



投资评级：买入(维持)

昭衍新药(603127)

目标价:61.8 元

业绩超预期，订单产能两旺

市场数据 2019-08-13

收盘价(元)	59.86
一年内最低/最高(元)	37.60/79.94
市盈率	69.7
市净率	12.36

基础数据

净资产收益率(%)	17.99
资产负债率(%)	42.9
总股本(亿股)	1.61

最近 12 月股价走势



联系信息

沈瑞	分析师
SAC 证书编号: S0160517040001	021-68592283
shenr@ctsec.com	
张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	

相关报告

- 1 《昭衍新药(603127):股权激励计划推出,高增长可期》 2019-07-31
- 2 《昭衍新药(603127):安评龙头高景气下产能大幅释放》 2019-03-04
- 3 《昭衍新药(603127):高景气下产能大幅释放》 2019-02-19

● 业绩超预期，订单快速增长

公司发布半年报，营业收入 2.0 亿(+48.6%)，较去年+13pp，较一季度+4pp，较去年同期+6pp，增速显著提升，主要受益于订单转化增加及产能释放。截止目前在手订单约 10 亿，较去年同期增加 17.6%，在手订单远高于年度营收，为业绩增长提供保障。上半年新签合同额增长约 21%，继续保持快速增长。预收账款 4.1 亿(+24%)。产能方面，上半年新投入使用动物房约 11000 平，极大提升了服务通量与容量。另有实验室正在装修，预计 9 月投入使用。上半年公司员工队伍从去年底的 817 人增加到近 1000 人。近期也推出了股权激励计划。安评业务是主要的，占比约七成，估计增速在 40%左右，预计全年能保持 40%左右增长。药代药动和实验动物也保持快速增长。PV 业务和临床业务开始产生收入，上半年 2 家临床一期中心完成建设。归母净利润 4014 万元(+78.9%)，较去年底增 37pp，较 1 季度增 61pp；扣非归母净利润 2863 万元(+87.2%)，较去年底增 50pp，较 1 季度大幅扭减为增。

● 毛利率保持稳定，销售向国际拓展

上半年毛利率 50.9%，较去年底下降 2.1pp，较去年同期下降 0.4pp，保持稳定。由于公司大部分收入确认在三四季度，因此与去年同期比较意义较大。上半年销售费用率 2.5%，较去年底增加 0.8pp，较去年同期增加 0.5pp，主要由于销售人员薪酬和业务开拓导致，上半年公司组织参与了美加日的多场学术会议，与美国临床前 CRO 公司 BIOMERE 达成收购意向。管理费用率 20.0%，较去年底增加 1.2pp，较去年同期下降 14pp，主要是增加了管理人员的薪酬。研发费用率 8.0%，较去年底增加 2.2pp。财务费用率-0.5%，较去年同期增 0.7pp，资金使用效率提高。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.03/1.45/2.07 元，对应 PE 为 58.0/41.4/28.9，给予公司“买入”评级。

