

中信证券研究部



田加强
首席医药分析师
S1010515070002



刘泽序
医药分析师
S1010518060001

核心观点

公司 2019H1 业绩超出市场预期，利润端增速显著高于收入端。叠加期间费用率的下行，公司净利润率提升 3.25PCT。伴随着药物警戒与动物实验领域的稳步推进，公司未来收入有望实现多元化增长。同时，公司并购 Biomere 加快国际化布局，海外营收有望成为新的利润增长点。

■ **公司业绩超出市场预期。**2019H1 公司营收 2.01 亿元，同比增长 48.65%，归母和扣非净利润为 4013.63 万/2863.32 万元，同比分别增长 78.86%/87.21%。其中 2019Q2 季度营收同比增长+51.45%，归母净利润同比+105.55%。公司利润端增速高于收入端，2019H1 在手订单约 10 亿，同比增长 17.6%，整体业绩增长处于较快水平，超出市场预期。

■ **CRO 行业景气度提升，公司各项业务稳步推进。**受益于国内创新浪潮，CRO 行业具备增长的高确定性。作为临床前 CRO 安评细分领域龙头，公司预计将持续受益于行业景气度提升。报告期内公司各项业务稳步推进：**①药物评价领域：**眼科药物评价特色领域取得较大突破（建立了食蟹猴眼压动物实验模型），成功为美国委托方完成两个治疗青光眼新药的药效实验；**②药物临床试验方面：**已有 2 家临床 I 期研究中心建设完成，预计年底正式承接业务；**③药物警戒领域：**昭衍鸣讯自主研发了一站式药物警戒管理平台 iPVMAP，其功能涵盖药物警戒核心工作内容，助力企业搭建高效的药物警戒体系；**④动物实验方面：**广西梧州实验动物基地已于 4 月 1 日正式开工建设，预计将新增非人灵长类繁殖基地 565 亩（1.5 万只饲养能力的灵长类设施）。随着新产能的释放及业务规模的不断扩大，公司业绩有望持续高增长。

■ **国际化趋势加快，并购 Biomere 积极拓展海外市场。**公司长期以来以国内业务为主（18 年占比超过 95%），今年 5 月宣布拟以自有资金约 2728 万美元收购 BIOMERE 公司 100% 股权。我们认为本次收购是公司迈出国际化的重要一步，意义在于：**①**借助 BIOMERE 成熟的管理模式和优质客户资源，拓展公司在美国市场的布局；**②**充分发挥协同效应，与 BIOMERE 的商务团队整合扩大品牌影响力。预计未来随着多元并购的不断进行，公司国际化趋势有望加快，海外地区有望成为新的利润增长点。

■ **期间费用率下降明显，经营性现金流实现高增长。**2019H1 公司财务、销售、管理费用率分别为-0.49%、2.49%、27.99%，同比+0.7、+0.4、-5.6PCTs，期间费用率不断降低（-4.52PCTs）。受益于 GLP 实验室建设、动物房设施构建与药物评价技术平台的逐步完成，业务协同效应使管理费用率下降明显。基于预收款的方式，公司财务费用稳定，现金流良好。2019H1 经营性现金流净额 7373.25 万元，同比+28.43%，系业务量增长导致收款增加所致。

■ **风险因素：**募投项目进展不及预期，新投资项目盈利不达预期，行业政策风险等。

■ **投资建议：**公司业绩高速增长，我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 1.52、2.07 和 2.81 亿元，对应最新股本 EPS 0.94/1.28/1.74 元，对应 PE 分别为 64X、47X、34X，维持“增持”评级。

