——公司拓展国际市场加速，有望真正实现从国内 5 亿美元临床前研究市场走向全球 55 亿美元临床前研究市场，支撑公司中长期业绩成长空间。

■ **风险因素：**募投项目进展不及预期，新拓展项目进展不达预期，行业政策风险等。

■ **投资建议：**公司作为国内临床前 CRO 龙头，报告期内受益于行业整体需求的高景气度和收购 BIOMERE，业绩略超预期。目前公司在手订单充足，为全年业绩奠定坚实的基础。而随着新建产能逐渐释放，预计公司将持续受益于国内临床前需求的增加和海外市

场的拓展，业绩有望在 1-2 年内维持高速增长。此外公司积极推进国际化战略布局，国际化和临床 1 期试验等衍生新业务逐步完善，预计将为公司带来中长期增长空间。考虑到公司上半年的实际业绩以及转增股本（10 送 4），我们调整 2020-2022 年 EPS 预测至 1.21/1.59/2.03 元（原 1.56/2.17/2.94 元），现价对应 PE 分别为 82x、62x、49x，维持“增持”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	409	639	1039	1397	1789
营业收入增长率	36	56	63	34	28
净利润(百万元)	108	178	274	361	460
净利润增长率	42	65	53	32	28
每股收益 EPS(基本)(元)	0.94	1.10	1.21	1.59	2.03
毛利率%	53.0	52.6	52.0	51.9	51.6
净资产收益率 ROE%	16.6	21.6	26.9	28.4	28.9
每股净资产（元）	5.7	5.1	4.5	5.6	7.0
PE	106	90	82	62	49
PB	18	19	22	18	14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	409	639	1,039	1,397	1,789
营业成本	192	303	499	672	866
毛利率	53.0%	52.6%	52.0%	51.9%	51.6%
营业税金及附加	3	4	9	12	15
销售费用	7	12	14	16	17
营业费用率	1.62%	1.95%	1.33%	1.13%	0.97%
管理费用	77	95	164	218	267
管理费用率	18.78%	14.89%	15.79%	15.59%	14.92%
财务费用	-3	-2	5	17	32
财务费用率	-0.81%	-0.32%	0.48%	1.18%	1.79%
投资收益	9	13	13	13	13
营业利润	126	219	305	402	513
营业利润率	30.82%	34.29%	29.36%	28.78%	28.68%
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	128	219	305	402	513
所得税	20	28	32	42	53
所得税率	15.4%	12.6%	10.3%	10.3%	10.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	108	178	274	361	460
净利率	26.50%	27.90%	26.32%	25.81%	25.72%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	128	219	305	402	513
所得税支出	-20	-28	-32	-42	-53
折旧和摊销	30	44	52	78	129
营运资金的变化	51	-84	-180	-40	16
其他经营现金流	-13	-3	1	13	28
经营现金流合计	176	148	147	410	633
资本支出	-130	-127	-157	-407	-705
投资收益	7	3	13	13	13
其他投资现金流	-147	21	-21	-21	-19
投资现金流合计	-270	-102	-165	-415	-711
发行股票	10	20	0	0	0
负债变化	0	0	219	229	358
股息支出	-34	-55	-82	-108	-138
其他融资现金流	9	20	-5	-17	-32
融资现金流合计	-15	-15	132	105	188
现金及现金等价物净增加额	-109	31	114	100	110

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	149	177	291	391	501
存货	115	200	376	484	616
应收账款	39	106	187	239	274
其他流动资产	388	157	182	178	95
流动资产	690	641	1,036	1,292	1,486
固定资产	286	418	498	763	1,353
长期股权投资	0	0	8	14	19
无形资产	48	107	112	117	122
其他长期资产	117	252	291	374	378
非流动资产	452	777	909	1,267	1,871
资产总计	1,141	1,418	1,945	2,559	3,357
短期借款	0	11	231	461	819
应付账款	20	44	58	82	110
其他流动负债	389	428	520	619	696
流动负债	409	483	809	1,161	1,625
长期借款	0	9	9	9	9
其他长期负债	81	99	108	118	131
非流动性负债	81	108	118	127	140
负债合计	490	591	926	1,288	1,765
股本	115	162	226	226	226
资本公积	246	233	233	233	233
归属于母公司所有者权益合计	651	827	1,018	1,270	1,592
少数股东权益	0	1	1	0	0
股东权益合计	652	827	1,019	1,271	1,592
负债股东权益总计	1,141	1,418	1,945	2,559	3,357

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	35.69	56.40	62.52	34.42	28.06
营业利润增长率	33.80	73.99	39.15	31.77	27.61
净利润增长率	41.72	64.64	53.35	31.80	27.62
毛利率	53.02	52.64	51.96	51.87	51.57
EBITDA Margin	39.12	42.01	39.05	39.88	42.08
净利率	26.50	27.90	26.32	25.81	25.72
净资产收益率	16.63	21.58	26.87	28.38	28.89
总资产收益率	10.39	13.93	16.26	16.00	15.54
资产负债率	42.92	41.65	47.63	50.35	52.57
所得税率	15.38	12.64	10.34	10.34	10.34
股利支付率	31.84	30.82	30.00	30.00	30.00



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM00010619，作为研究分析商的 INH00001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。