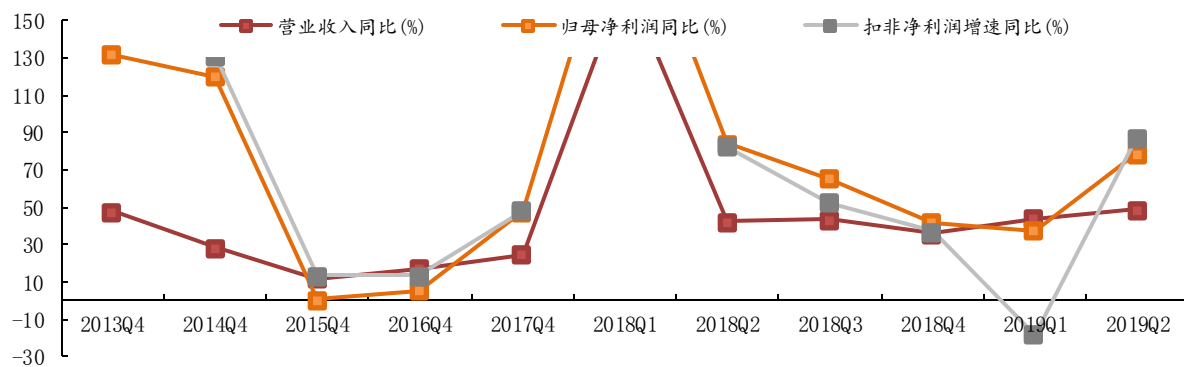
风险提示:大型 CRO 进入竞争加剧

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	301	409	630	940	1,313
增长率	24.6%	35.7%	54.0%	49.3%	39.6%
归属母公司股东净利润(百万)	76	108	166	233	334
增长率	47.9%	41.7%	53.6%	40.1%	43.1%
每股收益(元)	0.47	0.67	1.03	1.45	2.07
市盈率(倍)	126.3	89.1	58.0	41.4	28.9

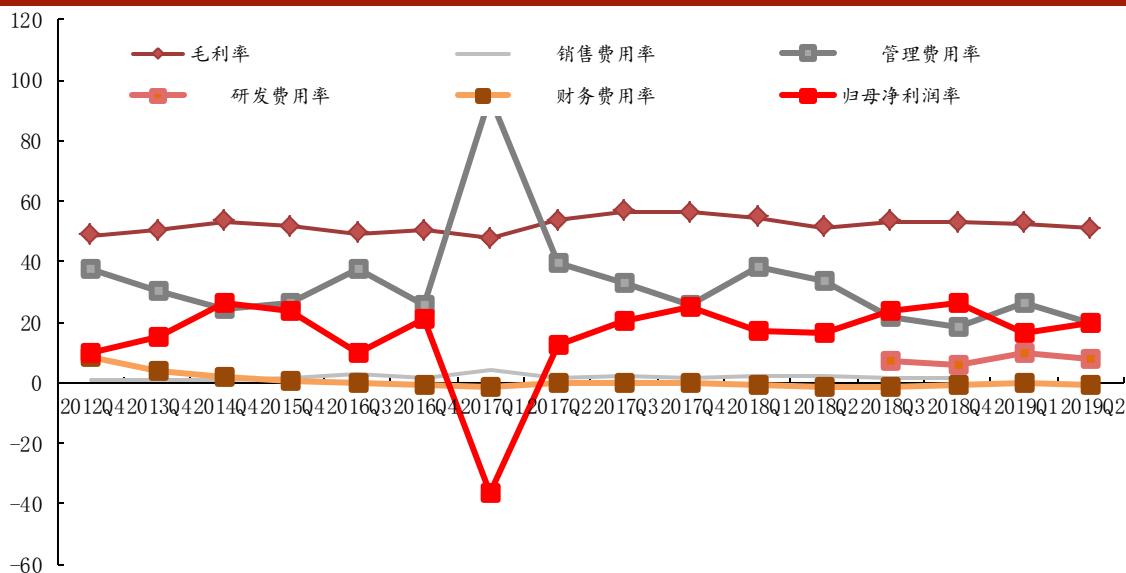
数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图 1：历年营业收入、归母净利及扣非净利累计同比增速