昭衍新药 603127

评级	增持（维持）
当前价	59.86 元
总股本	161 百万股
流通股本	79 百万股
52 周最高/最低价	79.0/38.86 元
近 1 月绝对涨幅	30.44%
近 12 月绝对涨幅	65.36%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	301	409	600	837	1143
营业收入增长率	25	36	47	40	37
净利润(百万元)	76	108	152	207	281
净利润增长率	48	42	40	37	36
每股收益 EPS(基)	0.93	0.94	0.94	1.28	1.74
毛利率%	56.3	53.0	53.2	53.5	53.9
净资产收益率 ROE%	13.7	16.6	20.6	24.6	28.7
每股净资产（元）	6.8	5.7	4.6	5.2	6.1
PE	64	64	64	47	34
PB	9	11	13	11	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 8 月 13 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	301	409	600	837	1,143	货币资金	405	149	245	372	570
营业成本	132	192	280	389	527	存货	92	115	171	248	324
毛利率	56.3%	53.0%	53.2%	53.5%	53.9%	应收账款	26	39	57	79	108
营业税金及附加	3	3	5	7	9	其他流动资产	74	388	480	599	748
销售费用	6	7	10	14	19	流动资产	597	690	954	1,298	1,750
营业费用率	1.91%	1.62%	1.62%	1.62%	1.62%	固定资产	228	286	286	292	275
管理费用	77	77	113	157	215	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	25.70%	18.78%	18.78%	18.78%	18.78%	无形资产	43	48	53	58	63
财务费用	-1	-3	-2	-3	-5	其他长期资产	72	117	118	110	122
财务费用率	-0.31%	-0.81%	-0.33%	-0.37%	-0.41%	非流动资产	343	452	457	459	460
投资收益	2	9	8	8	8	资产总计	941	1,141	1,411	1,757	2,210
营业利润	94	126	177	243	330	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	31.26%	30.82%	29.55%	28.99%	28.88%	应付账款	13	20	29	41	55
营业外收入	1	2	2	2	2	其他流动负债	298	389	557	782	1,073
营业外支出	1	0	0	0	0	流动负债	311	409	586	823	1,129
利润总额	93	128	179	244	332	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	17	20	28	38	51	其他长期负债	72	81	87	94	101
所得税率	18.2%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	非流动性负债	72	81	87	94	101
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	383	490	674	917	1,230
归属于母公司股东的净利润	76	108	152	207	281	股本	82	115	161	161	161
净利率	25.37%	26.50%	25.30%	24.75%	24.60%	资本公积	261	246	209	209	209
						归属于母公司所有者权益合计	557	651	737	840	981
						少数股东权益	0	0	0	0	-1
						股东权益合计	558	652	737	840	980
						负债股东权益总计	941	1,141	1,411	1,757	2,210

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	93	128	179	244	332
所得税支出	-17	-20	-28	-38	-51
折旧和摊销	27	30	31	34	36
营运资金的变化	23	51	9	17	50
其他经营现金流	-6	-13	-10	-11	-13
经营现金流合计	120	176	181	247	354
资本支出	-25	-130	-35	-35	-35
投资收益	2	7	8	8	8
其他投资现金流	-200	-147	0	0	0
投资现金流合计	-224	-270	-27	-27	-27
发行股票	232	10	10	0	0
负债变化	5	0	7	7	7
股息支出	-88	-292	-76	-104	-141
其他融资现金流	79	267	2	3	5
融资现金流合计	227	-15	-57	-94	-129
现金及现金等价物净增加额	123	-109	97	127	198

主要财务指标 (%)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	24.60	35.69	46.68	39.56	36.60
营业利润增长率	75.88	33.80	40.60	36.94	36.05
净利润增长率	47.89	41.72	40.01	36.56	35.78
毛利率	56.27	53.02	53.22	53.47	53.86
EBITDA Margin	36.49	39.12	37.19	36.35	35.84
净利率	25.37	26.50	25.30	24.75	24.60
净资产收益率	13.71	16.63	20.59	24.65	28.67
总资产收益率	9.94	10.39	11.87	13.06	14.16
资产负债率	40.72	42.92	47.76	52.20	55.64
所得税率	18.17	15.38	15.38	15.38	15.38
股利支付率	114.59	269.53	50.00	50.00	50.00

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

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。	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（仅就本研究报告免责条款而言，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.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；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal 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INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；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员) 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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。