数据来源：财通证券研究所

图 2：历年毛利率净利率及各项费用率



数据来源：财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	301	409	630	940	1,313	成长性					
减:营业成本	132	192	290	442	618	营业收入增长率	24.6%	35.7%	54.0%	49.3%	39.6%
营业税费	3	3	6	9	11	营业利润增长率	75.9%	33.8%	49.5%	44.0%	43.1%
销售费用	6	7	10	16	22	净利润增长率	47.9%	41.7%	53.6%	40.1%	43.1%
管理费用	77	77	120	188	263	EBITDA 增长率	38.1%	50.9%	34.7%	36.8%	38.5%
财务费用	-1	-3	7	3	1	EBIT 增长率	59.4%	63.4%	42.1%	40.9%	41.5%
资产减值损失	2	2	21	22	26	NOPLAT 增长率	71.0%	36.1%	59.6%	40.9%	41.5%
加:公允价值变动收益	1	0	2	-	-	投资资本增长率	18.6%	180.0%	-96.4%	-379.1%	670.0%
投资和汇兑收益	2	9	10	12	15	净资产增长率	114.4%	16.8%	28.8%	23.7%	25.7%
营业利润	94	126	188	271	388	利润率					
加:营业外净收支	-1	2	7	3	4	毛利率	56.3%	53.0%	53.9%	52.9%	53.0%
利润总额	93	128	196	274	392	营业利润率	31.3%	30.8%	29.9%	28.9%	29.6%
减:所得税	17	20	29	41	59	净利率	25.4%	26.5%	26.4%	24.8%	25.4%
净利润	76	108	166	233	334	EBITDA/营业收入	36.6%	40.7%	35.6%	32.6%	32.3%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	27.9%	33.6%	31.0%	29.2%	29.6%
货币资金	405	149	695	940	1,377	运营效率					
交易性金融资产	1	103	105	105	105	固定资产周转天数	279	227	158	96	62
应收账款	27	39	57	88	116	流动资产周转天数	-157	-40	-79	-124	-126
应收票据	3	6	4	13	11	流动资产周转天数	501	567	538	537	522
预付账款	5	9	17	20	30	应收账款周转天数	27	29	27	28	28
存货	92	115	198	295	379	存货周转天数	94	91	89	94	92
其他流动资产	65	270	117	151	179	总资产周转天数	919	917	789	707	651
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	143	217	107	-4	-43
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	13.7%	16.6%	19.8%	22.5%	25.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	9.5%	10.3%	11.2%	12.5%
固定资产	228	286	265	238	215	ROIC	69.9%	80.2%	45.7%	1791.0%	-908.1%
在建工程	49	80	85	95	110	费用率					
无形资产	43	48	48	48	49	销售费用率	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	23	37	27	80	103	管理费用率	25.7%	18.8%	19.0%	20.0%	20.0%
资产总额	941	1,141	1,618	2,073	2,675	财务费用率	-0.3%	-0.8%	1.0%	0.4%	0.0%
短期债务	-	-	-	50	-	三费/营业收入	27.3%	19.6%	21.6%	22.1%	21.7%
应付账款	13	30	48	59	88	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	40.7%	42.9%	48.1%	49.9%	51.2%
其他流动负债	298	379	652	849	1,203	负债权益比	68.7%	75.2%	92.8%	99.6%	105.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.92	1.69	1.71	1.68	1.70
其他非流动负债	72	81	79	77	79	速动比率	1.62	1.41	1.42	1.38	1.41
负债总额	383	490	778	1,035	1,370	利息保障倍数	-89.11	-41.53	29.75	82.81	738.21
少数股东权益	0	0	0	-0	-0	分红指标					
股本	82	115	161	161	161	DPS(元)	0.15	0.21	0.21	0.29	0.41
留存收益	476	545	678	877	1,144	分红比率	32.1%	31.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	558	652	839	1,038	1,305	股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	76	108	166	233	334	EPS(元)	0.47	0.67	1.03	1.45	2.07
加:折旧和摊销	27	30	29	32	36	BVPS(元)	3.46	4.04	5.20	6.44	8.09
资产减值准备	2	2	21	22	26	PE(X)	126.3	89.1	58.0	41.4	28.9
公允价值变动损失	-1	-0	2	-	-	PB(X)	17.3	14.8	11.5	9.3	7.4
财务费用	1	-1	7	3	1	P/FCF	172.0	-77.4	18.7	29.0	18.3
投资收益	-2	-9	-10	-12	-15	P/S	32.1	23.6	15.3	10.3	7.4
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	40.6	39.7	39.4	28.0	19.0
营运资金的变动	-37	-149	344	-21	213	CAGR(%)	45.0%	45.5%	47.6%	45.0%	45.5%
经营活动产生现金流量	120	176	560	258	594	PEG	2.8	2.0	1.2	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-224	-270	-29	-25	-40	ROIC/WACC	6.7	7.6	4.4	170.6	-86.5
融资活动产生现金流量	227	-15	15	13	-117	REP	5.2	2.4	155.7	-1.4	0.3

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。